

双汇发展 (000895)

证券研究报告

2021年04月28日

屠宰业绩承压，肉制品销量增速较快

事件：公司公布 2021 年一季报，2021 年 Q1，公司实现营业收入 183 亿元，同比增长 4%；实现归母净利润 14 亿元，同比减少 1.61%。

低价冻肉库存利润预计于 20 年基本释放完毕，Q1 屠宰业务短期承压。2020 年，虽然猪价处于较高水位，但公司凭借低价冻肉以及美国进口肉利润减缓生鲜肉较高成本带来的压力。2020 年年报显示，公司加快冻品出库，生鲜产品库存量比年初下降 48.13%，预计低价冻肉利润已基本释放完毕。2021 年 Q1，猪价开始进入下行区间，公司生鲜品销量有所恢复。但无低价库存冻肉及中美价差缩小使利润收窄，公司屠宰业务一季度承压。屠宰分部实现收入 109 亿元，yoy-6.04%；实现营业利润 2.85 亿元，yoy-30.34%。

肉制品吨价小幅下滑，吨均利润有望保持稳定。2021 年 Q1，公司实现毛利率 16.26%，同比下滑 0.7pct，费用率基本保持稳定，实现净利率 7.94%，同比下滑 0.67pct。2021Q1，公司肉制品吨均销价同比有所下降，肉制品的单吨利润为 3639 元，同比下降 3.81%，主要原因预计为去年基数较高，去年受疫情影响，公司生产供不应求，预计高利润率产品占比较高。Q2 生猪价格预计将维持下降趋势，公司成本压力将有所缓解。同时，公司将加大市场投入、产品品质提升以及员工薪酬，预计吨均利润将保持稳定或小幅上行。

肉制品销量增速较快，产品结构升级加速公司转型。2020 年，公司坚持肉制品产品结构调整，大力推广中高端产品，肉制品特优级结构占比提升 2.1pct，核心产品王中王销量增幅超过 10%。同时积极推广新品，新产品销量占肉制品总销量的比例提升 1.1 个百分点；辣吗辣、无淀粉王中王、肉块王等新产品年销量均超过 1 万吨，火炫风刻花香肠、俄式大块香肠、斜切特嫩烤火腿等新产品年销量均超过 5000 吨，新品上市成功率和市场竞争力不断提高。2021 年 Q1，公司肉类产品（含禽产品）总外销量 75 万吨，同比上升 9.66%，新品持续发力，实现快速增长，结构持续升级加速公司未来转型。

盈利预测：2021 年生猪出栏量上升带来猪价下降，但公司将加大市场投入、产品品质提升以及员工薪酬，同时低价冻肉利润已释放完毕，调整盈利预测，预计公司 2021-2023 年实现营收 762.61/800.58/845.71 亿元（前值 764.25/803.42/843.48 亿元），同比增长 3.15%/4.98%/5.64%，实现净利润 63.98/75.16/86.70 亿元（前值 70.21/79.84/92.41 亿元），同比增长 2.28%/17.48%/15.35%，EPS 分别为 1.85/2.17/2.50 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；食品安全风险；生猪波动风险；高端产品销量不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	60,348.31	73,935.19	76,260.82	80,057.79	84,570.63
增长率(%)	23.33	22.51	3.15	4.98	5.64
EBITDA(百万元)	8,517.35	10,608.44	8,587.26	9,956.46	11,323.68
净利润(百万元)	5,437.61	6,255.51	6,398.22	7,516.49	8,670.03
增长率(%)	10.64	15.04	2.28	17.48	15.35
EPS(元/股)	1.57	1.81	1.85	2.17	2.50
市盈率(P/E)	25.40	22.08	21.59	18.38	15.93
市净率(P/B)	8.38	5.81	5.14	4.51	3.95
市销率(P/S)	2.29	1.87	1.81	1.73	1.63
EV/EBITDA	10.97	14.18	14.38	12.11	10.09

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	39.87 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,464.66
流通 A 股股本(百万股)	1,488.82
A 股总市值(百万元)	138,136.04
流通 A 股市值(百万元)	59,359.42
每股净资产(元)	6.86
资产负债率(%)	30.46
一年内最高/最低(元)	65.65/38.00

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
薛涵	联系人
xuehana@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《双汇发展-年报点评报告:猪价持续高企下业绩承压，结构升级加速公司转型》2021-04-01
- 《双汇发展-半年报点评:半年报略超预期，产品结构升级加速公司转型》2020-08-13
- 《双汇发展-公司研究简报:产品结构持续优化，全产业链布局厚积薄发》2020-06-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,455.33	8,485.89	11,026.61	14,276.06	20,762.72
应收票据及应收账款	212.96	280.51	214.59	302.43	250.80
预付账款	212.03	245.46	107.15	300.08	139.32
存货	8,801.43	6,377.70	11,155.26	7,345.94	11,997.13
其他	3,621.50	6,684.39	6,551.85	6,574.87	6,666.26
流动资产合计	16,303.25	22,073.94	29,055.46	28,799.37	39,816.22
长期股权投资	177.52	261.80	261.80	261.80	261.80
固定资产	10,575.39	10,303.82	9,920.74	9,502.11	9,049.16
在建工程	174.31	323.39	230.03	186.02	141.61
无形资产	983.44	1,032.99	1,006.69	980.39	954.08
其他	419.43	707.95	482.17	509.23	488.94
非流动资产合计	12,330.10	12,629.94	11,901.42	11,439.55	10,895.60
资产总计	28,633.34	34,703.88	40,956.89	40,238.92	50,711.82
短期借款	3,277.47	2,382.65	2,000.00	2,191.32	2,191.32
应付票据及应付账款	3,083.52	1,712.28	4,165.09	1,797.07	4,185.53
其他	4,922.59	5,900.02	7,040.47	4,473.70	7,942.85
流动负债合计	11,283.57	9,994.95	13,205.56	8,462.10	14,319.71
长期借款	16.19	15.10	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	218.19	561.11	330.68	369.99	420.60
非流动负债合计	234.38	576.21	330.68	369.99	420.60
负债合计	11,517.95	10,571.16	13,536.24	8,832.09	14,740.30
少数股东权益	627.69	369.68	567.88	795.81	1,025.49
股本	3,319.28	3,464.66	3,464.66	3,464.66	3,464.66
资本公积	1,250.18	8,072.27	8,072.27	8,072.27	8,072.27
留存收益	13,104.34	20,189.00	23,388.11	27,146.35	31,481.37
其他	(1,186.10)	(7,962.89)	(8,072.27)	(8,072.27)	(8,072.27)
股东权益合计	17,115.39	24,132.72	27,420.65	31,406.83	35,971.52
负债和股东权益总计	28,633.34	34,703.88	40,956.89	40,238.92	50,711.82

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5,665.99	6,369.80	6,398.22	7,516.49	8,670.03
折旧摊销	972.38	980.25	562.74	568.94	573.66
财务费用	122.08	98.65	(36.41)	(73.41)	(126.29)
投资损失	(142.74)	(393.62)	(194.63)	(243.66)	(277.30)
营运资金变动	(2,673.13)	3,654.98	(844.19)	(1,394.60)	1,440.71
其它	479.05	(1,888.14)	228.20	257.93	259.68
经营活动现金流	4,423.62	8,821.93	6,113.94	6,631.69	10,540.49
资本支出	526.67	621.65	290.44	40.68	(0.60)
长期投资	(0.28)	84.28	0.00	0.00	0.00
其他	(1,901.11)	(4,358.19)	(215.81)	62.98	167.90
投资活动现金流	(1,374.71)	(3,652.26)	74.63	103.66	167.30
债权融资	3,361.63	2,398.92	2,023.16	2,222.10	2,209.69
股权融资	(572.45)	7,120.29	67.05	213.43	266.32
其他	(5,174.01)	(9,707.16)	(5,738.05)	(5,921.43)	(6,697.14)
筹资活动现金流	(2,384.83)	(187.95)	(3,647.84)	(3,485.90)	(4,221.13)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	664.08	4,981.72	2,540.72	3,249.45	6,486.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	60,348.31	73,935.19	76,260.82	80,057.79	84,570.63
营业成本	48,976.78	61,114.01	63,118.64	65,298.36	68,269.67
营业税金及附加	297.13	340.64	381.30	496.36	507.42
营业费用	2,705.93	2,660.82	3,431.74	3,722.69	3,890.25
管理费用	1,308.00	1,392.26	1,677.74	1,785.29	1,860.55
研发费用	88.28	95.81	114.39	120.09	126.86
财务费用	97.45	32.51	(36.41)	(73.41)	(126.29)
资产减值损失	(334.91)	(838.77)	(262.88)	(478.85)	(526.83)
公允价值变动收益	27.88	(4.66)	30.00	30.00	30.00
投资净收益	142.74	393.62	194.63	243.66	277.30
其他	187.34	745.39	(449.26)	(547.32)	(614.60)
营业利润	6,851.68	8,003.57	8,060.93	9,460.93	10,876.31
营业外收入	16.58	30.94	23.76	27.35	25.55
营业外支出	29.76	61.55	40.26	43.86	48.56
利润总额	6,838.49	7,972.96	8,044.42	9,444.42	10,853.31
所得税	1,172.50	1,603.16	1,448.00	1,700.00	1,953.60
净利润	5,665.99	6,369.80	6,596.42	7,744.42	8,899.71
少数股东损益	228.38	114.29	198.20	227.93	229.68
归属于母公司净利润	5,437.61	6,255.51	6,398.22	7,516.49	8,670.03
每股收益(元)	1.57	1.81	1.85	2.17	2.50

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	23.33%	22.51%	3.15%	4.98%	5.64%
营业利润	7.95%	16.81%	0.72%	17.37%	14.96%
归属于母公司净利润	10.64%	15.04%	2.28%	17.48%	15.35%
获利能力					
毛利率	18.84%	17.34%	17.23%	18.44%	19.27%
净利率	9.01%	8.46%	8.39%	9.39%	10.25%
ROE	32.98%	26.32%	23.83%	24.55%	24.81%
ROIC	49.71%	47.38%	56.71%	63.26%	67.56%
偿债能力					
资产负债率	40.23%	30.46%	33.05%	21.95%	29.07%
净负债率	-0.55%	-25.22%	-32.83%	-38.38%	-51.58%
流动比率	1.44	2.21	2.20	3.40	2.78
速动比率	0.66	1.57	1.36	2.54	1.94
营运能力					
应收账款周转率	322.18	299.65	308.06	309.69	305.74
存货周转率	9.26	9.74	8.70	8.65	8.74
总资产周转率	2.37	2.33	2.02	1.97	1.86
每股指标(元)					
每股收益	1.57	1.81	1.85	2.17	2.50
每股经营现金流	1.28	2.55	1.76	1.91	3.04
每股净资产	4.76	6.86	7.75	8.84	10.09
估值比率					
市盈率	25.40	22.08	21.59	18.38	15.93
市净率	8.38	5.81	5.14	4.51	3.95
EV/EBITDA	10.97	14.18	14.38	12.11	10.09
EV/EBIT	12.35	15.58	15.38	12.84	10.63

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com