

双汇发展 (000895.SZ)

**鲜冻肉放量，肉制品提价，双重利好驱动高增长**
**评级：买入（维持）**

市场价格：29.98

分析师：范劲松

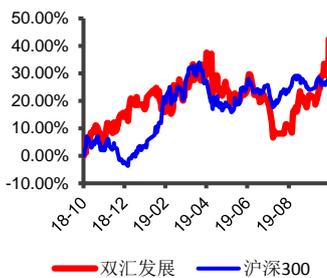
执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	3319
流通股本(百万股)	883
市价(元)	29.98
市值(百万元)	99500
流通市值(百万元)	26500

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

相关报告一：调结构，稳增长，龙头集中度提升

相关报告二：食品饮料年度策略报告

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	50,578	48,932	54,314	59,746	63,331
增长率 yoy%	-2.44%	-3.26%	11.00%	10.00%	6.00%
净利润	4,319	4,915	5,393	5,865	6,307
增长率 yoy%	-1.95%	13.78%	9.74%	8.74%	7.54%
每股收益(元)	1.30	1.48	1.63	1.78	1.91
每股现金流量	1.70	1.57	2.19	1.84	2.49
净资产收益率	29.55%	37.88%	34.74%	34.38%	33.71%
P/E	23.04	20.25	18.34	16.87	15.68
PEG	2.23	2.33	2.66	1.63	1.81
P/B	6.81	7.67	6.37	5.80	5.29

备注：

**投资要点**

■ **事件：公司发布2019年三季报，公司前三季度营业总收入419.94亿元，同比+14.65%，归母净利润39.43亿元，同比+7.86%；单三季度营业收入165.53亿元，同比+28.51%，归母净利润15.44亿元，同比+23.88%。**

■ **屠宰/鲜冻肉：吨价提升驱动收入和业绩高增长。**公司屠宰收入包含屠宰鲜肉+部分库存冻肉外销收入。根据公司公告的分部业绩数据，前三季度屠宰对外收入217.2亿元，同比+22%，屠宰营业利润13.1亿元，同比+90.6%，其中19Q3公司屠宰收入90.1亿元，同比+44%，营业利润为4.8亿元，同比+108.8%，收入逐季改善、利润弹性较大，主因Q3部分低价冻肉库存放量赚取丰厚价差+屠宰单头收入业绩提升较快。1) **从生猪屠宰量价拆分看**，根据公司公告，19Q3公司屠宰生猪269.2万头，同比-28.4%，下滑较多主因非洲猪瘟影响国内供给收紧。根据农业部数据，2019年1-9月中国生猪价格持续上涨至17.0元/kg，同比+34.9%；19Q3猪肉价格上涨60.32%至31.98元/kg，生猪价格上涨71.6%至23.1元/kg，猪肉-生猪价差为8.89元/kg，同比+37%，利好屠宰放利。根据公告数据，我们测算单头屠宰收入（含库存冻肉）为3345元，同比+101.1%，收入利润增长主要来自价差的驱动。2) **从鲜冻肉量价拆分看**，根据渠道调研，我们预计19Q3鲜冻肉预计销量37万吨，同比-2.6%，吨价预计24339元/kg，同比+47.8%，业绩驱动主要来自冻肉吨价提升及低价成本储备优势。

■ **肉制品：调结构、控成本，5次提价后利润弹性凸显，未来持续提价预期较强。**根据公司公告的分部业绩数据，公司肉制品前三季度收入187.2亿元，同比+5.9%，营业利润34.1亿元，同比-6.8%，其中19Q3收入68.2亿元，同比+9%，营业利润14.7亿元，同比+11%，收入逐季改善，利润Q3转正，弹性。**按照量价拆分来看**，根据渠道调研，我们预计19Q3预计肉制品销量43.7万吨，同比+2%，吨价约15581.9元/吨，同比+7.2%，吨价提升幅度明显，根据我们测算，Q1-Q3肉制品吨价涨幅分别为1.8%、4.2%、7.2%，公司提价效应逐渐显现。根据渠道调研，公司年初至今肉制品为对冲原材料涨价压力，已经5次提价，预计今年11-12月会第6次提价。展望2020年，公司肉制品价格策略根据“水涨船高”原则，如果原材料继续上涨，公司会适当提价对冲成本压力。

■ **原材料涨价，整体毛利率略有承压，期间费用率稳步下降，利润改善明显。**

公司整体 19Q3 毛利率 19.3%，同比下降 2.04pct，主因猪鸡等原材料涨价；公司 19Q3 期间费用率同比下降 1.0pct 至 6.7%，其中销售费用率同比下降 0.9pct 至 4.4%，主因销售渠道改革成效，效率提升；管理费用率、财务费用率基本稳定。19Q3 投资收益增多，主因银行结构性存款收益增加。整体看，公司 19Q1-Q3 归母净利润增速分别为 20.25%、-16.58%、23.88%，Q3 业绩出现拐点，环比改善明显。

- **盈利预测及投资建议：**我们预测公司 2019-2021 年收入分别为 543.14、597.46、633.31 亿元，同比+11%、10%、6%，归母净利润为 53.93、58.65、63.07 亿元，同比+9.74%、8.74%、7.54%，对应 PE 分别为 18X、17X、16X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**非洲猪瘟引发原材料价格暴涨，食品安全风险，产品结构调整不达预期，中美贸易关系不确定性影响猪肉进口。

图表 1：双汇发展季度业绩拆分

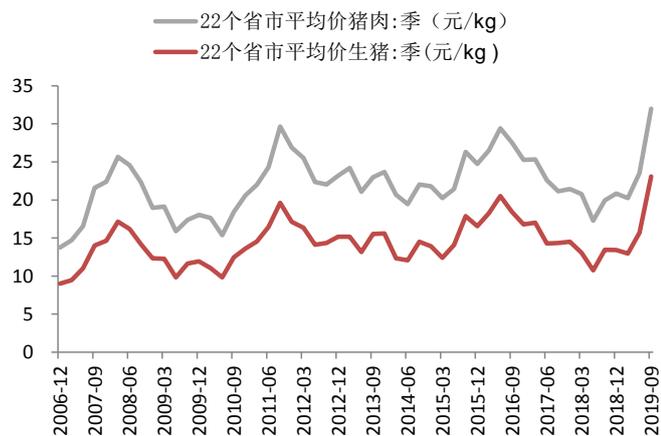
双汇屠宰业务拆分	19Q1	19Q2	19Q3	19HI	19Q1-Q3
屠宰/鲜冻肉收入（亿元）	57.3	69.8	90.1	127.1	217.2
增速%	-5.2%	26.9%	44.0%	10.1%	22.0%
屠宰/鲜冻肉营业利润（亿元）	5.4	2.9	4.8	8.3	13.1
增速%	131.9%	11.5%	108.8%	68.1%	90.6%
鲜冻肉外销量（万吨）	37.4	36.1	37	73.5	110.5
增速%	0.7%	-8.6%	-2.6%	-4.1%	-3.6%
鲜冻肉吨价（元/吨）	15330.45	19307.16	24338.50	17284.64	19645.79
增速%	-5.9%	38.9%	47.8%	14.8%	26.6%
屠宰量（万头）	472.7	385.1	269.2	857.8	1127.0
增速%	20.7%	-11.6%	-28.4%	3.7%	-6.4%
头均收入：含库存冻肉外销（元/头）	1212.9	1811.8	3345.1	1481.8	1926.9
增速%	-21.5%	43.6%	101.1%	6.2%	30.3%
头均营业利润：含库存冻肉外销（元/头）	113.4	75.5	179.3	96.4	116.2
增速%	92.1%	26.2%	191.6%	62.1%	103.5%

双汇肉制品拆分	19Q1	19Q2	19Q3	19HI	19Q1-Q3
肉制品收入（亿元）	58.6	60.4	68.2	119.0	187.2
增速%	4.2%	4.3%	9.0%	4.2%	5.9%
肉制品销量估算（万吨）	38	41.4	43.7	79.37361	123.1
增速%	2.30%	0%	2%	1.10%	1.31%
肉制品吨价估算（元/吨）	15431.0397	14596.3356	15581.9	14995.95	15204.1259
增速%	1.8%	4.2%	7.2%	3.1%	4.5%
肉制品营业利润（亿元）	9.7	9.7	14.7	19.4	34.1
增速%	-9.1%	-23.3%	11.0%	-16.8%	-6.8%

来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 生猪及猪价走势变化



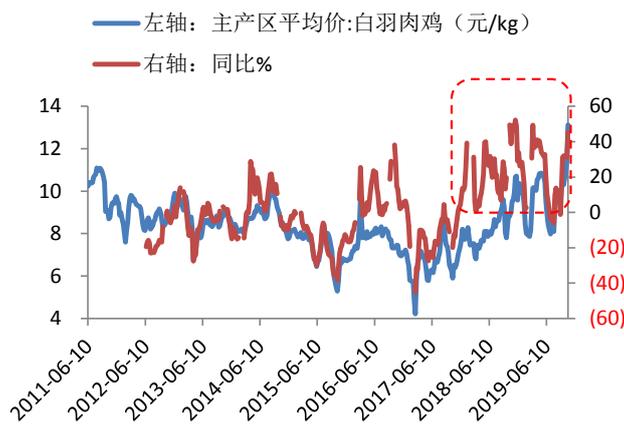
来源: wind、中泰证券研究所

图表 3: 19Q3 生猪-猪肉价差扩大



来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 白羽鸡价格及同比变化



来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 双汇发展财务预测三张报表

利润表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	50,578	48,932	54,314	59,746	63,331
增长率	-2.4%	-3.3%	11.0%	10.0%	6.0%
营业成本	-40,907	-38,324	-42,582	-47,199	-50,044
% 销售收入	80.9%	78.3%	78.4%	79.0%	79.0%
毛利	9,671	10,608	11,732	12,547	13,287
% 销售收入	19.1%	21.7%	21.6%	21.0%	21.0%
营业税金及附加	-346	-343	-381	-419	-445
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-2,402	-2,632	-2,906	-3,077	-3,167
% 销售收入	4.7%	5.4%	5.4%	5.2%	5.0%
管理费用	-1,128	-1,129	-1,249	-1,314	-1,374
% 销售收入	2.2%	2.31%	2.30%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	5,795	6,503	7,196	7,736	8,301
% 销售收入	11.5%	13.3%	13.2%	12.9%	13.1%
财务费用	-55	-55	-22	-29	-40
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
资产减值损失	331	385	404	348	348
公允价值变动收益	0	30	0	0	0
投资收益	74	48	52	58	63
% 税前利润	1.2%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业利润	6,145	6,911	7,630	8,112	8,672
营业利润率	12.2%	14.1%	14.0%	13.6%	13.7%
营业外收支	212	-15	125	137	147
税前利润	6,357	6,895	7,755	8,249	8,819
利润率	12.6%	14.1%	14.3%	13.8%	13.9%
所得税	-1,249	-1,255	-1,375	-1,496	-1,608
所得税率	19.6%	18.2%	17.7%	18.1%	18.2%
净利润	4,511	5,076	5,571	6,058	6,515
少数股东损益	191	162	178	193	208
归属于母公司的净利润	4,319	4,915	5,393	5,865	6,307
净利率	8.5%	10.0%	9.9%	9.8%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	4,511	5,076	5,571	6,058	6,515
加: 折旧和摊销	957	976	970	974	977
资产减值准备	331	385	0	0	0
公允价值变动损失	0	-30	0	0	0
财务费用	87	88	22	29	40
投资收益	-74	-48	-52	-58	-63
少数股东损益	191	162	178	193	208
营运资金的变动	576	-1,526	754	-903	794
经营活动现金净流	5,650	5,195	7,265	6,101	8,263
固定资本投资	453	451	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-402	-2,251	-188	223	49
股利分配	-3,630	-3,630	-3,983	-4,331	-4,658
其他	1,149	-2,727	5,152	-907	-2,937
筹资活动现金净流	-2,481	-6,357	1,168	-5,238	-7,596
现金净流量	2,768	-3,413	8,245	1,086	717

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	6,163	2,618	10,863	11,949	12,666
应收款项	171	194	228	227	255
存货	2,928	4,228	3,724	5,090	4,255
其他流动资产	754	2,721	2,826	2,902	3,018
流动资产	10,017	9,761	17,640	20,169	20,194
% 总资产	43.4%	43.7%	59.8%	65.4%	67.6%
长期投资	220	222	219	221	221
固定资产	11,569	11,165	10,256	9,346	8,433
% 总资产	50.1%	50.0%	34.8%	30.3%	28.2%
无形资产	1,005	942	847	750	653
非流动资产	13,073	12,587	11,839	10,680	9,699
% 总资产	56.6%	56.3%	40.2%	34.6%	32.4%
资产总计	23,089	22,348	29,479	30,850	29,893
短期借款	1,942	2,322	6,342	5,449	2,532
应付款项	3,088	3,504	3,819	4,283	4,307
其他流动负债	2,377	2,305	2,352	2,403	2,458
流动负债	7,407	8,131	12,513	12,136	9,297
长期贷款	5	5	5	0	0
其他长期负债	210	213	234	257	283
负债	7,622	8,349	12,752	12,393	9,580
普通股股东权益	14,617	12,974	15,525	17,061	18,709
少数股东权益	850	1,025	1,203	1,396	1,604
负债股东权益合计	23,089	22,348	29,479	30,850	29,893

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	1.30	1.48	1.63	1.78	1.91
每股净资产(元)	4.40	3.91	4.71	5.17	5.67
每股经营现金净流(元)	1.70	1.57	2.19	1.84	2.49
每股股利(元)	1.09	1.09	1.21	1.31	1.41
回报率					
净资产收益率	29.55%	37.88%	34.74%	34.38%	33.71%
总资产收益率	19.54%	22.72%	18.90%	19.64%	21.79%
投入资本收益率	36.83%	46.31%	47.12%	60.17%	65.26%
增长率					
营业总收入增长率	-2.44%	-3.26%	11.00%	10.00%	6.00%
EBIT增长率	-0.05%	11.89%	10.45%	8.80%	7.67%
净利润增长率	-1.95%	13.78%	9.74%	8.74%	7.54%
总资产增长率	8.14%	-3.21%	31.91%	4.65%	-3.10%
资产管理能力					
应收账款周转天数	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
存货周转天数	21.9	26.3	26.4	26.6	26.6
应付账款周转天数	18.3	17.7	17.7	17.7	17.7
固定资产周转天数	82.6	83.6	71.0	59.1	50.5
偿债能力					
净负债/股东权益	-4.33%	-60.97%	-33.49%	-39.10%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	100.5	112.0	307.9	259.2	198.7
资产负债率	33.01%	37.36%	43.26%	40.17%	32.05%

来源: wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。