

审慎推荐-A (维持)

双汇发展 000895.SZ

目标价：29 元  
当前股价：26.2 元  
2019 年 10 月 28 日

低价库存缓解压力，产业链优势显现

基础数据

上证综指	2980
总股本 (万股)	331928
已上市流通股 (万股)	88255
总市值 (亿元)	870
流通市值 (亿元)	231
每股净资产 (MRQ)	4.6
ROE (TTM)	34.2
资产负债率	39.8%
主要股东	罗特克斯有限公司
主要股东持股比例	73.41%

股价表现



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《双汇发展 (000895) — 净利率见顶回落，暂下调至审慎推荐》2019-08-14
- 2、《双汇发展 (000895) — 全年稳增愈清晰，更待肉制品激活》2019-04-29
- 3、《双汇发展 (000895) — 高股息亮眼，稳增长可期》2019-03-17

杨勇胜

021-68407562  
yangys5@cmschina.com.cn  
S1090514060001

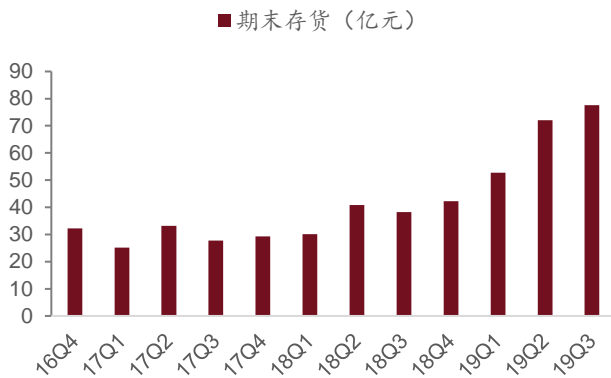
欧阳予

ouyangyu@cmschina.com.cn  
S1090519040003

公司三季度收入利润分别增长 28.1%和 21.9%，在猪价急涨背景下，公司通过冻肉及跨区生鲜肉销售贡献，屠宰业务大幅增长，肉制品多措并举对冲成本压力，连续提价背景下，销量保持微增，不过后续若再连续涨价，销量或将面临更大考验。尽管整体净利率小幅走低，公司作为全球产业链整合和运营效率一流的龙头的效率显现。考虑低价库存后续释放，我们调整 19-20 年 EPS 预测至 1.58 和 1.70 元，给予 20 年 17 倍 PE，目标价 29 元，维持“审慎推荐-A”投资评级。

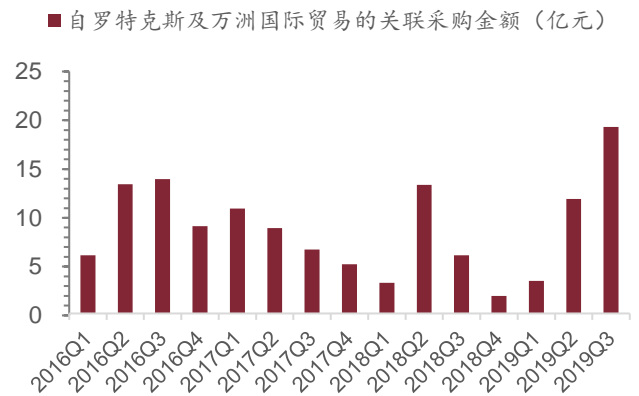
- **猪价急涨背景下，屠宰业务驱动收入增长 28.1%，库存仍在增加储备。**公司 19 年前三季度收入 419.9 亿元，归母净利 39.4 亿元，同比增长 14.6%和 8.0%，其中单 Q3 收入 165.6 亿元，归母净利 15.4 亿元，增长 28.1%和 21.9%。在猪价急涨背景下，受益冻肉销售及生鲜肉跨区销售，收入大幅增长。单 Q3 毛利率 19.3%，下降-2.0pcts，边际降幅收窄，低成本库存和进口猪肉对冲效应释放。销售费用率 4.4%，下降 0.9pct，肉制品在成本压力下，投放边际有所收缓，另外与屠宰业务大幅增长有关。三季度末存货继续大幅增加至 72.0 亿元，仍在为后续成本上涨储备原材料（预计进口猪肉库存增加明显）。
- **屠宰业务：收入大幅增长 40.6%，冻肉及跨区生鲜肉销售叠加贡献，单季利润翻倍。**19Q3 屠宰 259 万头，同比下降 31%，屠宰业务单季收入 105.5 亿元，同比增长 40.6%，高猪肉价格推动，单季屠宰营业利润 4.8 亿元，同比大幅增长 147.6%，前期低价库存释放，及跨区域生鲜肉销售叠加贡献，单季头均利高达 179 元。
- **肉制品业务：连续提价背景下，销量微增成亮点，多措并举对冲成本压力。**肉制品业务 19Q3 销量 43.9 万吨，同比提升 2.1%，销售收入 68.2 亿元，同比增长 9.1%，在去年底至今肉制品连续 5 次小幅提价背景下，肉制品销量三季度维持正增长已属不易（前三季度销量 122.5 万吨，微增 0.8%），营业利润 14.7 亿元，同比增长 11.0%，低价猪肉及进口猪肉、调整结构、吨价提升及效率提升等多措并举，综合对冲成本压力，测算吨均利提升约 9%至 3390 元/吨。
- **产业链综合优势体现，肉制品仍须加大品牌投放。**在猪周期急涨通道下，公司三季度通过冻肉释放、跨区销售等综合措施，对冲成本压力，并放大屠宰业务盈利，尽管整体净利率小幅走低，仍体现了公司作为全球产业链整合和运营效率一流的龙头的效率。更应该关注的是，公司肉制品业务在年内连续涨价背景下，销量保持挺价，彰显绝对龙头的市场地位，固有消费者对涨价接受度较高，不过后续若再连续涨价，销量将面临更大考验。另外今年“双汇筷厨”邀请黄磊作为代言人，是公司营销层面的一大突破，不过年内销售费用率下降，在成本压力下可以理解，后续仍期待加大品牌投放，及对年轻消费主体的培育。
- **投资建议：上调目标价至 29 元，暂维持“审慎推荐-A”投资评级。**在猪价急涨背景下，公司屠宰业务通过冻肉及跨区生鲜肉销售贡献明显，彰显公司作为产业链一体化龙头实力，肉制品连续提价背景下，销量维持微增成亮点。考虑低价库存继续释放，我们调整 19-20 年 EPS 预测至 1.58 和 1.70 元（前次 1.49 和 1.51 元），给予 20 年 17 倍 PE，目标价 29 元，维持“审慎推荐-A”投资评级。
- **风险提示：需求持续回落，肉制品转型不及预期，成本大幅上涨**

图 1: 双汇 19Q3 末存货仍在增加



资料来源: wind、招商证券

图 2: 双汇进口猪肉采购金额在 19Q3 大幅增加



资料来源: wind、招商证券

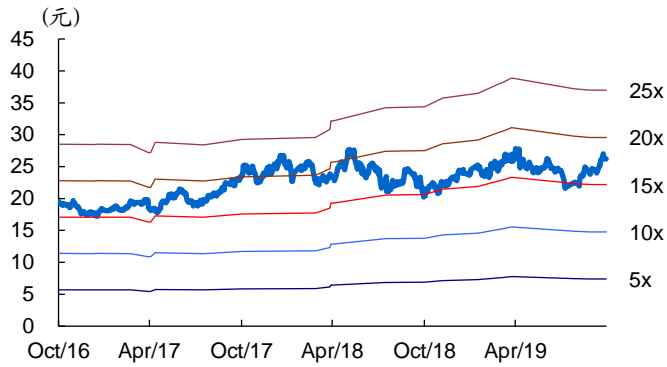
表 1: 单季度财务数据

单位: 百万元	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q1-3	19Q1-3
一、营业总收入	13239	12060	11672	12922	12278	11974	13481	16557	36654	41994
二、营业总成本	11905	10724	10108	11325	10807	10467	12190	14630	32157	37263
其中: 营业成本	10876	9629	8947	10169	9578	9449	11025	13368	28745	33795
营业税金及附加	83	81	93	91	79	66	68	88	265	224
营业费用	570	596	671	685	681	647	704	728	1951	2084
管理费用	289	259	275	293	336	257	277	342	794	877
研发费用	0	0	0	16	23	12	18	25	49	57
财务费用	(8)	13	14	23	5	15	27	46	50	103
资产减值损失	89	141	103	45	96	16	58	12	289	86
信用减值损失		0	0	0	0	(1)	(0)	1	0	0
其他业务成本	5	5	6	3	9	6	13	19	14	37
三、其他经营收益	107	10	163	62	144	80	120	62	236	270
公允价值变动收益	0	0	0	13	18	29	25	(41)	13	14
其他收益	0	0	152	41	67	41	78	25	193	145
投资收益	29	10	12	9	16	11	16	78	31	111
资产处置收益	78	(0)	(1)	(0)	43	(0)	1	(0)	(1)	0
四、营业利润	1441	1347	1727	1660	1614	1588	1412	1989	4733	5002
加: 营业外收入	79	61	(40)	2	(9)	2	4	4	23	11
减: 营业外支出	6	2	8	4	16	3	5	7	14	15
五、利润总额	1513	1406	1679	1658	1589	1587	1411	1986	4743	4997
减: 所得税	298	293	333	343	286	259	260	364	969	887
六、净利润	1215	1113	1346	1315	1303	1328	1151	1622	3774	4110
减: 少数股东损益	47	49	24	48	40	49	48	78	121	167
七、归属母公司所有	1168	1064	1321	1267	1262	1279	1102	1544	3652	3943
<b>EPS</b>	<b>0.35</b>	<b>0.32</b>	<b>0.40</b>	<b>0.38</b>	<b>0.38</b>	<b>0.39</b>	<b>0.33</b>	<b>0.47</b>	<b>1.11</b>	<b>1.19</b>
<b>主要比率</b>										
毛利率	17.9%	20.2%	23.3%	21.3%	22.0%	21.1%	18.2%	19.3%	21.6%	19.5%
主营税金率	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	0.5%
营业费率	4.3%	4.9%	5.7%	5.3%	5.5%	5.4%	5.2%	4.4%	5.3%	5.0%
管理费率	2.2%	2.1%	2.4%	2.4%	2.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%
营业利润率	10.9%	11.2%	14.8%	12.8%	13.1%	13.3%	10.5%	12.0%	12.9%	11.9%
实际税率	19.7%	20.8%	19.8%	20.7%	18.0%	16.3%	18.5%	18.3%	20.4%	17.8%
净利率	8.8%	8.8%	11.3%	9.8%	10.3%	10.7%	8.2%	9.3%	10.0%	9.4%

单位: 百万元	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q1-3	19Q1-3
<b>YOY</b>										
收入增长率	-1.8%	-1.4%	-1.2%	-2.8%	-7.3%	-0.7%	15.5%	28.1%	-1.8%	14.6%
营业利润增长率	3.7%	21.7%	27.9%	0.6%	12.0%	17.9%	-18.3%	19.8%	15.0%	5.7%
净利润增长率	3.5%	21.1%	28.9%	1.6%	8.0%	20.2%	-16.6%	21.9%	15.6%	8.0%

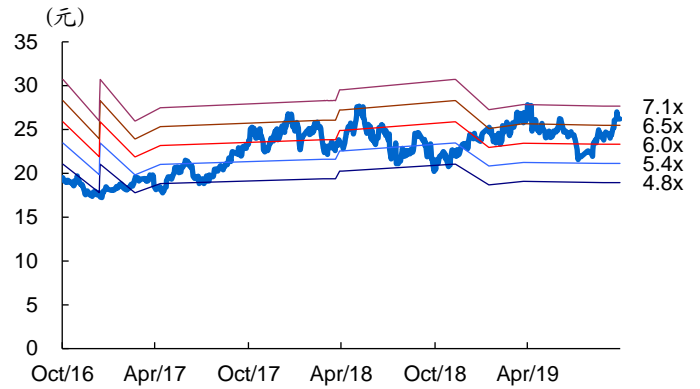
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 3: 双汇发展历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 双汇发展历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《双汇发展 (000895) —净利率见顶回落, 暂下调至审慎推荐》2019-08-14
- 2、《双汇发展 (000895) —全年稳增愈清晰, 更待肉制品激活》2019-04-29
- 3、《双汇发展 (000895) —高股息亮眼, 稳增长可期》2019-03-17
- 4、《双汇发展 (000895) —吸收集团资产, 简化股权结构》2019-01-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	10017	9761	12135	14339	15951
现金	6163	2618	5413	7423	9041
交易性投资	0	1870	1870	1870	1870
应收票据	26	62	72	82	83
应收款项	135	100	96	110	111
其它应收款	10	33	38	43	44
存货	2928	4228	3659	3686	3660
其他	754	850	987	1126	1141
<b>非流动资产</b>	13073	12587	12181	11806	11465
长期股权投资	176	178	178	178	178
固定资产	11500	11098	10796	10518	10262
无形资产	1005	942	848	763	687
其他	392	368	359	347	338
<b>资产总计</b>	<b>23089</b>	<b>22348</b>	<b>24315</b>	<b>26145</b>	<b>27415</b>
<b>流动负债</b>	7407	8131	10112	10856	10817
短期借款	1942	2322	3500	3500	3500
应付账款	1848	1928	2306	2655	2636
预收账款	562	987	1180	1359	1349
其他	3055	2894	3127	3343	3331
<b>长期负债</b>	215	218	228	228	228
长期借款	5	5	15	15	15
其他	210	213	213	213	213
<b>负债合计</b>	<b>7622</b>	<b>8349</b>	<b>10340</b>	<b>11084</b>	<b>11044</b>
股本	3300	3300	3319	3319	3319
资本公积金	1883	1925	1251	1251	1251
留存收益	9435	7750	8207	9119	10237
少数股东权益	850	1025	1198	1372	1563
归属于母公司所有者权益	14617	12974	12777	13689	14808
<b>负债及权益合计</b>	<b>23089</b>	<b>22348</b>	<b>24315</b>	<b>26145</b>	<b>27415</b>

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	5650	5195	7652	7322	7268
净利润	4319	4915	5259	5645	6199
折旧摊销	957	976	1012	975	942
财务费用	87	88	114	109	100
投资收益	(74)	(48)	(130)	(130)	(130)
营运资金变动	132	(887)	1227	547	(33)
其它	229	150	171	176	191
<b>投资活动现金流</b>	(402)	(2251)	(605)	(600)	(600)
资本支出	(527)	(515)	(600)	(600)	(600)
其他投资	125	(1736)	(5)	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(2481)	(6357)	(4252)	(4712)	(5050)
借款变动	4287	181	1187	0	0
普通股增加	0	0	20	0	0
资本公积增加	52	42	(674)	0	0
股利分配	(6929)	(6599)	(4802)	(4733)	(5080)
其他	109	19	16	21	30
<b>现金净增加额</b>	<b>2768</b>	<b>(3413)</b>	<b>2795</b>	<b>2010</b>	<b>1618</b>

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	50578	48932	56687	64579	65581
营业成本	40907	38324	45822	52761	52391
营业税金及附加	346	343	398	453	460
营业费用	2402	2632	2709	3086	3528
管理费用	1128	1129	1365	1426	1382
研发费用		73	85	98	98
财务费用	55	55	114	109	100
资产减值损失	331	385	(100)	(50)	100
公允价值变动	0	30	30	30	30
投资收益	74	48	100	100	100
<b>营业利润</b>	5547	6348	6618	7090	7929
营业外收入	242	14	14	14	14
营业外支出	30	29	29	29	29
<b>利润总额</b>	5759	6333	6603	7074	7914
所得税	1249	1255	1170	1255	1524
<b>净利润</b>	4511	5077	5432	5819	6390
少数股东损益	191	162	173	174	191
<b>归属于母公司净</b>	4319	4915	5259	5645	6199
<b>EPS</b>	1.31	1.49	1.58	1.70	1.87

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-2%	-3%	16%	14%	2%
营业利润	0%	14%	4%	7%	12%
净利润	-2%	14%	7%	7%	10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.1%	21.7%	19.2%	18.3%	20.1%
净利率	8.5%	10.0%	9.3%	8.7%	9.5%
ROE	29.5%	37.9%	41.2%	41.2%	41.9%
ROIC	25.1%	31.4%	31.6%	31.8%	32.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.0%	37.4%	42.5%	42.4%	40.3%
净负债比率	8.4%	10.4%	14.5%	13.4%	12.8%
流动比率	1.4	1.2	1.2	1.3	1.5
速动比率	1.0	0.7	0.8	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	2.2	2.2	2.3	2.5	2.4
存货周转率	13.3	10.7	11.6	14.4	14.3
应收帐款周转率	428.8	417.0	578.6	627.2	593.4
应付帐款周转率	19.7	20.3	21.6	21.3	19.8
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.31	1.49	1.58	1.70	1.87
每股经营现金	1.71	1.57	2.31	2.21	2.19
每股净资产	4.43	3.93	3.85	4.12	4.46
每股股利	1.10	1.45	1.43	1.53	1.59
<b>估值比率</b>					
PE	20.0	17.6	16.5	15.4	14.0
PB	5.9	6.7	6.8	6.4	5.9
EV/EBITDA	13.1	11.6	11.0	10.4	9.5

资料来源：公司数据、招商证券

### 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**杨勇胜**：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

**欧阳予**：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学硕士，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

**于佳琦**：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

**李泽明**：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，2 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名。

### 投资评级定义

#### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

#### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

#### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

### 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。