

方正证券研究所证券研究报告

双汇发展(000895)

公司研究

食品饮料行业

公司财报点评

2019.08.13/推荐(调降)

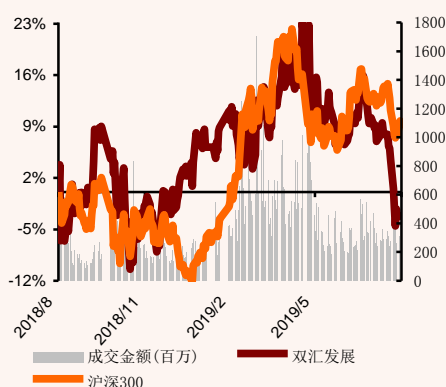
首席分析师: 薛玉虎
 执业证书编号: S1220514070004
 TEL: 18516569939
 E-mail xueyuhu@foundersc.com
分析师: 刘洁铭
 执业证书编号: S1220515070003
 TEL: 02150196151
 E-mail liujieming@foundersc.c

联系人:

TEL:

E-mail:

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《加大屠宰量利创新高，肉制品提价缓解猪价上涨压力》2019.04.30

《跨省调运提升屠宰盈利，多策并举抵御猪价上涨风险》2019.03.16

《整合肉类资产，提升管理效率》2019.01.28

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件: 公司 19H1 实现营业收入 254.3 亿，同比+7.7%，归母净利润 23.82 亿元，同比-0.2%，扣非净利润 22.31 亿元，同比+0.8%；其中 Q2 收入 134.8 亿元，同比+15.5%，归母净利润 11 亿元，同比-16.6%。

核心观点:

1、非洲猪瘟疫情导致屠宰量下降，价差缩小: 上半年公司屠宰生猪 857.79 万头，同比上升 3.67%，屠宰部门利润 8.3 亿元，同比增长 68.1%。其中二季度屠宰量 385 万头，同比减少 11.6%，头均利润从一季度的 113.4 元下降到 75.5 元，屠宰部门营业利润 2.9 亿元，同比上升 11.52%。非洲猪瘟疫情导致二季度生猪和猪肉价格快速上涨，其中猪肉平均价格 23.54 元/公斤，同比上涨 36.26%，生猪平均价格 15.69 元/公斤，同比上涨 41.34%，生猪价格涨幅明显快于猪肉价格上涨，屠宰毛利被压缩。

2、猪价急涨，肉制品毛利率下降: 上半年肉制品销量基本持平，事业部营业利润同比下降 16.81%，其中二季度营业利润下降 23.27%，是整体利润不及预期的主要原因。二季度猪肉价格急速上涨，公司虽然经过 3 次提价，累计提价幅度 9% 左右，但是有滞后性且未能完全转嫁成本。上半年高温肉制品和低温肉制品收入分别增长 7.52% 和下降 1.29%，毛利率分别下降 2.42 和 5.97 个百分点，达到 28.06% 和 23.19%。

3、上游供给收缩，盈利能力将继续承压，考验公司运营能力和产品话语权: 根据农业部统计数据，截止 2019 年 6 月，我国生猪存栏量同比减少 26.7%，能繁母猪存栏量同比减少 25.8%。未来随着生猪供给量的继续减少，公司屠宰和肉制品部门会继续承压。未来猪价若继续上涨，公司将采取多种措施来对冲成本的上涨：1) 继续调结构促转型，提升产品结构；2) 利用综合优势，包括区域之间的价差，不同原材料之间的调配等；3) 工艺创新，技术创新，降本增效；4) 加强内部管理，提升机械化程度，降低运营费用等；5) 直接提价，下半年提价效应会继续提升。另外，母公司万洲国际旗下 SFD 已经在美国、南美和欧洲等全球化布局，有望增加进口保障国内需求。

4、盈利预测与估值: 我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.41/1.50/1.59 元，对应估值分别为 15/15/14 倍，给予“推荐”评级。

5、风险提示: 非洲猪瘟疫情扩散导致猪价大幅上涨，肉制品销量不及预期，新品推广费用投放加大等。

盈利预测:

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	48931.88	54887.98	60431.34	66665.82
(+/-) (%)	-3.26	12.17	10.10	10.32
净利润	4914.50	4665.69	4953.23	5254.82
(+/-) (%)	13.78	-5.06	6.16	6.09
EPS(元)	1.49	1.41	1.50	1.59
P/E	15.84	15.47	14.57	13.73

数据来源: wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9761.07	16390.00	23552.53	30957.01	营业总收入	48931.88	54887.98	60431.34	66665.82
现金	2617.94	9600.52	16232.06	23152.51	营业成本	38346.53	44058.38	48638.19	54103.09
应收账款	99.67	130.42	144.04	158.74	营业税金及附加	343.44	276.70	373.80	254.29
其它应收款	32.55	26.58	28.36	31.62	营业费用	2632.25	2919.09	3264.15	3584.86
预付账款	64.05	76.09	83.08	92.76	管理费用	1129.29	1344.58	1499.03	1647.94
存货	4228.36	3844.12	4342.04	4793.44	财务费用	55.32	0.00	0.00	0.00
其他	2718.50	2712.26	2722.95	2727.94	资产减值损失	385.04	0.00	0.00	0.00
非流动资产	12586.84	11221.88	9878.90	8567.16	公允价值变动收益	30.24	0.00	0.00	0.00
长期投资	222.48	278.88	332.32	386.74	投资净收益	47.53	56.40	53.44	54.43
固定资产	11276.09	9943.16	8632.44	7348.73	营业利润	6347.12	6345.62	6709.62	7130.06
无形资产	1015.45	927.02	841.33	758.87	营业外收入	14.01	0.00	0.00	0.00
其他	72.81	72.81	72.81	72.81	营业外支出	29.48	0.00	0.00	0.00
资产总计	22347.91	27611.88	33431.43	39524.17	利润总额	6331.64	6345.62	6709.62	7130.06
流动负债	8130.89	8410.94	9023.18	9587.98	所得税	1255.24	1432.00	1502.30	1602.12
短期借款	2322.21	2322.21	2322.21	2322.21	净利润	5076.40	4913.62	5207.31	5527.94
应付账款	1928.28	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	161.90	247.93	254.08	273.12
其他	3880.40	6088.73	6700.97	7265.77	归属母公司净利润	4914.50	4665.69	4953.23	5254.82
非流动负债	217.81	217.81	217.81	217.81	EBITDA	7383.55	7201.96	7544.37	7933.45
长期借款	5.08	5.08	5.08	5.08	EPS (元)	1.49	1.41	1.50	1.59
其他	212.72	212.72	212.72	212.72					
负债合计	8348.69	8628.74	9240.98	9805.78	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1025.08	1273.01	1527.09	1800.21	成长能力				
股本	3299.56	3299.56	3299.56	3299.56	营业收入	-0.03	0.12	0.10	0.10
资本公积	1924.53	1924.53	1924.53	1924.53	营业利润	0.14	0.00	0.06	0.06
留存收益	7725.57	12391.27	17344.50	22599.32	归属母公司净利润	0.14	-0.05	0.06	0.06
归属母公司股东权益	12974.14	17639.84	22593.07	27847.89	获利能力				
负债和股东权益	22347.91	27541.59	33361.14	39453.88	毛利率	0.22	0.20	0.20	0.19
					净利率	0.10	0.09	0.08	0.08
					ROE	0.38	0.26	0.22	0.19
					ROIC	0.44	0.51	0.64	0.83
					偿债能力				
					资产负债率	0.37	0.31	0.28	0.25
					净负债比率	0.18	0.13	0.10	0.08
					流动比率	1.20	1.95	2.61	3.23
					速动比率	0.68	1.49	2.13	2.73
					营运能力				
					总资产周转率	2.15	2.20	1.98	1.83
					应收账款周转率	416.95	477.09	440.35	440.36
					应付账款周转率	25.91	56.93	—	—
					每股指标(元)				
					每股收益	1.49	1.41	1.50	1.59
					每股经营现金	1.57	1.98	1.86	1.94
					每股净资产	3.93	5.35	6.85	8.44
					估值比率				
					P/E	15.84	15.47	14.57	13.73
					P/B	6.00	4.09	3.19	2.59
					EV/EBITDA	10.50	9.01	7.72	6.47

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com