

**2015 年 03 月 26 日**
**李晓璐**
[c0049@capital.com.tw](mailto:c0049@capital.com.tw)
**目标价(元)**
**40**
**公司基本资讯**

产业别	食品饮料
A 股价(2015/3/25)	34.36
深证成指(2015/3/25)	12757.10
股价 12 个月高/低	42.52/28.16
总发行股数(百万)	2200.58
A 股数(百万)	1211.62
A 市值(亿元)	756.12
主要股东	河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司 (60.24%)
每股净值(元)	7.05
股价/账面净值	4.88
股价涨跌(%)	一个月 7.0 三个月 12.1 一年 -8.9

**近期评级**

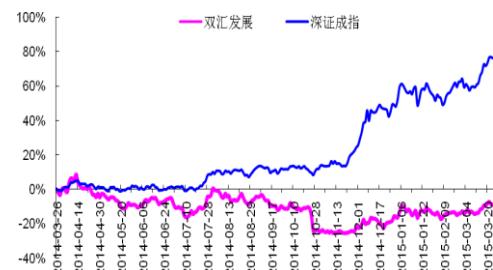
出刊日期	前日收盘	评等
2014-08-12	36.79	持有
2014-02-25	40.5	持有

**产品组合**

生鲜冻品	39.0%
高温肉制品	37.0%
低温肉制品	21.9%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	24.3%
一般法人	52.1%

**股价相对大盘走势**

**双汇发展(000895.SZ)**
**BUY 买入**
**2014 年纯利同比增 4.7%，高分红加高送转，建议买入**
**结论与建议：**

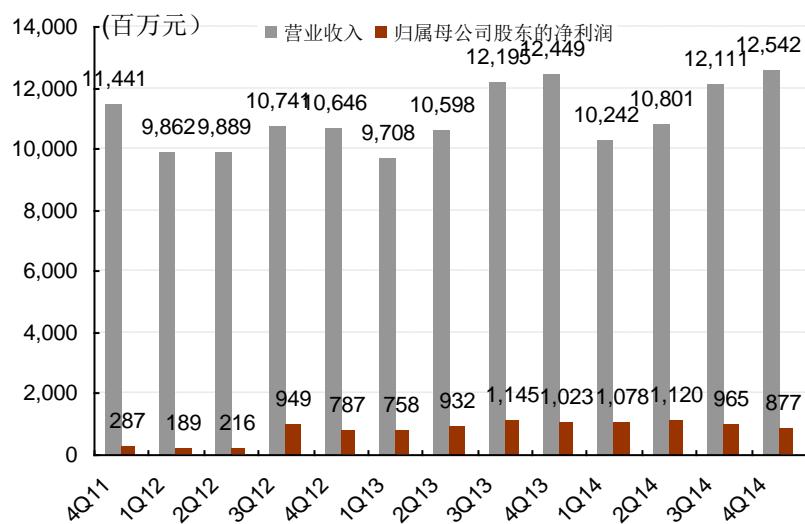
公司 2014 年净利润同比增长 4.7%，符合我们预期。展望未来，随着基期摊低，公司业绩受八项规定、反腐败等负面影响将逐渐消退，新增长点将主要来自推出新品和创新渠道两个方面。目前股价对应 2015 年和 2016 年 PE 分别为 17 倍和 15 倍，估值偏低，并且公司持续高分红加高送转，建议买入。

- 公司发布年报，2014 年实现营业收入 456.96 亿元，同比增长 1.66%；实现营业利润 51.08 亿元，同比增长 3.71%；实现归属上市公司净利润 40.4 亿元，同比增长 4.71%，符合预期。
- 分红方案：每 10 股派发现金红利 14.20 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。
- 2014 年综合毛利率 19.8%，同比增加 0.5 个百分点，主要系高温肉制品毛利率分别同比增加 1.4 个百分点和 1.5 个百分点至 28.3% 和 24.3%。高温肉制品毛利率提高主要是因为生猪价格下滑，成本相应下降。两者总营收占比 55.3%。另一方面，由于生猪价格下滑约 13%，占营收比重 43.2% 的生鲜冻品毛利率仅略微下滑 0.3 个百分点至 11%，基本保持稳定。
- 2014 年经营数据低于公司年初预期，主要是受国内经济增速放缓、市场消费疲软、公司产品结构调整和新产品开发及推广进度滞后等不利因素的影响。2014 年公司生产高温肉制品 168.77 万吨，同比下降 3.6%；屠宰生猪 1501 万头，同比增长 12.8%；销售鲜冻肉及肉制品 322.24 万吨，同比增长 6.7%。
- 4Q 实现营收 125.42 亿元，同比增长 0.75%；实现净利润 8.77 亿元，同比下滑 14.26%，经营业绩不及前三季，系去年 4Q 生猪价格持续下滑。
- 对于猪价，2015 年 1Q 生猪价格走低，由于猪粮比持续走低，并且已经跌破 5:1，若母猪产能遭过度淘汰，2Q 或有机会形成猪价反弹。目前零售和餐饮市场还没有很明显的复苏迹象，预计全年生猪价格走势会震荡，均价可能比 2014 年均价低一些或者基本持平。
- 展望未来，受八项规定、反腐败等因素影响，团购、福利、餐饮等业务受限，确实使公司经营业绩受到负面影响，而随着基期摊低，这种负面影响将逐渐变的不明显。除此之外，公司将从增加新品（如：双汇早餐肠、蜜汁香肠、蜜汁烤香肠、五谷烤肠、五谷八宝肠、腱肉火腿、港式叉烧、午餐肉罐头（新型铝罐）、奥尔良风味烤香肠等。）和创新销售渠道（O2O）两个方面来积极应对当前市场的变化。
- 综上，预计公司 2015 年、2016 年预计分别实现净利润 44.38 亿元和 50.69 亿元，分别同比增长 10% 和 14%，对应的 EPS 为 2.02 元和 2.3 元。

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1334	2885	3858	4040	4438	5069
同比增减	%	15.10	116.25	33.72	4.71	9.86	14.21
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.61	1.31	1.75	1.84	2.02	2.30
同比增减	%	15.10	116.25	33.72	4.71	9.86	14.21
A 股市盈率(P/E)	X	56.67	26.21	19.60	18.72	17.04	14.92
股利 (DPS)	RMB 元	0.55	1.35	1.45	1.42	1.41	1.61
股息率 (Yield)	%	1.60	3.93	4.22	4.13	4.11	4.69

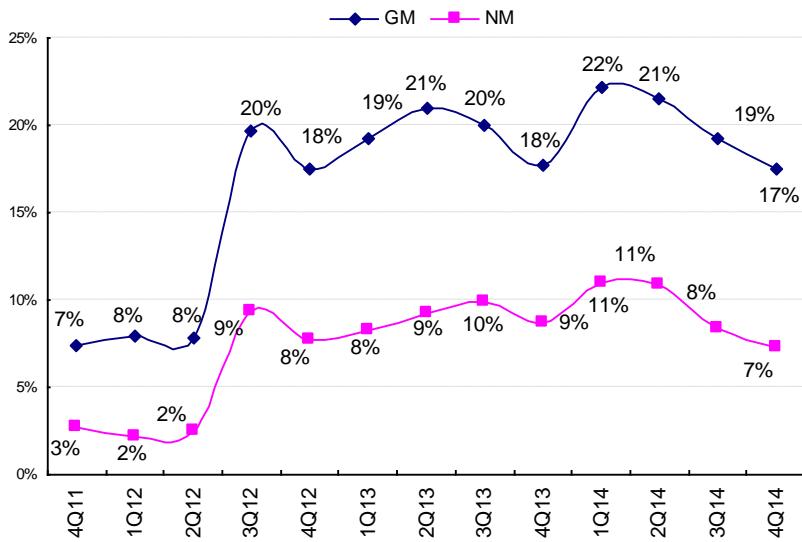
图 1：公司营收及净利润情况 单位：百万元



注：2012 年 2Q 之前数据未做追溯调整

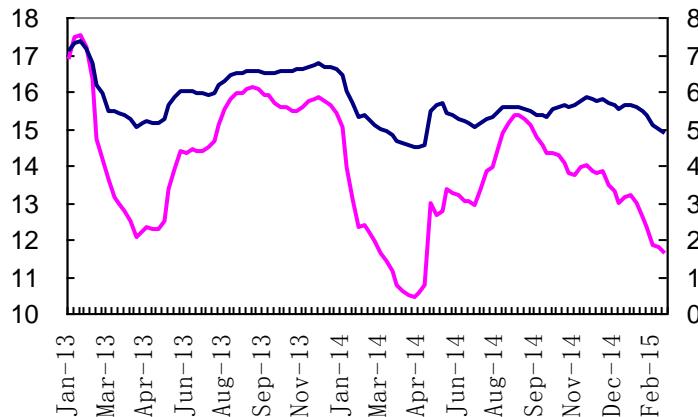
资料来源：公司公告、群益证券

图 2：公司利润率情况 单位：%



注：2012 年 2Q 之前数据未做追溯调整

资料来源：公司公告、群益证券

**图 3：全国 22 省市生猪出场价格及猪量比 单位：元/公斤**
**— 生猪价格 元/公斤 左 — 猪粮比价 右**

**资料来源：WIND**
**预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：**
**强力买入 Strong Buy (ER  $\geq 30\%$ )；买入 Buy (30%  $> ER \geq 10\%$ )**
**中性 Neutral (10%  $> ER > -10\%$ )**
**卖出 Sell (-30%  $< ER \leq -10\%$ )；强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq -30\%$ )**
**附一：合并损益表**

百万元	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
营业收入	35832	39705	44950	45696	48275	53588
经营成本	31028	32564	36216	36589	38340	42788
营业税金及附加	131	204	190	189	201	223
销售费用	1819	2045	2364	2474	2623	2679
管理费用	1096	1311	1353	1515	1606	1608
财务费用	37	10	-44	-39	-44	-186
资产减值损失	75	-9	27	9	0	0
投资收益	23	53	81	150	80	80
营业利润	1667	3632	4926	5109	5629	6556
营业外收入	264	295	272	279	295	295
营业外支出	71	16	50	15	10	10
利润总额	1860	3911	5148	5373	5914	6841
所得税	395	842	1078	1157	1242	1505
少数股东损益	131	184	211	176	234	267
归属于母公司所有者的净利润	1334	2885	3858	4040	4438	5069

**附二：合并资产负债表**

百万元	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
货币资金	2513	4075	3846	2929	3649	4974
应收账款	188	226	195	129	116	120
存货	1703	2067	3568	3720	3906	4101
流动资产合计	4898	7248	8958	8531	8616	9047
长期股权投资	346	169	169	162	170	179
固定资产	2114	7863	8497	11196	11756	12344
在建工程	113	381	462	729	802	562
非流动资产合计	2942	9447	10788	13452	14797	17756
资产总计	7839	16695	19746	21982	23413	26803
流动负债合计	3441	3887	4680	5569	6126	6739
非流动负债合计	62	254	63	52	57	63
负债合计	3504	4141	4743	5622	6184	6802
少数股东权益	654	817	656	858	1029	1235

股东权益合计	3682	11737	14347	16361	16200	18766
负债及股东权益合计	7839	16695	19746	21982	23413	26803

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	1001	4557	3869	4712	4265	4870
投资活动产生的现金流量净额	-1097	-1489	-1984	-2241	-2013	-2013
筹资活动产生的现金流量净额	-93	-1376	-2168	-3385	-1532	-1532
现金及现金等价物净增加额	-189	1692	-282	-914	720	1325

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是，个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。