

1Q 利润略超预期，猪价下行红利渐近 买入(维持)

事件：公司发布2018年一季度报告，报告期内实现营业收入119.94亿元，同比-1.78%，归母净利润为10.64亿元，同比+21.09%，扣非归母净利润为10.1亿，同比+23.42%。

投资要点：

■ **收入端：肉制品微增，猪价下行屠宰放量。**肉制品板块实现营收56.3亿，同比+7.44%。量价拆分来看，量同比+6%，逆转17Q4下滑态势，高温肉制品和低温肉制品保持均衡同步发展，渠道调研显示低温品项以鸿运当头为代表的中式产品翻倍增长，西式低温产品也实现两位数增长。增长主因1)去年Q4公司主动控货，清理渠道库存，18年轻装上阵；2)春节旺季加强整箱礼品种销售；3)销售政策调整，推广高品质、高质量、高价位的产品；4)改造产品迎合消费升级；5)公司机构改革的推进，产品、渠道、队伍、考核各方面均有调整改进。预计全年肉制品板块仍保持向好趋势。屠宰板块实现营收70.51亿元，同比-8.92%，主因18Q1猪价下行，根据国家统计局数据，全国生猪均价同比下滑23.31%，因此生猪供应充足屠宰放量，公司一季度屠宰量达392万头，同比+35.13%，而鲜冻肉及肉制品外销74.28万吨，同比+5.85%，增长幅度不及屠宰量增长幅度，主因1)中美猪肉价差缩窄，进口肉销量下降；2)原料肉内销量增加；3)在猪价低谷期为肉制品板块储存原料。

■ **利润端：毛利率净利率均小幅提升，猪价下行红利渐近。**18Q1销售毛利率19.72%，同比+2.83pct，销售净利率9.23%，同比+1.77pct。从分部报告来看，肉制品营业利润率18.94%，同比+0.64pct，猪价下行对成本端利好并未完全展现，考虑1)猪价在18年春节后快速下降，成本低位在Q1后半段才有所体现；2)除猪肉外其他原料辅料包材成本上升；3)中美价差收窄，进口原料肉比例有所下降；4)Q1产品配比优化，增加高价原料使用比例。展望未来，我们预计猪价下行带来的盈利改善趋势将愈发凸显。屠宰板块营业利润率3.28%，同比+1.94pct，贡献营业利润2.31亿元，同比+123.74%，生猪价格和生鲜肉价差扩大带来盈利能力明显提升，预计未来量利齐升态势持续。销售费用率4.94%，同比+0.37pct，主因一季度广告宣传费及销售投放有所加大。本期计提资产减值损失1.41亿元，同比+141.83%，主因猪价快速下降对库存屠宰产品期末计提减值损失，预计伴随这部分库存对外销售确认收入将进行相应转出。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计2018/2019年收入分别为537.4亿/565.3亿，同比分别+6.5%/5.2%，净利润分别为52.5亿/59.0亿，同比分别+21.4%/12.6%，给予18年20XPE，维持买入评级。

■ **风险提示：**食品安全问题，行业竞争加剧，猪价剧烈波动风险，新品推广不达预期。

2018年04月24日

证券分析师 马浩博

执业证号：S0600515090002

021-60199762

mahb@dwzq.com.cn

研究助理 杨默曦

yangmx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.06
一年最低/最高价	19.55/30.19
市净率(倍)	5.47
流通A股市值(百万元)	85378.73

基础数据

每股净资产(元)	4.76
资产负债率(%)	29.37
总股本(百万股)	3299.56
流通A股(百万股)	3299.02

相关研究

- 1、《业绩如期提速，改善趋势持续》2017-10-31
- 2、《双汇发展：净利降幅收窄，业绩改善趋势延续》2017-08-15
- 3、《双汇发展：肉制品弹性来自于鸡价+猪价共振，盈利或将进入复苏周期》2017-07-03

双汇发展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	10017	12817	14231	18405	营业收入	50447	53742	56526	58337
现金	6163	8307	10088	13750	营业成本	40907	42977	44710	45561
应收款项	135	116	148	125	营业税金及附加	346	368	388	400
存货	2928	3531	3189	3659	营业费用	2402	2559	2692	2778
其他	790	862	806	872	管理费用	1128	1202	1264	1305
非流动资产	13073	13119	13012	12588	财务费用	55	31	-21	-99
长期股权投资	176	188	201	215	资产减值损失	331	0	0	0
固定资产	11569	11626	11540	11179	投资净收益	74	120	112	101
在建工程	158	157	151	136	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1005	1003	994	957	营业利润	5547	6724	7606	8494
其他	165	145	126	101	营业外净收支	212	262	261	260
资产总计	23089	25935	27242	30994	利润总额	5759	6986	7867	8754
流动负债	7407	8428	7698	8570	所得税费用	1249	1530	1730	1920
短期借款	1942	1942	1942	1942	少数股东损益	191	211	233	262
应付账款	1848	2519	2024	2606	归属母公司净利润	4319	5245	5904	6572
其他	3617	3966	3731	4022	EBIT	5692	6887	7709	8514
非流动负债	215	214	213	211	EBITDA	6649	7681	8550	9392
长期借款	5	4	3	2	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
其他	210	210	210	210	每股收益(元)	1.31	1.59	1.79	1.99
负债总计	7622	8641	7911	8781	每股净资产(元)	4.43	4.92	5.47	6.26
少数股东权益	850	1061	1294	1556	发行在外股份(百万股)	3300	3300	3300	3300
归属母公司股东权益	14617	16233	18037	20656	ROIC(%)	26.7%	29.4%	29.9%	29.2%
负债和股东权益总计	23089	25935	27242	30994	ROE(%)	29.2%	31.5%	31.7%	30.8%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	18.9%	20.0%	20.9%	21.9%
经营活动现金流	5650	6526	6483	7871	销售净利率(%)	8.6%	9.8%	10.4%	11.3%
投资活动现金流	-402	-721	-623	-354	资产负债率(%)	33.0%	33.3%	29.0%	28.3%
筹资活动现金流	-2481	-3661	-4079	-3856	收入增长率(%)	-2.7%	6.5%	5.2%	3.2%
现金净增加额	2768	2144	1781	3662	净利润增长率(%)	-1.9%	21.4%	12.6%	11.3%
折旧和摊销	957	794	842	878	P/E	19.91	16.39	14.56	13.08
资本开支	527	34	-120	-437	P/B	5.47	5.30	4.77	4.16
营运资本变动	-120	364	-363	359	EV/EBITDA	12.45	10.52	9.27	8.08

数据来源: 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、意见及推測不一致的报告。

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：

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。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>