

## 双汇发展 (000895)

### 净利降幅收窄，业绩改善趋势延续

投资评级：买入（维持）

2017年8月15日

**事件：**双汇发布17年中报，公司1H17实现营收240亿，同比-5.8%，归母净利19亿元，同比-11.5%，每股收益0.58元。2Q17营收118亿，同比-7.6%；归母净利10亿，同比-4.8%，每股收益0.31元。

**投资要点：**

■ **2Q17业绩符合预期，业绩改善趋势有望延续。**2Q17净利同比-4.8%，主要受到营收同比-7.6%和销售费用率同比增1.0pct的影响。净利降幅环比收窄，源于上半年猪价下跌，利好屠宰与肉制品业务。2Q17毛利率、净利率分别提升2.8pct与0.3pct，已能验证盈利出现向好趋势。预计2H17猪价同比持续下行，新品发力，销售及管理费用率略微下降，3Q业绩大概率环比改善，业绩拐点有望到来。

■ **屠宰：量增价减，盈利向好。**受益于猪价下行，公司1H17屠宰生猪634.46万头，同比+2.2%，市占率稳步提升，其中2Q17屠宰345万头，同比+26%。1H17肉价下降幅度超过屠宰量增幅，导致屠宰业务收入-7.2%。屠宰量增加后产能利用率提升，毛利率同比提升1.8pct至6.7%水平。由于前期库存冻肉较多，猪价下跌形成减值，一定程度拖累屠宰事业部业绩。往2H17展望，随着猪价仍处下行周期中，屠宰量增价减，盈利改善趋势持续，有助于公司业绩环比改善。

■ **肉制品：收入平稳，业绩承压，3Q17或是拐点。**（1）1H17肉制品收入109.3亿，同比-0.2%，整体表现平稳。分产品看：高温肉收入68.2亿元，同比-0.4%，主要是中低端销量下滑较多；低温肉收入41.1亿元，同比+0.1%。（2）利润方面，1H17肉制品毛利率30%，同比-2.4pct，主因在于使用高价库存肉导致成本价格仍在高位，且滞后于市场价格变化；此外毛利率略高的高温肉制品占比下降也是影响因素。往2H17看，新品推广+扩建渠道，肉制品销量有望实现增长；猪价下降利于利润释放，预计3Q17肉制品收入、利润增速5-10%。

■ **加大创新，战略转型，龙头积极求变。**双汇未来工作重点：一方面加大产品创新力度，计划每年新品销量不低于当年肉制品销量的10%；另一方面贯彻“稳高温上低温、发展美式西式产品、中式产品工业化、休闲产品更休闲、调理食材产品工业化、肉蛋奶菜粮结合大健康道路”的转型战略。在肉制品结构老化背景下，龙头积极求变，有望引领行业实现新突破。

■ **盈利预测与投资建议：**展望2H17，肉制品销量低个位数增长，猪价大概率下行推动利润率回升，鸡价变动可能会抑制肉制品毛利率过快上涨。整体看业绩改善趋势明确。预计17-19年EPS分别为1.43、1.57、1.70元，同比增7%、10%、8%，最新PE为15、13、12倍。考虑到双汇龙头地位突出，估值低，股息收益率高，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@dwzq.com.cn](mailto:mahb@dwzq.com.cn)

021-60199762

证券分析师 周恺锴

执业资格证书号码：S0600514070001

[zhoukk@dwzq.com.cn](mailto:zhoukk@dwzq.com.cn)

021-60199762

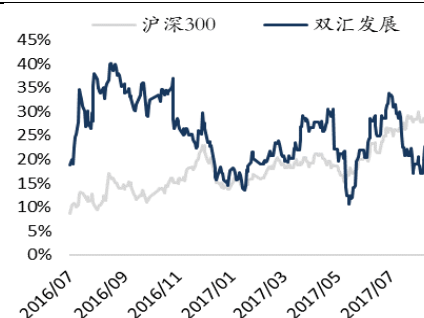
证券分析师 张宇光

执业证书编号：S0600517040003

[zhangyg@dwzq.com.cn](mailto:zhangyg@dwzq.com.cn)

0755-23945049

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价（元）	21.97
一年最低价/最高价	18.89/24.28
市净率	5.95
流通市值（亿）	699.18

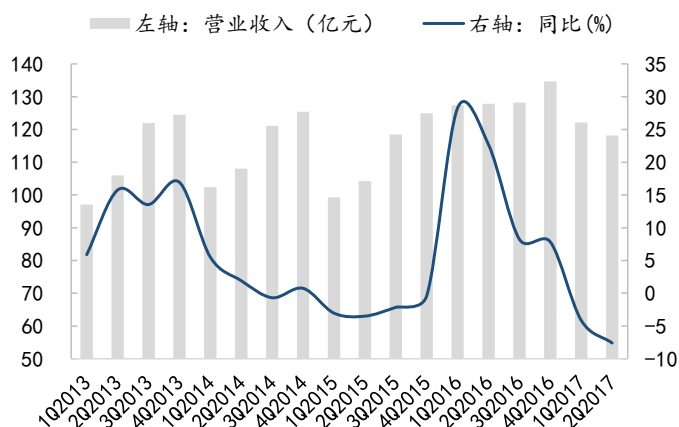
#### 基础数据

每股净资产	3.69
资产负债率	35.53
总股本（百万股）	3299.56
流通股A股（百万股）	3299.02

#### 相关研究

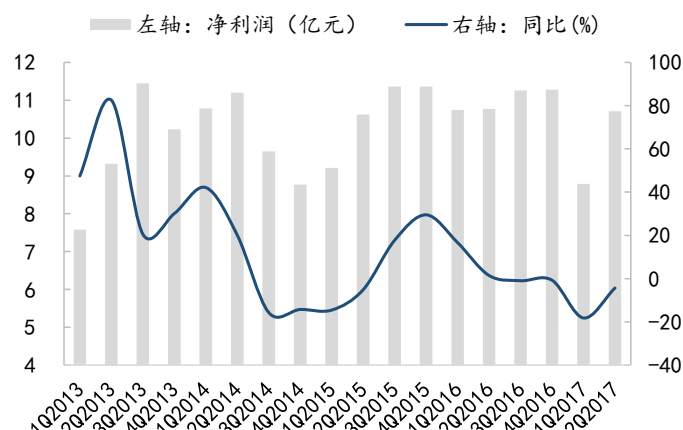
1. 肉制品弹性来自于鸡价 猪价共振，盈利或将进入复苏周期——20160703
2. 16年猪价高企导致盈利下降，17年利润前低后高，高分红估值低，值得关注——20170329

图表 1: 1H17 收入降 5.8%，其中 2Q17 降 7.6%



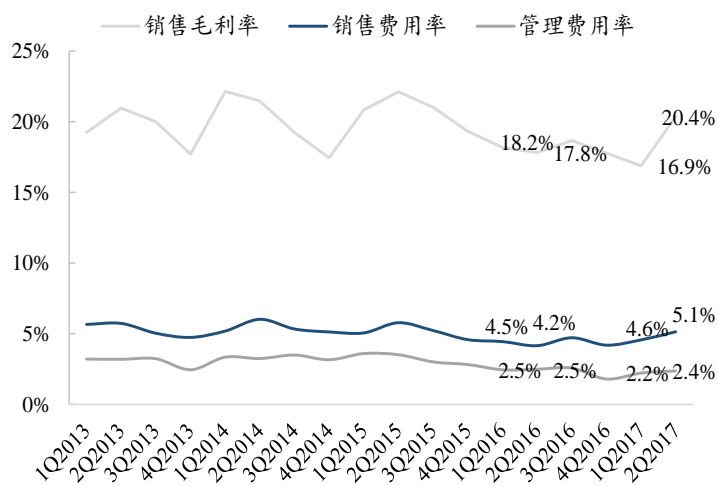
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 1H17 净利同比降 11.5%，2Q17 同比降 4.8%



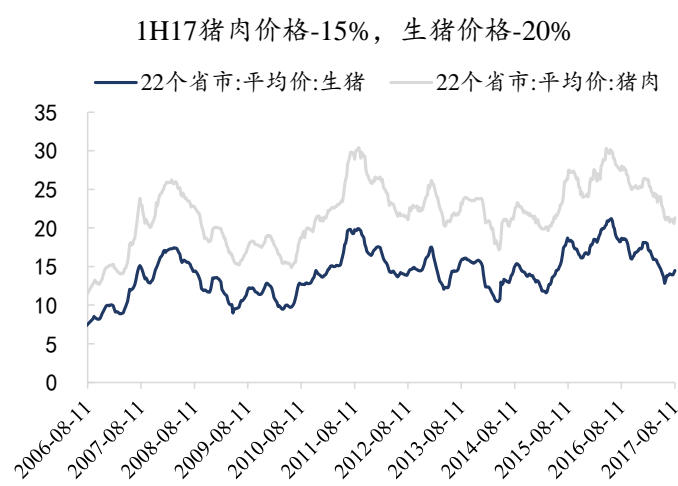
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 2Q17 毛利率+2.8pct, 销售费用率+1.0pct



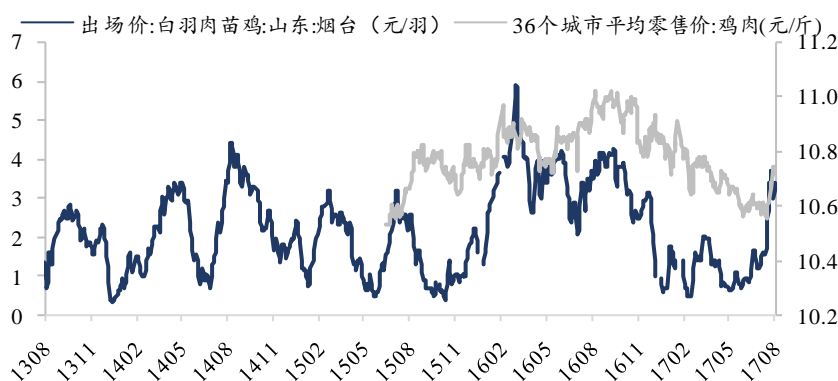
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 1H17 中国生猪价格同比-20%，猪肉-15%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 5: 1H17 中国白羽鸡价格同比-1.1%，鸡肉-1%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 1H17 屠宰业务收入同比-7.2%，高温肉同比-0.4%，低温肉+0.1%(单位：亿元)

	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17
生鲜冻品收入	81.8	114.6	105.3	139.1	156.9	160.2	145.7
同比	3.7%	-98.9%	5.8%	485.0%	49.0%	15.2%	-7.2%
毛利率(%)	13.0%	9.5%	8.8%	6.2%	4.8%	6.1%	6.7%
同比	1.1%	-1.4%	-4.2%	-3.3%	-4.0%	-0.1%	1.8%
高温肉制品收入	77.6	79.1	70.1	72.4	68.5	72.0	68.2
同比	7.1%	-99.1%	-9.7%	-8.5%	-2.3%	-0.6%	-0.4%
毛利率(%)	28.8%	27.8%	29.7%	33.5%	32.8%	30.4%	30.5%
同比	1.7%	1.1%	0.9%	5.8%	3.1%	-3.2%	-2.3%
低温肉制品收入	45.9	48.5	41.1	42.8	41.1	44.3	41.1
同比	-7.9%	-99.0%	-10.6%	-11.8%	0.0%	3.5%	0.1%
毛利率(%)	26.2%	22.4%	28.9%	32.7%	31.7%	29.6%	29.2%
同比	3.7%	-0.6%	2.7%	10.3%	2.7%	-3.1%	-2.5%
其他收入	4.4	2.9	6.7	11.1	10.1	11.9	10.7
同比	-16.1%	-98.7%	52.5%	285.7%	50.4%	7.9%	6.6%
毛利率(%)	10.7%	29.2%	18.1%	23.6%	27.6%	27.0%	18.5%
同比	-8.3%	18.6%	7.3%	-5.6%	9.5%	3.4%	-9.0%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 7: 双汇发展三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>7041.1</b>	<b>7614.6</b>	<b>8432.8</b>	<b>9552.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>51845.1</b>	<b>54272.0</b>	<b>56252.3</b>	<b>58465.6</b>
现金	3303.7	3500.0	4199.2	5171.6	营业成本	42439.5	44200.7	45403.4	46930.6
应收款项	208.8	218.5	226.5	235.4	营业税金及附加	312.3	379.9	393.8	409.3
存货	3219.7	3353.3	3444.6	3560.4	营业费用	2271.7	2496.5	2587.6	2660.2
其他	308.9	542.7	562.5	584.7	管理费用	1206.6	1356.8	1406.3	1461.6
<b>非流动资产</b>	<b>14310.9</b>	<b>14691.5</b>	<b>14944.3</b>	<b>15132.6</b>	财务费用	-17.8	3.6	34.0	27.0
长期股权投资	176.7	186.7	196.7	206.7	投资净收益	98.1	98.1	98.1	98.1
固定资产	12109.1	12514.5	12790.9	13001.7	其他	-174.5	-36.0	-20.0	-10.0
无形资产	1042.6	1007.8	974.2	941.8	<b>营业利润</b>	<b>5556.3</b>	<b>5896.6</b>	<b>6505.3</b>	<b>7065.0</b>
其他	982.5	982.5	982.5	982.5	营业外净收支	305.7	150.0	150.0	150.0
<b>资产总计</b>	<b>21351.9</b>	<b>22306.0</b>	<b>23377.1</b>	<b>24684.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>5862.0</b>	<b>6046.6</b>	<b>6655.3</b>	<b>7215.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>6176.4</b>	<b>6179.5</b>	<b>6204.7</b>	<b>6379.4</b>	所得税费用	1300.5	1341.1	1476.1	1600.3
短期借款	1055.3	1114.5	1000.0	1000.0	少数股东损益	156.5	0.0	0.0	0.0
应付账款	2308.8	2422.0	2487.9	2571.5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4405.1</b>	<b>4705.5</b>	<b>5179.2</b>	<b>5614.7</b>
其他	2812.3	2643.0	2716.9	2807.9	EBIT	5614.9	5838.1	6461.2	7003.9
<b>非流动负债</b>	<b>106.7</b>	<b>106.7</b>	<b>106.7</b>	<b>106.7</b>	EBITDA	6540.3	7091.8	7802.6	8433.7
长期借款	5.8	5.8	5.8	5.8	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他	100.9	100.9	100.9	100.9	每股收益(元)	1.34	1.43	1.57	1.70
<b>负债总计</b>	<b>6283.2</b>	<b>6286.2</b>	<b>6311.4</b>	<b>6486.2</b>	每股净资产(元)	4.30	4.59	4.90	5.24
少数股东权益	866.0	866.0	866.0	866.0	发行在外股份(百万股)	3299.6	3299.6	3299.6	3299.6
归属母公司股东权益	14202.8	15143.9	16179.7	17302.7	ROIC(%)	25.6%	27.6%	29.9%	32.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21351.9</b>	<b>22306.0</b>	<b>23377.1</b>	<b>24684.8</b>	ROE(%)	31.0%	31.1%	32.0%	32.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>					毛利率(%)	18.1%	18.6%	19.3%	19.7%
经营活动现金流	5546.0	5386.5	6561.3	7082.3	EBIT Margin(%)	10.8%	10.8%	11.5%	12.0%
投资活动现金流	1764.1	-1485.0	-1604.2	-1618.1	销售净利率(%)	8.5%	8.7%	9.2%	9.6%
筹资活动现金流	-6741.4	-3705.2	-4257.9	-4491.8	资产负债率(%)	29.4%	28.2%	27.0%	26.3%
现金净增加额	581.1	196.3	699.2	972.4	收入增长率(%)	16.0%	4.7%	3.6%	3.9%
企业自由现金流	8812.1	3700.9	4786.0	5289.9	净利润增长率(%)	3.5%	6.8%	10.1%	8.4%

资料来源: wind 资讯, 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、意见及推测不一致的报告。

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，并注明出处为东吴证券研究所，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>

