

双汇发展 (000895)

3Q 肉制品盈利承压，未来猪价下行， 屠宰发力，期待 4Q 业绩反转

投资评级：买入（维持）

2016 年 10 月 27 日

事件：双汇发布 2016 年三季报，2016 年前三季度营收 383.5 亿，同比+19.09%，净利润 32.77 亿，同比+5.06%，每股收益 0.99 元；公司 3Q16 年实现营收 128.3 亿，同比增长 8.23%，净利 11.26 亿元，同比-0.96%，每股收益 0.34 元，略低于我们的预期。

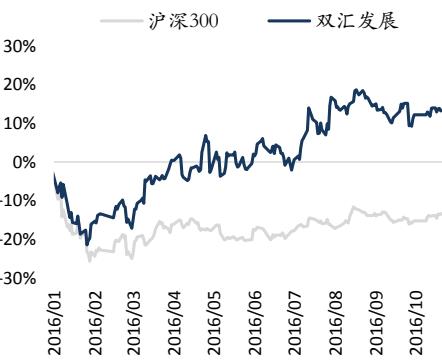
点评：

- **3Q16 双汇业绩略低于预期，肉制品盈利下降，造成整体利润增长放缓。**1) 公司 1Q、2Q、3Q 营收同比分别为 28.3%、22.7%、8.2%，净利润同比分别为 16.65%、1.44%、-0.96%，净利率分别 8.7%、8.8%、9.1%，环比略有上涨；公司 3Q16 期间费用率 7.3%，同比-1.1pct，其中销售费用率 4.7%，同比-0.5pct，略有下降。2) 公司前三季度肉制品收入 169.5 亿，屠宰收入 232.2 亿，屠宰收入占比约 56%，预计 4Q 猪价继续下行，屠宰业将迎来量利双收，加之进口肉直销创利，生鲜品 4Q 净利有望继续两位数增长，肉制品总体净利润保持稳定。
- **屠宰：受益猪价下行，稳利增量，3Q 生鲜品利润大增，环比+45%，同比+73%。**1) 生鲜品销量增幅大于屠宰量增幅。2016 年 1-9 月，公司屠宰生猪 892.5 万头，同比下降 0.6%；公司 3Q16 屠宰生猪 271.5 万头，同比-2.2%；虽然屠宰头数略有下降，但是前 3 季度生鲜品销量+20%，一是 16 年的生猪头均重量大，因而生鲜品销量不减；二是前三季度进口肉 22 万吨多，全年进口肉可达到 30 万吨，直销量大于内转肉制品原料量。2) 猪价进入下行通道，屠宰成本下降+消费需求提升，双汇屠宰发力。生猪价目前自 16 年 6 月的 21.2 元高点已下跌 23.5%，预计 4Q 猪价波动下行。公司通过进一步提升屠宰市占率，拓展生鲜品渠道，预计 4Q16 屠宰量实现正增长，生鲜销量实现两位数增长，17 年屠宰业收入有望实现同比两位数增长。
- **肉制品：3Q 盈利下降源于高价猪肉库存+鸡肉价格上涨+7 月洪涝灾害影响销量，调结构+控成本+扩渠道，4Q 业绩保持稳定略有增长。**1) **3Q16 肉制品收入 60 亿，销量同比下滑 0.6%，售价略有上升。**1-9 月公司肉制品 12.2 万吨，同比+2.1%；单 3Q 销量略有下降，同比-0.6%，短期阵痛是为了长远的盈利，肉制品价格 3Q 环比上升，主要是开拓市场，经销商中间补贴加大。2) **3Q16 低温收入占比略有上升，坚持稳高温、上低温、推新品。**据 AC 尼尔森数据，截止 6 月，15 个城市卖场调查，SFD 新品销量已经达到第 3。全国 9 大研发中心分步各地，大力发展战略低温新品和休闲食品，培育新收入增长点。3) **4Q 肉制品收入预计小个位数增长，16 年可保持正增长。**4Q 猪肉价下降+鸡肉存储+进口肉平滑成本，预计肉制品总利润平稳。
- **盈利预测与投资建议：**1) 屠宰及肉制品行业 1 万亿左右空间，双汇单寡头优势明显，应享受估值溢价。2) 股息率 5% 超 10 年期国债，价值凸显。3Q 业绩略低于预期，下调 16-18 年 EPS 为 1.38/1.56/1.70 元，给予肉制品估值 25xPE，屠宰估值 15x，目标价为 31.4 元，还有 38% 的空间，维持买入评级。
- **风险提示：**食品安全问题，行业竞争加剧。

证券分析师 马浩博
执业资格证书号码：S0850513090003
mahb@research.dwstock.com.cn
021-60199762

证券分析师 汤玮亮
执业资格证书号码：S0600516070002
tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	22.85
一年最低价/最高价	16.51/24.95
市净率	5.77
流通市值 (亿)	753.83

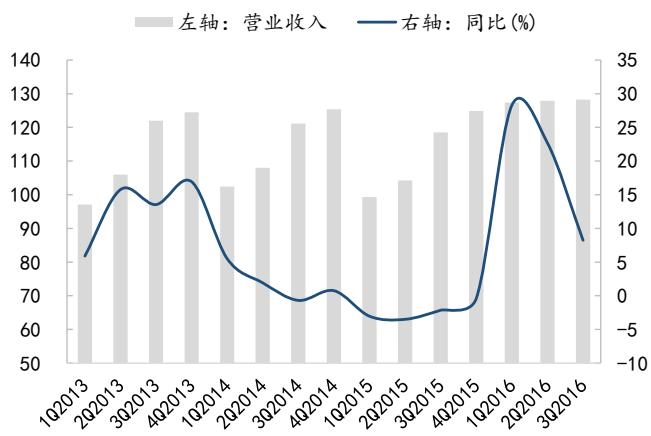
基础数据

每股净资产	4.73
资产负债率	22.91
总股本 (百万股)	3299.56
流通股 A 股 (百万股)	3299.02

相关研究

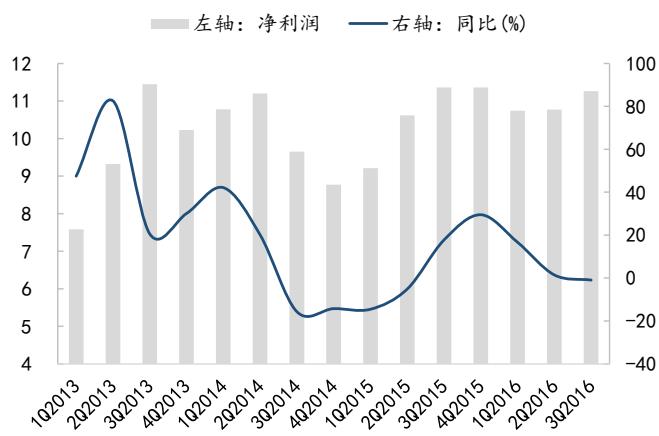
- 1.2Q 利润超预期+现金分红高、股息率 5%+4Q 猪价拐点——20160825
- 2. 行业最困难时期已过，万亿行业单寡头市值被低估，2H16 领涨品种——20160801
- 3. 业绩拐点确定，大象起舞——20160331

图表 1: 前三季度收入同比+19.1%，3Q16 同比+8.23%



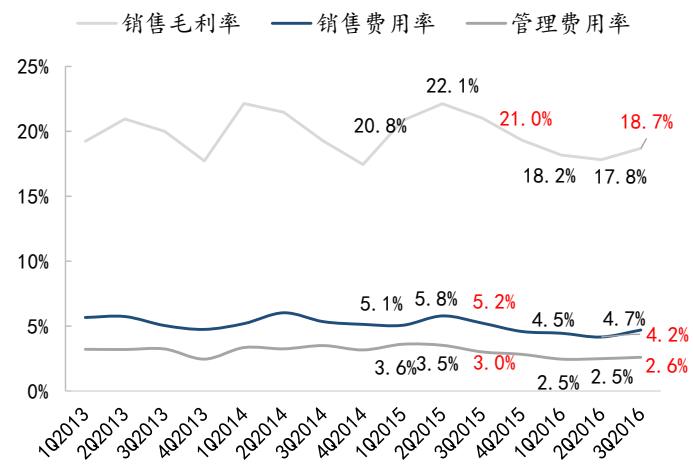
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 前三季度净利同比+5.1%，其中 3Q16 同比-1%



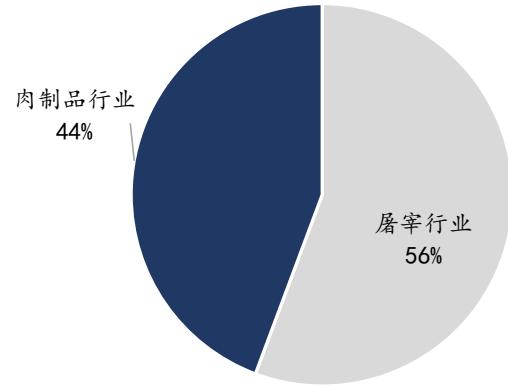
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 3Q 毛利率同比-2.3pct, 销售费用率-0.5pct



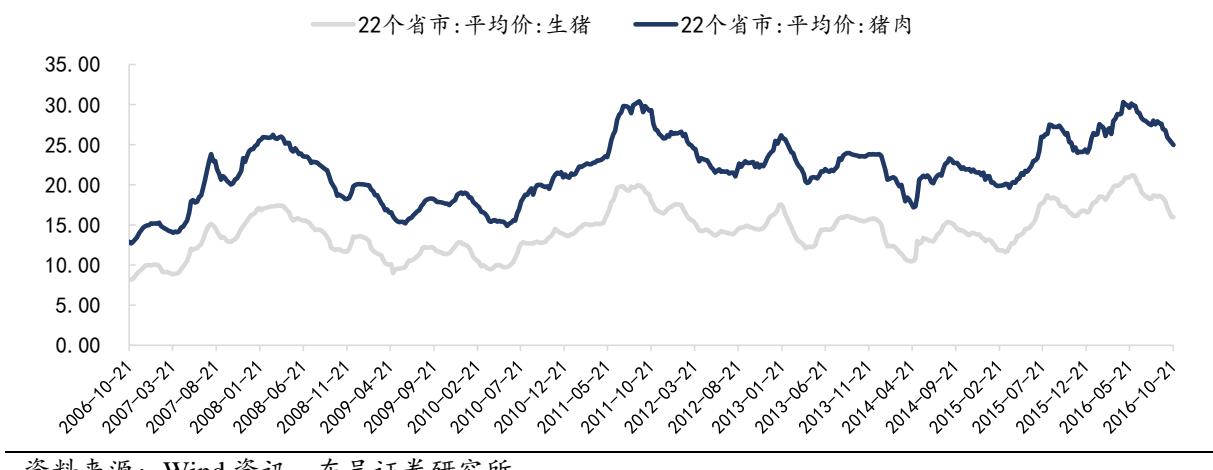
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 前三季度屠宰收入占比 56%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 5: 2H16 生猪及猪肉价格进入下行通道



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6：双汇发展三年预测财务报表

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	11643.8	14246.6	17539.8	营业收入	44696.7	50442.5	54505.8	59440.5
现金	2426.7	5968.6	8152.9	10914.7	营业成本	35413.3	40520.1	43380.8	47097.0
应收款项	219.1	276.4	298.7	325.7	营业税金及附加	190.3	216.9	245.3	267.5
存货	3384.8	3885.5	4159.8	4516.1	营业费用	2298.9	2597.8	2888.8	3180.1
其他	2885.2	1513.3	1635.2	1783.2	管理费用	1435.0	1614.2	1771.4	2080.4
非流动资产	13968.7	14795.9	15769.3	16472.9	财务费用	-3.8	-35.3	-16.9	-29.3
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	180.9	225.3	257.5
无形资产	1074.1	1020.4	966.7	913.0	营业利润	5410.0	5834.8	6561.7	7202.4
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	26439.7	30015.9	34012.7	利润总额	5675.2	5995.8	6781.7	7422.4
流动负债	5119.3	5867.0	6267.6	6788.9	所得税费用	1258.7	1289.1	1458.1	1595.8
短期借款	610.4	300.0	300.0	300.0	少数股东损益	160.9	164.7	186.3	203.9
应付账款	2317.9	3330.4	3565.5	3871.0	归属母公司净利润	4255.5	4541.9	5137.3	5622.6
其他	2191.0	2236.6	2402.1	2617.9	EBIT	5549.4	5710.5	6464.8	7083.1
非流动负债	78.6	78.6	78.6	78.6	EBITDA	6397.2	6621.2	7507.8	8258.9
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	1.38	1.56	1.70
负债总计	5197.9	5945.6	6346.2	6867.5	每股净资产(元)	5.09	5.91	6.85	7.87
少数股东权益	894.2	976.6	1069.8	1171.7	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	19517.5	22599.9	25973.5	ROIC(%)	24.1%	24.4%	27.6%	28.9%
负债和股东权益总计	22884.5	26439.7	30015.9	34012.7	ROE(%)	25.3%	23.3%	22.7%	21.6%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	20.8%	19.7%	20.4%	20.8%
经营活动现金流	5766.3	7461.1	6285.8	6908.5	EBIT Margin(%)	12.4%	11.3%	11.9%	11.9%
投资活动现金流	-3289.3	-1792.0	-2046.6	-1897.6	销售净利率(%)	9.5%	9.0%	9.4%	9.5%
筹资活动现金流	-2970.1	-2127.2	-2054.9	-2249.1	资产负债率(%)	22.7%	22.5%	21.1%	20.2%
现金净增加额	-482.9	3541.9	2184.3	2761.8	收入增长率(%)	-2.2%	12.9%	8.1%	9.1%
折旧和摊销	847.8	910.7	1043.1	1175.8	净利润增长率(%)	5.3%	6.7%	13.1%	9.4%
资本开支	-1368.5	-1794.3	-2046.6	-1897.6	P/E	15.97	14.96	13.23	12.09
营运资本变动	-1543.0	1890.1	-7.7	-2.0	P/B	4.05	3.48	3.01	2.62
企业自由现金流	3462.1	5489.3	4063.6	4836.4	EV/EBITDA	11.44	11.16	9.90	9.06

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提供。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>