

双汇发展 (000895) 调研报告

肉制品提价顺畅，规划发展养殖业

- ❖ **事项:** 近期我们参加双汇发展股东大会交流，公司阐述了未来屠宰及肉制品业务经营规划，并提出将发力养殖板块，以配套屠宰业务，淡化成本波动，形成产业链上下游一体化发展。同时，公司判断 20 年猪价均价约 30 元，明年全年猪价均价比今年高，上半年比下半年高，猪价拐点或出现在三季度。
- ❖ **肉制品年化提价幅度达 20%，渠道传导顺畅。** 公司肉制品年内提价 6 次，年化提价幅度达 20%，提价方式包括缩规格及直接提价，目前看，渠道提价传导顺畅，动销积极，库存处于正常水平。猪价下行后，公司表示直接降价情况较少，预计将提价的部分利润空间用于产品改善、市场投入等方面。公司预计四季度肉制品吨利将保持平稳，目标毛利率短期保持稳定，长期发挥规模优势。战略上，坚持稳高温上低温，进家庭上餐桌，逐步扩大餐饮渠道。
- ❖ **屠宰份额持续提升，行业整合进程加速。** 非洲猪瘟疫情下，公司作为龙头屠宰份额持续提升，中小型屠宰厂由于抗风险能力较弱、政策要求关停等原因，逐步被行业淘汰出局，预计四季度及明年行业整合步伐将进一步加快。生鲜肉方面，公司将继续加大猪肉进口，预计四季度公司生鲜肉业务仍将继续受益冻肉库存释放。
- ❖ **行业调整为养殖带来良机，长期规划投入养殖板块。** 此次猪瘟致行业出现调整，公司认为养殖业带来了良好的发展机遇。公司认为中美业务协同有限，发力养殖业目的使养殖业务与自身屠宰业务进行配套，淡化成本波动，稳定原料供给，目前公司养殖规模 30 万头，未来预计主要采取公司加农户模式扩张，3-5 年时间使养殖上规模，目标使配套养殖业和屠宰业的配比达 30-50%。借鉴美国生猪产业，屠宰、养殖上下游一体化是行业龙头的必经之路，虽养殖上游周期性较强，然保证原料将为下游屠宰、肉制品加工发展提供稳定基础。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级:** 短期看，低成本原料、提价释放公司业绩弹性，长期看，屠宰行业加快整合趋势不改，公司借助产业链一体化优势有望熨平波动，肉制品经营改善趋势不变。我们略微调整 2019-2021 年 EPS 预测至 1.63/1.76/1.95 元，对应增速为 10.1%/8.2%/10.9%，目前股价对应 PE 为 18/16/15 倍，考虑明年全年成本均价较今年料仍将同比增长，维持目标价 31.5 元，对应 20 年约 18X 估值，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:** 中美贸易摩擦加剧；猪价涨幅超预期；肉制品改善不及预期等。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	48,767	58,092	67,648	68,677
同比增速(%)	-3.3%	19.1%	16.4%	1.5%
归母净利润(百万)	4,914	5,409	5,850	6,489
同比增速(%)	13.8%	10.1%	8.2%	10.9%
每股盈利(元)	1.48	1.63	1.76	1.95
市盈率(倍)	20	18	16	15
市净率(倍)	7	6	5	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 12 月 11 日收盘价

推荐 (维持)

目标价：31.5 元

当前价：28.85 元

华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

证券分析师：于芝欢

邮箱：yuzhihuan@hcyjs.com
执业编号：S0360519090001

公司基本数据

总股本(万股)	331,928
已上市流通股(万股)	88,255
总市值(亿元)	957.61
流通市值(亿元)	254.62
资产负债率(%)	39.8
每股净资产(元)	4.6
12 个月内最高/最低价	35.2/21.17

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《双汇发展 (000895) 2019 年一季报点评：19Q1 屠宰量利齐升，肉制品盈利短期低位》

2019-04-30

《双汇发展 (000895) 2019 年中报点评：盈利短期承压，提价改善吨价》

2019-08-15

《双汇发展 (000895) 2019 年三季报点评：低价原料、提价贡献弹性，Q4 有望延续》

2019-10-29

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,618	4,627	7,316	11,084
应收票据	62	74	86	87
应收账款	100	118	137	140
预付账款	64	77	91	91
存货	4,228	4,858	6,021	6,018
其他流动资产	2,689	2,828	3,007	3,023
流动资产合计	9,761	12,582	16,658	20,443
其他长期投资	45	45	45	45
长期股权投资	178	178	178	178
固定资产	11,098	10,903	10,715	10,535
在建工程	108	108	108	58
无形资产	942	848	763	687
其他非流动资产	216	200	189	179
非流动资产合计	12,587	12,282	11,998	11,682
资产合计	22,348	24,864	28,656	32,125
短期借款	2,322	2,896	3,510	4,033
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1,928	2,545	3,001	3,000
预收款项	987	1,176	1,369	1,390
其他应付款	589	589	589	589
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	2,305	910	360	-50
流动负债合计	8,131	8,116	8,829	8,962
长期借款	5.00	5.00	5.00	4.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	213	145	144	145
非流动负债合计	218	150	149	149
负债合计	8,349	8,266	8,978	9,111
归属母公司所有者权益	12,974	15,389	18,269	21,384
少数股东权益	1,025	1,209	1,409	1,630
所有者权益合计	13,999	16,598	19,678	23,014
负债和股东权益	22,348	24,864	28,656	32,125

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	5,063	6,271	5,916	7,284
现金收益	5,966	6,229	6,678	7,331
存货影响	-1,300	-630	-1,163	3
经营性应收影响	-374	-429	-430	-388
经营性应付影响	416	805	650	20
其他影响	356	296	182	319
投资活动现金流	-2,251	-250	-250	-200
资本支出	-266	-266	-263	-211
股权投资	46	0	0	0
其他长期资产变化	-2,031	16	13	11
融资活动现金流	-6,357	-4,012	-2,977	-3,316
借款增加	380	574	613	522
股利及利息支付	-6,856	-3,164	-3,488	-3,869
股东融资	120	122	94	112
其他影响	-1	-1,544	-196	-81

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	48,767	58,092	67,648	68,677
营业成本	38,324	46,266	54,569	54,545
税金及附加	343	409	476	484
销售费用	2,632	2,788	3,247	3,434
管理费用	1,129	1,290	1,421	1,442
财务费用	-86	80	93	104
资产减值损失	385	385	385	385
公允价值变动收益	30	0	0	0
投资收益	48	48	48	48
其他收益	259	145	145	145
营业利润	6,347	6,980	7,549	8,374
营业外收入	14	11	11	10
营业外支出	29	15	15	15
利润总额	6,332	6,976	7,545	8,369
所得税	1,256	1,383	1,496	1,659
净利润	5,076	5,593	6,049	6,710
少数股东损益	162	184	199	221
归属母公司净利润	4,914	5,409	5,850	6,489
NOPLAT	5,007	5,657	6,124	6,793
EPS(摊薄)(元)	1.48	1.63	1.76	1.95

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	-3.3%	19.1%	16.4%	1.5%
EBIT 增长率	9.6%	13.0%	8.3%	10.9%
归母净利润增长率	13.8%	10.1%	8.2%	10.9%
获利能力				
毛利率	21.4%	20.4%	19.3%	20.6%
净利率	10.4%	9.6%	8.9%	9.8%
ROE	35.1%	32.6%	29.7%	28.2%
ROIC	36.6%	37.7%	35.0%	33.5%
偿债能力				
资产负债率	37.4%	35.1%	35.5%	33.7%
债务权益比	18.1%	18.4%	18.6%	18.2%
流动比率	120.0%	155.0%	188.7%	228.1%
速动比率	68.0%	95.2%	120.5%	161.0%
营运能力				
总资产周转率	2.2	2.3	2.4	2.1
应收账款周转天数	1	1	1	1
应付账款周转天数	18	17	18	20
存货周转天数	34	35	36	40
每股指标(元)				
每股收益	1.48	1.63	1.76	1.95
每股经营现金流	1.53	1.89	1.78	2.19
每股净资产	3.91	4.64	5.50	6.44
估值比率				
P/E	20	18	16	15
P/B	7	6	5	4
EV/EBITDA	14	14	13	12

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，4年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500