

双汇发展(000895) 2019年三季度报点评

低价原料、提价贡献弹性, Q4有望延续

事项:

❖ **19Q3 业绩超预期。**19 年前三季度收入 419.68 亿元, 同比+14.99%; 归母净利润 39.43 亿元, 同比+7.86%; 扣非净利润 37.49 亿元, 同比+9.02%; 经营性现金流净额 26.84 亿元, 同比-32.13%。19Q3 营业收入 165.53 亿元, 同比+28.51%, 归母净利 15.44 亿元, 同比+23.88%。

评论:

- ❖ **年内 5 次提价拉动肉制品盈利提升。**19Q3 肉制品收入 68.2 亿元, 同比+9.0%, 增长由价升贡献, 肉制品销量 43 万吨同比持平, 吨价 1.59 万元, 同比+9.0%, 经营利润率达 21.5%, 同比+0.4pct, 环比上升 5.4pcts, 创新高。预计盈利提升主要源于提价效应, 但低成本原料、技术及工艺创新亦综合对冲了成本上行。展望四季度, 因公司对肉制品采取被动提价策略, 随猪价持续上涨, 预计公司年内仍将有提价举动。
- ❖ **低成本原料带来弹性, 头均净利创新高。**19Q3 屠宰收入 105.5 亿元, 同比+40.6%, Q3 屠宰量 269 万头, 同比-28.3%, 19Q3 行业定点生猪屠宰量 4427 万头, 同比-24.3%, 公司市占率提升速度放缓; 利润端, 头均利润 179.3 元/头, 同比+244.8%, 判断利润提升主要来自于冻肉库存释放及进口肉增加所致。19Q3 生鲜肉销量 37 万吨, 同比-2.6%, 生鲜肉销售均价 28.5 元/kg, 同比+44.4%。
- ❖ **低成本原料储备达历史高点, 预计 Q4 业绩改善趋势延续。**19Q3 公司与罗特克斯关联交易达 18.7 亿元, 18 年以来整体进口量呈现 U 形, 以海关进口猪肉均价测算, 18Q3/18Q4/19Q1/19Q2/19Q3 进口量分别 5.51/1.54/2.83/8.78/11.8 万吨, 于 19Q3 出现大幅增长, 原因在于中美贸易摩擦提高进口猪肉关税导致中美猪肉价差缩小, 但在国内猪价持续上涨下中美猪肉价差优势进一步显现, 目前中国生猪价格约为美国 5 倍水平, 同时公司亦从欧洲地区进口猪肉。冻肉方面, 19Q3 末公司存货 77.6 亿元, 达历史高点。同时公司亦增加副产品猪毛肠的关联交易金额平抑成本波动, 预计在 19Q4 猪价持续上涨趋势下, 低成本原料使用及提价效应将继续释放业绩弹性。
- ❖ **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。我们上调 2019-2021 年 EPS 预测至 1.63/1.77/1.97 元(原预测为 1.50/1.55/1.71 元), 对应增速为 10.1%/8.5%/11.2%, 目前股价对应 PE 为 16/15/13 倍, 考虑公司业绩改善带来估值修复, 上调目标价至 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	5,868	6,527
同比增速(%)	13.8%	10.1%	8.5%	11.2%
每股盈利(元)	1.48	1.63	1.77	1.97
市盈率(倍)	18	16	15	13
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 10 月 28 日收盘价

推荐 (维持)

目标价: 31.50 元

当前价: 26.2 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)	869.65
流通市值(亿元)	231.23
资产负债率(%)	39.8
每股净资产(元)	4.6
12 个月内最高/最低价	28.05/19.92

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《双汇发展(000895)调研快报: 屠宰份额提升趋势延续, 肉制品经营思路改善》

2019-04-14

《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》

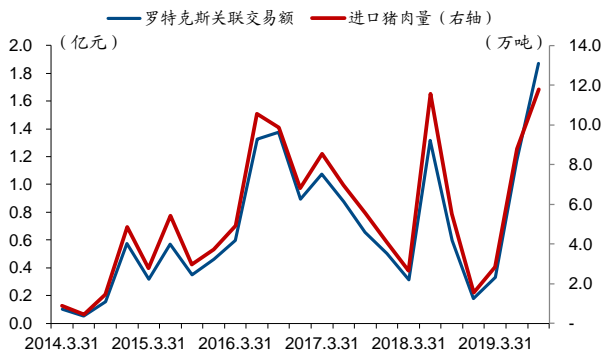
2019-08-15

图表 1 分季度业绩拆分表

人民币: 百万元	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	YoY	18Q1-Q3	19Q1-Q3	YoY
营业总收入	12,060	11,672	12,922	12,278	11,974	13,481	16,557	28.1%	36,654	41,994	14.6%
营业收入	11,994	11,627	12,895	12,251	11,960	13,473	16,553	28.4%	36,516	41,968	14.9%
营业成本	9,629	8,947	10,169	9,578	9,449	11,025	13,368	31.5%	28,745	33,795	17.6%
营业税金及附加	81	93	91	79	66	68	88	-2.7%	265	224	-15.3%
毛利	2,365	2,680	2,725	2,673	2,511	2,448	3,185	16.9%	7,771	8,174	5.2%
销售费用	596	671	685	681	647	704	728	6.4%	1,951	2,084	6.8%
管理费用	259	275	309	359	269	295	367	18.7%	843	934	10.8%
财务费用	13	14	23	5	15	27	46	97.5%	50	103	103.9%
投资收益	10	12	9	16	11	16	78	773.0%	31	111	253.5%
其他收益	-	152	41	67	41	78	25	-38.0%	193	145	-24.7%
营业利润	1,347	1,727	1,660	1,614	1,588	1,412	1,989	19.8%	4,733	5,002	5.7%
利润总额	1,406	1,679	1,658	1,589	1,587	1,411	1,986	19.8%	4,743	4,997	5.4%
所得税	293	333	343	286	259	260	364	6.1%	969	887	-8.4%
净利润	1,064	1,321	1,267	1,262	1,279	1,102	1,544	21.9%	3,652	3,943	8.0%
每股收益 (元)	0.32	0.40	0.38	0.38	0.39	0.33	0.47	21.9%	1.10	1.19	8.0%
毛利率	19.7%	23.1%	21.1%	21.8%	21.0%	18.2%	19.2%	-1.9pct	21.3%	19.5%	-1.8pct
销售费用率	5.0%	5.8%	5.3%	5.6%	5.4%	5.2%	4.4%	-0.9pct	5.3%	5.0%	-0.4pct
管理费用率	2.2%	2.4%	2.4%	2.9%	2.2%	2.2%	2.2%	-0.2pct	2.3%	2.2%	-0.1pct
财务费用率	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1pct	0.1%	0.2%	0.1pct
营业利润率	11.2%	14.9%	12.9%	13.2%	13.3%	10.5%	12.0%	-0.9pct	13.0%	11.9%	-1pct
有效税率	20.8%	19.8%	20.7%	18.0%	16.3%	18.5%	18.3%	-2.4pct	20.4%	17.8%	-2.7pct
净利率	8.9%	11.4%	9.8%	10.3%	10.7%	8.2%	9.3%	-0.5pct	10.0%	9.4%	-0.6pct

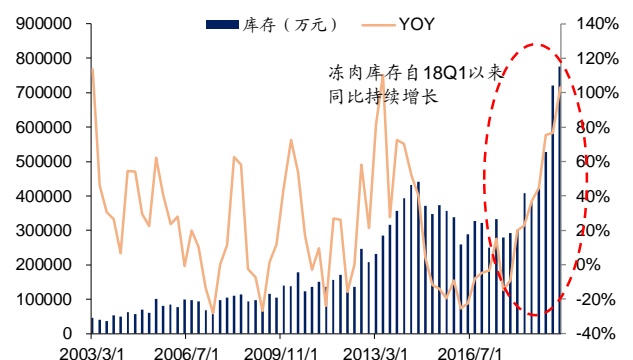
资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 2 双汇发展关联交易额



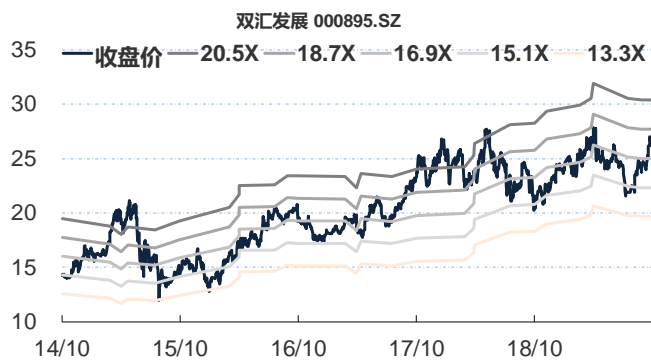
资料来源: wind, 华创证券

图表 3 双汇发展存货情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 4 双汇发展 PE Band



资料来源: wind, 华创证券

图表 5 双汇发展 PB Band



资料来源: wind, 华创证券

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	4,677	7,660	11,547
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	3,024
流动资产合计	9,761	12,632	17,002	20,907
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	10,733	10,390	10,070
在建工程	108	108	108	108
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	12,112	11,673	11,267
资产合计	22,348	24,744	28,675	32,174
短期借款	2,322	2,322	2,322	2,322
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	1,364	1,548	1,661
流动负债合计	8,131	7,996	8,829	8,962
长期借款	5.00	5.00	5.00	5.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	213	145	145	145
非流动负债合计	218	150	150	150
负债合计	8,349	8,146	8,979	9,112
归属母公司所有者权益	12,974	15,389	18,287	21,430
少数股东权益	1,025	1,209	1,409	1,632
所有者权益合计	13,999	16,598	19,696	23,062
负债和股东权益	22,348	24,744	28,675	32,174

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	5,063	6,531	6,156	7,504
现金收益	5,966	6,490	6,919	7,553
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	294	181	317
投资活动现金流	-2,251	-340	-340	-340
资本支出	-266	-357	-354	-352
股权投资	46	0	0	0
其他长期资产变化	-2,031	17	14	12
融资活动现金流	-6,357	-4,132	-2,833	-3,277
借款增加	380	0	0	0
股利及利息支付	-6,856	-3,164	-3,499	-3,892
股东融资	120	120	120	120
其他影响	-1	-1,088	546	495

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	70	55
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	7,572	8,423
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	7,568	8,418
所得税	1,256	1,383	1,500	1,669
净利润	5,076	5,593	6,068	6,749
少数股东损益	162	184	200	222
归属母公司净利润	4,914	5,409	5,868	6,527
NOPLAT	5,007	5,657	6,124	6,793
EPS(摊薄)(元)	1.48	1.63	1.77	1.97

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%	8.5%	11.2%
获利能力				
毛利率	21.4%	20.4%	19.3%	20.6%
净利率	10.4%	9.6%	9.0%	9.8%
ROE	35.1%	32.6%	29.8%	28.3%
ROIC	36.6%	37.9%	34.9%	33.4%
偿债能力				
资产负债率	37.4%	32.9%	31.3%	28.3%
债务权益比	18.1%	14.9%	12.6%	10.7%
流动比率	120.0%	158.0%	192.6%	233.3%
速动比率	68.0%	97.2%	124.4%	166.1%
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	1.77	1.97
每股经营现金流	1.53	1.97	1.85	2.26
每股净资产	3.91	4.64	5.51	6.46
估值比率				
P/E	18	16	15	13
P/B	7	6	5	4
EV/EBITDA	12	11	11	10

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	zhangjian@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