

评级: 买入 维持评级

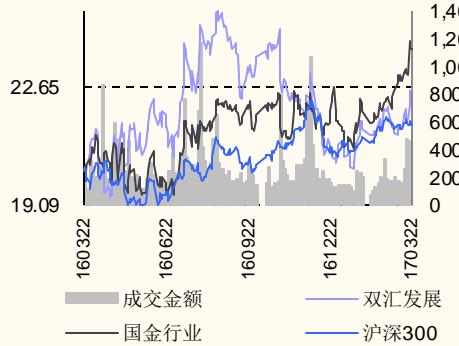
公司点评

 市场价格(人民币): 22.58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)	3,299.02
总市值(百万元)	74,504.03
年内股价最高最低(元)	24.95/19.35
沪深300指数	3450.05
深证成指	10553.53
人民币(元)	
成交金额(百万元)	



## 相关报告

- 《屠宰端增速明显,期待猪价下行盈利提升-双汇发展公司点评》, 2016.10.27
- 《进口肉替代效应明显,经营效率提升降费用-双汇发展公司点评》, 2016.8.17
- 《生鲜发力提收入,效率提升促利润-双汇发展公司点评》, 2016.4.29
- 《调结构推美式,看新品和屠宰齐发力-双汇发展公司点评》, 2016.3.30

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.289	1.329	1.529	1.726	1.954
每股净资产(元)	5.09	4.30	4.61	4.96	5.35
每股经营性现金流(元)	1.75	1.68	1.04	1.86	2.13
市盈率(倍)	15.83	15.75	14.77	13.08	11.56
行业优化市盈率(倍)	167.23	154.50	172.31	172.31	172.31
净利润增长率(%)	5.34%	3.02%	15.07%	12.89%	13.21%
净资产收益率(%)	25.34%	30.87%	33.16%	34.83%	36.55%
总股本(百万股)	3,300.87	3,299.56	3,299.56	3,299.56	3,299.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 双汇发展2016年录得收入518.2亿元,同比+15.9%,取得归母净利44.1亿元,同比+3.51%,对应EPS1.33元,基本符合预期。公司将派发红利每股1.2元,分红率超90%。公司年中派发红利每股0.9元,总股息率达9.3%。

## 经营分析

- 屠宰量Q4同比止跌回升,毛利率恢复明显:由于去年生猪价格前高后低,2016年全年双汇屠宰量同比略有下滑至1,235万头,。16Q4由于生猪价格同比-5.2%/环比-10.4%,Q4单季公司屠宰量同比止跌回升,同比+0.3%。全年受制于猪价的波动,毛利率同比-1.83ppt至5.48%,但相比年中的4.8%的毛利率,下半年屠宰效率恢复明显。
- 受累于进口猪肉销量下滑影响,屠宰Q4利润率环比下滑:Q4国内生猪价格下滑导致双汇进口猪肉销量低于预期,Q4屠宰利润率录得1.6%,环比-0.2ppt/同比-0.3ppt,头均利录得39.5元,环比-22.6%/同比+62.7%。2016年生鲜肉销量136.08万吨,同比+16.1%,收入317亿元,同比+29%。
- 肉制品销量回升,高温肉制品收入承压:2016年肉制品共销售160万吨,同比+1.45%,但肉制品收入同比-0.27%至225.7亿元,主要由于收入占比超60%的高温肉制品同比-1.47%,而肉制品均价同比-1.7%至14,056元/吨,主要由于促销所致。未来双汇将围绕“稳高温、上低温、休闲产品更休闲、中式产品工业化”的方针,继续调整产品结构。
- 四季度肉制品利润率环比提升:16Q4单季受益于春节因素以及促销的力度放缓,肉制品利润率环比提升1.7ppt至21%,但同比依然-2.5ppt。我们期待双汇的结构调整到位后,带来利润的持续改善。

## 投资建议

- 我们预计今年生猪价格的下滑将有利于双汇屠宰利润率的提升,减轻肉制品的成本压力,双汇盈利增速有望提升。我们预计2017-2019年双汇收入分别为550亿元/608亿元/682亿元,净利润分别为50.4亿/57.0亿/64.5亿,对应EPS分别为1.529元/1.726元/1.954元。目前公司股价对应17年PE为15X,低于历史平均18.5X水平,考虑到今年猪价下行对双汇的盈利提升作用,我们维持“买入”评级。

## 风险提示

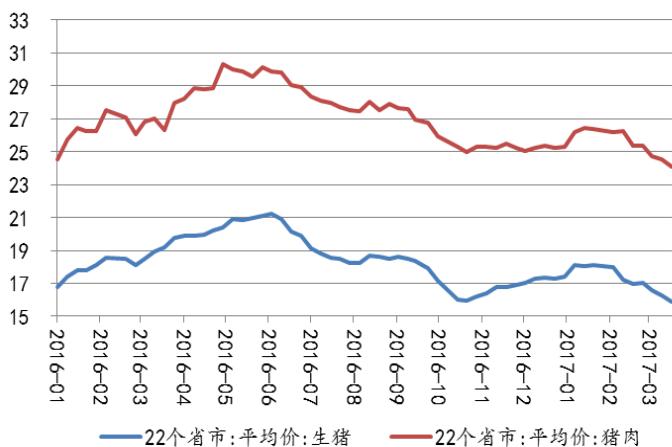
- 猪肉价格波动/肉制品下滑超预期/促销费用的增加

 于杰 分析师SAC执业编号: S1130516070001  
 yujie@gjzq.com.cn

 岳思铭 分析师SAC执业编号: S1130516080006  
 yuesiming@gjzq.com.cn

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

图表 1: 生猪、猪肉价格 (元/kg)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 生猪、猪肉价格 YoY



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 屠宰端分季度数据

屠宰	屠宰量 (万头)	分季度							
		2015Q1	2015H1	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
屠宰量 (万头)	338	283	277	341	348	273	272	343	
增速 %					3.0%	-3.4%	-2.0%	0.3%	
头吨产量 (吨/头)					0.10	0.10	0.11	2.10	
生鲜肉产量 (万吨)	-		35.50	36.16	34.80	27.30	27.15	41.42	
减 供应给肉制品业务(万吨)					-	-	-	-	
% 生鲜冻肉产量					-	-	-	-	
所有外销生猪肉 (万吨) (+/-%)		27.86	35.34	34.12	31.88	31.50	38.58		
进口		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
猪肉均价 (元/公斤) (+/-%)	33.54	12.27	22.50	25.14	23.92	22.00			
生鲜肉收入 (百万元)		6,280	4,335	7,676	8,014	7,534	8,487		
考虑内部抵消 (百万元)		-383	307	-598	-1,524	-588	-971		
内部行业 (+/-%)									
毛利率		407	83	54	109	139	135		
营业利润		146.67	24.31	15.65	39.91	51.10	39.56		
头均利		1.46	0.23	0.16	0.34	0.44	0.35		
吨利 (元/kg)		6.5%	1.9%	0.7%	1.4%	1.8%	1.6%		
营业利润率									

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4：财务预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
主营业务收入	45,696	44,697	51,822	54,997	60,789	68,175		货币资金	2,929	2,427	3,304	4,971	6,079	7,547
增长率	-2.2%	15.9%	6.1%	10.5%	12.2%		应收款项	234	219	209	251	277	311	
主营业务成本	-36,589	-35,413	-42,440	-44,385	-48,863	-54,641	存货	3,720	3,385	3,220	4,013	4,418	4,940	
%销售收入	80.1%	79.2%	81.9%	80.7%	80.4%	80.1%	其他流动资产	1,648	2,885	309	296	300	306	
毛利	9,107	9,283	9,383	10,611	11,926	13,535	流动资产	8,531	8,916	7,041	9,531	11,075	13,104	
%销售收入	19.9%	20.8%	18.1%	19.3%	19.6%	19.9%	%总资产	38.8%	39.0%	33.0%	39.6%	42.9%	46.7%	
营业税金及附加	-189	-190	-312	-330	-365	-409	长期投资	162	162	953	883	853	843	
%销售收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	11,969	12,551	12,180	12,457	12,658	12,783	
营业费用	-2,474	-2,299	-2,272	-2,475	-2,766	-3,170	%总资产	54.4%	54.8%	57.0%	51.8%	49.0%	45.6%	
%销售收入	5.4%	5.1%	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%	无形资产	1,173	1,147	1,105	1,114	1,184	1,252	
管理费用	-1,515	-1,435	-1,207	-1,375	-1,550	-1,738	非流动资产	13,452	13,969	14,311	14,527	14,767	14,950	
%销售收入	3.3%	3.2%	2.3%	2.5%	2.6%	2.6%	%总资产	61.2%	61.0%	67.0%	60.4%	57.1%	53.3%	
息税前利润 (EBIT)	4,928	5,359	5,592	6,432	7,245	8,217	<b>资产总计</b>	<b>21,982</b>	<b>22,884</b>	<b>21,352</b>	<b>24,058</b>	<b>25,842</b>	<b>28,054</b>	
%销售收入	10.8%	12.0%	10.8%	11.7%	11.9%	12.1%	短期借款	299	600	1,391	600	500	400	
财务费用	39	4	18	25	47	68	应付款项	4,292	3,551	3,762	4,297	4,735	5,299	
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	978	968	1,024	2,737	2,829	2,988	
资产减值损失	-9	-109	-173	-70	-30	-10	流动负债	5,569	5,119	6,176	7,635	8,065	8,687	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	6	6	6	6	6	7	
投资收益	150	156	98	98	98	98	其他长期负债	46	73	101	105	57	57	
%税前利润	2.8%	2.7%	1.7%	1.4%	1.3%	1.1%	<b>负债</b>	<b>5,622</b>	<b>5,198</b>	<b>6,283</b>	<b>7,746</b>	<b>8,127</b>	<b>8,750</b>	
营业利润	5,109	5,410	5,535	6,485	7,360	8,373	<b>普通股东权益</b>	<b>15,503</b>	<b>16,792</b>	<b>14,203</b>	<b>15,212</b>	<b>16,351</b>	<b>17,640</b>	
营业利润率	11.2%	12.1%	10.7%	11.8%	12.1%	12.3%	少数股东权益	858	894	866	1,100	1,364	1,663	
营业外收支	264	265	306	306	306	306	<b>负债股东权益合计</b>	<b>21,982</b>	<b>22,884</b>	<b>21,352</b>	<b>24,058</b>	<b>25,842</b>	<b>28,054</b>	
税前利润	<b>5,373</b>	<b>5,675</b>	<b>5,841</b>	<b>6,791</b>	<b>7,666</b>	<b>8,679</b>								
利润率	11.8%	12.7%	11.3%	12.3%	12.6%	12.7%								
所得税	-1,157	-1,259	-1,300	-1,512	-1,707	-1,932								
所得税率	21.5%	22.2%	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%								
净利润	4,215	4,416	4,540	5,279	5,959	6,747								
少数股东损益	176	161	156	234	264	299								
归属于母公司的净利润	<b>4,040</b>	<b>4,256</b>	<b>4,384</b>	<b>5,045</b>	<b>5,695</b>	<b>6,447</b>								
净利率	8.8%	9.5%	8.5%	9.2%	9.4%	9.5%								
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析							
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
净利润	4,215	4,416	4,562	5,279	5,959	6,747	每股指标							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.836	1.289	1.329	1.529	1.726	1.954	
非现金支出	692	989	1,119	1,021	1,059	1,117	每股净资产	7.045	5.087	4.304	4.610	4.955	5.346	
非经营收益	-80	-133	-29	-367	-453	-404	每股经营现金净流	2.141	1.747	1.681	1.043	1.861	2.127	
营运资金变动	-115	494	-106	-2,490	-426	-441	每股股利	1.450	1.420	2.100	1.223	1.381	1.563	
经营活动现金净流	<b>4,712</b>	<b>5,766</b>	<b>5,546</b>	<b>3,443</b>	<b>6,140</b>	<b>7,019</b>	回报率							
资本开支	-2,483	-2,233	-881	-931	-994	-994	净资产收益率	26.06%	25.34%	30.87%	33.16%	34.83%	36.55%	
投资	84	-1,212	2,544	0	0	0	总资产收益率	18.38%	18.60%	20.53%	20.97%	22.04%	22.98%	
其他	157	156	101	98	98	98	投入资本收益率	23.18%	22.78%	26.32%	29.47%	30.91%	32.41%	
投资活动现金净流	<b>-2,241</b>	<b>-3,289</b>	<b>1,764</b>	<b>-833</b>	<b>-896</b>	<b>-896</b>	增长率							
股权投资	40	30	205	0	0	0	主营业务收入增长率	1.66%	-2.19%	15.94%	6.13%	10.53%	12.15%	
债权募资	39	271	426	-786	-100	-99	EBIT增长率	2.09%	8.75%	4.35%	15.01%	12.65%	13.41%	
其他	-3,464	-3,261	-7,360	-156	-4,036	-4,556	净利润增长率	4.71%	5.34%	3.02%	15.07%	12.89%	13.21%	
筹资活动现金净流	<b>-3,385</b>	<b>-2,960</b>	<b>-6,729</b>	<b>-942</b>	<b>-4,136</b>	<b>-4,655</b>	总资产增长率	11.33%	4.10%	-6.70%	12.67%	7.42%	8.56%	
现金净流量	<b>-914</b>	<b>-483</b>	<b>581</b>	<b>1,668</b>	<b>1,108</b>	<b>1,467</b>	资产管理能力							
							应收账款周转天数	1.3	1.1	0.8	0.9	0.9	0.9	
							存货周转天数	36.4	36.6	28.4	33.0	33.0	33.0	
							应付账款周转天数	27.8	29.3	19.9	23.0	23.0	23.0	
							固定资产周转天数	89.7	96.6	82.0	77.8	70.4	62.4	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-16.04%	-10.29%	-12.66%	-26.76%	-31.46%	-36.99%	
							EBIT利息保障倍数	-124.9	-1,415.5	-314.8	-255.9	-154.3	-120.6	
							资产负债率	25.57%	22.71%	29.43%	32.20%	31.45%	31.19%	

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	1	1	20
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.20</b>

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	2015-10-15	买入	18.39	25.00~27.00
2	2015-10-30	买入	18.56	25.00~27.00
3	2015-12-23	买入	21.56	27.00~27.00
4	2016-03-30	买入	20.89	27.00~27.00
5	2016-04-29	买入	20.46	29.00~29.00
6	2016-08-17	买入	24.95	29.00~29.00
7	2016-10-27	买入	24.39	N/A

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靠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