

双汇发展 (000895)

2Q 利润超预期+现金分红高、股息率5%+4Q 猪价拐点

2016 年 8 月 16 日

投资评级：买入（维持）

事件：双汇发布 16 年中报，公司 1H16 年实现营收 255.3 亿，同比增长 25.4%，净利 21.5 亿元，同比增 8.5%，每股收益 0.65 元。2Q16 营收和净利分别为 12.5 亿和 1.47 亿，营收同比增 22.7%，净利同比增 1.4%，每股收益 0.33 元，营收、利润符合我们的预期。

点评：

■ **2Q16 双汇利润+现金分红超预期。**1) 1H 鲜冻肉及肉制品外销量 144.02 万吨，同比+11.2%，营收同比+25.4%，净利同比+8.5%。**2Q 是双汇全年业绩最差时期，但仍保持 2Q16 收入+22.7%，净利同比微增 1.4%，环比微增 0.3pct，盈利能力超预期。**2Q 毛利率最低，同比降 4.3pct，主要受上半年猪价上涨 49%创历史新高，鸡价先低后高，成本端双重压力影响。2) 下半年猪价下跌，屠宰发力+肉制品结构升级，新品发力，销售及管理费率略微下降，净利率有望提升至 9%左右。3) **现金分红高达 29 亿（税前），现金分红占利润分配总额 100%，股息率 5%，超过 10 年期国债。**

■ **屠宰：1H 稳利增量，收入占比提升至 61.5%；预计 2H 猪价进入下行通道，市占率继续大幅提升，屠宰成本回落盈利反转。**1) 1H 屠宰业务收入近 156.9 亿，同比+48.6%，营收占比由 15 年的 54.7%快速提升至 61.5%。2) 双汇屠宰业务战略清晰，通过降低单利压垮竞争对手，逆市提升市占率显著。1H16 规模以上定点屠宰企业屠宰量同比-6.3%，而双汇屠宰生猪 621 万头，同比增 0.1 个 pct。下半年猪价下跌，屠宰放量，市占率有望超过 7%。3) 受 1H16 高猪价影响，单头屠宰利润下降到 20（高点 75）元/头，屠宰毛利率同比减少 4 个 pct。**预计下半年猪价下跌，屠宰放量。到今年 12 月，预测猪价回落到 16-17 元/kg，单头屠宰利润有望回升到 30-40 元/头，未来三年逐渐恢复到 60-70 元/头，屠宰盈利将显著提升。**

■ **肉制品：4000~5000 亿规模行业单寡头格局，市占率提升至 38.4%，结构升级，新品发力，下半年利润无忧。**1) 肉制品收入 109.5 亿，同比-1.7%，略有下滑，其中高温肉同比-2.5%，低温肉基本持平。毛利率持续提升，高温肉约 32.8%，同比+3.1%；低温 31.7%，同比+2.7%。2) 双汇肉制品商超市占率提升至 38.4%，同比+0.7%，肉制品行业一家独大。3) **最困难时期已过，2H 猪价下降+鸡肉库存充足，1H 利用 SFD 低价进口肉 12 万吨，下半年增加欧洲低价肉进口，预计全年目标超 30 万吨，进口额增加到 45 亿，进口肉价格相比国内-30%，进口肉 30%~50%自用可摊薄成本，其余外销可赚取价差利润。**产品结构升级，终端需求稳定，新设立研发中心 8 个，根据不同地域生产不同口味产品，万总亲自负责，新品设计和铺货速度明显加强。预计 3Q 肉制品利润重回增长，约 10-15%。

■ **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) 1H16 创新高的索菲亚、中顺洁柔等无一不是行业增长稳定，龙头优势明显。双汇现金分红 29 亿+股息率 5%超 10 年期国债，价值凸显。预计 16-18 年 EPS 为 1.43/1.62/1.79 元，当前 PE 仅 14X，肉制品估值 25xPE，屠宰估值 15x，目标价为 32.7 元，还有 31%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

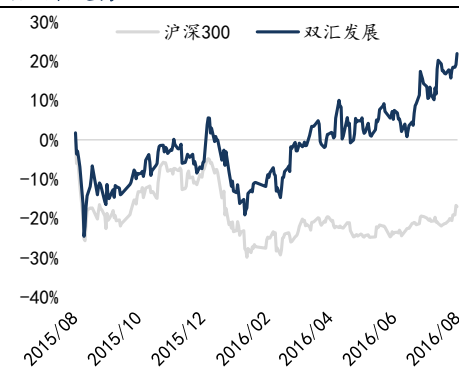
mahb@research.dwstock.com.cn

研究助理 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）	24.90
一年最低价/最高价	15.40/24.90
市净率	5.97
流通市值（亿）	452.55

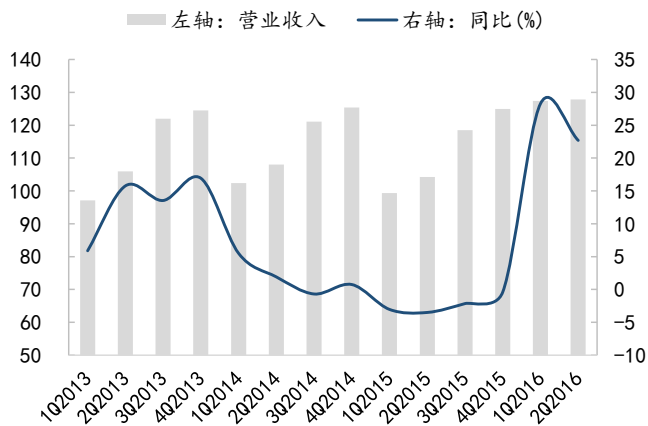
基础数据

每股净资产	4.73
资产负债率	22.91
总股本（百万股）	3300.87
流通股 A 股（百万股）	1817.45

相关研究

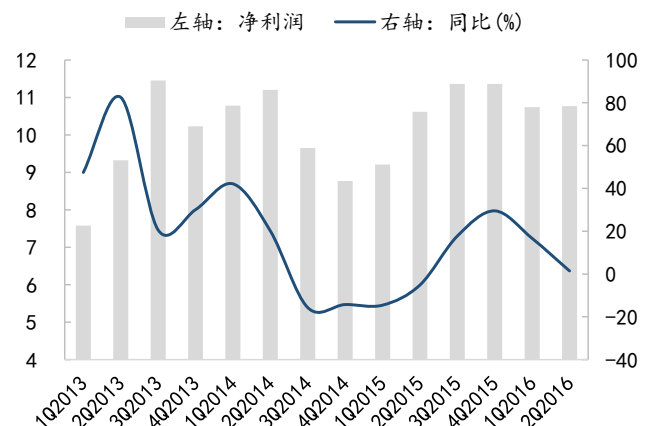
1. 行业最困难时期已过，万亿行业单寡头市值被低估，2H16 领涨品种——20160801
2. 业绩拐点确定，大象起舞——20160331
3. 1Q16 业绩拐点+16PE14x 历史底部+万洲国际港股大涨+机构持仓低——20160308

图表 1: 1H16 收入同比增 25.4%，其中 2Q16 增 22.7%



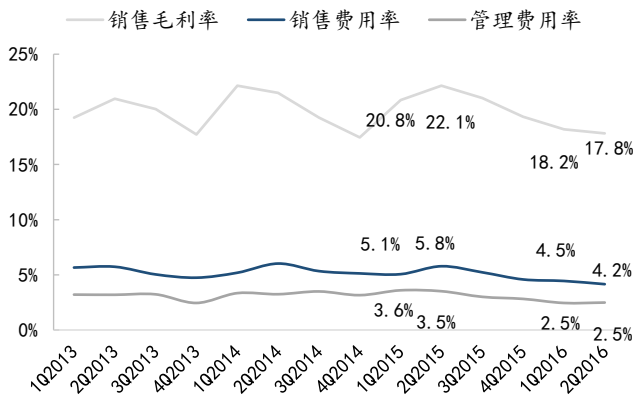
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 1H16 净利同比增 8.5%，2Q16 同比增 1.4%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 2Q 毛利率同比增 1.5pct, 销售费用率+0.09pct



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 生猪及猪肉价格走势



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 5: 1H16 屠宰业务收入同比+49%，高温肉同比-2.3%，低温肉持平 (单位: 亿元)

	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16
生鲜冻品收入(屠宰)	81.8	114.6	105.3	139.1	156.9
同比	3.7%	-98.9%	5.8%	485.0%	49.0%
毛利率(%)	13.0%	9.5%	8.8%	6.2%	4.8%
同比	1.1%	-1.4%	-4.2%	-3.3%	-4.0%
高温肉制品收入	77.6	79.1	70.1	72.4	68.5
同比	7.1%	-99.1%	-9.7%	-8.5%	-2.3%
毛利率(%)	28.8%	27.8%	29.7%	33.5%	32.8%
同比	1.7%	1.1%	0.9%	5.8%	3.1%
低温肉制品收入	45.9	48.5	41.1	42.8	41.1
同比	-7.9%	-99.0%	-10.6%	-11.8%	0.0%
毛利率(%)	26.2%	22.4%	28.9%	32.7%	31.7%
同比	3.7%	-0.6%	2.7%	10.3%	2.7%
其他收入	4.4	2.9	6.7	11.1	10.1
同比	-16.1%	-98.7%	52.5%	285.7%	50.4%

毛利率(%)	10.7%	29.2%	18.1%	23.6%	27.6%
同比	-8.3%	18.6%	7.3%	-5.6%	9.5%
中国大陆收入	209.7	245.1	202.8	244.2	276.3
毛利率(%)	21.7%	18.2%	21.4%	20.2%	16.6%
长江以北收入	145.4	156.3	148.8	176.9	176.4
毛利率(%)	22.2%	17.7%	19.9%	18.0%	16.6%
长江以南收入	64.4	88.9	74.4	88.5	100.1
毛利率(%)	20.7%	19.0%	18.3%	19.9%	16.6%

图表 6：双汇发展三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	8915.8	11969.7	14838.3	18387.4	营业收入	44696.7	52389.8	57654.3	63222.3
现金	2426.7	6083.8	8396.2	11334.7	营业成本	35413.3	41997.2	45850.4	50157.7
应收款项	219.1	287.1	315.9	346.4	营业税金及附加	190.3	235.8	294.0	322.4
存货	3384.8	4027.1	4396.6	4809.6	营业费用	2298.9	2724.3	3055.7	3382.4
其他	2885.2	1571.7	1729.6	1896.7	管理费用	1435.0	1702.7	2017.9	2212.8
非流动资产	13968.7	14795.9	15769.3	16472.9	财务费用	-3.8	-36.1	-17.8	-30.9
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	199.8	274.0	312.4
无形资产	1074.1	1020.4	966.7	913.0	营业利润	5410.0	6090.7	6828.1	7590.4
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	26765.6	30607.6	34860.3	利润总额	5675.2	6251.7	7048.1	7810.4
流动负债	5119.3	6073.0	6614.7	7210.2	所得税费用	1258.7	1344.1	1515.4	1679.2
短期借款	610.4	300.0	300.0	300.0	少数股东损益	160.9	171.8	193.6	214.6
应付账款	2317.9	3451.8	3768.5	4122.5	归属母公司净利润	4255.5	4735.8	5339.1	5916.6
其他	2191.0	2321.2	2546.2	2787.6	EBIT	5549.4	5965.6	6730.3	7469.5
非流动负债	78.6	78.6	78.6	78.6	EBITDA	6397.2	6876.3	7773.4	8645.3
长期借款	5.8	5.8	5.8	5.8	重要财务与估值指标				
其他	72.8	72.8	72.8	72.8	每股收益(元)	1.29	1.43	1.62	1.79
负债总计	5197.9	6151.6	6693.3	7288.8	每股净资产(元)	5.09	5.95	6.92	7.99
少数股东权益	894.2	980.1	1076.9	1184.2	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	19633.8	22837.3	26387.3	ROIC(%)	24.1%	25.5%	28.6%	30.3%
负债和股东权益总计	22884.5	26765.6	30607.6	34860.3	ROE(%)	25.3%	24.1%	23.4%	22.4%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	20.8%	19.8%	20.5%	20.7%
经营活动现金流	5766.3	7653.8	6494.7	7202.8	EBIT Margin(%)	12.4%	11.4%	11.7%	11.8%
投资活动现金流	-3289.3	-1792.0	-2046.6	-1897.6	销售净利率(%)	9.5%	9.0%	9.3%	9.4%
筹资活动现金流	-2970.1	-2204.8	-2135.7	-2366.6	资产负债率(%)	22.7%	23.0%	21.9%	20.9%
现金净增加额	-482.9	3657.1	2312.4	2938.5	收入增长率(%)	-2.2%	17.2%	10.0%	9.7%
折旧和摊销	847.8	910.7	1043.1	1175.8	净利润增长率(%)	5.3%	11.3%	12.7%	10.8%
资本开支	-1368.5	-1794.3	-2046.6	-1897.6	P/E	15.97	14.35	12.73	11.49
营运资本变动	-1543.0	1885.4	-4.4	-6.9	P/B	4.05	3.46	2.98	2.58
企业自由现金流	3462.1	5684.8	4275.4	5134.8	EV/EBITDA	11.44	10.78	9.60	8.70

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。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>

