

# 4Q股息率6%+肉制品屠宰猪价 三大拐点+万亿行业单寡头竞争 格局

投资评级：买入（维持）

## 盈利及估值重要数据

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	44,697	54,223	58,715	63,989
同比(+/-%)	-2.2%	21.3%	8.3%	9.0%
净利润(百万元)	4256	4724	5471	6146
同比(+/-%)	5.3%	11.0%	15.8%	12.3%
每股收益(元)	1.29	1.43	1.66	1.86
毛利率(%)	20.8%	18.7%	19.5%	19.7%
净资产收益率(%)	25.3%	26.6%	29.1%	30.6%
市盈率(P/E)	15.97	14.39	12.42	11.06
EV/EBITDA	11.44	11.10	9.62	8.59

事件：我们对双汇发展进行了调研，并对公司最新数据进行了追踪研究。

## 投资要点

- 肉制品：稳高温，低温有望提速。**结构升级，低温放量，预计2H16肉制品销量、收入有望小幅提速。估计1H16肉制品吨净利2600-2700吨，预计2H16维持1H16的水平，高于2Q16。我们判断低温肉制品销量及收入未来可提速，理由：(1)美式新品重新铺货；(2)成立了8个技术中心，针对不同地区有针对性产品。
- 屠宰业：集中度提高，产能布局完成，盈利将持续提升。**高猪价背景下逆势扩张，双汇市占率继续提升。7-8月盈利能力改善，头均利润超出计划，预计2H16明显高于1H16。
- 全球贸易优势明显，享受中美猪肉价差红利。**美国猪价继续下跌，中美价差仍大，进口肉改为精细分割提升盈利能力超过30%。双汇做进口肉规模优势明显，竞争对手进入壁垒高，长期享受中美价差的红利。
- 盈利预测与投资建议：**预计16-18年EPS为1.43/1.66/1.86元，同比增11%、16%、12%。大周期猪价进入下行通道，屠宰产能布局完成，肉制品有望提速，双汇市占率可持续提升，全球贸易优势明显，长期分红率超过5%，16年PE仅16倍，给予肉制品16年25xPE，屠宰15xPE，目标价为32.7元，41%的空间，维持买入评级。
- 风险提示：**食品安全风险，行业竞争加剧。

2016年9月12日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码:S0850513090003

[mahb@research.dwstock.com.cn](mailto:mahb@research.dwstock.com.cn)

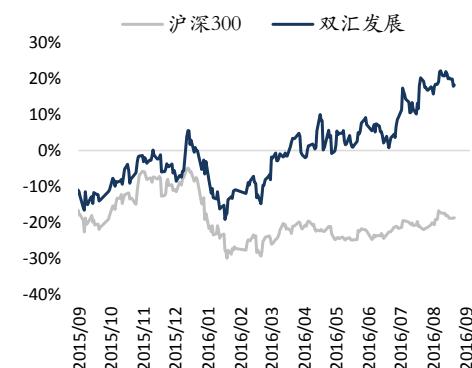
021-60199762

证券分析师 汤玮亮

执业资格证书号码:S0600516070002

[tangwl@dwzq.com.cn](mailto:tangwl@dwzq.com.cn)

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	23.21
一年最低价/最高价	15.40/24.95
市净率	5.97
流通市值(亿)	421.83

## 基础数据

每股净资产	4.73
资产负债率	22.91
总股本(百万股)	3300.87
流通股A股(百万股)	1817.45

## 相关研究

- 行业最困难时期已过，万亿行业单寡头市值被低估，2H16领涨品种  
——20160801
- 2.1Q16业绩拐点+16PE14x历史底部+万洲国际港股大涨+机构持仓低  
——20160308

## 目录

<b>1. 肉制品：稳高温，低温有望提速 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 结构升级，低温放量，预计 2H16 销量、收入增速环比改善 .....	4
1.2. 高温稳定，低温有望提速 .....	5
<b>2. 屠宰业：集中度提高，产能布局完成，盈利将持续提升 .....</b>	<b>7</b>
2.1. 逆势扩张，集中度继续提升 .....	7
2.2. 产能布局完成，盈利能力可持续提升 .....	9
<b>3. 全球贸易优势明显，享受中美猪肉价差红利.....</b>	<b>10</b>
3.1. 营收稳步增加，高端产品收入占比逐年加大 .....	10
<b>4. 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>11</b>
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>12</b>

## 图表目录

图表 1: 双汇肉制品销量及增速 (单位: 万吨) .....	4
图表 2: 双汇肉制品收入及增速 (单位: 亿元) .....	4
图表 3: 雨润肉制品收入及增速 (单位: 亿元) .....	4
图表 4: 雨润高低温肉制品收入及增速 (单位: 亿元) .....	4
图表 5: 2015 年双汇高低温肉制品收入占比 .....	5
图表 6: 1H16 双汇高低温肉制品收入占比 .....	5
图表 7: 双汇主要产品介绍及价格 .....	6
图表 8: 双汇总渠道网点数量 (单位: 万个) .....	7
图表 9: 双汇屠宰量及同比增速 .....	8
图表 10: 雨润屠宰量及同比增速 .....	8
图表 11: 行业屠宰量及同比增速 .....	8
图表 12: 能繁母猪和生猪存栏量 (单位: 万头) .....	8
图表 13: 生猪价格走势图 .....	8
图表 14: 双汇发展产能布局 .....	9
图表 15: 双汇产能及产能扩张计划 .....	10
图表 16: 双汇发展股权结构 .....	10
图表 17: 国内与进口猪肉价差 .....	10
图表 18: 中美猪肉价差超过 10 元, 9 月价差大概 11.26 元 .....	11
图表 19: 重点公司估值 .....	12
图表 20: 双汇发展三年预测财务报表 .....	13

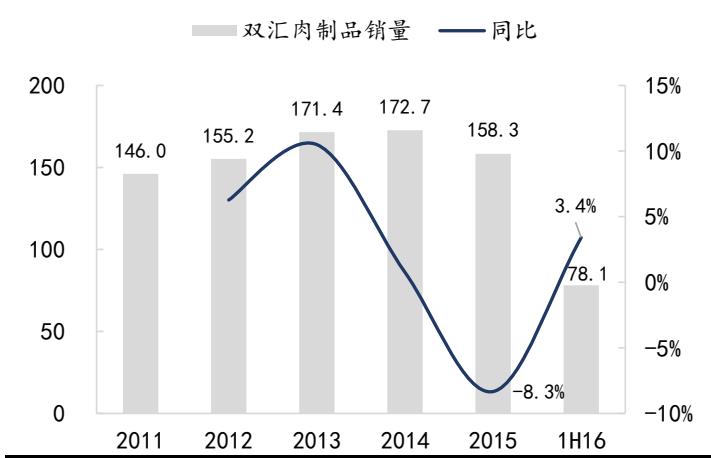
## 1. 肉制品：稳高温，低温有望提速

### 1.1. 结构升级，低温放量，预计 2H16 销量、收入增速环比改善

**1H16 肉制品销量同比增长 3-4%，高温肉收入同比-2.5%，低温肉基本持平，受益于产品结构升级、低价原材料，高温毛利率同比+3.1pct 至 32.8%，低温同比+2.7pct 至 31.7%。公司上半年肉制品商超占有率达 38.4%，比 15 年+0.7pct，市占率继续提高。**

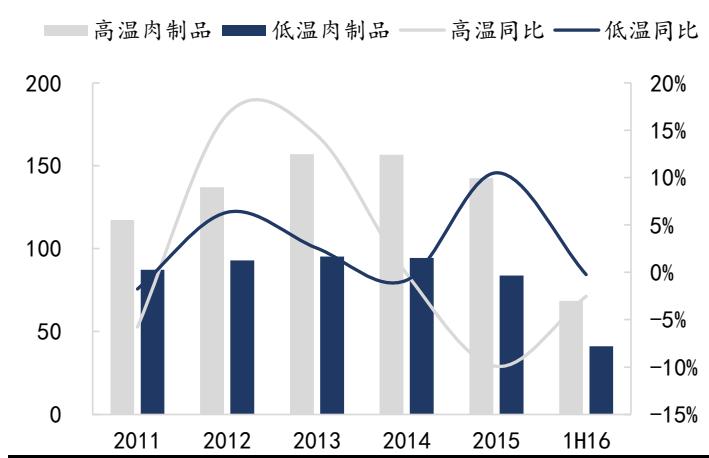
**大单品表现较好，结构升级转型，低温放量，1H16 新品占比 10.5%，同比+1.9pct。肉制品最大单品是王中王，2.5 万吨/月，5 个单品 7000-10000 吨/月。1H16 前 10 主力单品大部分都上升，只有 2 个下降。新品中，市场表现好有蒜味肠、双汇萌宝、美式培根、香肠，都是低温产品。估计销量占比 10% 左右的纯低温产品，1H16 同比增幅超过 20%。**

图表 1：双汇肉制品销量及增速（单位：万吨）



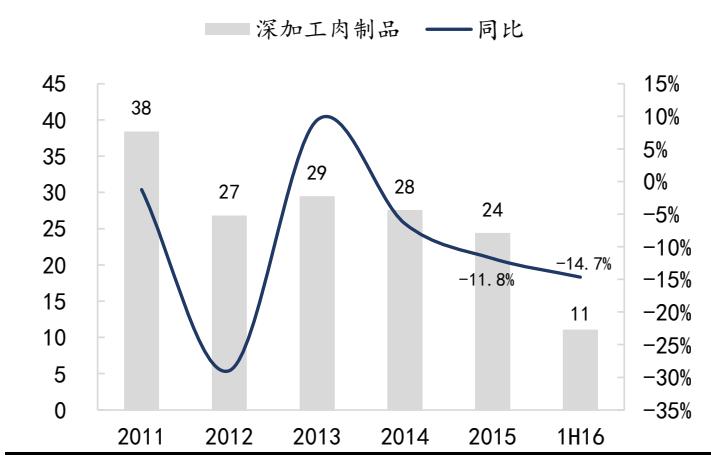
资料来源：公司半年报、年报，东吴证券研究所

图表 2：双汇肉制品收入及增速（单位：亿元）



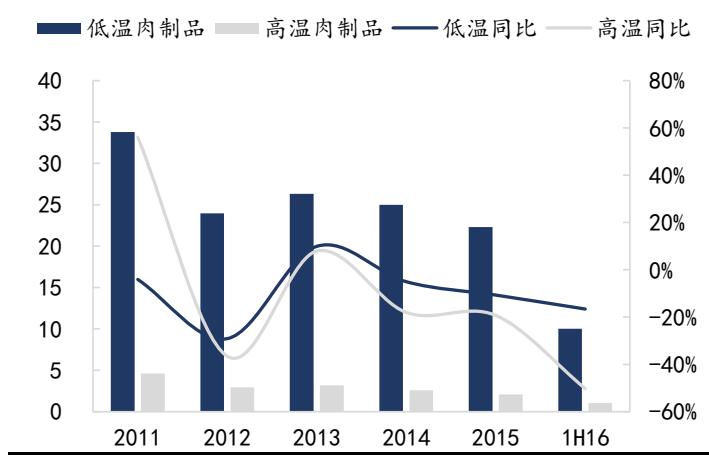
资料来源：公司半年报、年报，东吴证券研究所

图表 3：雨润肉制品收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司半年报、年报，东吴证券研究所

图表 4：雨润高低温肉制品收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司半年报、年报，东吴证券研究所

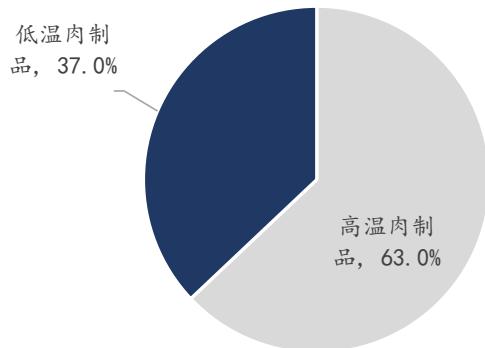
**2H16 销量、收入有望小幅提速。**1H16 肉制品处理滞销产品产生折扣，但折扣力度 2H 环比不会加大，肉制品部分终端产品销售价可能调整，价格有望回升。2H16 双汇大力开发新产品，同时处理滞销产品的影响减小，预计 2H16 销量、收入环比均有望小幅提速。

**估计 1H16 肉制品吨净利 2600-2700 吨，预计 2H16 维持 1H16 的水平，高于 2Q16。**(1) 预计下半年猪价稳中有降，鸡肉成本略升，不过上升空间有限。对冲成本的条件比过去好了很多，增加了进口肉，双汇储存能力高达 30 万吨，可确保成本位于合适位置。(2) 包材成本将继续降低，肉制品包材占总体成本 10% 多点，1H16 包材成本有明显的下降，如配套产业购买的树脂材料，预计 2H16 整体下降趋势会延续。(3) 5-7 月，公司对部分肉制品单品价格做了适当调整，会增加肉制品的毛利率水平。(4) 2H16 肉制品规模会明显上升，规模效应体现。

## 1.2. 高温稳定，低温有望提速

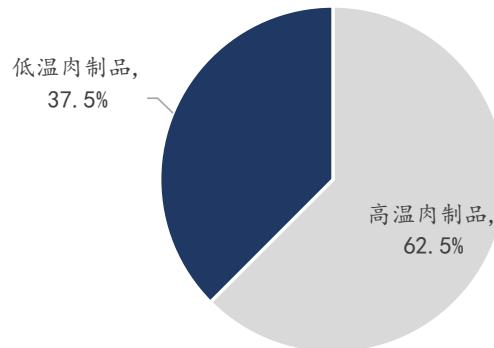
**肉制品整体规划-稳高温、上低温。**老产品持续改造，新产品系列化，同时做无添加概念的产品。根据公司规划，经过十三五的发展，高温和低温分别占比 50%。长远来看，肉制品要向大食品、大健康做品类扩张。

图表 5：2015 年双汇高低温肉制品收入占比



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 6：1H16 双汇高低温肉制品收入占比



资料来源：公司半年报，东吴证券研究所

**长期来看，高温肉制品保持稳定，休闲类是方向。**高温肉 1H16 收入占比 63%，双汇调整产品结构后，预计高温肉制品占比下降到 50%，由于双汇品牌认可度强，如公司能够做好休闲产品，未来可以保持小幅增长。休闲产品正向零食转型拓展，改造升级现有产品，优化生产工艺，推广休闲类、小规格产品，促进市场上量。

**综合来看，我们判断低温肉制品可提速，理由：**(1) 产品定位合理，符合消费趋势，又吸取了非尝系列失败的教训，美式新品成功概率高。(2) 16 年 6 月全国各地成立 8 个技术中心，面向市场开发产品，产品设计更符合消费者需求。(3) 双汇渠道网络齐全，有助于新品快速推广，类似于伊利推金典和安慕希。(4) 中式产品提供想象空间。(5) 产品营销理念有改进，包括消费者培育和完善产业配套。

依托强大的渠道，费用投入有所倾斜，美式新品正快速推广，当前每月销量达到 400 吨。上海西式工厂、郑州美式工厂投产后，1H16 美式新品陆续投放到市场，上量速度很快，2Q 相比 1Q 销量大幅增长，推广效果较好，现阶段美式产品销量 1 个月 400 吨。15 个产品中，180g 和火腿最好。而在双汇推出前，美式产品全国 1 年才销售 2000 吨左右，包括万威客等。16 年公司费用投放上，鼓励客户调结构、推新品，提高销售积极性，在京津唐长三角陆续有投放广告。

产品定位合理，符合消费趋势，又吸取了非尝系列失败的教训，美式新品成功概率高。美式产品采用史密斯菲尔德的原料和生产工艺，用史密斯菲尔德品牌，不添加食用香精、不添加着色剂、不添加淀粉，进口美国猪肉原料，口感味道和质量很好。吸取了非尝系列失败的教训，经过充分的市场调研，整体质量控制很稳定。随着年轻一代的培养，对西式和低温接受度可提高。美式新品价格高，盈利能力强，普通低温肉制品 2 万/吨，美式 5-6 万/吨，因此公司需平衡价格与消费者体验之间的关系，避免非尝系列的覆辙。

图表 7：双汇主要产品介绍及价格

美式及西式产品				
				
美式香肠	美式火腿	美式培根	海威夷早餐肠	美式热狗肠
31.9 元/396g	19.9 元/160g	41.9 元/400g	16 元/288g	18 元/288g
传统低温肉制品				
				
香辣香肠	玉米热狗肠	Q趣儿	脆皮热狗肠	台湾风味烤香肠
8 元/300g	7 元/300g	11 元/425g	14.9/240g	11.2/240g

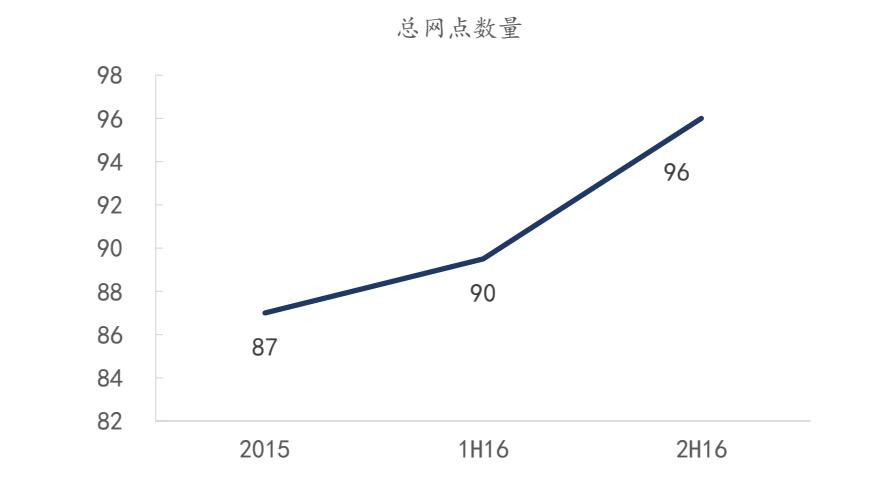
资料来源：公司官网，天猫超市，东吴证券研究所

16 年 6 月全国各地成立 8 个技术中心，面向市场开发产品，产品设计更接地气。以前是在工厂开发产品，现在是在市场开发产品，更接近地方产品，实现地方产品与传统产品的工业化大生产。根据各地市场设计口味，如华东偏甜、四川偏辣。同时加大新产品研发和推广的奖励力度，调动研发、销售积极性，助力肉制品新品推广。

双汇渠道网络齐全，有助于新品快速推广，类似于伊利推金典和安慕希。肉制品立足七大渠道，上半年新增客户 390 多家，新开网点 6 万个，6 月份达到 85 万网点。围绕“大小商超、大小餐饮、学校团购、农贸批发、自建终端、机关食堂、电商平台”七大渠道，组织经销商面谈会 2000

多次，建网点、扩渠道。预计 2H16 增加网点 6 万个以上，年底将达到 91 万个。SFD 美式新品，截止到七月底投放全国 3800 个商场，5000 便利店，定位高端市场，按照专区、专柜、专对、专导热点促销的推广策略。开展店里促销 5 万多场。除了商超外，未来可能继续完善品种，并进入高级酒店。

**图表 8：双汇总渠道网点数量（单位:万个）**



资料来源：公司调研，东吴证券研究所

**中式产品想象空间巨大。**中式产品现在都是小作坊，全国各地的做法不一样。随着公司实力加强，双汇有望把中式产品的工业化大生产做好，包括酒店和家庭的消费，如 15 年推的新品叉烧、狮子头中式系列产品。

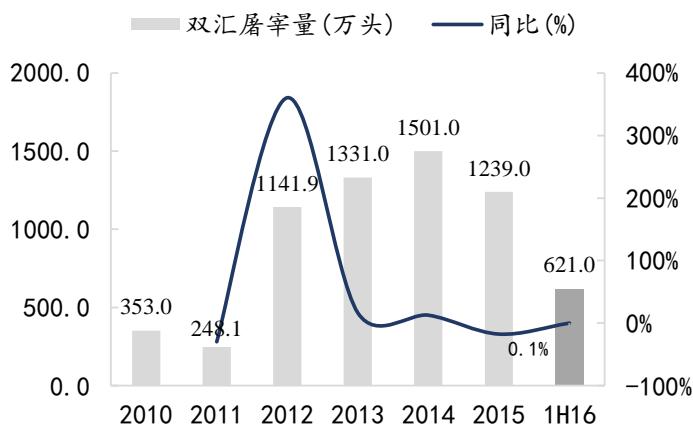
**产品营销理念有改进，包括消费者培育和完善产业配套。**（1）我们观察到双汇在消费者培育方面已有所突破，如现在商超尝试把美式产品和蔬菜放在一起，培养消费习惯；（2）产品配套不够完善，如低温肉制品需要加热设备，因此进入早餐市场难度较大，公司也意识到这个问题，期待公司未来能够推进产品配套设备升级。

## 2. 屠宰业：集中度提高，产能布局完成，盈利将持续提升

### 2.1. 逆势扩张，集中度继续提升

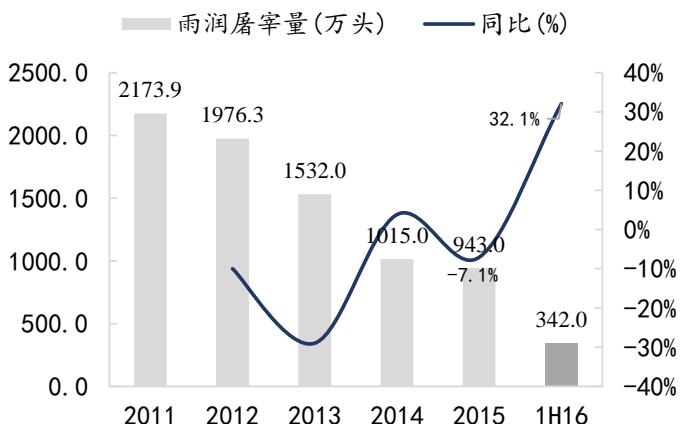
**高猪价背景下逆势扩张，一枝独秀，双汇市占率继续提升。**由于人均消费量提升空间小，行业屠宰量增速较慢。根据我们调研，上半年受超高猪价影响，除了双汇，国内屠宰屠宰企业普遍下滑，雨润金锣降幅均超过 30%，很多中小企业改行，关了很多小厂，集中度继续向双汇集中。1H16 双汇屠宰生猪 621 万头，同比 2015 年增长 0.1%，生鲜肉近 66 万吨，增速超过 20%。

图表 9: 双汇屠宰量及同比增速



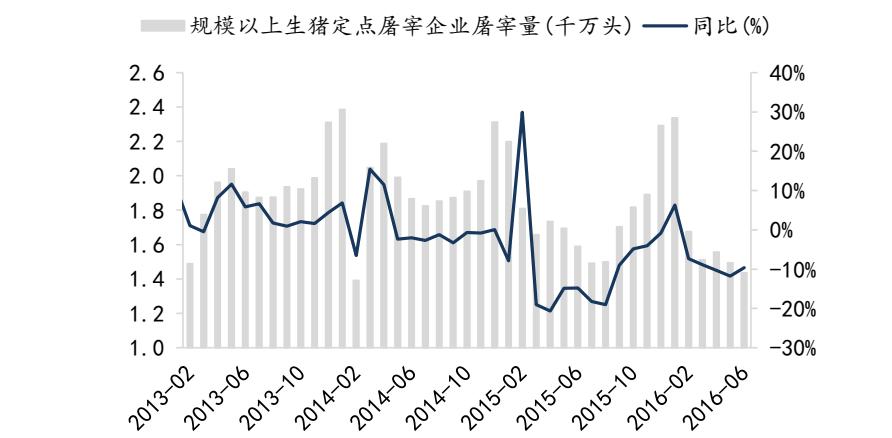
资料来源：公司半年报、年报，东吴证券研究所

图表 10: 雨润屠宰量及同比增速



资料来源：公司半年报、年报，东吴证券研究所

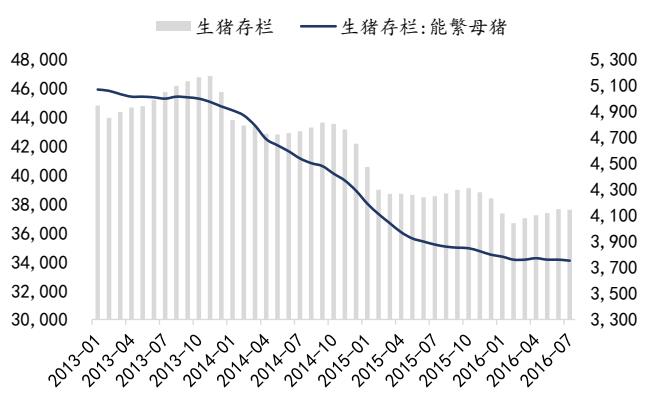
图表 11: 行业屠宰量及同比增速



资料来源：农业部，东吴证券研究所

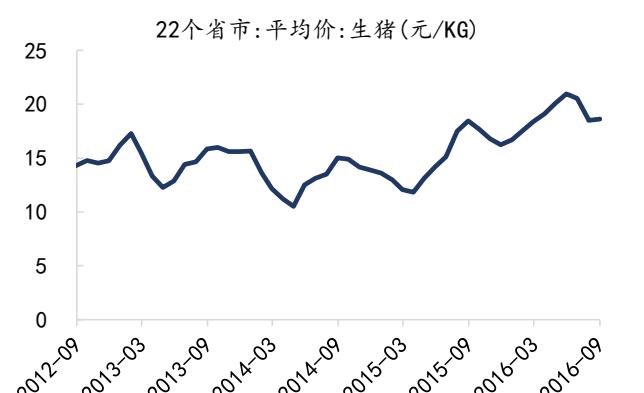
**2H16 猪价大概率下降，生猪出栏量上升。**根据双汇基于 2000 多个信息点的判断，9 月生猪供应量环比增加了超过 10%，而根据历史经验，需求量一般环比增长 10% 左右。根据猪周期判断，预计生猪 16 年 9-12 月可降 2-3 元至 15-16 元/公斤。

图表 12: 能繁母猪和生猪存栏量（单位：万头）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 13: 生猪价格走势图



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

估计 7-8 月双汇屠宰量增 5-10%，预计 9-12 月屠宰量有望超 10%。渠道上，16 年下半年生鲜肉坚持大城市、大客户、大外贸的运作方向，下半年新增网点 5000 个以上，年底达到 5 万个。公司目标 16 年总量增长 20%，随着近期猪价回落，屠宰量可能明显回升，估计 7-8 月屠宰量增 5-10%，由于库存变化方向不同，估计生鲜冻品销量可增 20%。

7-8 月盈利能力改善，头均利润超出计划，预计 2H16 明显高于 1H16。估计 1H16 头均利润 20 多元，没有达到预期目标。根据我们草根调研，由于规模提升、猪价下降，头均利润 7-8 月大幅提升。1H16 生产效率比去年同期快速提升，2H16 还将延续。不过，我们判断公司也不会让头均净利回升到 13 年的高点，适当压制吨净利，防止对手进入，持续扩大市场份额。预计 2H16 头均利润 30-50 元，明显高于 1H16。

## 2.2. 产能布局完成，盈利能力可持续提升

布局完成，产能 3000 万头。13-15 年公司快速扩充，产能布局已经完成，1 天单班产出达到 6 万头，双班 12 万，产能可达到 3000 万头，但即使满产运作，在中国的占比还不算大，也仅为 5-6%，与美国史密斯菲尔德 20-30% 相比，仍有较大差距。自己有 3000 部冷藏车，6 条铁路专线，除了新疆西藏外，现有产能布局下都可以朝发夕至。随着屠宰量增加，产能利用率提高，盈利能力有持续改善的空间。

图表 14：双汇发展产能布局



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 15：双汇产能及产能扩张计划

时间	预期产能
2013 年底	公司屠宰方面有 2000 万头产能，肉制品方面有 210 万吨产能。
2014 年底	新增生猪屠宰产能 450-500 万头，肉制品新增 30 多万吨产能。
2016 年	屠宰产能单班屠宰量 2000 万头左右，双班能够达到 3000-4000 万头。养猪业年出栏量在 30 多万头左右。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 全球贸易优势明显，享受中美猪肉价差红利

#### 3.1. 营收稳步增加，高端产品收入占比逐年加大

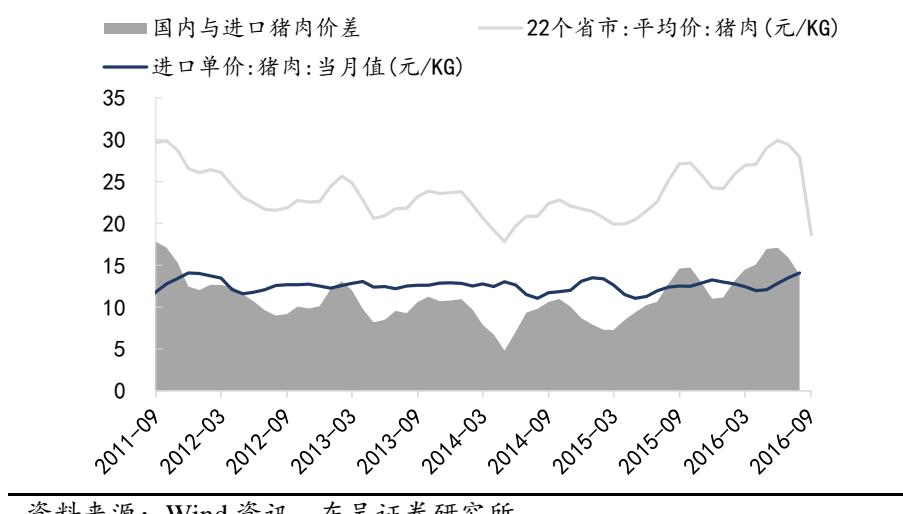
全球贸易继续扩大，进口肉使用比例提升。双汇 70 多亿收购史密斯菲尔德就是为了搞好全球贸易。美国资源充足，中国市场大，中美资源整合有潜力。13 年收购，14 年 7 万吨，15 年 16 万吨，1H16 进口肉同比翻倍，16 年计划 32 万吨，预计 17 年达 50 万。进口肉中，估计 20% 自用，其它外销，一方面扩大了生鲜肉的销量，另一方面有效降低了肉制品成本。

图表 16：双汇发展股权结构



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

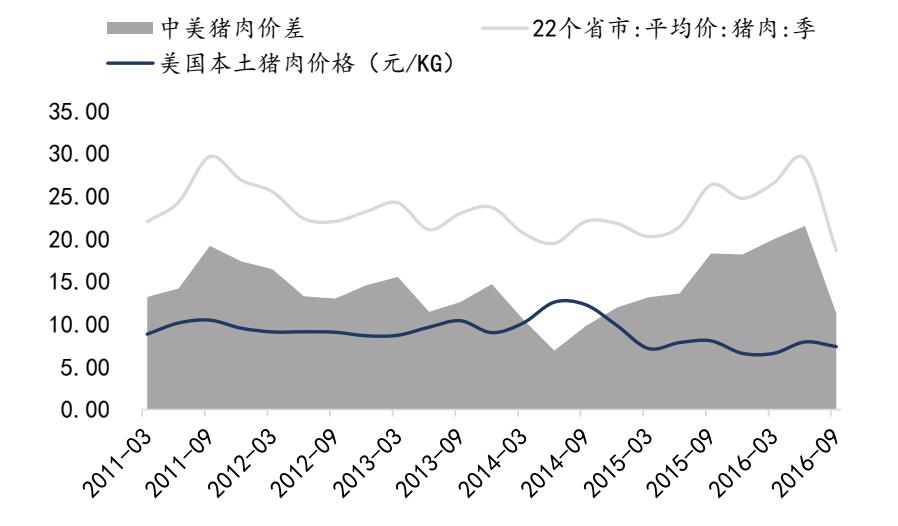
图表 17：国内与进口猪肉价差



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

美国猪价继续下跌，中美价差仍大，销售模式调整有望显著改善进口肉盈利水平。现阶段，美国生猪 8 元/公斤，中国 18 元，预计美国猪肉将继续下跌。美国猪肉到岸后，加上成本费用，价格也仅为 22000 元/吨，低于国内价格 27000 元/吨。进口肉销售模式是招标，每吨仅赚几百元。根据我们草根调研，8 月双汇销售模式开始调整，对进口肉做加工进行精细分割，并依托双汇自有网络销售，预计盈利可明显改善，超过 1000 元/吨。

**图表 18：中美猪肉价差超过 10 元，9 月价差大概 11.26 元**



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

双汇做进口肉优势明显，竞争对手进入壁垒高，预计可长期享受中美价差的红利。虽然进口没有配额限制，但对于竞争对手而言难度较大：（1）缺乏双汇的全球采购网络，货源和成本控制不如双汇；（2）缺乏全国性的分销网络。

#### 4. 盈利预测与投资建议

预计 16-18 年 EPS 为 1.43/1.66/1.86 元，同比增 11%、16%、12%。大周期猪价进入下行通道，屠宰产能布局完成，肉制品有望提速，双汇市占率可持续提升，全球贸易优势明显，分红率超过 5%，16 年 PE 仅 16 倍，给予肉制品 16 年 25xPE，屠宰 15xPE，目标价为 32.7 元，41% 的空间，维持买入评级。

图表 19：重点公司估值

股票名称	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)		
		2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
伊利股份	16.4	0.76	0.93	1.14	23.1	18.9	15.4
水井坊	15.5	0.18	0.27	0.49	93.3	62.2	34.3
金种子酒	10.0	0.09	0.11	0.16	124.0	101.5	69.8
光明乳业	14.0	0.34	0.46	0.72	40.0	29.5	18.9
贵州茅台	304.6	12.34	13.82	14.93	25.0	22.3	20.6
五粮液	33.4	1.63	1.94	2.17	21.5	18.0	16.1
泸州老窖	31.0	1.05	1.27	1.40	28.7	23.6	21.5
双汇发展	23.6	1.29	1.43	1.66	17.7	14.4	12.4
古井贡酒	42.8	1.42	1.54	1.74	31.6	29.2	25.8
酒鬼酒	21.0	0.27	0.35	0.50	82.1	64.0	44.8
顺鑫农业	21.0	0.66	0.80	0.96	36.0	29.7	24.7
上海梅林	12.9	0.17	0.64	0.77	69.8	18.5	15.4
古越龙山	10.4	0.16	0.19	0.21	65.1	54.8	49.6
伊力特	14.7	0.64	0.75	0.88	25.3	21.5	18.4
天广中茂	12.1	0.07	0.36	0.49	161.4	30.3	22.2
中炬高新	14.8	0.31	0.43	0.53	43.94	31.86	25.81

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

食品安全风险，行业竞争加剧。

图表 20：双汇发展三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>8915.8</b>	<b>10652.3</b>	<b>11311.3</b>	<b>12506.0</b>	营业收入	44696.7	54223.2	58714.8	63989.0
现金	2426.7	4502.9	4697.2	5311.0	营业成本	35413.3	44066.9	47251.3	51358.4
应收款项	219.1	297.1	321.7	350.6	营业税金及附加	190.3	244.0	299.4	326.3
存货	3384.8	4225.6	4530.9	4924.8	营业费用	2298.9	2711.2	2935.7	3135.5
其他	2885.2	1626.7	1761.4	1919.7	管理费用	1435.0	1626.7	1761.4	1855.7
<b>非流动资产</b>	<b>13968.7</b>	<b>14795.9</b>	<b>15769.3</b>	<b>16472.9</b>	财务费用	<b>-3.8</b>	<b>-32.3</b>	<b>-55.0</b>	<b>-63.1</b>
长期股权投资	161.6	161.6	161.6	161.6	投资净收益	156.0	156.0	156.0	156.0
固定资产	12498.5	13379.4	14406.4	15163.8	其他	<b>-109.0</b>	208.0	279.4	316.3
无形资产	1074.1	1020.4	966.7	913.0	营业利润	<b>5410.0</b>	<b>5970.7</b>	<b>6957.3</b>	<b>7848.6</b>
其他	234.6	234.6	234.6	234.6	营业外净收支	265.2	265.2	265.2	265.2
<b>资产总计</b>	<b>22884.5</b>	<b>25448.2</b>	<b>27080.6</b>	<b>28978.9</b>	利润总额	<b>5675.2</b>	<b>6235.9</b>	<b>7222.4</b>	<b>8113.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>5119.3</b>	<b>6652.6</b>	<b>7091.5</b>	<b>7649.1</b>	所得税费用	1258.7	1340.7	1552.8	1744.5
短期借款	610.4	610.4	610.4	610.4	少数股东损益	160.9	171.3	198.4	222.9
应付账款	2317.9	3621.9	3883.7	4221.2	归属母公司净利润	<b>4255.5</b>	<b>4723.8</b>	<b>5471.2</b>	<b>6146.4</b>
其他	2191.0	2420.2	2597.4	2817.5	EBIT	5549.4	5818.4	6766.3	7639.5
<b>非流动负债</b>	<b>78.6</b>	<b>78.6</b>	<b>78.6</b>	<b>78.6</b>	EBITDA	6397.2	6729.1	7809.3	8815.3
长期借款	5.8	5.8	5.8	5.8	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
其他	72.8	72.8	72.8	72.8	每股收益(元)	1.29	1.43	1.66	1.86
<b>负债总计</b>	<b>5197.9</b>	<b>6731.2</b>	<b>7170.1</b>	<b>7727.7</b>	每股净资产(元)	5.09	5.37	5.70	6.08
少数股东权益	894.2	979.9	1079.1	1190.6	发行在外股份(百万股)	3300.9	3300.9	3300.9	3300.9
归属母公司股东权益	16792.3	17737.1	18831.3	20060.6	ROIC(%)	24.1%	24.8%	28.7%	31.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22884.5</b>	<b>25448.2</b>	<b>27080.6</b>	<b>28978.9</b>	ROE(%)	25.3%	26.6%	29.1%	30.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	20.8%	18.7%	19.5%	19.7%
经营活动现金流	5766.3	7647.2	6617.9	7428.5	EBIT Margin(%)	12.4%	10.7%	11.5%	11.9%
投资活动现金流	<b>-3289.3</b>	<b>-1792.0</b>	<b>-2046.6</b>	<b>-1897.6</b>	销售净利率(%)	9.5%	8.7%	9.3%	9.6%
筹资活动现金流	<b>-2970.1</b>	<b>-3779.1</b>	<b>-4376.9</b>	<b>-4917.1</b>	资产负债率(%)	22.7%	26.5%	26.5%	26.7%
现金净增加额	<b>-482.9</b>	2076.2	194.3	613.8	收入增长率(%)	-2.2%	21.3%	8.3%	9.0%
折旧和摊销	847.8	910.7	1043.1	1175.8	净利润增长率(%)	5.3%	11.0%	15.8%	12.3%
资本开支	<b>-1368.5</b>	<b>-1794.3</b>	<b>-2046.6</b>	<b>-1897.6</b>	P/E	15.97	14.39	12.42	11.06
营运资本变动	<b>-1543.0</b>	1891.0	<b>-15.6</b>	<b>-15.1</b>	P/B	4.05	3.83	3.61	3.39
企业自由现金流	3462.1	5574.9	4292.4	5260.0	EV/EBITDA	11.44	11.10	9.62	8.59

资料来源：东吴证券研究所

### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>