

行稳方致远，迎接机遇年

买入（维持）

2019年03月17日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	48,767	53,949	59,332	62,804
同比（%）	-3.3%	10.6%	10.0%	5.9%
归母净利润（百万元）	4,915	5,345	5,859	6,321
同比（%）	13.8%	8.8%	9.6%	7.9%
每股收益（元/股）	1.49	1.62	1.78	1.92
P/E（倍）	17.00	15.63	14.26	13.22

事件

公司发布2018年年度报告。2018年实现总营收489.32亿元，同比-3.25%；归母净利润49.15亿元，同比+13.8%；扣非净利46.48亿元，同比+15.9%。其中18Q4单季度实现总营收122.78亿元，同比-7.26%；归母净利润12.62亿元，同比+8.04%；扣非净利11.91亿元，同比+20.64%。

投资要点

- 收入端：屠宰受益猪瘟，肉制品提价+推新。分业务来看（1）屠宰业务：**18年屠宰业务收入289.2亿元，同比-4.9%，拆分量价来看，18年公司屠宰生猪1630.56万头(+14.27%)，销售生鲜冻品153.2万吨(+0.8%)，吨价1.89万元/吨(-5.7%)；单Q4屠宰生猪428万头(+2.3%)，猪瘟爆发后河南东北等地集中出栏，利好公司通过冷链调运模式供给生鲜肉。公司期末生鲜冻品存货数12.27万吨，同比增加42.51%，公司在猪肉低价期间备货充分，预计将成为后期效益提升的基石。此外，疫情后河南、河北、山东等地屠宰厂均在加速整顿，市场有望打破地方垄断和不规范局面，加速龙头整合。18年公司从罗特克斯进口总额24.1亿元(-22%)，预计进口量约为12.4万吨，主因国内生猪价格低迷，与国际价差缩窄。展望2019，受非洲猪瘟影响，供需变化引起国内猪价上涨，进口猪肉量预计走高，一方面平滑肉制品成本，一方面通过中美价差增厚利润。(2)肉制品业务：18年高温肉制品收入147.0亿元(+3.91%)，低温肉制品收入85.2亿元(-0.01%)，18年内制品合计销售160.1万吨(+1.09%)，吨价1.45万元/吨(+1.3%)。公司积极推出中高端新品，19年体量能达到5000吨/年的新品预计10个以上。双汇熟食渠道今年亦有望布局达5000家。
- 利润端：屠宰毛利改善，肉制品提价进行时。毛利端：**2018年毛利率21.42%，同比+2.5pct，Q4表现尤为突出，Q4销售毛利率21.82%(+4.35pct，增幅扩大4.1pct)；分业务来看，全年屠宰业务毛利率同比提升2.89pct至9.95%，主因猪瘟疫情下，公司通过全国化工厂布局及冷链运输提升盈利水平。高温肉制品效益有所提升，毛利率提升0.58pct，低温肉受结构转型过程影响，毛利率下滑1.6pct。2018年12月公司先行对旗下1/3产品提价，预计弹性2019年有所体现，且伴随生猪价格进一步上涨，不排除进一步提价可能。
- 盈利预测与投资评级：**我们认为猪瘟疫情对公司既是挑战也是机遇。屠宰方面，由于调运模式转变，利好全国布局的龙头企业短期增厚利润和长期整合产业；美国进口猪肉的优势2019年国内生猪价格上涨的大环境下亦将凸显。肉制品方面，自公司先后在研发、销售等方面调整以来，推陈出新已见端倪，期待提价落地增厚利润。预计19-21年收入分别为539/593/628亿元，同增10.6/10.0/5.9%；归母净利润分别为53/59/63亿元，同增8.8/9.6/7.9%；对应PE为16/14/13，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)	25.32
一年最低/最高价	20.20/28.74
市净率(倍)	6.44
流通A股市值(百万元)	83531.21

基础数据

每股净资产(元)	3.93
资产负债率(%)	37.36
总股本(百万股)	3299.56
流通A股(百万股)	3299.02

相关研究

- 《双汇发展(000895)：重组优化治理结构，猪瘟利好龙头发展》2019-01-28**
- 《双汇发展(000895)：短期受猪瘟影响，期待Q4调整》2018-10-31**
- 《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

单季度数值	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
屠宰生猪头数（万头）	290.0	344.5	374.5	418.0	392.0	435.5	375.6	427.6
YOY	-16.7%	26.2%	38.2%	21.9%	35.2%	26.4%	0.3%	2.3%
鲜冻肉及肉制品外销吨数（万吨）	70.2	75.3	82.3	82.5	74.3	80.9	81.0	77.1
YOY	105.7%	-31.4%	11.8%	4.3%	5.9%	7.4%	-1.6%	-6.6%

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：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入	12,228	11,817	13,294	13,239	12,060	11,672	12,922	12,278
yoy	-4.0%	-7.6%	3.6%	-1.8%	-1.4%	-1.2%	-2.8%	-7.3%
归母净利润	879	1,025	1,247	1,168	1,064	1,321	1,267	1,262
yoY	-18.2%	-4.8%	10.8%	3.6%	21.1%	28.9%	1.6%	8.0%
毛利率 (%)	16.89	20.37	20.91	17.47	19.72	23.05	21.14	21.82
期间费用率 (%)	6.92	7.76	7.30	6.43	7.20	8.22	7.87	8.32
其中：销售费用率 (%)	4.57	5.14	5.00	4.31	4.94	5.75	5.30	5.55
管理费用率 (%)	2.23	2.38	2.15	2.19	2.15	2.35	2.39	2.73
财务费用率 (%)	0.12	0.24	0.15	(0.06)	0.11	0.12	0.18	0.04
归母净利率 (%)	7.19	8.68	9.38	8.82	8.82	11.32	9.80	10.28
ROE	6.00	7.52	9.74	8.33	7.02	9.08	9.03	9.13
pct	-0.19	0.95	1.68	0.05	1.02	1.57	-0.71	0.80
资产负债率 (%)	30.04	35.53	35.28	33.01	29.37	33.51	34.50	37.36
pct	9.73	12.58	0.26	3.58	-0.66	-2.02	-0.78	4.35
存货	2,507	3,321	2,785	2,928	3,007	4,081	3,819	4,228
较上年同比增减	-82	438	-481	-291	499	760	1,034	1,300
存货周转天数(天)	25	30	27	27	28	34	32	34
较上年同比增减(天)	-0	3	-2	-1	2	4	5	7
应收账款	95	110	110	135	103	112	110	100
较上年同比增减	-20	-3	5	34	9	2	0	-35
应收账款周转天数(天)	0.72	0.79	0.76	0.84	0.89	0.94	0.91	0.87
较上年同比增减(天)	-0.15	-0.07	-0.07	0.03	0.17	0.15	0.14	0.02
应付账款及应付票据	1,608	1,638	1,871	1,848	1,657	1,755	1,900	1,928
较上年同比增减	-316	-204	-170	-460	49	117	29	80
预收账款	489	527	703	562	582	498	835	987
较上年同比增减	-130	15	-68	-150	94	-30	131	425
经营性现金流净额	1,548	688	2,217	1,197	1,261	658	1,712	1,564
筹资性现金流净额	1,632	-3,695	-171	-247	-381	-3,303	392	-3,065
资本开支	164	96	142	125	143	97	158	117

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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9761	13781	15409	18827	营业收入	48767	53949	59332	62804
现金	2618	7125	7412	11628	减: 营业成本	38324	42295	46593	49316
应收账款	100	160	126	177	营业税金及附加	343	380	418	442
存货	4228	3670	5031	4178	营业费用	2632	3323	3679	3768
其他流动资产	2815	2826	2841	2843	管理费用	1129	1187	1293	1350
非流动资产	12587	13093	13517	13377	财务费用	55	56	-48	-94
长期股权投资	178	194	212	229	资产减值损失	385	0	0	0
固定资产	11165	11684	12164	12102	加: 投资净收益	48	71	65	61
在建工程	112	129	139	130	其他收益	30	8	9	12
无形资产	942	917	860	799	营业利润	6347	6787	7472	8094
其他非流动资产	191	168	141	117	加: 营业外净收支	-15	131	110	90
资产总计	22348	26874	28926	32204	利润总额	6332	6918	7582	8184
流动负债	8131	8927	8805	9353	减: 所得税费用	1255	1371	1503	1622
短期借款	2322	2322	2322	2322	少数股东损益	162	201	220	241
应付账款	1928	2240	2352	2508	归属母公司净利润	4915	5345	5859	6321
其他流动负债	3880	4365	4131	4523	EBIT	6394	6912	7505	8039
非流动负债	218	217	216	215	EBITDA	7370	7716	8391	8993
长期借款	5	4	3	2					
其他非流动负债	213	213	213	213	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	8349	9144	9021	9568	每股收益(元)	1.49	1.62	1.78	1.92
少数股东权益	1025	1226	1446	1687	每股净资产(元)	3.93	5.00	5.59	6.35
归属母公司股东权益	12974	16504	18459	20948	发行在外股份(百万股)	3300	3300	3300	3300
负债和股东权益	22348	26874	28926	32204	ROIC(%)	33.2%	29.2%	28.8%	27.5%
					ROE(%)	36.3%	31.3%	30.5%	29.0%
					毛利率(%)	21.4%	21.6%	21.5%	21.5%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	10.1%	9.9%	9.9%	10.1%
经营活动现金流	5195	7609	5379	8697	资产负债率(%)	37.4%	34.0%	31.2%	29.7%
投资活动现金流	-2251	-1231	-1235	-741	收入增长率(%)	-3.3%	10.6%	10.0%	5.9%
筹资活动现金流	-6357	-1871	-3857	-3739	净利润增长率(%)	13.8%	8.8%	9.6%	7.9%
现金净增加额	-3412	4508	286	4217	P/E	17.00	15.63	14.26	13.22
折旧和摊销	976	804	886	954	P/B	6.44	5.06	4.53	3.99
资本开支	515	490	406	-157	EV/EBITDA	11.20	10.14	9.32	8.25
营运资本变动	-1397	1282	-1464	1348					

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>