



肉价带动屠宰业务收入大增

——双汇发展（000895）中期财报点评

2016年08月17日

推强烈荐/维持

双汇发展

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号: S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	

事件:

双汇发展公布2016年中期财报，公司上半年营业收入为255.29亿元，同比增长25.42%，归属上市公司股东净利润为21.51亿元，同比增长8.51%，公司上半年的分红方案为每10股派发现金红利9元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	12,542	9,931	10,423	11,850	12,492	12,740	12,789
增长率（%）	0.75%	-3.04%	-3.50%	-2.15%	-0.40%	28.29%	22.70%
毛利率（%）	17.45%	20.84%	22.13%	21.02%	19.33%	18.18%	17.81%
期间费用率（%）	8.28%	8.63%	9.23%	8.39%	7.33%	6.87%	6.59%
营业利润率（%）	9.00%	11.89%	13.10%	12.28%	11.28%	11.04%	10.81%
净利润（百万元）	912	950	1,105	1,182	1,180	1,109	1,119
增长率（%）	-15.53%	-15.38%	-5.48%	16.79%	29.36%	16.74%	1.27%
每股盈利（季度，元）	0.4	0.42	0.32	0.34	0.34	0.33	0.33
资产负债率（%）	25.58%	22.91%	28.15%	26.78%	22.71%	20.31%	22.95%
净资产收益率（%）	5.84%	5.76%	6.87%	7.55%	7.01%	6.19%	6.57%
总资产收益率（%）	4.37%	4.29%	5.08%	5.41%	5.20%	4.80%	5.11%

观点:

- 公司二季度收入为127.89亿元，同比增长22.7%，归属股东净利润为10.77亿元，同比增长1.44%，公司二季度在收入、利润方面基本与一季度持平，但是在增速方面略低于一季度，公司上半年经营较为稳定。
- 在产品方面，公司上半年屠宰生猪621万头，较同期增长0.09%，与一季度屠宰348万头相比二季度屠宰量略有降低，屠宰收入为156.89亿元，同比增长48.59%，屠宰业务对外收入为139.98亿元，同比增长58.69%，由于上半年猪肉价格上涨，公司屠宰业务收入增长较快，从公司销售数据来看，上半年公司屠宰业务头均收入有所增长。从上半年22省市猪肉和生猪平均价格来看，上半年22省市猪肉和生猪价格增速基本在15%，猪肉价格的上涨带来公司屠宰业务收入增速加快；公司上半年冷鲜肉和肉制品外销144.05万吨，同比增长11.16%，较一季度冷鲜肉和肉制品销量71.49万吨相比，公司上半年两个季度在产品销售方面基本持平，肉制品收入为109.54亿元，同比减少1.68%，其中高温肉收入为68.48亿元，同比减少

2.53%，低温肉收入为41.06亿元，同比减少0.24%，肉制品收入下滑主要在于猪肉产品的消费替代。在高低温肉制品收入占比方面，低温肉制品的比例逐步提升，显示出公司调结构的战略。在销售区域方面，上半年公司长江以南收入增速较快，同比增长33.77%，地方保护和公司扩网络战略的逐步实施，公司在南方地区收入占比逐步提升。

- 在毛利率方面，公司上半年屠宰业务毛利率为4.83%，较同期减少3.99个百分点，在屠宰业务头均利润方面，上半年公司屠宰头均利润约为25元/头，较同期下降50%以上，从上半年22省市生猪和猪肉价格增速来看，生猪价格增速在3-6月份快于猪肉价格增速，我们认为生猪价格增长较快导致公司上半年屠宰业务毛利率下滑；公司上半年肉制品业务毛利率为32.39%，较同期增加2.95个百分点，其中高温肉制品增长3.1个百分点，低温肉制品增加2.72个百分点，我们认为公司上半年在猪肉价格上涨的背景下，公司肉制品毛利率的提升主要来自于公司的16.91亿元的内部行业抵消，以及低价进口猪肉的因素所导致，公司屠宰、肉制品产业一体化和低价进口优势在成本上涨的情况下将有效降低公司的生产成本，这一优势是国内大部分肉制品企业所不具备的，体现出公司降成本的战略。
- 在费用方面，公司上半年的费用率为6.73%，较同期减少2.22个百分点，其中销售费用率为4.3%，较同期减少1.13个百分点，管理费用率为2.48%，较同期减少1.09个百分点，上半年公司费用成本控制较好。

结论：

公司是肉制品行业的龙头企业，上半年公司受益于猪肉价格上涨带来的收入提升，我们看好公司调结构、扩网络的战略发展，预计公司2016年-2018年营业收入分别为539.93亿元、567.56亿元、599.67亿元，归属上市公司股东净利润分别为45.57亿元、49.02亿元、53.03亿元，对应目前总股本EPS1.38元、1.49元、1.61元，对应PE18X、17X、16X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
流动资产合计	8,531	8,916	12,929	16,167	19,541	营业收入	45,696	44,697	53,992	56,756	59,967				
货币资金	2,929	2,427	5,327	8,114	10,991	营业成本	36,589	35,413	44,379	46,530	49,004				
应收账款	129	132	148	155	164	营业税金及附加	189	190	225	232	240				
其他应收款	80	53	64	67	71	营业费用	2,474	2,299	2,430	2,554	2,698				
预付款项	80	77	298	531	776	管理费用	1,515	1,435	1,350	1,419	1,499				
存货	3,720	3,385	4,256	4,462	4,699	财务费用	-39	-4	-21	-67	-95				
其他流动资产	1,500	2,806	2,806	2,806	2,806	资产减值损失	9	109	0	0	0				
非流动资产合计	13,452	13,969	12,332	10,741	9,149	公允价值变动收益	0	0	0	0	0				
长期股权投资	162	162	162	162	162	投资净收益	150	156	150	150	150				
固定资产	11,196	11,776	11,007	9,523	8,039	营业利润	5,109	5,410	5,779	6,238	6,770				
无形资产	1,083	1,074	967	859	752	营业外收入	279	289	300	300	300				
其他非流动资产	109	45	0	0	0	营业外支出	15	24	25	25	25				
资产总计	21,982	22,884	25,262	26,908	28,690	利润总额	5,373	5,675	6,054	6,513	7,045				
流动负债合计	5,569	5,119	5,558	6,046	6,576	所得税	1,157	1,259	1,332	1,433	1,550				
短期借款	299	600	0	0	0	净利润	4,215	4,416	4,722	5,080	5,495				
应付账款	3,365	2,314	3,040	3,187	3,356	少数股东损益	176	161	165	178	192				
预收款项	453	636	960	1,301	1,660	归属母公司净利润	4,040	4,256	4,557	4,902	5,303				
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	6,773	7,297	7,350	7,762	8,266				
非流动负债合计	52	79	6	6	6	BPS (元)	1.84	1.29	1.38	1.49	1.61				
长期借款	6	6	6	6	6	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E					
负债合计	5,622	5,198	5,564	6,052	6,582	成长能力									
少数股东权益	858	894	1,059	1,237	1,430	营业收入增长	1.66%	-2.19%	20.80%	5.12%	5.66%				
实收资本(或股本)	2,201	3,301	3,301	3,301	3,301	营业利润增长	3.71%	5.90%	6.82%	7.95%	8.53%				
资本公积	2,672	1,730	2,608	2,608	2,608	归属于母公司净利润	4.71%	5.34%	7.08%	7.58%	8.17%				
未分配利润	9,220	9,929	9,018	8,037	6,977	获利能力									
归属母公司股东权	15,503	16,792	18,581	19,562	20,622	毛利率 (%)	19.93%	20.77%	68.91%	69.90%	70.43%				
负债和所有者权	21,982	22,884	25,205	26,851	28,634	净利率 (%)	9.23%	9.88%	8.75%	8.95%	9.16%				
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)					18.38%	18.60%	18.04%	18.22%	
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	26.06%	25.34%	24.52%	25.06%	25.71%					
经营活动现金流	4,712	5,766	6,051	6,491	6,874	偿债能力									
净利润	4,215	4,416	4,722	5,080	5,495	资产负债率 (%)	26%	23%	22%	23%					
折旧摊销	1,704	1,891	0	1,592	1,592	流动比率									
财务费用	-39	-4	-21	-67	-95	速动比率									
应付帐款的变化	0	0	-16	-8	-9	营运能力									
预收帐款的变化	0	0	324	341	360	总资产周转率	2.19	1.99	2.25	2.18	2.16				
投资活动现金流	-2,241	-3,289	197	150	150	应收账款周转率	282	342	386	374	375				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付帐款周转率	16.39	15.74	20.17	18.23	18.33				
长期股权投资减少	0	0	2	0	0	每股指标 (元)									
投资收益	150	156	150	150	150	每股收益(最新摊薄)	1.84	1.29	1.38	1.49	1.61				
筹资活动现金流	-3,385	-2,970	-3,347	-3,855	-4,147	每股净现金流(最新)	-0.42	-0.15	0.88	0.84	0.87				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.05	5.09	5.63	5.93	6.25				
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增加	0	1,100	0	0	0	P/E	13.56	19.31	18.04	16.77	15.50				
资本公积增加	307	-942	878	0	0	P/B	3.53	4.89	4.42	4.20	3.99				
现金净增加额	-914	-493	2,900	2,787	2,877	EV/EBITDA	7.70	11.01	10.46	9.54	8.61				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，7 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入证券行业；2012 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，4 年食品饮料行业研究经验。
单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。