

证券研究报告

平安食品饮料

中性 (维持)

研究助理

王俏怡 一般从业资格编号
S1060113110013
0755-22626689
wangqiaoyi597@pingan.com.cn

张宇光 一般从业资格编号
S1060113090015
zhangyuguang467@pingan.com.cn

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
1060209040123
wenxian@pingan.com.cn

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
tangweiliang978@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

双汇发展 (000895)

肉制品改革行动在即，效益将缓慢逐步显现

■ 2015 年肉制品将通过调结构、扩网络转型，目标是做大做强

根据最新的调研情况，我们认为 3Q14 双汇肉制品出货量下滑，除了产能利用率不足、产品老化、渠道库存高的影响之外，还有可能是经营环节恶化逼迫部分餐饮等加工渠道使用了更低成本的中小品牌肉制品。

双汇下一步可能从产品结构、销售网络、营销推广等方面进行大的改革，目标还是做大销量产生规模效益，具体的改革可能包括：产品结构上，一、与史密斯菲尔德合作推广美国工艺、美国原料、美国品牌的肉制品；二、围绕酒店、快餐、团餐、配餐的需求特点开发预制产品、中式菜肴等产品向家庭餐饮消费转变；三、推出包装、口味差异化的新产品；四、培育好已经上市的次新产品包括：椰果烤香肠、脆骨多香肠等；五、从口味、包装等方面改良老产品。销售网络改革方面，双汇已经在传统的快消渠道（商超、批发、餐饮加工厂等）发展多年较成熟，下一步与互联网平台企业合作，进入电商流通渠道符合消费发展趋势；营销推广方面，考虑到消费者需求要进一步细分，细化子品牌，将高档、中档产品按照高温、低温甚至不同的渠道来分别运作，同时，借助外部专业团队的力量来提高营销的效果，都会给公司的经营管理注入新力量。

■ 肉制品与史密斯菲尔德合作：猜测最快将在 3Q15 开始

2014 年双汇与史密斯菲尔德完成 33 亿关联交易目标可能性较小，但中长期看合作优势会逐步显现。与史密斯菲尔德合作，双汇将主要从两方面受益，一是在美国猪价相对有成本优势时，进口原料猪肉、猪下水等；二是使用史密斯菲尔德的品牌销售冷鲜肉、肉制品等。2014 年，公司仅使用其品牌销售冷鲜肉，并无肉制品。高毛利率的肉制品业务合作 2015 年将会展开，从产能投放节奏来看，推测最快将在 3Q15 开始会在市场上看到史密斯的产品。

■ 鲜冻品:对俄出口 15 年占比可能仍小，法制完善新网点放量会加快

按照 4Q14 三个亿出口额、猪肉价格 20 元/公斤计算，四季度单月出口量约为 5,000 吨，双汇目前对俄出口量呈现逐月扩大的趋势，按照一个月 1 万吨估算，2015 年最多可以达到 12 万吨，相对于 2014 年约 170 万吨的鲜冻品产销量来算，占比不足 10%，收入贡献仍较小。1H14 双汇鲜冻品渠道建设推测应是超额完成目标，全年实现新增 12,000 个网点应无忧，我们估计 1H14 新增渠道数量在 6000 家以上，增量结构上，盈利能力强的特约店占比最大，其次是商超和餐饮加工厂渠道，农贸市场渠道拓展稍落后。但由于下游企业冻肉库存量较大且肉制品销量增速放缓、以及新建渠道市场开拓需要时间等因素，新开网点转化成实际销量的速度比我们预计的要慢，但随着政府对依法治国政策的落实，地方保护主义等干扰因素消除，网点开拓和新开网点放量速度应会加快。

■ 维持双汇发展“中性”评级

考虑到双汇目前正面临全方位的业务调整压力，我们维持公司的“中性”评级。预计 14-16 年双汇营收同比增速分别为 3%、6%、10%，净利同比增速分别为 3%、4%、5%，EPS 分别为 1.81、1.87、1.96 元。按照 11 月 3 日收盘价 28.85 元计算，动态 PE 分别为 16、15、15 倍。

■ **风险提示：**肉制品行业爆发重大食品安全事故的风险；经济增速下行，对屠宰和肉制品行业需求不利影响加剧的风险。

损益表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	44,950	46,074	48,977	53,859	净利润	4,069	4,192	4,345	4,541
YoY	13.2%	2.5%	6.3%	10.0%	折旧摊销	653	704	704	709
营业成本	36,216	36,754	39,384	43,599	营运资金投资	-1,548	692	-517	0
毛利率	19.4%	20.2%	19.6%	19.0%	经营活动现金净流量	3,869	5,820	4,593	5,371
营业税金及附加	190	196	208	229	资本开支	-1,430	-697	-779	-666
股权激励费用	238	241	0	0	投资活动现金净流量	-1,984	-697	-779	-666
销售费用	2,364	2,482	2,731	3,004	债务融资	-202	0	0	0
管理费用	1,353	1,227	1,350	1,485	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-44	-45	-26	-26	支付红利	-1,485	-3,191	-3,288	-3,408
投资净收益	81	98	107	113	融资活动现金净流量	-2,168	-3,146	-3,262	-3,383
营业利润	4,926	5,289	5,411	5,655	当年现金净流量	-282	1,977	551	1,323
加：营业外收入	272	0	0	0					
减：营业外支出	50	0	0	0					
利润总额	5,148	5,289	5,411	5,655					
减：所得税	1,078	1,097	1,066	1,114					
净利润	4,069	4,192	4,345	4,541					
减：少数股东损益	211	216	224	234					
归属母公司所有者净利	3,858	3,975	4,121	4,307					
YoY	33.7%	3.0%	3.7%	4.5%					
销售净利率	9.1%	9.1%	8.9%	8.4%					
EPS（当年股本）	1.75	1.81	1.87	1.96					
EPS（最新股本摊薄）	1.75	1.81	1.87	1.96					

资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	3,846	5,822	6,374	7,696
应收款项	251	283	287	323
预付款项	79	76	83	91
存货	3,568	2,977	3,535	3,723
其他流动资产	1,214	1,074	1,232	1,305
流动资产合计	8,958	10,232	11,512	13,138
长期股权投资	169	169	169	169
固定资产	8,959	8,952	9,023	8,982
无形资产	916	916	919	918
其他非流动资产	743	742	744	742
非流动资产合计	10,788	10,779	10,855	10,812
资产总计	19,746	21,010	22,367	23,950
短期借款	189	189	189	189
应付款项	2,209	2,025	2,286	2,467
预收款项	675	700	740	816
应付股利	257	3,544	3,665	3,818
其他流动负债	1,350	1,531	1,529	1,723
流动负债合计	4,680	7,990	8,409	9,013
长期借款	6	6	6	6
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	57	57	57	57
非流动负债合计	63	63	63	63
负债合计	4,743	8,052	8,472	9,076
归属母公司所有者权益	14,347	12,085	12,798	13,543
其中：实收资本	2,201	2,201	2,201	2,201
少数股东权益	656	873	1,097	1,331
股东权益合计	15,003	12,958	13,895	14,874
负债及股东权益总计	19,746	21,010	22,367	23,950

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	16.5	16.0	15.4	14.7
PEG	4.4	-1.3	-1.5	-2.2
PB	4.4	5.3	5.0	4.7
PS	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.5	10.8	10.6	10.2
股息收益率	5.0%	5.2%	5.4%	5.6%
经营回报率				
ROE	29.6%	30.1%	33.1%	32.7%
ROA	21.3%	20.5%	19.8%	19.4%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	24.0%	38.3%	37.9%	37.9%
速动比率	1.2	0.9	0.9	1.0
运营效率				
存货周转率	12.9	11.2	12.1	12.0
流动资产周转率	5.5	4.8	4.5	4.4
固定资产周转率	5.2	5.1	5.4	6.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	