

2016 年 04 月 29 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(2016/4/29)	20.59
深证成指(2016/4/29)	10141.54
股价 12 个月高/低	40.25/15.4
总发行股数(百万)	3300.87
A 股数(百万)	1817.41
A 市值(亿元)	374.21
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)	3.84
股价/账面净值	5.37
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年 3.3 22.6 -11.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-03-30	20.89	买入
2015-08-12	20.36	持有

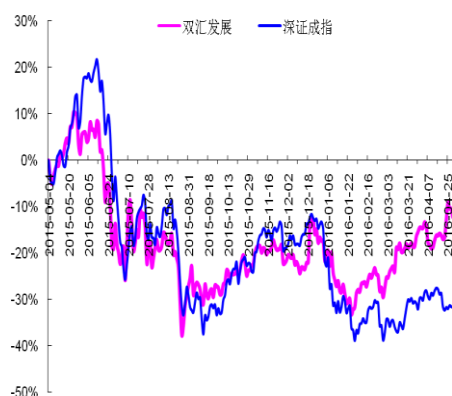
产品组合

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	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

猪肉及肉制品销量回升，2016Q1 纯利同比增 17%

结论与建议：

得益于猪肉及肉制品销量回升，公司 2016 年第一季度净利润同比增长 17%，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%，上维持买入评级。

■ 2016 年第一季度双汇实现营业收入 127.4 亿元，同比增长 28%；实现利润总额 14.43 亿元，同比增长 20%；实现归属于母公司股东的净利润 10.74 亿元，同比增长 16.65%。对应每股收益 0.33 元。略好于预期。

■ 营收增长一是由于猪肉及肉制品销量提升：2016Q1 公司屠宰生猪 348 万头，同比增长 3.02%；销售鲜冻产品 34.12 万吨，同比增长 19.7%，高温肉制品 37.37 万吨，同比增长 7.98%。二是随着生猪价格上涨，猪肉零售价格在一季度由于春节的因素跟涨及时。净利润增长主要得益于营收增长以及去年同期业绩基期低（2015Q1 实现归母净利润同比下降 15%）。

■ 一季度毛利率 18.2%，同比下降 2.6 个百分点。在国内生猪价格上涨以及国内需求增速放缓的大背景下，促销对扩大规模有帮助但同时毛利率造成了损害。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 4 月底已经累计上涨 23%。一季度公司进口猪肉约 4 万吨，后续公司仍有进口猪肉的计划（预计在 26 万吨左右），因此预计接下来几个季度的毛利率会出现回升。

■ 一季度由于春节的因素生鲜肉价格跟涨较快，但是 4 月份以来猪肉的零售价格上涨已经趋缓，表明整体消费环境仍低迷，终端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，我们认为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。

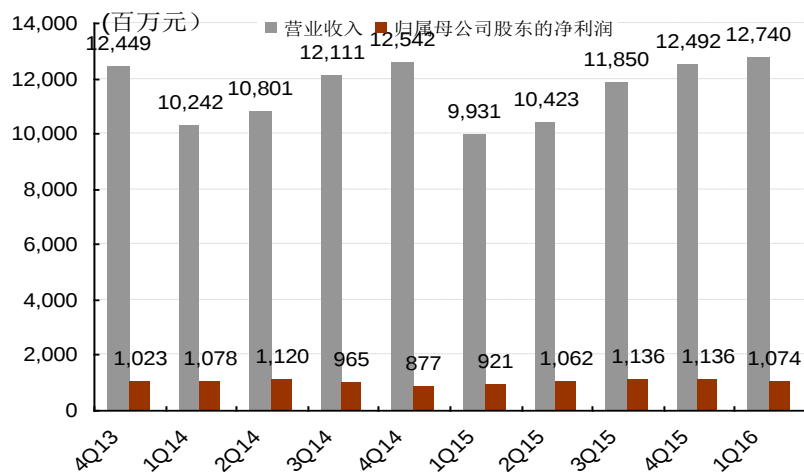
■ 市场普遍关注公司的新品。公司发力美式低温产品，2015 年 12 月 18 日美式新工厂投产，瞄准高端消费市场，推出新品美式火腿、香肠和培根。该工厂建筑面积 2.1 万平方米，总投资 8 亿元，全部投产后日产能 100 吨。我们认为新品推广值得期待，但是尚需经历市场培育期 2-3 年。

■ 从公司过往业绩可以看出，公司成本控制得力，龙头优势明显，我们预计公司 2016 年、2017 年预计分别实现净利润 46.35 亿元和 49 亿元，分别同比增长 8.92% 和 5.71%，对应的 EPS 为 1.40 元和 1.48 元。

..... 接续下页

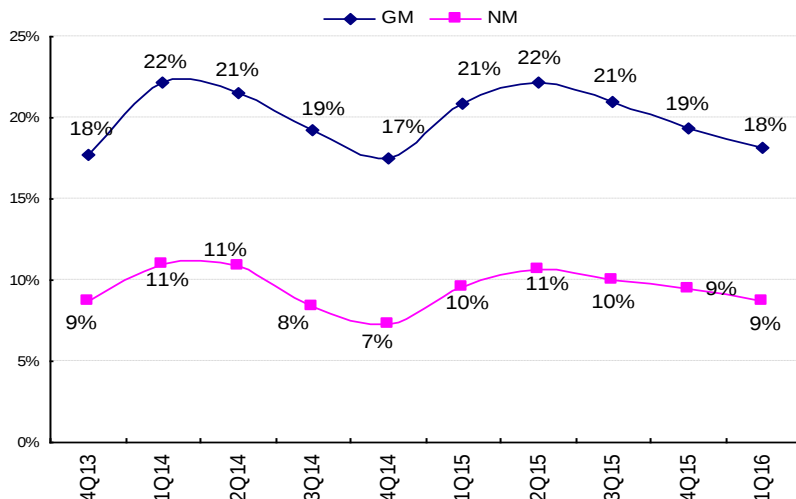
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2885	3858	4040	4256	4635	4900
同比增减	%	116.25	33.72	4.71	5.34	8.92	5.71
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.62	1.75	1.84	1.29	1.40	1.48
同比增减	%	116.53	-33.21	4.90	-29.77	8.92	5.71
A 股市盈率(P/E)	X	7.97	11.93	11.37	16.19	14.86	14.06
股利 (DPS)	RMB 元	1.35	1.45	1.42	1.25	1.12	1.19
股息率 (Yield)	%	6.47	6.95	6.80	5.99	5.38	5.69

图 1: 公司营收及净利润情况 单位: 百万元



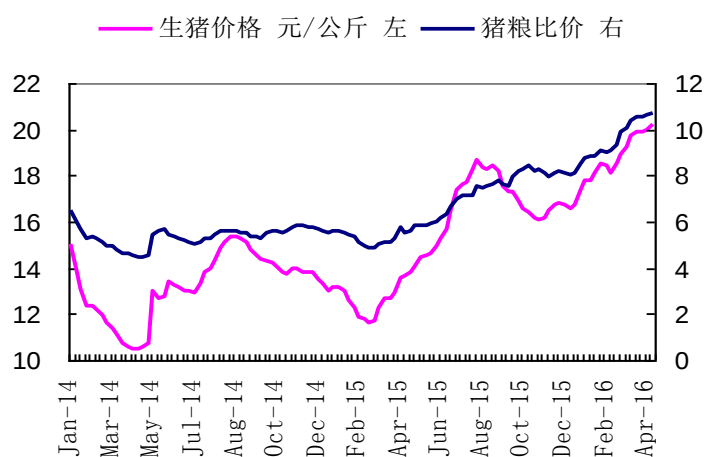
资料来源: 公司公告、群益证券

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	36325
营业税金及附加	204	190	189	190	191	201
销售费用	2045	2364	2474	2299	1975	2117
管理费用	1311	1353	1515	1435	1290	1362
财务费用	10	-44	-39	-4	1	4
资产减值损失	-9	27	9	109	25	0
投资收益	53	81	150	156	103	200
营业利润	3632	4926	5109	5410	5966	6327
营业外收入	295	272	279	289	286	295
营业外支出	16	50	15	24	4	10
利润总额	3911	5148	5373	5675	6249	6612
所得税	842	1078	1157	1259	1391	1455
少数股东损益	184	211	176	161	222	258
归属于母公司所有者的净利润	2885	3858	4040	4256	4635	4900

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	2344	1815
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	4462	4718
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	-83	-528

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, 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i @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i @。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。