

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2020年02月14日**
**市场数据**

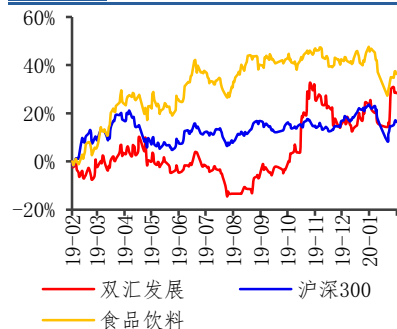
目前股价	32.38
总市值（亿元）	1,074.78
流通市值（亿元）	285.77
总股本（万股）	331,928
流通股本（万股）	88,255
12个月最高/最低	35.20/21.17

**分析师**

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;业绩超预期，肉制品业务改善&gt;&gt;

2019-10-29

&lt;&lt;猪价持续上行，公司盈利承压&gt;&gt;

2019-08-14

&lt;&lt;屠宰盈利提升，肉制品略有承压&gt;&gt;

2019-04-30

# 火腿肠需求旺盛刺激短期业绩，公司长期逻辑顺畅

**——双汇发展（000895）公司动态点评**
**盈利预测**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	50447	48767	56298	63816	73466
(+/-%)	-2.7%	-3.3%	15.4%	13.4%	15.1%
净利润	4319	4915	5379	6452	7759
(+/-%)	-1.9%	13.8%	9.5%	19.9%	20.3%
摊薄 EPS	1.31	1.49	1.63	1.96	2.35
PE	25	22	20	17	14

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 疫情期间，双汇火腿肠需求旺盛，刺激短期业绩。**疫情期间，大部分地区采取封城策略，餐饮门店纷纷停业，从而家庭消费场景大幅增加，三四线城市更加明显，叠加年轻消费群体更青睐便利、美味的产品，对方便面、火腿肠、速冻火锅料等产品的需求较为旺盛。根据我们草根调研结果，疫情期间，双汇火腿肠在多家商超出现断货，双汇依靠强大的物流配送能力以及协调经销商之间配货，多数商超已进行2-3次补货，该期间商超终端销售收入普遍同比翻倍。假设疫情4月初结束，按照往年该期间双汇火腿肠收入占火腿肠全年收入的±30%，火腿肠利润占公司整体利润的±40%，再加上目前鸡肉价格回落，有助于火腿肠的毛利率提升，将大大提高公司的利润弹性。
- 提价+中美猪价差+屠宰量增加+渠道网络完善，公司的长期逻辑顺畅。**长期来看，公司业绩有望保持稳定增长，主要逻辑如下：**1）火腿肠提价、升级刚起步，尚有较大成长空间。**火腿肠的消费场景多于方便面，但过去5年方便面提价150%+，火腿不到70%，提价幅度远小于方便面；19年公司6次提价，年化提价幅度±20%，终端接受度较为顺畅，随着雨润、得利斯等日渐式微，预计公司3年内完成剩余提价的机会较大，每年估计可贡献5-7%业绩弹性，长期来看，公司价格稳提升、产品稳升级的空间较大。**2）中美猪价差红利有望持续。**中美贸易战预计明年缓解后，农业有望放开，双汇将继续享受中美猪价差的利润空间，有望每年增厚5-8%利润弹性。**3）国内猪价回落后，屠宰量将增加。**国内猪肉价格有望在今年下半年回落，消费需求将继续回升，叠加经过本轮洗牌，部分中小企业退出，公司的屠宰量将增加，预计收割市场份额的增量在3%-5%。**4）关键逻辑：冷链物流与渠道网络不断完善。**双汇拥有系统的冷链物流，同时积极开拓餐饮渠道，可做类似于安井的供应链。
- 盈利预测与投资建议。**19年猪肉价格呈上行态势，公司通过多项措施对

原料价格上涨的负面影响；此外，在公司改革与调结构双重作用下，肉制品收入有望进一步改善。我们预计 2019-2021 年公司收入增速分别为 15.4%、13.4%、15.1%，净利润增速分别为 9.5%、19.9%、20.3%，EPS 分别为 1.63、1.96、2.35，对应 PE 分别为 20、17、14X。鉴于公司业绩持续改善，将逐渐得到市场认可，若估值提升到 23X，则对应股价为 45.1 元，较目前尚有 39% 空间。公司作为高分红率标的，是稳健价值投资的较优选择，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**原料价格波动，新品拓展不及预期，冻猪肉进口价格上涨，食品安全问题。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	50447.34	48767.40	56298.18	63816.47	73466.08	<b>成长性</b>					
营业成本	40907.13	38323.64	45151.47	50675.49	57961.41	营业收入增长	-2.7%	-3.3%	15.4%	13.4%	15.1%
销售费用	2402.09	2632.25	2420.82	2744.11	3085.58	营业成本增长	-3.6%	-6.3%	17.8%	12.2%	14.4%
管理费用	1128.34	1129.29	1069.67	1212.51	1395.86	营业利润增长	-0.2%	14.4%	9.5%	19.9%	20.3%
研发费用	0.00	72.58	84.45	92.53	102.85	利润总额增长	-1.8%	9.9%	9.5%	19.9%	20.3%
财务费用	55.12	55.32	48.92	55.48	67.14	净利润增长	-1.9%	13.8%	9.5%	19.9%	20.3%
其他收益	0.00	259.27	70.00	80.00	75.00	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	74.14	47.53	59.94	54.69	57.40	毛利率	18.9%	21.4%	19.8%	20.6%	21.1%
营业利润	5547.10	6347.12	6950.42	8334.23	10022.39	销售净利率	8.9%	10.4%	9.9%	10.5%	11.0%
营业外收支	212.09	-15.48	-16.65	-18.44	-16.67	ROE	29.2%	36.3%	31.4%	31.8%	31.1%
利润总额	5759.19	6331.64	6933.76	8315.79	10005.72	ROIC	43.2%	47.8%	52.0%	54.4%	64.8%
所得税	1248.65	1255.24	1352.08	1621.58	1951.12	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	191.23	161.90	202.38	242.42	295.53	销售费用/营业收入	4.8%	5.4%	4.3%	4.3%	4.2%
净利润	4319.30	4914.50	5379.30	6451.79	7759.08	管理费用/营业收入	2.2%	2.3%	1.9%	1.9%	1.9%
<b>资产负债表</b>						研发费用/营业收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
					( 百万 )	财务费用/营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
流动资产	10016.53	9761.07	13324.38	15853.82	20672.57	投资收益/营业利润	1.3%	0.7%	0.9%	0.7%	0.6%
货币资金	6162.80	2617.94	6139.84	7601.27	12027.51	所得税/利润总额	21.7%	19.8%	19.5%	19.5%	19.5%
应收票据及应收账款合计	161.02	161.66	210.85	211.41	274.70	应收账款周转率	313.25	302.26	302.26	302.26	302.26
其他应收款	10.43	32.55	17.07	39.18	25.58	存货周转率	13.31	10.71	10.71	10.71	10.71
存货	2928.26	4228.36	4203.29	5259.93	5563.88	流动资产周转率	5.91	4.93	4.88	4.37	4.02
非流动资产	13072.53	12586.84	13658.13	14554.16	15773.55	总资产周转率	2.27	2.15	2.28	2.22	2.20
固定资产	11568.59	11164.59	12231.14	13173.03	14441.82	<b>偿债能力</b>					
资产总计	23089.07	22347.91	26982.51	30407.98	36446.12	资产负债率	33.0%	37.4%	34.2%	30.7%	28.8%
流动负债	7407.04	8130.89	8999.23	9113.34	10294.11	流动比率	1.35	1.20	1.48	1.74	2.01
短期借款	1942.11	2322.21	2322.21	2322.21	2322.21	速动比率	0.86	0.58	0.92	1.07	1.38
应付款项	1848.35	1928.28	2521.21	2472.65	3239.20	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
非流动负债	214.70	217.81	217.14	216.33	215.55	EPS	1.31	1.49	1.63	1.96	2.35
长期借款	5.14	5.08	4.42	3.60	2.82	每股净资产	4.43	3.93	5.01	5.94	7.33
负债合计	7621.74	8348.69	9216.37	9329.67	10509.66	每股经营现金流	1.71	1.48	2.17	2.01	2.99
股东权益	15467.33	13999.22	17766.14	21078.31	25936.47	每股经营现金/EPS	1.30	1.00	1.33	1.03	1.27
股本	3299.56	3299.56	3299.56	3299.56	3299.56	<b>估值</b>					
留存收益	9433.88	7725.57	11246.13	15468.40	20548.71	PE	25	22	20	17	14
少数股东权益	850.24	1025.08	1227.46	1469.88	1765.41	PEG	10.81	4.56	2.85	1.17	0.83
负债和权益总计	23089.07	22347.91	26982.51	30407.98	36446.12	PB	7.29	8.21	6.44	5.43	4.41
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	EV/EBITDA	15.53	14.32	13.16	10.89	8.73
经营活动现金流	5650.04	5194.85	7173.39	6618.80	9855.18	EV/SALES	2.05	2.16	1.82	1.58	1.32
其中营运资本减少	227.15	-1075.43	826.16	-953.96	788.16	EV/IC	6.18	6.83	5.38	4.57	3.64
投资活动现金流	-401.70	-2250.77	-1787.92	-1719.11	-2164.67	ROIC/WACC	4.38	4.85	5.27	5.46	6.43
其中资本支出	526.61	515.22	1054.88	878.17	1202.18	REP	1.41	1.41	1.02	0.84	0.57
融资活动现金流	-2480.60	-6356.87	-1863.58	-3438.27	-3264.27						
净现金总变化	2767.57	-3412.20	3521.89	1461.43	4426.24						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>