

2018年9月14日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

27

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2018/9/14)	24.15
深证成指(2018/9/14)	8113.88
股价 12 个月高/低	29.89/21
总发行股数(百万)	3299.56
A 股数(百万)	3299.02
A 市值(亿元)	796.71
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)	4.06
股价/账面净值	5.95
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	7.8 -10.2 8.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

生鲜冻品	59.07%
高温肉制品	30.61%
低温肉制品	17.74%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.7%
一般法人	76.8%

股价相对大盘走势



双汇发展(000895.SZ)

BUY 买入

受益生猪价格下行，上半年净利润增 25%

结论与建议：

公司上半年实现营收 236 亿，同比下降 1.57%，录得净利润 23.85 亿，同比增 25.28%，毛利率为 21.36%，同比提升 2.76 个百分点。二季度实现营收 116.27 亿，同比下降 1.34%，录得净利润 13.21 亿，同比增 28.87%，毛利率为 23.05%，同比提升 2.68 个百分点。上半年公司毛利率上升较多主要由于成本下降。

■ 肉制品业务收入正增长：上半年肉制品业务实现营收 114.2 亿，同比上升 4.5%，主要受益管道拓宽及产品结构调整，推算销量及吨价分别提升约 3%、1%。营业利润 34.25 亿，同比增 4.4%，毛利率与去年同期基本持平，为 29.98%。拆分来看，高温肉实现营收 72.3 亿，同比增 6%，毛利率提升 0.77 个百分点至 31.27%，低温肉营收 41.9 亿，同比增 2%，毛利率下降 1.42 个百分点至 27.76%。

■ 生猪价格下行，屠宰业务放量：收入端，猪肉价格下行影响屠宰业务收入，上半年实现营收 139.5 亿（内部抵扣 29.9 亿），同比下降 4.22%，但是，由于上半年生猪均价较去年同期下降约 24%，公司成本端降幅更为明显，同比下降 7.9%，使毛利率提升 3.62 个百分点至 10.28%，营业利润达 14.34 亿，同比增 48%。受益生猪价格下行，公司屠宰业务放量显著，累计屠宰生猪 827.45 万头，同比增 30%，2Q 宰杀生猪 435 万头，同比上升 26%。

■ 展望未来：1) 近期多地爆发非洲猪瘟疫情，引起消费者恐慌，需求端承压，但非洲猪瘟不传染人且目前来看捕杀病猪亦较为及时，下半年随着天气转冷以及疫情影响减弱，消费需求有望逐渐恢复。此前公司郑州工厂因发现疫情停工，订单已交付临近工厂执行，并加大生猪检验力度，预计疫情对公司整体生产运作影响较小。另一方面，当前生猪产能整体过剩，受此影响或将加速产能清出，公司屠宰业务市占率有望逐步提升（当前 CR5 市占率约 10%），规模效应不断增强对成本端掌控力度将加大。2) 目前来看，当前生猪价格有所回升，但中报披露由于冻品库存以及肉制品原料增加使存货同比增 23%，下半年将继续受益较低的成本价。3) 公司管理层换届后对肉制品产品结构进行梳理，目前来看效果已有显现，随着产品品质提升、结构持续改善，肉制品业务收入有望保持正增长。

■ 综上，预计 2018-2019 年公司将分别实现净利润 48.9 亿、52.7 亿，同比增 13.3%、7.6%，EPS 分别为 1.48 元、1.60 元，当前股价对应 PE 分别为 16 倍、15 倍，另考虑到公司股息率能超过 5%，予以买入投资建议。

■ 风险提示：终端需求不及预期，食品安全问题

..... 接续下页

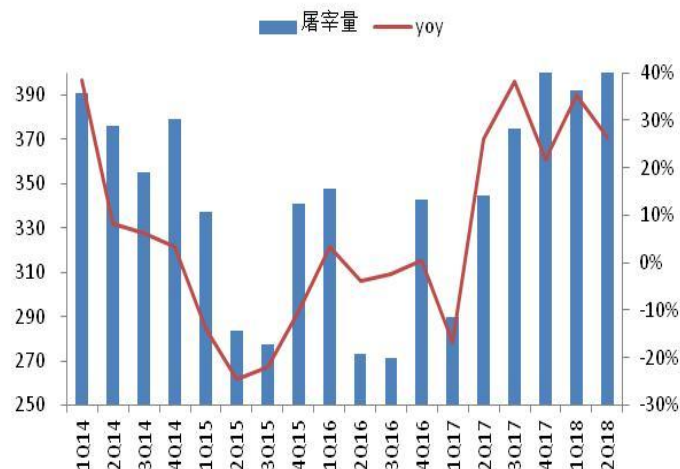
年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4256	4405	4319	4891	5265
同比增减	%	5.34	3.51	-1.95	13.25	7.63
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.29	1.33	1.31	1.48	1.60
同比增减	%	-29.77	3.52	-1.91	13.24	7.63
市盈率(P/E)	X	18.73	18.10	18.45	16.29	15.14
股利 (DPS)	RMB 元	1.25	1.20	1.10	1.33	1.44
股息率 (Yield)	%	5.18	4.97	4.55	5.52	5.95

图1: 生猪价格走势



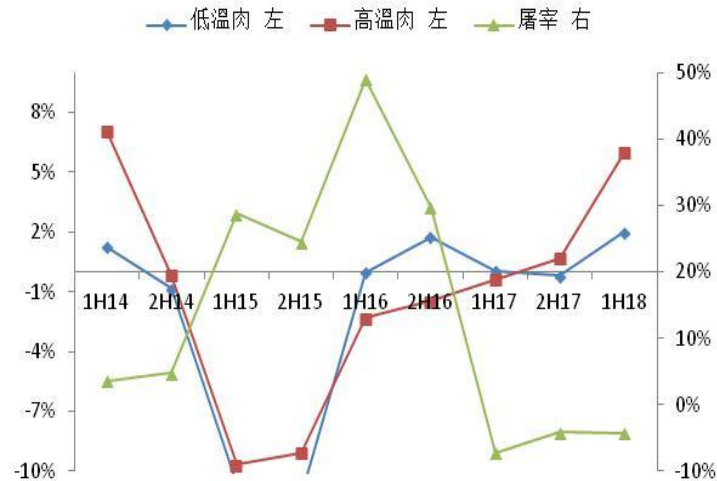
资料来源: 卓创资讯, 行情宝, 群益金鼎证券

图2: 公司屠宰量 单位: 万头



资料来源: 公司公告, 群益金鼎证券

图3: 公司分项业务收入增速



资料来源: 公司公告, 群益金鼎证券

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	2015	2016	2017	2018F	2019F
营业收入	44697	51845	50578	50709	53402
经营成本	35413	42440	40907	40048	42050
营业税金及附加	190	312	346	363	382
销售费用	2299	2272	2402	2682	2725
管理费用	1435	1207	1128	1118	1177
财务费用	-4	-18	55	39	41
资产减值损失	109	173	331	411	411
投资收益	156	98	74	38	38
营业利润	5410	5556	5547	6225	6653
营业外收入	289	345	242	127	168
营业外支出	24	40	30	26	26
利润总额	5675	5862	5759	6327	6796
所得税	1259	1300	1249	1275	1356
少数股东损益	161	156	191	161	175
归属于母公司所有者的净利润	4256	4405	4319	4891	5265

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
货币资金	2427	3304	6163	8698	11368
应收账款	132	101	135	139	143
存货	3385	3220	2928	3514	3865
流动资产合计	8916	7041	10017	12351	15377
长期股权投资	162	177	176	178	179
固定资产	11776	11574	11500	11615	11731
在建工程	715	533	154	146	142
非流动资产合计	13969	14311	13073	12811	12683
资产总计	22884	21352	23089	25162	28060
流动负债合计	5119	6176	7407	8148	8963
非流动负债合计	79	107	215	225	237
负债合计	5198	6283	7622	8373	9199
少数股东权益	894	866	850	876	902
股东权益合计	16792	14203	14617	16789	18861
负债及股东权益合计	22884	21352	23089	25162	28060

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
经营活动产生的现金流量净额	5766	5546	5650	5578	5874
投资活动产生的现金流量净额	-3289	1764	-402	-507	-534
筹资活动产生的现金流量净额	-2970	-6741	-2481	-2535	-2670
现金及现金等价物净增加额	-493	569	2768	2535	2670

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①持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出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②。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。