

**000895.SZ**

# 增持

**原评级: 增持**
**市场价格: 人民币 27.24**
**板块评级: 强于大市**
**本报告要点**

- 双汇发展半年报点评

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(40.6)	(9.8)	(21.5)	(44.6)
相对深证成指	(41.1)	(8.1)	(27.5)	(56.5)

发行股数(百万)	3,465
流通股(%)	43
总市值(人民币 百万)	94,377
3个月日均交易额(人民币 百万)	469
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
罗特克斯有限公司	70

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2021 年 8 月 12 日收市价为标准

**相关研究报告**

《双汇发展: 1Q21 销量稳健增长, 利润小幅下滑》20210428

《双汇发展: 屠宰业务盈利承压, 肉制品结构调整加速》20210402

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

联系人: 董广达

(8610)66229394

guangda.dong@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120070024

## 双汇发展

### 高基数叠加猪价下行超预期, 1H21 业绩下滑

公司披露 2021 年半年报。1H21 公司实现营收 348.4 亿元, 同比-4.1%; 实现归母净利润 25.4 亿元, 同比-16.6%; EPS 为 0.73 元。2Q21 单季度实现营收 165.6 亿元, 同比-11.8%, 实现归母净利润 11.0 亿元, 同比-30.5%, 2 季度业绩低于我们预期。

**支撑评级的要点**

- 猪价下行影响收入, 高基数叠加成本压力提升导致利润同比下降。(1) 1H21 公司肉类产品总外销量达到 158 万吨, 同比+5.5%, 达到历史最佳水平。(2) 1H21 国内生猪产能恢复、供应量增加, 生猪价格同比大幅下滑, 对公司屠宰业务收入带来负面影响, 拖累了公司整体营收, 1H21 和 2Q21 营收分别下降 4.1% 和 11.8%。利润方面, 1H21 和 2Q21 归母净利润分别下降 16.6% 和 30.5%, 利润同比下降的原因有以下几点: 去年同期疫情期间支持政策较多带来高基数、猪价下行挤压屠宰业务利润空间、冻肉库存计提减值、员工成本上涨、市场费用增多等。
- 分业务来看, 屠宰业务量增利减, 肉制品盈利能力下降。(1) 屠宰业务方面, 1H21 屠宰业务实现营收 210 亿元, 同比-12.2%, 上半年生鲜产品销售量超过 75 万吨, 同比+10%, 生鲜产品生产量超过 60 万吨, 同比+61%, 我们判断国内猪价下行减小屠宰业务成本压力, 公司加大屠宰量、减少进口肉及冻肉使用量。在此背景下, 中外猪肉价差收窄, 公司成本优势减小, 屠宰业务利润空间受到挤压。(2) 肉制品业务方面, 1H21 肉制品业务实现营收 137 亿元, 同比-2.5%, 上半年包装肉制品销售量超过 77 万吨, 同比持平。虽然猪价下行有利于肉制品利润空间改善, 但 1H20 疫情期间公司侧重高档产品供应, 1H21 产品结构不如去年同期, 同时人工、包装物等成本上涨, 导致肉制品盈利能力有所下降。
- 未来展望: 下半年利润增长承压, 明年期待改善。(1) 我们判断下半年猪价依旧处于低位, 利好公司屠宰量持续提升, 但利润空间依旧受限; 肉制品在辣吗辣、火旋风等新品带动下持续改善。(2) 2022 年基数效应减弱, 屠宰量有望维持较快增速、肉制品稳健增长, 预计利润有望实现两位数增长。(3) 长期来看, 公司竞争优势仍在, 规模、渠道、中外协同等优势有助于平滑周期波动, 而品牌、创新能力等优势能够支撑公司在竞争中脱颖而出, 获得更大利润空间。

**估值**

- 根据半年报情况, 我们下调此前盈利预测, 预计 21-23 年 EPS 为 1.56、1.73、1.88 元, 同比-13.4%、+10.4%、+8.5%。公司作为肉制品行业龙头公司拥有多方面竞争优势, 我们看好公司长期稳健发展, 维持**增持**评级。

**评级面临的主要风险**

- 新品推广、市场开拓不及预期, 行业竞争加剧。

**投资摘要**

年结日: 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	60,348	73,935	66,699	70,142	73,211
变动(%)	23.3	22.5	(9.8)	5.2	4.4
净利润(人民币 百万)	5,438	6,256	5,420	5,986	6,497
全面摊薄每股收益(人民币)	1.57	1.806	1.564	1.728	1.875
变动(%)	10.6	15.0	(13.4)	10.4	8.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.95	2.141	2.33
调整幅度(%)			(19.8)	(19.3)	(19.5)
全面摊薄市盈率(倍)	17.4	15.1	17.4	15.8	14.5
价格/每股现金流量(倍)	21.3	10.7	8.8	44.0	7.6
每股现金流量(人民币)	1.28	2.55	3.08	0.62	3.58
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.8	10.1	11.1	10.4	9.8
每股股息(人民币)	1.00	1.68	1.44	1.60	1.73
股息率(%)	3.7	6.2	5.3	5.9	6.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 双汇发展 2021 年半年报数据

(人民币, 百万)	2Q20	2Q21	同比 (%)	1H20	1H21	同比 (%)
营业收入	18,766	16,558	(11.8)	36,348	34,842	(4.1)
营业成本	15,583	13,870	(11.0)	30,182	29,181	(3.3)
毛利率(%)	17.0	16.2	(0.7) pct	17.0	16.2	(0.7) pct
毛利	3,183	2,688	(15.6)	6,165	5,661	(8.2)
税金及附加	81	65	(20.4)	165	151	(8.8)
销售费用	657	722	9.9	1,253	1,407	12.3
管理费用	287	316	10.4	564	621	10.1
研发费用	19	22	18.6	37	47	25.5
财务费用	22	(4)	(118.8)	39	2	(94.3)
资产减值损失	(283)	(438)	54.6	(473)	(654)	38.2
公允价值变动收益	(21)	(13)	(38.9)	(9)	17	(285.5)
投资收益	96	67	(30.5)	124	106	(14.1)
营业利润	1,995	1,268	(36.4)	3,889	3,141	(19.2)
营业利润率(%)	10.6	7.7	(3.0) pct	10.7	9.0	(1.7) pct
营业外收入	8	4	(46.0)	22	13	(41.1)
营业外支出	9	7	(16.9)	29	11	(60.9)
利润总额	1,993	1,265	(36.5)	3,881	3,142	(19.0)
所得税	396	164	(58.5)	770	589	(23.5)
所得税率(%)	21	14	(7.2) pct	20	19	(1.0) pct
少数股东权益	22	5	(75.8)	70	16	(77.2)
归属于母公司净利润	1,576	1,096	(30.5)	3,041	2,537	(16.6)
净利率(%)	8.4	6.6	(1.8) pct	8.4	7.3	(1.1) pct
EPS(元/股)	0.45	0.32	(30.5)	0.88	0.73	(16.6)

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	60,348	73,935	66,699	70,142	73,211
销售成本	(48,977)	(61,114)	(53,905)	(56,835)	(59,387)
经营费用	(3,427)	(3,509)	(4,421)	(4,394)	(4,310)
息税折旧前利润	7,906	9,239	8,374	8,914	9,514
折旧及摊销	(972)	(980)	(994)	(1,016)	(1,040)
经营利润(息税前利润)	6,934	8,259	7,379	7,898	8,474
净利息收入/(费用)	(97)	(33)	(44)	(34)	(51)
其他收益/(损失)	3	(253)	(350)	(150)	(50)
税前利润	6,838	7,973	6,985	7,714	8,373
所得税	(1,173)	(1,603)	(1,397)	(1,543)	(1,675)
少数股东权益	(228)	(114)	(168)	(185)	(201)
净利润	5,438	6,256	5,420	5,986	6,497
核心净利润	5,170	5,775	4,545	5,086	8,247
每股收益(人民币)	1.57	1.81	1.56	1.73	1.88
核心每股收益(人民币)	1.49	1.67	1.31	1.47	2.38
每股股息(人民币)	1.00	1.68	1.44	1.60	1.73
收入增长(%)	23.7	22.5	(9.8)	5.2	4.4
息税前利润增长(%)	10.7	19.1	(10.7)	7.0	7.3
息税折旧前利润增长(%)	9.2	16.9	(9.4)	6.4	6.7
每股收益增长(%)	10.6	15.0	(13.4)	10.4	8.5
核心每股收益增长(%)	11.2	11.7	(21.3)	11.9	62.2

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3,455	8,486	12,953	9,660	16,092
应收帐款	213	281	153	300	179
库存	8,801	6,378	6,221	7,953	6,527
其他流动资产	3,834	6,930	6,686	6,764	6,762
流动资产总计	16,303	22,074	26,013	24,677	29,559
固定资产	10,877	10,960	11,195	11,466	11,772
无形资产	981	1,027	1,012	1,002	995
其他长期资产	473	643	708	779	856
长期资产总计	12,330	12,630	12,915	13,246	13,623
总资产	28,633	34,704	38,927	37,922	43,182
应付帐款	7,268	4,123	7,687	4,604	7,712
短期债务	3,277	2,383	2,621	2,883	3,171
其他流动负债	738	3,489	3,489	3,489	3,489
流动负债总计	11,284	9,995	13,797	10,976	14,372
长期借款	16	15	15	15	15
其他长期负债	218	561	589	619	650
股本	3,319	3,465	3,465	3,465	3,465
储备	13,168	20,298	20,524	22,125	23,757
股东权益	16,488	23,763	23,989	25,589	27,221
少数股东权益	628	370	538	723	924
总负债及权益	28,633	34,704	38,927	37,922	43,182
每股帐面价值(人民币)	4.76	6.86	6.92	7.39	7.86
每股有形资产(人民币)	6.66	7.40	8.87	8.37	9.78
每股净负债/(现金)(人民币)	2.33	0.60	0.42	0.56	(0.30)

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	6,838	7,973	6,985	7,714	8,373
折旧与摊销	972	980	994	1,016	1,040
净利息费用	122	99	0	0	0
运营资本变动	(2,534)	876	3,919	(5,062)	4,729
税金	(1,191)	(1,534)	(1,397)	(1,543)	(1,675)
其他经营现金流	215	428	173	22	(72)
经营活动产生的现金流	4,424	8,822	10,675	2,147	12,395
购买固定资产净值	(668)	(1,157)	(1,215)	(1,276)	(1,339)
投资减少/增加	5,338	11,286	0	0	0
其他投资现金流	(6,044)	(13,781)	(64)	(71)	(78)
投资活动产生的现金流	(1,375)	(3,652)	(1,279)	(1,346)	(1,417)
净增权益	0	6,966	587	625	667
净增债务	(15)	(720)	238	262	288
支付股息	(2,051)	(5,776)	(5,776)	(5,005)	(5,527)
其他融资现金流	(319)	(658)	23	24	26
融资活动产生的现金流	(2,385)	(188)	(4,928)	(4,093)	(4,546)
现金变动	664	4,982	4,467	(3,293)	6,432
期初现金	2,618	3,455	8,486	12,953	9,660
公司自由现金流	2,971	6,893	9,234	602	10,785
权益自由现金流	3,864	5,973	9,439	838	11,035

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	13.1	12.5	12.6	12.7	13.0
息税前利润率(%)	11.5	11.2	11.1	11.3	11.6
税前利润率(%)	11.3	10.8	10.5	11.0	11.4
净利率(%)	9.0	8.5	8.1	8.5	8.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	2.2	1.9	2.2	2.1
利息覆盖率(倍)	81.1	284.2	189.7	259.4	185.6
净权益负债率(%)	-	-	-	-	-
速动比率(倍)	0.6	1.5	1.4	1.4	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	17.4	15.1	17.4	15.8	14.5
核心业务市盈率(倍)	18.3	16.3	20.8	18.6	11.4
市净率(倍)	5.7	4.0	3.9	3.7	3.5
价格/现金流(倍)	21.3	10.7	8.8	44.0	7.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.8	10.1	11.1	10.4	9.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	47.9	44.7	42.1	44.9	43.9
应收帐款周转天数	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
应付帐款周转天数	18.4	14.1	16.8	16.4	15.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	37.7	92.3	92.3	92.3	92.3
净资产收益率(%)	36.9	31.1	22.7	24.1	24.6
资产收益率(%)	21.3	19.8	14.7	15.6	16.0
已运用资本收益率(%)	22.2	22.4	18.7	19.2	20.2

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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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。

本报告期内含保密信息，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，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