

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年03月18日

市场数据

目前股价	25.32
总市值（亿元）	835.45
流通市值（亿元）	835.31
总股本（万股）	329,956
流通股本（万股）	329,902
12个月最高/最低	28.74/0.00

分析师

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

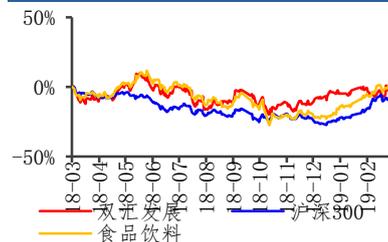
✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<营收微降，利润承压>> 2018-10-31

<<业绩超预期，利润弹性显现>> 2018-08-14

<<屠宰量利双升，肉制品效果渐显>>

2018-04-25

屠宰量利齐升，肉制品持续改善

——双汇发展（000895）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	50788	52462	54391
(+/-%)	4.1%	3.3%	3.7%
净利润	5247	5544	5831
(+/-%)	6.8%	5.7%	5.2%
摊薄 EPS	1.59	1.68	1.77
PE	16	15	14

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事项：**双汇发布 18 年年报，公司 18 年实现营收 487.67 亿元，同比-3.3%，净利 49.15 亿元，同比增 13.8%，每股收益 1.49 元。4Q18 营收 122.5 亿，同比-7.0%；净利 12.6 亿，同比+8.0%，每股收益 0.38 元。拟每 10 股派现 5.5 元（含税）。

投资要点

4Q18 业绩符合预期。4Q18 净利增 8.0%，主要受益于毛利率同比增 4.3pct。

非洲猪瘟调运政策拉大区域猪价价差，调出区猪价下行、屠宰放量，提升部门盈利。4Q18 受非洲猪瘟生猪禁止调运的政策影响，生猪调出区供大于求猪价下行，调出区屠宰企业收猪成本下行、屠宰放量。2018 年屠宰量为 1631 万头，同比增 14.3%；其中 4Q18 屠宰量为 428 万头，同比增 2.3%。2018 年生鲜肉销量 153 万吨，同比增 0.8%，测算 4Q18 生鲜肉销量约 39.8 万吨，增速-7.1%。生鲜肉销量下滑抵消吨价增 0.77% 的优势，4Q18 屠宰收入增速-6.4%，但放量提升产能利用率下头均盈利大增 85%，推动屠宰部门盈利大增 89.2%。展望 2019 年，猪周期处于上行阶段，叠加猪瘟影响，预计短期猪价稳中略升下屠宰业务或承压。预计 19 年生鲜肉销量收入增速约 0-5%。

肉制品收入稳步增长，利润略有下滑。2018 肉制品销量 160 万吨，同比增 1.1%，推算 4Q18 销量 38.7 万吨，同比降 2.3%。4Q18 肉制品收入 55 亿，同比增 0.6%，其中产品吨价提升 2.9%，主要源于产品结构升级、以及部分产品平均提价 2-3%。4Q18 肉制品营业利润 10.9 亿，同比-3.3%，测算吨利降约 1.0%，或源于其他成本鸡肉价格上涨和市场费用投入增加。往 19 年展望，双汇新品推广、渠道持续创新下肉制品营收可持续增长；猪价上行期间可通过直接提价、产品结构升级、使用低价原料库存储备、进口国外低价猪肉等方式缓解成本上行压力，预计 19 年肉制品收入增速 0-5%。

屠宰集中度提升利好龙头，新品、新渠道开发成效显著利于肉制品业务改善。猪瘟影响下国家对屠宰企业的管控加强，加速不规范的中小屠宰厂退出，从长期来看，行业集中度有望提升，龙头发展空间广阔。肉制品业

务上双汇积极进行产品结构调整，开发高品质、高价格、高利润的产品，布局中高端产品市场；开发熟食店、蒸食（新增蒸锅以满足市场对热食的需求）等新渠道，产品结构升级、新渠道开发下肉制品业务有望取得突破。

盈利预测与投资建议：预计 19-21 年 EPS 分别为 1.59、1.68、1.77 元，同比增 7%、6%、5%，最新 PE 为 16、15、14 倍。19 年猪价呈上行趋势，利润端虽有压力，但公司已经积极布局，且可通过多种手段来冲减成本提升的负面影响。在公司改革与调结构双重作用下，期待肉制品销量进一步改善。双汇分红率高，是稳健价值投资标的，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**食品安全风险、原料价格波动风险。

1.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	50447.34	48767.40	50788.05	52462.12	54391.49	成长性					
营业成本	40907.13	38323.64	39905.61	41212.83	42713.02	营业收入增长	-2.7%	-3.3%	4.1%	3.3%	3.7%
销售费用	2402.09	2632.25	2336.25	2360.80	2393.23	营业成本增长	-3.6%	-6.3%	4.1%	3.3%	3.6%
管理费用	1128.34	1129.29	1066.55	1049.24	1087.83	营业利润增长	-0.2%	14.4%	7.3%	5.7%	5.2%
财务费用	55.12	55.32	30.04	-40.41	-72.57	利润总额增长	-1.8%	9.9%	7.3%	5.7%	5.2%
投资净收益	74.14	47.53	60.94	54.23	57.59	净利润增长	-1.9%	13.8%	6.8%	5.7%	5.2%
营业利润	5547.10	6347.12	6807.83	7193.34	7566.81	盈利能力					
营业外收支	212.09	-15.48	-16.65	-18.44	-16.67	毛利率	18.9%	21.4%	21.4%	21.4%	21.5%
利润总额	5759.19	6331.64	6791.18	7174.90	7550.14	销售净利率	8.9%	10.4%	10.7%	11.0%	11.1%
所得税	1248.65	1255.24	1346.34	1422.41	1496.80	ROE	29.2%	36.3%	30.9%	28.8%	26.5%
少数股东损益	191.23	161.90	197.42	208.32	222.10	ROIC	26.8%	33.2%	28.8%	27.1%	25.2%
净利润	4319.30	4914.50	5247.42	5544.17	5831.24	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	4.8%	5.4%	4.6%	4.5%	4.4%
					(百万)	管理费用/营业收入	2.2%	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%
流动资产	10016.53	9761.07	14065.18	16629.15	20326.57	财务费用/营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%
货币资金	6162.80	2617.94	7886.12	9225.69	13848.66	投资收益/营业利润	1.3%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
应收账款	135.04	99.67	144.77	107.73	154.05	所得税/利润总额	21.7%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
应收票据	25.98	61.99	29.62	65.01	33.10	应收账款周转率	427.74	415.55	415.55	415.55	415.55
存货	2928.26	4228.36	3223.67	4472.48	3503.82	存货周转率	13.31	10.71	10.71	10.71	10.71
非流动资产	13072.53	12586.84	12333.13	11922.41	11531.70	流动资产周转率	5.91	4.93	4.26	3.42	2.94
固定资产	11568.59	11164.59	10947.58	10613.54	10299.10	总资产周转率	2.27	2.15	2.08	1.91	1.80
资产总计	23089.07	22347.91	26398.31	28551.57	31858.27	偿债能力					
流动负债	7407.04	8130.89	8552.34	8336.34	8787.34	资产负债率	33.0%	37.4%	33.2%	30.0%	28.3%
短期借款	1942.11	2322.21	2322.21	2322.21	2322.21	流动比率	1.35	1.20	1.64	1.99	2.31
应付款项	1848.35	1928.28	2004.25	2057.10	2152.09	速动比率	0.96	0.68	1.27	1.46	1.91
非流动负债	214.70	217.81	216.68	215.48	214.30	每股指标 (元)					
长期借款	5.14	5.08	3.95	2.76	1.58	EPS	1.31	1.49	1.59	1.68	1.77
负债合计	7621.74	8348.69	8769.01	8551.82	9001.64	每股净资产	4.43	3.93	4.97	5.63	6.43
股东权益	15467.33	13999.22	17629.30	19999.75	22856.64	每股经营现金流	1.73	1.50	2.29	1.52	2.46
股本	3299.56	3299.56	3299.56	3299.56	3299.56	每股经营现金/EPS	1.32	1.01	1.44	0.90	1.39
留存收益	9433.88	7725.57	11159.82	14788.11	18606.16	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	850.24	1025.08	1222.50	1430.82	1652.91	PE	19.34	17.00	15.92	15.07	14.33
负债和权益总计	23089.07	22347.91	26398.31	28551.57	31858.27	PEG	8.48	3.58	2.62	1.78	2.37
现金流量表					(百万)	PB	5.72	6.44	5.09	4.50	3.94
经营活动现金流	5650.04	5194.85	7558.25	5003.10	8114.76	EV/EBITDA	12.05	11.19	10.23	9.65	8.69
其中营运资本减少	227.15	-1075.43	1384.83	-1440.39	1376.55	EV/SALES	1.59	1.69	1.53	1.46	1.32
投资活动现金流	-401.70	-2250.77	-444.82	-320.69	-366.72	EV/IC	4.81	5.35	4.11	3.63	3.04
其中资本支出	526.61	515.22	-271.11	-428.12	-408.12	ROIC/WACC	2.86	3.55	3.08	2.86	2.64
融资活动现金流	-2480.60	-6356.87	-1845.25	-3342.83	-3125.06	REP	1.68	1.51	1.33	1.27	1.15
净现金总变化	2767.57	-3412.20	5268.18	1339.57	4622.98						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>