

审慎推荐-A (下调)

双汇发展 000895.SZ

目标价：22.5 元
当前股价：21.87 元
2019 年 08 月 13 日

净利率见顶回落，暂下调至审慎推荐

基础数据

上证综指	2797
总股本 (万股)	329956
已上市流通股 (万股)	329902
总市值 (亿元)	722
流通市值 (亿元)	721
每股净资产 (MRQ)	4.1
ROE (TTM)	36.2
资产负债率	%
主要股东	河南省漯河市双汇实
主要股东持股比例	59.27%

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) — 全年稳增愈清晰，更待肉制品激活》2019-04-29
- 2、《双汇发展 (000895) — 高股息亮眼，稳增长可期》2019-03-17
- 3、《双汇发展 (000895) — 吸收集团资产，简化股权结构》2019-01-28

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

欧阳予

ouyangyu@cmschina.com.cn
S1090519040003

公司二季度成本压力超预期，净利率提前见顶大幅回落。在猪价上涨周期、及肉制品短期突破难度较大背景下，预计未来一年净利率仍将承压。因此我们下调 19-21 年 EPS 预测至 1.49、1.51 和 1.64 元，目标价 22.5 元，暂下调至“审慎推荐-A”评级。不过公司仍是食品饮料板块经营效率一流的公司，叠加高股息率，在股价回落过程中，仍建议长线投资者关注。

□ **19Q2 净利下滑，成本端压力明显体现，净利率见顶回落。**公司 19H1 收入 254.6 亿元，同比增长 7.3%，归母净利 23.8 亿元，同比下降-0.16%，其中单 Q2 收入 134.8 亿元，增长 15.5%，归母净利 11.0 亿元，下降-16.6%，二季度猪价大幅上涨压力明显体现。单 Q2 毛利率 18.2%，大幅下降-4.9pcts，除猪价影响外，鸡肉价格同比上升亦有明显影响，销售费用率 5.2%，下降 0.5pct，在成本压力下，投放边际有所收缓，净利率回落至 8.2%，回落至历史猪价上行周期的低位。二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，包括鸡肉及其他生产辅料。

□ **肉制品提价贡献收入，成本压力大幅压制盈利。**肉制品业务 19Q2 单季收入 60.4 亿元，同比增长 4.3%，预计销量持平，增长由去年底至今三次提价贡献，营业利润 9.7 亿元，同比大幅下降-23.3%，由于成本端仍在上行通道，原材料端而且加库存储备阶段，因此 Q1 储备低价猪肉原材料仍未释放，Q2 猪价和鸡价原材料成本压力集中显现，测算吨均利下降至 2470 元/吨左右。

□ **屠宰量高基数下回落，单季头均利环比明显回落，盈利弹性边际收窄。**19Q2 屠宰 473 万头，同比下降-9.3%，高基数下回落，屠宰业务单季对外收入 69.8 亿元，同比增长 26.9%，单季屠宰营业利润 2.9 亿元，同比增长 11.4%，单季头均利 95 元，环比明显回落，屠宰业务盈利弹性边际收窄。

□ **未来 1 年净利率仍将承压，但公司多措并举不至于盈利下滑，期待肉制品转型。**公司年内成本压力加大已在预期内，不过由于二季度关税原因，低价进口猪肉量仍未加大，叠加鸡价因素，成本压力超预期。下半年猪价仍在周期上涨通道，成本端压力仍较大，预计未来一年净利率仍将承压。公司通过释放低价原材料库存、调整产品结构、提价效应等方式，对冲成本端压力，双汇作为肉制品乃至快消品产业链整合和运营效率一流的龙头企业，预计仍能通过多项措施确保全年业绩平稳，不至于大幅下滑。尽管在成本压力下，我们仍期望公司能均衡肉制品转型与短期成本压力，进一步调整经营思路，把握新型餐饮产业模式变革期，为肉制品长远稳健发展奠定基础。

□ **投资建议：暂下调至“审慎推荐-A”，目标价 22.5 元，关注价值买点。**由于成本持续超预期上涨，及肉制品转型短期突破难度较大，我们预计公司未来一年净利率仍将小幅走低。因此我们下调 19-21 年 EPS 预测至 1.49、1.51 和 1.64 元（前次 1.57、1.70 和 1.87 元），暂下调评级及目标价至 22.5 元，对应 20 年 15 倍 PE。近期估值下降已反映了盈利率走低的悲观预期，公司仍是食品饮料板块经营效率一流的公司，期待成长阶段的成功切换，叠加高股息率，在股价回落过程中，仍建议长线投资者关注。

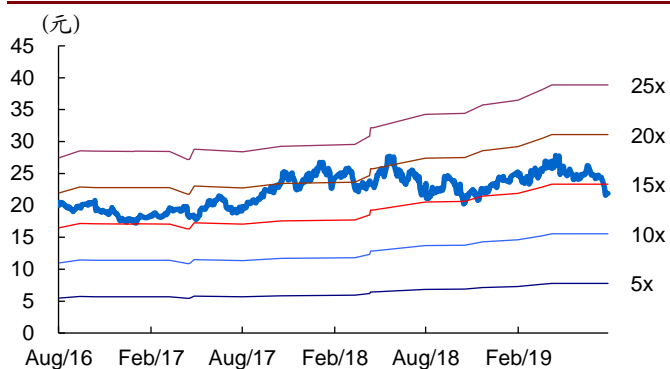
□ **风险提示：需求持续回落，肉制品转型不及预期，成本大幅上涨**

表 1: 单季度财务数据

单位: 百万元	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	2018H	2019H
一、营业总收入	13294	13239	12060	11672	12922	12278	11974	13481	23732	25455
二、营业总成本	11652	11905	10724	10108	11325	10807	10467	12190	20832	22670
其中: 营业成本	10497	10876	9629	8947	10169	9578	9449	11025	18576	20474
营业税金及附加	103	83	81	93	91	79	66	68	174	134
营业费用	665	570	596	671	685	681	647	704	1267	1351
管理费用	285	289	259	275	293	336	257	277	534	534
研发费用					16	23	12	18	0	42
财务费用	20	(8)	13	14	23	5	15	27	27	42
资产减值损失	78	89	141	103	45	96	16	58	244	73
其他业务成本	3	5	5	6	3	9	6	13	12	19
三、其他经营收益	8	107	10	163	62	144	80	120	174	200
公允价值变动收益	0	0	0	0	13	18	29	25	0	54
其他收益	0	0	0	152	41	67	41	78	152	119
投资收益	8	29	10	12	9	16	11	16	22	27
资产处置收益	0	78	(0)	(1)	(0)	43	(0)	1	(1)	1
四、营业利润	1650	1441	1347	1727	1660	1614	1587	1411	3073	2986
加: 营业外收入	27	79	61	(40)	2	(9)	2	4	21	6
减: 营业外支出	8	6	2	8	4	16	3	5	9	8
五、利润总额	1669	1513	1406	1679	1658	1589	1586	1411	3085	2985
减: 所得税	356	298	293	333	343	286	259	260	626	519
六、净利润	1312	1215	1113	1346	1315	1303	1328	1151	2459	2465
减: 少数股东损益	65	47	49	24	48	40	49	48	73	97
七、归属母公司所有者净利润	1247	1168	1064	1321	1267	1262	1279	1102	2385	2368
EPS	0.38	0.35	0.32	0.40	0.38	0.38	0.39	0.33	0.72	0.72
主要比率										
毛利率	21%	18%	20%	23%	21%	22%	21%	18%	22%	20%
主营税金率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
营业费率	5%	4%	5%	6%	5%	6%	5%	5%	5%	5%
管理费用率	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%
营业利润率	12%	11%	11%	15%	13%	13%	13%	10%	13%	12%
实际税率	21%	20%	21%	20%	21%	18%	16%	18%	20%	17%
净利率	9%	9%	9%	11%	10%	10%	11%	8%	10%	9%
YOY										
收入增长率	4%	-2%	-1%	-1%	-3%	-7%	-1%	15%	-1%	7%
营业利润增长率	20%	4%	22%	28%	1%	12%	18%	-18%	25%	-3%
净利润增长率	11%	3%	21%	29%	2%	8%	20%	-17%	25%	-1%

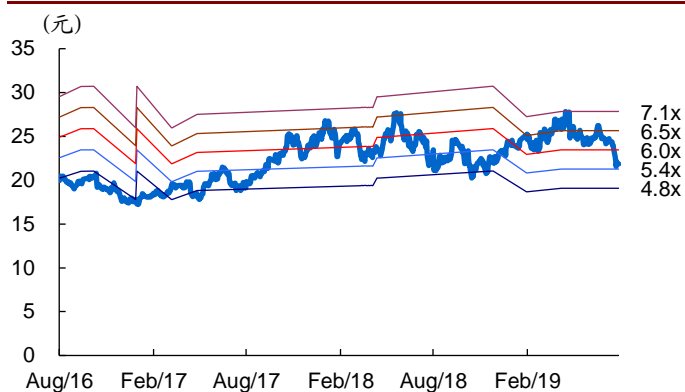
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1：双汇发展历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：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）—全年稳增愈清晰，更待肉制品激活》2019-04-29
- 2、《双汇发展（000895）—高股息亮眼，稳增长可期》2019-03-17
- 3、《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
流动资产	10017	9761	12005	12614	14301
现金	6163	2618	5183	5388	6835
交易性投资	0	1870	1870	1870	1870
应收票据	26	62	73	86	90
应收款项	135	100	98	115	121
其它应收款	10	33	38	45	47
存货	2928	4228	3736	3925	4095
其他	754	850	1006	1185	1242
非流动资产	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
资产总计	23089	22348	24186	24420	25765
流动负债	7407	8131	9674	9230	9483
短期借款	1942	2322	2958	1507	1500
应付账款	1848	1928	2354	2827	2949
预收账款	562	987	1205	1447	1509
其他	3055	2894	3157	3449	3525
长期负债	215	218	218	218	218
长期借款	5	5	5	5	5
其他	210	213	213	213	213
负债合计	7622	8349	9892	9448	9701
股本	3300	3300	3300	3300	3300
资本公积金	1883	1925	1925	1925	1925
留存收益	9435	7750	7892	8427	9364
少数股东权益	850	1025	1177	1321	1476
归属于母公司所有者权益	14617	12974	13116	13651	14588
负债及权益合计	23089	22348	24186	24420	25765

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	5650	5195	7292	6664	6483
净利润	4319	4915	4926	4969	5408
折旧摊销	957	976	1012	975	942
财务费用	87	88	51	52	34
投资收益	(74)	(48)	(78)	(78)	(78)
营运资金变动	132	(886)	1230	599	19
其它	229	150	151	147	157
投资活动现金流	(402)	(2251)	(605)	(600)	(600)
资本支出	(527)	(515)	(600)	(600)	(600)
其他投资	125	(1736)	(5)	0	0
筹资活动现金流	(2481)	(6357)	(4122)	(5859)	(4436)
借款变动	4287	181	636	(1451)	(7)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	52	42	0	0	0
股利分配	(6929)	(6599)	(4784)	(4434)	(4472)
其他	109	19	27	26	43
现金净增加额	2768	(3413)	2565	205	1447

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	50578	48932	57757	67879	71215
营业成本	40907	38324	46789	56181	58607
营业税金及附加	346	343	405	476	500
营业费用	2402	2632	3107	3651	3917
管理费用	1128	1129	1328	1493	1496
财务费用	55	55	51	52	34
资产减值损失	331	385	150	50	100
公允价值变动收益	0	30	30	30	30
投资收益	74	48	48	48	48
营业利润	5547	6348	6274	6316	6916
营业外收入	242	14	14	14	14
营业外支出	30	29	29	29	29
利润总额	5759	6332	6259	6300	6901
所得税	1249	1255	1180	1188	1336
净利润	4511	5077	5079	5112	5564
少数股东损益	191	162	152	143	156
归属于母公司净利润	4319	4915	4926	4969	5408
EPS (元)	1.31	1.49	1.49	1.51	1.64

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-2%	-3%	18%	18%	5%
营业利润	0%	14%	-1%	1%	10%
净利润	-2%	14%	0%	1%	9%
获利能力					
毛利率	19.1%	21.7%	19.0%	17.2%	17.7%
净利率	8.5%	10.0%	8.5%	7.3%	7.6%
ROE	29.5%	37.9%	37.6%	36.4%	37.1%
ROIC	25.1%	31.4%	29.7%	31.3%	31.8%
偿债能力					
资产负债率	33.0%	37.4%	40.9%	38.7%	37.7%
净负债比率	8.4%	10.4%	12.3%	6.2%	5.8%
流动比率	1.4	1.2	1.2	1.4	1.5
速动比率	1.0	0.7	0.9	0.9	1.1
营运能力					
资产周转率	2.2	2.2	2.4	2.8	2.8
存货周转率	13.3	10.7	11.7	14.7	14.6
应收帐款周转率	428.8	417.0	584.1	636.3	603.0
应付帐款周转率	19.7	20.3	21.9	21.7	20.3
每股资料 (元)					
每股收益	1.31	1.49	1.49	1.51	1.64
每股经营现金	1.71	1.57	2.21	2.02	1.96
每股净资产	4.43	3.93	3.98	4.14	4.42
每股股利	1.10	1.45	1.34	1.36	1.39
估值比率					
PE	16.7	14.7	14.6	14.5	13.3
PB	4.9	5.6	5.5	5.3	4.9
EV/EBITDA	11.5	10.3	10.2	10.2	9.5

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。