

评级：买入 维持评级

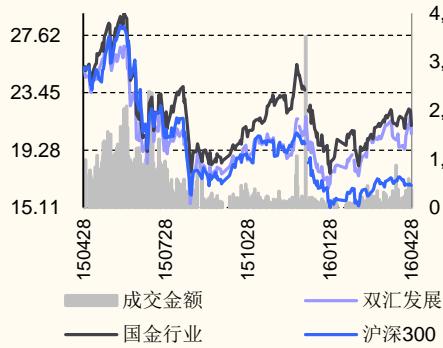
公司点评

市场价格（人民币）：20.46元
 目标价格（人民币）：29.00-29.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据（人民币）

已上市流通 A股(百万股)	1,817.41
总市值(百万元)	67,535.75
年内股价最高最低(元)	27.29/15.40
沪深 300 指数	3160.58
深证成指	10149.91
人民币(元)	
成交金额(百万元)	



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.836	1.289	1.450	1.657	1.890
每股净资产(元)	7.05	5.09	5.38	5.71	6.09
每股经营性现金流(元)	2.14	1.75	1.09	1.93	2.21
市盈率(倍)	17.19	15.83	14.11	12.35	10.83
行业优化市盈率(倍)	124.34	167.23	140.62	140.62	140.62
净利润增长率(%)	4.71%	5.34%	12.49%	14.23%	14.07%
净资产收益率(%)	26.06%	25.34%	26.97%	29.02%	31.05%
总股本(百万股)	2,200.58	3,300.87	3,300.87	3,300.87	3,300.87

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 双汇发展 2016Q1 收入录得 127.4 亿元，同比+28.3%，扣非净利录得 10.15 亿元，同比+17%，业绩略超预期。

经营分析

- 得益于高猪价，屠宰收入提速明显：16Q1 公司屠宰生猪 348 万头，同比+3.02%，销售鲜冻产品 34.12 万吨，同比+19.7%。得益于高猪价，生鲜品收入录得 76.7 亿，同比+46.8%，收入占比从期初的 47% 上升至 58.8%，其中约 3.2 万吨来源于进口猪肉。
- 肉制品收入增速转正，加大对经销商支持使均价下降：受益于营销力度的加大，16Q1 肉制品销售量 37.37 万吨，同比+7.98%，增速由负转正。肉制品收入录得 53.7 亿，同比+2%，由于公司增加了对经销商和联盟商的支持力度，鼓励其推新的产品和积极参与市场营销活动，致使肉制品平均吨价同比下降-5.54%。吨利润方面，受益于进口猪肉的原料替代以及生产效率的提升，吨利同比上升 18% 至 3,427 元/吨。
- 效率提升降低费用率：虽生鲜产品占比的提升以及对经销商的奖励措施致毛利率相比期初下降 2.59ppt，但公司从生产流程、生产设备以及人员配置方面进行整合，提高了屠宰绩效 30%，肉制品生产绩效 28%，使得期间费用率同比下降 1.76ppt/比期初下降 1.48ppt，其中销售费用率/管理费用率与期初相比分别下降 0.67ppt/0.75ppt。

投资建议

- 2016 年双汇会继续采取“调结构、扩规模、提效率，降费用、控成本、保盈利”的措施，生鲜品做到扩大规模，保证利润，肉制品力争调结构，同时叠加进口猪肉价格成本优势，龙头企业的双汇业绩相比 2015 年的洼地，持续改善是大概率事件。我们预计 2016-2018 公司预计收入为 492.8 亿/546.2 亿/609.1 亿元，利润分别为 47.9 亿/54.7 亿/62.3 亿元，对应 EPS 每股 1.45 元/1.66 元/1.89 元，我们维持“买入”评级，目标价 29 元。

申晟

联系人
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

刘枝花

分析师 SAC 执业编号：S1130515060001
 (8621)61038289
 liuzihai@gjzq.com.cn

双汇 2016Q1 电话会议纪要

业绩综述：Q1 公司实现肉类外销量 71.49 万吨，同比+13.28%，肉制品销售量 37.37 万吨，同比+7.98%，收入 127 亿 同比+28.3%，其中生鲜品收入 76.7 亿 +46.8%，肉制品收入 53.7 亿，+2%，其他分部 4.6 亿，+66%。

Q1 公司运营特点：调结构、扩规模、提效率，降费用、控成本、保盈利的措施。生鲜品逆市增长，但利润有所下降，肉制品坚持扩市场和控成本并用，收入增速由负转正。

Q1 重点做了：1. 积极开拓市场，扩网络、上规模。生鲜品大城市、大农贸、大商超；肉制品渠道增加网点 2 万 8 千个，至 Q1 网络数量大 86 万个；2 美式产品继续投放，郑州美式和上海西式都上市；建立专区专柜，同时宣传品牌和产品；生鲜主要通过加强大型餐饮定制化的对接；3. 流程优化推进，企业生产效率提升；4. 保持成本优势。库存、价格谈判和国内外融合；5. 深化中美协同；6. 配套产业外销。

Q&A

1. 肉制品实现收入同比 1.9%，单价下滑？单吨盈利的提升？

肉制品量的增长，接近 8%，收入接近 2%，主要是终端价格保持稳定，增加了对经销商和联盟商的支持力度，推销新的产品，结构影响不大。我们的创利是提升的，一是成本的下降，二是加工费用的下降、主要是效率的提升。

2. 低温肉制品量今年占比水平的提升？

结构同比和去年基本持平，产品结构调整需要一个比较长的时间。美国 SFD，从 3 月份进入市场以后市场反应不错。争取在 2 季度产能提高利用率，今年 4 季度然后继续达产。

3. 屠宰量同比 3%，生鲜冻品销量 20%增长，之间差异的原因？

屠宰量是数量不是重量，去年猪价低，我们就是产了就入库，但没有消掉，今年猪价高，我们当期买当期屠宰，产销比较齐平。今年肉价高，所以今年猪的重量比较高，就是产肉量比较多。我们进口外销也是算在上游的渠道里。

4. 进口猪肉 Q1 进口量是多少，有多少是外销？

Q1 进口肉 4 万吨，其中自身使用 8K 吨，其他是对外销售。与去年相比，进口肉的外销量+40%，生鲜品总体外销量，扣掉进口，自产自宰的量基本+18%。

5. 全年 Q1 比较好，全年还是有 10%的增量，利润收入新的指引？

外销量、收入、利润保持两位数的增长，基本符合我们的预期，展望全年，宏观形势还是有变化，我们会继续开拓市场，屠宰稳定利润，扩大规模，肉制品是调结构，控成本，降费用，增盈利这个方针。结合我们自身的资源，我们预测全年收入和利润保持增长。

6. 15 年人数下降比较厉害，特别是生产人员，主要原因？

我们 Q1 我们两大主业，屠宰绩效增 30%，生产绩效增 28%，我们进口设备，做流程改造；我们对产品生产计划、工人工作岗位和管理岗位我们进行整合，所以管理人员和生产人员也有减少。

7. Q1 肉制品高温肉、低温肉销量增长？

高温+8%多，低温 7%，整个接近 8%。低温的增长没有达到高温的速度。高温是常温，所以所有的网点都能投，但低温要求 0-10 度，我们国内市场除了大的超市、卖场和发达城市的便利店有这个条件外，其他还是有些限制。

8. 进口肉全年的计划？

进口猪肉 Q1 订货量超过 18 万吨（所有品种，不仅仅是猪肉），我们定的期货，所以可能会滞后 0-3 月，陆陆续续到码头。全年 30-40 万吨的目标没有问题，我们希望多做一些，因为现在中美猪肉价差在拉大。

9. 新品 Q1 肉制品的贡献，利润率有多大差别？

新产品包括次新产品占比 10%，与去年基本持平。新产品由于前期投入比较多，所以贡献和老品基本持平。对于低温产品，我们会在比较好的超市自己配专柜，我们还在改造低温产品，进入餐饮渠道，更适合家庭和酒店的消费。其次我们还在开发新产品，以适应餐饮渠道。

10. 自用的 8K 吨进口，还有部分库存量？

Q1 的库存和去年有下降。库存的成本和当期的业务每个月都是发生变化，财务上是加权平均的成本法。近期变化，国产肉的成本是有上升，使用的进口肉的量是有加大，Q2 我们觉得国产肉的成本会上升，但进口量是上升的。

11. 进口肉会不会其他双汇产品使用？

进口肉的品种比较多，会使用到其他产品中，不排除。

12. 进口肉价格差异的？进口猪肉用到生鲜品中消耗量的占比？

Q1 进口肉的销量是 4 万吨，包括自己使用和外销。价格比较复杂，我们进口会考虑 1. 对外招标的价格；2. 当期屠宰的头均利润；3. 当期肉制品采购的成本（降低肉制品的成本）；4. 美国农业部公布的价格；5. 双汇 A 股，万洲 H 股，会保证交易价格的公允性。

13. 美式产品主要渠道和区域？

北京、上海和广深是三大区域，主要集中在比较发达的区域。主要集中到大商超和连锁超市，未来会在高档社区便利店推广。

图表 1: 财务预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	44,950	45,696	44,697	49,282	54,621	60,910							
增长率	1.7%	-2.2%	10.3%	10.8%	11.5%		货币资金	3,846	2,929	2,427	4,407	5,877	7,709
主营业务成本	-36,216	-36,589	-35,413	-38,929	-42,946	-47,739	应收款项	307	234	219	271	291	319
% 销售收入	80.6%	80.1%	79.2%	79.0%	78.6%	78.4%	存货	3,568	3,720	3,385	3,925	4,330	4,813
毛利	8,734	9,107	9,283	10,352	11,674	13,171	其他流动资产	1,238	1,648	2,885	5,147	5,157	5,169
% 销售收入	19.4%	19.9%	20.8%	21.0%	21.4%	21.6%	流动资产	8,958	8,531	8,916	13,750	15,656	18,011
营业税金及附加	-190	-189	-190	-222	-246	-274	% 总资产	45.4%	38.8%	39.0%	48.7%	51.1%	53.9%
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	长期投资	169	162	162	162	162	162
营业费用	-2,364	-2,474	-2,299	-2,612	-2,840	-3,106	固定资产	9,019	11,969	12,551	13,081	13,527	13,889
% 销售收入	5.3%	5.4%	5.1%	5.3%	5.2%	5.1%	% 总资产	45.7%	54.4%	54.8%	46.3%	44.1%	41.5%
管理费用	-1,353	-1,515	-1,435	-1,577	-1,748	-1,949	无形资产	982	1,173	1,147	1,143	1,209	1,274
% 销售收入	3.0%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	非流动资产	10,788	13,452	13,969	14,495	15,007	15,434
息税前利润 (EBIT)	4,827	4,928	5,359	5,942	6,840	7,841	% 总资产	54.6%	61.2%	61.0%	51.3%	48.9%	46.1%
% 销售收入	10.7%	10.8%	12.0%	12.1%	12.5%	12.9%	资产总计	19,746	21,982	22,884	28,245	30,663	33,444
财务费用	44	39	4	31	43	67	短期借款	189	299	600	0	0	0
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	应付款项	3,255	4,292	3,551	4,436	4,896	5,445
资产减值损失	-27	-9	-109	-8	-10	-8	其他流动负债	1,236	978	968	4,905	5,562	6,311
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	流动负债	4,680	5,569	5,119	9,341	10,459	11,756	
投资收益	81	150	156	156	156	156	长期贷款	6	6	6	6	6	7
% 税前利润	1.6%	2.8%	2.7%	2.4%	2.1%	1.9%	其他长期负债	57	46	73	73	73	73
营业利润	4,926	5,109	5,410	6,121	7,030	8,057	负债	4,743	5,622	5,198	9,420	10,537	11,835
营业利润率	11.0%	11.2%	12.1%	12.4%	12.9%	13.2%	普通股股东权益	14,347	15,503	16,792	17,750	18,844	20,091
营业外收支	222	264	265	265	265	少数股东权益	656	858	894	1,075	1,282	1,518	
税前利润	5,148	5,373	5,675	6,386	7,295	负债股东权益合计	19,746	21,982	22,884	28,245	30,663	33,444	
利润率	11.5%	11.8%	12.7%	13.0%	13.4%	比率分析							
所得税	-1,078	-1,157	-1,259	-1,418	-1,619								
所得税率	21.0%	21.5%	22.2%	22.2%	22.2%								
净利润	4,069	4,215	4,416	4,968	5,676	6,474							
少数股东损益	211	176	161	181	207	236							
归属于母公司的净利润	3,858	4,040	4,256	4,787	5,469	6,238							
净利率	8.6%	8.8%	9.5%	9.7%	10.0%	10.2%							
现金流量表 (人民币百万元)							每股指标						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金净流	3,869	4,712	5,766	3,608	6,379	7,285	每股收益	1.753	1.836	1.289	1.450	1.657	1.890
资本开支	-1,335	-2,483	-2,233	-1,162	-1,235	-1,235	每股净资产	6.520	7.045	5.087	5.377	5.709	6.087
投资	-730	84	-1,212	0	0	0	每股经营现金净流	1.758	2.141	1.747	1.093	1.933	2.207
其他	81	157	156	156	156	156	每股股利	1.450	1.420	1.250	1.160	1.325	1.512
投资活动现金净流	-1,984	-2,241	-3,289	-1,006	-1,079	-1,079	回报率						
股权筹资	0	40	30	0	0	0	净资产收益率	26.89%	26.06%	25.34%	26.97%	29.02%	31.05%
债权筹资	-494	39	271	-600	0	1	总资产收益率	19.54%	18.38%	18.00%	16.95%	17.83%	18.65%
其他	-1,674	-3,464	-3,261	-22	-3,830	-4,375	投入资本收益率	25.10%	23.18%	22.78%	24.53%	26.41%	28.20%
筹资活动现金净流	-2,168	-3,385	-2,960	-622	-3,830	-4,374	增长率						
现金净流量	-282	-914	-483	1,980	1,470	1,832	主营业务收入增长率	13.21%	1.66%	-2.19%	10.26%	10.83%	11.51%
							EBIT增长率	34.79%	2.09%	8.75%	10.87%	15.12%	14.63%
							净利润增长率	33.72%	4.71%	5.34%	12.49%	14.23%	14.07%
							总资产增长率	18.28%	11.33%	4.10%	23.42%	8.56%	9.07%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	1.7	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2
							存货周转天数	28.4	36.4	36.6	36.8	36.8	36.8
							应付账款周转天数	19.2	27.8	29.3	29.0	29.0	29.0
							固定资产周转天数	69.3	89.7	96.6	90.1	82.9	75.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-24.33%	-16.04%	-10.29%	-23.38%	-29.17%	-35.64%
							EBIT利息保障倍数	-109.9	-124.9	-1,415.5	-190.8	-157.9	-116.2
							资产负债率	24.02%	25.57%	22.71%	33.35%	34.37%	35.39%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-29	买入	36.81	56.70~58.80
2	2014-08-12	买入	36.79	47.30~49.50
3	2015-10-15	买入	18.39	25.00~27.00
4	2015-10-30	买入	18.56	25.00~27.00
5	2015-12-23	买入	21.56	27.00~27.00
6	2016-03-30	买入	20.89	27.00~27.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD