

2016 年 03 月 30 日

李晓璐

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<br>双汇实业集团<br>有限责任公司<br>(60.24%) |
| 每股净值(元)         | 5.09                                   |
| 股价/账面净值         | 4.11                                   |
|                 | 一个月 三个月 一年                             |
| 股价涨跌(%)         | 16.9 2.4 -12.9                         |

### 近期评等

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

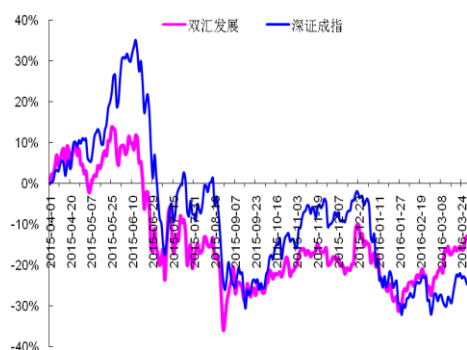
### 产品组合

|       |       |
|-------|-------|
| 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：

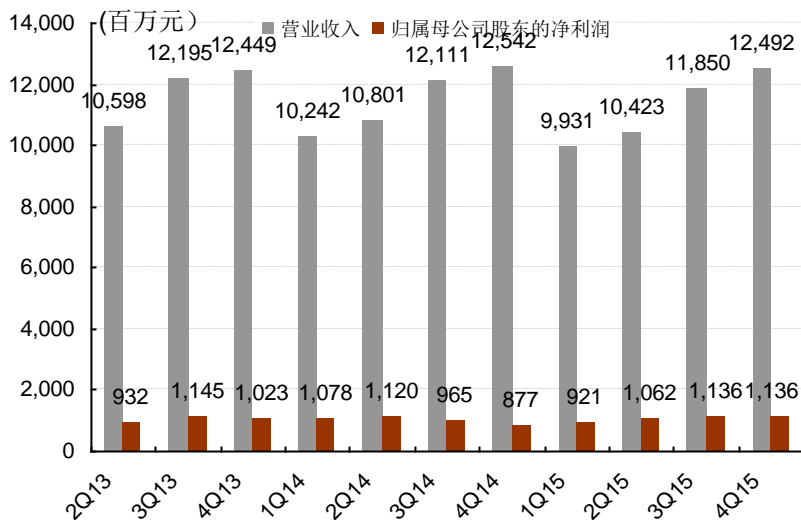
得益于成本控制得力，公司 2015 年净利润同比增长 5.34%，好于我们预期。展望未来，猪肉及制品消费低迷以及猪价持续上涨会影响全行业的景气度，但是从历史业绩看出双汇的成本控制得当，未来两年业绩仍将有望保持增长。此外，目前股价对应 2016 年 PE 为 15 倍，估值不高，并且公司持续高分红，股息率达到 6%，上调评级至买入。

- 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 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 .....

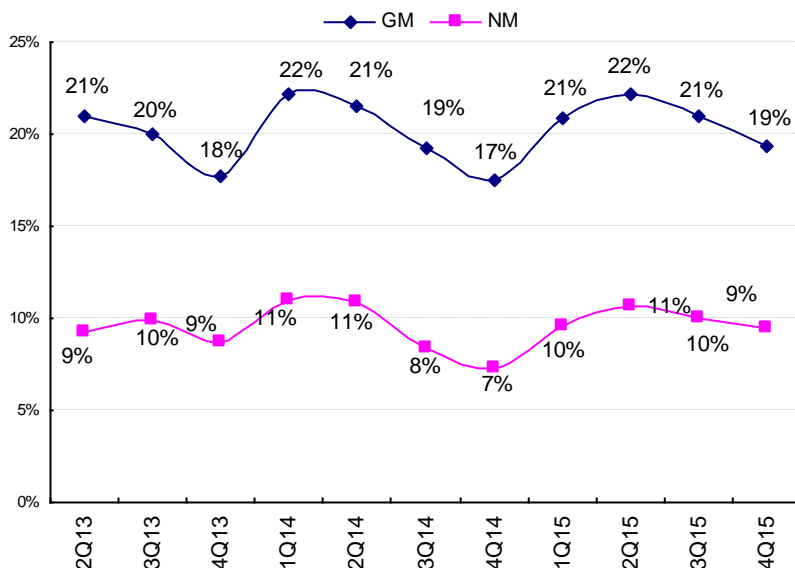
| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2012   | 2013   | 2014  | 2015   | 2016F | 2017F |
|-----------------|---------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 2885   | 3858   | 4040  | 4256   | 4502  | 4599  |
| 同比增减            | %       | 116.25 | 33.72  | 4.71  | 5.34   | 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



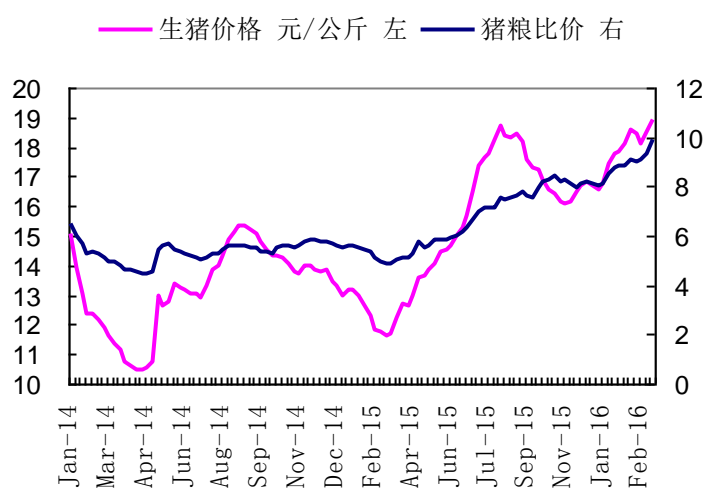
资料来源：公司公告、群益证券

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审计。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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 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; @。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。