

业绩拐点确定，大象起舞

买入 (维持)

2016年3月30日

投资要点

事件：公司发布2015年年报，2015年营业收入446.97亿元，同比下降2.19%；归属上市公司股东净利润42.55亿元，同比增加5.34%；基本每股收益1.2892元/股，同比增加5.34%。

点评：

■ **2015年业绩低开高走，全产业链优势带动毛利率逆势提升。**从季度来看，4Q15的营业收入为124.92亿元，同比下降0.4%，相比上半年降幅持续收窄；利润三季度起，同比由负转正，全年实现正增长。4Q归属上市公司股东净利润11.36亿元，同比增长高达29.36%，单季利润同比增速创1Q14以来新高。公司全产业链优势明显，猪价上升周期下整体毛利率仍然提升0.84pct.，同时销售及管理费用率略微下降，净利率水平提升至9.88%。

■ **屠宰收入占比持续提高，猪价走高助公司收入拐点初步确立。**2015年公司屠宰量1239万头，占全国生猪定点屠宰企业屠宰量5.79%；屠宰业务收入244.43亿元，同比增加4.85%，占营收比例提高至54.69%。受高猪价影响，屠宰业务毛利率略微下降2.25pct.。4Q单季屠宰341万头，降幅环比继续收窄。1Q2016猪价高企，屠宰企业亏损严重。公司屠宰业务战略清晰，预计大概率将逆势扩大屠宰规模，通过降低单利压垮竞争对手，加速整合雨润在内其他屠宰厂。我们预计1Q2016猪价上涨带来屠宰售价提升，收入拐点初步确立。

■ **成本优势凸显，产品结构升级进行时，利润拐点到来。**在国内猪肉价位持续高涨下，双汇收购SFD优势凸显，进口猪肉价格约1.9美元/kg，随着中美猪肉价差进一步拉大至16元/kg，进口肉外销净利超3000元/吨，公司成本优势凸显。产品结构上从高温产品向低温产品结构转移仍在进行，肉制品毛利率31.37%，同比提升5.52pct，高、低温肉制品毛利率分别提升5.68/5.26pct.。新品吨价6万元(14-15年吨均价2万元)，预计16年新品收入占比超10%，盈利能力持续提升。肉制品业务毛利率公司成本优势和产品结构持续升级保证了公司利润水平拐点到来。

■ **盈利预测：**公司股息率达6%以上，分红率高达40%，随着中美猪价差拉大，SFD盈利能力提升，港股万洲国际股价逆市大涨。大股东占比60.24%，而机构投资者占比仅1.34%，公司2015年EPS为1.29元超出预期，我们预计2016-2018年公司EPS分别为1.44元/1.58元/1.75元，对应16年PE仅为15X，给予20XPE，目标价为28.8元，“买入”评级。

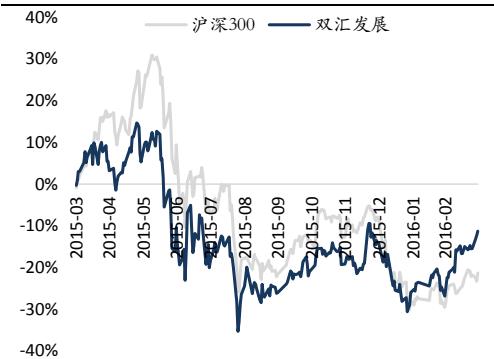
■ **风险提示：**猪价高位震荡；业务推进不及预期

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

股价走势



相关报告

1. 深度：1Q16 业绩拐点+16PE14x 历史底部+万洲国际港股大涨+机构持仓低
2016-3-15

市场数据

收盘价 (元)	21.12
一年最低价/最高价	18.32/40.72
市净率	4.41
流通市值 (亿)	379.66

基础数据

每股净资产	4.73
资产负债率	22.91
总股本 (百万股)	3300.87
流通股A股(百万股)	1817.41

图表 1：预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	8915.8	13152.7	17427.8	22491.2	营业收入	44696.7	51948.1	57936.5	64311.9
现金	2426.7	7315.0	10914.8	15269.5	营业成本	35413.3	41657.3	46485.1	51516.7
应收款项	219.1	284.6	317.5	352.4	营业税金及附加	190.3	218.2	243.3	328.0
存货	3384.8	3994.5	4457.5	4940.0	营业费用	2298.9	2670.1	2977.9	3344.2
其他	2885.2	1558.4	1738.1	1929.4	管理费用	1435.0	1662.3	1911.9	2186.6
非流动资产	13968.7	14795.9	15769.3	16472.9	财务费用	-3.8	-45.4	-27.2	-47.1
长期股权投资	161.6	161.6	161.6	161.6	投资净收益	156.0	125.0	100.0	100.0
固定资产	12498.5	13379.4	14406.4	15163.8	其他	-109.0	182.2	223.3	318.0
无形资产	1074.1	1020.4	966.7	913.0	营业利润	5410.0	6092.7	6668.8	7401.4
其他	234.6	234.6	234.6	234.6	营业外净收支	265.2	161.0	220.0	220.0
资产总计	22884.5	27948.6	33197.1	38964.1	利润总额	5675.2	6253.7	6888.8	7621.4
流动负债	5119.3	6023.4	6689.4	7386.6	所得税费用	1258.7	1344.6	1481.1	1638.6
短期借款	610.4	300.0	300.0	300.0	少数股东损益	160.9	171.8	189.3	209.4
应付账款	2317.9	3423.9	3820.7	4234.2	归属母公司净利润	4255.5	4737.4	5218.4	5773.4
其他	2191.0	2299.5	2568.7	2852.4	EBIT	5549.4	5958.4	6561.6	7264.3
非流动负债	78.6	78.6	78.6	78.6	EBITDA	6397.2	6869.1	7604.6	8440.2
长期借款	5.8	5.8	5.8	5.8	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	72.8	72.8	72.8	72.8	每股收益(元)	1.29	1.44	1.58	1.75
负债总计	5197.9	6102.0	6768.0	7465.2	每股净资产(元)	5.09	6.32	7.68	9.19
少数股东权益	894.2	980.1	1074.8	1179.5	发行在外股份(百万股)	3300.9	3300.9	3300.9	3300.9
归属母公司股东权益	16792.3	20866.5	25354.3	30319.4	ROIC(%)	24.1%	25.5%	28.1%	29.4%
负债和股东权益总计	22884.5	27948.6	33197.1	38964.1	ROE(%)	25.3%	22.7%	20.6%	19.0%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	20.8%	19.8%	19.8%	19.9%
经营活动现金流	5766.3	7654.0	6377.0	7060.7	EBIT Margin(%)	12.4%	11.5%	11.3%	11.3%
投资活动现金流	-3289.3	-1792.0	-2046.6	-1897.6	销售净利率(%)	9.5%	9.1%	9.0%	9.0%
筹资活动现金流	-2970.1	-973.7	-730.6	-808.3	资产负债率(%)	22.7%	21.8%	20.4%	19.2%
现金净增加额	-482.9	4888.3	3599.8	4354.7	收入增长率(%)	-2.2%	16.2%	11.5%	11.0%
折旧和摊销	847.8	910.7	1043.1	1175.8	净利润增长率(%)	5.3%	11.3%	10.2%	10.6%
资本开支	-1368.5	-1794.3	-2046.6	-1897.6	P/E	16.38	14.72	13.36	12.08
营运资本变动	-1543.0	1884.0	0.9	-3.3	P/B	4.15	3.34	2.75	2.30
企业自由现金流	3462.1	5677.8	4148.1	4977.4	EV/EBITDA	11.71	11.04	10.06	9.14

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推论不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>