

## 新品及协同性是最大看点

### 投资要点:

- **经营回顾。**公司 2014 年全年实现收入 457 亿元, 同比+2%; 净利润 40 亿元, 同比+5%; 毛利率 19.81%, 同比+0.49pct; EPS 1.84 元。15Q1 实现收入 99 亿元, 同比-3%; 净利润 9 亿元, 同比-15%, 基本符合市场预期。
- **投资看点。**(一) 目前国内肉制品加工行业竞争较为激烈, 且多以小型作坊为主, 大型企业数量较少, 市场集中度低。对公司而言, 屠宰行业和低温肉制品将是公司未来业绩突破的两大领域。与竞争对手雨润相比, 双汇在市占率、渠道、财务表现上有着明显的优势。(二) 新产品不断推出, 有望开始贡献利润: 2015 年 2 月发布了 15 款肉制新品和 10 款生鲜预制新品, 新产品在包装、口味和营销方面更加迎合年轻人的喜好。公司还将在 5 月份和 2016 年春节前再发布第二批和第三批新产品。新产品的出厂价比老产品高 20%~30%, 终端零售价上涨 50%~60%, 吨利润将达到 3000 元~5000 元。(三) 原材料的价格上涨, 凸显企业成本优势: 原材料成本占公司总成本的 55%, 原材料价格波动对业绩将造成一定影响。预计全年猪肉价格在 14 元/公斤, 猪肉价格的上涨, 总体上削弱公司盈利能力, 但并不会造成过大影响。(四) 收购史密斯菲尔德(SFD)、Campofrio 的协同作用: 公司大股东万洲国际相继收购了史密斯菲尔德(SFD)与 Campofrio, 分别为美国和西班牙的肉制品巨头。收购完成之后, 公司将大大受益在于成本和产品上的协同作用。(五) 股权结构稳定, 管理层增持彰显信心: 公司的股权结构相对稳定, 董事长万隆先生对公司控制力较强。2014 年 11 月以来公司高管相继增持公司股票, 彰显管理层信心。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.32 元、1.43 元、1.61 元, 对应 PE 分别为 20.71 倍、18.99 倍和 16.87 倍, 首次给予“增持”评级。
- **风险提示:** 新产品推广或未达预期; 食品安全风险。

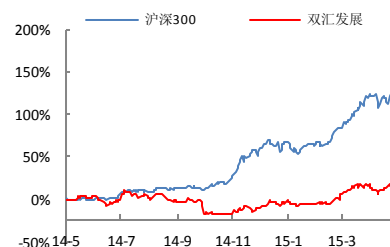
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	45695.73	49332.84	53856.17	59336.15
增长率	1.66%	7.96%	9.17%	10.18%
归属母公司净利润(百万元)	4039.86	4341.81	4735.68	5330.57
增长率	4.71%	7.47%	9.07%	12.56%
每股收益 EPS(元)	1.22	1.32	1.43	1.61
净资产收益率 ROE	25.77%	25.86%	26.49%	27.35%
PE	22.26	20.71	18.99	16.87
PB	5.50	5.12	4.73	4.33

数据来源: WIND 资讯, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	33.01
流通 A 股(亿股)	18.17
52 周内股价区间(元)	18.01-27.38
总市值(亿元)	899.16
总资产(亿元)	223.27
每股净资产(元)	7.49

### 相关研究

## 目 录

一、经营状况回顾 .....	1
二、投资看点 .....	3
（一）行业集中度不高，公司竞争优势明显 .....	3
（二）新产品不断推出，有望开始贡献利润 .....	5
（三）原材料价格上涨，凸显企业成本优势 .....	6
（四）收购史密菲尔德（SFD）、Campofrio 的协同作用 .....	7
（五）管理层持股，增持彰显信心 .....	8
三、盈利预测与投资建议 .....	8
四、风险提示 .....	9

## 图 目 录

图 1: 2010 年以来收入及同比增速.....	1
图 2: 13Q1 以来收入及同比增速.....	1
图 3: 2010 年以来净利润及同比增速 .....	1
图 4: 13Q1 以来净利润及同比增速.....	1
图 5: 公司分业务收入结构 .....	2
图 6: 公司分业务毛利结构 .....	2
图 7: 2010 年以来公司毛利率、净利率情况.....	2
图 8: 13Q1 以来公司毛利率、净利率情况.....	2
图 9: 2010 年以来公司三费率情况.....	3
图 10: 13Q1 以来公司三费率情况 .....	3
图 11: 2008 年以来公司分区域销售结构.....	3
图 12: 2008 年以来公司分区域毛利率情况 .....	3
图 13: 前三大肉制品企业收入市场份额 .....	4
图 14: 双汇冷鲜肉销售渠道.....	4
图 15: 雨润冷鲜肉销售渠道.....	4
图 16: 双汇肉制品销售渠道.....	5
图 17: 雨润肉制品销售渠道.....	5
图 18: 收入增速对比 .....	5
图 19: 毛利率对比 .....	5
图 20: 双汇主要新产品.....	6
图 21: 母猪存栏量及同比增速.....	7
图 22: 生猪存栏量及同比增速.....	7
图 23: 生猪定点屠宰企业屠宰量及同比增速.....	7
图 24: 猪肉价格（元/公斤） .....	7
图 25: 中、美猪肉平均价格走势 .....	8

## 表 目 录

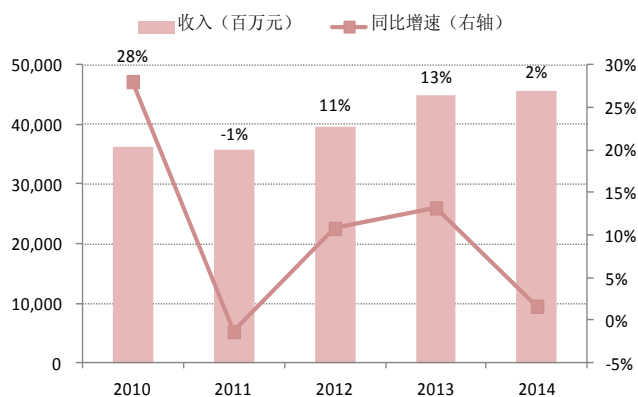
表 1: 分项业务预测表 .....	9
附表: 财务预测与估值 .....	10

## 一、经营状况回顾

公司 2014 年全年实现收入 457 亿元, 同比+2%; 净利润 40 亿元, 同比+5%; 毛利率 19.81%, 同比+0.49pct; 摊薄前 EPS 1.84 元。15Q1 实现收入 99 亿元, 同比-3%; 净利润 9 亿元, 同比-15%, 基本符合市场预期。

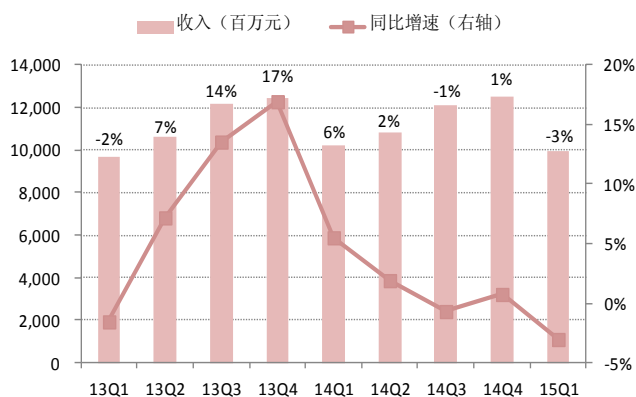
14 年收入和净利润同比增速有所下滑, 主要是由于经济不景气, 下游需求疲软; 下半年生猪价格上涨, 成本上升; 加之产品结构调整, 新产品的投放推广速度不如预期。

图 1: 2010 年以来收入及同比增速



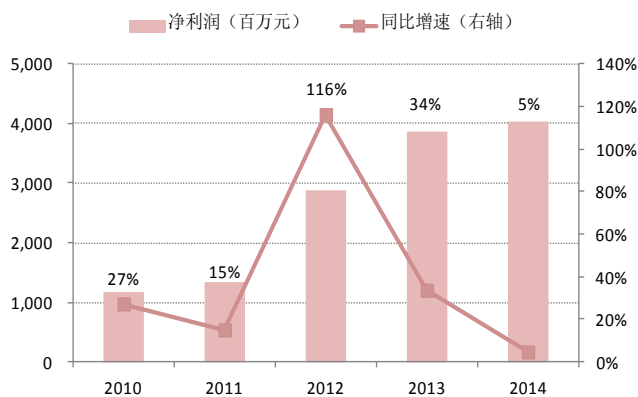
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 13Q1 以来收入及同比增速



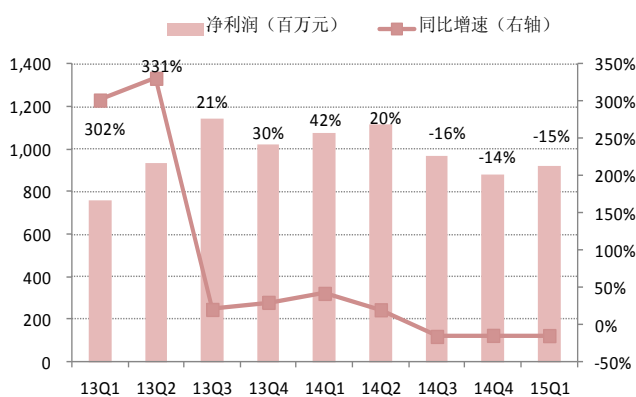
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 2010 年以来净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 13Q1 以来净利润及同比增速



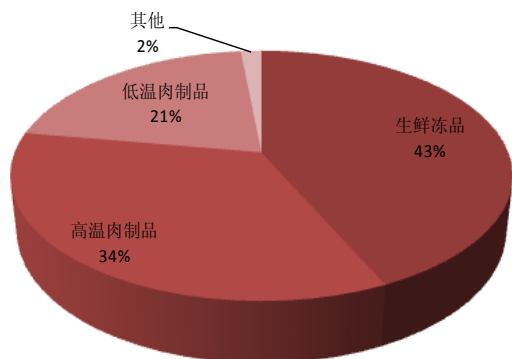
数据来源: 公司公告, 西南证券

分项业务来看, 生鲜冻品实现收入 196 亿元, 同比+5% (14H2 同比+6%), 贡献收入的 43%, 毛利的 24%, 毛利率 10.97%, 同比-0.38pct。全年屠宰生猪 1501 万头, 同比+13%, 贡献了收入的大部分, 但成本较高, 整体毛利率偏低。

高温肉制品收入 157 亿元, 同比持平 (14H2 同比-6%), 贡献收入的 34%, 毛利的 49%, 毛利率 28.27%, 同比+1.4pct。低温肉制品收入 94 亿元, 略有下降 (14H2 同比 3%), 贡献收入的 21%, 利润的 25%, 毛利率 24.27%, 同比+1.49pct。全年公司生产肉制品共计 169 万吨, 同比-4%。肉制品加工较高的毛利率弥补了收入增速的放缓, 使净利润的增速略快于收入增速。

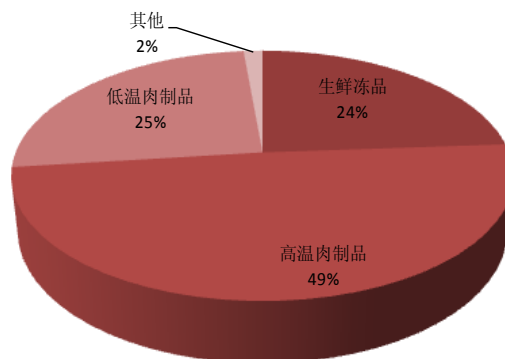
15Q1 公司屠宰生猪 337 万头, 同比-14%; 销售生鲜冻品 28.5 万吨, 同比+12%, 肉制品 34.6 万吨, 同比-13%。

图 5: 公司分业务收入结构



数据来源: 公司公告、西南证券

图 6: 公司分业务毛利结构



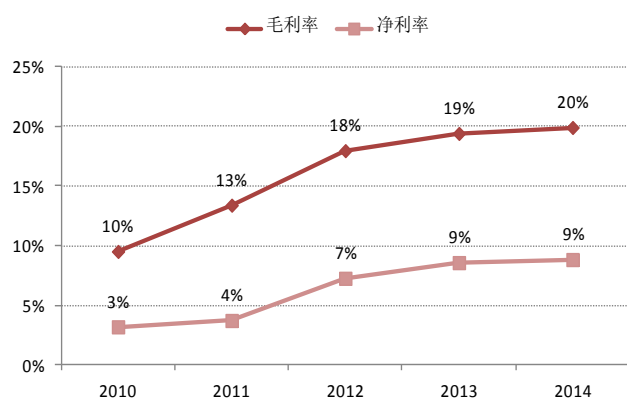
数据来源: 公司公告、西南证券

公司盈利能力近 3 年保持稳定增长, 14 年有所放缓, 14 年毛利率 19.93%, +0.5pct; 净利率 8.84%, 同比+0.26pct。公司毛利率提升, 主要原因: 1) 14 年初猪肉价格大幅下降; 2) 14H2 猪肉价格回升时, 收购美国史密菲尔德的协同效应发挥, 进口猪肉价格较低。成本得到有效控制, 使得肉制品加工的毛利率有所提升。

15Q1 公司毛利率 20.84%, 同比-1.3pct; 净利率 9.27%, 同比-1.25pct。盈利能力出现下滑, 主因为 14 年 Q1 基数较高+新产品仍然处于投入期。

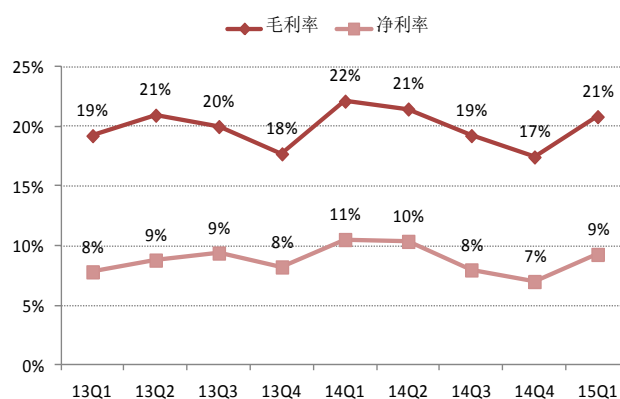
公司三费率相对稳定, 保持在较低的水平, 显示了良好的费用管控能力。

图 7: 2010 年以来公司毛利率、净利率情况



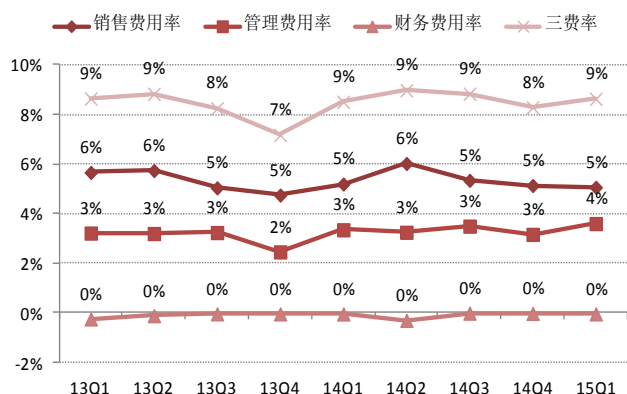
数据来源: 公司公告、西南证券

图 8: 13Q1 以来公司毛利率、净利率情况



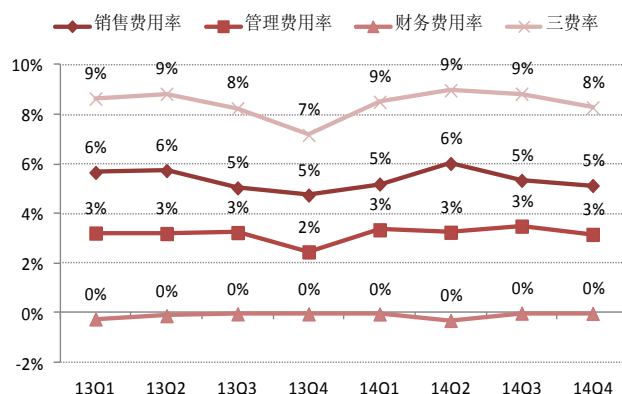
数据来源: 公司公告、西南证券

图 9：2010 年以来公司三费率情况



数据来源：公司公告、西南证券

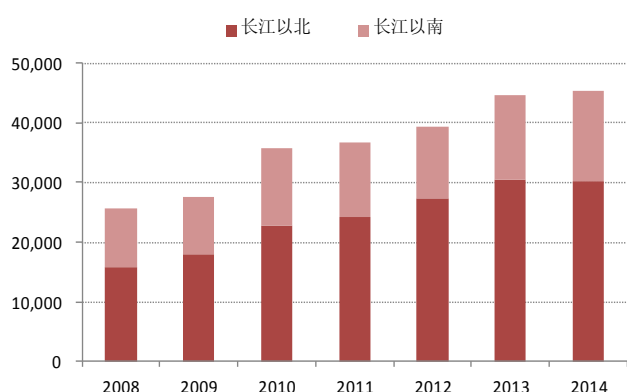
图 10：13Q1 以来公司三费率情况



数据来源：公司公告、西南证券

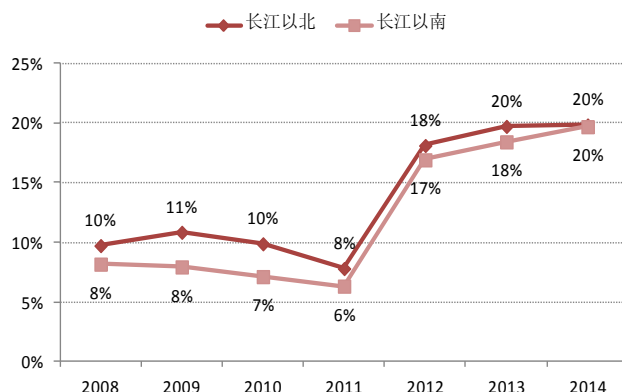
分区域来看，长江以北收入 301 亿元，同比-0.79%；长江以南收入 153 亿元，同比+7%。长江以北作为公司的主要市场，贡献收入的 66%。从毛利率来看，长江以北的毛利率长期以来都略高于长江以南地区，但差距在逐渐缩小。

图 11：2008 年以来公司分区域销售结构



数据来源：公司公告、西南证券

图 12：2008 年以来公司分区域毛利率情况



数据来源：公司公告、西南证券

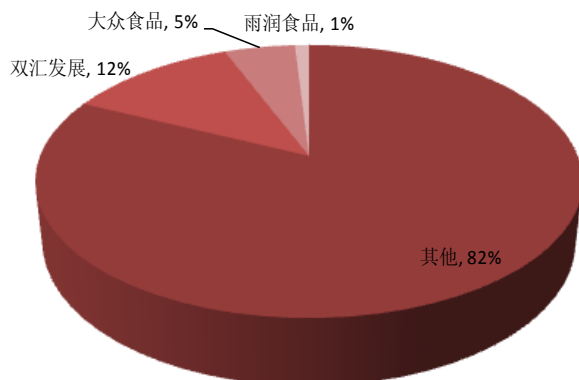
## 二、投资看点

### （一）行业集中度不高，公司竞争优势明显

目前国内肉制品加工行业竞争较为激烈，且多以小型作坊为主，大型企业数量较少，市场集中度低。对公司而言，屠宰行业和低温肉制品将是公司未来业绩突破的两大领域。

屠宰行业：市场集中度低，CR3 市场份额仅 18%（其中双汇市占率 12%），美国 CR4 的市场份额在 2007 年已经达到 66%。高温肉制品：格局已定，行业集中度高，行业 CR3 达到 85%，双汇占比 60%，已占绝对市场份额。低温肉制品：CR5 不足 25%，未来趋向于集中。低温肉制品有冷链运输限制，区域性较强，容易形成区域性龙头，主要集中在品牌和渠道商，低温肉制品更好的风味和更高的营养价值，发达国家消费 80%以上，国内只有 30%，市场空间巨大。公司在低温肉制品的市场份额只有 5%左右，存在较大提升空间。

图 13: 前三大肉制品企业收入市场份额



数据来源: WIND 资讯, 西南证券

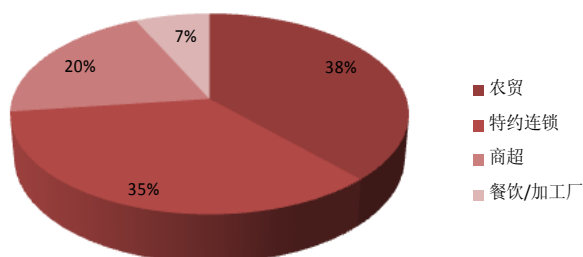
与主要竞争对手雨润相比，双汇有着明显的竞争优势。

从市场份额来看，双汇在高温肉制品的市场份额占到了 60% 以上，雨润是冷鲜肉的先行者，两个公司的竞争重点略有不同。近年来，双汇加强了生鲜冻品和低温肉制品的投入扩张，逐渐侵蚀雨润的市场份额。

从渠道来看，双汇的渠道更为多样化，既有自建渠道，又有商超渠道，更加贴近终端消费者，需求较为稳定；雨润的销售渠道过于依赖第三方和商超，风险较大。

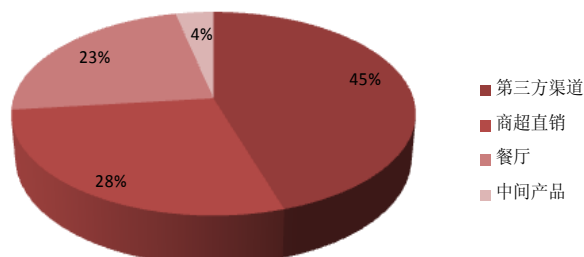
从收入增速和毛利率来看，受经济环境不景气的影响，雨润已经连续三年出现负增长，收入下降明显；双汇的收入增速虽有所放缓，但增长势头不减。雨润的毛利率只有 5% 左右，双汇的毛利率已经达到 20%，且呈现稳定上升的态势，发展好于雨润。

图 14: 双汇冷鲜肉销售渠道



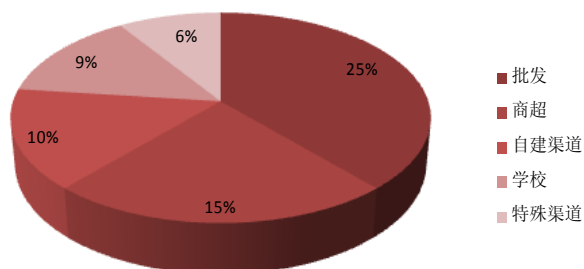
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 15: 雨润冷鲜肉销售渠道



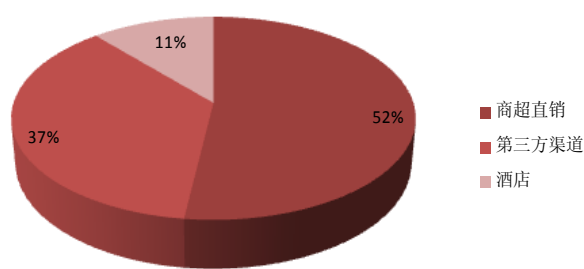
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 16：双汇肉制品销售渠道



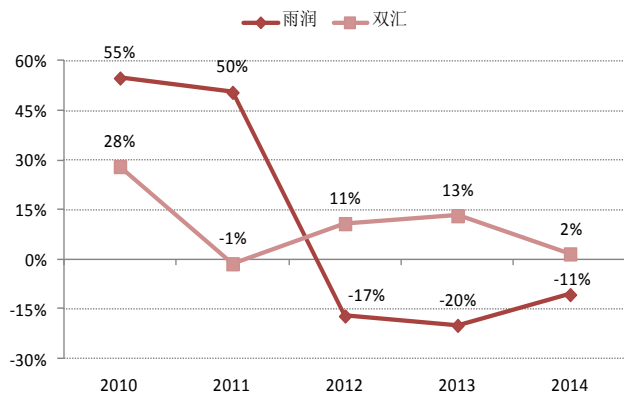
数据来源：公司公告、西南证券

图 17：雨润肉制品销售渠道



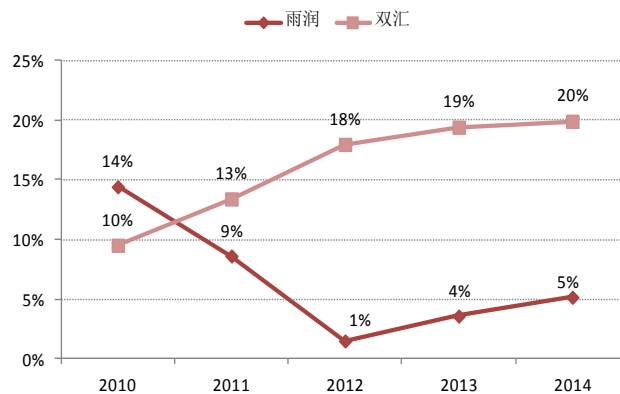
数据来源：公司公告、西南证券

图 18：收入增速对比



数据来源：公司公告、西南证券

图 19：毛利率对比



数据来源：公司公告、西南证券

## （二）新产品不断推出，有望开始贡献利润

2015 年 2 月公司的新品发布会上展示了 15 款肉制新品和 10 款生鲜预制新品，新产品在包装、口味和营销方面都有很大的突破，更迎合年轻人的喜好。包装方面，新产品的包装更加时尚，色彩更加鲜艳。口味方面，更具有多样化，非常系列将鲜肉与梨子、花生、杏仁、蜂蜜等结合；叉烧、狮子头极具中国传统特色；海威夷系列充满了椰风海岛的风情。营销方面，第一批新产品在 2 月发布上市推广，4 月份铺货率已经达到 90%，预计 2 季度全部铺货到位。此外，公司积极布局电商平台，成立电商业务部，与阿里巴巴计划合作，天猫旗舰店有望上线。第二批新产品公司将采取差异化策略，5 月份起陆续推广上市。第三批新产品预计 2016 年春节前推出，基本思路是以营养角度引入膳食纤维健康理念。

目前新产品市场反响较好，增长势头不错。预计全年销售非尝系列 2 万吨、甜甜向上 1.5 万吨、弗吉尼亚香肠 5000 吨；鱼肉王、牛肉王 5 月份上市，预计全年销售鱼肉王 3500 吨、牛肉王 2500 吨；美式热狗预计全年销售 3000 吨，黄金热狗预计全年 6000 吨；狮子头预计全年 3000 吨。全年全新产品销售预计占全部销量的 6-8%，加上次新产品维持在 10% 以上的销量占比。



新产品的出厂价比老产品高 20%~30%，终端零售价上涨 50%~60%，吨利润将达到 3000 元~5000 元，较老品吨利润提高 50%以上。新产品不断推出，有望在下半年开始贡献利润，公司 2015 年产销量 10%以上的增长目标实现困难不大。

图 20：双汇主要新产品



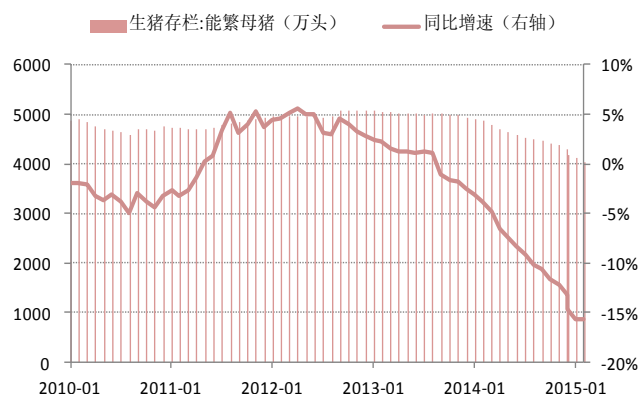
数据来源：公司网站，西南证券

### （三）原材料价格上涨，凸显企业成本优势

原材料成本占公司总成本的 55%，原材料价格波动对业绩将造成一定影响。目前来看，无论是母猪的存栏量、生猪存栏量还是定点屠宰量都出现明显的下降，同比增速下滑明显。猪肉价格在经历了 14 年的低点之后，开始出现反弹的迹象，预计 15 年猪肉价格将会有所上涨，预计全年在 14 元/公斤。

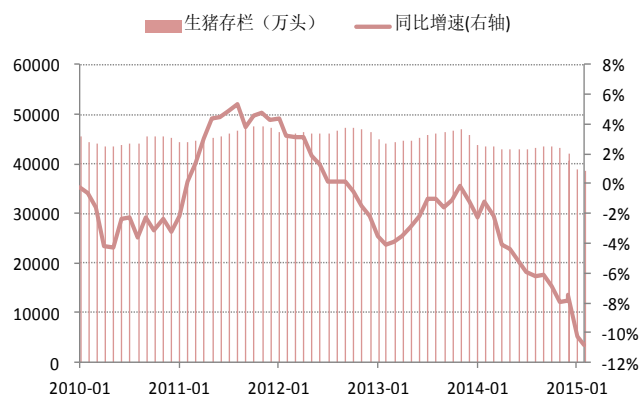
猪肉价格的上涨，总体上削弱公司盈利能力，但并不会造成过大影响：1、公司在价格低点储备较多的原材料；2、猪肉价格上涨提升屠宰鲜肉毛利率；3、收购了全球规模最大的生猪生产商和猪肉供应商 SFD，可以更多地进口相对便宜的美国猪肉。因此，猪肉价格的上升并不会对公司的成本产生太大影响，反而突出了公司在成本上的优势，相对削弱了竞争对手的实力。此外，原材料价格的上涨，可能带来产品价格的上涨，单价的提升，可以提升企业的盈利能力。15 年一季度进口猪肉 3 亿元左右，预计全年进口猪肉 15 亿元左右。

图 21：母猪存栏量及同比增速



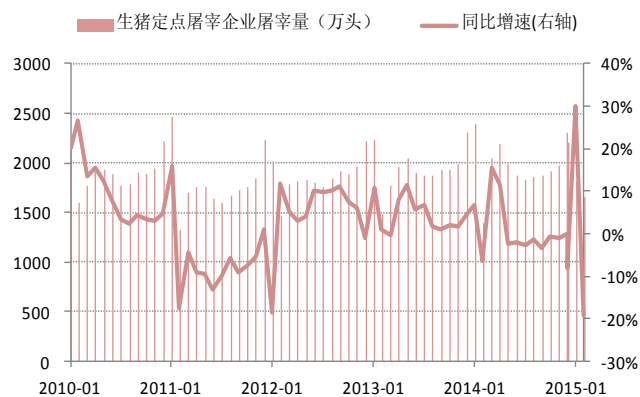
数据来源：WIND 资讯、西南证券

图 22：生猪存栏量及同比增速



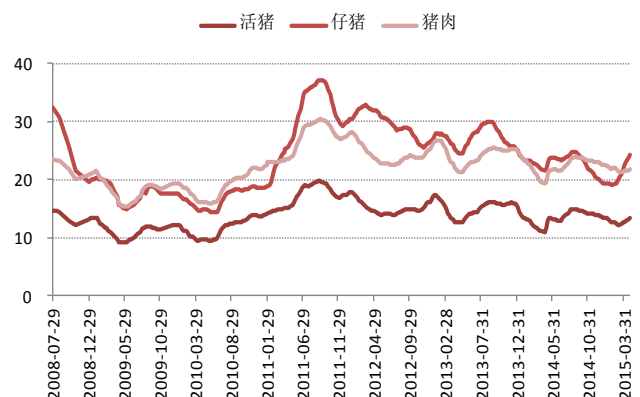
数据来源：WIND 资讯、西南证券

图 23：生猪定点屠宰企业屠宰量及同比增速



数据来源：WIND 资讯、西南证券

图 24：猪肉价格（元/公斤）



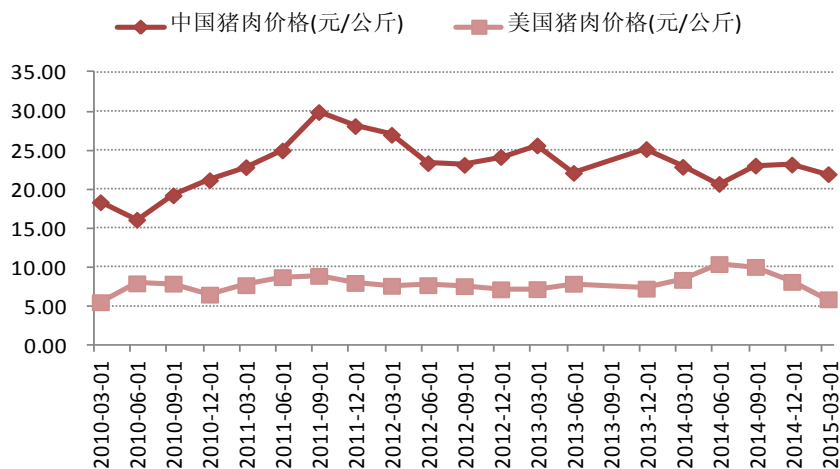
数据来源：WIND 资讯、西南证券

#### （四）收购史密斯菲尔德（SFD）、Campofrio 的协同作用

公司大股东万洲国际相继收购了史密斯菲尔德（SFD）与 Campofrio，分别为美国和西班牙的肉制品巨头。收购完成之后，公司将大大受益于在成本和产品上的协同作用。

美国的猪肉价格远远低于中国，欧洲市场的猪肉价格也比国内低 40% 左右，加之中国猪肉进口没有配额限制。公司在完成收购之后，可以更好地掌控海外生猪资源，更多地进口质优价廉的海外猪肉，降低成本。此外，还可以进口地中海野猪等高端生猪品种，进行产品结构的升级。

图 25：中、美猪肉平均价格走势



数据来源：WIND 资讯，西南证券

在产品方面，我们看好公司与 SFD、Campofrio 的合作协同，未来公司与两大肉制品公司将采用多种方式开发或引进新品。

### （五）管理层持股，增持彰显信心

公司的最终控制方为兴泰集团，最大股东为董事长万隆先生，拥有兴泰集团 14.47% 的实益权益，兴泰集团对双汇发展具有绝对的控制权。

2014 年 11 月以来公司高管相继增持公司股票。11 月 27 日，公司董事长万隆先生增持 10 万股，12 月 2 日公司董事、总裁张太喜先生、副总裁王玉芬女士、副总裁乔海莉女士、副总裁马相杰先生的配偶师惠迎女士、董事会秘书祁勇耀先生共增持 3.26 万股，12 月 3 日新上任的副总裁游牧先生的配偶陈玲花女士增持 1 万股，彰显管理层信心。

## 三、盈利预测与投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.32 元、1.43 元、1.61 元，对应 PE 分别为 20.71 倍、18.99 倍和 16.87 倍，首次给予“增持”评级。

表 1: 分项业务预测表

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>合计</b>						
营业收入	39,406.3	44,708.6	45,481.9	49,102.0	53,604.2	59,058.5
yoy		13.46%	1.73%	7.96%	9.17%	10.18%
营业成本	32,407.6	36,071.5	36,473.9	39,154.2	42,671.8	46,912.9
毛利率	17.76%	19.32%	19.81%	20.26%	20.39%	20.57%
<b>生鲜冻品</b>						
收入	15,439.9	18,743.0	19,636.4	21,403.67	23,544.03	26,133.88
yoy		21.39%	4.77%	9.00%	10.00%	11.00%
成本	13,812.1	16,616.1	17,482.1	18,985.05	20,860.01	23,128.48
毛利率	10.54%	11.35%	10.97%	11.30%	11.40%	11.50%
<b>高温肉制品</b>						
收入	13,715.1	15,700.1	15,674.4	16,771.65	18,113.38	19,743.59
yoy		14.47%	-0.16%	7.00%	8.00%	9.00%
成本	10,391.6	11,482.6	11,243.8	12,025.27	12,969.18	14,096.92
毛利率	24.23%	26.86%	28.27%	28.30%	28.40%	28.60%
<b>低温肉制品</b>						
收入	9,287.6	9,524.4	9,445.1	10,200.69	11,220.76	12,455.04
yoy		2.55%	-0.83%	8.00%	10.00%	11.00%
成本	7,414.9	7,354.6	7,152.9	7,548.51	8,247.25	9,092.18
毛利率	20.16%	22.78%	24.27%	26.00%	26.50%	27.00%
<b>其他</b>						
收入	963.7	741.2	726.0	726.00	726.00	726.00
yoy		-23.09%	-2.04%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	788.9	618.2	595.1	595.32	595.32	595.32
毛利率	18.13%	16.59%	18.04%	18.00%	18.00%	18.00%

数据来源: 西南证券

## 四、风险提示

- 1、新产品推广或未达预期。
- 2、食品安全风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	45695.73	49332.84	53856.17	59336.15	净利润	4215.46	4541.81	5035.68	5680.57
营业成本	36588.74	39338.22	42872.38	47133.44	折旧与摊销	682.82	715.72	754.75	795.92
营业税金及附加	189.48	204.56	223.32	246.04	财务费用	-39.47	-112.56	-173.38	-227.78
销售费用	2474.18	2762.64	3015.95	3263.49	资产减值损失	8.92	0.00	0.00	0.00
管理费用	1515.31	1627.98	1777.25	1958.09	经营营运资本变动	405.31	503.53	-10.91	43.62
财务费用	-39.47	-112.56	-173.38	-227.78	其他	-561.00	-50.00	-50.00	-50.00
资产减值损失	8.92	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4712.04</b>	<b>5598.50</b>	<b>5556.13</b>	<b>6242.34</b>
投资收益	149.96	50.00	50.00	50.00	资本支出	-2542.44	-800.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	301.14	118.19	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2241.30</b>	<b>-681.81</b>	<b>-950.00</b>	<b>-950.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>5108.52</b>	<b>5561.99</b>	<b>6190.66</b>	<b>7012.85</b>	短期借款	110.23	116.77	-415.88	0.00
其他非经营损益	264.19	226.67	227.44	227.18	长期借款	-0.28	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>5372.71</b>	<b>5788.66</b>	<b>6418.10</b>	<b>7240.04</b>	股权融资	306.87	0.00	0.00	0.00
所得税	1157.25	1246.85	1382.42	1559.47	支付股利	-3190.84	-3341.08	-3590.80	-3916.54
净利润	4215.46	4541.81	5035.68	5680.57	其他	-611.15	312.26	273.38	27.78
少数股东损益	175.59	200.00	300.00	350.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-3385.17</b>	<b>-2912.05</b>	<b>-3733.30</b>	<b>-3888.76</b>
归属母公司股东净利润	4039.86	4341.81	4735.68	5330.57	<b>现金流量净额</b>	<b>-914.34</b>	<b>2004.64</b>	<b>872.83</b>	<b>1403.58</b>
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	2928.64	4933.28	5806.12	7209.70	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	313.81	350.52	378.10	417.97	销售收入增长率	1.66%	7.96%	9.17%	10.18%
存货	3719.99	4130.51	4715.96	5184.68	营业利润增长率	3.71%	8.88%	11.30%	13.28%
其他流动资产	1568.34	1501.78	1682.33	1837.77	净利润增长率	3.60%	7.74%	10.87%	12.81%
长期股权投资	162.04	162.04	162.04	162.04	EBITDA 增长率	3.92%	7.19%	9.84%	11.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	11925.51	12051.73	12339.09	12585.44	毛利率	19.93%	20.26%	20.39%	20.57%
无形资产和开发支出	1083.34	1050.36	1017.38	984.40	三费率	8.64%	8.67%	8.58%	8.42%
其他非流动资产	280.75	273.60	265.96	257.67	净利率	9.23%	9.21%	9.35%	9.57%
<b>资产总计</b>	<b>21982.43</b>	<b>24453.82</b>	<b>26366.99</b>	<b>28639.67</b>	ROE	25.77%	25.86%	26.49%	27.35%
短期借款	299.11	415.88	0.00	0.00	ROA	20.61%	19.18%	22.28%	22.82%
应付和预收款项	4787.08	5640.32	6395.52	7034.66	ROIC	24.19%	24.07%	26.31%	28.45%
长期借款	5.73	5.73	5.73	5.73	EBITDA/销售收入	12.59%	12.50%	12.57%	12.78%
其他负债	529.68	830.32	959.29	828.80	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5621.59</b>	<b>6892.25</b>	<b>7360.54</b>	<b>7869.19</b>	总资产周转率	2.19	2.12	2.12	2.16
股本	2200.58	2200.58	2200.58	2200.58	固定资产周转率	4.08	4.33	4.64	5.02
资本公积	2672.11	2672.11	2672.11	2672.11	应收账款周转率	282.17	366.80	368.77	370.38
留存收益	10630.46	11631.19	12776.06	14190.10	存货周转率	9.94	10.02	9.69	9.52
归属母公司股东权益	15503.15	16503.88	17648.75	19062.78	销售毛利率/净利率/现金营业收入	108.98%	--	--	--
少数股东权益	857.69	1057.69	1357.69	1707.69	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>16360.84</b>	<b>17561.57</b>	<b>19006.44</b>	<b>20770.48</b>	资产负债率	25.57%	28.18%	27.92%	27.48%
负债和股东权益合计	21982.43	24453.82	26366.99	28639.67	带息债务/总负债	5.42%	6.12%	0.08%	0.07%
					流动比率	1.53	1.64	1.80	1.90
					速动比率	0.86	1.02	1.12	1.23
					股利支付率	78.98%	76.95%	75.82%	73.47%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	5751.87	6165.15	6772.03	7581.00	每股收益	1.22	1.32	1.43	1.61
PE	22.26	20.71	18.99	16.87	每股净资产	4.96	5.32	5.76	6.29
PB	5.50	5.12	4.73	4.33	每股经营现金	1.43	1.70	1.68	1.89
PS	1.97	1.82	1.67	1.52	每股股利	0.97	1.01	1.09	1.19
EV/EBITDA	9.93	8.96	7.97	6.93					
股息率	3.55%	3.72%	3.99%	4.36%					

数据来源：WIND 资讯，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn