

2019年04月29日

屠宰如期贡献弹性，肉制品提价期开启 买入（维持）

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)	17.66	16.24	14.81	13.73

事件：

公司发布2019年一季度报告。19Q1实现总营收119.7亿元，同比-0.7%；归母净利润12.8亿元，同比+20.2%；扣非净利12.2亿元，同比+20.9%。

投资要点

- **屠宰如期贡献弹性，量利双升。**公司19Q1屠宰生猪472.7万头，比2018年同期上升20.71%，创历史新高，符合我们之前对屠宰业务Q1弹性的判断，一季度受到猪瘟影响，北方主产区生猪压栏压力大，公司通过河南、东北等主产区工厂积极布局扩大屠宰规模，预计一季度河南等主要工厂产能利用率达100%。19Q1屠宰事业部头均盈利113.4元，较去年同期上升92.3%，受猪瘟影响，Q1全国调运政策有所变化，由调生猪肉转为调白条肉，屠宰业务受益于主产区和主销区的生猪价差。Q1鲜冻肉销售量约36.6万吨，同比-1%，增长幅度不及屠宰量增长幅度，主因1) Q1国内主销区生猪价格大幅下跌，进口肉量下降；2) 原料肉内销量增加；3) 在猪价低谷期为肉制品板块储存原料，期末公司存货52.7亿，环比+24.65%，判断主要为原料肉冻品库存增加，低价原料肉储备增长为公司肉制品成本波动提供缓冲。由于一季度主产区生猪价格下跌，根据国家统计局数据，一季度河南生猪/猪肉均价同比下滑5.1/16%，公司屠宰业务收入70.1亿元，同比-0.57%。
- **肉制品提价期开启，小幅多次拉升价格。**Q1肉制品销量38.76万吨，同比+2%，18年10月底公司针对部分肉制品进行提价，Q4清理渠道库存，Q1肉制品销量录得2%正增长验证公司龙头地位巩固，且提价后渠道反馈渠道价差拉升，动力盘活。Q1肉制品ASP提升1.4%，除提价贡献外，高价新品趋势向好亦拉动产品结构。肉制品事业部营业利润率16.5%，同比-2.4pct，单吨营业利润2500元，同比下降11.5%，主因原料成本上涨+人员工资上涨。Q1销售费用6.47亿元，同比+0.5亿，公司加大市场投入，逐渐开拓市场。19年4月公司再次对部分肉制品提价，伴随着成本端持续上涨，小幅多次拉升价格转移成本压力可期。
- **厉兵秣马，迎接机遇。**我们认为猪瘟疫情对公司既是挑战也是机遇。**挑战：**下半年和明年供应短缺导致猪价上涨以及替代产品例如牛肉鸡肉的跟涨，成本抬升。**机遇：**屠宰方面，由于调运模式转变，全国布局的龙头企业短期增厚利润和长期整合产业；19年国内生猪价格上涨的大环境下，美国进口猪肉的优势亦将凸显，公司自去年开始布局从全球各地进口，进口肉目前有一定储备，如中美贸易达成一致，从美国进口量或创历史新高。肉制品方面，自公司在研发、销售等方面调整以来，产品转型发力、市场营销拉动，推陈出新已见端倪，期待提价落地增厚利润。
- **盈利预测与投资评级：**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16/15/14X，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)	26.30
一年最低/最高价	19.78/28.15
市净率(倍)	6.08
流通A股市值(百万元)	86764.25

基础数据

每股净资产(元)	4.32
资产负债率(%)	36.42
总股本(百万股)	3299.56
流通A股(百万股)	3299.02

相关研究

- 1、《双汇发展(000895)：行稳致远，迎接机遇年》2019-03-17
- 2、《双汇发展(000895)：重组优化治理结构，猪瘟利好龙头发展》2019-01-28
- 3、《双汇发展(000895)：短期受猪瘟影响，期待Q4调整》2018-10-31

表 1：公司分季度业务数据一览

单季度数值	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
屠宰生猪头数 (万头)	344.5	374.5	418.0	392.0	435.5	375.6	427.6	472.7
YOY	26.2%	38.2%	21.9%	35.2%	26.4%	0.3%	2.3%	20.7%
鲜冻肉及肉制品外销吨数 (万吨)	75.3	82.3	82.5	74.3	80.9	81.0	77.1	75.4
YOY	-31.4%	11.8%	4.3%	5.9%	7.4%	-1.6%	-6.6%	1.5%

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)

单位：百万元	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	11,817	13,294	13,239	12,060	11,672	12,922	12,278	11,974
yoy	-7.6%	3.6%	-1.8%	-1.4%	-1.2%	-2.8%	-7.3%	-0.7%
归母净利润	1,025	1,247	1,168	1,064	1,321	1,267	1,262	1,279
yoy	-4.8%	10.8%	3.6%	21.1%	28.9%	1.6%	8.0%	20.2%
毛利率 (%)	20.37	20.91	17.47	19.72	23.05	21.14	21.82	21.00
期间费用率 (%)	7.76	7.30	6.43	7.20	8.22	7.87	8.32	7.77
其中：销售费用率 (%)	5.14	5.00	4.31	4.94	5.75	5.30	5.55	5.41
管理费用率 (%)	2.38	2.15	2.19	2.15	2.35	2.39	2.73	2.24
财务费用率 (%)	0.24	0.15	(0.06)	0.11	0.12	0.18	0.04	0.12
归母净利率 (%)	8.68	9.38	8.82	8.82	11.32	9.80	10.28	10.68
ROE	7.52	9.74	8.33	7.02	9.08	9.03	9.13	9.39
pct	0.95	1.68	0.05	1.02	1.57	-0.71	0.80	2.37
资产负债率 (%)	35.53	35.28	33.01	29.37	33.51	34.50	37.36	36.42
pct	12.58	0.26	3.58	-0.66	-2.02	-0.78	4.35	7.04
存货	3,321	2,785	2,928	3,007	4,081	3,819	4,228	5,271
较上年同比增减	438	-481	-291	499	760	1,034	1,300	2,264
存货周转天数 (天)	30	27	27	28	34	32	34	45
较上年同比增减 (天)	3	-2	-1	2	4	5	7	18
应付账款及应付票据	1,638	1,871	1,848	1,657	1,755	1,900	1,928	2,166
较上年同比增减	-204	-170	-460	49	117	29	80	508
预收账款	527	703	562	582	498	835	987	754
较上年同比增减	15	-68	-150	94	-30	131	425	172
经营性现金流净额	688	2,217	1,197	1,261	658	1,712	1,564	330
筹资性现金流净额	-3,695	-171	-247	-381	-3,303	392	-3,065	744
资本开支	96	142	125	143	97	158	117	121

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)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		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	17.66	16.24	14.81	13.73
折旧和摊销	976	804	886	954	P/B	6.69	5.26	4.70	4.14
资本开支	515	490	406	-157	EV/EBITDA	11.64	10.56	9.70	8.61
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>

