



2020年3月26日

### 双汇发展 (000895): 业绩稳定增长, 经营效率提高

食品饮料

推荐 (维持)

当前股价: 35.98 元

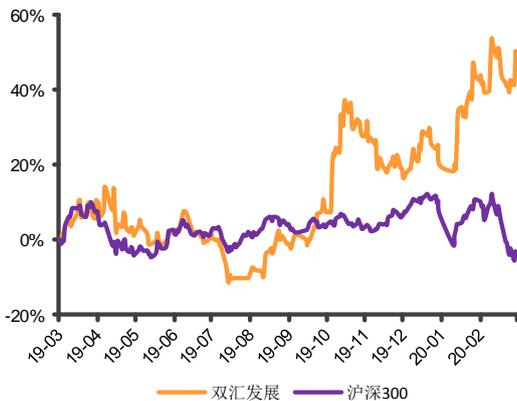
#### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	60,348	67,100	72,035	76,250
(+/-)	23.3%	11.2%	7.4%	5.9%
营业利润	6,852	7,411	8,589	9,974
(+/-)	7.9%	8.2%	15.9%	16.1%
归属母公司净利润	5,438	5,700	6,643	7,751
(+/-)	10.6%	4.8%	16.5%	16.7%
EPS (元)	1.64	1.72	2.00	2.34
市盈率	22.0	21.0	18.0	15.4

#### 公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	33.19/8.82
流通市值 (亿元)	317.35
每股净资产 (元)	4.97
资产负债率 (%)	40.23

#### 股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: [wanrong@cfsc.com.cn](mailto:wanrong@cfsc.com.cn)

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

#### 投资要点:

- **公司业绩符合预期。**2019 年公司实现营收 603.10 亿元, 同比增长 23.74%; 归母净利润 54.38 亿元, 同比增长 10.70%; 扣非后净利润 51.70 亿元, 同比增长 12.1%; 基本每股收益 1.64 元。2019Q4 单季实现营业收入 183.54 亿元, 同比增长 49.67%; 归母净利润 14.95 亿元, 同比增长 18.97%。公司拟每 10 股派发现金红利 10 元(含税)。

- **全年收入稳定增长, Q4 单季增速加快。**2019 年全年收入稳定增长, 分业务来看, 生猪屠宰量 1,320 万头, 同比下降 19.04%, 主要是因为非洲猪瘟影响, 生猪出栏量下滑导致生猪屠宰需求下滑, 但猪肉价格一路走高使得屠宰业收入 391.00 亿元, 同比大幅增长 35.22%; 肉制品业收入 251.63 亿元, 同比增长 8.80%, 销售量 160.16 万吨, 同比微增 0.05%。由于原材料采购成本上行, 导致公司整体毛利率下降 2.63pct 至 18.79%。Q4 单季营收/归母净利润增速分别为 49.67% 和 18.97%, 都要快于全年, 主要是猪肉价格加速上行所致。

- **经营效率提高, 费用控制良好。**2019 年全年期间费用率 6.96%, 同比减少 0.99pct, 其中销售费用率 4.48%, 同比减少 0.90pct; 管理费用率 2.17%, 同比减少 0.14pct; 财务费用率 0.16%, 同比增加 0.05pct。期间费用率、销售费用率、管理费用率均出现下降, 费用控制良好, 经营效率有所提高。存货为 88.01 亿元, 较去年大幅增长 108.16%, 其中生鲜冻品库存量 20.91 万吨, 较上年末相比上升 70.42%, 主要是公司结合屠宰业市场行情, 适度增加冻品储备, 有望增厚 2020 年业绩。

- **行业集中度提高, 销售渠道和产品持续完善。**在非洲猪瘟影响下, 2019 年全国有近 4000 多家屠宰场退出, 将加速屠宰行业集中度进一步提升, 利好龙头企业。公司已在全国 18 个省(市)建有 30 个现代化肉类加工基地和配套产业, 形成

了饲料、养殖、屠宰、肉制品加工、新材料包装、冷链物流、连锁商业等完善的产业链，年产销肉类产品近 400 万吨，拥有 100 多万个销售终端，每天有 1 万多吨产品销往全国各地。产品研发方面，公司加强开发高温食材化、“肉蛋奶菜粮”相结合的产品，落实“进家庭，上餐桌”产品结构转型策略；加强低温高档产品的培育，丰富休闲产品、速冻产品，迎合新消费需求；加强中式熟食产品的开发，借助深加工优势和原料资源优势，培育拳头产品，丰富产品品项。随着渠道与产品的不断完善与优化，公司业绩有望不断改善提升。

● **盈利预测：**我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 57.00 亿元、66.43 亿元、77.51 亿元，对应 EPS 分别为 1.72 元、2.00 元、2.34 元，当前股价对应 PE 分别为 21.0/18.0/15.4 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；受非洲猪瘟疫情影响，猪肉价格较高带来的消费替代风险；原材料价格波动的风险。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>60,348</b>	<b>67,100</b>	<b>72,035</b>	<b>76,250</b>
货币资金	3,455	7,443	13,741	21,152	营业成本	48,977	54,825	58,612	61,476
应收款	299	332	356	377	营业税金及附加	297	297	297	297
存货	8,801	9,852	10,533	11,048	销售费用	2,706	3,087	3,098	3,126
待摊费用和其他流动资产	59,516	59,516	59,516	59,516	管理费用	1,308	1,476	1,513	1,525
流动资产合计	16,303	20,780	27,783	35,730	财务费用	97	46	-38	-120
<b>非流动资产:</b>					费用合计	4,111	4,609	4,572	4,531
可供出售金融资产	-	-	-	-	资产减值损失	-0	-0	-0	-0
固定资产+在建工程	10,750	10,199	9,629	9,039	公允价值变动	28	-	-	-
无形资产+商誉	98,071	91,186	84,760	78,763	投资收益	143	143	143	143
其他非流动资产	422	422	422	422	<b>营业利润</b>	<b>6,852</b>	<b>7,411</b>	<b>8,589</b>	<b>9,974</b>
非流动资产合计	12,330	11,711	11,076	10,426	加: 营业外收入	17	-	-	-
资产总计	28,633	32,491	38,860	46,156	减: 营业外支出	30	-	-	-
<b>流动负债:</b>					<b>利润总额</b>	<b>6,838</b>	<b>7,411</b>	<b>8,589</b>	<b>9,974</b>
短期借款	3,277	2,147	2,147	2,147	所得税费用	1,173	1,482	1,718	1,995
应付账款、票据	3,084	3,452	3,690	3,870	<b>净利润</b>	<b>5,666</b>	<b>5,928</b>	<b>6,871</b>	<b>7,979</b>
其他流动负债	4,880	4,880	4,880	4,880	少数股东损益	228	228	228	228
流动负债合计	11,284	9,926	10,165	10,345	<b>归母净利润</b>	<b>5,438</b>	<b>5,700</b>	<b>6,643</b>	<b>7,751</b>
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	16	10	10	10	<b>主要财务指标</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
其他非流动负债	218	218	218	218	<b>成长性</b>				
非流动负债合计	234	228	228	228	营业收入增长率	23.3%	11.2%	7.4%	5.9%
负债合计	11,518	10,154	10,393	10,573	营业利润增长率	7.9%	8.2%	15.9%	16.1%
<b>所有者权益</b>					归母净利润增长率	10.6%	4.8%	16.5%	16.7%
股本	3,319	3,319	3,319	3,319	总资产增长率	28.1%	13.5%	19.6%	18.8%
资本公积金	1,250	1,250	1,250	1,250	<b>盈利能力</b>				
未分配利润	10,022	14,651	20,094	26,412	毛利率	18.8%	18.3%	18.6%	19.4%
少数股东权益	628	628	628	628	营业利润率	11.4%	11.0%	11.9%	13.1%
所有者权益合计	17,115	22,337	28,467	35,583	三项费用/营收	6.8%	6.9%	6.3%	5.9%
负债和所有者权益	28,633	32,491	38,860	46,156	EBIT/销售收入	11.5%	10.9%	11.7%	12.7%
					净利润率	9.4%	8.8%	9.5%	10.5%
					ROE	33.1%	26.5%	24.1%	22.4%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>营运能力</b>				
净利润	5,666	5,928	6,871	7,979	总资产周转率	210.8%	206.5%	185.4%	165.2%
折旧与摊销	951	1,008	1,024	1,039	<b>资产结构</b>				
财务费用	122	46	-38	-120	资产负债率	40.2%	31.3%	26.7%	22.9%
存货的减少	-4,872	-1,051	-680	-515	<b>现金流质量</b>				
营运资本变化	2,338	335	214	160	经营净现金流/净利	0.78	1.06	1.08	1.07
其他非现金部分	197	-	-	-	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	4,424	6,267	7,390	8,543	每股收益	1.64	1.72	2.00	2.34
投资活动现金净流量	-1,375	-389	-389	-389	每股净资产	5.16	6.73	8.58	10.72
筹资活动现金净流量	-2,385	-1,890	-703	-743					
现金流量净额	665	3,988	6,298	7,411					

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>