

000895.SZ

# 增持

原评级: 增持

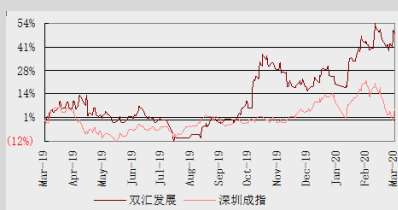
市场价格: 人民币 62.34

板块评级: 强于大市

## 本报告要点

- 双汇发展年报点评。

## 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	111.2	14.1	60.7	186.0
相对深证成指	81.1	12.6	35.9	138.1

发行股数(百万)	3,319
流通股(%)	27
总市值(人民币 百万)	206,924
3 个月日均交易额(人民币 百万)	759
净负债比率(%) (2020E)	(31)
主要股东(%)	
罗特克斯有限公司	73

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2020 年 9 月 1 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 食品加工

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

# 双汇发展

## 提价红利提升肉制品盈利能力, 屠宰业务将受益于行业集中度提升

双汇发展公布 2020 年半年报。1H20 实现收入\净利 363.7\30.4 亿元, 同比增 43.0%\26.7%, EPS 0.92 元; 2Q20 实现收入\净利 187.7\15.8 亿元, 同比增 39.4%\41.7%, EPS 0.47 元, 业绩超出我们预期。

## 支撑评级的要点

- 提价效果显现, 1H20 肉制品收入同比增 18.0%, 毛利率提升 3.6pct, 营业利润同比增 51%。(1) 收入端: 1H20 肉制品收入 140.0 亿元, 同比增 18.0%。2Q20 肉制品收入 73.6 亿元, 同比增 21.8%, 我们判断主要来自于产品均价提升。分产品看, 1H20 高温肉制品营收 92.6 亿元, 同比增 25.1%, 低温肉制品营收 47.4 亿元, 同比增 6.2%。(2) 利润端: 受益于 19 年肉制品持续提价, 1H20 肉制品毛利率 30.2%, 同比增 3.6pct, 高温毛利率 30.4%, 同比增 3.3pct, 低温 29.7%, 同比增 4.0pct。1H20 肉制品营业利润 29.3 亿元, 同比 51.0%; 2Q20 肉制品营业利润 15.8 亿元, 同比 62.6%, 为公司盈利增长的主要来源。
- 屠宰量持续下滑, 屠宰业务盈利承压。(1) 收入端: 1H20 生猪价格 34.0 元/千克 (同比增 137.3%), 其中 2Q20 32.0 元/千克 (同比增 103.9%), 高猪价环境下, 1H20 屠宰收入 239.1 亿元, 同比增 59.0%, 但生猪屠宰规模大幅减少, 降至 327.4 万头, 同比降 61.8%, 其中 2Q20 屠宰量同比下降 58.2%。(2) 利润端: 1H20 屠宰分部毛利率 7.0%, 同比降 3.5pct。1H20 屠宰分部营业利润 7.0 亿元, 同比降 14.8%, 2Q20 屠宰分部营业利润 2.95 亿元, 增 1.6%。由于生猪补栏速度较慢, 公司屠宰量同比持续下滑, 产能释放受限, 规模效应降低。目前国内生猪供应依然紧张, 公司下半年屠宰量增长仍有难度, 屠宰业务盈利增速有望小幅改善。
- 长期来看, 双汇各项业务仍有较大的成长空间。(1) 新团队过去几年做了很多基础工作, 公司肉制品结构可持续优化, 利润率仍有一定上升空间。(2) 非洲猪瘟加速小企业退出, 双汇的屠宰业务受益于市场集中度提升, 仍有较大的成长空间。(3) 定增布局肉鸡、生猪养殖项目将帮助公司向产业链上游延伸, 稳定盈利能力。

## 估值

- 公司上半年业绩超预期, 预计下半年肉制品保持增长, 屠宰业务有所改善, 因此我们上调此前盈利预测, 预计 20-22 年 EPS 为 1.98、2.23、2.43 元, 同比增 21%、13%、9%, 维持 **增持** 评级。

## 评级面临的主要风险

- 食品安全风险; 原材料价格波动风险等。

## 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	48,767	60,310	78,832	76,907	75,420
变动(%)	(3)	24	31	(2)	(2)
净利润(人民币 百万)	4,915	5,438	6,558	7,399	8,074
全面摊薄每股收益(人民币)	1.481	1.638	1.976	2.229	2.433
变动(%)	13.8	10.6	20.6	12.8	9.1
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.790	1.930	2.060
调整幅度(%)			10.4	15.5	18.1
全面摊薄市盈率(倍)	42.1	38.1	31.6	28.0	25.6
价格/每股现金流量(倍)	39.8	46.8	20.3	32.7	17.7
每股现金流量(人民币)	1.57	1.33	3.07	1.90	3.53
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.6	26.2	21.9	20.0	18.7
每股股息(人民币)	1.441	1.000	1.581	1.783	1.946
股息率(%)	2.3	1.6	2.5	2.9	3.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 双汇发展 2020 年半年报数据

(人民币, 百万)	2Q19	2Q20	同比	1H19	1H20	同比
营业收入	13,458	18,766	39.4	25,416	36,348	43.0
营业成本	10,994	15,583	41.7	20,427	30,182	47.8
毛利	2,464	3,183	29.2	4,989	6,165	23.6
毛利率(%)	18.3	17.0	(1.3)	19.6	17.0	(2.7)
税金及附加	68	81	19.0	134	165	22.9
销售费用	704	657	(6.7)	1,351	1,253	(7.3)
管理费用(包括研发费用)	295	305	3.6	564	602	6.7
财务费用	27	22	(19.4)	42	39	(6.8)
费用合计	1,094	1,065	(2.7)	2,091	2,059	(1.5)
费用率(%)	0.08	0.06	(0.02)	0.08	0.06	(0.03)
资产减值损失(收益)	(58)	(283)	392.3	(73)	(473)	545.0
公允价值变动收益(损失)	25	(21)	(181.6)	54	(9)	(116.4)
投资收益(损失)	16	96	507.9	27	124	363.6
资产处置收益(损失)	0	0	-	0	0	-
汇兑收益(损失)	0	0	-	0	0	-
其他收益(损失)	0.84	1.28	51.4	2.59	3.26	25.8
其他项	0	0	-	0	0	-
营业利润	1,420	1,995	40.5	3,013	3,889	29.1
营业利润率(%)	10.6	10.6	0.1	11.9	10.7	(1.2)
营业外收入	4	8	93.4	6	22	233.5
营业外支出	5	9	99.5	8	29	273.1
利润总额	1,419	1,993	40.4	3,012	3,881	28.9
所得税	260	396	51.9	519	770	48.3
所得税率(%)	19	21	2.3	17	20	3.1
净利润	1,156	1,598	38.2	2,488	3,111	25.1
净利率(%)	8.6	8.5	(0.9)	9.8	8.6	(12.6)
少数股东损益	48	22	(55.4)	97	70	(27.7)
归属于母公司净利润	1,113	1,576	41.7	2,399	3,041	26.7
归母净利率(%)	8.3	8.4	0.1	9.4	8.4	(1.1)
非经常性损益	0.0	0.0	-	150.6	217.9	44.6
EPS(元/股)	0.34	0.47	41.7	0.72	0.92	26.7

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	48,767	60,310	78,832	76,907	75,420
销售成本	38,324	48,977	66,025	63,195	60,794
经营费用	(2,089)	(2,534)	(4,249)	(5,127)	(5,754)
息税折旧前利润	7,242	7,906	9,467	10,339	11,091
折旧及摊销	976	972	940	919	901
经营利润(息税前利润)	6,266	6,934	8,528	9,419	10,190
净利息收入/(费用)	36	45	0	0	0
其他收益/(损失)	48	143	143	143	143
税前利润	6,332	6,838	8,380	9,265	9,954
所得税	1,255	1,173	1,546	1,555	1,540
少数股东权益	162	228	275	311	339
净利润	4,915	5,438	6,558	7,399	8,074
核心净利润	4,915	5,438	6,558	7,399	8,074
每股收益(人民币)	1.481	1.638	1.976	2.229	2.433
核心每股收益(人民币)	1.481	1.638	1.976	2.229	2.433
每股股息(人民币)	1.441	1.000	1.581	1.783	1.946
收入增长(%)	(3)	24	31	(2)	(2)
息税前利润增长(%)	11	11	23	10	8
息税折旧前利润增长(%)	9	9	20	9	7
每股收益增长(%)	14	11	21	13	9
核心每股收益增长(%)	14	11	21	13	9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	6,332	6,838	8,380	9,265	9,954
折旧与摊销	976	972	940	919	901
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	(843)	(2,027)	2,419	(2,308)	2,408
税金	464	215	0	0	0
其他经营现金流	0	0	0	0	0
经营活动产生的现金流	5,195	4,424	10,193	6,321	11,722
购买固定资产净值	515	668	668	668	668
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(4,483)	(6,044)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,251)	(1,375)	(668)	(668)	(668)
净增权益	379	(15)	0	0	0
净增债务	379	(15)	0	0	0
支付股息	(6,856)	(2,051)	(3,319)	(5,247)	(5,919)
其他融资现金流	0	(319)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(6,357)	(2,385)	(3,319)	(5,247)	(5,919)
现金变动	(3,545)	837	6,205	407	5,135
期初现金	6,163	2,618	3,455	9,661	10,067
公司自由现金流	3,951	3,179	9,342	5,291	10,589
权益自由现金流	4,288	4,069	9,225	5,168	10,402

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,618	3,455	9,661	10,067	15,202
应收帐款	162	213	277	201	267
库存	4,228	8,801	7,705	8,094	7,104
其他流动资产	2,753	3,834	3,817	3,830	0
流动资产总计	9,761	16,303	21,459	22,192	26,388
固定资产	12,292	11,857	11,586	11,334	11,101
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	295	473	473	473	473
长期资产总计	12,587	12,330	12,058	11,807	11,574
总资产	22,348	28,633	33,517	33,999	37,962
应付帐款	1,928	3,084	3,673	2,794	3,427
短期债务	2,322	3,277	3,277	3,277	3,277
其他流动负债	6,203	8,200	8,980	7,877	8,713
流动负债总计	8,131	11,284	12,653	10,671	12,140
长期借款	5	16	16	16	16
其他长期负债	213	218	218	218	218
股本	3,300	3,319	3,319	3,319	3,319
储备	9,650	13,104	16,343	18,496	20,651
股东权益	13,999	17,115	20,630	23,093	25,587
少数股东权益	1,025	628	903	1,214	1,553
总负债及权益	22,348	28,633	33,517	33,999	37,962
每股帐面价值(人民币)	4.22	5.16	6.22	6.96	7.71
每股有形资产(人民币)	4.22	5.16	6.22	6.96	7.71
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.8	13.1	12.0	13.4	14.7
息税前利润率(%)	12.8	11.5	10.8	12.2	13.5
税前利润率(%)	13.0	11.3	10.6	12.0	13.2
净利率(%)	10.1	9.0	8.3	9.6	10.7
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.4	1.7	2.1	2.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(2.1)	(0.9)	(30.9)	(29.3)	(46.5)
速动比率(倍)	0.7	0.7	1.1	1.3	1.6
估值					
市盈率(倍)	42.1	38.1	31.6	28.0	25.6
核心业务市盈率(倍)	42.1	38.1	31.6	28.0	25.6
市净率(倍)	14.8	12.1	10.0	9.0	8.1
价格/现金流(倍)	39.8	46.8	20.3	32.7	17.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.6	26.2	21.9	20.0	18.7
周转率					
存货周转天数	26.8	39.4	38.2	37.5	36.8
应收帐款周转天数	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
应付帐款周转天数	14.1	15.2	15.6	15.3	15.1
回报率					
股息支付率(%)	97.4	61.0	80.0	80.0	80.0
净资产收益率(%)	33.4	35.0	34.8	33.8	33.2
资产收益率(%)	23.4	23.1	23.3	23.7	24.1
已运用资本收益率(%)	37.4	38.0	38.5	37.4	36.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371