

食品饮料

2019年10月29日

双汇发展 (000895)

——19Q3 点评：屠宰利润高增，肉制品吨价吨利创历史新高，业绩超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2019年10月28日

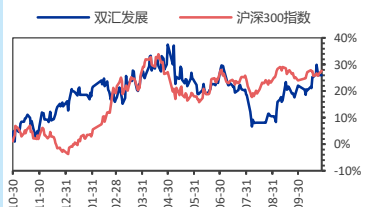
收盘价(元)	26.2
一年内最高/最低(元)	28.05/21.17
市净率	5.7
息率(分红/股价)	5.53
流通A股市值(百万元)	23123
上证指数/深证成指	2980.05/9801.87

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	4.58
资产负债率%	39.83
总股本/流通A股(百万)	3319/883
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《双汇发展(000895)点评：2019年中报点评：业绩低于预期，但长期改善趋势延续》2019/08/14

《双汇发展(000895)点评：终端调查系列三：高温肉动销提速价格上移，低温肉促销增加》2019/07/29

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

周缘
(8621)23297818×转
zhouyuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布2019年三季报，19年前三季度实现营收420亿，同比增长15%，归母净利润39亿，同比增长7.9%，扣非净利润37.5亿，同比增长9%，其中，19Q3实现营收165.5亿，同比增长28.5%，归母净利润15.4亿，同比增长24%，我们在业绩前瞻中预测公司19Q3的收入与归母净利润分别增长20%和20%，公司收入与业绩超市场预期。
- **投资评级与估值：**由于公司业绩超预期，上调盈利预测，预测2019-2021年EPS分别为1.64元、1.76元、2.03元（前次为1.56元、1.73元、1.9元），分别同比增长10%、7%、15%，当前股价对应2019-2021年PE分别为16x、15x、13x，维持买入评级。我们看好公司的核心逻辑是：1、非洲猪瘟疫情将重塑行业格局，双汇的龙头地位将不断强化，尽管短期屠宰量存在一定压力，但中长期双汇的屠宰市占率与利润弹性均将稳步提升。2、肉制品最困难的时期已经过去，2018年以来公司围绕“调结构”从研发、产品、渠道、营销、人员和激励各个方面进行了全方位调整，长期改善趋势确定。3、在猪周期高点公司有望再次实现吨价和吨利的跨越，成本压力小于市场悲观预期。4、从产能利用率、净利率、分红率三个角度来看，公司有望维持高ROE和高股息率。
- **19Q3冻品释放利润，屠宰利润高增147%。**19Q3屠宰收入105.5亿，同比增长41%，其中，对外交易收入90亿，同比增长44%，内转收入15.43亿，同比增长24%。拆量价看，19Q3屠宰量269万头，同比下降28%，屠宰量下降主因：1、非洲猪瘟影响生鲜肉需求，19Q3屠宰外销量37万吨，同比下降2%；2、进口增加使得内转减少；3、随着猪价上涨，新增库存环比有所下降。19Q3白条肉价格同比增长60.5%，生鲜肉吨价同比增长46%。盈利端，19Q3屠宰营业利润4.82亿，同比增长147%，吨均利同比增长151%，屠宰利润大幅提升主因：1、鲜品利润仍然维持高位；2、冻品库存贡献利润。由于冻品利润仍未充分释放，预计19Q4屠宰吨利仍将维持高位。展望2020年，由于非洲猪瘟抑制消费需求、生猪供给减少、低价库存逐步消化，预计屠宰量利均承压，但中长期看，非洲猪瘟将重塑行业格局，双汇的市占率将明显提升，利润弹性也将持续释放。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	48,932	41,994	57,017	63,263	67,501
同比增长率(%)	-3.2	14.6	16.5	11.0	6.7
归母净利润(百万元)	4,915	3,943	5,426	5,808	6,687
同比增长率(%)	13.8	7.9	10.4	7.1	15.1
每股收益(元/股)	1.49	1.19	1.64	1.76	2.03
毛利率(%)	21.4	19.5	20.4	20.5	21.6
ROE(%)	37.9	26.0	29.0	23.5	21.0
市盈率	18		16	15	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- **19Q3 肉制品吨价同增 8%吨利同增 10%，均创历史新高！**19Q3 肉制品收入 68.15 亿，同比增长 9%，其中，销量同比增长 1%，吨价同比增长 8%，吨价大幅提升主因：1、肉制品直接提价贡献，今年肉制品直接提价四次；2、结构提升，自 2017 年底马总上任以来，公司始终坚持肉制品“调结构”经营战略，成效逐步显现。19Q3 肉制品营业利润 14.66 亿，同比增长 11%，肉制品吨均利 3377 元，同比增长 10%，肉制品吨利的提升主因：1、提价贡献；2、公司对成本的掌控力不断强化，通过库存储备、进口、技术工艺生产流程创新等方式平抑成本波动。19Q3 双汇肉制品吨价与吨利均创历史新高，证明了公司作为行业绝对龙头对成本的掌控力。展望 2020 年，成本压力仍然存在，但公司仍能有多重方式应对成本压力，同时若猪价与鸡价开始步入下行通道，提价弹性将进一步释放，肉制品的吨价和吨利也有望不断创新高。
- 股价表现的催化剂：收入利润增长超预期
- 核心假设风险：食品安全事件

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	50,575	48,932	57,017	63,263	67,501
其中: 营业收入	50,444	48,767	56,852	63,099	67,337
减: 营业成本	40,907	38,324	45,282	50,145	52,788
减: 税金及附加	346	343	285	316	338
主营业务利润	9,191	10,100	11,285	12,638	14,211
减: 销售费用	2,402	2,632	3,022	3,353	3,578
减: 管理费用	1,070	1,129	1,521	1,704	1,994
减: 研发费用	58	73	85	94	100
减: 财务费用	55	55	64	72	72
经营性利润	5,605	6,211	6,593	7,415	8,467
减: 资产减值损失	331	385	0	0	0
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	74	48	48	48	48
营业利润	5,547	6,347	7,036	7,638	8,691
加: 营业外净收入	212	-15	-15	-15	-15
利润总额	5,759	6,332	7,021	7,622	8,675
减: 所得税	1,249	1,255	1,413	1,607	1,761
净利润	4,511	5,076	5,608	6,015	6,914
少数股东损益	191	162	182	207	227
归属于母公司所有者的净利润	4,319	4,915	5,426	5,808	6,687
全面摊薄总股本	3,300	3,300	3,300	3,300	3,300
每股收益 (元)	1.31	1.49	1.64	1.76	2.03

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。