2015-1-29

公司报告(点评报告)

评级 推荐 维持

双汇发展（000895）

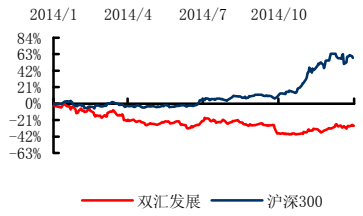
新品推广顺利，春节前全国铺市，重申推荐

分析师：刘洁铭
☎ (8621)68751126
✉ liujm@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490514030001

联系人：
☎
✉

联系人： 杨靖凤
☎ (8621)68751636
✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《下半年深度转型，2015 轻装上阵》2014/11/4

报告要点

■ 事件描述

近期我们通过渠道调研，了解到市场最为关注的公司肉制品新品的推广比较顺利，目前第一批高温新品已经在省内开始铺市，省外的经销商也已经在进货，在新品发布会之后春节之前会在一二线城市的 AB 类商超大范围见到。中低温新品将在 2 季度推向市场。

■ 事件评论

- 行本轮推新品有几点不同：1）真正做到了精准定位 90 后甚至 00 后的年轻群体；2）内部从产品研发到市场策划进行了几轮的测试，设计、包装、口味和宣传都比较统一地表达了产品的诉求和卖点；3）新产品储备已经数月，迟迟未推的原因是想把上市之后的产能、招商、陈列、地推、和品鉴等一系列工作准备好；4）这几年不太成功的产品（如大肉块）比较多采取的是自上而下强推，这次公司非常重视终端拉动以及和经销商进行充分沟通；5）新产品设计的出厂价上涨 20%~30%，终端定价上涨 50%，从而渠道和终端的利差均有 5%~10%的提升；6）本轮产品以系列方式推出，不再局限于单品，而且每个产品背后都有一个故事，第一批 5 个产品推出之后陆续有跟进的系列，6 月份前后将会上市中低温的肉制品新品。目前新品已经在省内开始铺市，省外的经销商也已经在进货，预计在新品发布会之后春节之前会在一二线城市的 AB 类商超大范围见到。

- 重申我们推荐双汇的三条核心逻辑：1）低估值，低仓位：15 年 PE 仅 15 倍，为板块内大市值公司中估值最低，仅次于一线白酒，低估值的大众消费品龙头存在补涨空间。另外三季度机构仓位创历史新低，空头已经失去定价权；2）目前预期处于低位，容易产生预期差：春节旺季即将到来，生猪价格却连跌一个多月，养殖深度亏损，猪价反弹呼之欲出，温和猪价上涨有利于肉制品消费，而公司冻品库存以及海外进口肉源可对冲猪价急涨的风险；3）公司即将推出的中西式肉制品新品符合健康与便捷的新兴消费趋势，加之三年利润考核期已过，管理层已经做好准备打好转型战，一旦成功将打破公司长期以来缺乏新品的逻辑缺陷。公司管理层 29 元增持价格提供安全边际，15 年向上的趋势明确，预计 14-16 年 EPS 分别为 1.87 元，2.10 元和 2.42 元，强烈推荐！

表 1：双汇即将推出的高温肉制品

产品	图片	食用方法
芝士鱼肉肠		产品特点： 采用高品质进口海鱼鱼糜为原料，添加进口芝士（奶酪）精制而成，海鱼鱼糜含量≥55%，芝士含量≥5.9%。产品配方独特，无色素、无反式脂肪酸，口感滑嫩、鲜香自然、营养价值高，且蛋白易消化吸收，益智健脑
弗吉尼亚风味香肠		产品特点： 采用洋原料、洋工艺、洋品牌，所用猪肉源自美国谷物喂养生猪，产品不添加食用香精，确保了纯天然、健康安全的品质；配合高档西式香料，肉香自然，突出美味、营养、健康的产品理念。

资料来源：长江证券研究部

表 2：双汇即将推出的中低温肉制品

产品	图片	食用方法
美式热狗肠		产品卖点： 优质猪肉+独特西式风味，口感脆嫩、多汁。 食用方法： 开水煮4-5分钟或烧烤、油煎、微波后直接食用。
港式叉烧		产品卖点： 优质梅肉+独特烤制工艺，口感酥嫩、肉香醇正。 食用方法： 方法一： ①产品带袋自然解冻或水浴（蒸煮）加热10分钟； ②去掉包装袋，切块装盘； ③放入微波炉加热约1-2分钟即可食用。 方法二： ①产品带袋自然解冻或水浴（蒸煮）加热10分钟； ②去掉包装袋，在烤箱内200℃烤制4-5分钟； ③切块装盘后即可食用（也可先切盘后再烤制）。

蜜汁烤香肠		产品卖点： 优质猪肉+爽脆口感+独特台湾风味，口感脆嫩、多汁。 食用方法： 烧烤、油煎、微波后直接食用。
双汇狮子头		产品卖点： 优质猪肉+爽脆口感+独特风味，口感滑润、多汁。 食用方法： 锅内加适量水烧沸，放入本品，小火煮制约20分钟即可食用。推荐带汤食用（调汤时可根据个人口味在汤内放入少量食用盐、鸡精，适量小葱、枸杞等）。
海威夷早餐肠		产品卖点： 优质猪肉+爽脆口感+独特西式风味，口感脆嫩、多汁。 食用方法： 开水煮4-5分钟或烧烤、油煎、微波后直接食用。

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	**44950**	**46362**	**57305**	**69912**
营业成本	36216	36997	46073	56069
毛利	**8734**	**9365**	**11232**	**13842**
%营业收入	19.4%	20.2%	19.6%	19.8%
营业税金及附加	190	156	193	236
%营业收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	2364	2504	3352	4544
%营业收入	5.3%	5.4%	5.9%	6.5%
管理费用	1353	1484	1834	2307
%营业收入	3.0%	3.2%	3.2%	3.3%
财务费用	-44	-17	-40	-59
%营业收入	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	27	28	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	81	15	0	0
营业利润	**4926**	**5226**	**5891**	**6813**
%营业收入	11.0%	11.3%	10.3%	9.7%
营业外收支	222	200	200	200
利润总额	**5148**	**5426**	**6091**	**7013**
%营业收入	11.5%	11.7%	10.6%	10.0%
所得税费用	1078	1085	1218	1403
净利润	4069	4341	4873	5611
归属于母公司所有者的净利润	**3858.2**	**4111.8**	**4616.1**	**5314.8**
少数股东损益	211	229	257	296
EPS（元/股）	**1.75**	**1.87**	**2.10**	**2.42**

现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	**3869**	**6217**	**6545**	**7236**
取得投资收益	81	15	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-1335	-464	-573	-699
其他	-649	0	0	0
投资活动现金流净额	**-1984**	**-449**	**-573**	**-699**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-494	-189	0	0
筹资成本	1621	-805	-883	-1004
其他	-3295	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-2168**	**-994**	**-883**	**-1004**
现金净流量	**-282**	**4774**	**5089**	**5533**

资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	3846	8620	13709	19241
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	250	258	319	389
存货	3568	3621	4516	5502
预付账款	79	81	100	122
其他流动资产	1159	1243	1617	2136
流动资产合计	**8958**	**13881**	**20333**	**27478**
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	169	169	169	169
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	8985	7608	6246	4914
无形资产	916	870	827	785
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	82	6	0	0
其他非流动资产	636	636	636	636
资产总计	**19746**	**23170**	**28211**	**33983**
短期贷款	189	0	0	0
应付款项	2209	2259	2814	3424
预收账款	675	696	861	1050
应付职工薪酬	648	663	825	1005
应交税费	302	295	335	389
其他流动负债	657	674	844	1036
流动负债合计	**4680**	**4588**	**5679**	**6904**
长期借款	6	6	6	6
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	3	0	0	0
其他非流动负债	54	54	54	54
负债合计	**4743**	**4648**	**5739**	**6964**
归属于母公司	14347	17637	21330	25581
少数股东权益	656	885	1142	1438
股东权益	**15003**	**18522**	**22472**	**27020**
负债及股东权益	**19746**	**23170**	**28211**	**33983**

基本指标	2013A	2014E	2015E	2016E
EPS	1.753	1.869	2.098	2.415
BVPS	6.52	8.01	9.69	11.62
PE	18.82	17.66	15.73	13.66
PEG	1.67	1.57	1.40	1.21
PB	5.06	4.12	3.40	2.84
EV/EBITDA	12.49	9.02	7.52	6.05
ROE	26.9%	23.3%	21.6%	20.8%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘　露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨　忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠　雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张　晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于市场
	中　　性：	相对表现与市场持平
	看　　淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	推　　荐：	相对大盘涨幅大于 10%
	谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对大盘涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对大盘涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

研究部/机构客户部

上海
浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
（200122）
电话：021-68751100
传真：021-68751151

武汉
武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
（430015）
传真：027-65799501

北京
西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
（100032）
传真：021-68751791

深圳
深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
（518000）
传真：0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。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。