

双汇发展(000895)

报告日期: 2019 年 4 月 29 日

屠宰利润率提升超预期, 积极应对猪周期

——双汇发展点评报告

✎ : 申晟 执业证书编号: S1230118090046
☎ :
✉ : shensheng@stocke.com.cn

双汇发展公布 19Q1 业绩, 共实现收入 119.6 亿元, 同比-0.28%, 收入增速略低于预期, 共实现利润 12.8 亿元, 同比+20.25%, 利润增速超预期。

投资要点

□ 踩好生猪低价格段, 屠宰端利润率创历史新高

生猪价格在 Q1 前半段价格依然同比有所下滑, 双汇踩好价格段, 积极提高屠宰量; 同时得益于非洲猪瘟影响下, 政策层面对于中小屠宰工厂管控加剧, 作为规范屠宰的领头军, 双汇积极增加屠宰业务份额, 19Q1 整体屠宰量同比+20.6%。得益于屠宰产能利用率的提高, 以及双汇全国产能的布局, 公司充分利用各地区猪肉的价差, 19Q1 单季度屠宰端营业利润率创历史新高高达 7.7%, 头均利达 113.4 元/头, 助力公司 Q1 利润增速超预期。

□ 积极调整肉制品产品结构, 提价对冲成本上涨

从 18H2 开始, 双汇积极调整肉制品结构, 集中推广高品质、高价格、高利润的产品, 降低低端产品占比, 并开启提价周期。整体肉制品 19Q1 销量同比+2.3%, 均价+1.8%, 但受困于推广新品销售费用的提升, 整体肉制品营业利润率同比-2.4ppt。公司预计今年如果下半年猪周期如期上行, 则肉制品利润率达到前期 20% 的高点较为困难, 但随着费用投放效用的体现, 营业利润率会高于 Q1。

□ 积极应对猪周期上行

公司预计 19H2 猪肉价格同比将会有较高涨幅, 肉制品方面公司计划 (1) 适时继续提价; (2) 加大进口猪肉和前期低价库存肉的使用; (3) 加快产品结构的转型; (4) 积极提升企业内部经营效率。屠宰方面, 如果生猪价格上升幅度远超猪肉价格上升幅度, 则对于屠宰放量将会有压制; 但长远看来, 此次非洲猪瘟带来更多的上游中小屠宰的清理退出, 长期有利于规范企业提高市占率。

□ 盈利预测及估值

我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 535 亿/583 亿/624 亿元, 同比+9.8%/8.9%/7.0%, 利润分别为 50.7 亿/52.1 亿/58.8 亿元, 同比+3.2%/2.6%/12.9%, 目前股价对应 19/20 年 PE 分别为 17x/16x, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

猪肉价格上升超预期, 影响成本/中美贸易摩擦, 猪肉进口受阻

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	48,767	53,562	58,342	62,437
(+/-)	-3.33%	9.83%	8.92%	7.02%
净利润	4,915	5,072	5,205	5,878
(+/-)	13.78%	3.21%	2.62%	12.94%
每股收益(元)	1.49	1.54	1.58	1.78
P/E	17.66	17.11	16.67	14.76

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥26.30

单季度业绩

元/股

1Q/2019	0.39
4Q/2018	0.39
3Q/2018	0.40
2Q/2018	0.41



公司简介

相关报告

- 1《双汇发展: 猪价进入上行周期, 期待屠宰集中度提升》2019.03.16
- 2《双汇发展: 收购双汇集团减少关联交易, 增加协同效应》2019.01.27
- 3《双汇三季报点评: 屠宰量增速放缓, 积极调整应对》2018.10.31

报告撰写人: 申晟

数据支持人: 申晟

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,761	11,304	12,790	14,641
现金	2,618	3,985	4,467	6,140
交易性金融资产	1,870	1,900	2,000	2,200
应收账款	162	177	160	226
其它应收款	33	64	70	75
预付账款	64	69	79	82
存货	4,228	4,227	5,093	4,898
其他	786	882	921	1,021
非流动资产	12,587	11,587	10,577	9,561
金额资产类	45	45	45	45
长期投资	178	179	179	179
固定资产	11,098	10,196	9,289	8,379
无形资产	942	864	781	695
在建工程	108	94	83	75
其他	216	209	199	189
资产总计	22,348	22,890	23,368	24,202
流动负债	8,131	7,784	7,284	7,047
短期借款	2,322	1,932	1,055	600
应付款项	1,928	2,114	2,315	2,449
预收账款	987	1,071	1,167	1,249
其他	2,894	2,667	2,747	2,750
非流动负债	218	179	204	200
长期借款	5	5	5	5
其他	213	174	199	195
负债合计	8,349	7,963	7,488	7,248
少数股东权益	1,025	1,192	1,364	1,557
归属母公司股东权	12,974	13,735	14,516	15,398
负债和股东权益	22,348	22,890	23,368	24,202
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	5,195	6,178	5,880	7,306
净利润	5,076	5,239	5,377	6,072
折旧摊销	976	980	981	984
财务费用	55	61	61	47
投资损失	(48)	(48)	(48)	(48)
营运资金变动	289	(220)	182	(146)
其它	(1,154)	165	(674)	397
投资活动现金流	(2,251)	23	(36)	(134)
资本支出	451	(16)	(13)	(13)
长期投资	(2)	(1)	0	(0)
其他	(2,699)	41	(23)	(120)
筹资活动现金流	(6,357)	(4,834)	(5,362)	(5,498)
短期借款	380	(390)	(877)	(455)
长期借款	(0)	-	-	-
其他	(6,737)	(4,444)	(4,485)	(5,043)
现金净增加额	(3,413)	1,367	481	1,673

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	48,767	53,562	58,342	62,437
营业成本	38,324	42,271	46,299	48,976
营业税金及附加	343	375	406	437
营业费用	2,632	2,892	3,267	3,621
管理费用	1,129	1,248	1,400	1,561
研发费用	73	80	87	93
财务费用	55	61	61	47
资产减值损失	385	161	175	187
公允价值变动损益	30	-	-	-
投资净收益	48	48	48	48
其他经营收益	302	43	43	43
营业利润	6,347	6,565	6,736	7,606
营业外收支	(15)	(15)	(15)	(15)
利润总额	6,332	6,549	6,721	7,590
所得税	1,255	1,310	1,344	1,518
净利润	5,076	5,239	5,377	6,072
少数股东损益	162	167	171	194
归属母公司净利润	4,915	5,072	5,205	5,878
EBITDA	7,385	7,586	7,756	8,616
EPS (最新摊薄)	1.49	1.54	1.58	1.78
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	-3.33%	9.83%	8.92%	7.02%
营业利润	14.42%	3.43%	2.61%	12.91%
归属母公司净利润	13.78%	3.21%	2.62%	12.94%
获利能力				
毛利率	21.42%	21.08%	20.64%	21.56%
净利率	10.41%	9.78%	9.22%	9.73%
ROE	33.36%	35.07%	33.79%	35.81%
ROIC	33.43%	33.63%	34.66%	38.01%
偿债能力				
资产负债率	37.36%	34.79%	32.05%	29.95%
净负债比率	27.88%	24.33%	14.16%	8.35%
流动比率	1.20	1.45	1.76	2.08
速动比率	0.68	0.91	1.06	1.38
营运能力				
总资产周转率	2.15	2.37	2.52	2.63
应收账款周转率	415.55	291.51	172.56	120.91
应付账款周转率	20.30	20.92	20.91	20.56
每股指标(元)				
每股收益	1.49	1.54	1.58	1.78
每股经营现金	1.57	1.87	1.78	2.21
每股净资产	3.93	4.16	4.40	4.67
估值比率				
P/E	17.66	17.11	16.67	14.76
P/B	6.69	6.32	5.98	5.64
EV/EBITDA	10.40	11.08	10.68	9.36

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>