

双汇发展 (000895.SZ)

屠宰业务短期略承压，肉制品业务长期量利齐升

2021年03月31日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

叶松霖（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

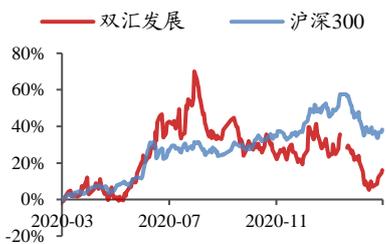
yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790120030038

日期	2021/3/30
当前股价(元)	43.88
一年最高最低(元)	65.65/37.53
总市值(亿元)	1,520.29
流通市值(亿元)	589.50
总股本(亿股)	34.65
流通股本(亿股)	13.43
近3个月换手率(%)	75.41

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-中外协同下屠宰稳步增长，肉制品业务释放弹性》-2020.10.28

《公司信息更新报告-业绩超预期，肉制品业务量价齐升》-2020.8.12

《公司信息更新报告-业绩稳定增长，布局养殖业搭建产业闭环》-2020.4.29

● 业绩低于预期，维持“增持”评级

双汇发展 2020Q4 实现营收 181.7 亿元，同比降 0.99%；归母净利 13.2 亿元，同比降 11.9%。由于公司业绩低于预期，我们略下调 2021 年盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利分别为 72.3 (-5.2)、83.2、97.9 亿元，EPS 分别 2.09 (-0.15)、2.40、2.82 元，当前股价对应 PE 分别为 21.0、18.3、15.5 倍。公司利润弹性大，分红率高，是稳健价值投资标的，维持“增持”评级。

● 低价库存肉较少，屠宰业务略承压

2020 年屠宰量为 709.2 万头，同比降 46.3%；生鲜肉销量为 138.1 万吨，同比降 7%。2020Q4 生鲜肉销量下滑，主因生猪出栏量恢复进度受部分地区猪瘟反弹影响放缓、冻肉库存前期集中销售后低价库存肉较少，使得屠宰部门收入同比降 8.8%，部门盈利降 36.8%。展望 2021 年，随着生猪出栏量逐渐恢复，预计屠宰量、产能利用率可大幅提升，但中美猪价价差收窄、低价冻肉库存减少影响下，预计 2021 年生鲜肉业务利润略下降。

● 肉制品吨利环比下滑，长期看肉制品业务可量利齐升

2020 年公司鲜冻猪肉、鸡肉及外包装肉制品总销量为 305 万吨，同比降 3.1%。肉制品销量下滑主因：（1）公司对产品提价短期影响销量；（2）部分渠道如学校、餐饮、终端门店等受新冠疫情影响销量下滑。2020Q4 肉制品收入同比降 1.2%，盈利同比降 3.2%。2020Q4 肉制品吨利环比降 11%主因：（1）2020Q4 猪价环比有小幅压力，仍处高位；（2）2019Q4 有大量春节备货，2020 年春节较晚无产品备货，规模较小下 2020Q4 费用率较高；（3）发放员工奖金。2020 年全年公司产品结构升级效果明显，特优级结构占比提升 2.1pct、新品销量占比提升 1.1pct。展望 2021 年，预计猪价较 2020 年低，且呈现前高后低态势。随着公司渠道进一步开拓、品牌年轻化、产品持续升级，预计肉制品销量可中个位数增长，吨利平稳上行，长期看肉制品业务可量利齐升。

● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期风险、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	60,310	73,863	78,189	83,292	89,248
YOY(%)	23.7	22.5	5.9	6.5	7.1
归母净利润(百万元)	5,438	6,256	7,232	8,321	9,786
YOY(%)	10.6	15.0	15.6	15.1	17.6
毛利率(%)	18.8	17.3	18.1	18.8	19.5
净利率(%)	9.0	8.5	9.2	10.0	11.0
ROE(%)	33.1	26.4	23.7	21.4	20.1
EPS(摊薄/元)	1.57	1.81	2.09	2.40	2.82
P/E(倍)	28.0	24.3	21.0	18.3	15.5
P/B(倍)	9.2	6.4	4.9	3.9	3.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	16303	22074	33195	38335	52043
现金	3455	8486	16455	23779	34171
应收票据及应收账款	213	281	242	315	282
其他应收款	86	55	94	65	105
预付账款	212	245	239	277	276
存货	8801	6378	9537	7270	10581
其他流动资产	3536	6629	6629	6629	6629
非流动资产	12330	12630	12752	12933	13166
长期投资	178	262	362	462	563
固定资产	10630	10452	10590	10775	10997
无形资产	983	1033	993	958	929
其他非流动资产	539	883	807	738	677
资产总计	28633	34704	45947	51269	65210
流动负债	11284	9995	13761	10499	14349
短期借款	3277	2383	2383	2383	2383
应付票据及应付账款	3084	1712	3316	1994	3646
其他流动负债	4923	5900	8062	6122	8320
非流动负债	234	576	573	570	567
长期借款	16	15	12	9	6
其他非流动负债	218	561	561	561	561
负债合计	11518	10571	14334	11070	14916
少数股东权益	628	370	618	882	1191
股本	3319	3465	3465	3465	3465
资本公积	1250	8072	8072	8072	8072
留存收益	11854	12117	19597	28183	38277
归属母公司股东权益	16488	23763	30996	39317	49103
负债和股东权益	28633	34704	45947	51269	65210

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4424	8822	8579	7813	10798
净利润	5666	6370	7480	8586	10094
折旧摊销	972	980	879	958	1048
财务费用	97	33	-79	-299	-553
投资损失	-143	-394	-267	-329	-299
营运资金变动	-2534	876	612	-1077	533
其他经营现金流	364	957	-45	-26	-25
投资活动现金流	-1375	-3652	-688	-784	-957
资本支出	668	1157	22	81	132
长期投资	-859	-3013	-100	-101	-101
其他投资现金流	-1565	-5508	-766	-804	-925
筹资活动现金流	-2385	-188	78	296	550
短期借款	955	-895	0	0	0
长期借款	11	-1	-3	-3	-3
普通股增加	20	145	0	0	0
资本公积增加	-674	6822	0	0	0
其他筹资现金流	-2697	-6260	81	299	553
现金净增加额	665	4984	7969	7324	10391

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	60310	73863	78189	83292	89248
营业成本	48977	61114	64074	67668	71872
营业税金及附加	297	341	361	384	412
营业费用	2706	2661	3284	3748	4016
管理费用	1308	1392	1564	1633	1696
研发费用	88	96	102	108	107
财务费用	97	33	-79	-299	-553
资产减值损失	-335	-839	-48	-200	-445
其他收益	188	174	124	149	179
公允价值变动收益	28	-5	12	3	8
投资净收益	143	394	267	329	299
资产处置收益	4	11	34	23	18
营业利润	6852	8004	9370	10756	12646
营业外收入	17	31	31	31	31
营业外支出	30	62	38	40	42
利润总额	6838	7973	9363	10747	12635
所得税	1173	1603	1883	2161	2541
净利润	5666	6370	7480	8586	10094
少数股东损益	228	114	248	265	308
归母净利润	5438	6256	7232	8321	9786
EBITDA	7907	8844	10013	11247	12958
EPS(元)	1.57	1.81	2.09	2.40	2.82

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.7	22.5	5.9	6.5	7.1
营业利润(%)	7.9	16.8	17.1	14.8	17.6
归属于母公司净利润(%)	10.6	15.0	15.6	15.1	17.6
获利能力					
毛利率(%)	18.8	17.3	18.1	18.8	19.5
净利率(%)	9.0	8.5	9.2	10.0	11.0
ROE(%)	33.1	26.4	23.7	21.4	20.1
ROIC(%)	28.8	23.7	21.6	19.5	18.4
偿债能力					
资产负债率(%)	40.2	30.5	31.2	21.6	22.9
净负债比率(%)	-0.2	-23.8	-43.3	-52.3	-62.5
流动比率	1.4	2.2	2.4	3.7	3.6
速动比率	0.6	1.5	1.6	2.8	2.8
营运能力					
总资产周转率	2.4	2.3	1.9	1.7	1.5
应收账款周转率	322.0	299.4	299.4	299.4	299.4
应付账款周转率	19.5	25.5	25.5	25.5	25.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.57	1.81	2.09	2.40	2.82
每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	2.55	2.48	2.25	3.12
每股净资产(最新摊薄)	4.76	6.86	8.95	11.35	14.17
估值比率					
P/E	28.0	24.3	21.0	18.3	15.5
P/B	9.2	6.4	4.9	3.9	3.1
EV/EBITDA	18.9	15.9	13.3	11.2	9.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn