

食品饮料/必需消费

双汇发展 (000895)

## 成本具备优势，肉制品量价可期

### 双汇发展 2019 年报点评

	瞿猛 (分析师)	马铮 (分析师)
	021-38676442	0755-23976601
	zimeng@gjjas.com	mazheng@gjjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880518080001

#### 本报告导读:

猪价上涨带动生鲜冻品收入和利润大幅增长，公司通过进口替代、提价、产品结构升级对冲肉制品成本上行。全产业链布局继续提升屠宰和肉制品上的竞争优势。

#### 投资要点:

肉制品行业全产业链布局，猪肉进口有效对冲肉制品成本上行和屠宰产能利用率下降的压力，肉制品全方位改革提升盈利能力可期。维持 2020-2021 年 EPS 为 1.79、1.98 元，新增预测 2022 年 EPS 为 2.20 元，考虑可比公司 2020 年 PE 估值，绝味食品 (33XPE)、煌上煌 (35XPE) 上海梅林 (17X PE)，提高目标价至 45 元，对应 2020 年 25X PE，增持评级。

猪价上涨带动公司生鲜冻品收入和利润大幅增长，公司通过进口替代、提价、产品结构升级对冲肉制品成本上行。2019 年收入、净利润分别为 603 亿、54 亿，同比增长 23%、11%，其中 Q4 收入、利润增速 49%、18%。屠宰业务收入 329 亿，增 42%，价增 (+46%) 量减 (-3%)，猪价上涨拉动收入增长，低成本进口肉有效对冲屠宰产能利用率下降。非洲猪瘟影响屠宰量降至 1320 万头 (-19%)，进口肉有补充，因此整体销量仅下滑 3%。屠宰毛利率下滑 0.8pct 至 9.2%，利润率提升 1.3pct 至 4.9%，系屠宰产能利用率下降、低成本进口肉综合影响的结果，2019 年末公司库存翻倍。

肉制品业务收入 252 亿，同比增长 8.8%，连年加速创新高，量平 (+0.1%) 价增 (8.4%)。吨价提升主因 2018 年底开始的 6 次产品提价幅度达 20%，叠加产品结构升级。高、低温肉制品毛利率分别下降 1.6pct、2.1pct。公司凭借进口肉成本对冲、产品提价稳住了盈利水平，且销量并没有下滑。

2020 年，继续加大进口肉对冲肉制品成本上行和屠宰产能下降的压力。

肉制品方面伴随公司从人员到渠道的全方位改革，盈利能力提升可期。

**风险提示:** 食品安全风险；新品推广不达预期的风险。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	48,892	60,348	65,651	70,204	73,061
(+/-)%	-3%	23%	9%	7%	4%
经营利润 (EBIT)	6,430	6,920	7,482	8,038	8,878
(+/-)%	11%	8%	8%	7%	10%
净利润 (归母)	4,912	5,438	5,952	6,561	7,291
(+/-)%	14%	11%	9%	10%	11%
每股净收益 (元)	1.48	1.64	1.79	1.98	2.20
每股股利 (元)	1.20	1.10	1.24	1.36	1.48

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	13.2%	11.5%	11.4%	11.4%	12.2%
净资产收益率 (%)	37.7%	33.0%	32.6%	32.3%	32.1%
投入资本回报率 (%)	43.6%	41.0%	49.1%	52.0%	57.6%
EV/EBITDA	10.55	12.20	12.79	9.03	7.87
市盈率	25.34	22.89	20.91	18.97	17.07
股息率 (%)	3.2%	2.9%	3.3%	3.6%	3.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **45.00**

上次预测: 37.00

当前价格: 37.50

2020.03.29

#### 交易数据

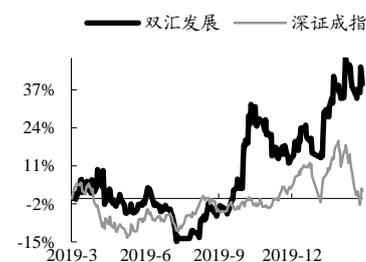
52 周内股价区间 (元)	21.17-38.36
总市值 (百万元)	124,473
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,319/882
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	27%
日均成交量 (百万股)	18.53
日均成交值 (百万元)	615.97

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	16,488
每股净资产	4.97
市净率	7.5
净负债率	-19.08%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.39	0.42
Q2	0.33	0.37
Q3	0.47	0.52
Q4	0.45	0.49
全年	1.64	1.79

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	31%	48%
相对指数	21%	32%	46%

#### 相关报告

《掌握成本优势，聚焦肉制品主业谋发展》  
2019.12.19

《成本控制能力体现，进口肉优势凸显》  
2019.10.30

《成本转嫁滞后，业绩低于预期》2019.08.14

《业绩略超预期，多管齐下净利率有望相对稳定》2019.04.29

《睡狮渐醒，肉类霸主重振雄风》2019.04.21

模型更新时间: 2020.03.29

股票研究

必需消费  
食品饮料

双汇发展 (000895)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **45.00**

上次预测: 37.00

当前价格: 37.50

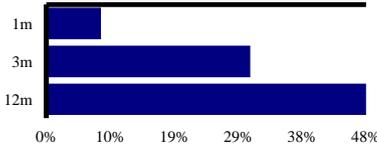
公司网址

www.shuanghui.net

公司简介

公司是国内最大的肉类加工企业,主要从事畜禽屠宰,加工销售肉类食品、肉类罐头、速冻肉制品、定型包装熟肉制品(含清真食品)、水产品(鱼糜制品)、蛋制品;销售方便食品(米乐高八宝肠);生产销售食品包装;生产加工肉制品及相关产品配套原辅料;技术咨询服务,化工产品销售(不含易燃易爆危险品),食品行业的投资,销售代理,物流及其相关经营业务的配套服务等。公司始终坚持围绕“农”字做文章,围绕肉类加工上项目,实施产业化经营。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

21.17-38.36

市值 (百万)

124,473

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业收入	48,892	60,348	65,651	70,204	73,061
营业成本	38,248	49,028	53,289	56,507	58,404
税金及附加	348	297	371	380	401
销售费用	2,644	2,706	2,954	3,616	3,653
管理费用	1,146	1,308	1,456	1,560	1,616
EBIT	6,430	6,920	7,482	8,038	8,878
公允价值变动收益	30	28	0	0	0
投资收益	60	143	143	143	143
财务费用	163	97	209	39	-35
营业利润	6,296	6,852	7,609	8,334	9,248
所得税	1,245	1,173	1,427	1,538	1,698
少数股东损益	123	228	216	251	274
归母净利润	4,912	5,438	5,952	6,561	7,291
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	4,971	6,508	8,053	8,827	11,514
其他流动资产	5,295	9,795	7,320	8,001	8,164
长期投资	178	178	178	178	178
固定资产合计	11,159	10,575	10,575	10,575	10,575
无形及其他资产	1,262	1,577	1,307	1,407	1,457
资产合计	22,865	28,633	27,433	28,988	31,888
流动负债	8,929	11,284	8,297	7,541	7,776
非流动负债	230	234	16	16	16
股东权益	13,705	17,115	19,119	21,431	24,096
投入资本(IC)	11,836	13,969	12,386	12,621	12,599
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	5155	5734	6076	6558	7250
折旧与摊销	978	972	0	0	0
流动资金增量	768	2,239	-2,201	135	-72
资本支出	-418	-659	-103	-81	-30
自由现金流	6,484	8,286	3,772	6,611	7,148
经营现金流	4,876	4,424	7,848	6,581	7,476
投资现金流	-2,210	-1,375	199	62	112
融资现金流	-5,935	-2,385	-6,503	-5,869	-4,901
现金流净增加额	-3,269	664	1,545	774	2,687
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	-3.3%	23.4%	8.8%	6.9%	4.1%
EBIT 增长率	11.3%	7.6%	8.1%	7.4%	10.4%
净利润增长率	13.7%	10.7%	9.5%	10.2%	11.1%
利润率					
毛利率	21.8%	18.8%	18.8%	19.5%	20.1%
EBIT 率	13.2%	11.5%	11.4%	11.4%	12.2%
归母净利润率	10.0%	9.0%	9.1%	9.3%	10.0%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	37.7%	33.0%	32.6%	32.3%	32.1%
总资产收益率(ROA)	21.5%	19.0%	21.7%	22.6%	22.9%
投入资本回报率(ROIC)	43.6%	41.0%	49.1%	52.0%	57.6%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	34	49	44	45	45
应收账款周转天数	1	1	1	1	1
总资产周转天数	172	156	156	147	152
净利润现金含量	99.3%	81.4%	131.9%	100.3%	102.5%
资本支出/收入	0.9%	1.1%	0.2%	0.1%	0.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.1%	40.2%	30.3%	26.1%	24.4%
净负债率	-14.0%	-19.1%	-36.8%	-43.3%	-50.6%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	25.34	22.89	20.91	18.97	17.07
PB	6.00	5.84	6.81	3.85	3.45
EV/EBITDA	10.55	12.20	12.79	9.03	7.87
P/S	2.53	2.06	1.90	1.77	1.70
股息率	3.2%	2.9%	3.3%	3.6%	3.9%

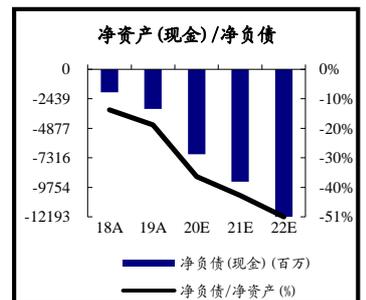
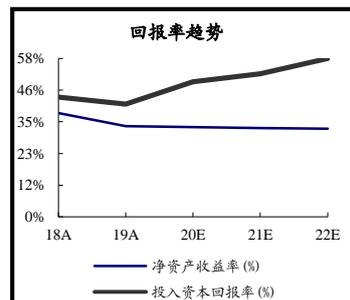
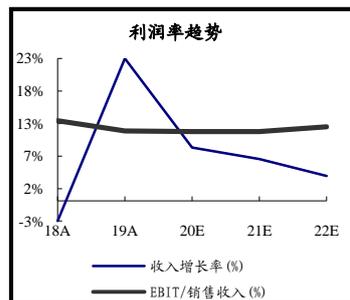
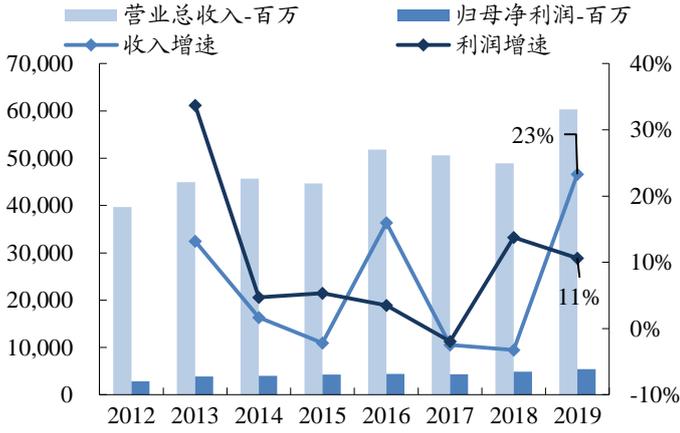
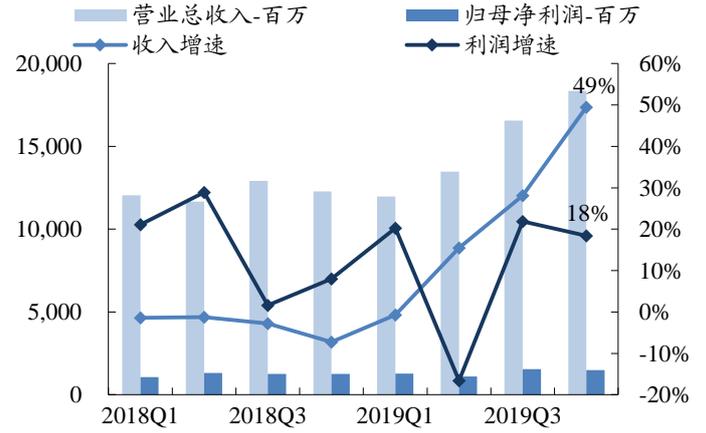


图 1: 双汇 2019 收入、利润增速为 23%、11%



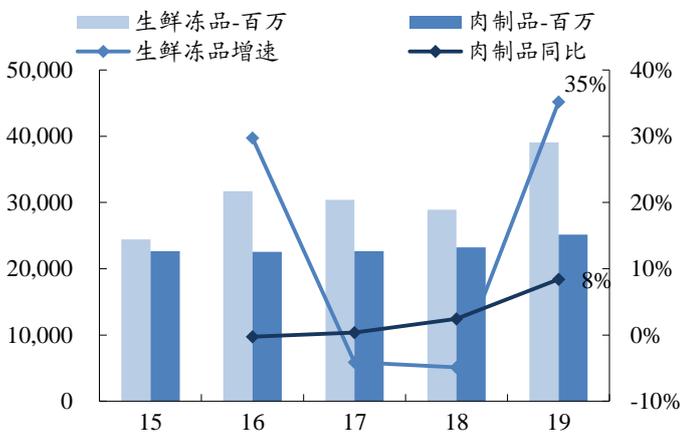
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 双汇 2019Q4 收入、利润增速为 49%、18%



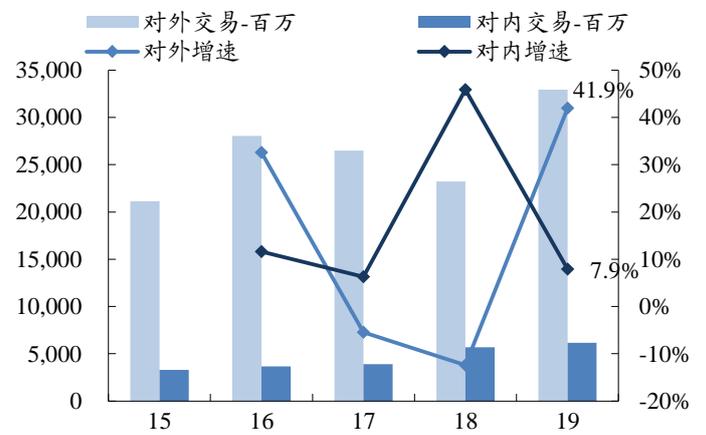
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 生鲜冻品收入增速因猪价上涨而大幅提升



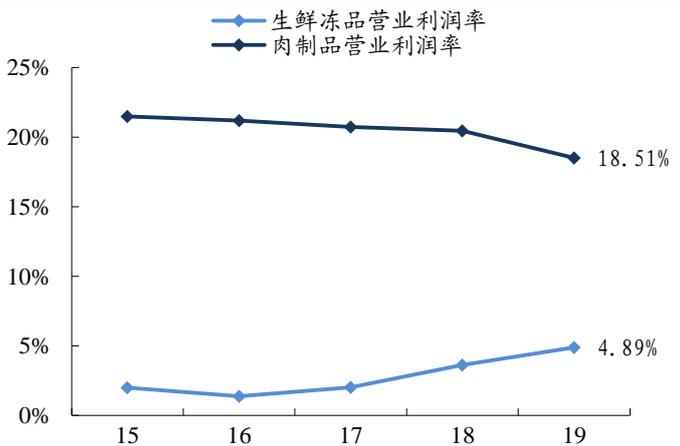
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 猪价上涨时带动生鲜冻品收入大幅提升



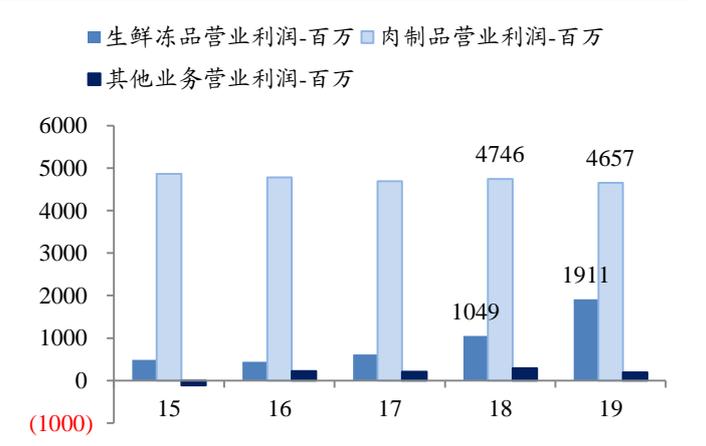
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 5: 肉制品成本在部分对冲后仍有一定上升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

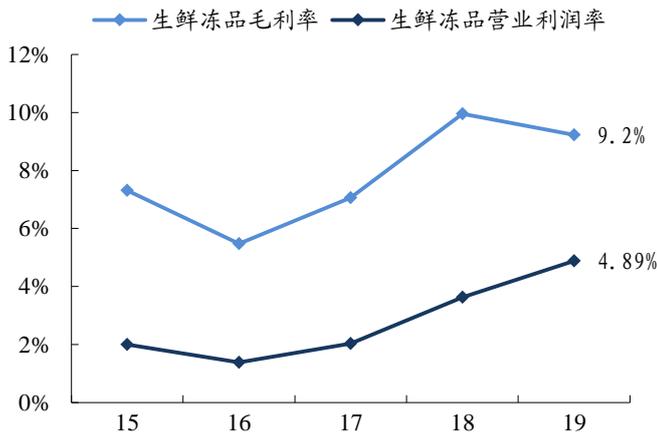
图 6: 营业利润生鲜冻品提升, 肉制品稳定



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

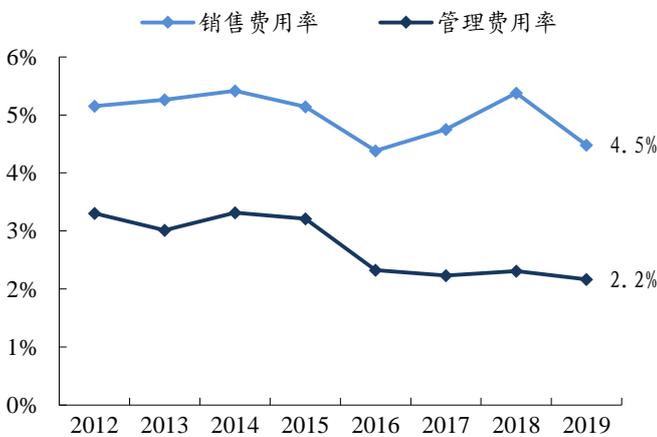
图 7: 增加进口肉对冲屠宰量下降

图 8: 猪价上涨引起公司毛利率有所回落



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图9: 双汇2019销售、管理费用率有一定回落

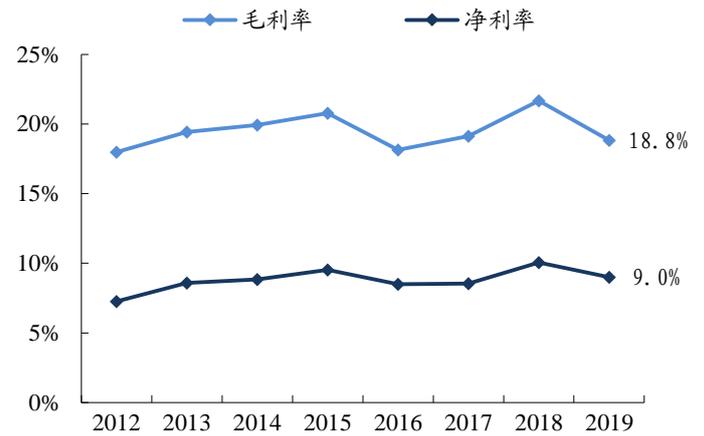


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表1: 双汇发展可比公司估值表

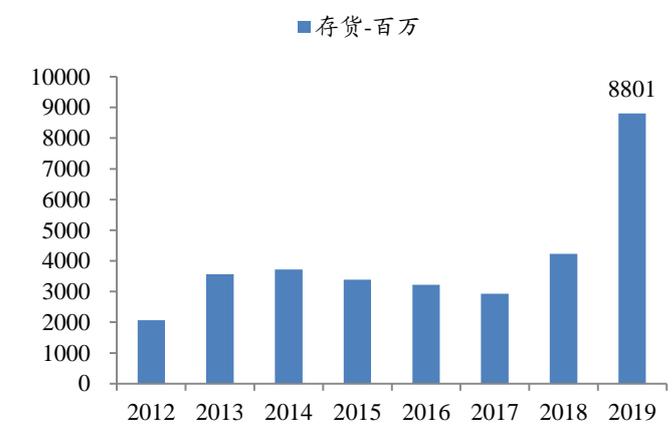
2020/03/29	总市值		EPS			CAGR		PE			PEG		PS	
	亿元	18A	19E	20E	2018-20	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
煌上煌	107	0.34	0.43	0.59	32%	62	48.5	35	1.5	5.6	5.0	3.9		
绝味食品	309	1.58	1.29	1.52	20%	32	39.4	33	2.0	7.1	6.2	5.4		
上海梅林	81	0.33	0.40	0.52	26%	26	21.5	17	0.8	0.4	0.4	0.4		
平均					26%	40	37	28	1.4	4.4	3.9	3.2		
双汇发展	1,245	1.48	1.63	1.79	10%	25	23	21	2.3	2.5	2.3	2.1		

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 煌上煌、双汇发展2019年EPS为实际数



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图10: 双汇2019存货大幅上升对冲原料成本上行



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		