

2020年04月28日

提价红利期，进口优势显 买入（维持）

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	60,348	72,841	76,784	78,119
同比（%）	23.4%	20.7%	5.4%	1.7%
归母净利润（百万元）	5,438	5,995	6,645	7,379
同比（%）	10.7%	10.3%	10.8%	11.1%
每股收益（元/股）	1.64	1.81	2.00	2.22
P/E（倍）	26.87	24.37	21.99	19.80

事件：

公司发布2020年一季报，20Q1实现营收175.92亿元(+47.03%)，归母净利14.65亿元(+13.82%)，扣非净利13.9亿元(+13.28%)。

投资要点

- 屠宰：疫情期间冻肉保障供应、释放业绩弹性。**20Q1屠宰业务收入116.4亿元，同比+66.2%，其中对外收入103.2亿元，同比+80.0%。拆分量价来看，20Q1屠宰生猪167万头（同比-64.8%，降幅环比扩大9.9pct），而外销量生鲜冻品仅下滑约10%，公司通过进口冻肉补足屠宰量不足，并充分体现价差优势。Q1屠宰头均利润245.6元（环比-21.2%，同比+116.6%）。Q1屠宰实现营业利润4.09亿元（同比-24%），营业利润率3.5%（环比-0.9pct），主要由于19Q1非洲猪瘟管控期间，公司全国化生猪调运，导致屠宰基数较高；预计Q2屠宰量仍将在高基数下有所下滑，但降幅将有所收窄。长期看，非洲猪瘟导致行业屠宰量下降、环保整治，大量中小产能迅速退出，预计在全国出栏量回升后，公司屠宰将有显著增长，市场份额也能得到进一步提升。**进口价差维持高位，进口优势仍显著。**目前国内生猪存栏仍处于低位，美国生猪价格4-5元/kg，中国约33元/kg，价差仍大，进口成本优势显著。双汇20年规划进口关联交易上限175亿元，其中Q1与罗特克斯关联采购30亿元。后续如加征关税排除得到准许，进口猪肉税费可从63%降至33%，将进一步扩大价差空间。截至20Q1公司存货87.5亿元，环比基本持平，仍处于历史高位，冻肉的成本调节能力预计将体现。海外疫情对物流和进出关影响有限，肉禽蛋奶仍是得到保障。
- 肉制品：提价红利持续释放，高端化节奏稳步推进。**20Q1肉制品收入66.4亿元，同比+13.3%。拆分量价来看，吨价提高约22%，主要是1)19年采取随行就市小幅多次提价，累计提价约20%；2)公司坚持高端化战略，高端品占比提高带动吨价提升，3)春节旺季高端品销量好，结构进一步优化。因疫情导致物流和终端开店不畅，销量略有下滑，预计实际终端销售好于公司报表层面，Q2补库存效应将有所体现，本期合同负债（原预收账款）环比增加3.6亿元。预计全年肉制品销量实现正增长大概率可期。Q1肉制品业务实现营业利润13.5亿元（同比+40%），经营利润率20.3%（同比+3.8pct，环比+0.9pct），提价红利延续。疫情期间终端需求旺盛，销售费用率降低亦对业绩拉动显著。2020年公司将加大对高端品推广力度，新品也侧重产品升级，筷厨、无淀粉双汇王等高端新品全年销量有望超过1万吨。在高端战略推动下，预计肉制品吨利将保持较高水准。
- 降本提效益，减值导致压制。**20Q1毛利率16.96%(-4.15pct)，主要是屠宰收入占比提高；销售费用率3.39%(-2.04pct)，管理费用率（含研发费用）1.68%(-0.58pct)，降本增效。本期计提资产减值损失1.9亿元（同增1.7亿元），主要是对冻品库存提取减值较多，预计后续将有所转回。综上20Q1实现归母净利14.65亿元(+13.82%)，净利率8.6%(-2.5pct)。

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.02
一年最低/最高价	21.17/44.10
市净率(倍)	8.14
流通A股市值(百万元)	38826.40

基础数据

每股净资产(元)	5.41
资产负债率(%)	40.31
总股本(百万股)	3319.28
流通A股(百万股)	882.02

相关研究

- 《双汇发展 (000895)：低价冻肉释放业绩，肉制品提价传导顺畅》2020-03-25**
- 《双汇发展 (000895)：规划关联交易额大增，期待展现利润弹性》2020-01-20**
- 《双汇发展 (000895)：多措并举展业绩弹性，行业承压期龙头机遇期》2019-10-29**

- **进一步延伸上下游，加强上游控制力提高议价权。**公司公布拟在辽宁省阜新市投资建立生猪和肉鸡产业项目，其中预计生猪养殖项目（年规划出栏 50 万头）固定资产投资约 9.8 亿元，肉鸡产业化项目（年出栏和屠宰肉鸡 1 亿只）投资约 17.35 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**猪瘟疫情影响下，屠宰方面，全国布局的龙头企业短期增厚利润和长期整合产业；肉制品方面，公司进口肉目前有一定储备且进口渠道不断拓展，且公司在研发、销售等方面不断调整，随着产品结构升级、市场营销拉动，提价成效将持续体现。我们预计 20-22 年公司收入达 728/768/781 亿元，同增 20.7/5.4/1.7%；归母净利润分别为 60.0/66.5/73.8 亿元，同增 10.3/10.8/11.1%；对应 PE 为 24/22/20X，维持“买入”评级。
- **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。

双汇发展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	16303	17592	19861	26709	营业收入	60348	72841	76784	78119
现金	3455	7235	11621	16236	减:营业成本	48977	60706	63160	63768
应收账款	154	152	171	158	营业税金及附加	297	359	378	385
存货	8801	6375	4151	6477	营业费用	2706	2914	3532	3437
其他流动资产	3892	3830	3918	3839	管理费用	1308	1457	1536	1562
非流动资产	12330	15360	15459	14730	财务费用	97	34	-237	-375
长期股权投资	178	193	208	223	资产减值损失	-335	-36	154	156
固定资产	10575	12633	12562	11882	加:投资净收益	143	89	93	108
在建工程	174	1262	1495	1504	其他收益	28	29	28	28
无形资产	983	932	879	827	营业利润	6852	7526	8384	9322
其他非流动资产	419	339	316	294	加:营业外净收支	-13	59	39	21
资产总计	28633	32952	35320	41438	利润总额	6838	7585	8423	9343
流动负债	11284	12696	11356	12814	减:所得税费用	1173	1358	1516	1682
短期借款	3277	3277	3277	3277	少数股东损益	228	232	262	282
应付账款	2946	3799	3219	3866	归属母公司净利润	5438	5995	6645	7379
其他流动负债	5060	5620	4859	5670	EBIT	6935	7624	8339	9125
非流动负债	234	233	229	225	EBITDA	7907	8516	9362	10190
长期借款	16	14	11	7					
其他非流动负债	218	218	218	218	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	11518	12929	11585	13039	每股收益(元)	1.64	1.81	2.00	2.22
少数股东权益	628	860	1122	1404	每股净资产(元)	4.97	5.77	6.81	8.13
归属母公司股东权益	16488	19164	22614	26995	发行在外股份(百万股)	3319	3319	3319	3319
负债和股东权益	28633	32952	35320	41438	ROIC(%)	28.8%	27.8%	26.3%	24.7%
					ROE(%)	33.1%	31.1%	29.1%	27.0%
					毛利率(%)	18.8%	16.7%	17.7%	18.4%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	9.0%	8.2%	8.7%	9.4%
经营活动现金流	4424	11004	8347	7441	资产负债率(%)	40.2%	39.2%	32.8%	31.5%
投资活动现金流	-1375	-3804	-1001	-199	收入增长率(%)	23.4%	20.7%	5.4%	1.7%
筹资活动现金流	-2385	-3420	-2961	-2627	净利润增长率(%)	10.7%	10.3%	10.8%	11.1%
现金净增加额	665	3780	4385	4615	P/E	26.87	24.37	21.99	19.80
折旧和摊销	972	892	1023	1066	P/B	8.86	7.62	6.46	5.41
资本开支	668	3014	85	-744	EV/EBITDA	18.17	16.45	14.52	12.91
营运资本变动	-2534	3968	776	-774					

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>