

双汇发展

Q2 利润降幅收窄，维持下半年环比改善判断

业绩回顾

业绩符合我们此前预期

1H15 公司实现收入 203.54 亿元 (-3.3%)，归属母公司净利润 19.83 亿元 (-9.8%)，合 EPS0.60 元，Q2 利润降幅较 Q1 收窄。

1H15 屠宰量-19%，生鲜冻品销量+0.3%。上半年屠宰生猪 620 万头，屠宰量降幅低于生鲜冻品销量主因消化低价冻肉库存及为应对猪价上涨主动采取的限量控价，另外 Q2 亦为全年需求淡季。

Q2 肉制品销量降幅环比收窄，利润率同比提升。Q2 肉制品销量降幅已由 Q1 的 13.2% 收窄至 4.8%，同时高毛利新品的推广使得上半年高低温肉制品毛利率分别同比提升 2.4%/4.1%，预计 Q2 肉制品吨利环比 Q1 进一步提升 5% 左右。

发展趋势

2H15 屠宰量及头均盈利有望改善。随着库存消化逐步到位以及旺季需求提振，2H15 屠宰量/生鲜冻品销量均有望恢复正增长。同时预计 2H15 生猪价格涨幅可控，猪肉有望跟上生猪价格涨幅，利好屠宰业务 ASP 及收入提升。公司在 Q2 淡季仍保持了约 40 元的头均盈利，鉴于 2H14 头均盈利的低基数，预计 2H15 屠宰业务盈利亦存在改善空间。

2H15 肉制品销量有望转正，吨利保持较高水平。上半年肉制品新增销售网点 60,000 多个 (+10%)，两批新品已先后实现铺货，Q2 肉制品销量降幅已收窄。渠道精耕、旺季来临、以及 5 月底铺货的第二批新品和下半年即将推出的第三批新品都将促进 2H15 肉制品业务的销量提升。此外，产品结构升级、进口原料补充，以及低价鸡肉库存有望对冲生猪价格上涨对利润的负面影响，预计 2H15 肉制品单吨含税利润将维持在 2,000 元以上的较高水平。

盈利预测调整

微调公司 15/16 年收入 -1.7%/-2.1% 至 495.5/542.3 亿元，归属母公司净利润 +0.5%/-2.3% 至 42.5/46.8 亿元，EPS1.29/1.42 元。

估值与建议

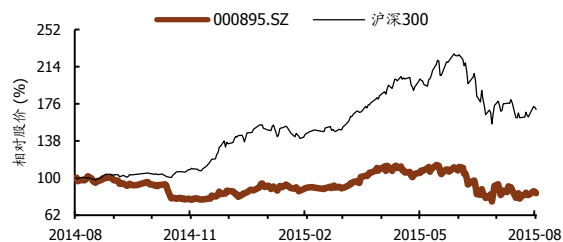
相应微调目标价 +0.5% 至 32.21 元，对应 2015 年 25 倍 P/E，维持下半年环比改善判断及推荐评级。

风险

新品推广低于预期、猪价短期暴涨、食品安全事件。

维持推荐

股票代码	000895.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 20.36
目标价	人民币 32.21
52 周最高价/最低价	人民币 27.79~18.07
总市值(亿)	人民币 672
30 日日均成交额(百万)	人民币 707.88
发行股数(百万)	3,301
其中：自由流通股(%)	24
30 日日均成交量(百万股)	34.23
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	44,950	45,696	49,546	54,229
增速	13.2%	1.7%	8.4%	9.5%
归属母公司净利润	3,858	4,040	4,253	4,683
增速	33.7%	4.7%	5.3%	10.1%
每股净利润	1.17	1.22	1.29	1.42
每股净资产	4.35	4.70	4.57	4.56
每股股利	0.97	0.95	1.42	1.42
每股经营现金流	1.17	1.43	1.53	1.68
市盈率	17.4	16.6	15.8	14.4
市净率	4.7	4.3	4.5	4.5
EV/EBITDA	11.6	11.4	10.8	10.0
股息收益率	4.7%	4.6%	7.0%	7.0%
平均总资产收益率	21.2%	19.4%	18.6%	19.4%
平均净资产收益率	29.6%	27.1%	27.8%	31.1%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

吕若晨

分析师

ruochen.lv@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080514080002

SFC CE Ref: BEE828

袁霏阳

分析师

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表				
营业收入	44,950	45,696	49,546	54,229
营业成本	36,216	36,589	39,803	43,603
营业税金及附加	190	189	205	225
营业费用	2,364	2,474	2,732	3,045
管理费用	1,353	1,515	1,544	1,581
财务费用	-44	-39	-50	-75
其他	0	0	0	0
营业利润	4,844	4,959	5,282	5,850
营业外收支	303	414	335	335
利润总额	5,148	5,373	5,617	6,185
所得税	1,078	1,157	1,180	1,299
少数股东损益	211	176	185	204
归属母公司净利润	3,858	4,040	4,253	4,683
EBITDA	5,522	5,720	5,982	6,561
资产负债表				
货币资金	3,846	2,929	3,720	3,449
应收账款及票据	362	314	341	373
预付款项	79	80	87	96
存货	3,568	3,720	4,047	4,433
其他流动资产	1,103	1,488	1,481	1,473
流动资产合计	8,958	8,531	9,676	9,823
固定资产及在建工程	8,959	11,926	12,561	13,159
无形资产及其他长期资产	982	1,173	1,138	1,104
非流动资产合计	10,788	13,452	14,052	14,616
资产合计	19,746	21,982	23,727	24,439
短期借款	189	299	299	299
应付账款及票据	3,786	4,806	5,200	5,666
其他流动负债	705	464	503	549
流动负债合计	4,680	5,569	6,002	6,514
应付长期债券	0	0	0	0
非流动负债合计	63	52	52	52
负债合计	4,743	5,622	6,054	6,566
股东权益合计	14,347	15,503	15,069	15,064
少数股东权益	656	858	1,043	1,246
负债及股东权益合计	19,746	21,982	22,165	22,877
现金流量表				
净利润	3,858	4,040	4,253	4,683
折旧和摊销	640	650	600	636
营运资本变动	-1,013	957	79	94
其他	384	-936	0	0
经营活动现金流	3,869	4,712	5,066	5,541
投资活动现金流入	21,611	14,447	0	0
投资活动现金流出	1,336	2,489	1,200	1,200
投资活动现金流	-1,984	-2,241	-1,200	-1,200
股权融资	0	40	0	0
银行借款	0	79	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	-2,168	-3,385	-3,075	-4,612
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	-282	-914	791	-271

资料来源：公司数据，中金公司研究部

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	13.2%	1.7%	8.4%	9.5%
营业利润	35.3%	2.4%	6.5%	10.8%
EBITDA	28.7%	3.6%	4.6%	9.7%
净利润	33.7%	4.7%	5.3%	10.1%
盈利能力				
毛利率	19.4%	19.9%	19.7%	19.6%
营业利润率	10.8%	10.9%	10.7%	10.8%
EBITDA 利润率	12.3%	12.5%	12.1%	12.1%
净利润率	8.6%	8.8%	8.6%	8.6%
偿债能力				
流动比率	1.91	1.53	1.61	1.51
速动比率	1.15	0.86	0.94	0.83
现金比率	0.82	0.53	0.62	0.53
资产负债率	24.0%	25.6%	25.5%	26.9%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	21.2%	19.4%	18.6%	19.4%
净资产收益率	29.6%	27.1%	27.8%	31.1%
每股指标				
每股净利润 (元)	1.17	1.22	1.29	1.42
每股净资产 (元)	4.35	4.70	4.57	4.56
每股股利 (元)	1.45	1.42	1.42	1.42
每股经营现金流 (元)	1.17	1.43	1.53	1.68
估值分析				
市盈率	17.4	16.6	15.8	14.4
市净率	4.7	4.3	4.5	4.5
EV/EBITDA	11.6	11.4	10.8	10.0
股息收益率	4.7%	4.6%	7.0%	7.0%

公司简介

双汇发展是国内最大的肉类加工企业，业务涵盖了生猪养殖、生猪屠宰、肉制品和生鲜猪肉的加工和销售，公司在猪肉行业的所有关键环节均独占鳌头。公司目前通过三个主要分部经营业务，即肉制品分部、生鲜猪肉分部及生猪养殖分部。公司大股东万洲国际是世界最大的猪肉制品市场和加工企业。



图表 1: 中报业绩预览

(人民币百万元)	1H14A	2H14A	2014A	1H15A	YoY	HoH	2015E	1H as % of FY
收入	21,043	24,653	45,696	20,354	-3.3%	-17.4%	49,546	41.1%
毛利	4,587	4,520	9,107	4,377	-4.6%	-3.2%	9,744	44.9%
营业利润	2,712	2,396	5,109	2,545	-6.1%	6.2%	5,432	46.9%
净利润	2,197	1,843	4,040	1,983	-9.8%	7.6%	4,253	46.6%
全面摊薄每股收益 (元)	0.67	0.56	1.22	0.60	-9.8%	7.6%	1.29	46.6%
毛利率	21.8%	18.3%	19.9%	21.5%	-0.3pct	3.2pct	19.7%	
营业利润率	12.9%	9.7%	11.2%	12.5%	-0.4pct	2.8pct	11.0%	
净利率	10.4%	7.5%	8.8%	9.7%	-0.7pct	2.3pct	8.6%	

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部预测

图表 2: 盈利预测变动对比表

百万元	2015E			2016E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
收入	50,409	49,546	-1.7%	55,413	54,229	-2.1%
毛利率	19.3%	19.7%	0.3%	19.5%	19.6%	0.1%
销售费用	2,780	2,732	-1.7%	3,111	3,045	-2.1%
销售费用率	5.5%	5.5%	0.0%	5.6%	5.6%	0.0%
管理费用	1,571	1,544	-1.7%	1,616	1,581	-2.1%
管理费用率	3.1%	3.1%	0.0%	2.9%	2.9%	0.0%
营业利润	5,356	5,432	1.4%	6,093	6,000	-1.5%
营业利润率	10.6%	11.0%	0.3%	11.0%	11.1%	0.1%
所得税率	21.0%	21.0%	0.0%	21.0%	21.0%	0.0%
净利润	4,233	4,253	0.5%	4,791	4,683	-2.3%
净利率	8.4%	8.6%	0.2%	8.6%	8.6%	0.0%
每股收益(元)	1.28	1.29	0.5%	1.45	1.42	-2.3%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部预测

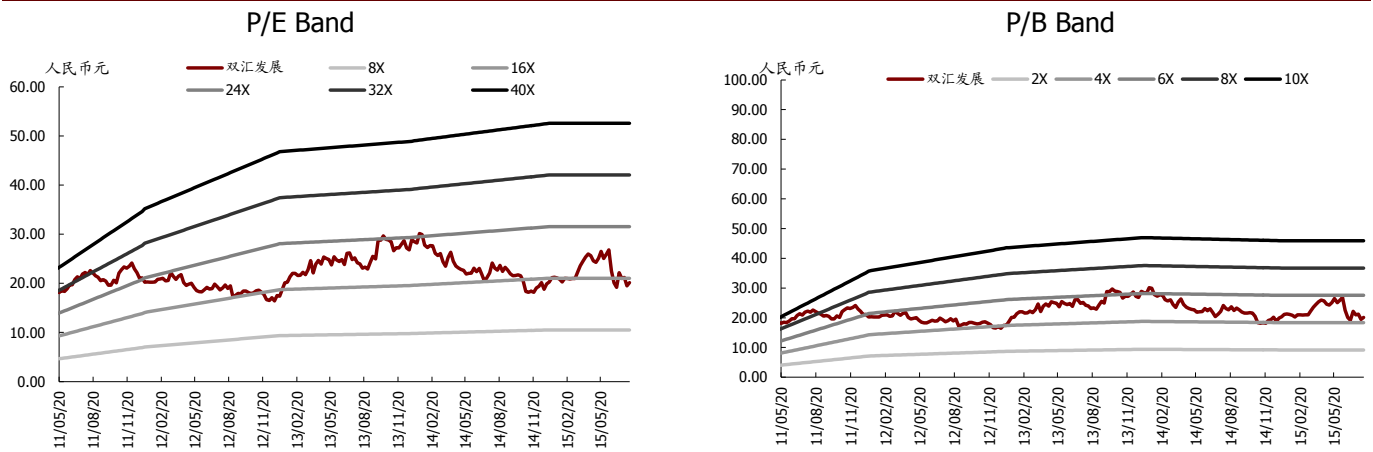
图表 3: 可比公司估值表

公司 A股	代码	当前股价 2015/8/12	市值 亿元	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
快消板块																		
双汇发展	000895.SZ	20.36	672	16.6	15.8	14.4	4.3	4.5	4.5	26.1	28.2	31.1	4.6	7.0	7.0	11.3	10.8	10.0
海天味业	603288.SH	33.62	910	43.5	35.1	29.3	12.2	11.3	9.5	27.9	32.2	32.4	4.0	3.1	3.7	32.5	25.7	21.1
中炬高新	600872.SH	21.62	172	60.1	67.5	52.0	7.3	6.8	6.1	12.2	10.0	11.8	0.4	0.4	0.4	39.0	33.5	27.3
青岛啤酒A	600600.SH	38.62	522	26.2	26.2	25.2	3.4	3.1	2.9	12.9	11.9	11.4	1.2	1.3	1.3	15.6	15.2	14.4
燕京啤酒	000729.SZ	9.77	275	37.8	37.5	35.6	2.2	2.2	2.1	5.9	5.7	5.8	1.0	1.0	1.0	15.3	15.2	14.2
张裕A	000869.SZ	41.02	281	28.8	24.9	23.4	4.1	3.7	3.3	14.3	14.7	14.0	1.1	1.1	1.1	21.0	17.2	15.8
古越龙山	600059.SH	11.78	95	94.4	85.9	m.n	2.6	2.6	m.n	2.8	3.0	m.n	0.4	0.4	m.n	41.0	38.0	m.n
金枫酒业	600616.SH	12.99	67	61.3	47.6	m.n	3.4	3.2	m.n	5.5	6.8	m.n	0.8	0.8	m.n	22.1	17.5	m.n
光明乳业	600597.SH	20.74	255	42.9	29.4	19.5	5.6	5.0	m.n	13.1	16.9	m.n	1.1	1.1	m.n	20.3	13.9	m.n
贝因美	002570.SZ	16.14	165	239.6	53.1	28.0	4.6	4.6	4.4	1.9	8.7	15.5	2.5	3.1	3.1	69.0	28.5	16.6
承德露露	000848.SZ	17.21	130	29.2	24.6	21.3	9.9	7.8	6.5	33.7	31.7	30.7	1.4	2.2	2.6	12.2	10.2	8.5
三全食品	002216.SZ	14.36	115	142.5	113.3	88.7	6.2	6.0	5.8	4.4	5.3	6.6	0.3	0.7	0.7	102.8	48.4	41.0
洽洽食品	002557.SZ	16.38	83	28.3	22.9	20.6	3.0	2.8	2.7	10.8	12.4	13.1	2.0	2.8	3.2	19.2	15.6	14.4
克明面业	002661.SZ	45.00	38	58.7	49.2	40.9	5.2	4.9	4.6	8.9	10.0	11.2	1.0	1.0	0.9	35.9	25.8	21.7
涪陵榨菜	002507.SZ	20.70	67	50.6	39.1	32.8	5.9	5.3	4.7	11.6	13.4	14.3	3.2	4.1	4.9	37.8	27.1	22.7
好想你	002582.SZ	23.06	34	63.4	75.5	65.5	2.4	2.4	2.3	3.8	3.2	3.5	1.2	1.2	1.2	29.6	30.1	24.3
黑芝麻	000716.SZ	17.02	54	85.3	41.8	30.1	2.3	2.2	2.0	2.7	5.2	6.6	0.3	0.4	0.0	33.4	25.2	16.9
快消板块总体平均				65.2	46.4	35.1	5.0	4.6	4.4	11.7	12.9	14.8	1.6	1.9	2.2	32.8	23.4	19.2

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



图表 4: 历史估值区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

