

**2016 年 10 月 27 日**
**李晓璐**
**c0049@capital.com.tw**
**目标价(元)**
**25**
**公司基本资讯**

产业别	食品饮料
A 股价(2016/10/27)	22.85
深证成指(2016/10/27)	10817.51
股价 12 个月高/低	24.95/16.51
总发行股数(百万)	3299.56
A 股数(百万)	3299.02
A 市值(亿元)	753.83
主要股东	河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司(59.27%)
每股净值(元)	3.96
股价/账面净值	5.77
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.0 -1.5 35.5

**近期评等**

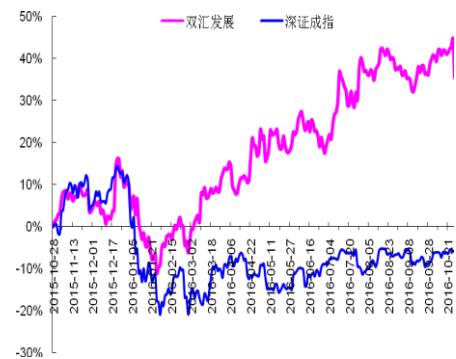
出刊日期	前日收盘	评等
2016-08-17	27.90	买入
2016-04-29	20.89	买入

**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**
**高成本压力下仍实现增长, 2016 年前三季纯利同比增 5%**
**结论与建议:**

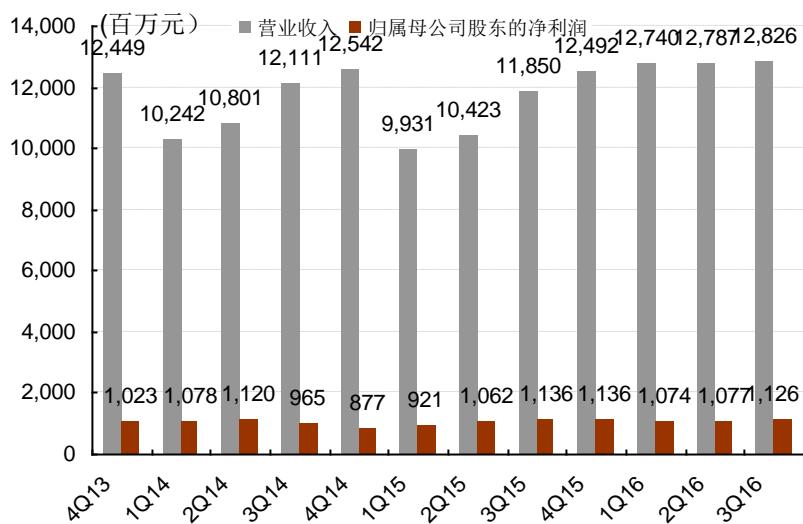
公司 2016 年前三季度净利润同比增长 5%，增速放缓。展望未来，猪肉及制品消费低迷以及猪价处在高位会影响全行业的景气度，但是双汇的龙头优势明显，成本控制得力。目前股价对应 2017 年 PE 为 16 倍，并且公司持续高分红，半年度每股分红 0.9 元，全年股息率或达 5.5%，维持买入评级。

- 2016 年前三季度，双汇实现营业收入 383.63 亿元，同比上升 19.12%；实现利润总额 43.75 亿元，同比上升 5.12%；实现归属于母公司股东的净利润 32.77 亿元，同比上升 5.06%。每股收益 0.99 元。符合预期。
- 2016 年 1-9 月份，双汇屠宰生猪 892 万头，同比下降 0.57%。前三季度鲜冻肉及肉制品外销量 217.62 万吨，同比上升 9.07%（其中生鲜冻肉量和肉制品销量分别同比增长 19% 和 2%），带动了营收增长，而净利润增速放缓主要是由于生猪价格上涨后成本增加使得毛利率下降。前三季度综合毛利率约 18%，同比下降约 3 个百分点。
- 今年以来尤其是上半年生猪价格持续上涨，尽管三季度价格有所回落但是均价仍比去年同期高，在如此背景下公司能保持业绩增长已属难得。2016 年第三季度生猪价格回落，约从 19 元/斤回落至 17 元/斤附近，均价约 18.42 元/斤，而 2015 年年底三季度生猪均价约 17.86 元/斤，目前生猪均价仍高于去年同期的水平，对公司的毛利率造成不利影响。
- 分季度看，3Q 双汇实现营业收入 128.26 亿元，同比增长 8.23%；实现归属于母公司股东的净利润 11.26 亿元，同比微降 0.96%。主要原因是生猪价格高，公司虽采用增加进口猪肉的措施对冲成本，但成本依然增加，造成了 3Q 毛利率下降 2.3 个百分点至 18.7%。
- 展望未来，由于环保压力不减使得个体养殖户的养殖随意性受到大幅限制，生猪和母猪存栏量均处在历史低位，四季度随着各地气温下降刺激猪肉消费增加，以及春节提前备货等因素的助推，四季度猪价可能结束三季度的下跌后企稳并小幅回升。即使四季度猪价继续低迷，但是均价与去年同期（16.57 元）可能也不会相差太多。因此公司四季度的成本压力仍很难消除。为应对成本增加，公司将继续增加进口猪肉的采购量来对冲成本增加，预计全年进口猪肉将超过 30 万吨，超过年初计划量。
- 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成本处于高位会影响全行业的景气度。从公司过往业绩可以看出，公司成本控制得力，并借助品牌优势不断扩充线下销售网点从而使市占率持续提高，有助于业绩的持续领先。
- 综上，我们预计公司 2016 年、2017 年分别实现净利润 46.07 亿元和 50.75 亿元，分别同比增长 8.27% 和 10.14%，对应的 EPS 为 1.40 元和 1.54 元。

.....接续下页.....

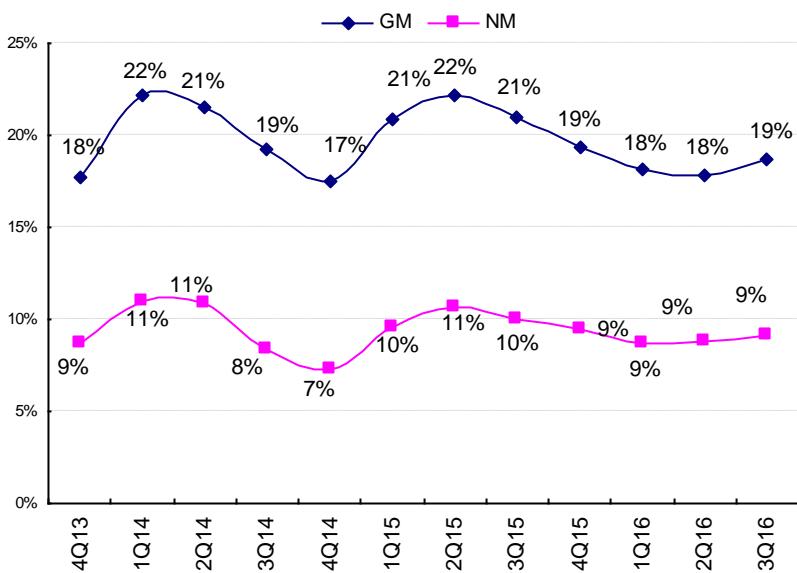
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2885	3858	4040	4256	4607	5075
同比增减	%	116.25	33.72	4.71	5.34	8.27	10.14
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.62	1.75	1.84	1.29	1.40	1.54
同比增减	%	116.53	-33.21	4.90	-29.77	8.31	10.14
A 股市盈率(P/E)	X	8.72	13.06	12.45	17.72	16.36	14.86
股利 (DPS)	RMB 元	1.35	1.45	1.42	1.25	1.26	1.38
股息率 (Yield)	%	5.91	6.35	6.21	5.47	5.50	6.06

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

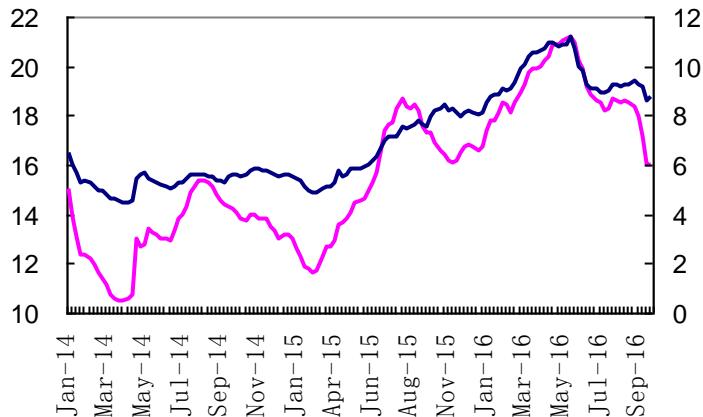
图 2：公司利润率情况 单位：%



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

— 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	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	39705	44950	45696	44697	53161	60552
经营成本	32564	36216	36589	35413	43728	50024
营业税金及附加	204	190	189	190	200	228
销售费用	2045	2364	2474	2299	2149	2444
管理费用	1311	1353	1515	1435	1333	1519
财务费用	10	-44	-39	-4	-23	-27
资产减值损失	-9	27	9	109	120	0
投资收益	53	81	150	156	110	200
营业利润	3632	4926	5109	5410	5764	6563
营业外收入	295	272	279	289	426	295
营业外支出	16	50	15	24	19	10
利润总额	3911	5148	5373	5675	6170	6848
所得税	842	1078	1157	1259	1376	1507
少数股东损益	184	211	176	161	187	267
归属于母公司所有者的净利润	2885	3858	4040	4256	4607	5075

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。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。