

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

食品

双汇发展 (000895)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2020年05月22日

布局养殖技改升级，产业链协同发展

证券分析师：陈梦瑶 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001
证券分析师：郭尉 15210587234 guowei1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100001

事项：

公司5月18日公布非公开发行股票预案，拟非公开发行股票募集资金总额不超过70亿元，发行股票数量为不超过3.32亿股，发行对象为不超过35名，募集资金拟用于以下项目：肉鸡产业化产能建设项目（33.3亿元）；生猪养殖产能建设项目（9.9亿元）；生猪屠宰及调理制品技术改造项目（3.6亿元）；肉制品加工技术改造项目（2.7亿元）；双汇总部项目（7.5亿元）；补充流动资金（13亿元）。对此我们点评如下：

国信观点：

我们认为公司此次定增项目更好的实现从上游养殖到下游屠宰加工环节的全产业链布局，加强前端成本控制的话语权，更好控制原料成本，提高经营稳定性，中长期将利于巩固公司龙头地位，提升竞争力、盈利能力及品牌影响力，维持公司2020-22年EPS至1.74/1.92/2.11元，对应23/21/19倍PE，上调一年期合理估值44.2-48.0元（原为38.3-41.8元），维持“买入”评级。

点评：

■ 投资发展养殖业，完善产业链协同效应

公司发展养殖业，有利于增强公司对产业链上游的影响力和对畜禽市场的跟踪，利于减少原料外部依赖，提升成本控制能力、采购议价能力和质控能力。当前虽然公司畜禽养殖业务已具备一定规模，但与屠宰和肉制品主业对生猪、鸡肉类原材料的需求相比，仍然存在较大的差距，不能满足长期发展需要，此次定增项目中的肉鸡产业化产能项目包含的河南西华及辽宁彰武两个项目达产后分别形成种鸡存栏120万套，均能提供1亿羽肉鸡产能，主要满足公司自身原料需求为主，有利于提升鸡肉类原材料自给率，提升肉类产品的多元化及结构升级。生猪养殖项目以辽宁阜新子公司为实施主体，达产后形成产能为曾祖代种猪存栏1000头，祖代种猪存栏2000头，父母代种猪存栏2万头，年种猪、生猪出栏合计约50万头，目前公司年出栏种猪生猪仅30余万头，占屠宰量比重不足3%，非洲猪瘟疫情发生后，生猪养殖技术门槛提高，行业亦加速整合，上游压力加大，此次生猪养殖项目将保障安全、可靠、稳定的生猪原料供应，提高公司抗风险能力。

■ 双技改项目提升自动化、信息化程度，促进产品结构升级

生猪屠宰及调理制品技术改造项目是对公司下属漯河屠宰厂原有屠宰产能、调理制品产能等整体升级改造，改造方向是由机械化向自动化、信息化、智能化升级，项目达产后生猪屠宰产能约150万头/年；调理制品产能约4.53万吨/年，改造内容具体包含13项技术。项目达产后不仅提升生产线自动化、智能化程度，进一步增强产能动态调整能力，缩减人工投入、促进生产效率、产品质量和盈利能力提升，同时也将提高生产安全性及环保性。肉制品加工技改项目也是对部分肉制品生产车间的整体升级改造，达产后年产肉制品约6万吨，虽产量变化较小，但产品结构将有效优化，品类大幅减少，中高档产品、特优级产品占比提升，进一步改善毛利率，也更好落实公司“主推高端产品、减少数量、提升质量、聚

焦推广”的产品策略。

■ 盈利预测评级

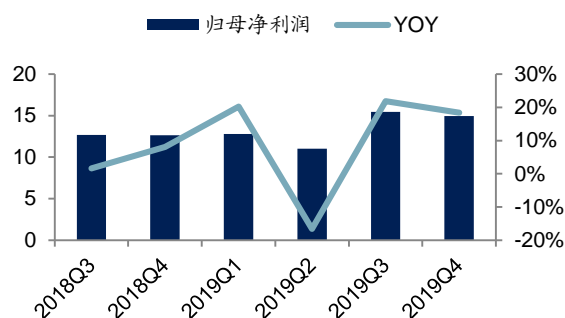
我们认为公司此次定增项目更好的实现从上游养殖到下游屠宰加工环节的全产业链布局，加强前端成本控制的话语权，更好控制原料成本，提高经营稳定性，中长期将利于巩固公司龙头地位，提升竞争力、盈利能力及品牌影响力，维持公司 2020-22 年 EPS 至 1.74/1.92/2.11 元，对应 23/21/19 倍 PE，上调一年期合理估值 44.2-48.0 元(原为 38.3-41.8 元)，维持“买入”评级。

图 1: 公司分季度营业收入及同比增速



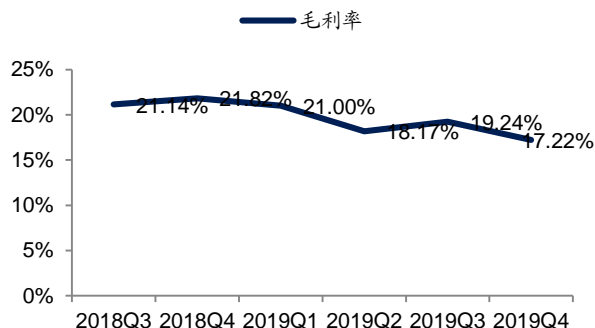
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司分季度归母净利润及同比增速



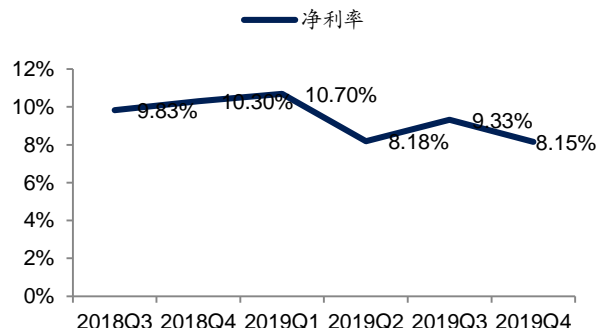
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司分季度毛利率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司分季度净利率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2020-05-21	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
万洲国际	未评级	982	6.67	0.77	0.78	0.84	8.7	8.6	7.9
上海梅林	未评级	86	9.18	0.39	0.44	0.48	23.5	20.9	19.1
煌上煌	未评级	128	24.94	0.43	0.59	0.76	58.0	42.3	32.8
平均							30.1	23.9	20.0
双汇发展	买入	1,325	39.92	1.64	1.74	1.92	24.3	22.9	20.8

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测，其中可比公司估值来自 Wind 一致预期，万洲国际单位为港元

风险提示

行业景气度波动；渠道拓展缓慢；产能建设不达预期；

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3455	5901	7177	8651	营业收入	60348	63689	66995	71237
应收款项	213	262	275	293	营业成本	48977	50554	52839	55932
存货净额	8801	5585	5837	6179	营业税金及附加	297	446	469	499
其他流动资产	681	637	670	712	销售费用	2706	3694	3886	4132
流动资产合计	16303	15437	17012	18888	管理费用	1308	1472	1547	1642
固定资产	0	227	406	547	财务费用	97	25	(54)	(74)
无形资产及其他	981	941	902	863	投资收益	143	10	10	10
投资性房地产	11172	11172	11172	11172	资产减值及公允价值变动	363	0	0	0
长期股权投资	178	178	178	178	其他收入	(617)	0	0	0
资产总计	28633	27955	29670	31647	营业利润	6852	7508	8319	9116
短期借款及交易性金融负债	3345	1000	1000	1000	营业外净收支	(13)	6	6	6
应付款项	3084	2793	2919	3089	利润总额	6838	7514	8325	9122
其他流动负债	4855	5609	5866	6211	所得税费用	1173	1503	1665	1824
流动负债合计	11284	9402	9784	10301	少数股东损益	228	251	278	305
长期借款及应付债券	16	16	16	16	归属于母公司净利润	5438	5760	6382	6993
其他长期负债	218	219	220	221					
长期负债合计	234	235	236	237	现金流量表 (百万元)				
负债合计	11518	9637	10021	10538	净利润	5438	5760	6382	6993
少数股东权益	628	678	733	794	资产减值准备	(50)	37	78	108
股东权益	16488	17640	18916	20315	折旧摊销	951	75	82	91
负债和股东权益总计	28633	27955	29670	31647	公允价值变动损失	(363)	0	0	0
					财务费用	97	25	(54)	(74)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(13702)	3713	163	224
每股收益	1.64	1.74	1.92	2.11	其它	193	13	(22)	(47)
每股红利	0.62	1.39	1.54	1.69	经营活动现金流	(7534)	9599	6682	7369
每股净资产	4.97	5.31	5.70	6.12	资本开支	9974	(300)	(300)	(300)
ROIC	38%	41%	54%	59%	其它投资现金流	(832)	100	0	0
ROE	33%	33%	34%	34%	投资活动现金流	9142	(200)	(300)	(300)
毛利率	19%	21%	21%	21%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	12%	12%	13%	负债净变化	11	0	0	0
EBITDA Margin	13%	12%	12%	13%	支付股利、利息	(2051)	(4608)	(5106)	(5595)
收入增长	23%	6%	5%	6%	其它融资现金流	3309	(2345)	0	0
净利润增长率	11%	6%	11%	10%	融资活动现金流	(771)	(6954)	(5106)	(5595)
资产负债率	42%	37%	36%	36%	现金净变动	837	2445	1276	1474
息率	1.7%	3.8%	4.2%	4.6%	货币资金的期初余额	2618	3455	5901	7177
P/E	24.3	22.9	20.8	18.9	货币资金的期末余额	3455	5901	7177	8651
P/B	7.4	6.9	6.4	6.0	企业自由现金流	3073	9507	6549	7240
EV/EBITDA	16.6	17.3	15.8	14.5	权益自由现金流	6393	7142	6592	7300

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《双汇发展-000895-2019 年年报点评：营收净利双双增长，盈利空间继续释放》——2020-03-26
- 《双汇发展-000895-深度报告：强者恒强，未来可期》——2020-01-08
- 《双汇发展-000895-2018 年半年报点评：受益猪价低位震荡，公司盈利弹性继续释放》——2018-08-15
- 《双汇发展-000895-2018 年一季报点评：营收小幅下降，屠宰业务盈利改善显著》——2018-04-25
- 《双汇发展-000895-2017 年年报点评：营收净利略微下降，屠宰业务 18 年仍有改善空间》——2018-03-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行