

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年10月29日
市场数据

目前股价	26.2
总市值（亿元）	869.65
流通市值（亿元）	231.23
总股本（万股）	331,928
流通股本（万股）	88,255
12个月最高/最低	28.05/19.92

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）：逢晓娟

S1070119020015

☎ -

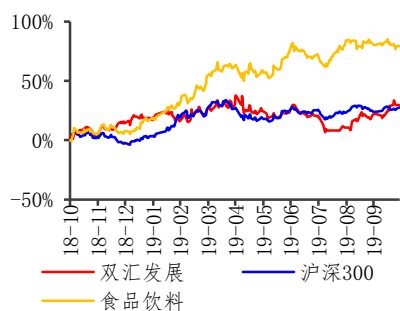
✉ pangxiaojuan@cgws.com

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

<<猪价持续上行，公司盈利承压>>

2019-08-14

<<屠宰盈利提升，肉制品略有承压>>

2019-04-30

<<屠宰量利齐升，肉制品持续改善>>

2019-03-18

业绩超预期，肉制品业务改善

——双汇发展（000895）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	56216	59099	62079
(+/-%)	15.3%	5.1%	5.0%
净利润	5382	5524	5858
(+/-%)	9.5%	2.6%	6.0%
摊薄 EPS	1.62	1.66	1.76
PE	16	16	15

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 事项：

双汇发布 19 年三季报，公司 1-3Q19 实现营收 419.9 亿元，同比增 14.7%，净利 39.43 亿元，同比增长 7.9%，每股收益 1.19 元。3Q19 实现营收 165.6 亿元，同比增 28.3%，净利 15.44 亿元，同比增长 23.9%，每股收益 0.47 元。

■ 投资要点：

3Q19 业绩超预期。3Q19 净利同比增 23.9%，主要源于营收同比增 28.3%和销售费用率同比降 0.9pct。

非洲猪瘟影响下屠宰量持续下滑，但猪价大幅提升下屠宰业务盈利快速提升。1-3Q19 屠宰量为 1127 万头，同比降 6.3%，其中 3Q19 屠宰量达 269.2 万头，同比下降 28.3%。1-3Q19 生鲜肉销量达约 112.3 万吨，同比下降 1%，测算 3Q19 生鲜肉销量约 37 万吨，同比下降 0.7%。由于非洲猪瘟影响，猪价大幅上涨，使得 3Q19 吨价增 41.6%，3Q19 屠宰收入增 40.6%。3Q19 头均盈利大幅提升，拉动屠宰部门盈利增长 147.2%。往未来展望，非洲猪瘟影响持续，生猪存栏与能繁母猪存栏量仍在持续下降，预计 4Q19 猪价仍会持续上涨，吨价、头均盈利提升下屠宰业务营收、净利或持续保持快速增长。

成本改善措施显效，肉制品业务改善。1-3Q19 肉制品销量约 121.4 万吨，与去年同期相若。测算 3Q19 肉制品销量约 43 万吨，同比基本持平。3Q19 肉制品营收 68.2 亿，同比增加 9%，其中产品吨价提升 9%，主因公司持续进行产品结构升级，并对部分产品直接提价，19 年已提价 5 次，提价效果逐渐显现。3Q19 肉制品部门盈利增约 11%，吨利增约 11%。肉制品业务改善主因：（1）产品直接提价；（2）采用低成本原材料；（3）使用低成本进口肉；（4）进行技术创新、工艺创新、生产流程创新等。往未来展望，2020 年猪价仍处于上行区间，成本压力犹在，但双汇在保持销量的稳定上可通过跟踪成本阶段性涨

价以及技术创新等方式缓解成本压力。预计 19 年肉制品收入增速 5%-7%。

持续进行产品结构升级、完善渠道布局，静待肉制品业务改革显效。双汇持续进行产品结构升级，并推出新口味产品以及面向餐桌消费的筷厨，进一步完善产品结构，扩展肉制品的消费场景。此外，双汇使用新的营销方式，采用明星代言，加大对营销的重视程度。未来随着销售网络布局完善、营销持续创新、产品结构升级，双汇的肉制品业务改善可期。

盈利预测与投资建议：预计 19-21 年 EPS 至 1.62、1.66、1.76 元，同比增 9.5%、2.6%、6.0%，最新 PE 为 16、16、15 倍。19 年猪价呈上行趋势，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	56215.85	59098.62	62079.46	成长性					
营业成本	40907.13	38323.64	44517.38	46991.78	49370.20	营业收入增长	-2.7%	-3.3%	15.3%	5.1%	5.0%
营业费用	2402.09	2632.25	2810.79	2984.48	3166.05	营业成本增长	-3.6%	-6.3%	16.2%	5.6%	5.1%
管理费用	1128.34	1129.29	1124.32	1181.97	1179.51	营业利润增长	-0.2%	14.4%	10.0%	2.7%	6.1%
研发费用	0.00	72.58	84.32	85.69	93.12	利润总额增长	-1.8%	9.9%	10.0%	2.6%	6.1%
财务费用	55.12	55.32	65.00	19.11	-29.36	净利润增长	-1.9%	13.8%	9.5%	2.6%	6.0%
其他收益	0.00	259.27	64.82	80.00	75.00	盈利能力					
投资净收益	74.14	47.53	59.94	54.69	57.40	毛利率(%)	18.9%	21.4%	20.8%	20.5%	20.5%
营业利润	5547.10	6347.12	6981.45	7167.28	7601.69	销售净利率(%)	8.9%	10.4%	9.9%	9.7%	9.8%
营业外收支	212.09	-15.48	-16.65	-18.44	-16.67	ROE(%)	29.2%	36.3%	31.4%	28.5%	26.5%
利润总额	5759.19	6331.64	6964.80	7148.84	7585.02	ROIC(%)	43.2%	47.8%	52.2%	50.9%	60.6%
所得税	1248.65	1255.24	1380.76	1417.24	1503.72	营运效率					
少数股东损益	191.23	161.90	202.47	207.56	223.13	销售费用/营业收入	4.8%	5.4%	5.0%	5.1%	5.1%
净利润	4319.30	4914.50	5381.58	5524.04	5858.18	管理费用/营业收入	2.2%	2.3%	2.0%	2.0%	1.9%
						研发费用/营业收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%
资产负债表						财务费用/营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
					(百万)	投资收益/营业利润	1.3%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
流动资产	10016.53	9761.07	13253.60	15472.38	19324.76	所得税/利润总额	21.7%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
货币资金	6162.80	2617.94	6188.31	7837.32	11784.46	应收账款周转率	313.25	302.26	302.26	302.26	302.26
应收票据及应收账款	161.02	161.66	210.30	180.74	230.03	存货周转率	13.31	10.71	10.71	10.71	10.71
其他应收款	10.43	32.55	17.00	35.09	19.62	流动资产周转率	5.91	4.93	4.89	4.11	3.57
存货	2928.26	4228.36	4084.88	4690.44	4529.03	总资产周转率	2.27	2.15	2.28	2.12	2.02
非流动资产	13072.53	12586.84	13638.31	13432.47	13182.47	偿债能力					
固定资产	11568.59	11164.59	12211.96	12082.66	11911.74	资产负债率(%)	33.0%	37.4%	33.9%	30.4%	29.3%
资产总计	23089.07	22347.91	26891.91	28904.86	32507.24	流动比率	1.35	1.20	1.49	1.81	2.08
流动负债	7407.04	8130.89	8886.55	8571.35	9309.19	速动比率	0.86	0.58	0.93	1.16	1.49
短期借款	1942.11	2322.21	2322.21	2322.21	2322.21	每股指标 (元)					
应付账款	1848.35	1928.28	2458.72	2172.12	2693.10	EPS	1.30	1.48	1.62	1.66	1.76
非流动负债	214.70	217.81	217.13	215.94	214.73	每股净资产	4.40	3.91	4.98	5.62	6.42
长期借款	5.14	5.08	4.41	3.22	2.00	每股经营现金流	1.70	1.48	2.17	1.70	2.32
负债合计	7621.74	8348.69	9103.68	8787.29	9523.92	每股经营现金/EPS	1.30	1.00	1.34	1.02	1.32
股东权益	15467.33	13999.22	17768.51	20097.84	22963.59	估值					
股本	3299.56	3299.56	3319.28	3319.28	3319.28	PE	20.13	17.70	16.16	15.74	14.85
留存收益	9433.88	7725.57	11247.62	14862.74	18698.42	P/E	8.83	3.72	2.32	1.89	2.39
少数股东权益	850.24	1025.08	1227.55	1435.11	1658.23	PEG	5.95	6.70	5.26	4.66	4.08
负债和股东权益	23089.07	22347.91	26891.91	28904.86	32507.24	P/B	12.59	11.66	10.60	10.17	9.24
					(百万)	EV/EBITDA	1.66	1.76	1.47	1.37	1.25
现金流量表						EV/SALES	5.01	5.57	4.35	3.84	3.26
经营活动现金流	5650.04	5194.85	7197.79	5652.37	7708.61	ROIC/WACC	4.38	4.85	5.30	5.12	6.05
其中营运资本减少	227.15	-1075.43	832.74	-884.97	832.60	REP	1.14	1.15	0.82	0.75	0.54
投资活动现金流	-401.70	-2250.77	-1767.48	-580.79	-574.07						
其中资本支出	526.61	515.22	1035.07	-223.70	-267.21						
融资活动现金流	-2480.60	-6356.87	-1859.95	-3422.57	-3187.41						
净现金总变化	2767.57	-3412.20	3570.37	1649.01	3947.14						

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>