

2016年08月17日

群益香港研究部

hk\_research@e-capital.com.hk

目標價(元)

27.5

### 公司基本資訊

產業別	食品飲料
A 股價(2016/8/16)	24.90
深證成指(2016/8/16)	10882.95
股價 12 個月高/低	24.9/15.4
總發行股數(百萬)	3300.87
A 股數(百萬)	1817.45
A 市值(億元)	452.55
主要股東	河南省漯河市 雙匯實業集團 有限責任公司 (60.24%)
每股淨值(元)	4.51
股價/賬面淨值	5.52
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	10.3 20.6 34.1

### 近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

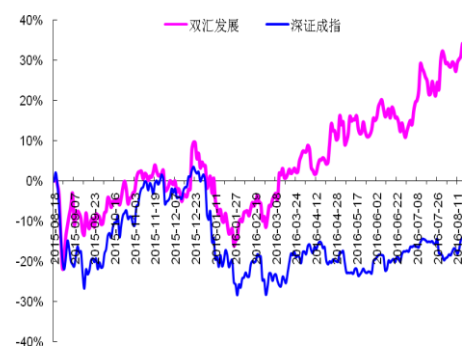
### 產品組合

生鮮凍品	39.0%
高溫肉製品	37.0%
低溫肉製品	21.9%

### 機構投資者占流通 A 股比例

基金	2.6%
一般法人	52.2%

### 股價相對大盤走勢



## 雙匯發展(000895.SZ)

BUY 買入

2016H1 純利同比增 8.5%，持續高分紅

### 結論與建議：

受制于成本大幅上漲，公司 2016 年上半年淨利潤同比增長 8.5%，增速放緩。展望未來，豬肉及製品消費低迷以及豬價處在高位會影響全行業的景氣度，但是雙匯的龍頭優勢明顯。目前股價對應 2017 年 PE 為 16 倍，并且公司持續高分紅，半年度的股息率已達 3.62%，全年或達 4.44%，維持買入評級。

■ 雙匯 2016 年上半年實現營業收入 255.28 億元，同比增長 25%；實現利潤總額 28.87 億元，同比增長 9.5%；實現歸屬於母公司股東的淨利潤 21.51 億元，同比增長 8.5%。對應每股收益 0.33 元。略低於預期。上半年營收增長主要系生鮮凍肉量價齊升，而淨利潤增速放緩主要是由于成本增加使得毛利率下降。上半年綜合毛利率約 18%，同比下降約 4 個百分點。上半年公司商超市場占有率約 38.4%，同比提高 0.7 個百分點。

■ 分紅方案：擬每 10 股派發現金紅利 9 元（含稅）。

■ 上半年屠宰生豬 621 萬頭，同比增長 0.09%；生鮮凍肉及肉製品外銷量 144.02 萬噸，同比增長 11.16%（其中肉製品銷量 78 萬噸，同比下降 5.6%，生鮮凍品銷量 66 萬噸，同比增加 21.5%）。若不考慮相互沖抵，上半年屠宰業務營收同比增長 48%，肉製品業務營收同比微降 1.68%。綜合公司的經營數據，我們認為本輪豬價上漲對肉製品的衝擊最大，而生鮮凍品由于有進口肉的沖抵，衝擊稍小些。

■ 分季度看，2Q 雙匯實現營業收入 127.89 億元，同比增長 22.7%；實現歸屬於母公司股東的淨利潤 10.77 億元，同比增長 1.44%。相比 1Q 營業收入和歸母淨利潤同比分別增長 28%和 17%的數據，2Q 的利潤增速明顯放緩。主要原因是生豬價格大幅上漲，公司雖采用增加進口豬肉的措施對沖成本（2Q 約外銷進口豬肉 8 萬噸），但成本依然增加，造成了 2Q 毛利率下降 4.3 個百分點至 17.8%。

■ 展望未來，由于環保壓力不減使得個體養殖戶的養殖隨意性受到大幅限制，生豬和母豬存欄量均處在歷史低位，本輪豬價上漲持續時間長。公司預計下半年生豬價格可能回落至 16 元/公斤-17 元/公斤，有利于公司成本的下降。同時，將繼續增加進口豬肉的採購量來對沖成本增加，預計下半年公司至少進口 18 萬噸進口豬肉（年初計劃全年進口 30 萬噸，其中今年上半年公司外銷進口豬肉約 12.3 萬噸，在國內豬價大幅上漲的背景下最終進口量大概率將超出年初的計劃量）。我們認為即使下半年豬價符合管理層預期出現適度回落，但是全年均價仍高于去年同期。

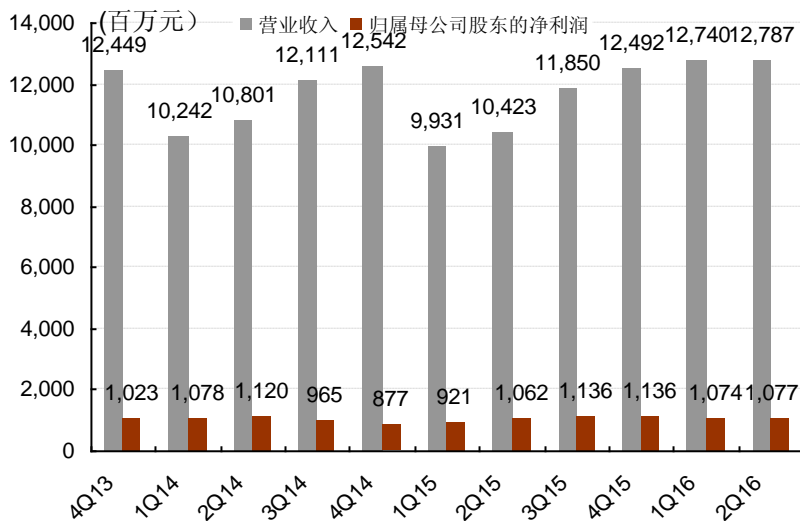
■ 雙匯是豬肉及肉製品銷售企業，業績很大程度上跟豬肉的需求景氣度相關，我們認為豬肉及製品消費低迷以及豬價持續上漲會影響全行業的景氣度。從公司過往業績可以看出，公司成本控制得力，并借助品牌優勢不斷擴充綫下銷售網點從而使市占率持續提高，有助于業績的持續領先。

■ 綜上，我們預計公司 2016 年、2017 年分別實現淨利潤 45.61 億元和 50.72 億元，分別同比增長 7.17%和 11.2%，對應的 EPS 為 1.38 元和 1.54 元。

.....接續下頁

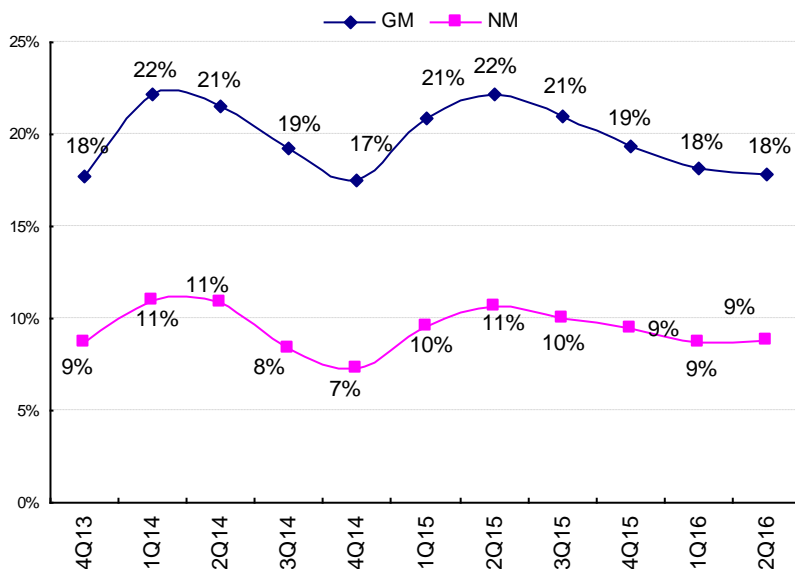
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	2885	3858	4040	4256	4561	5072
同比增減	%	116.25	33.72	4.71	5.34	7.17	11.20
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	2.62	1.75	1.84	1.29	1.38	1.54
同比增減	%	116.53	-33.21	4.90	-29.77	7.17	11.20
A 股市盈率(P/E)	X	9.50	14.23	13.56	19.31	18.02	16.21
股利 (DPS)	RMB 元	1.35	1.45	1.42	1.25	1.11	1.23
股息率 (Yield)	%	5.42	5.82	5.70	5.02	4.44	4.94

圖 1：公司營收及淨利潤情況 單位：百萬元



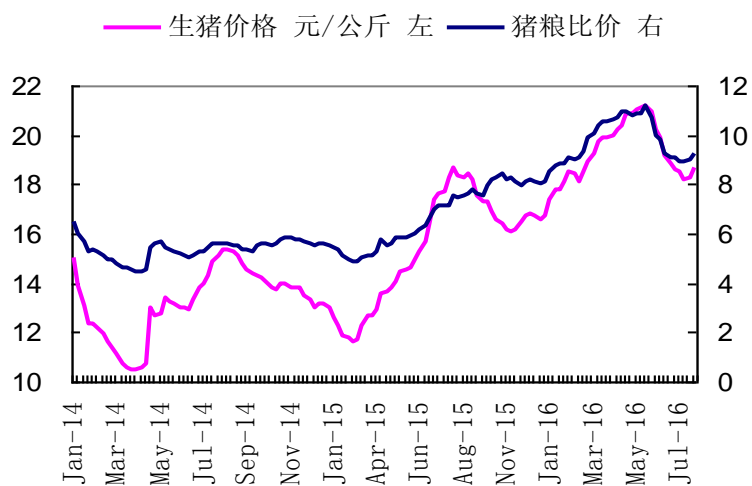
資料來源：公司公告、群益證券

圖 2：公司利潤率情況 單位：%



資料來源：公司公告、群益證券

圖 3：全國 22 省市生豬出場價格及豬糧比 單位：元/公斤



資料來源：WIND

預期報酬(Expected Return ; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%)；買入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

#### 附一：合併損益表

百萬元	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
營業收入	39705	44950	45696	44697	53161	60552
經營成本	32564	36216	36589	35413	43728	50024
營業稅金及附加	204	190	189	190	214	244
銷售費用	2045	2364	2474	2299	2062	2346
管理費用	1311	1353	1515	1435	1391	1584
財務費用	10	-44	-39	-4	-5	-6
資產減值損失	-9	27	9	109	60	0
投資收益	53	81	150	156	110	200
營業利潤	3632	4926	5109	5410	5820	6559
營業外收入	295	272	279	289	332	295
營業外支出	16	50	15	24	12	10
利潤總額	3911	5148	5373	5675	6139	6844
所得稅	842	1078	1157	1259	1375	1506
少數股東損益	184	211	176	161	204	267
歸屬於母公司所有者的淨利潤	2885	3858	4040	4256	4561	5072

#### 附二：合併資產負債表

百萬元	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
貨幣資金	4075	3846	2929	2427	2344	1815
應收賬款	226	195	129	132	136	140
存貨	2067	3568	3720	3385	3554	3732
流動資產合計	7248	8958	8531	8916	9362	9830
長期股權投資	169	169	162	162	170	178
固定資產	7863	8497	11196	11776	12365	12983
在建工程	381	462	729	715	708	701
非流動資產合計	9447	10788	13452	13969	14388	14963
資產總計	16695	19746	21982	22884	23749	24793
流動負債合計	3887	4680	5569	5119	5631	6194
非流動負債合計	254	63	52	79	86	95
負債合計	4141	4743	5622	5198	5718	6289
少數股東權益	817	656	858	894	1073	1288
股東權益合計	11737	14347	16361	17687	16959	17216
負債及股東權益合計	16695	19746	21982	22884	23749	24793

#### 附三：合併現金流量表

百萬元	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
經營活動產生的現金流量淨額	4557	3869	4712	5766	4462	4718
投資活動產生的現金流量淨額	-1489	-1984	-2241	-3289	-2013	-2415
籌資活動產生的現金流量淨額	-1376	-2168	-3385	-2970	-2532	-2831
現金及現金等價物淨增加額	1692	-282	-914	-493	-83	-528

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或僱員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或僱員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。