

规划关联交易额大增，期待展现利润弹性 买入（维持）

2020 年 01 月 20 日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	48,767	55,553	61,353	66,044
同比（%）	-3.3%	13.9%	10.4%	7.6%
归母净利润（百万元）	4,915	5,475	6,027	6,598
同比（%）	13.8%	11.4%	10.1%	9.5%
每股收益（元/股）	1.48	1.65	1.82	1.99
P/E（倍）	20.47	18.38	16.69	15.25

投资要点

- **事件：**公司披露 2020 年度日常关联交易预计额，其中预计向罗特克斯进口分割肉等产品金额为 175 亿元，19 年实际发生额为 58.6 亿元，同比大幅增长。
- **进口肉调节成本波动，持续看好公司业绩弹性。**19Q1-4 关联交易额分别为 3.3/11.7/19.1/24.4 亿元，环比不断提升，我们预计今年进口量或超前期高点（16 年约为 30 万吨）；在猪肉价格上升期（15/16/19 年），公司也曾多次调高关联交易额度，当年实际关联交易额超过年初计划均在 120% 以上，20 年进口规划大幅提高符合业务发展需求。史密斯菲尔德在美国屠宰市占率约为 15%，年屠宰产量约 300 万吨，也是美国少数可出口到中国的、不含瘦肉精的大型公司之一。在国内肉价上涨、猪肉短缺背景下，双汇与关联公司协同能力强，预计将持续受益于进口。此外，双汇屠宰全国化布局，对终端猪肉价格判断敏感，公司有较强的肉价预判能力，持续看好公司利用进口库存肉时间差赚取收益的能力。
- **屠宰：辨短期，Q4 肉价压制下屠宰量环比下降，但受益于进口肉使用，预计 Q4 屠宰利润有望继续创新高；19Q3 库存 77.6 亿元，预计 20H1 仍有足够库存冻肉可调节成本。看长期，19Q4 生猪价格平均为 35 元，环比 Q3 上涨 54%，国内肉制品和屠宰厂商成本持续承压，非洲猪瘟疫情下中小产能出清；截至 19Q3 公司屠宰市占率为 2.75%，同比提高 0.5pct，有全国调运能力的龙头公司市场地位提升显著；结合产能来看，公司远期市占率有望达到 5%+，看好后续规模效应带来的成本降低。**
- **肉制品：19Q4 消费者价格敏感度低，提价后销量基本平稳，但有望持续受益于此前三次调价（19 年累计提价约 20%），预计 Q4 吨利保持高位但略低于 19Q3。20H1 如有成本上升，公司亦能继续提价转移成本，预计公司将持续受益于肉制品提价效应；更能在成本下降期间打开利润弹性，我们预计部分利润空间将继续投入市场营销，预计 2020 年利润率有望维持在 20% 以上。长期来看，期待公司在研发、销售等方面持续积极调整，此轮成本上涨助推公司产品升级，推陈出新已见端倪，期待公司推出的高温肉制品新品、中式产品等得到市场认可，看好产品转型升级带来的长期发展机遇。**
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年公司收入达 556/614/660 亿元，同增 13.9/10.4/7.6%；归母净利润分别为 55/60/66 亿元，同增 11.4/10.1/9.5%；对应 PE 为 18/17/15X。
- **风险提示：**生猪价格波动，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)	30.31
一年最低/最高价	21.17/35.20
市净率(倍)	6.62
流通 A 股市值(百万元)	26750.24

基础数据

每股净资产(元)	4.58
资产负债率(%)	39.83
总股本(百万股)	3319.28
流通 A 股(百万股)	882.55

相关研究

- 1、《双汇发展 (000895)：多措并举展现业绩弹性，行业承压期龙头机遇期》2019-10-29
- 2、《双汇发展 (000895)：压力测试期业绩平稳，期待提价年成效显现》2019-08-14
- 3、《双汇发展 (000895)：屠宰如期贡献弹性，肉制品提价期开启》2019-04-30

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	13841	15283	19122	营业收入	48767	55553	61353	66044
现金	2618	6823	7246	11376	减:营业成本	38324	44152	48636	52292
应收账款	100	168	128	190	营业税金及附加	343	391	432	465
存货	4228	4017	5066	4700	营业费用	2632	2778	3252	3553
其他流动资产	2815	2834	2843	2857	管理费用	1129	1278	1442	1420
非流动资产	12587	13479	13977	14088	财务费用	55	62	-40	-85
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	12057	12612	12796	加:投资净收益	48	71	65	61
在建工程	112	142	152	147	其他收益	30	8	9	12
无形资产	942	917	860	799	营业利润	6347	6970	7706	8471
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	27320	29260	33211	利润总额	6332	7101	7816	8561
流动负债	8131	9218	8834	9790	减:所得税费用	1255	1420	1563	1712
短期借款	2322	2322	2322	2322	少数股东损益	162	206	226	251
应付账款	1928	2423	2370	2783	归属母公司净利润	4915	5475	6027	6598
其他流动负债	3880	4473	4142	4685	EBIT	6394	7100	7746	8423
非流动负债	218	217	216	215	EBITDA	7370	7916	8660	9417
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	9435	9050	10006	每股收益(元)	1.48	1.65	1.82	1.99
少数股东权益	1025	1231	1457	1709	每股净资产(元)	3.91	5.02	5.65	6.48
					发行在外股份(百万股)	3300	3319	3319	3319
归属母公司股东权益	12974	16654	18752	21496	ROIC(%)	33.2%	29.7%	29.2%	28.1%
负债和股东权益	22348	27320	29260	33211	ROE(%)	36.3%	31.8%	30.9%	29.5%
					毛利率(%)	21.4%	20.5%	20.7%	20.8%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	10.1%	9.9%	9.8%	10.0%
经营活动现金流	5195	7691	5650	8932	资产负债率(%)	37.4%	34.5%	30.9%	30.1%
投资活动现金流	-2251	-1629	-1337	-1032	收入增长率(%)	-3.3%	13.9%	10.4%	7.6%
筹资活动现金流	-6357	-1857	-3889	-3770	净利润增长率(%)	13.8%	11.4%	10.1%	9.5%
现金净增加额	-3412	4205	424	4129	P/E	20.47	18.38	16.69	15.25
折旧和摊销	976	816	914	994	P/B	7.75	6.04	5.37	4.68
资本开支	515	875	481	94	EV/EBITDA	13.52	12.08	11.02	9.72
营运资本变动	-1397	1211	-1402	1246					

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>