

双汇发展 (000895.SZ)

肉制品行业

评级：买入 维持评级

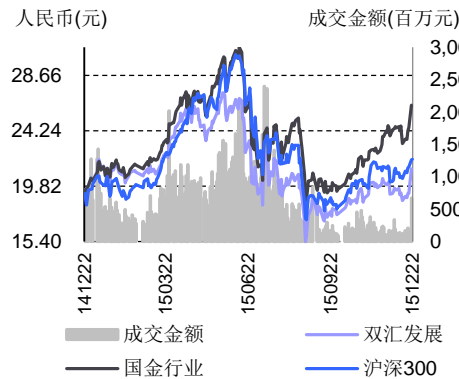
公司点评

市场价格 (人民币): 21.56 元
 目标价格 (人民币): 27.00-27.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,817.43
总市值(百万元)	71,166.71
年内股价最高最低(元)	27.29/15.40
沪深 300 指数	3876.73
深证成指	13139.13



相关报告

1. 《业绩逐季改善，期待来年加速回暖-双汇发展业绩点评》，2015.10.30
2. 《控成本护盈利，龙头份额持续上升-双汇发展公司研究》，2015.10.15

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.753	1.836	1.256	1.382	1.548
每股净资产(元)	6.52	7.05	7.63	8.35	9.27
每股经营性现金流(元)	1.76	2.14	1.77	2.34	2.85
市盈率(倍)	26.85	17.19	16.21	14.73	13.15
行业优化市盈率(倍)	150.15	124.34	160.59	160.59	160.59
净利润增长率(%)	33.72%	4.71%	2.64%	10.01%	12.01%
净资产收益率(%)	26.89%	26.06%	24.70%	24.82%	25.04%
总股本(百万股)	2,200.58	2,200.58	3,300.87	3,300.87	3,300.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 12月18日我们参与了双汇美式新工厂投产庆典暨2016新品发布会，同时推出和SFD合作的新品美式火腿、香肠和培根。

经营分析

- 全力打造美式低温产品，瞄准高端消费市场：**此次投产的美式新工厂是专供生产SFD美式低温产品的新型现代化工厂，建筑面积2.1万平方米，总投资8亿元，全部投产后日产能为100吨。新品全部采用美国进口的原料、设备和加工工艺，进一步提升了肉制品的口感和风味。目标顾客定位于一、二线城市的中高收入人群，踏准消费升级中“快捷、健康、美味”的趋势，有望进一步提升肉制品毛利。
- 集中火力营销新品，力争低温上量：**本次发布的美式新品预计16年春节后全国推广铺货，双汇也积极调整内部策略，全力助推新品上量，期望未来达到高、低温双百吨销量的目标。营销方面，来年预计增加广告的投入，加强在主流媒体和新兴媒体（网络、微信等）的广告投放量；渠道方面，力求渠道的多元化发展（包括高端餐饮渠道等）；考核方面，将销售人员的业绩考核向美式新品倾斜。低温肉制品的大力推广有利于缓解高温肉制品发展步伐放缓的态势，稳定和提升双汇整体的利润水平。
- 加强和小屠宰商的合作，扩大屠宰市场份额：**除了在内制品业务部分加强渠道建设，对屠宰业务经销商的考核也开始侧重加强收入规模方面的考核力度。在中国屠宰业务还高度分散的情况下，双汇改变策略，和部分小屠宰商由先前的竞争模式转变成合作模式，允许小型屠宰商直接采购双汇的猪肉进入流通/零售渠道。在屠宰业务低迷期，双汇积极多方面调整战略，期望以此扩大屠宰市场的市占率，稳定屠宰业务的利润率。

投资建议

- 目前双汇处于“业绩之底，周期之底”，来年由于猪价的周期因素和新品的大力推进，作为龙头企业的双汇业绩持续改善是大概率事件。我们维持“买入”评级，目标价27元，对应16/17年PE 20X/17X，

申晟

联系人
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

刘枝花

分析师 SAC 执业编号: S1130515060001
 (8621)61038289
 liuzhizhi@gjzq.com.cn

图表 1: 财务报表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	39,705	44,950	45,696	45,970	48,188	51,088
增长率		13.2%	1.7%	0.6%	4.8%	6.0%
主营业务成本	-32,564	-36,216	-36,589	-36,786	-38,122	-39,867
% 销售收入	82.0%	80.6%	80.1%	80.0%	79.1%	78.0%
毛利	7,141	8,734	9,107	9,185	10,066	11,221
% 销售收入	18.0%	19.4%	19.9%	20.0%	20.9%	22.0%
营业税金及附加	-204	-190	-189	-207	-217	-230
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2,045	-2,364	-2,474	-2,459	-2,699	-2,912
% 销售收入	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%	5.6%	5.7%
管理费用	-1,311	-1,353	-1,515	-1,379	-1,455	-1,553
% 销售收入	3.3%	3.0%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	3,581	4,827	4,928	5,139	5,695	6,526
% 销售收入	9.0%	10.7%	10.8%	11.2%	11.8%	12.8%
财务费用	-10	44	39	24	-30	-129
% 销售收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.3%
资产减值损失	9	-27	-9	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	53	81	150	153	161	169
% 税前利润	1.4%	1.6%	2.8%	2.8%	2.7%	2.5%
营业利润	3,632	4,926	5,109	5,315	5,825	6,565
营业利润率	9.1%	11.0%	11.2%	11.6%	12.1%	12.9%
营业外收支	278	222	264	184	203	223
税前利润	3,911	5,148	5,373	5,499	6,028	6,788
利润率	9.8%	11.5%	11.8%	12.0%	12.5%	13.3%
所得税	-842	-1,078	-1,157	-1,215	-1,298	-1,475
所得税率	21.5%	21.0%	21.5%	22.1%	21.5%	21.7%
净利润	3,069	4,069	4,215	4,284	4,730	5,313
少数股东损益	184	211	176	137	169	204
归属于母公司的净利润	2,885	3,858	4,040	4,146	4,561	5,109
净利率	7.3%	8.6%	8.8%	9.0%	9.5%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	3,069	4,069	4,215	4,284	4,730	5,313
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	669	680	692	753	1,010	1,390
非经营收益	32	-59	-80	-306	-280	-201
营运资金变动	788	-821	-115	-827	-303	-238
经营活动现金净流	4,557	3,869	4,712	3,903	5,158	6,264
资本开支	-1,200	-1,335	-2,483	-1,736	-3,107	-4,287
投资	-340	-730	84	0	0	0
其他	51	81	157	153	161	169
投资活动现金净流	-1,489	-1,984	-2,241	-1,583	-2,947	-4,119
股权募资	0	0	40	0	0	0
债权募资	-930	-494	39	143	1,193	1,551
其他	-446	-1,674	-3,464	-2,891	-3,054	-3,271
筹资活动现金净流	-1,376	-2,168	-3,385	-2,748	-1,861	-1,721
现金净流量	1,692	-282	-914	-429	350	425

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	4,075	3,846	2,929	2,500	2,850	3,275
应收款项	315	307	234	259	278	303
存货	2,067	3,568	3,720	4,213	4,763	5,265
其他流动资产	792	1,238	1,648	1,737	1,823	1,914
流动资产	7,248	8,958	8,531	8,708	9,713	10,756
% 总资产	43.4%	45.4%	38.8%	37.3%	36.5%	34.9%
长期投资	170	169	162	162	162	162
固定资产	8,279	9,019	11,969	13,250	15,572	18,713
% 总资产	49.6%	45.7%	54.4%	56.8%	58.5%	60.8%
无形资产	920	982	1,173	1,061	1,039	1,017
非流动资产	9,447	10,788	13,452	14,621	16,920	20,041
% 总资产	56.6%	54.6%	61.2%	62.7%	63.5%	65.1%
资产总计	16,695	19,746	21,982	23,329	26,634	30,797
短期借款	200	189	299	475	1,669	3,218
应付款项	2,843	3,255	4,292	4,056	4,368	4,696
其他流动负债	843	1,236	978	995	1,035	1,086
流动负债	3,887	4,680	5,569	5,526	7,071	9,001
长期贷款	178	6	6	6	6	7
其他长期负债	76	57	46	14	14	14
负债	4,141	4,743	5,622	5,545	7,090	9,021
普通股股东权益	11,737	14,347	15,503	16,789	18,379	20,408
少数股东权益	817	656	858	995	1,164	1,368
负债股东权益合计	16,695	19,746	21,982	23,329	26,634	30,797

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	2.622	1.753	1.836	1.256	1.382	1.548
每股净资产	10.667	6.520	7.045	7.629	8.352	9.274
每股经营现金净流	4.142	1.758	2.141	1.774	2.344	2.847
每股股利	1.350	1.450	1.420	1.300	1.350	1.400
回报率						
净资产收益率	24.58%	26.89%	26.06%	24.70%	24.82%	25.04%
总资产收益率	17.28%	19.54%	18.38%	17.77%	17.13%	16.59%
投入资本收益率	21.72%	25.10%	23.18%	21.90%	21.05%	20.42%
增长率						
主营业务收入增长率	5.55%	13.21%	1.66%	0.60%	4.82%	6.02%
EBIT 增长率	433.06%	34.79%	2.09%	4.28%	10.82%	14.59%
净利润增长率	410.76%	33.72%	4.71%	2.64%	10.01%	12.01%
总资产增长率	112.96%	18.28%	11.33%	6.13%	14.16%	15.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.9	1.7	1.3	1.1	1.2	1.2
存货周转天数	21.1	28.4	36.4	41.8	45.6	48.2
应付账款周转天数	14.8	19.2	27.8	30.0	31.5	32.6
固定资产周转天数	72.5	69.3	89.7	95.3	102.5	112.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.44%	-24.33%	-16.04%	-11.35%	-6.02%	-0.23%
EBIT 利息保障倍数	345.6	-109.9	-124.9	-213.2	189.3	50.5
资产负债率	24.80%	24.02%	25.57%	23.77%	26.62%	29.29%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-02-25	买入	43.00	56.70~58.80
2	2014-04-29	买入	36.81	56.70~58.80
3	2014-08-12	买入	36.79	47.30~49.50
4	2015-10-15	买入	18.39	25.00~27.00
5	2015-10-30	买入	18.56	25.00~27.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD