

短期受猪瘟影响，期待 Q4 调整

买入（维持）

2018 年 10 月 31 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 杨默曦

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	50,447	51,967	55,626	60,537
同比（%）	-2.7%	3.0%	7.0%	8.8%
归母净利润（百万元）	4,319	4,989	5,504	6,125
同比（%）	-1.9%	15.5%	10.3%	11.3%
每股收益（元/股）	1.31	1.51	1.67	1.86
P/E（倍）	16.72	14.48	13.12	11.79

事件

公司发布 18 年三季度报告。1-3Q18 实现总营收 366.54 亿元，同比-1.83%；归母净利润 36.52 亿元，同比+15.91%。其中 3Q18 单季度实现营收 129.22 亿元，同比-2.77%；归母净利润 12.67 亿元，同比+1.06%。

投资要点

■ **收入端：分业务来看**（1）**屠宰业务（即生鲜冻品）**：1-3Q 公司屠宰生猪 1203 万头，同比+19.27%，单三季度屠宰生猪 376 万头（同增+0.27%），环比增速明显收窄主因猪瘟影响，8 月份以来非洲猪瘟涉及到 13 省、公告 48 起疫情。公司 Q3 屠宰工厂开工率环比有所下降，部分工厂如河南郑州工厂查出猪瘟事件后停产 6 周；18Q3 销售鲜冻肉 38 万吨，同比-4.0%，主要受贸易摩擦和进口肉下降影响。（2）**肉制品业务**：18Q3 肉制品销量 43 万吨，同比+0.81%，销量增速环比有所收窄。主因去年 9 月肉制品销量基数偏高+今年 Q3 肉制品人事略有调整。18Q3 末账面预收账款余额达 8.35 亿元，较期初环比+3.37 亿元；1-3Q18 销售商品收到现金 389.36 亿，同比-4.04%。公司期末账面存货 38.19 亿元，同比+37.13%，预计公司肉制品原材料储备充足。

■ **利润端：具体来看**，1）**毛利端：屠宰毛利率提升，肉制品毛利率有所下降**：1-3Q 毛利率 21.28%，同比+1.86pct；Q3 毛利率 21.14%，同增+0.23pct。调研数据显示，屠宰业务由于生猪价差拉大+开工率同比提升，毛利有所提升；而 18Q3 肉制品业务毛利率同比有所下降，主要系（1）鸡肉其他原辅材料价格上涨；（2）三季度公司降低一级批发价，加大渠道扶持力度；（3）18Q3 生产人员提薪；综合导致 Q3 肉制品的毛利率较同期相比有所下降。2）**费用端表现稳定**：1-3Q 销售费用率 5.32%，同比增加 0.42pct，单三季度销售费用率达 5.30%，同增 0.30pct；管理费用率（含研发费用）达 2.30%，同比提高 0.05pct，单三季度管理费用率（含研发费用）2.39%，同增 0.25pct；综上，18Q3 公司净利率达 10.20%（同增+0.31pct）。

■ 虽短期猪瘟事件对 Q3 屠宰业务量的影响较大，且预计 Q4 仍旧有所影响。但猪瘟事件后，公司采取了两类措施应对：1）**安全措施**：如采购避开疫区、加强与规模养殖场的合作+提高采购占比等六项措施确保不再收购带病生猪；2）**经营措施**：根据农业部规定生猪采购避免购入低价猪和同时确保市面猪肉供应。长期来看，猪瘟事件将提升规模化屠宰场在行业内的话语权，加速中小产能出清，利好龙头双汇提升市占率。

■ **盈利预测与投资评级**：我们预计 18-20 年收入分别为 519.67/556.26/605.37 亿，同比+3.0/7.0/8.8%；归母净利润分别为 49.89/55.04/61.25 亿，同比+15.5/10.3/11.3%；对应 PE 为 14.5/13.1/11.8X，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：生猪价格回升不达预期，高端产品市场推广不及预期，渠道开拓不达预期，鸡肉等原材料价格上涨风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.89
一年最低/最高价	21.00/29.89
市净率(倍)	4.92
流通 A 股市值(亿元)	722.16

基础数据

每股净资产(元)	4.45
资产负债率(%)	34.50
总股本(百万股)	3299.56
流通 A 股(百万股)	3299.02

相关研究

1、《1Q 利润略超预期，猪价下行红利渐近》2018-04-25

表 1：公司分季度业务数据一览（单位：万头，万吨）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
屠宰生猪头数	290.00	344.46	374.54	417.96	392.00	435.45	375.55
YOY	-16.67%	26.18%	38.21%	21.85%	35.17%	26.42%	0.27%
鲜冻肉及肉制品外销吨数	70.17	75.34	82.29	82.49	74.28	80.91	81.00
YOY	105.66%	-31.45%	11.81%	4.30%	5.86%	7.39%	-1.57%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：双汇发展经营数据一览（单位：亿元）

单位：亿元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入	122.28	118.17	132.94	132.39	120.60	116.72	129.22
YOY	-4.0%	-7.6%	3.6%	-1.8%	-1.4%	-1.2%	-2.8%
归母净利润	8.79	10.25	12.47	11.68	10.64	13.21	12.67
YOY	-18.2%	-4.8%	10.8%	3.6%	21.1%	28.9%	1.6%
扣非净利润	8.19	9.75	12.30	9.87	10.10	12.03	12.44
YOY	-19.4%	-3.7%	19.3%	-5.8%	23.4%	23.3%	1.2%
销售毛利率	16.9%	20.4%	20.9%	17.5%	19.7%	23.1%	21.1%
税金及附加率	0.7%	0.7%	0.8%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%
YOY(±)	0.2%	0.3%	0.4%	-0.6%	0.0%	0.1%	-0.1%
期间费用率	6.9%	7.8%	7.3%	6.4%	7.2%	8.2%	10.0%
其中：销售费用率	4.6%	5.1%	5.0%	4.3%	4.9%	5.7%	5.3%
管理费用率	2.2%	2.4%	2.1%	2.2%	2.1%	2.4%	2.4%
财务费用率	0.1%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
归母净利率	7.2%	8.7%	9.4%	8.8%	8.8%	11.3%	9.8%
ROE	6.0%	7.5%	9.7%	8.3%	7.0%	9.1%	9.0%
YOY(±)	-0.2%	0.9%	1.7%	0.1%	1.0%	1.6%	-0.7%
资产负债率	30.0%	35.5%	35.3%	33.0%	29.4%	33.5%	34.5%
YOY(±)	9.7%	12.6%	0.3%	3.6%	-0.7%	-2.0%	-0.8%
存货周转率	25.4	30.1	27.0	27.1	27.7	34.0	31.7
较上年同期增减	-0.4	3.2	-1.6	-1.0	2.3	3.8	4.7
应收账款天数	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
较上年同期增减	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.1
经营性现金流净额	15.48	6.88	22.17	11.97	12.61	6.58	17.12
较上年同期增减	-3.1	-2.9	11.2	-4.1	-2.9	-0.3	-5.1

注：管理费用率=新会计准则下管理费用率+研发费用率。

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

双汇发展三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	10017	12523	13828	16676	营业收入	50447	51967	55626	60537
现金	6163	8431	9585	12008	减:营业成本	40907	40325	42664	46157
应收账款	135	108	152	131	营业税金及附加	346	356	381	415
存货	2928	3132	3280	3657	营业费用	2402	3835	4394	4873
其他流动资产	790	853	811	880	管理费用	1128	1162	1244	1354
非流动资产	13073	12702	12833	13169	财务费用	55	25	-18	-60
长期股权投资	176	188	201	215	资产减值损失	331	0	0	0
固定资产	11569	11225	11366	11738	加:投资净收益	74	120	112	101
在建工程	158	140	146	158	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1005	1003	994	957	营业利润	5547	6383	7072	7899
其他非流动资产	165	145	126	101	加:营业外净收支	212	262	261	260
资产总计	23089	25225	26661	29845	利润总额	5759	6645	7333	8159
流动负债	7407	7984	7799	8568	减:所得税费用	1249	1455	1612	1790
短期借款	1942	1942	1942	1942	少数股东损益	191	201	217	244
应付账款	1848	2250	2086	2605	归属母公司净利润	4319	4989	5504	6125
其他流动负债	3617	3792	3771	4022	EBIT	5692	6544	7181	7953
非流动负债	215	214	213	212	EBITDA	6649	7325	8003	8841
长期借款	5	4	3	2					
其他非流动负债	210	210	210	210	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	7622	8197	8012	8780	每股收益(元)	1.31	1.51	1.67	1.86
少数股东权益	850	1051	1268	1512	每股净资产(元)	4.43	4.84	5.27	5.93
					发行在外股份(百万股)	3300	3300	3300	3300
归属母公司股东权益	14617	15977	17381	19552	ROIC(%)	26.7%	28.3%	28.8%	28.7%
负债和股东权益	23089	25225	26661	29845	ROE(%)	29.2%	30.5%	30.7%	30.2%
					毛利率(%)	18.9%	22.4%	23.3%	23.8%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	8.6%	9.6%	9.9%	10.1%
经营活动现金流	5650	6213	6079	7441	资产负债率(%)	33.0%	32.5%	30.1%	29.4%
投资活动现金流	-402	-291	-842	-1123	收入增长率(%)	-2.7%	3.0%	7.0%	8.8%
筹资活动现金流	-2481	-3655	-4083	-3894	净利润增长率(%)	-1.9%	15.5%	10.3%	11.3%
现金净增加额	2768	2268	1155	2423	P/E	16.72	14.48	13.12	11.79
折旧和摊销	957	781	822	888	P/B	4.94	4.52	4.16	3.69
资本开支	527	-383	118	322	EV/EBITDA	10.38	9.14	8.25	7.22
营运资本变动	-120	337	-334	344					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>