

双汇发展 (000895.SZ)

肉制品行业

评级：买入 首次评级

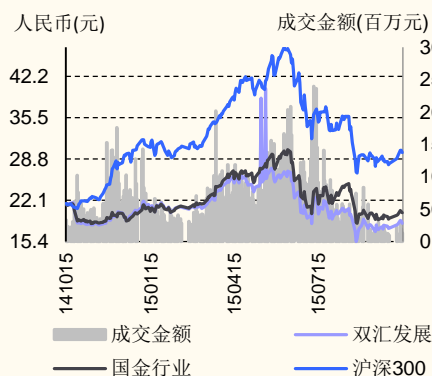
公司研究

 市场价格 (人民币): 18.39 元
 目标价格 (人民币): 25.00-27.00 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)	60,702.96
年内股价最高最低(元)	40.25/15.40
沪深 300 指数	3406.11
深证成指	10901.48



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	1.155	1.285	1.438
每股净资产(元)	6.52	7.05	7.48	8.06	8.81
每股经营性现金流(元)	1.76	2.14	1.63	2.21	2.71
市盈率(倍)	26.85	17.19	17.63	15.84	14.16
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%	-5.62%	11.25%	11.90%
净资产收益率(%)	26.89%	26.06%	23.17%	23.93%	24.48%
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

投资逻辑

- **肉制品向低温预制品升级, 龙头份额有望继续上升:** 产品层面上双汇将贯彻“上餐桌”的主题, 未来开发更多符合“健康快捷”饮食概念的高端低温预制肉制品以缓解老式产品增速放缓的局面, 随着高端产品的逐渐铺货和进口低价原料替代将有助于毛利稳定上升; 行业层面上由于竞争对手暂缓产品开发营销步伐, 盈利、渠道和创新能力都突出的双汇有望进一步提高市场份额;
- **生鲜和屠宰业务期待多方努力, 进一步开启整合:** 生鲜肉方面, 随着消费者对食品安全和质量的要求不断提高, 在商场/专营店购买新鲜猪肉的占比增加, 冷鲜肉的消费预计未来五年年均复合增速约为 18%。屠宰业务方面, 在国家政策不断完善的前提下, 还需多方努力。虽整合提速还需时日, 但进程已开启, 具备规模效应的双汇将是直接受益者;
- **业绩逐季改善, 明年预计将逐步回暖:** 上游方面, 生猪平均价年初至今已上涨逾 30%, 生猪供给端目前并无大变化, 且 11 月之后逐步进入猪肉消费旺季, 若今年旺季需求情况良好, 生猪价格下降的空间不大。Q3 猪肉价格上涨约 25%, 超过了生猪 19% 的价格涨幅, 而 Q2 生猪价格上涨 28%, 猪肉价格由于滞后性仅上涨 17%。预计第三季度双汇的生鲜冻品收入环比将会持续改善, 但利润端由于开工率的限制抬高单位成本, 依然承压。下游方面, 期待中式预制美食和 SFD 进口高端肉制品陆续投入市场放量, 年底新品销量有望达到总体销量的 5%。

投资建议

- 生猪价格最好的时候就是双汇最差的时候, 目前双汇处于业绩之底和周期之底。明年随着猪价下降的概率加大, 双汇作为下游加工企业, 将成为直接受益目标, 叠加基数效应, 业绩同比提升可能性加大。现在双汇的股价对应 16 年 EPS 动态 PE 仅有 14X, 远低于过去三年的平均值 19X。

估值

- 我们给予双汇未来 6-12 个月相对于 2016 年 EPS 20X 的估值, 对应 25.7 元的目标价位, 预计 15-17 年 EPS 分别为 1.155 元/1.285 元/1.438 元, 对应 PE 分别为 22X/20X/17X。

风险

- 新产品市场反应不佳/原材料价格飞涨/食品安全事件

申晟

 联系人
 shensheng@gjzq.com.cn

钟凯锋

 分析师 SAC 执业编号: S1130513080003
 (8621)60230227
 zhongkf@gjzq.com.cn

刘枝花

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

内容目录

中国猪肉消费趋势：人均量增，消费升级.....	4
肉制品加工行业：双汇强者更强，市占率将不断提高	5
屠宰行业：高度分散，整合需多方努力	13
双汇业绩敏感因素分析.....	15
估值和定价	18

图表目录

图表 1：全球猪肉产量和销量	4
图表 2：中国居民猪肉消费品类占比	4
图表 3：中国肉制品销量品类、渠道占比.....	5
图表 3：中国高温肉制品市场（人民币百万）	5
图表 4：中国低温肉制品市场（人民币百万）	5
图表 5：美国高温肉制品市场（美元百万）	6
图表 6：美国低温肉制品市场（美元百万）	6
图表 7：Hormel21 世纪以前发展史.....	6
图表 8：Hormel 主要收购标的历程.....	7
图表 9：荷美尔产品收入组成占比.....	7
图表 10：荷美尔产品营业利润率.....	7
图表 8：双汇、雨润销售毛利率比较	8
图表 9：双汇、雨润产品 比较（人民币百万元）	8
图表 14：双汇产品时间序列.....	9
图表 10：双汇创新新品	10
图表 11：双汇肉制品渠道占比	10
图表 12：雨润肉制品渠道占比.....	10
图表 18：中国生鲜猪肉市场份额（2013）	11
图表 19：中国生鲜猪肉 CR5 份额（2013）	11
图表 20：美国生鲜猪肉市场份额（2013）	11
图表 21：美国生鲜猪肉 CR4 份额（2013）	11
图表 22：SFD 产品收入占比（美元百万）	12
图表 23：SFD 肉制品和生鲜收入细分（美元百万）	12
图表 24：SFD 营业利润率分部对比（%）	12
图表 25：SFD 和荷美尔比较.....	12
图表 13：中国生猪养殖规模占比（2013M9）	13
图表 14：美国生猪养殖规模占比（2013）	13
图表 15：美国前五大生猪规模养殖户占比（2013）	13
图表 16：美国猪肉养殖户数和出栏量	13
图表 17：中国>500 头规模养殖产出占比.....	14

图表 18: 中国生猪定点屠宰点	14
图表 32: 生猪、猪肉价格趋势 (元/kg)	15
图表 33: 双汇生鲜冻品毛利和收入增速	16
图表 34: 双汇肉制品吨毛利 (元/吨)	16
图表 35: 猪价波动和双汇的利润率	16
图表 36: 中国猪价 VS 美国进口猪肉到岸价	17
图表 37: 美国猪肉产量 (百万磅)	17
图表 38: 美国生猪产量 (万头)	17
图表 39: 美国玉米产量 (百万吨)	17
图表 14: 双汇产品分类预估	18
图表 15: P/E Band	19

中国猪肉消费趋势：人均量增，消费升级

中国是世界上猪肉消费量最大的国家，根据 USDA 的数据，2014 年中国的猪肉消费量大于世界总消费量的 50%，得益于人均可支配收入的上升带来的肉类消费的上升，预计未来五年中国将贡献>80%的世界猪肉消费量增长。作为中国肉制品的龙头老大，我们认为双汇会充分享受消费量的上升和消费结构的升级所带来的红利。

图表 1：全球猪肉产量和销量

	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	CAGR 10-15
全球猪肉消费量（千吨）	102,743	101,587	106,342	108,361	109,954	110,305	1.4%
中国	51,157	50,004	53,802	55,406	57,169	57,425	2.3%
美国	8,653	8,340	8,441	8,662	8,647	9,379	1.6%
其他	42,933	43,243	44,099	44,293	44,138	43,501	0.3%
全球猪肉产量（千吨）	102,933	101,984	106,950	108,821	110,476	110,874	1.5%
中国	51,070	49,500	53,427	54,930	56,710	56,600	2.1%
美国	10,186	10,331	10,554	10,524	10,368	11,001	1.6%
其他	41,677	42,153	42,969	43,367	43,398	43,273	0.8%

来源：USDA, 国金证券研究所

人均肉类消费量的差距有望逐渐变小：由于中国的人口基数和消费习惯，中国的猪肉消费量约占全球的 50%，但中国的人均动物蛋白质摄入量却低于其他猪肉消费大国（例如美国、德国、西班牙和巴西等）。根据 Frost & Sullivan 的统计数据，2012 年中国人均动物蛋白摄入量为 53.9kg，而美国为 111.3kg。同为亚洲国家，2012 年中国人均猪肉的消费量为 39.8kg，而香港人均猪肉的消费量为 79.1kg。随着中国中产阶级的崛起，对肉类蛋白质的需求的增加，作为中国传统的肉类蛋白质的猪肉有望需求量保持相对稳定的增长。

消费结构的升级带来机遇：目前中国的猪肉消费中 86%来自于鲜猪肉（热鲜肉和冷鲜肉），其中热鲜肉更是占绝对优势。而美国猪肉消费中只有 33%来自于鲜猪肉，而其余来自于肉制品。

图表 2：中国居民猪肉消费品类占比

项目	热鲜肉	冷鲜肉	冷冻肉	肉制品
安全性	从加工到零售过程中，受到空气、运输车和包装等方面污染，细菌大量繁殖。	0—4℃内无菌加工、运输、销售，24—48小时冷却排酸，目前世界上最安全的食用肉。	宰杀后的禽畜肉经预冷后，在-18℃速冻，是深层温度达-6℃一下，有害物质被抑制。	用禽畜肉为主要原料，经调味制作的熟肉制成品或半成品，如香肠、火腿、培根、酱卤肉、烧烤肉等，包括高温肉制品和低温肉制品。
营养性	没有经过排酸处理，不利于人体吸收，营养成分含量少。	保留肉质绝大部分营养成分，能被人体充分吸收。	冰晶破坏猪肉组织，导致营养成分大量流失。	肉类蛋白变性适度，易于为人体消化和吸收，营养利用率高。
口味	肉质较硬、肉汤混、香味较淡。	鲜嫩多汁、易咀嚼、汤清、肉鲜。	肉质干硬、香味淡、不够鲜美。	多为预制品，使用方便，符合现代生活的快节奏。
保质期	常温下半天甚至更短。	0-4℃保存3-7天。	-18℃以下，12个月以上。	低温肉制品0-6℃，一般3个月；高温肉制品可常温保存3-6个月。
市场占有率	52%	22%	13%	14%

来源：网上资料，Frost & Sullivan，国金证券研究所

随着生活节奏的加快，人们对于口感和便捷的需求不断提高，预计未来中国市场肉制品在猪肉消费占比会越来越高。而双汇作为中国肉制品市场地位已然稳固的霸主将直接受益于国内消费升级所带来的产品选择的转移。肉制品是双汇的盈利的主要来源，14 年肉制品的收入约占其总体收入的 55%，而盈利贡献率约为 75%，双汇也有意愿和实力不断推动产品的创新升级，以迎合乃至引导消费者的转变。

肉制品加工行业：双汇强者更强，市占率将不断提高

肉制品主要用畜禽肉为主要原料，经调味制作的熟肉制成品或半成品，如香肠、火腿、培根、酱卤肉、烧烤肉等，包括高温肉制品和低温肉制品。低温肉制品 0-6℃，一般 3 个月；高温肉制品可常温保存 3-6 个月。

■ 中国肉制品加工行业：高温高度集中，低温西式占主角

中国消费者最熟悉肉制品当属火腿肠，火腿肠最先起源于日本和欧美，进入中国的历史并不长。1986 年，在一个国际食品博览会上，一套日本火腿肠生产样机被洛阳肉联厂代表买走，在 1987 年生产出了中国第一根火腿肠。从此，中国掀起了火腿肠销售的热潮，仅仅十几年的时间就发展成了中国肉制品市场的主导产业之一，根据 2013 年 NBS 的统计，火腿肠的销量（吨）约占中国总体肉制品销量总额的 25% 左右。据 Frost & Sullivan 统计，在 08-13 年间，中国肉制品的消费量复合增速为 6.9%，13 年约为 8 百万吨。

图表 3：中国肉制品销量品类、渠道占比

	2008		2012		2013		2014E	
中国肉制品销量	百万吨	%	百万吨	%	百万吨	%	百万吨	%
培根	0.11	1.8%	0.18	2.3%	0.2	2.4%	0.25	2.8%
香肠	0.71	11.9%	0.97	12.5%	1.05	12.7%	1.2	13.4%
火腿（包括午餐肉）	0.93	15.6%	1.32	17.0%	1.44	17.4%	1.6	17.9%
罐头	1.44	24.2%	1.77	22.8%	1.87	22.6%	2	22.3%
火腿肠	1.66	27.9%	2.17	28.0%	2.34	28.3%	2.5	27.9%
其他	1.1	18.5%	1.35	17.4%	1.37	16.6%	1.4	15.6%
中国肉制品销售渠道	百万吨	%	百万吨	%	百万吨	%	百万吨	%
餐饮	0.81	13.6%	1.12	14.4%	1.21	14.6%	1.3	14.5%
现代零售（便利店、线上等）	3.11	52.3%	4.24	54.6%	4.55	55.0%	4.95	55.3%
商超	1.43	24.0%	1.89	24.4%	2.01	24.3%	2.2	24.6%
其他	0.6	10.1%	0.51	6.6%	0.5	6.0%	0.5	5.6%
总共	5.95		7.76		8.27		8.95	

来源：Frost & Sullivan, NBS, 国金证券研究所

中国高温市场双汇凭借其火腿肠的绝对地位占据 >60% 的市场份额，其次是最近食品安全问题频出的金锣。根据 Euromonitor 的数据，双汇迅速从 2011 年的瘦肉精事件中恢复过来，高温肉制品市占率近三年不断提升，保持每年约 2 个百分点的增长速度，2014 年市占率已达 63%，与瘦肉精事件之前持平。

图表 4：中国高温肉制品市场（人民币百万）



来源：Euro Monitor, 国金证券研究所

图表 5：中国低温肉制品市场（人民币百万）



来源：Euro Monitor, 国金证券研究所

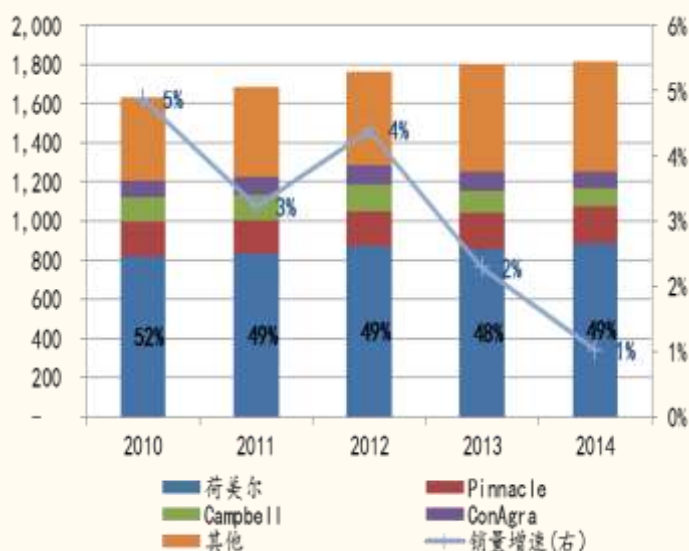
低温肉制品方面的集中度远远不如高温肉制品市场，主要是由于中国的低温肉制品市场起步比较晚，目前市场品牌繁多。根据 Frost & Sullivan 的研究，随着西方文化在中国的渗透影响，低温火腿、香肠和培根预计将会相比有较快发展，未来 5 年复合增速约为 9-14% 左右，而 08-13 年的复合增速约为 8-13%。双汇

由于近年来一直着手整合 Smithfield(SFD)低温肉制品和新品铺货速度略低于预期，双汇低温市场份额出现小幅下滑，14 年占据了约 11%的市场份额，但远高于其他知名品牌。未来随着双汇引进 SFD 的高端低温肉制品（弗吉利亚，高端培根）和中式餐桌美食（狮子头）等新品的铺货不断下沉，加上城市消费升级的影响，我们预计不断创新的双汇在扩大低温肉制品份额方面将会更有优势。

■ 美国肉制品加工行业：低温是主导趋势

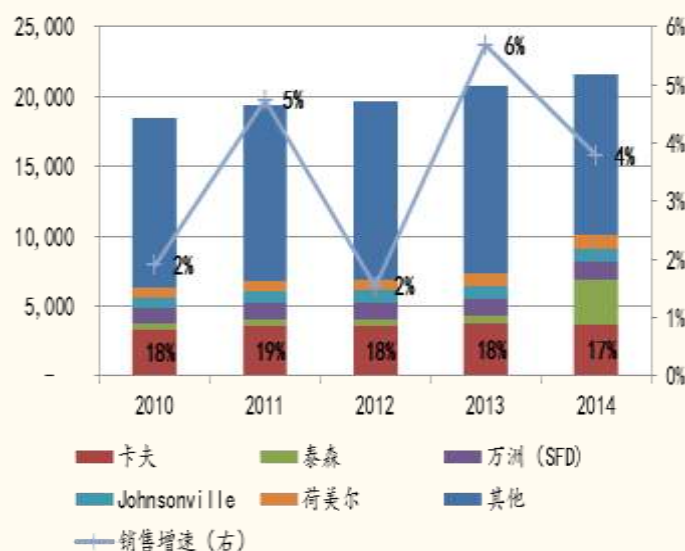
美国由于消费习惯和冷链运输比较发达，肉制品加工行业中高温产品占比较少，且发展缓慢，近三年来每年销售增速都下滑，14 年同比仅为 1%。市占率方面，前五名的市占率五年基本保持平稳，肉制品巨头荷美尔（Hormel）约占 50%左右的市场份额。

图表 6：美国高温肉制品市场（美元百万）



来源：Euro Monitor，国金证券研究所

图表 7：美国低温肉制品市场（美元百万）



来源：Euro Monitor，国金证券研究所

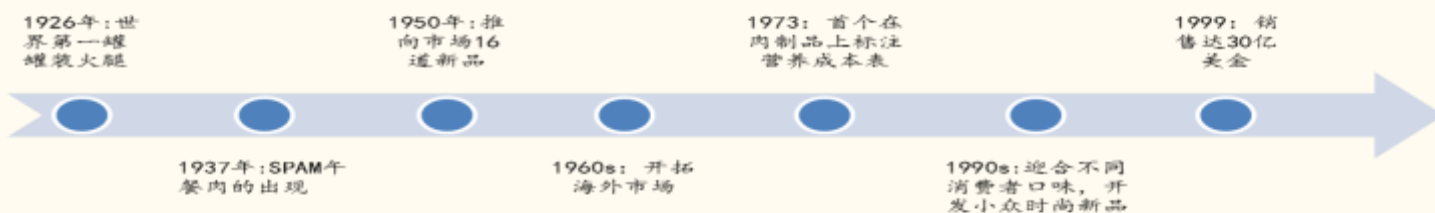
低温肉制品方面，美国的销售规模约为高温肉制品的 11x，且与中国类似，市场集中度也不如高温肉制品市场，剔除泰森 14 年收购 Hillshire 影响，CR5 近五年保持 35%的市占率。

由于高温市场发展逐渐乏力，美国第四大生鲜肉品处理商、高温肉制品市占率第一的荷美尔(Hormel)公司近年来把注意力逐渐转移到低温肉制品上。

■ 荷美尔(Hormel): 从肉制品加工商到多元化食品巨头

荷美尔创建于 1891 年，起初只是一个肉食品包装企业，此后公司不断创新开发出新的肉制品引导消费者，进入 21 世纪以来，公司开始通过兼并收购扩大自己的业务范围，最终成为现在的多元化食品巨头。

图表 8：Hormel21 世纪以前发展史



来源：国金证券研究所

21 世纪以来，荷美尔的发展史就是一部并购史，其收购目标不仅仅局限于肉制品领域，并开始注重“营养健康”的概念，一步步发展为综合食品巨头。

图表 9: Hormel 主要收购标的历程

时间	收购企业	收购价格 (美元百万)
2015-05	Applegate Farms LLC	有机肉制品加工企业 775.0
2014-06	CytoSport Inc	专供运动蛋白粉和其他高端营养品 450.0
2013-01	Skippy peanut butter business	联合利华旗下四季宝花生酱 665.4
2011-07	Fresherized Foods	旗下 MegaMex Foods 收购牛油果酱 Wholly Guacamole N/A
2010-09	Don Miguel Foods Corp	冷冻或新鲜墨西哥食品 N/A
2010-01	Country Crock dish line	原联合利华旗下，原生产蛋黄酱等，后来扩展到预制土豆泥、意大利面等 N/A
2009-06	MegaMex Foods LLC	将墨西哥预制食品引进美国 N/A
2007-08	Burke Corp	比萨饼馅料加工企业 110.0
2006-12	San Miguel Pure Foods Co Inc	菲律宾肉制品加工企业 20.5
2006-11	Saag's Products Inc	特制高端香肠肉制品 N/A
2006-04	Valley Fresh Inc	罐装鸡肉食品 78.0
2005-03	Lloyd's Barbeque Co LLC	预制 BBQ 食品 N/A
2003-07	Century Foods International LLC	小麦蛋白粉，即饮蛋白质饮品和能量棒 115.0
2002-12	Diamond Crystal Brands Inc	整合 Cliffdale Farms，荷美尔实验室，供应保健品和营养加强食品 115.0
2001-01	Jerome Foods Inc	火鸡连锁店 334.4
2000-12	Cliffdale Farms	低温健康饮食 N/A

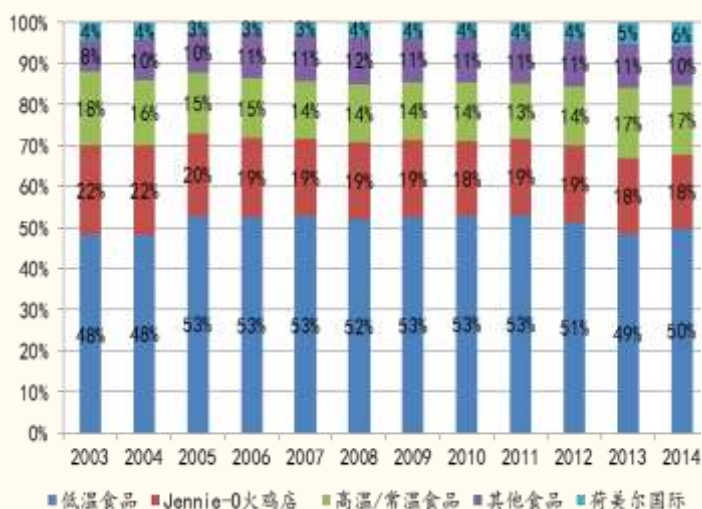
来源：网上资料，Bloomberg，公司公告，国金证券研究所

荷美尔在 1990s 是为了契合当时消费者不断多样化的口味，开发了很多新品，如 Jennie-O 火鸡肉，Hormel Always Tender 冷鲜肉，Hormel 微波炉培根，Hormel 火鸡腊肠，Hormel 预制辣椒火鸡肉，Hormel 素食，等等。并随着全球化的浪潮，在 90 年代中期开通过收购或合并开启全球业务，特别是引进预制墨西哥食品，为荷美尔赢得了预制品杂志颁发的创新新品奖。

进入 2000 年后，随着旗下的品牌和产品品类不断增多，荷美尔同样出现了老产品老化，新品没有迅速跟上的情形。为了推进新品，打造“营养健康高端”的食品制造公司的形象，荷美尔开始制定新品推进五年计划：2004-2009 年新品销售收入达 10 亿美金，目标提前一年达成；2008-2012 年新品销售收入达 20 亿美金。我们从其产品收入构成中可以看出荷美尔达成销售目标的进程：

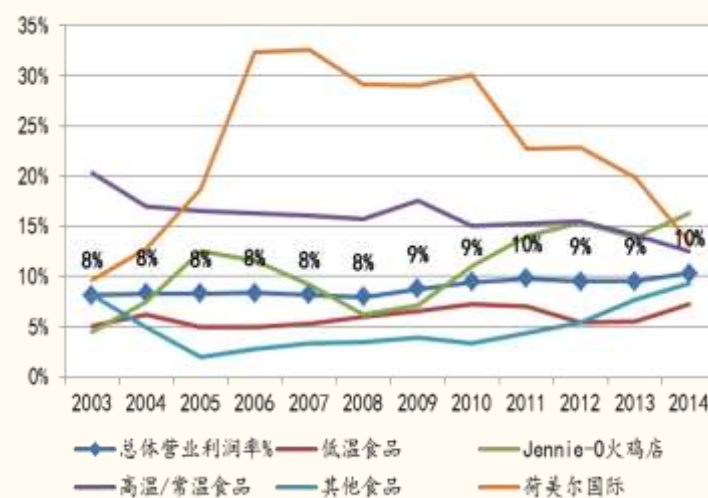
1. 低温食品的比例从 03 年占比 48% 提升到 14 年的 50%，10 年收入的复合增长率为 8.7%，而高温食品的收入占比从 03 年的 18% 逐年下降至 12 年的 14%，13 年由于收购联合利华的四季宝而并入高温产品系列，才使得占比提高至 17%。剔除四季宝的影响，10 年收入的复合增长率仅为 4.5% 左右。而荷美尔的国际化步伐也贡献添色不少，每年销售贡献率稳步上升。

图表 10: 荷美尔产品收入组成占比



来源：公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

图表 11: 荷美尔产品营业利润率



来源：公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

2. 低温肉制品受重视主要得益于其“健康”概念。由于低温肉制品需要保持冷链物流，与双汇类似，其实低温产品的利润率低于高温产品。各大肉制品厂向低温产品倾斜的原因是发达的物流体制使得低温运输更为普遍，这无形中又构成了进入壁垒和差异化产品的可能，很多肉制品加工企业并不具备冷链物流的管理能力，创造了行业内并购的机会；另一个原因是低温食品在消费者心目中更符合“健康”的定义，和常温/高温食品比保质期通常更短，感觉更新鲜。

3. 若国内消费增长停滞，国际化可促进进一步发展。我们可以看到荷美尔的国际业务的收入贡献率保持着相对稳定的缓慢增长，在扩张初期贡献的利润也较高。但随着规模不断扩大，以及竞争对手的涌现，近年利润率有所下滑。

美国肉制品生产巨头的发展历程启示：随着中国人均可支配收入的不断提高，高温肉制品的发展确实开始缓慢，冷链物流的发展使得低温肉制品的占比不断提高成为可能。生活节奏的加快，使得对于方便预制食品的需求量增加，契合消费者需求甚至引导消费者需求是实现肉制品加工企业可持续发展的必要原则。

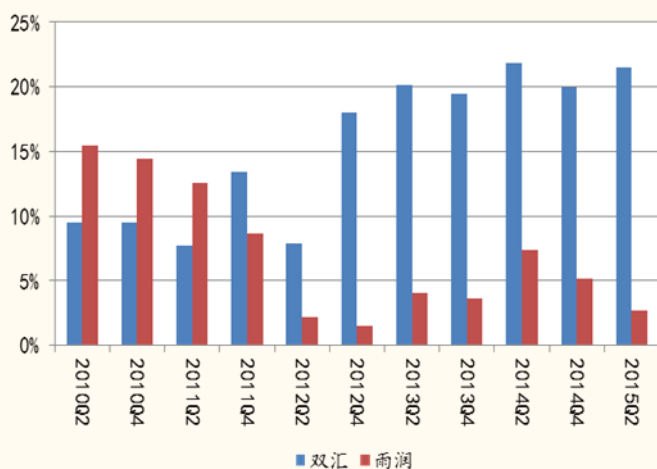
■ 双汇：市场份额持续提升，行业霸主不断试新

双汇在高温肉制品的霸主地位不容置疑，在低温肉制品方面相比竞争对手份额占比优势明显。15H1 双汇肉制品的销售额出现同比下滑，其中高温肉制品收入-9.7%YoY，低温肉制品收入-10.6%YoY，总体吨价也从 14H1 的 1,495 万元/千吨小幅下降至 1,476 万元/千吨，主要是由于上半年消费疲软，而老牌肉制品销售速度放缓而新品由于铺货原因，销量贡献有限。同时双汇为了鼓励经销商推销新品，给予了较大的折扣，使得吨价同比也小幅下降。但由于不断推出高端新品，以缓解老式产品收入下滑的态势，加上进口低价猪肉的原料替代，使得吨毛利同比上升。我们预计未来双汇在中国肉制品的市占率将会不断上升，主要归功于：

■ 行业层面：相比竞争对手，双汇的盈利能力更强

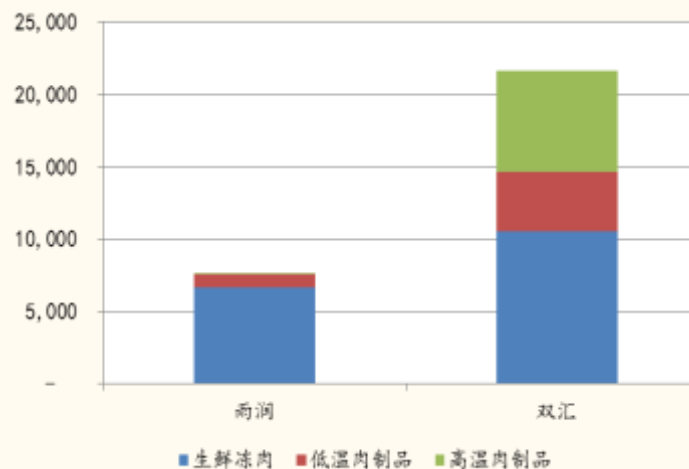
对照雨润，中国第二大肉制品加工企业：在盈利能力方面(1) 双汇在毛利率更高的肉制品占比更高：2015 年上半年雨润生鲜冻品的销售占比 87%，而双汇生鲜冻品约为 52%；(2) 双汇 2012 年整合上下游资源，调整产品结构，进口猪肉替代后，各产品品类毛利更高：15H1 生鲜冻肉毛利（雨润 0.6%vs 双汇 8.8%），低温肉制品（雨润 14.8%vs 双汇 28.9%），高温肉制品（雨润 13.7%vs 双汇 29.7%）；(3) 规模效应突显：双汇肉制品的收入规模是雨润的 11X，生鲜冻肉是雨润的 1.6X；同时大部分的经销商是采取“先付款，后发货”的策略，双汇的应收账款周转天数少于 2 天，而雨润 15H1 应收账款周转天数约为 13 天，这充分说明了双汇的品牌认知度和控制现金流的能力。

图表 12：双汇、雨润销售毛利率比较



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：双汇、雨润产品比较（人民币百万元）



来源：国金证券研究所

另外由于雨润近年来内部管理层的问题层出以及产品多样化经营、同时金锣病猪食品等安全问题频现，预计从行业层面看，近年来从瘦肉精事件中走出的双汇肉制品的竞争力更强。

■ 公司层面：创新能力+多品牌经营+渠道拓展

除了上半年猪价的飙升，导致利润率下降，双汇的肉制品产品结构老化、新品推进缓慢也是拖累业绩的主要原因之一。双汇的创新能力突出，几乎每年都有新品推出。在经历 11 年“瘦肉精”事件，12 年“资产重组”，13 年“收购 SFD”，14 年“母公司香港上市”后，15 年双汇在对抗不断上扬的生猪价格的同时，开始有力的着手致力于肉制品的转型和升级，从“休闲”到“上餐桌”以满足消费者对于方便预制食品的需求。

图表 14：双汇产品时间序列



来源：双汇网站，网上资料，国金证券研究所

1. 肉制品是盈利的主要推动力，创新动力更大

2014 年肉制品的收入约占双汇总体收入为 55%，而盈利贡献率约为 75%。对比雨润收入占比的 14%和金锣收入占比的 40%，比重更大，对于肉制品创新寻求新的业务增长点的需求更强。双汇已经开启产品升级的步伐，力求改变双汇只有“火腿肠”的概念，开发“上餐桌”的新品，改进老产品。公司未来将逐渐向中高端转型，产品方面向低温肉制品靠拢。

低温肉制品方面，1.中西结合：双汇着力于更符合消费升级产品的发展，陆续推出符合中国人消费习惯的美式热狗肠，海威夷香肠，黄金热狗等；**2.中国传统食品：**结构从“休闲”向“餐桌”转型，围绕酒店、快餐和团餐的需求特点，开发**预制产品和中式菜肴**，如狮子头，港式叉烧，卤福斋中式速食等；**3.美国进口：**双汇计划引进 SFD 的高端美式肉制品（培根和火腿等）。

高温肉制品方面，围绕王中王、大肉块、双汇王等核心王牌产品进行升级，注入**时尚和健康**的元素，例如在火腿肠里加入谷物、水果、蔬菜等成分。15 年陆续推出符合年轻人口味的“甜甜向上”，“酸萌萌”和加入坚果元素“非尝”系列等。我们预计未来高温肉制品由于基数高和消费升级的原因，会一直保持较为低速的增长。双汇在高温肉制品绝对的霸主地位不可动摇，增速还是得依靠公司的创新能力。

图表 15：双汇创新新品



来源：公司网站，国金证券研究所

未来公司将计划加大市场投入，在新产品的营销手段和销售政策上也都会寻求改变。虽然新产品仍需要时间去检验，毕竟老产品的印象根深蒂固，但双汇积极求变的思路优于竞争对手，且是国外企业验证过的肉制品公司可持续发展的必经之路。

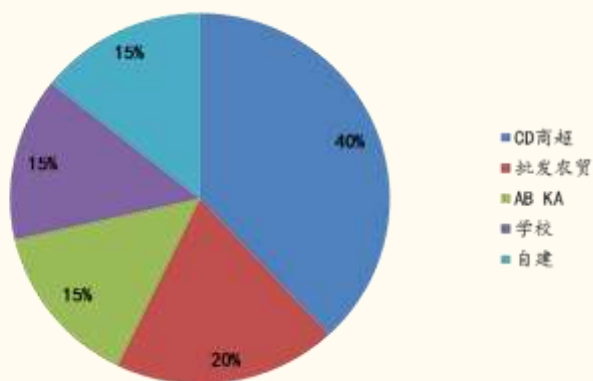
2. 多品牌经营，引进高端肉制品发挥协同效应

相比竞争对手，双汇覆盖的消费者人群更广。公司对于高中低端产品采取不同品牌经营的策略（中高端：“双汇”，低档“富乐”），并引进 SFD 的进口高端肉制品，利用双汇的销售渠道，达成协同效应。双汇计划会综合 SFD 的生产技术，以及双汇的渠道效应在中国本土生产肉制品，而原料和配方来源于美国。母公司万洲和双汇已着手于新合资工厂的建设（双汇：51%，万洲 49%），4 座新工厂预计将在 15-17 年间陆续投产，计划 15 年投产 20,000 吨，16 年 50,000 吨，17 年 100,000 吨。弗吉尼亚系列火腿肠和风味火腿便是合作 SFD 尝试的开始。

3. 渠道覆盖更广，整体效益高于竞争对手

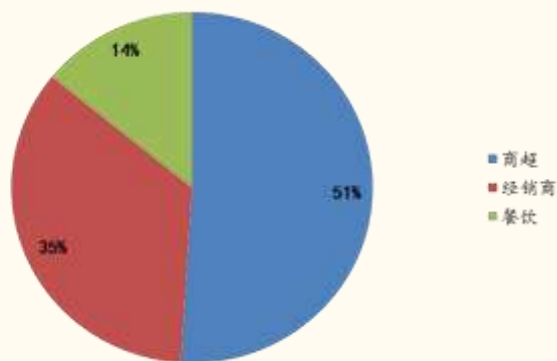
根据母公司万洲的半年报，截至 2015H1，肉制品的销售网点达 75 万，相比 13 年的 65 万，上升 16.5%，基本已覆盖国内的大部分地区。公司肉制品网点计划未来五年每年增加网点 10 万个以上，到 2020 年底形成总数超过 130 万个的销售网络。

图表 16：双汇肉制品渠道占比



来源：国金证券研究所

图表 17：雨润肉制品渠道占比



来源：公司公告，国金证券研究所

双汇未来计划在 5 大主要肉制品渠道上加上“餐饮”渠道，培养“从休闲到餐桌”的主题，同时加上 9 个新网络，包括高铁站，社区便利店，面包房等。渠道建设是个长期缓慢的过程，不会短期获得突破，但双汇顺应消费升级和渠道转型的新趋势重点围绕团餐、配餐、酒店、连锁餐饮等餐饮新渠道进行开发的方向是值得认同的。

宏观上，中国整体消费升级有助于高端低温肉制品，特别是预制品的发展，个体上，双汇出众的创新能力和、国内外资源整合效率、稳定的盈利能力将有助于其不仅是消费升级的直接受益者，而且在肉制品领域的地位提高是大概率事件。产品升级，替代老化产品并非易事，不断尝试勇于创新把准消费脉搏是一个好的开始。

生鲜冻品：消费从热鲜肉向冷鲜肉倾斜

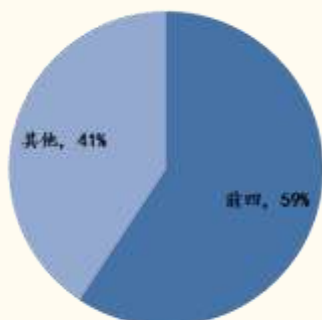
生鲜肉根据屠宰后的冷却过程分为三种：热鲜肉、冷鲜肉和冻肉。“热鲜肉”是指宰杀后未经冷却处理直接上市销售的鲜肉，此时上市的“热猪肉”为微生物的生长繁殖提供了适宜的温度，保质期短。“冷鲜肉”是指将宰后的牲畜胴体迅速冷却，使胴体温度降为 0-4℃，并在流通和分销过程中始终保持温度。冷鲜肉经历了比较充分的解僵、排酸过程，质地柔软有弹性，滋味鲜美，具有汁液流失少、营养价值高的优点。“冷冻肉”是指将肉置于-23℃以下的环境中冷冻并保存的畜肉。由于超低温保存，比较安全卫生。但是，解冻后细胞破裂，导致营养成分的流失，并且风味也会明显下降。由于消费习惯的问题，中国市场的生鲜肉消费还是以热鲜肉为主，占比超过 50%。但随着消费者对食品安全和质量的要求不断提高，在商场/专营店购买新鲜猪肉的占比增加，冷鲜肉的消费在 08-13 年间年均复合增速达 20.1%，2013 年占比约为 22%，Frost & Sullivan 预计到 2018 年冷鲜肉的渗透率将有望达到 32.5%，未来五年年均复合增速约为 18%。

图表 18：中国生鲜猪肉市场份额（2013）



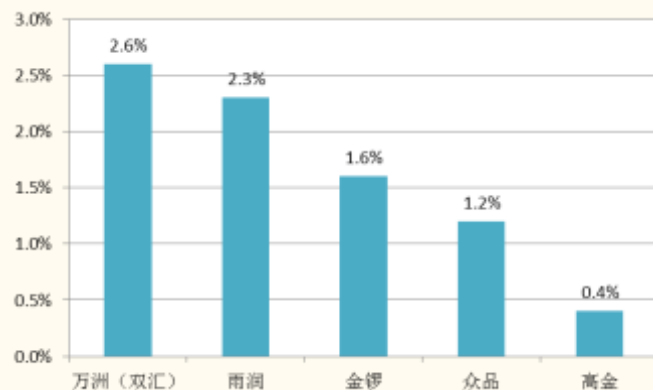
来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表 20：美国生鲜猪肉市场份额（2013）



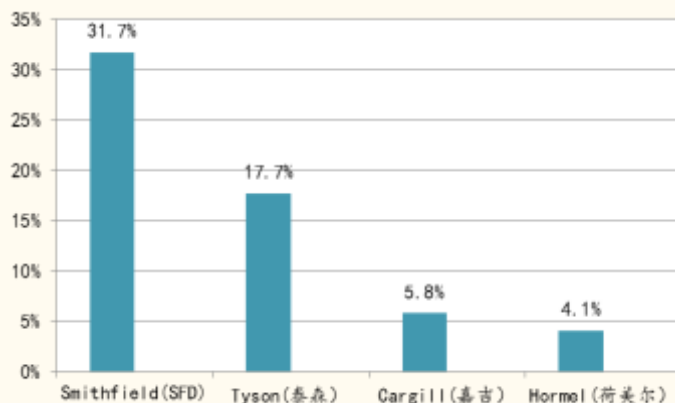
来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表 19：中国生鲜猪肉 CR5 份额（2013）



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表 21：美国生鲜猪肉 CR4 份额（2013）



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

热鲜肉的主导地位使得小规模屠宰加工占据较大市场份额，中国前五大生鲜猪肉厂商仅占比仅为 8%，双汇作为行业领头人占比为 2.6%。这和 13 年母公司万洲收购的美国最大的 SFD 形成巨大反差。SFD 约占美国生鲜猪肉 32% 的份额，而美国整个生鲜猪肉的前四名的占比近 60%。

■ SFD: 美国最大的生猪及猪肉生产商，上游是强项

2013 年 5 月 29 日，双汇国际（现万洲，双汇的母公司）公告以 34 美元/股，总共 47.2 亿美元收购 Smithfield Foods (SFD) 全部 1.388 亿股股份。此外，万洲还将承担史密斯菲尔德 24 亿美元的债务，总收购金额将达到 70.22 亿美元。交易于 2013 年下半年完成，SFD 随后退市。

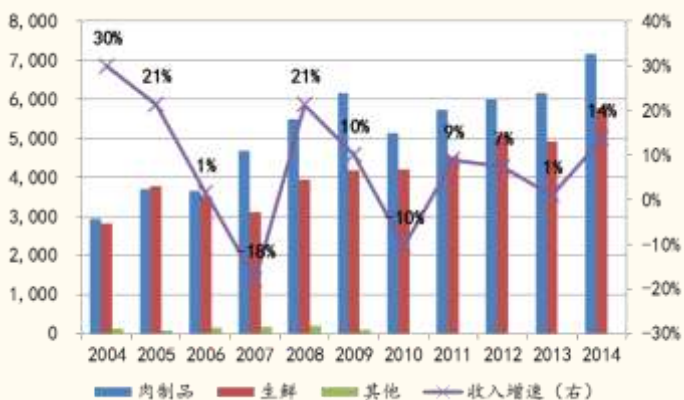
SFD 于 1936 年以猪肉加工起家，自 1981 年起公司通过一系列收购兼并活动进军上游生猪养殖环节，逐步形成“种猪繁育→仔猪繁殖→生猪饲养→屠宰加工→终端销售”的完整产业。11 年报显示，公司生猪养殖部门共有存栏母猪 82.7 万头，出栏生猪 1640 万头；猪肉加工部门拥有 40 个屠宰加工厂，日均屠宰产能 11 万头/日。2014 年共屠宰加工 3,216 万头生猪，年销售额达到 132 亿美元；15H1 收入 62 亿美元，同比略有下滑，营业利润率为 3.91%，同样稍微下降。事实上，自 2005 年以后，公司收入增长处于停滞状况；盈利状况也不尽如意，其中 2009 和 2010 年两年出现较大亏损，我们认为其中主要原因就是美国生猪市场规模化进程基本完成，增长空间有限且市场集中度难以进一步提高，且受消费习惯限制，美国人均生猪消费增速缓慢也限制整体猪肉需求。

图表 22: SFD 产品收入占比 (美元百万)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 23: SFD 肉制品和生鲜收入细分 (美元百万)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 24: SFD 营业利润率分部对比 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 25: SFD 和荷美尔比较



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

比较 SFD 和荷美尔我们可以发现荷美尔的利润率明显高于 SFD，且收入也比较稳定，我们认为主要原因和双汇、雨润的情况相似：荷美尔肉制品占比大于 SFD。SFD 引以为豪的是其屠宰事业部，拥有大量存栏生猪，屠宰场已经达到世界最大，并拥有全美最大的年产近 100 万吨的饲料厂。屠宰场投资周期很长，

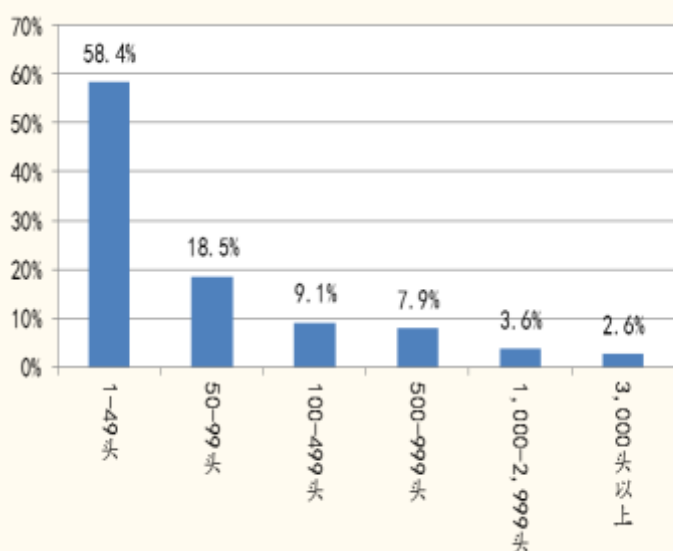
且直接受猪价波动影响，SFD 在给屠宰场配置生猪养殖厂时比例较高，使得其受猪价波动的影响更为明显。SFD 在 13 年被双汇母公司收购后，双汇开始着手进口其美国鲜猪肉，使得生猪养殖可以释放一部分产能，利润率提高。

生鲜肉原料中生猪成本比重高达 96%以上，当生猪价格大幅上涨时抑制消费需求，影响产能利用率导致分担成本上升，利润率下降；而生猪价格大幅下跌时，也不利于其屠宰利润稳定，由于生猪价格和猪肉的价格存在一定的时间差，生鲜肉的利润率一般波动较大。随着消费者对食品安全的重视和政府开始着手规范市场，我们认为中国生鲜肉市场逐渐整合是趋势，双汇作为行业领头羊，凭借着其丰富的资源，扩大市场份额是大概率事件。

屠宰行业：高度分散，整合需多方努力

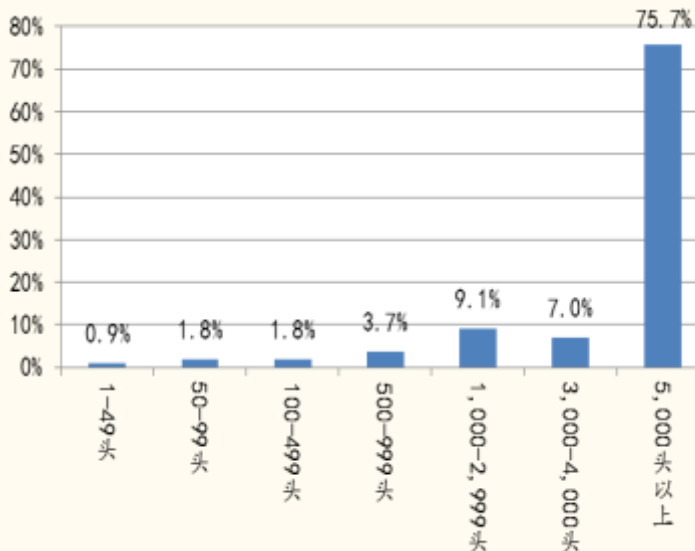
和生鲜肉行业相似，中国国内的生猪养殖也高度分散，据 Frost & Sullivan 的统计，2013 年前三季度年出栏量>3,000 头的规模生猪养殖户生猪出栏量的只占总产量的 2.6%左右，散户养殖依然占据着主导地位。

图表 26：中国生猪养殖规模占比（2013M9）



来源：农业部，Frost & Sullivan，国金证券研究所

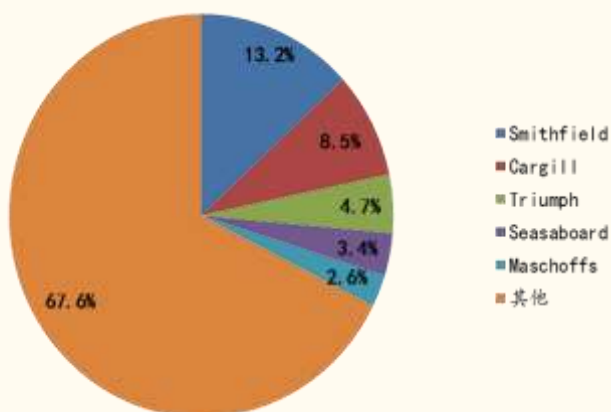
图表 27：美国生猪养殖规模占比（2013）



来源：USDA，Frost & Sullivan，国金证券研究所

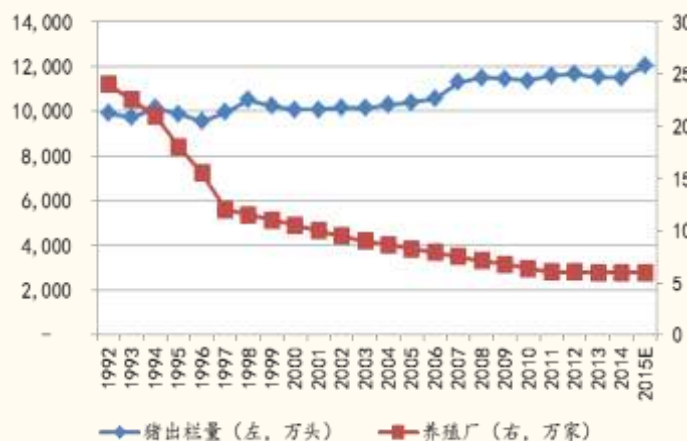
集中度方面，2013 年前三季度前五大生猪养殖户只占中国总体生猪出栏量的 1.6%，而美国前五大生猪养殖户约占总量的 32%，而养殖户总数从 1996 年的 15.5 万户下降至 2012 年的 6 万户。

图表 28：美国前五大生猪规模养殖户占比（2013）



来源：USDA，Frost & Sullivan，国金证券研究所

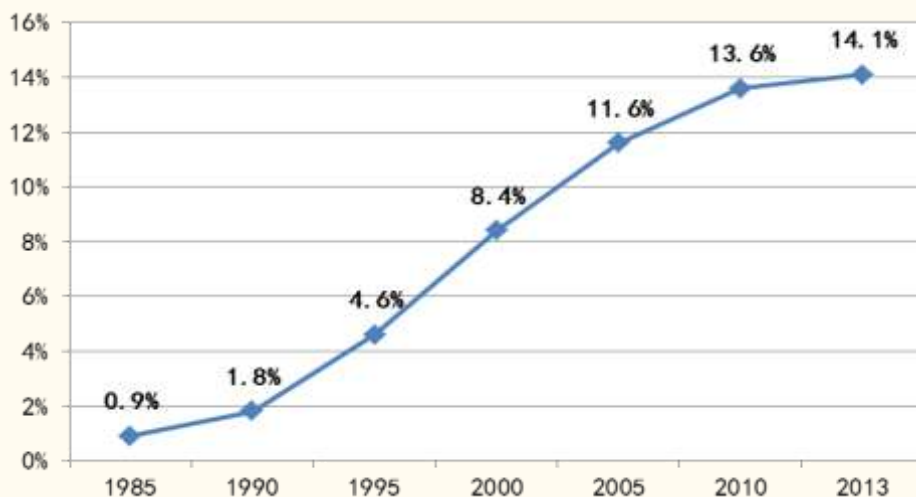
图表 29：美国猪肉养殖户数和出栏量



来源：USDA，国金证券研究所

屠宰方面，双汇占比仅为 2% 左右，对比美国猪肉养殖的现状，随着技术和工业化的进步，产业链的垂直整合是趋势，未来中国的屠宰行业有进一步集中的可能性，屠宰量在规模化养殖居首的双汇有广阔的提升空间。同时，站在屠宰企业的角度，当生猪养殖和屠宰行业的集中度提高后，规模化企业成为生猪市场主体时，猪价波动率会相对下降，屠宰业务的毛利率将更趋于稳定。

图表 30：中国>500 头规模养殖产出占比



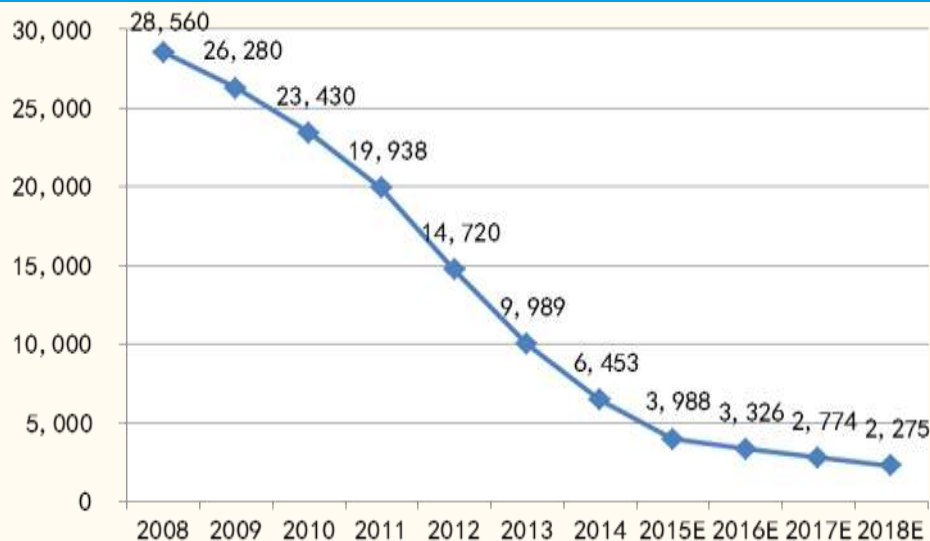
来源：中国农业部，国金证券研究所

但由于体制和消费习惯的原因，屠宰方面的提升进程将会比较缓慢，需要政策推动，地方实施和公众消费升级共同作用。

■ 政策推动加速整合

2009 年商务部印发《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010 - 2015）》，提出要在 2013 年，争取县城以上城区猪肉小包装销售比例由当时的 10% 提升至 15%，冷鲜肉市场份额由目前的 10% 提升至 20%，到 2015 年上述比例分别达到 20% 和 30% 左右。2011 年农业部发布《全国畜牧业发展第十二个五年规划（2011 - 2015）》指出，计划到 2015 年，全国畜禽规模养殖比重提高 10~15 个百分点，年出栏 500 头以上生猪规模化养殖比重达到 50%。但由于部分地方保护主义，和确实屠宰行业方面存在较大需要规范处理的地方，使得实际推进进程缓慢，达标仍需时日。

图表 31：中国生猪定点屠宰点



来源：NBS, Frost & Sullivan, 国金证券研究所

■ 消费理念升级

随着居民收入的提高、消费理念逐渐升级，更倾向于消费更健康、营养的食品。发达国家肉制品结构中，60%是低温产品，我国目前占比 30%左右。因国人习惯消费热鲜肉、高温肉制品，从而冷鲜肉、低温肉制品的消费者教育尚处于起步阶段，未来发展的空间巨大。

双汇业绩敏感因素分析

■ 双汇 15H1 业绩回顾

双汇 15H1 实现营业收入 203.5 亿元，-3.3%YoY；归母净利 198.3 亿，同比下降 9.8%YoY。15 年第二季度实现营业收入 104.2 亿元，-3.5%YoY，归母净利 10.6 亿，-5.14%，降幅环比缩小，利润有逐季改善的趋势。

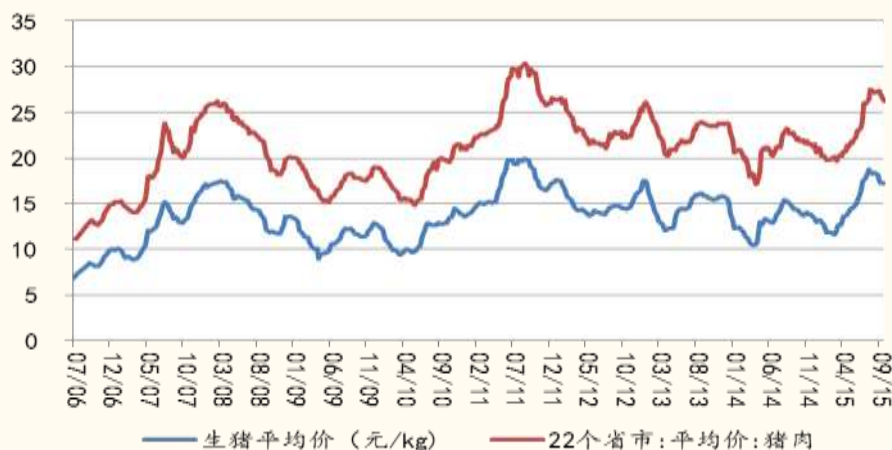
收入方面，上半年屠宰业务实现收入 105.3 亿元，+5.76%YoY，屠宰量为 620.45 万头，-19.1%YoY，主要是由于猪价快速上涨，此外公司采取了限量控价的经营策略，同时肉价的较快上涨形成了消费抑制，对屠宰规模产生影响；肉制品业务收入 111.2 亿元，-9.1%YoY，其中高温肉制品实现收入 70.1 亿，-8.8%YoY，低温肉制品实现收入 41.1 亿元，-9.7%YoY。肉制品总共销售 75.3 吨，同比减少 9.1%，但二季度和一季度相比销量环比上升，带动利润降幅收窄。

盈利方面，15H1 总体毛利率为 21.5%，同比下降 0.3 个百分点。其中高温肉制品毛利率同比上升 0.9 个百分点至 29.7%，低温肉制品毛利率同比上升 2.7 个百分点至 28.9%。毛利率的上升主要由于公司低价库存冻肉和进口猪肉对冲成本，同时得益于产品结构升级，高端产品有望年底占销售收入的 5%将对稳定提升毛利有积极作用。生鲜冻品毛利由于控量保价、单位成本增大，毛利同比下降 4.2 个百分点至 8.8%。

■ 敏感因素分析

中国猪价：中国 22 个省市的生猪平均价年初至今已上涨逾 30%，生猪供给端目前并无大变化，且 11 月之后逐步进入猪肉消费旺季，若今年旺季需求情况良好，生猪价格下降的空间不大。第三季度猪肉价格上涨约 25%，超过了生猪 19%的价格涨幅，而第二季度生猪价格上涨 28%，猪肉价格由于滞后性仅上涨 17%。预计第三季度双汇的生鲜冻品收入环比将会持续改善，但利润端由于开工率的限制，依然承压。

图表 32：生猪、猪肉价格趋势（元/kg）



来源：国金证券研究所

猪价上升周期时，屠宰业务受影响较大，其原材料成本>96%来自于猪肉，加上肉制品原料大量使用进口，内部需求减少，预计 3Q15 双汇屠宰量同比下滑可能性较大。同时考虑到猪肉价格提升时间略滞后于生猪提价时间，今年下半年生鲜冻品毛利继续承压。明年随着猪价下降的概率加大，双汇作为下游加工企业，将成为直接受益目标，叠加基数效应，业绩同比提升可能性加大。

肉制品方面，原料肉及辅料占成本比重超过 64%，其中，原料肉约占比 52-

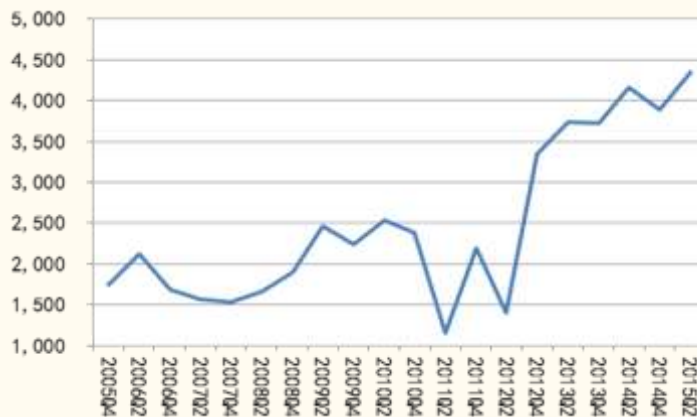
55%，辅料约占 10-15%不等，而低温肉制品中生猪占比较高。肉制品保证利润率主要来源于两方面：原材料 - 由于收购 SFD 之后部分原料采用进口猪肉代替，预计 15 年双汇的猪肉进口量将达 150 千吨，而 14 年的猪肉进口量为 110 千吨，预计会占肉制品生产的总用肉量的 35%左右。产品升级 - 继续推动高端新品的铺货，缓解产品老化问题。上半年公司推出两批新产品，新产品的出厂价比老产品高 20%~30%，终端零售价上涨 50%~60%，吨纯利将达到 3000 元~5000 元。第三批新品将于年底旺季推出。随着次新品的铺货范围扩大，我们预计今年新品的销售量将达总体肉制品销售量的 5%。

图表 33：双汇生鲜冻品毛利和收入增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：双汇肉制品吨毛利（元/吨）



来源：国金证券研究所

双汇发展的盈利中，75%左右是来源于肉制品，调节肉制品的利润是影响双汇盈利的关键因素。从长期历史数据看来，在猪周期里，双汇的毛利率和净利率一直保持相对稳定的水平。在 12 年产业链整合并表之前，剔除 11 年瘦肉精的影响，双汇的毛利率保持在 10%左右，营业利润率也维持在 5%左右。12 年并表后，进一步整合产业链资源，加强上下游利润传导机制，使得毛利率/营业利润率维持在 20%/10%左右，盈利能力提升的同时保持稳定。

图表 35：猪价波动和双汇的利润率



来源：公司公告，国金证券研究所

我们认为，生猪价上升时，屠宰控量保价、利润率下降不可避免，而肉制品在生猪价上升时可进口替代缓解压力；生猪价下降时，屠宰开工率上升，单位成本下降，但猪肉价格通常应声下滑影响收入，我们认为怎样根据猪价平衡开工

率是缓解生猪价格波动影响的重要手段；而肉制品可利用猪价下降周期积聚力量推广新品，有利于长远利润率的提高。我们相信作为肉制品加工企业的龙头企业，双汇有能力整合上下游资源，发挥最大效用。

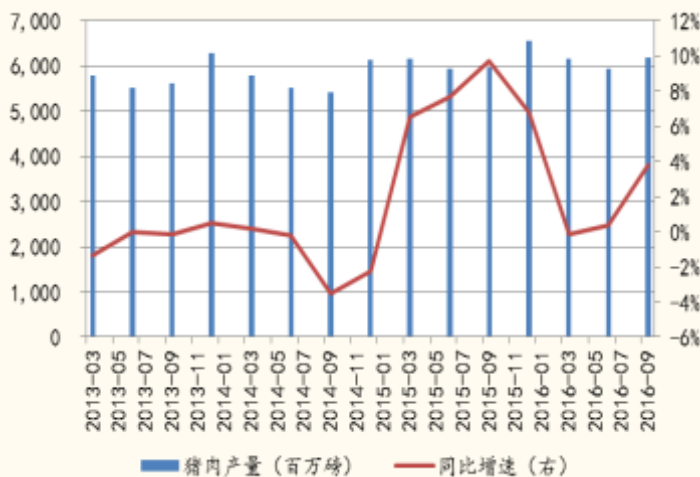
美国猪肉价格：虽然 15H1 中国国内猪价快速上涨，但美国冷藏肉和冻肉的价格保持相对的平稳，且进口猪肉目前并没有配额的限制，双汇可以利用和 SFD 的合作，对进口猪肉量进行灵活调控，部分对抗上涨的原材料价格，降低肉制品的生产成本。预计 15 年双汇的猪肉进口量将达 150 千吨，而 14 年的猪肉进口量为 110 千吨，预计会占肉制品生产的总用肉量的 35% 左右。

图表 36：中国猪价 VS 美国进口猪肉到岸价



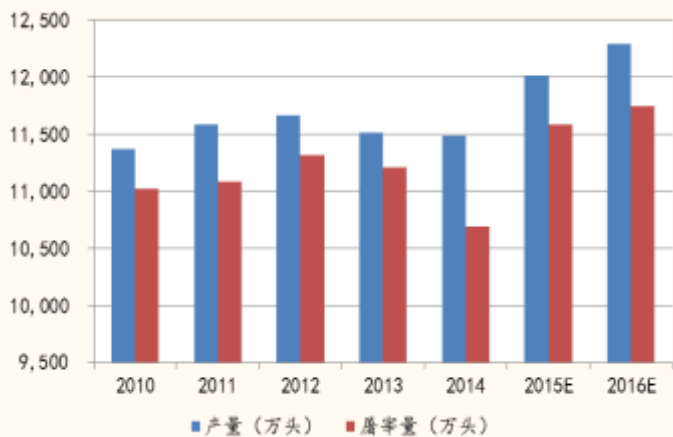
来源：Wind, USDA, 国金证券研究所

图表 37：美国猪肉产量（百万磅）



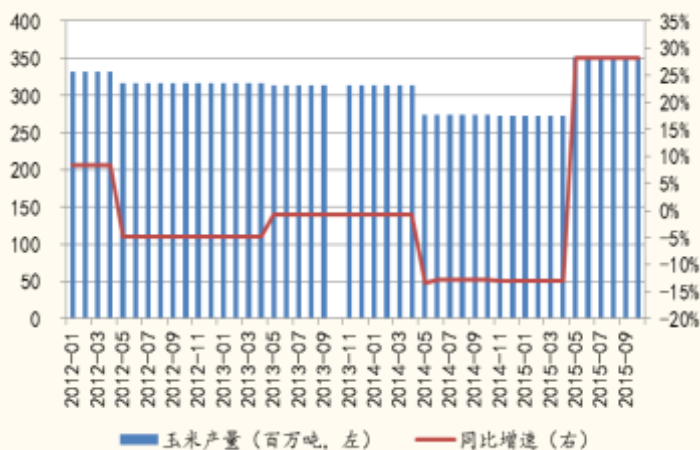
来源：USDA, Wind, 国金证券研究所

图表 38：美国生猪产量（万头）



来源：USDA, 国金证券研究所

图表 39：美国玉米产量（百万吨）



来源：USDA 供需报告, 国金证券研究所

根据 USDA 的数据，未来一年内美国的猪肉产量保持低速增长的势头，生猪产量和屠宰量同比也小幅上涨，而作为猪饲料主要原料的美国玉米产量同比上升，鉴于未来饲料价格下行的概率加大和猪肉供给的上升，我们预计未来 6-12 个月美国的猪肉价格将会保持低价的态势，使得双汇继续进口美国猪肉降低成本的可行性得以持续。

估值和定价

■ 关键假设

综合考虑今年节节攀升的猪肉原料价格，我们预计今年双汇的收入增速相比去年略有下降，明年随着肉制品新品铺货的展开和猪肉价格的企稳下降，收入增速会缓慢恢复，我们预估 15-17 年收入增速为 1.0%/4.9%/6.1%，其中生鲜冻品增速为 5.0%/2.9%/2.6%，肉制品总体收入增速为-2.3%/6.6%/9.0%。

毛利率方面，由于今年猪价的持续上行，将影响到生鲜冻品的毛利率提升，预计 15-17 年毛利率分别为 9.4%/10.3%/11.3%；肉制品方面，由于进口原料的替代和产品升级补充低毛利老产品的助力，使得肉制品的毛利率依然保持上升趋势，综合毛利率 15-17 年分别为 27.8%/28.5%/29.1%。

图表 40：双汇产品分类预估

人民币百万	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	44,950	45,696	46,136	48,393	51,350
主营业务	44,709	45,482	45,923	48,179	51,136
生鲜冻品	18,743	19,636	20,618	21,216	21,768
高温肉制品	15,700	15,674	15,285	16,673	18,560
低温肉制品	9,524	9,445	9,257	9,489	9,968
收入增速					
主营业务		1.7%	1.0%	4.9%	6.1%
生鲜冻品		4.8%	5.0%	2.9%	2.6%
高温肉制品		-0.2%	-2.5%	9.1%	11.3%
低温肉制品		-0.8%	-2.0%	2.5%	5.0%
毛利率					
主营业务	19.3%	19.8%	19.4%	20.3%	21.4%
生鲜冻品	11.4%	11.0%	9.4%	10.3%	11.3%
高温肉制品	26.9%	28.3%	29.4%	30.0%	30.5%
低温肉制品	22.8%	24.3%	25.2%	25.9%	26.4%
销量（万吨）					
生鲜冻品	131	150	150	157	170
肉制品	171	173	170	181	195
- 高温肉制品	113	114	112	121	133
- 低温肉制品	58	59	58	59	62
吨价（百万/千吨）					
生鲜冻品	14.35	13.13	13.79	13.51	12.84
肉制品	14.72	14.54	14.40	14.49	14.62
- 高温肉制品	13.89	13.75	13.61	13.75	13.91
- 低温肉制品	16.30	16.08	15.92	16.00	16.16

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 投资估值

年初至今，生猪价格上升了 40%，猪价最好的时候就是双汇最差的时候，目前双汇处于业绩之底和周期之底，未来随着猪价的企稳回落，双汇将是最直接的受益者。目前双汇的股价对应的动态 PE 16 年仅有 14X，远低于过去三年的平均值 19X。

图表 41: P/E Band



来源：国金证券研究所

我们预计 15-17 年双汇的 EPS 分别为 1.155 元/1.285 元/1.438 元，当前对应 PE 分别为 15X/14X/12X。综合考虑未来猪价企稳后，双汇将是直接的受益者，以及市场份额稳步上升的预期，给予双汇对应 16 年 EPS 20X 的估值，股价为 25.7 元，“买入”评价。

附录：三张报表预测摘要
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	46,136	48,393	51,350
增长率		13.2%	1.7%	1.0%	4.9%	6.1%
主营业务成本	-32,564	-36,216	-36,589	-37,142	-38,528	-40,347
%销售收入	82.0%	80.6%	80.1%	80.5%	79.6%	78.6%
毛利	7,141	8,734	9,107	8,994	9,864	11,003
%销售收入	18.0%	19.4%	19.9%	19.5%	20.4%	21.4%
营业税金及附加	-204	-190	-189	-208	-218	-231
%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	-2,538	-2,710	-2,927
%销售收入	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	5.6%	5.7%
管理费用	-1,311	-1,353	-1,515	-1,539	-1,624	-1,734
%销售收入	3.3%	3.0%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	3,581	4,827	4,928	4,710	5,312	6,112
%销售收入	9.0%	10.7%	10.8%	10.2%	11.0%	11.9%
财务费用	-10	44	39	11	-70	-197
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.4%
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%	3.0%	2.9%	2.7%
营业利润	3,632	4,926	5,109	4,872	5,403	6,083
营业利润率	9.1%	11.0%	11.2%	10.6%	11.2%	11.8%
营业外收支	278	222	264	184	203	223
税前利润	3,911	5,148	5,373	5,057	5,606	6,306
利润率	9.8%	11.5%	11.8%	11.0%	11.6%	12.3%
所得税	-842	-1,078	-1,157	-1,117	-1,207	-1,370
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	3,939	4,399	4,936
少数股东损益	184	211	176	126	157	189
归属于母公司的净利润	2,885	3,858	4,040	3,813	4,242	4,747
净利率	7.3%	8.6%	8.8%	8.3%	8.8%	9.2%

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	3,939	4,399	4,936
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	-293	-240	-133
营运资金变动	788	-821	-115	-823	-306	-239
经营活动现金净流	4,557	3,869	4,712	3,576	4,863	5,953
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	483	1,528	1,930
其他	-446	-1,674	-3,464	-2,904	-3,094	-3,339
筹资活动现金净流	-1,376	-2,168	-3,385	-2,421	-1,566	-1,409
现金净流量	1,692	-282	-914	-429	350	425

来源：公司年报、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	260	279	304
存货	2,067	3,568	3,720	4,254	4,813	5,328
其他流动资产	792	1,238	1,648	1,738	1,824	1,915
流动资产	7,248	8,958	8,531	8,751	9,766	10,822
%总资产	43.4%	45.4%	38.8%	37.4%	36.6%	35.1%
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%	56.7%	58.4%	60.6%
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%	62.6%	63.4%	64.9%
资产总计	16,695	19,746	21,982	23,372	26,686	30,863
短期借款	200	189	299	815	2,343	4,272
应付款项	2,843	3,255	4,292	4,095	4,413	4,751
其他流动负债	843	1,236	978	1,003	1,043	1,097
流动负债	3,887	4,680	5,569	5,913	7,799	10,120
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	5,932	7,819	10,140
普通股股东权益	11,737	14,347	15,503	16,455	17,726	19,392
少数股东权益	817	656	858	984	1,141	1,330
负债股东权益合计	16,695	19,746	21,982	23,372	26,686	30,863

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	2.622	1.753	1.836	1.155	1.285	1.438
每股净资产	10.667	6.520	7.045	7.478	8.055	8.812
每股经营现金净流	4.142	1.758	2.141	1.625	2.210	2.705
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%	23.17%	23.93%	24.48%
总资产收益率	17.28%	19.54%	18.38%	16.31%	15.90%	15.38%
投入资本收益率	21.72%	25.10%	23.18%	20.08%	19.64%	19.12%
增长率						
主营业务收入增长率	5.55%	13.21%	1.66%	0.96%	4.89%	6.11%
EBIT 增长率	433.06%	34.79%	2.09%	-4.42%	12.79%	15.04%
净利润增长率	410.76%	33.72%	4.71%	-5.62%	11.25%	11.90%
总资产增长率	112.96%	18.28%	11.33%	6.32%	14.18%	15.65%
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	95.0	102.0	111.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.44%	-24.33%	-16.04%	-9.63%	-2.66%	4.84%
EBIT 利息保障倍数	345.6	-109.9	-124.9	-434.6	76.3	31.1
资产负债率	24.80%	24.02%	25.57%	25.38%	29.30%	32.86%

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	2013-10-21	买入	46.75	56.70~58.80
2	2013-10-30	买入	46.43	56.70~58.80
3	2014-02-25	买入	43.00	56.70~58.80
4	2014-04-29	买入	36.81	56.70~58.80
5	2014-08-12	买入	36.79	47.30~49.50

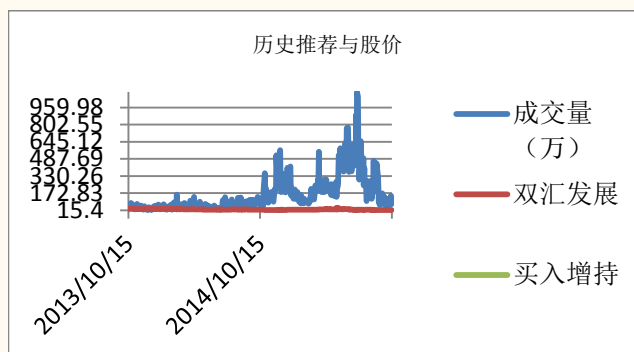
来源：国金证券研究所

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为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