

**2020 年 08 月 12 日**
**顧向君**

H70420@capital.com.tw

**目標價(元)**
**60**
**公司基本資訊**

產業別	食品飲料		
A 股價(2020/8/12)	52.08		
深證成指(2020/8/12)	13308.52		
股價 12 個月高/低	58.37/21.02		
總發行股數(百萬)	3319.28		
A 股數(百萬)	882.02		
A 市值(億元)	459.35		
主要股東	香港羅特克斯有限公司(73.41%)		
每股淨值(元)	4.76		
股價/賬面淨值	10.94		
一個月	三個月	一年	
股價漲跌(%)	6.3	31.6	144.5

**近期評等**

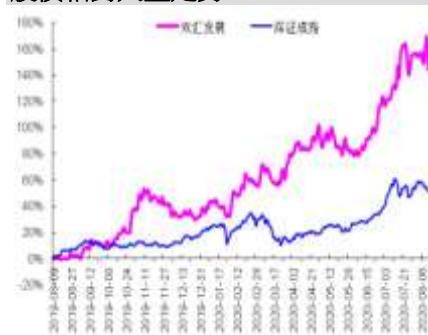
出刊日期	前日收盤	評等
2020-04-30	41.18	買入
2020-03-25	36.69	買入
2019-10-29	26.2	買入

**產品組合**

生鮮凍品	65.8%
高溫肉製品	25.5%
低溫肉製品	13.0%
內部抵消	-11.2%

**機構投資者占流通 A 股比例**

基金	4.7%
一般法人	76.8%

**股價相對大盤走勢**

**双汇发展(000895.SZ)**
**BUY 買入**
**H1 业绩高速增长，肉制品业务量利齐升**
**結論與建議：**

**业绩概况：**公司公告上半年实现营业收入 363.7 亿，同比增 43%，净利润 30.4 亿，同比增 26.7%，综合毛利率下降 2.68pct 至 17.02%。据此测算，2Q 实现营业收入 187.82 亿，同比增 39.5%，净利润 15.8 亿，同比增 42%，毛利率下降 0.6pct 至 17%。2Q 业绩超预期。

- **提价+结构升级助力肉制品业务。**上半年肉制品业务收入 140 亿，同比增 18%，分类来看，高温肉实现收入 92.6 亿，同比增 25%，毛利率上升 3.32pct 至 30.44%，低温肉收入 47.4 亿，同比增 6.24%，毛利率上升 3.98pct 至 29.72%。2Q 肉制品收入 73.6 亿，同比增 22%，较 1Q 进一步提速，得益于一方面提价叠加推新和高端化使吨价上升 (yoY+16.6%)，另一方面，肉制品销量提升 (2Q 销量同比增 4.3%)。利润端表现更为显著，H1 肉制品业务营业利润达 29.3 亿，同比增 50%，2Q 单季度营业利润达 15.8 亿，同比增 60%，2Q 吨均利润达 3800 元，同比上升 67%。
- **生猪价格居高，2Q 进口量持续增长。**屠宰业务来看，上半年内外销合计收入 239 亿，同比增 59%，其中外销 203.9 亿，同比增 60%，2Q 单季度屠宰业务收入 122.6 亿，同比增 53%。从量而言，上半年累计屠宰生猪 327.4 万头，同比下降 62%，2Q 屠宰 160.9 万头，同比下降 58%，猪价较 1Q 有所回落，致使 2Q 头均营业利润环比下降 25%，但在进口肉的辅助下 (二季度公司继续加大向关联方进口，2Q 罗特克斯进口金额大 46.6 亿，环比亦增长 57%)，头均营业利润仍同比增长 143%。H1 屠宰业务毛利率仍达 6.98%，同比下降 3.48pct。
- **上半年销售费用同比下降 7.61%，在收入大幅增长的情况下，上半年费用率下降 2.6pct，费用支出效率提升。**
- **下半年随着生猪产能逐渐恢复，猪肉价格或将有所下降，肉制品业务上，提价作用仍在，但将有所弱化，全年应能够实现稳健增长。**从中长期看，目前公司正在积极布局上游产能 (拟定增募资 70 亿，拓展肉鸡和生猪产能并屠宰、加工技术改造等项目)，有望减轻原材料价格波动形成的冲击，另外伴随行业集中度上升，龙头优势将逐渐凸显，长期稳健增长可期。维持“买入”投资建议，预计 2020-2021 年将分别实现净利润 61.5 亿和 72 亿，分别同比增 13% 和 17%，EPS 分别为 1.85 元和 2.17 元，当前股价对应 PE 分别为 28 倍和 24 倍。

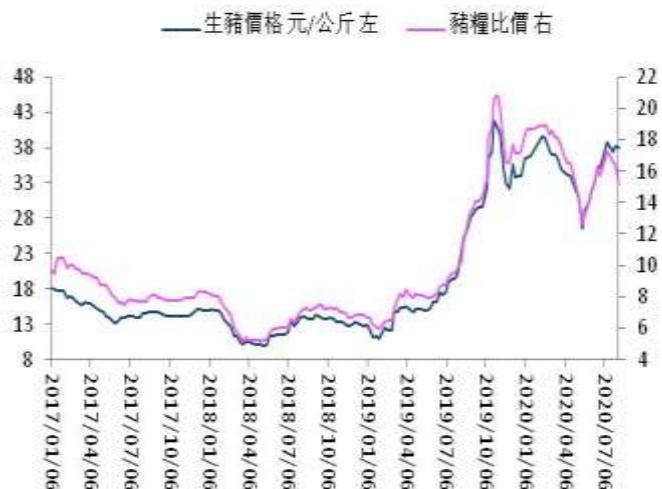
- **风险提示：**食品安全问题，原料上涨，费用增长超预期

**接續下頁**
**年度截止 12 月 31 日**

		2017	2018	2019	2020F	2021F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	4319	4912	5438	6148	7213
同比增減	%	-1.95	13.72	10.70	13.07	17.32
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.31	1.48	1.64	1.85	2.17
同比增減	%	-1.91	13.04	10.70	13.06	17.32
A 股市盈率(P/E)	X	39.78	35.19	31.79	28.12	23.97
股利 (DPS)	RMB 元	1.10	1.45	1.00	1.20	1.41
股息率 (Yield)	%	2.11	2.78	1.92	2.31	2.71

**图 1: 屠宰量变动 单位: 万头**


资料来源: 公司公告, 群益金鼎证券

**图 2: 生猪价格趋势 单位: 元/公斤**


资料来源: 卓创资讯, 行情宝

預期報酬(Expected Return ; ER)為準, 說明如下:

強力買入 StrongBuy (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: 合并損益表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
營業收入	50578	48892	60348	67669	69872
經營成本	40907	38227	48977	55418	56262
營業稅金及附加	346	348	297	315	338
銷售費用	2402	2644	2706	2630	2885
管理費用	1128	1146	1308	1247	1287
財務費用	55	163	97	93	96
資產減值損失	331			0	0
投資收益	74	60	143	176	40
營業利潤	5547	6296	6852	7770	9124
營業外收入	242	14	17	32	5
營業外支出	30	30	30	42	14
利潤總額	5759	6280	6838	7760	9115
所得稅	1249	1245	1173	1431	1599
少數股東損益	191	123	228	181	303
歸屬於母公司所有者的淨利潤	4319	4912	5438	6148	7213

附二: 合并資產負債表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
貨幣資金	6163	2801	3455	5485	7582
應收賬款	135	100	154	159	163
存貨	2928	4245	8801	9682	10650
流動資產合計	10017	10266	16303	17934	19727
長期股權投資	176	178	178	179	181
固定資產	11500	11159	10575	10681	10788
在建工程	154	112	174	166	157
非流動資產合計	13073	12599	12330	12207	12085
資產總計	23089	22865	28633	30140	31812
流動負債合計	7407	8929	11284	12412	13653
非流動負債合計	215	230	234	241	249
負債合計	7622	9159	11518	12653	13902
少數股東權益	850	664	628	647	653
股東權益合計	14617	13042	16488	17487	17910
負債及股東權益合計	23089	22865	28633	30140	31812

附三: 合并現金流量表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
經營活動產生的現金流量淨額	5650	4876	4424	7444	7686
投資活動產生的現金流量淨額	-402	-2210	-1375	-2030	-2096
籌資活動產生的現金流量淨額	-2481	-5935	-2385	-3383	-3494
現金及現金等價物淨增加額	2768	-3268	665	2030	2096

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證益券(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)有限公司相信用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)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇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)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇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。