

**2016 年 03 月 30 日**
**李晓璐**
[c0049@capital.com.tw](mailto:c0049@capital.com.tw)
**目标价(元)**
**24**
**公司基本资讯**

产业别	食品饮料
A 股价(2016/3/29)	20.89
深证成指(2016/3/29)	10094.71
股价 12 个月高/低	40.72/15.4
总发行股数(百万)	3300.87
A 股数(百万)	1817.41
A 市值(亿元)	379.66
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)	5.09
股价/账面净值	4.11
股价涨跌(%)	一个月 16.9    三个月 2.4    一年 -12.9

**近期评级**

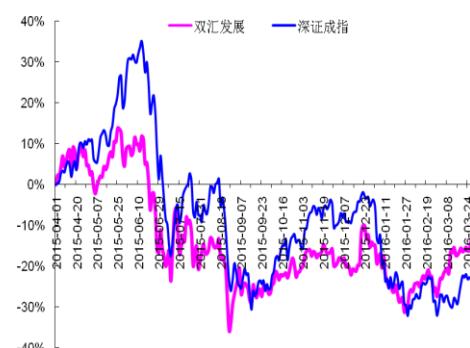
出刊日期	前日收盘	评等
2015-08-12	20.36	持有
2015-03-26	34.36	买入

**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	2.6%
一般法人	52.2%

**股价相对大盘走势**

**双汇发展(000895.SZ)**
**BUY 买入**
**2015 年纯利同比增 5%，持续高分红**
**结论与建议：**

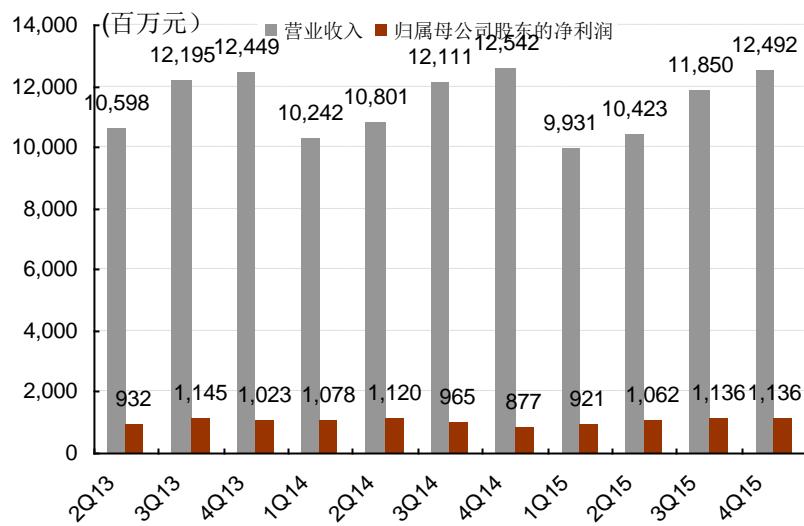
得益于成本控制得力，公司 2015 年净利润同比增长 5.34%，好于我们预期。展望未来，猪肉及制品消费低迷以及猪价持续上涨会影响全行业的景气度，但是从历史业绩看出双汇的成本控制得当，未来两年业绩仍将有望保持增长。此外，目前股价对应 2016 年 PE 为 15 倍，估值不高，并且公司持续高分红，股息率达到 6%，上调评级至买入。

- 2015 年双汇实现营业收入 447 亿元，同比下降 2.19%；实现利润总额 56.75 亿元，同比增长 5.9%；实现归属于母公司股东的净利润 42.55 亿元，同比增长 5.34%。对应每股收益 1.2892 元。好于预期。
- 分红方案：每 10 股派发现金红利 12.5 元（含税），当前股息率高达 6%。
- 生鲜品和肉制品销量下降是营收下降的主要原因。2015 年公司生产高低温肉制品 158.90 万吨，同比下降 5.85%；屠宰生猪 1239 万头，同比下降 17.46%；鲜冻肉及肉制品外销量 275.54 万吨（其中：鲜冻肉 117.2 万吨，肉制品 158.34 万吨，同比分别下降 2.41% 和 8.33%），同比下降 5.90%。
- 营收下降的同时利润同比增长，主要的原因是全年毛利率 20.8%，同比增加 0.9 个百分点，同时费用率下降、投资收益增加。毛利率上升来自于进口低价猪肉（均价差一倍）和 2014 年低位储备肉。
- 分季度看，四季度实现营收 124.92 亿元，同比下降 0.4%；净利润 11.36 亿元，同比增加 29.51%。
- 展望未来，由于环保压力加大使得个体养殖户的养殖随意性受到大幅限制，本轮猪价上涨仍在延续，年初至 3 月底已经累计上涨 20%。尽管终端生鲜肉价格也有所上涨，但是目前整体消费环境低迷，价格的传导不会太顺利。双汇是猪肉及肉制品销售企业，业绩很大程度上跟猪肉的需求景气度相关，因此在需求相对疲弱的背景下，尽管可以通过从美国进口低价的原料肉来平滑生产成本，但是营收的下滑恐难弥补。
- 市场普遍关注公司的新品。公司发力美式低温产品，2015 年 12 月 18 日美式新工厂投产，瞄准高端消费市场，推出新品美式火腿、香肠和培根。该工厂建筑面积 2.1 万平方米，总投资 8 亿元，全部投产后日产能为 100 吨。我们认为新品推广值得期待，但是尚需经历市场培育期 2-3 年。
- 从 2015 年公司业绩可以看出，公司成本控制得力，我们预计公司 2016 年、2017 年预计分别实现净利润 45.02 亿元和 45.99 亿元，分别同比增长 5.8% 和 2.14%，对应的 EPS 为 1.36 元和 1.39 元。

.....接续下页.....

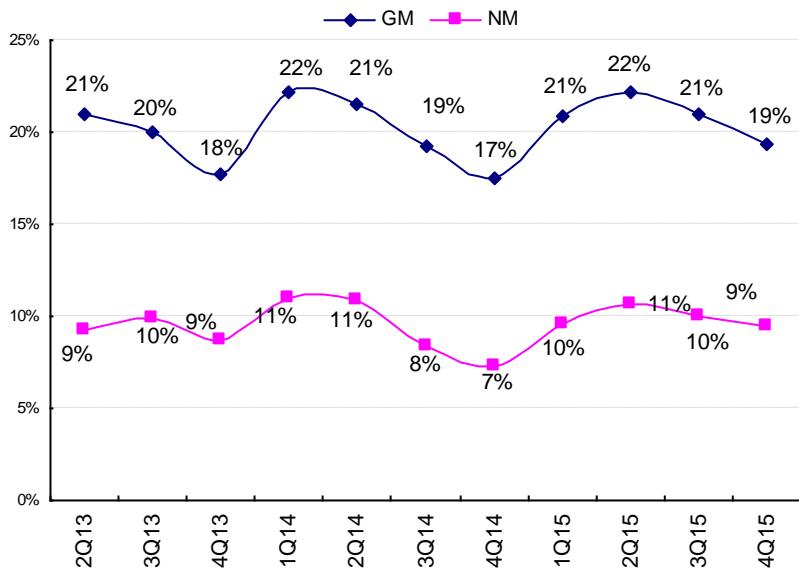
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2885	3858	4040	4256	4502	4599
同比增减	%	116.25	33.72	4.71	5.34	5.80	2.14
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.62	1.75	1.84	1.29	1.36	1.39
同比增减	%	116.53	-33.21	4.90	-29.77	5.80	2.14
A 股市盈率(P/E)	X	7.77	11.63	11.09	15.79	14.93	14.61
股利 (DPS)	RMB 元	1.35	1.45	1.42	1.25	1.09	1.11
股息率 (Yield)	%	6.63	7.12	6.97	6.14	5.36	5.47

图 1：公司营收及净利润情况 单位：百万元



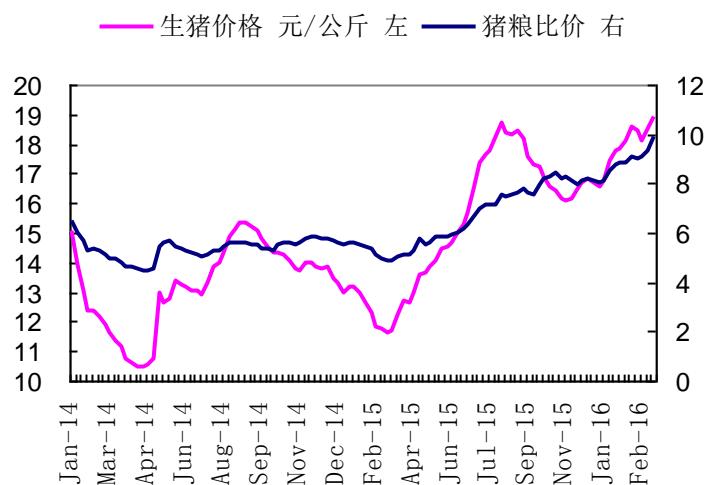
资料来源：公司公告、群益证券

图 2：公司利润率情况 单位：%



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粮比 单位：元/公斤



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	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	39705	44950	45696	44697	44239	46136
经营成本	32564	36216	36589	35413	34894	36530
营业税金及附加	204	190	189	190	191	201
销售费用	2045	2364	2474	2299	2022	2171
管理费用	1311	1353	1515	1435	1419	1508
财务费用	10	-44	-39	-4	1	4
资产减值损失	-9	27	9	109	0	0
投资收益	53	81	150	156	80	200
营业利润	3632	4926	5109	5410	5791	5921
营业外收入	295	272	279	289	295	295
营业外支出	16	50	15	24	10	10
利润总额	3911	5148	5373	5675	6076	6206
所得税	842	1078	1157	1259	1337	1365
少数股东损益	184	211	176	161	237	242
归属于母公司所有者的净利润	2885	3858	4040	4256	4502	4599

**附二: 合并资产负债表**

百万元	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	4075	3846	2929	2427	2211	1382
应收账款	226	195	129	132	136	140
存货	2067	3568	3720	3385	3554	3732
流动资产合计	7248	8958	8531	8916	9362	9830
长期股权投资	169	169	162	162	170	178
固定资产	7863	8497	11196	11776	12365	12983
在建工程	381	462	729	715	708	701
非流动资产合计	9447	10788	13452	13969	14388	14963
资产总计	16695	19746	21982	22884	23749	24793
流动负债合计	3887	4680	5569	5119	5631	6194
非流动负债合计	254	63	52	79	86	95
负债合计	4141	4743	5622	5198	5718	6289
少数股东权益	817	656	858	894	1073	1288
股东权益合计	11737	14347	16361	17687	16959	17216
负债及股东权益合计	16695	19746	21982	22884	23749	24793

**附三: 合并现金流量表**

百万元	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	4557	3869	4712	5766	4329	4417
投资活动产生的现金流量净额	-1489	-1984	-2241	-3289	-2013	-2415
筹资活动产生的现金流量净额	-1376	-2168	-3385	-2970	-2532	-2831
现金及现金等价物净增加额	1692	-282	-914	-493	-216	-829

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益证券(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。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。