

# 双汇发展 (000895)

证券研究报告

2020 年 05 月 06 日

## 厚积薄发，透视双汇老派王牌的后程发力

### 肉类老派王牌，全产业链布局厚积薄发，屠宰平台的价值愈发凸显

双汇发展是目前中国最大的肉类加工基地，公司在不断创新探索扬长补短中，实现了屠宰与肉制品的双轮驱动，业绩增长稳健，行业龙头地位始终稳固。公司近十年营业收入 CAGR 为 5.8%，2019 年实现营收 608.48 亿元，同比+24%，同时归母净利润高速增长，10 年 CAGR 为 18.74%，2019 年归母净利润 54.38 亿元，同比+11%。

“十三五”期间政策对生猪产业的环保要求趋严，大量小型屠宰场因排放不达标关停，2018 年非洲猪瘟爆发对产业链造成较大冲击，叠加疫情影响，使得中小规模屠宰厂稳定性差、两端议价能力低等弊端更加凸显，因上行承压逐步退出市场，行业集中度加速提升。同时因政府限制，国内屠宰行业正由“调猪”转向“调肉”，由此导致大量地区产销失衡，双汇基地全覆盖的优势显著，将集中受益。

### 从产业链延伸视角看双汇，方知“慢就是快”的深刻含义

双汇发展屠宰起家，产业链触角不断延伸，实现全产业链共同发展。双汇的发展主要经历三个时期：一、在屠宰行业薄利的背景下，双汇通过拓展肉制品业务，弥补屠宰业盈利差和产销不均衡的问题，实现屠宰业务和肉制品业务互利共赢。二、为保证产品品质，公司积极布局上游生猪养殖，保证原料来源；并扩大屠宰布局，把控成本，支撑公司屠宰平台扩张；三、在上游来源不足且价格波动较大情况下，公司母公司收购史密斯菲尔德，保证公司从生猪价格稳定的美国进口原材料，弥补短板，保证持续扩张。

### 后顾之忧解除，全面实现肉制品的再创造

屠宰平台扩张及史密斯菲尔德进口解除双汇发展的短板，将为下游的稳步扩张提供保障。中国当前处于第三消费时代，消费者对食品安全、健康、营养和口感提出了全方位要求，品质更好的冷鲜肉替代热鲜肉是必然趋势，我国冷链物流和新零售的发展也为冷鲜肉的供应链提供保障。另外，受益于消费升级，预制调理产品和标准化餐饮食材需求量加大，对产品品类的多样化要求提高。双汇发展抓住机遇，率先布局冷鲜肉和餐饮产业链，丰富产品品类，在消费升级态势下稳步前行。

**盈利预测：**预计公司 2020-2022 年实现营收 714.75/751.95/812.39 亿元，同比增长 18.44%/5.21%/8.04%，实现净利润 65.56/75.65/90.67 亿元，同比增长 20.58%/15.38%/19.86%，EPS 分别为 1.98/2.28/2.73 元，给予公司 2020 年 30 倍估值，目标价格 59.4 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；食品安全风险；新冠疫情风险；销量不及预期风险

#### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	40.41 元
目标价格	59.4 元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股)	3,319.28
流通 A 股股本(百万股)	882.02
A 股总市值(百万元)	134,132.19
流通 A 股市值(百万元)	35,642.32
每股净资产(元)	5.41
资产负债率(%)	40.31
一年内最高/最低(元)	44.10/21.17

#### 作者

刘畅 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：贝格数据

#### 相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	48,931.88	60,348.31	71,474.64	75,195.33	81,238.50
增长率(%)	(3.26)	23.33	18.44	5.21	8.04
EBITDA(百万元)	7,150.47	8,517.35	8,927.32	10,181.75	12,046.07
净利润(百万元)	4,914.50	5,437.61	6,556.46	7,564.62	9,066.79
增长率(%)	13.78	10.64	20.58	15.38	19.86
EPS(元/股)	1.48	1.64	1.98	2.28	2.73
市盈率(P/E)	29.73	26.87	22.29	19.32	16.12
市净率(P/B)	11.26	8.86	8.72	8.64	8.55
市销率(P/S)	2.99	2.42	2.04	1.94	1.80
EV/EBITDA	10.69	10.97	15.90	13.96	11.73

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 屠宰和肉制品的老派王牌，全产业链布局只为厚积薄发	5
1.1. 航母建成绝非一日之功	5
1.2. 主营屠宰与肉制品中游业务，净利润增长势头不减	6
2. 从产业链延伸视角看双汇，方知“慢就是快”的深刻含义	7
2.1. 阶段一：屠宰业务利润微薄，肉制品业务力挽狂澜	7
2.1.1. 屠宰是一份辛苦钱，行业集中度低盈利能力弱，肉制品在当时是最好的互补品	7
2.1.2. 肉制品业务解决屠宰行业长期弊端，辅助屠宰业务发展迅速	8
2.1.3. 屠宰业务作为平台，支撑肉制品业务快速发展	10
2.2. 阶段二：布局上游养殖&扩大屠宰布局支撑公司屠宰平台扩张	10
2.3. 阶段三：史密斯菲尔德为双汇业务扩张保驾护航	13
3. 苦心人天不负，屠宰平台的价值愈发凸显	14
3.1. 非洲猪瘟冲击下行业新变局显现，屠宰加速整合	14
3.2. 产业链缩短彰显屠宰平台优势，调猪改调肉模式下双汇持续受益	16
4. 后顾之忧解除，方可全面实现肉制品的再创造	17
4.1. 中国肉类市场潜力大，猪肉行业前景依然可观	17
4.2. 消费升级趋势下冷鲜肉需求加速释放	18
4.2.1. 冷链物流革命进程加快，双汇率先布局冷鲜肉行业	18
4.3. 便捷化、健康化、风味化，肉制品也可以成就食品工业的价值典范	20
4.3.1. 餐饮产业链效率提升，全行业纷纷加码布局	20
4.3.2. 肉制品的升级需要双汇的引领，公司产品品类在创新，也在升级	21
5. 盈利预测与投资建议	23
6. 风险提示	23

## 图表目录

图 1：双汇发展历程	5
图 2：双汇发展股权结构	5
图 3：双汇发展模型	6
图 4：肉制品产业链	6
图 5：双汇发展营业收入及增速	7
图 6：双汇发展归母净利润及增速	7
图 7：2019 年主营业务收入占比	7
图 8：2019 年主营业务毛利占比	7
图 9：我国屠宰行业市场集中度（2018 年）	8
图 10：2019 年屠宰企业产能、屠宰数量及产能利用率	8
图 11：22 个省市：平均价：生猪及猪肉（单位：元/千克）	8

图 12: 生猪出栏量及猪肉产量 .....	8
图 13: 双汇发展模型 (2000-2012) .....	9
图 14: 可比公司生鲜冻品毛利率 .....	9
图 15: 可比公司生鲜冻品吨价 (万元/吨) .....	9
图 16: 双汇生鲜冻品收入及增速 .....	9
图 17: 双汇肉制品业务收入及增速 .....	10
图 18: 公司内部交易量 (万吨) .....	10
图 19: 可比公司肉制品业务毛利率 .....	10
图 20: 肉制品业务吨价 .....	10
图 21: 双汇发展模型 (2012-2014) .....	11
图 22: 双汇养殖基地 .....	11
图 23: 全国各省生猪价格存在差异 (2020 年 4 月 28 日) .....	12
图 24: 公司屠宰数量 (万头) 及增速 .....	12
图 25: 公司屠宰业务毛利率 .....	12
图 26: 双汇发展模型 (2015-至今) .....	13
图 27: 中国及美国生猪价格 (美元/公斤) .....	13
图 28: 进口猪肉数量 (吨) .....	13
图 29: 双汇屠宰数量及生鲜冻品收入 .....	14
图 30: 生猪出栏量 (亿头) .....	15
图 31: 规模以上定点屠宰占全国屠宰量的比重 (%) .....	15
图 32: “调猪” 向调肉模式转变 .....	15
图 33: 双汇发展生产基地布局图 .....	16
图 34: 双汇发展模型 (未来屠宰平台扩张) .....	17
图 35: 2018 年全球 TOP5 肉类消费国消费情况 .....	17
图 36: 中国城乡居民可支配收入及城市化率 .....	17
图 37: 我国肉类消费结构 .....	18
图 38: 我国人均猪肉消费量 (公斤) .....	18
图 39: 我国生鲜肉消费结构 .....	19
图 40: 我国冷藏车保有量情况 .....	19
图 41: 生鲜肉品产品矩阵 .....	20
图 42: 中国各肉制品企业餐饮环节布局 .....	20
图 43: 高低温肉制品产品矩阵 .....	21
图 44: 公司高低温肉制品营收 .....	21
图 45: 公司高低温肉制品毛利率 .....	21
图 46: 休闲肉制品及餐饮食材群产品矩阵 .....	22
图 47: 双汇发展模型 (未来) .....	22
表 1: 屠宰及肉类加工行业规范化治理政策 .....	14
表 2: 上游养殖企业向屠宰板块延伸 .....	15

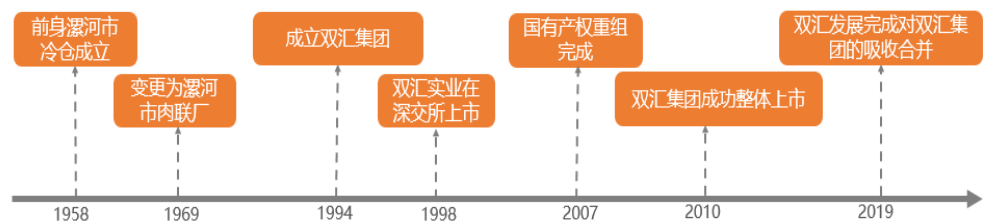
表 3：生鲜猪肉品对比 .....	18
表 4：业务拆分（亿元） .....	23
表 5：可比公司估值 .....	23

## 1. 屠宰和肉制品的老派王牌，全产业链布局只为厚积薄发

### 1.1. 航母建成绝非一日之功

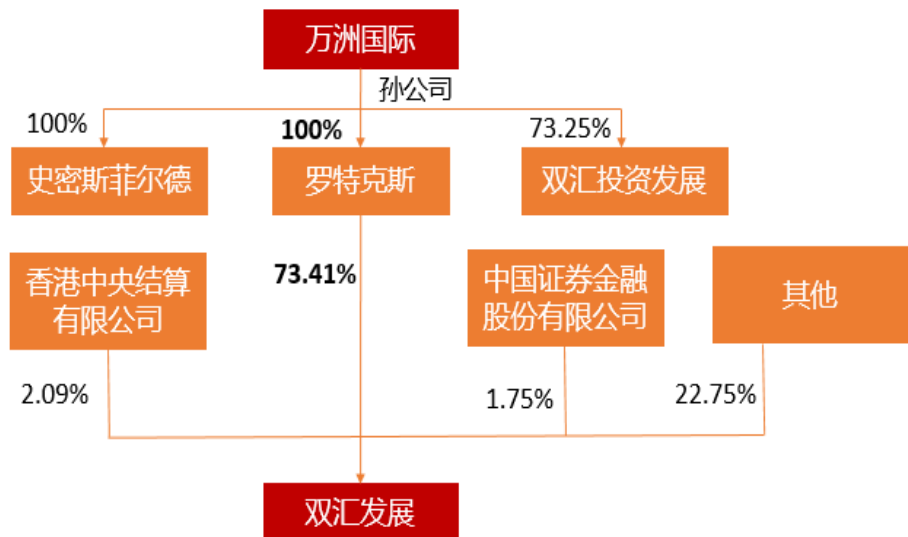
双汇发展是目前中国最大的肉类加工基地，发展历史悠久。1958 年双汇集团前身漯河市冷仓成立，1969 年变更为漯河市肉联厂。1992 年，公司拓展肉制品深加工业务，双汇火腿肠问世。1994 年公司以漯河肉联厂为核心组建并成立双汇集团，于 1998 年在深交所上市，成为中国肉类加工第一股。2007 年双汇国有产权转让和战略重组全面完成，于 2010 年成功推进整体上市，股票市值超千亿。2019 年，双汇发展完成了对其母公司双汇集团的吸收合并，进一步聚焦肉业主业，双汇发展成为万洲国际旗下中国境内唯一肉类平台，股权结构得到简化。

图 1：双汇发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 2：双汇发展股权结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

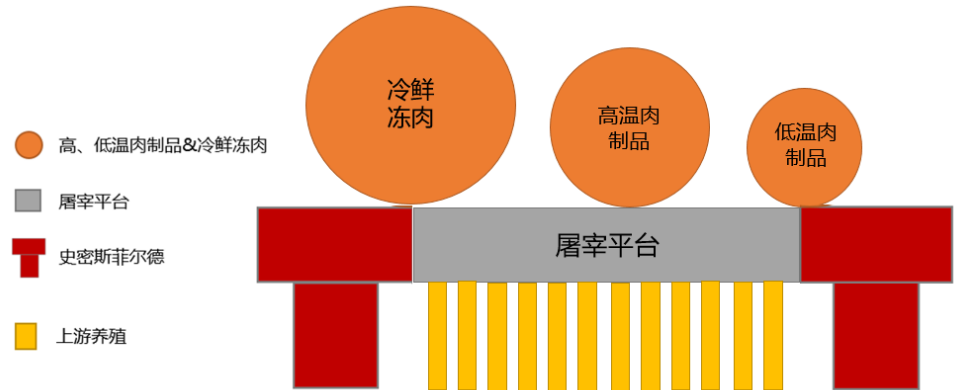
纵观双汇的发展史，我们发现公司是在不断创新探索，弥补短板，实现屠宰与肉制品业务联动中做大做强，成就和保持行业龙头地位：

- 1984-1990：1984 年，万隆当选厂长，公司当年实现盈利，结束了长达 26 年的亏损。在计划经济模式下，生猪实行统购统销政策，价格由国家控制，工厂按计划价格收不到生猪。双汇打破了生猪购销体制，通过上浮 2 分钱来收购生猪，解决了工厂长期上游供应难题。同时，公司紧抓内外外贸，实现国内杀猪、宰牛、宰兔等多种经营一起上，同时开发出口产品，远销前苏联、东南亚及中国港澳地区，实现由内销向外贸转型。
- 1991-2012：1992 年，公司做出中国第一根用国外生产线生产的火腿肠，实现由生变熟的深加工，实现产业结构的转型升级，公司成为中国最大的肉类加工基地。2000 年，双汇首次从欧洲引进冷鲜肉生产线，率先将“冷链生产、冷链销售、冷

链配送、连锁经营’的冷鲜肉模式引入国内，进一步升级公司产业结构。

- 2013-至今：2013 年，双汇母公司双汇国际收购了史密斯菲尔德，并于 2014 年更名万洲国际，于香港上市。2015 年，双汇将史密斯菲尔德的产品、技术、品牌引进中国，同时销售中西式产品，并通过史密斯菲尔德的猪肉进口，支撑公司肉制品类快速扩张，形成较为稳健的成长模型。

图 3：双汇发展模型

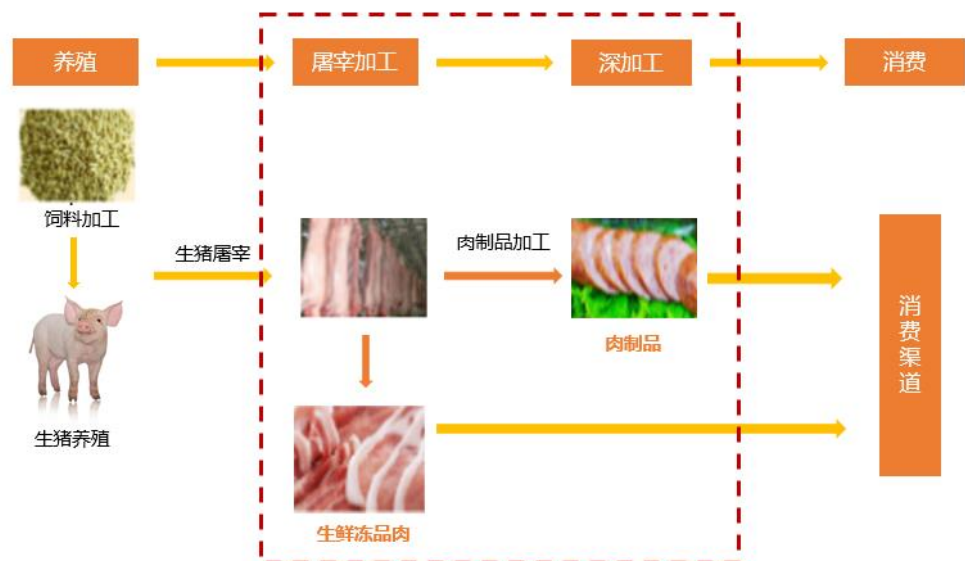


资料来源：Wind、公司年报、天风证券研究所

## 1.2. 主营屠宰与肉制品中游业务，净利润增长势头不减

**主业突出，行业配套的全产业链布局。**猪肉产业链上游包括饲料加工、生猪养殖，中游为屠宰及肉类加工业，猪肉屠宰后一部分经初加工形成生鲜冻品，另一部分转入肉类加工企业经深加工形成肉制品，最终通过下游冷链物流和销售渠道到达消费者的餐桌上。双汇发展主营业务为产业链中游的屠宰和肉类加工业，主要产品为屠宰加工产生的生鲜冻肉品和经过深加工产生的高温及低温肉制品，同时，公司较早向上下游延伸拓展，实现饲料、养殖、屠宰、肉制品加工、包装、终端连锁的全产业链布局。

图 4：肉制品产业链



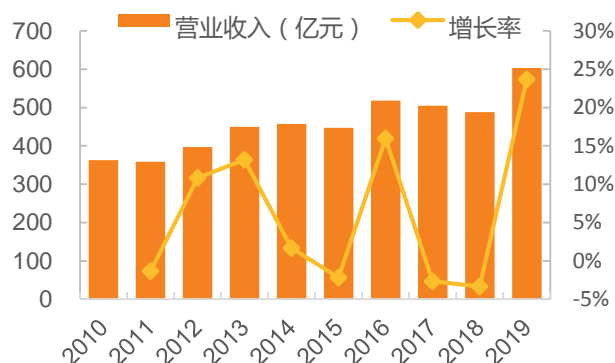
资料来源：前瞻经济学人、天风证券研究所

注：圈出部分为双汇主营业务



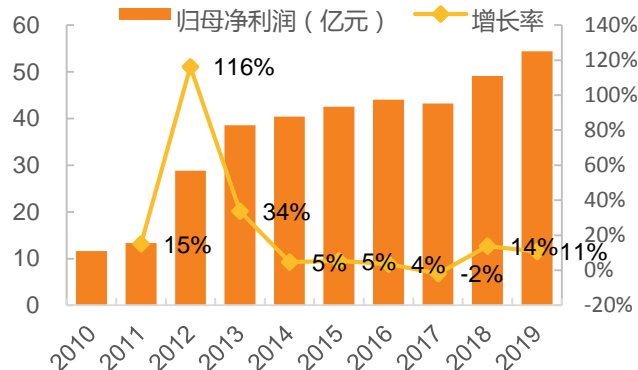
**两大主营业务持续优化，净利润增长势头不减。**从 2010 年到 2019 年，公司营业收入在大幅波动中呈现增长趋势，CAGR+5.8%，2019 年，公司实现营收 603.10 亿元，同比增长 24%。同时，归母净利润实现高速增长，CAGR+18.74%，2019 年，实现归母净利润 54.38 亿元，同比增长 11%。目前，公司生鲜冻品营收占比为 58%，但屠宰行业整体毛利率较低，毛利占比约 31%。对公司毛利贡献较大的为肉制品业务，毛利贡献 62%，是公司主要的利润来源。

图 5：双汇发展营业收入及增速



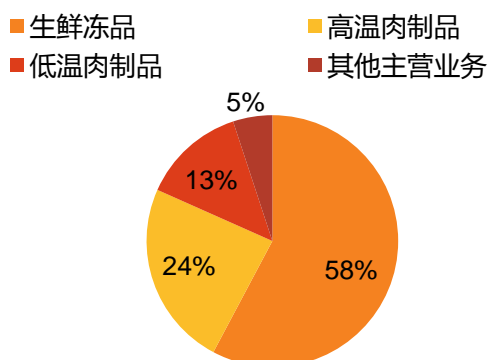
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：双汇发展归母净利润及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

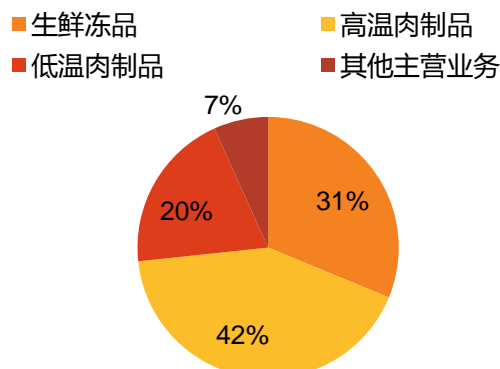
图 7：2019 年主营业务收入占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：未涉及内部递减

图 8：2019 年主营业务毛利占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：未涉及内部递减

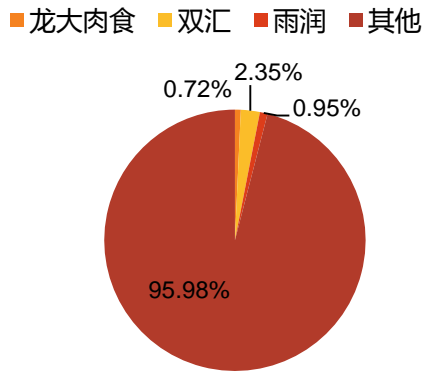
## 2. 从产业链延伸视角看双汇，方知“慢就是快”的深刻含义

### 2.1. 阶段一：屠宰业务利润微薄，肉制品业务力挽狂澜

#### 2.1.1. 屠宰是一份辛苦钱，行业集中度低盈利能力弱，肉制品在当时是最好的互补品

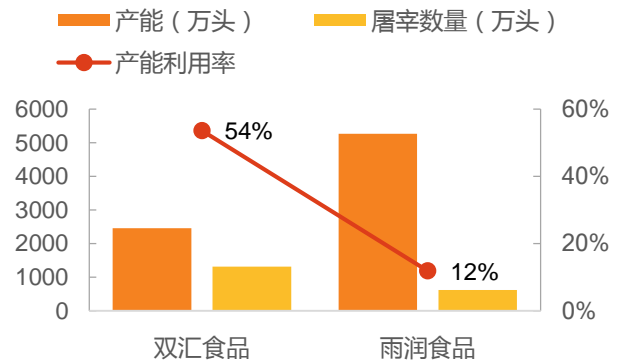
上游生猪养殖集中度低导致屠宰行业分散化程度高，产能利用率低。双汇是以屠宰业务起家，屠宰行业一直是一个不赚钱的行业，毛利率低，盈利能力弱。这其中的主要原因是中国上游养殖的分散化，2017 年，生猪养殖行业 CR5 占比不足 10%，生猪养殖行业市场格局的分散使屠宰企业较难获得稳定的生猪供给，且屠宰行业进入门槛低，导致了屠宰行业“多，小，散，乱”的格局，竞争极度分散化。2018 年，双汇发展、雨润食品和龙大肉食生猪屠宰量占全国屠宰量仅有 4%，公司作为行业龙头仅占 2.35%，因此行业内相互之间争抢原料严重，造成先进产能闲置，行业结构性失衡，龙头双汇、雨润产能利用率仅为 54%、12%，屠宰全行业产能利用率仅为 30%-35%，产能利用率过低。

图 9：我国屠宰行业市场集中度（2018 年）



资料来源：Wind、天风证券研究所

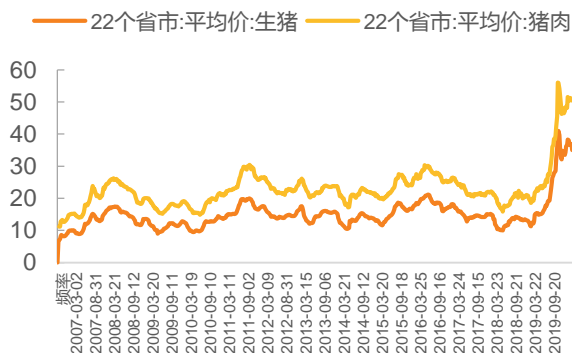
图 10：2019 年屠宰企业产能、屠宰数量及产能利用率



资料来源：公司年报、天风证券研究所

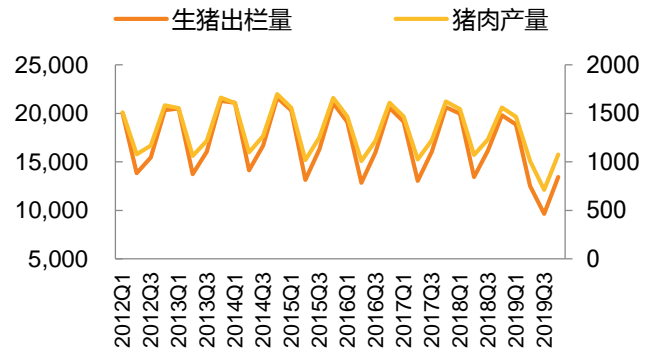
**猪价波动性高、猪肉产销不均衡挤压屠宰行业利润。**屠宰行业中原料占生产成本比重达 70%，而原材料生产成本中 95%来自于生猪，生猪和猪肉之间的价差是屠宰行业的利润来源，生猪价格越低，屠宰及肉制品行业毛利率越高。一般来说，生猪价先于猪肉价格上涨，两者价差缩小，挤压屠宰行业的利润空间。而由于我国生猪散养比例高达 80%，规模化程度低，散户跟随当前猪肉价格波动制定未来生产计划，价高则扩张，价低则退出，叠加不可预测的动物疫情，短期易波动剧烈。同时，由于消费习惯，猪肉淡季消费量变动较大，因此猪肉产销极易出现不平衡，而鲜肉不易存储，易腐化变质，屠宰公司普遍采用储存价值较低的冻肉解决，降低了屠宰企业的盈利能力。

图 11：22 个省市：平均价：生猪及猪肉（单位：元/千克）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：生猪出栏量及猪肉产量



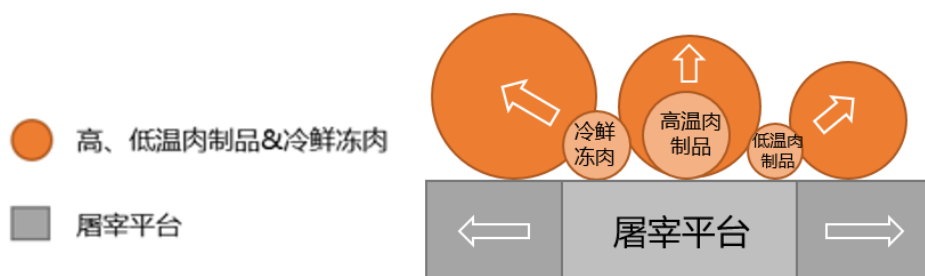
资料来源：Wind、天风证券研究所

### 2.1.2. 肉制品业务解决屠宰行业长期弊端，辅助屠宰业务发展迅速

在屠宰行业薄利的背景下，1990 年双汇营收仅突破 1 亿。2012 年，双汇开始拓展肉制品业务，生产出中国第一根用国外生产线生产的火腿肠，自此之后，受益于火腿肠业务的发展，公司营收实现快速增长，由 1990 年的 1 亿攀升至 1995 年的 20 亿，火腿肠业务营收占比达 88%。2000 年，双汇从欧洲引进国内第一条冷鲜肉生产线，率先引领了精细分割冷鲜肉行业的发展。公司以现有的屠宰业务作为平台，支撑了下游肉制品深加工的发展，同时拥有高低温肉制品以及冷鲜冻肉产品，解决了屠宰行业长期弊端，二者实现互利共赢。



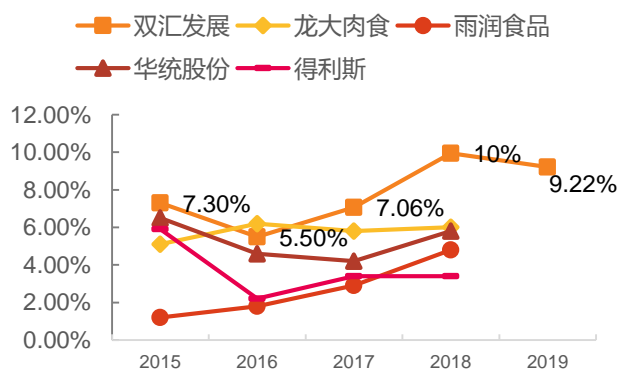
图 13：双汇发展模型（2000-2012）



资料来源：Wind、公司年报、天风证券研究所

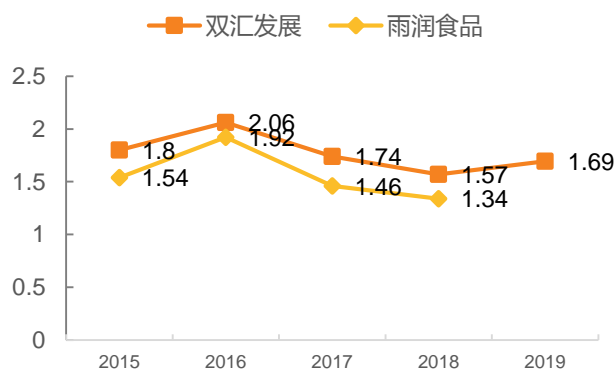
肉制品解决屠宰行业供需不平衡，屠宰业务盈利能力行业领先。在产销不均衡下，屠宰公司普遍采用冻肉平衡供需，但冻肉价值较低，盈利能力显著低于鲜肉，主要销售给下游肉制品行业。通过产业链的延伸，双汇可以充分利用产销波动的猪肉加工成保质期更长的肉制品，以更高的价位售出，提升屠宰行业盈利能力。此外，屠宰行业正朝精细加工的方向发展，猪肉精细分割必然会带来大量的边角料，肉制品业务可以充分消化边角料，提高产出的利用率，从而拉高业务的利润率，与国内其他屠宰企业相比，双汇屠宰业务的毛利率和平均单价始终处于行业高位。03 至 12 年，公司屠宰业务收入从 17 亿增长至 154 亿元，实现高速增长，CAGR+28%。

图 14：可比公司生鲜冻品毛利率



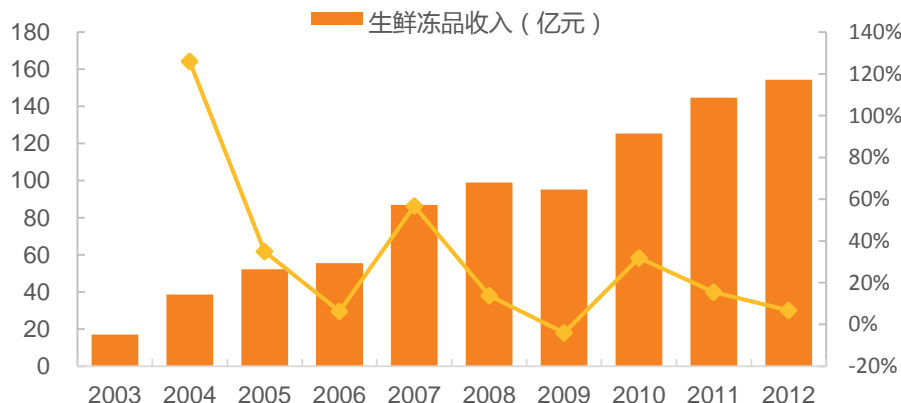
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：可比公司生鲜冻品吨价（万元/吨）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：双汇生鲜冻品收入及增速

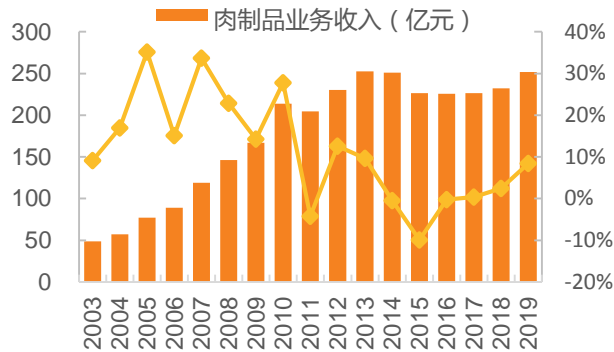


资料来源：Wind、天风证券研究所

### 2.1.3. 屠宰业务作为平台，支撑肉制品业务快速发展

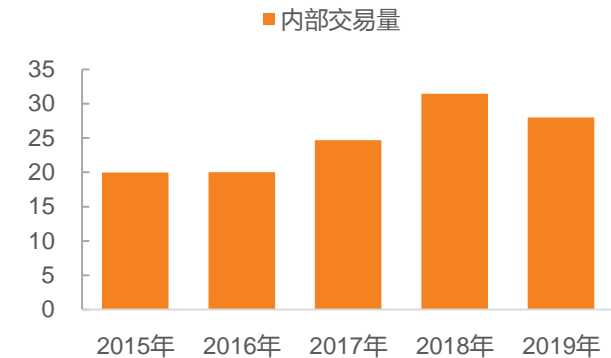
屠宰业务是双汇肉制品产量不断扩张的保障。公司屠宰业务是肉制品业务实现不断扩张的平台，通过屠宰业务优质而稳定的原料供给为其肉制品产量的不断扩张提供保障，近年来公司屠宰分部向肉制品分布销售的鲜冻肉量呈上升趋势，肉制品规模不断扩大，肉制品业务营收从 03 年的 49 亿元增至 19 年的 252 亿元，实现 CAGR+11%，2018 年双汇在肉制品市场占比达到 15% 左右，其市场份额超过后十位竞争对手的市场总和。

图 17：双汇肉制品业务收入及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

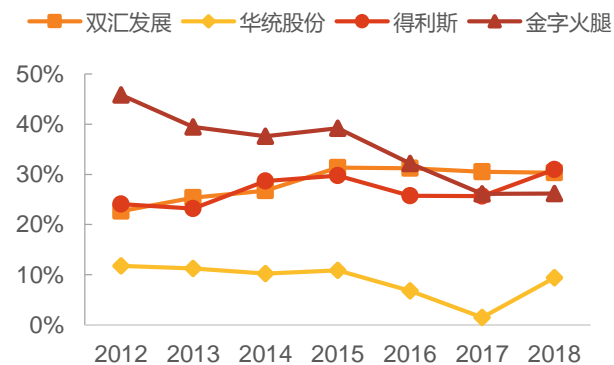
图 18：公司内部交易量（万吨）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

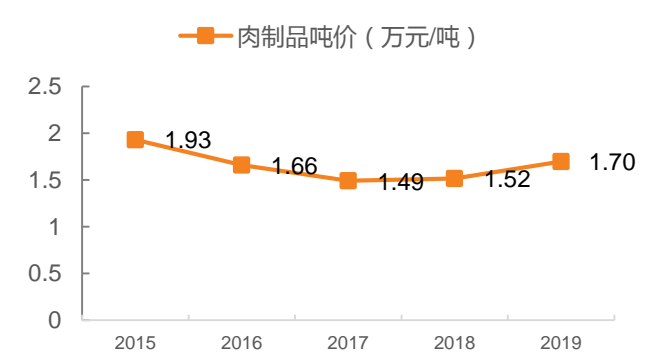
肉制品业务盈利能力强，是公司主要利润来源。公司利用屠宰业务为肉制品提供原材料，两者间的协同作用对冲了成本端猪肉价格易于波动的风险，将肉制品成本控制在较低的范围，强化肉制品业务的盈利能力，公司肉制品业务毛利率始终处于较高水平，现已稳定在 30% 左右，优于同行业可比公司。从 2018 年年底至 2019 年 11 月，在猪瘟期间，公司肉制品相关产品进行了几次调价，整体涨幅约 20%，实现高成本下平稳运行。新冠疫情爆发后，作为生活必需品的肉制品供不应求，使得当前价格稳定，预计 2020 年公司肉制品业务利润空间将进一步提升。

图 19：可比公司肉制品业务毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：肉制品业务吨价

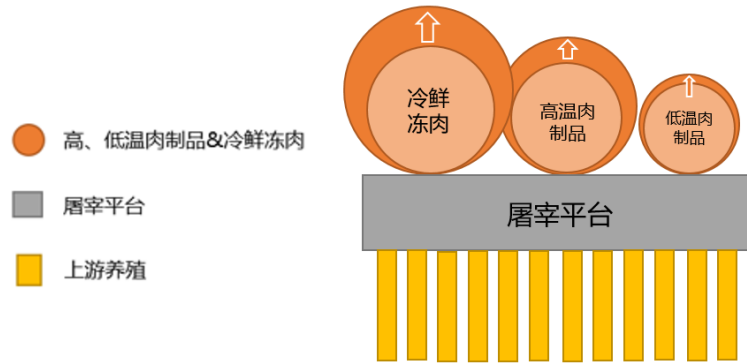


资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2.2. 阶段二：布局上游养殖&扩大屠宰布局支撑公司屠宰平台扩张

在 2011 年公司经历了瘦肉精事件后，为保证产品品质，公司积极布局上游生猪养殖，并通过扩大全国的屠宰布局，保证稳定的原料来源，控制原料成本，进一步支撑了公司屠宰业务的扩张，打造了更为稳健的发展模型。

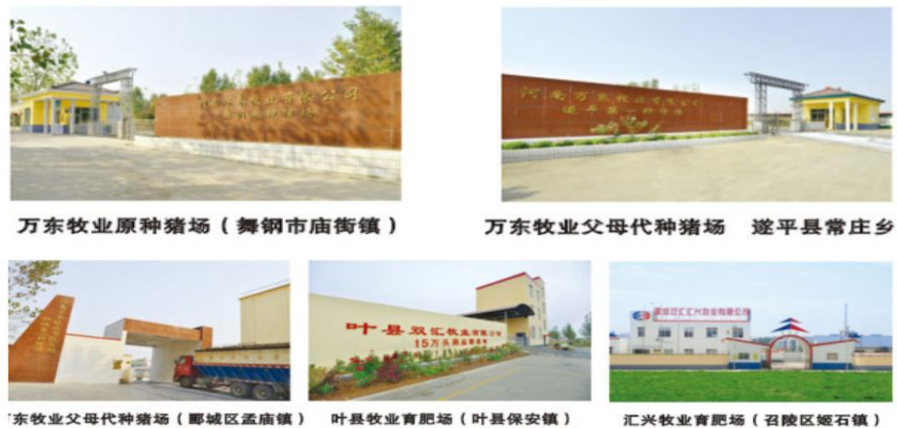
图 21：双汇发展模型（2012-2014）



资料来源：Wind、公司年报、天风证券研究所

**布局上游养殖，把控质量降低成本。**农牧事业部是双汇发展下属的五大事业部之一，主要负责养猪、养鸡、饲料等版块的生产经营管理部门。养猪业现有 3 个种猪繁育场、4 个商品猪场，年出栏种猪及商品猪 33 万头，养猪业配套饲料厂 1 个，年生产饲料 15 万吨。双汇发展模式为围绕双汇肉类加工基地，配套养殖场 30%，实现自繁自养，自产自销，把控质量，支撑屠宰业务发展。

图 22：双汇养殖基地



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**扩大全国屠宰布局，对冲省际猪价差异。**2012 年，公司开始扩大屠宰布局，分别在广西、上海、安徽、山东、吉林、辽宁、河南、浙江投资建设生猪屠宰项目，屠宰子公司由 2011 年的 7 家扩大至 2012 年的 16 家，同时双汇不断加快与中小屠宰企业合作步伐，推进跨区兼并重组。目前公司在全国各省拥有 30 个屠宰基地，全面覆盖猪肉生产区和消费区，有效统筹全国资源，化解单个区域风险。同时，由于生猪跨省调运受限，我国各省生猪价格差异明显，以 2020 年 4 月 28 日外三元生猪价格为例，甘肃猪价最低为 30.13 元/公斤，海南最高为 36.11 元/公斤，全国布局使得双汇有能力对冲省际猪价差异，控制上游生猪成本，提升屠宰业务盈利能力。

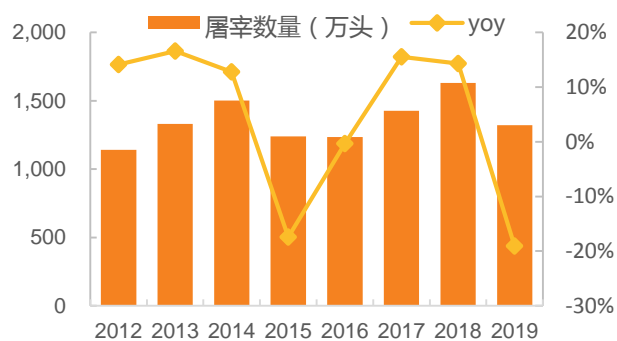
图 23：全国各省生猪价格存在差异（2020 年 4 月 28 日）



资料来源：中国养猪网、天风证券研究所

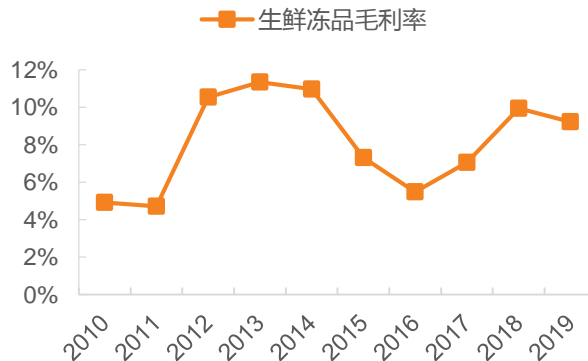
**屠宰产能迅速扩大，盈利能力提升。**随着众多屠宰基地的建成，双汇屠宰业务迅速增长，2012 年屠宰数量较 2011 年屠宰数量上涨 14%，原材料价格回落及固定成本的摊销让屠宰毛利率随之提高，同比上升 5.8pct 至 10.5%，净利率上升 3.6pct 至 7.7%，盈利能力大幅提升。

图 24：公司屠宰数量（万头）及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 25：公司屠宰业务毛利率

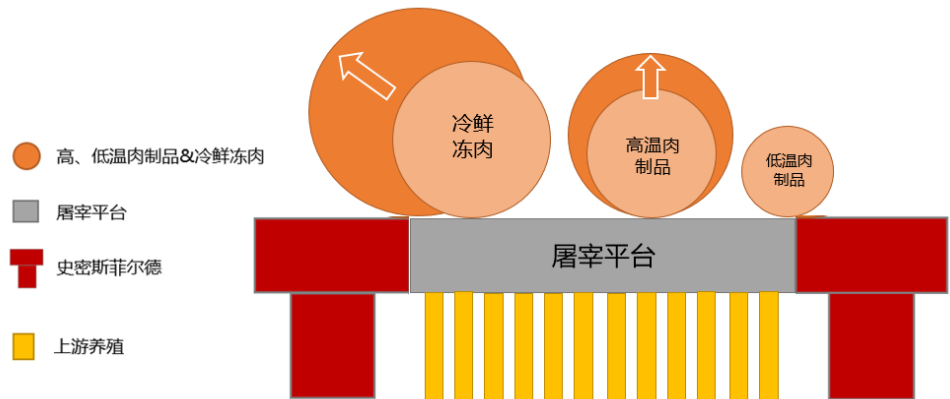


资料来源：Wind、天风证券研究所

### 2.3. 阶段三：史密斯菲尔德为双汇业务扩张保驾护航

在冷鲜肉及肉制品业务不断扩张时，我们认为公司需要进一步扩大屠宰平台来满足肉制品行业对原材料的需求。在全产业链布局上，上游养殖一直是双汇的短板，猪养殖本身是高风险投入，重资产运作，周期比较长，且价格波动比较大，公司目前自建养殖基地占总屠宰量比重非常少。双汇母公司万洲收购美国史密斯菲尔德，通过从美国进口猪肉弥补了在上游的短板，保证了稳定的原料来源，进一步完善了公司发展模型。

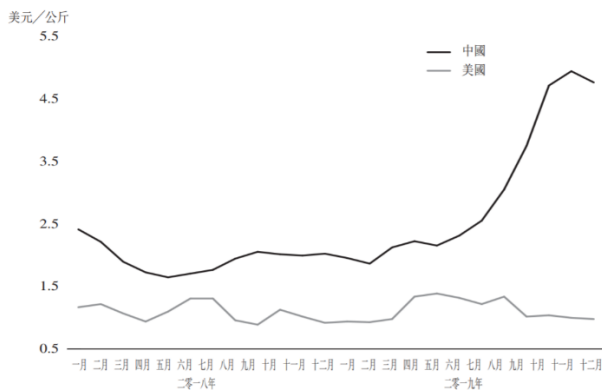
图 26：双汇发展模型（2015-至今）



资料来源：Wind、公司年报、天风证券研究所

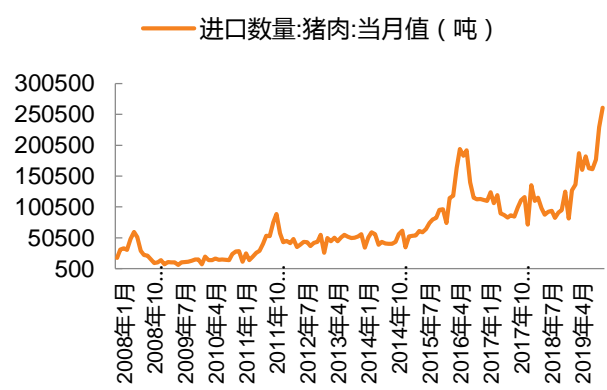
**中美猪肉价差大，进口猪肉数量逐步提升。**美国是世界第二大猪肉出口国，由于美国生猪养殖规模化、机械化程度高，且农业科技发达，饲料成本远低于我国，使得与我国生猪价格差异显著，价格平稳且远低于我国生猪价格，因此近年来国内对猪肉进口的需求越发强烈，进口量持续攀升。

图 27：中国及美国生猪价格（美元/公斤）



资料来源：万洲国际年报、天风证券研究所

图 28：进口猪肉数量（吨）

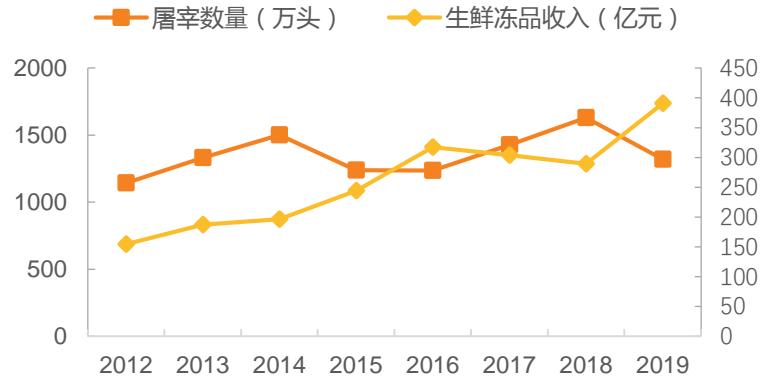


资料来源：Wind、天风证券研究所

**收购史密斯菲尔德，保证业务持续扩张。**2013年，双汇母公司双汇国际（万洲国际）收购了史密斯菲尔德，史密斯菲尔德是美国排名第一的猪肉生产商，2019年，万洲国际生猪出栏量达2180.5万头。公司依托万洲国际在欧美的生猪养殖资源，灵活应对国内猪肉价格波动。若国内猪价高企，公司可引进国外生猪资源，缓冲猪周期对原材料供给的冲击。公司生鲜冻品业务收入与屠宰数量关系逐渐减弱，实现在屠宰数量波动剧烈下稳步增长。2019年，公司充分发挥全球采购资源优势，扩大进口、以外补内，进口肉规模创历史新高，有力地支持了鲜冻品参与市场竞争，同时降低肉制品成本。公司预计2020年中美猪价价差仍然较大，会加大美国猪肉的进口，为业务扩张保驾护航。



图 29：双汇屠宰数量及生鲜冻品收入



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3. 苦心人天不负，屠宰平台的价值愈发凸显

#### 3.1. 非洲猪瘟冲击下行业新变局显现，屠宰加速整合

**环保趋严和疫情防控，屠宰行业加快提档升级。**“十三五”期间，国内政策对生猪产业链的环保要求趋严，农业部加快畜禽屠宰法治化建设，重点加强小型生猪屠宰场点的资格清理，大量无法达到污染排放标准的小屠宰场关停并转。2018 年非洲猪瘟爆发，对生猪产业链造成了较大冲击，同时也给传统猪肉产业模式带来变革。农业部进一步要求加快推进生猪屠宰清理整顿和标准化创建，行政调控和市场调节联合发力，屠宰企业加速淘汰落后产能。

表 1：屠宰及肉类加工行业规范化治理政策

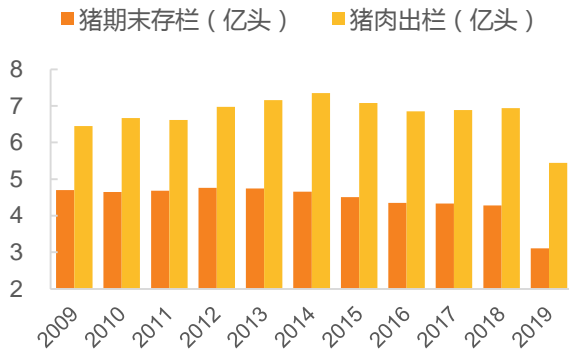
时间	相关政策	主要内容
2016 年	全国生猪生产发展规划（2016-2020 年）	推进标准化规模养殖，加强屠宰管理和疫病防控，建立健全猪肉产品质量安全追溯体系，推动全产业链一体化发展，加快产业转型升级
2016 年	关于加强屠宰行业管理保障肉品质量安全的意见	以推进集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市为主攻方向，做好管理工作，优化资源配置，规范行业秩序，提高肉品质量安全保障水平。
2017 年	固定污染源排污许可分类管理名录（2017 年版）	屠宰及肉类加工行业排污许可证于 2018 年启动核发，生猪屠宰行业依据规模不同实行差异化管理。
2018 年	打击生猪屠宰领域违法行为做好非洲猪瘟防控专项行动方案	强化生猪屠宰风险隐患排查，严厉打击私屠滥宰等违法行为，加快推进生猪屠宰清理整顿和标准化创建。
2018 年	关于加强生猪屠宰企业非洲猪瘟防控保障猪肉质量和有效供给的通知	严格落实各项综合防控措施，加快屠宰产业转型升级，严厉打击生猪私屠滥宰和违规屠宰行为。
2018 年	关于开展打击私屠滥宰防控非洲猪瘟保证生猪产品质量安全专项治理行动的通知	坚决整治违规屠宰生猪行为，严格生猪定点屠宰厂条件审查，强化屠宰环节非洲猪瘟防控风险排查，严管屠宰厂代宰行为。
2019 年	关于稳定生猪生产促进转型升级的意见	稳定当前生猪生产，加快构建现代养殖体系，完善动物疫病防控体系，健全现代生猪流通体系，强化政策措施保障。

资料来源：农业农村部、人民政府网、天风证券研究所

**小规模屠宰厂上行承压，规模化企业加速行业整合。**2015 年以来我国规模以上定点屠宰量占比上行趋势明显，2019 年定点屠宰量占比达 35.1%。目前全国共有 5520 家生猪屠宰企业，其中年屠宰量在 2 万以上的企业 2638 家，占比 47.8%，而在 2013 年，500 头以下的小规模养殖单元占出栏量的 59%。受非洲猪瘟疫情影响，2019 年生猪出栏量出现锐减，国内生猪出栏量 54419 万头，同比下降 21.6%，生猪和猪肉价格急速攀升。叠加新冠肺炎疫情带来的复工延迟，中小屠宰厂获取稳定猪源能力差、两端议价能力低、开工率不足等弊端更加凸显，逐步退出市场，行业集中度加速提升。

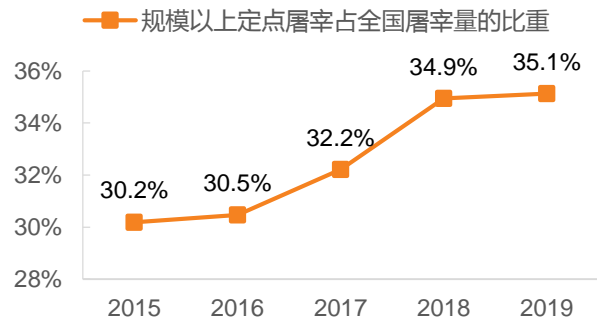


图 30：生猪出栏量（亿头）



资料来源：Wind、天风证券研究所

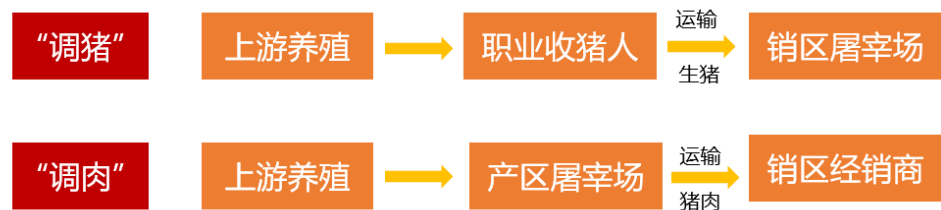
图 31：规模以上定点屠宰占全国屠宰量的比重（%）



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

**“调猪”向“调肉”转变，养殖企业向屠宰板块延伸。**传统活猪调运方式易造成疫情传染扩散，因而政府限制活猪跨省调运，鼓励实现就地屠宰。根据农业农村部要求，中南区自 2019 年 11 月 30 日起，开始试点禁止非中南区的活猪调入，自 2020 年 11 月 30 日起，中南区内省与省之间禁止活猪跨省调运。养殖龙头企业纷纷积极响应“调猪”转向“调肉”的趋势变化，开始向下游延伸布局建设屠宰厂。但规模化屠宰企业在生产设备、冷链运输和销售网络方面壁垒较高，引进先进的生产设备，研发冷分割加工工艺，建设冷链物流体系，建设完善营销网络，塑造知名品牌，都需要较大的资金投入和时间累积。

图 32：“调猪”向调肉模式转变



资料来源：南方农村报、天风证券研究所

表 2：上游养殖企业向屠宰板块延伸

时间	相关政策	主要内容
2019 年年报	牧原股份	公司开始建设屠宰厂以应对“调猪”转向“调肉”的趋势变化。报告期内，公司分别在河南省内乡县、正阳县、商水县启动 3 个屠宰厂项目，设计产能总计为 600 万头，向生猪屠宰板块延伸。计划 2020 年，在屠宰方面，扩大生猪屠宰规模，开发适应市场需求的产品，创建牧原品牌，引领市场，创造价值。
2018 年年报	正邦科技	计划 2019 年向下游延伸产业，进入生猪屠宰行业。随着农业农村部《关于稳定生猪生产、保障市场供给的意见》的出台，生猪销售及运输，预计将由“调猪”向“调肉”转变。因此，公司将在生猪集中出栏地区，通过新建、合资、参股等多种方式，适度配套部分生猪屠宰厂，逐步向下游延伸，进入生猪屠宰行业。
2018 年年报	温氏股份	计划 2019 年着手布局屠宰加工业务，延伸养殖产业链。重启屠宰加工项目，成立生猪食品发展部，统筹开展公司生猪屠宰加工业务。完成了 12 家意向合作屠宰企业的前期调研，为下阶段开展屠宰加工业务合作打下了一定基础。成立了 3 个屠宰项目筹建工作小组，其中一个项目开工建设，另两个项目取得了积极进展。

资料来源：公司年报、公司公告、天风证券研究所

### 3.2. 产业链缩短彰显屠宰平台优势，调猪改调肉模式下双汇持续受益

**全国性屠宰产区及销售渠道，品牌优势显著。**调猪改调肉模式初期，产区屠宰场没有销区渠道，销区经销商也没有产区货源，导致产销失衡，产销区价差进一步扩大。由于生产基地全覆盖的优势，双汇处理产销失衡的能力强，同时既能根据地区猪价积极调整原材料采购策略和屠宰产能布局，又可均衡个别区域极端价格或突发波动造成的冲击，具有显著优势。同时，同向屠宰延伸的养殖企业相比，公司常年 to B 业务下冷鲜冻肉品牌优势显著，叠加全国性销售渠道及一百多万个销售网点，将集中受益。

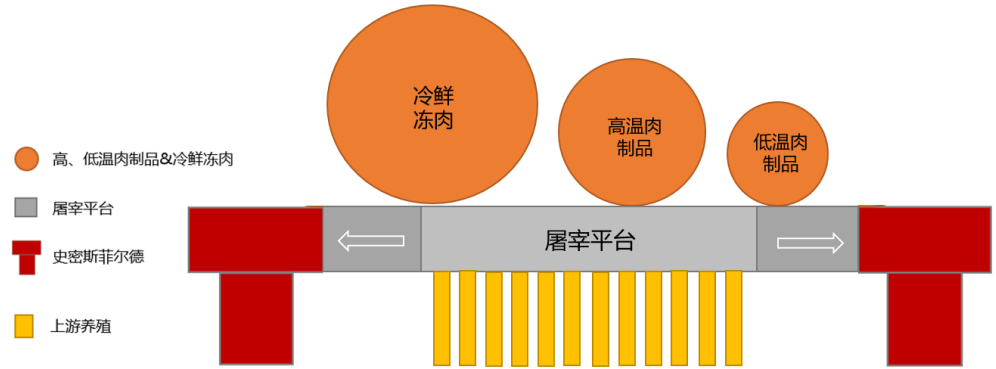
图 33：双汇发展生产基地布局图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**持续受益下，双汇屠宰平台将逐步延伸。**在“调猪”向“调肉”模式转化下，散养户将逐步退出市场，屠宰市场将更加规范，行业集中度提升。同时，此模式将减少猪瘟等疾病对生猪出栏量的影响，稳定猪价。在此背景下，双汇的屠宰业务利润率将得到提升，平台有望进一步得到扩张。平台的延伸将支持公司冷鲜冻肉、肉制品业务规模的进一步扩大。尤其是在猪肉供应逐步由热鲜肉向冷鲜肉转换后，公司冷鲜肉业务发展成熟，品牌渠道优势显著，在屠宰平台延伸外加史密斯菲尔德进口的保障下，解除原材料的后顾之忧，支持下游规模持续扩大。

图 34：双汇发展模型（未来屠宰平台扩张）



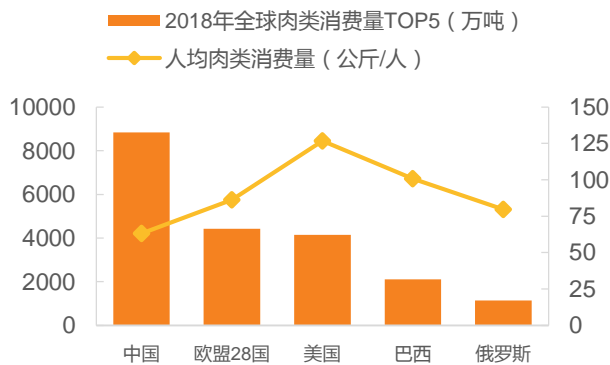
资料来源：Wind、公司年报、天风证券研究所

## 4. 后顾之忧解除，方可全面实现肉制品的再创造

### 4.1. 中国肉类市场潜力大，猪肉行业前景依然可观

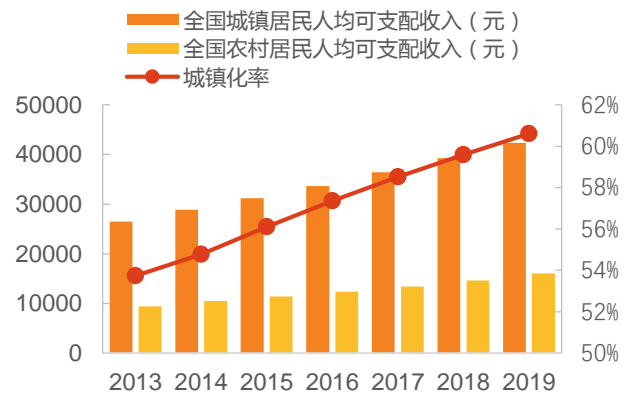
**中国肉类市场需求高，消费增长潜力大。**根据 OECD 的数据，2018 年中国肉类消费量为 8829.6 万吨，为世界第一大肉类消费国，约欧盟 28 国肉类消费量总和的两倍。但从人均消费量来看，目前中国肉类人均消费量为 63 公斤，仅为美国的一半左右（127 公斤/人），仍有较大上升空间。虽然中国人口增长有放缓趋势，但城市化率现已突破 60%，且 2013 年-2019 年，城乡居民人均可支配收入 CAGR 均超过 8%。伴随着中国城市化进程推进和居民可支配收入提高，预计未来中国的肉类消费量将进一步增加。

图 35：2018 年全球 TOP5 肉类消费国消费情况



资料来源：OECD，天风证券研究所

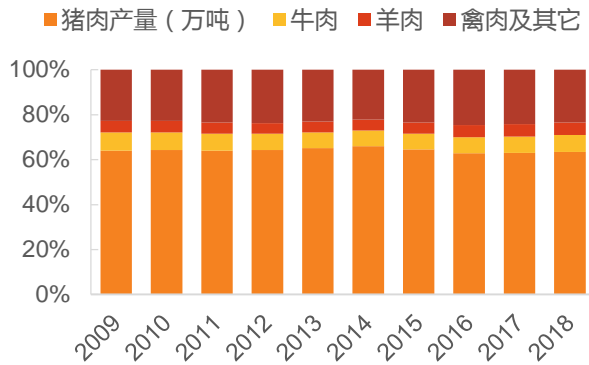
图 36：中国城乡居民人均可支配收入及城市化率



资料来源：Wind，天风证券研究所

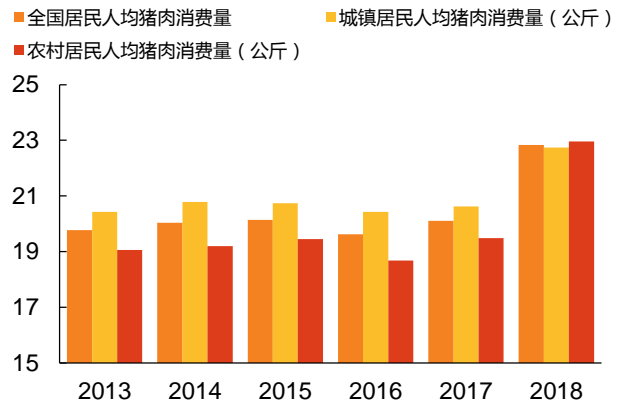
**猪肉占比高，人均消费量稳中有升。**从肉类结构来看，猪肉始终是中国最受欢迎的肉类，猪肉产量占肉类总产量比例一直维持在 64% 左右，远超牛羊禽类产量。从人均消费量来看，城乡居民人均猪肉消费量稳中有升，2018 年全国人均消费量为 22.84 公斤，同比增长 13.5%，在 2018 年国内猪肉产量同比下滑 0.9% 的情况下，猪肉人均消费量逆势增长，可见居民对猪肉的饮食依赖和消费习惯不可扭转，猪肉行业前景依然可观。

图 37：我国肉类消费结构



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 38：我国人均猪肉消费量（公斤）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

## 4.2. 消费升级趋势下冷鲜肉需求加速释放

### 4.2.1. 冷链物流革命进程加快，双汇率先布局冷鲜肉行业

冷鲜肉品质好营养高风味佳，受益于第三消费时代中的消费升级。屠宰行业的产成品为生鲜猪肉，分为热鲜肉、冷鲜肉、冷冻肉。“即杀即卖”的热鲜肉被认为是最新鲜的猪肉，在消费中占主要地位。但实际上热鲜肉未经降温处理，为微生物提供了生长环境，而且在宰杀、运送和售卖的过程中暴露于空气，极易受到污染。冷冻肉是宰杀后经预冷排酸急冻，随后保持在 $-18^{\circ}\text{C}$ 以下冻结的肉品，有效抑制了细菌的繁殖，但购买后的解冻过程会造成营养价值的流失。相较于微生物易繁殖的热鲜肉和营养易流失的冷冻肉，冷鲜肉严格检疫、冷却排酸，在加工、流通和销售全程低温控制，无需解冻，克服了前两者在品质和营养方面的缺陷，是质量最高的肉类品类。

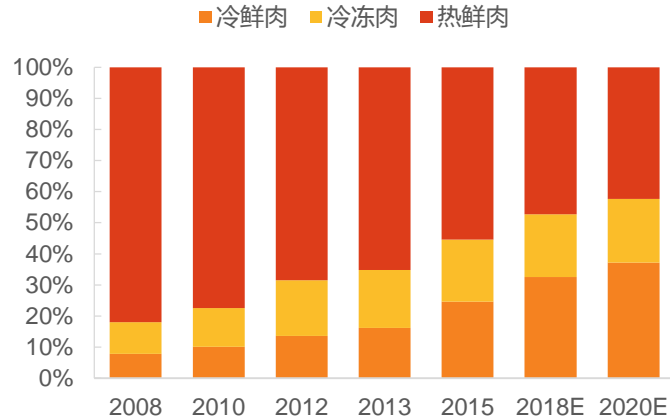
表 3：生鲜猪肉品对比

	热鲜肉	冷鲜肉	冷冻肉
处理过程	凌晨宰杀，清早上市，未经降温处理	严格检疫，宰杀后迅速冷却，低温脱酸，后续全程 $0-4^{\circ}$ 保存	宰杀后预冷排酸急冻，冻结状态储存、销售
安全质量	肉温高细菌易滋生，运售过程易受污染	冷却有效抑制微生物生长繁殖	冷冻有效抑制微生物生长繁殖
营养价值	无排酸处理，不利于消化吸收	保留营养，易于人体吸收	解冻造成营养成分大量流失
口感风味	肉质僵硬，不易煮烂	肉质鲜嫩，口感滑腻	解冻使口感下降
价格	较低	较高	中等

资料来源：养猪网、全球品牌畜牧网、天风证券研究所

消费升级趋势下冷鲜肉需求加速释放。我们在《食品饮料行业 2020 年度策略》中提出当前的消费时代正处于时钟的第三阶段初期，随着消费能力提升和消费观念升级，消费者对消费品的安全、健康、营养和口感提出了全方位的要求，我们认为卫生新鲜、营养丰富、质嫩味美的冷鲜肉迎合当前消费偏好，最大程度的满足消费者的需求。2008 年，冷鲜肉仅占比 7.9%，而 2018 年高达 32.5%，预计在 2020 年达到 37.1%，冷鲜肉替代热鲜肉是未来的必然趋势。对比欧美、日本等发达国家冷鲜肉占比近 90%，我国冷鲜肉市场发展潜力大，有望加速释放。

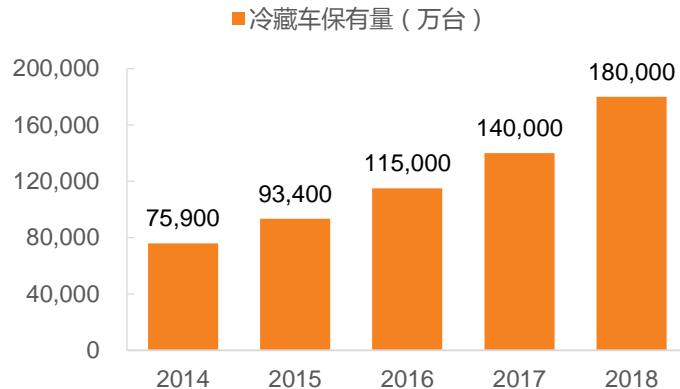
图 39：我国生鲜肉消费结构



资料来源：养猪网，天风证券研究所

**新“运肉”模式下受益冷鲜肉发展，冷链物流保障供应能力。**冷鲜肉消费需求的增长要求供给端充分适配。冷鲜肉经过冷却处理后，要求在后续加工、储存、流通、销售过程中始终处于低温控制，这就需要冷链物流的技术和设备支撑。而在销售模式由运猪转向运肉后，将热鲜肉从产区运到销区也需要冷链运输，额外增加热鲜肉成本。同时，热鲜肉保质期较短（1-2天），远距离运输使肉类保质时间减少，品质下降，导致冷鲜肉加速对热鲜肉的替代。近年来，我国冷链物流整体发展迅速，全国冷藏车保有量为18万台，同比增长28.6%。其中食品冷链运用更是占比接近90%。冷链供应链的发展和生鲜电商的崛起保障了生鲜供应力度，未来冷鲜肉的需求释放有望得到充分满足。

图 40：我国冷藏车保有量情况



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

**精细化切割提高产品价值，新零售下加速冷鲜冻肉替代热鲜肉。**冷鲜肉售价受市场猪肉价格影响且未经过精加工，因而附加值相对较低。为提高生鲜品溢价，双汇在切割技术下功夫，充分迎合当前消费者因生活节奏加快和烹饪能力不足而产生的对食材便捷化的需求。双汇筷乐亿家系列产品，优选不同部位进行精切，节省了消费者切肉和洗肉时间，降低了烹饪难度，满足了消费者对便捷性的追求。2019年，巨头纷纷入局生鲜电商行业，以阿里盒马生鲜和京东到家为代表的新零售模式开始成为市场创新主流，为冷链产品提供强大供应链，加速冷鲜冻肉行业发展。



图 41：生鲜肉品产品矩阵



资料来源：公司官网、天风证券研究所

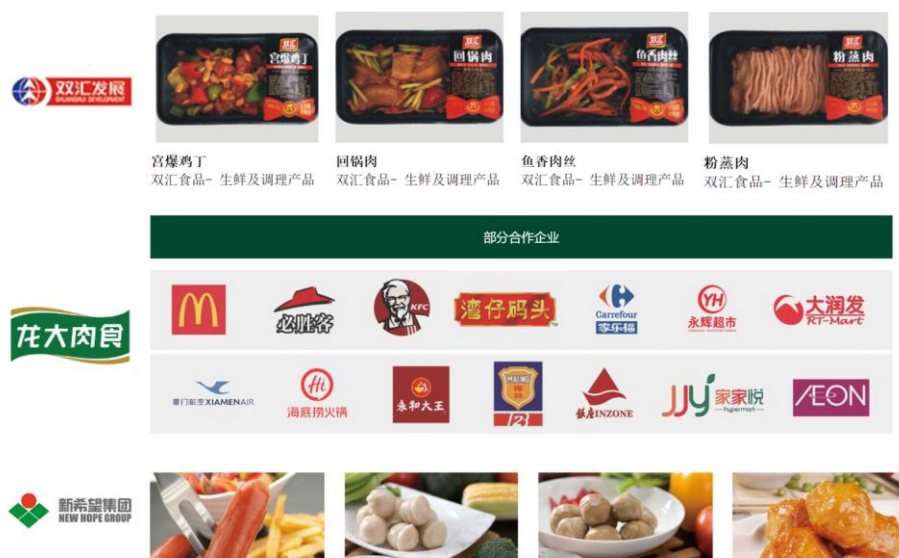
### 4.3. 便捷化、健康化、风味化，肉制品也可以成就食品工业的价值典范

#### 4.3.1. 餐饮产业链效率提升，全行业纷纷加码布局

目前国内市场的消费升级的大背景下，消费者对肉制品的口味、口感、品种有着更丰富的需求，在品质、营养、便捷等方面也有更高的要求。以肉类为原料的餐饮食品、休闲食品消费趋势明显。我们在报告《食品饮料行业 2020 年度策略》中提出“新四化”下重点关注的五个投资方向，为肉制品产品的未来升级趋势提供指引。

**重劳力的标准化和工业化——餐饮连锁产业链。**符合便捷性需求的快餐、外卖子领域快速发展，餐饮连锁化程度不断加强，这就要求简化厨师工作和统一菜品口味，催生上游供应商加速产品半成品化和标准化。肉制品企业可利用其精加工能力和调味技术加速开发预制调理产品，生产工厂化、标准化甚至定制化餐饮环节食材，大力拓展餐饮渠道。双汇发展 2015 年提出“开发餐饮环节食材类产品，以贴近市场的价位进入大众餐饮市场，同时与高档餐饮对接开发定制化餐饮食材”的产品战略。新希望六和 2016 年投资 3 亿元人民币对北京嘉和一品的中央厨房进行全资收购。龙大肉食与百胜集团、麦当劳、上海梅林、湾仔码头等多个食品龙头企业建立了长期合作关系。

图 42：中国各肉制品企业餐饮环节布局

















资料来源：公司官网、天风证券研究所



#### 4.3.2. 肉制品的升级需要双汇的引领，公司产品品类在创新，也在升级

公司肉制品品类丰富，覆盖范围广。2014 年以来，通过经典产品健康升级、新产品食材化和口味创新使得肉制品毛利率提升明显。在健康升级方面，不添加淀粉、合成色素、防腐剂，同时添加营养成分，迎合消费者健康化需求，做高品质大健康肠类；在产品食材化方面，煎烤炒菜肠系列可作为主食材进行烹饪，满足“进厨房、上餐桌”的家庭主食化消费需求，迎合消费者便捷化需求；在口味创新方面，创造椰香、藤椒、巴旦木等多种口味，填补口味上的空白，满足年轻人多样化和个性化需求。

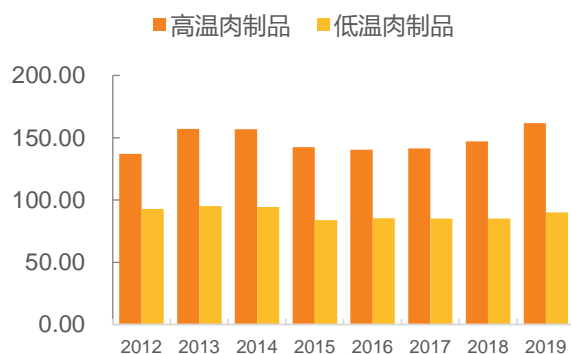
图 43：高低温肉制品产品矩阵

	<div>健康化</div> <div><p>双汇王中王（无淀粉火腿） 双汇食品- 高温肉制品</p></div> <div><p>乳酸菌牛肉肠 双汇食品- 高温肉制品</p></div> <div><p>双汇加钙系列 双汇食品- 高温肉制品</p></div> <div><div>食材化</div><div><p>双汇筷厨煎烤炒菜肠 双汇食品- 高温肉制品</p></div><div><div>新口味</div><div><p>巴旦木香肠 双汇食品- 高温肉制品</p></div></div></div>
<div>低温肉制品</div> <div><div>美式：Smithfield</div><div><p>美式火腿 中低温肉制品- 双汇食品</p></div><div><p>美式香肠 中低温肉制品- 双汇食品</p></div><div><p>美式培根 中低温肉制品- 双汇食品</p></div><div>中式：双汇</div><div><p>超值厚切火腿片/段 中低温肉制品- 双汇食品</p></div><div><p>台湾风味香肠 中低温肉制品- 双汇食品</p></div><div><p>双汇培根 中低温肉制品- 双汇食品</p></div></div> <div><div>中式熟食卤制品</div><div><p>卤猪头肉 让生活更简单！</p></div><div><p>卤猪蹄 让生活更简单！</p></div><div><p>卤猪耳 让生活更简单！</p></div></div>	

资料来源：公司官网、天风证券研究所

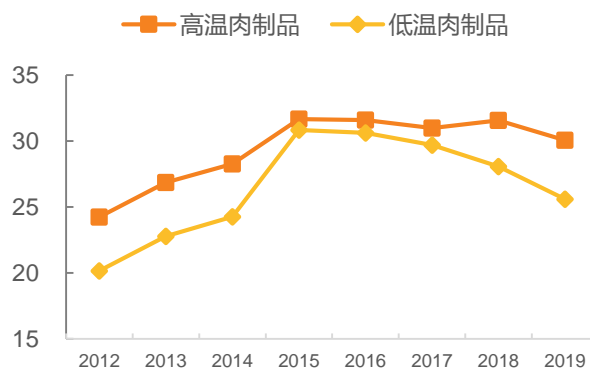
高温产品一直是公司毛利贡献的主力军。2019 年，公司高温肉制品实现营收 161.7 亿元，同比增长 10%，低温肉制品实现营收 89.93 亿元，同比增长 6%，实现了双增长。高温产品毛利率稳定在 30%左右，而低温肉制品毛利近年来有所下滑。由于双汇在高温肉制品行业龙头地位显著，而国内低温肉制品行业竞争仍十分激烈，我们预计双汇并未通过大幅提价对冲成本，导致毛利率下降较大。

图 44：公司高低温肉制品营收



资料来源：Wind、天风证券研究所

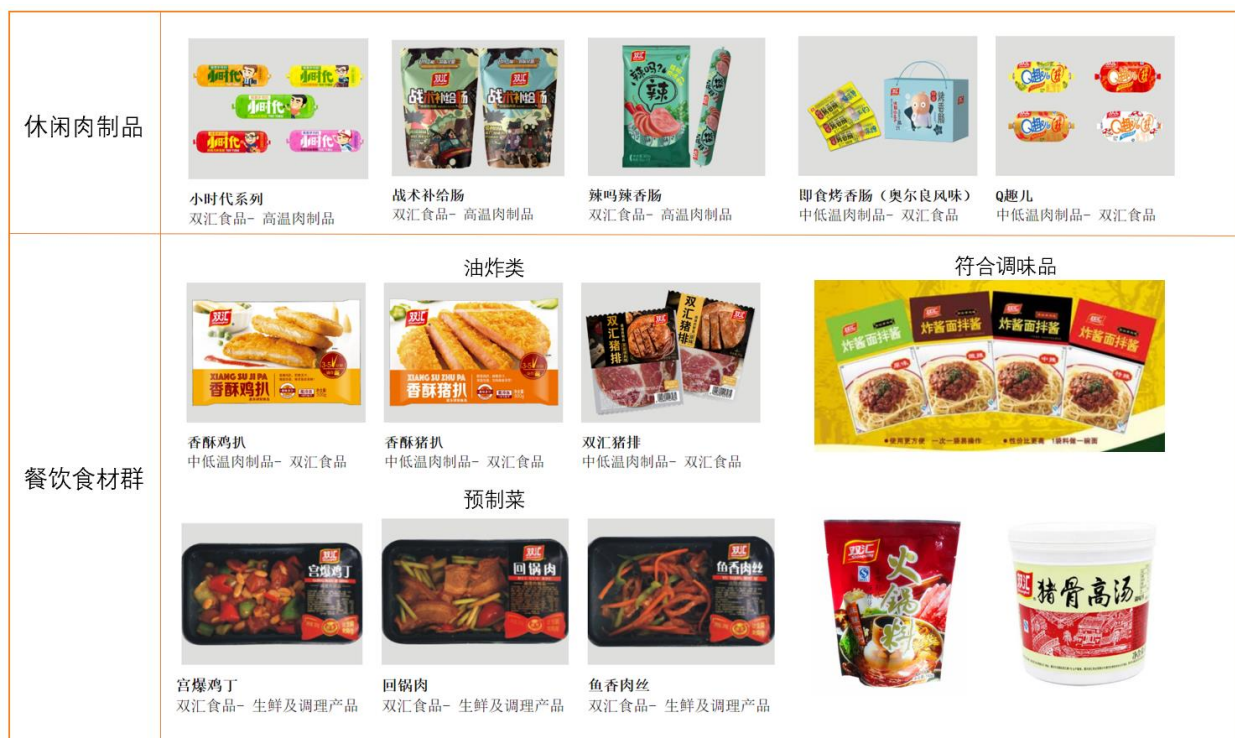
图 45：公司高低温肉制品毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

**打破固化思维，创新产品形态，实现转型升级。**为满足消费者日益增长且多元化的美食消费需求，双汇既有可“进厨房、上餐桌”的餐饮食材，又有茶余饭后的休闲零食。随着生活节奏加快，双汇推出预制菜、油炸品、复合调味品等多种餐饮食材，简单烹饪即可获得美味热食。例如黄豆猪蹄汤、红烧肉、梅菜扣肉等系列产品加工只需5分钟，营养美味，方便快捷。而随着消费者购买力的提升，对磨牙消遣的休闲零食购买意愿增强，双汇拓展休闲食品领域，推出休闲肉制品，公司创新能力强，产品品类得到进一步延伸。

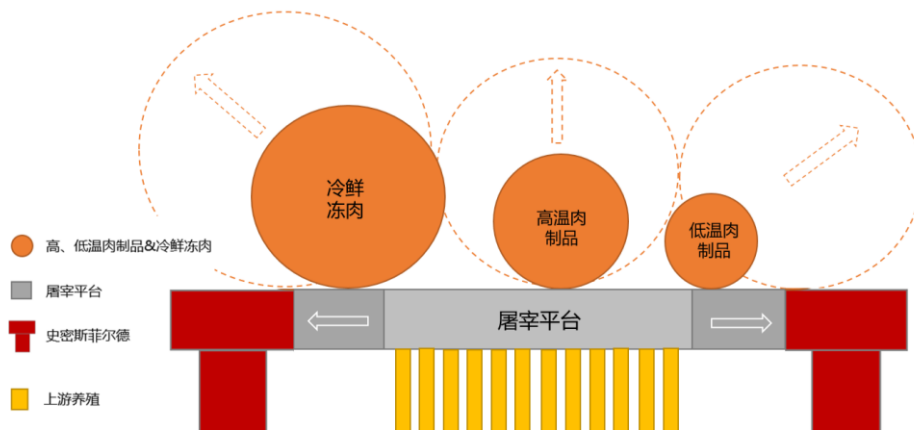
图 46：休闲肉制品及餐饮食材群产品矩阵



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**后顾之忧解除，冷鲜肉及肉制品前景可观。**在屠宰产业大变革、消费升级叠加新零售崛起，冷鲜肉将加速替代热鲜肉，渗透率将不断提升。在此趋势下，双汇冷鲜肉的品牌和渠道都具有显著优势，冷鲜肉业务或将在屠宰平台的支撑下迎来快速发展。同时，公司高温肉制品不断创新品类，拓展消费场景，继续保持稳健发展。低温肉制品将受益于公司近年来在餐饮产业链的积极布局，迎合第三消费时代下便捷化、标准化、多样化需求，未来发展前景可期。

图 47：双汇发展模型（未来）



资料来源：Wind、公司年报、天风证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

我们假设：

- 1.冷鲜肉及肉制品吨价在 19 年大幅提价及 20 年疫情下进一步提升。
- 2.20 年在国内猪价持续高企情况下，公司大幅进口猪肉，成本较为稳定。
- 3.疫情下加速冷鲜肉对热鲜肉的替代，冷鲜肉业务得到持续发展。

表 4：业务拆分（亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	447	518	506	489	603	715	752	812
生鲜冻品	244	317	304	289	391	479	516	575
肉制品	226	226	227	232	252	287	305	332
其他主营业务	18	22	23	26	34	41	49	59
其他业务		0	1	2	0	1	1	1
内部抵销	-42	-47	-49	-59	-74	-93	-119	-155

资料来源：Wind、天风证券研究所

预计公司 2020-2022 年实现营收 714.75/751.95/812.39 亿元，同比增长 18.44%/5.21%/8.04%，实现净利润 65.56/75.65/90.67 亿元，同比增长 20.58%/15.38%/19.86%，EPS 分别为 1.98/2.28/2.73 元。

取 2020 年 4 月 28 日 Wind 一致预期作为可比公司的 PE 值，运用相对估值法对公司进行估值。首次覆盖，给予公司 2020 年 30 倍估值，目标价格 59.4 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 5：可比公司估值

公司代码	可比公司	PE(18A)	PE(19A)	PE(20E)	PE(21E)
002726.SZ	龙大肉食	34	29	19	13
002840.SZ	华统股份	23	34	40	
002515.SZ	金字火腿	-486	159	38	24
600073.SH	上海梅林	23	20	21	19
	行业平均			30	

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 6. 风险提示

**宏观经济下行风险：**消费升级是由人均可支配收入提升推动的，宏观经济下行会导致收入下降，进而延缓消费升级进程。

**食品安全风险：**食品安全事件的爆发对公司的名誉会带来较大的影响。

**新冠疫情风险：**新冠疫情下，美国肉类出口大幅降低风险。

**销量不及预期：**肉制品销量不及预期，导致公司业绩不及预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,617.94	3,455.33	7,147.46	6,015.63	6,499.08
应收票据及应收账款	161.66	212.96	243.77	237.29	277.09
预付账款	64.05	212.03	28.42	240.16	64.48
存货	4,228.36	8,801.43	7,199.79	9,776.84	8,339.66
其他	2,689.05	3,621.50	3,740.62	3,847.14	3,764.58
<b>流动资产合计</b>	<b>9,761.07</b>	<b>16,303.25</b>	<b>18,360.06</b>	<b>20,117.07</b>	<b>18,944.91</b>
长期股权投资	177.79	177.52	177.52	177.52	177.52
固定资产	11,098.47	10,575.39	10,109.51	9,633.72	9,138.99
在建工程	111.51	174.31	140.59	132.35	109.41
无形资产	942.12	983.44	954.75	926.06	897.36
其他	256.95	419.43	254.17	260.20	269.44
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,586.84</b>	<b>12,330.10</b>	<b>11,636.53</b>	<b>11,129.85</b>	<b>10,592.73</b>
<b>资产总计</b>	<b>22,347.91</b>	<b>28,633.34</b>	<b>29,996.59</b>	<b>31,246.92</b>	<b>29,537.64</b>
短期借款	2,322.21	3,277.47	5,443.98	4,240.75	3,473.91
应付票据及应付账款	1,928.28	3,083.52	2,724.91	3,300.97	3,172.65
其他	3,880.40	4,922.59	3,974.68	5,410.56	4,052.00
<b>流动负债合计</b>	<b>8,130.89</b>	<b>11,283.57</b>	<b>12,143.57</b>	<b>12,952.28</b>	<b>10,698.56</b>
长期借款	5.08	16.19	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	212.72	218.19	213.49	214.80	215.50
<b>非流动负债合计</b>	<b>217.81</b>	<b>234.38</b>	<b>213.49</b>	<b>214.80</b>	<b>215.50</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,348.69</b>	<b>11,517.95</b>	<b>12,357.06</b>	<b>13,167.08</b>	<b>10,914.06</b>
少数股东权益	1,025.08	627.69	888.09	1,177.10	1,539.51
股本	3,299.56	3,319.28	3,319.28	3,319.28	3,319.28
资本公积	1,924.53	1,250.18	1,250.18	1,250.18	1,250.18
留存收益	9,650.10	13,104.34	13,432.16	13,583.45	13,764.79
其他	(1,900.04)	(1,186.10)	(1,250.18)	(1,250.18)	(1,250.18)
<b>股东权益合计</b>	<b>13,999.22</b>	<b>17,115.39</b>	<b>17,639.53</b>	<b>18,079.83</b>	<b>18,623.58</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>22,347.91</b>	<b>28,633.34</b>	<b>29,996.59</b>	<b>31,246.92</b>	<b>29,537.64</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,076.40	5,665.99	6,556.46	7,564.62	9,066.79
折旧摊销	975.76	972.38	588.30	592.71	596.36
财务费用	88.15	122.08	111.44	113.09	75.09
投资损失	(47.53)	(142.74)	(88.14)	(92.80)	(107.89)
营运资金变动	(1,523.07)	(2,673.13)	564.46	(859.15)	180.16
其它	625.13	479.05	290.40	319.01	392.41
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,194.85</b>	<b>4,423.62</b>	<b>8,022.93</b>	<b>7,637.48</b>	<b>10,202.93</b>
资本支出	442.11	526.67	64.70	78.69	49.31
长期投资	2.03	(0.28)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,694.92)	(1,901.11)	(96.56)	(125.89)	(51.41)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,250.77)</b>	<b>(1,374.71)</b>	<b>(31.86)</b>	<b>(47.20)</b>	<b>(2.11)</b>
债权融资	2,327.63	3,361.63	5,466.86	4,271.15	3,514.33
股权融资	128.71	(593.81)	(56.85)	5.58	43.58
其他	(8,813.21)	(5,152.66)	(9,708.94)	(12,998.85)	(13,275.28)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6,356.87)</b>	<b>(2,384.83)</b>	<b>(4,298.93)</b>	<b>(8,722.12)</b>	<b>(9,717.37)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(3,412.80)</b>	<b>664.08</b>	<b>3,692.13</b>	<b>(1,131.84)</b>	<b>483.45</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>48,931.88</b>	<b>60,348.31</b>	<b>71,474.64</b>	<b>75,195.33</b>	<b>81,238.50</b>
营业成本	38,323.64	48,976.78	57,604.39	59,917.55	63,940.62
营业税金及附加	343.44	297.13	447.47	466.21	470.75
营业费用	2,632.25	2,705.93	3,359.31	3,496.58	3,655.73
管理费用	1,129.29	1,308.00	1,608.18	1,676.86	1,787.25
研发费用	72.58	88.28	107.21	112.79	121.86
财务费用	55.32	97.45	111.44	113.09	75.09
资产减值损失	385.04	(334.91)	127.20	59.11	(49.53)
公允价值变动收益	30.24	27.88	30.00	30.00	30.00
投资净收益	47.53	142.74	88.14	92.80	107.89
其他	(434.56)	187.34	(236.27)	(245.60)	(275.79)
<b>营业利润</b>	<b>6,347.12</b>	<b>6,851.68</b>	<b>8,227.58</b>	<b>9,475.94</b>	<b>11,374.62</b>
营业外收入	14.01	16.58	15.29	15.93	15.61
营业外支出	29.48	29.76	29.79	29.68	29.74
<b>利润总额</b>	<b>6,331.64</b>	<b>6,838.49</b>	<b>8,213.08</b>	<b>9,462.20</b>	<b>11,360.49</b>
所得税	1,255.24	1,172.50	1,396.22	1,608.57	1,931.28
<b>净利润</b>	<b>5,076.40</b>	<b>5,665.99</b>	<b>6,816.86</b>	<b>7,853.63</b>	<b>9,429.20</b>
少数股东损益	161.90	228.38	260.40	289.01	362.41
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,914.50</b>	<b>5,437.61</b>	<b>6,556.46</b>	<b>7,564.62</b>	<b>9,066.79</b>
每股收益（元）	1.48	1.64	1.98	2.28	2.73

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-3.26%	23.33%	18.44%	5.21%	8.04%
营业利润	14.42%	7.95%	20.08%	15.17%	20.04%
归属于母公司净利润	13.78%	10.64%	20.58%	15.38%	19.86%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.68%	18.84%	19.41%	20.32%	21.29%
净利率	10.04%	9.01%	9.17%	10.06%	11.16%
ROE	37.88%	32.98%	39.14%	44.75%	53.07%
ROIC	46.60%	49.71%	51.08%	63.06%	73.31%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.36%	40.23%	41.19%	42.14%	36.95%
净负债率	-2.07%	-0.55%	-9.53%	-9.65%	-16.03%
流动比率	1.20	1.44	1.51	1.55	1.77
速动比率	0.68	0.66	0.92	0.80	0.99
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	303.28	322.18	312.98	312.62	315.87
存货周转率	13.67	9.26	8.93	8.86	8.97
总资产周转率	2.15	2.37	2.44	2.46	2.67
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	1.48	1.64	1.98	2.28	2.73
每股经营现金流	1.57	1.33	2.42	2.30	3.07
每股净资产	3.91	4.97	5.05	5.09	5.15
<b>估值比率</b>					
市盈率	29.73	26.87	22.29	19.32	16.12
市净率	11.26	8.86	8.72	8.64	8.55
EV/EBITDA	10.69	10.97	15.90	13.96	11.73
EV/EBIT	12.34	12.35	17.03	14.83	12.34



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com