

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

双汇发展 (000895): 计提减值拖累利润, 后续业绩有望改善

2021年11月3日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格: 31.91 元

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

公司基本数据

总股本 (亿股): 34.65

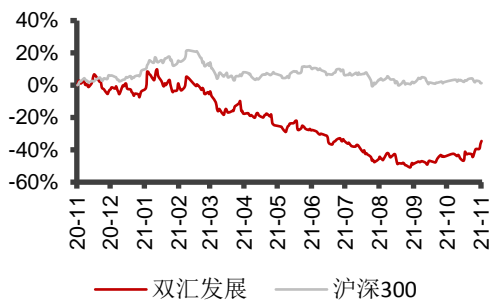
流通股本 (亿股): 14.89

流通 A 股市值 (亿元): 1106

每股净资产 (元): 6.18

资产负债率 (%): 38.44

双汇发展与沪深 300 涨跌幅走势图



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 1、茅关注高端、次高端白酒扩容, 把握啤酒龙头利润释放-食品饮料 2021 年中期策略
- 2、五粮液 (000858): 持续稳增长, 未来高质量发展可期 20210429
- 3、贵州茅台 (600519): 2020 年圆满完成目标, 稀缺性带动后续成长 20210402

内容提要:

公司发布2021年三季报, 2021年1-9月公司实现营业收入509.58亿元, 同比减少8.56%, 归母净利润34.53亿元, 同比下降30.08%; 净利润率6.78%, 同比下降2.08个百分点。其中, 2021年三季度, 公司实现营业总收入161.16亿, 同比下降16.84%, 实现归母净利润9.16亿, 同比下降51.73%, 业绩低于预期。

猪价大跌, 需求恢复, 公司积极去库存。2021年前三季度, 公司肉类产品总外销售收入510.45亿元, 同比下滑8.46%, 销量为244.4万吨, 同比增长5.8%, 吨价下滑13.50%。我们认为, 公司前三季度吨价下降、销售量增长主要是由于猪价逐季下降, 为降低库存、减少损失, 公司加大生鲜冻品的销量所致, 2021年三季度, 公司外销量创历史最大规模。截至2021年9月末, 公司冻品库存偏高, 但随着公司积极控制进口、加快销售, 预计春节前公司冻品库存可以达到正常或偏低水平。

屠宰业务出现亏损, 肉制品利润逐季提升。2021年三季度公司毛利率同比提升1.57个百分点, 主要由于随着猪价下降公司屠宰业务开工率明显提升, 且肉制品成本显著下降所致。利润方面, 2021年前三季度公司屠宰行业出现亏损, 主要由于国产冻品及进口冻品库存商品随着猪价快速下降, 销售出库产生亏损, 同时, 公司三季度按会计准则规定对期末库存商品计提了减值准备; 肉制品营业利润三季度增长3%, 主因成本下行释放利润。

投资建议: 公司市场龙头地位稳固, 产业链进一步完善, 改革持续推进。我们预计公司2021-23年EPS分别为1.38、1.57、1.74元, 对应PE为23、20、18倍, 给予“推荐”评级。

风险提示: 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 猪肉价格超预期波动; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利、公司治理结构出现较大变动等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。



事件：公司发布2021年三季报，2021年1-9月公司实现营业收入509.58亿元，同比减少8.56%，归母净利润34.53亿元，同比下降30.08%；净利润率6.78%，同比下降2.08个百分点。其中，2021年三季度，公司实现营业总收入161.16亿，同比下降16.84%，实现归母净利润9.16亿，同比下降51.73%，业绩低于预期。

猪价大跌，需求恢复，公司积极去库存。2021年前三季度，公司肉类产品总外销售收入510.45亿元，同比下滑8.46%，销量为244.4万吨，同比增长5.8%，吨价下滑13.50%；其中2021年三季度肉类产品总外销售收入为162.03亿元，同比下滑16.44%，销量为86.4万吨，同比增长6.2%，吨价下滑21.31%。我们认为，公司前三季度吨价下降、销售量增长主要是由于猪价逐季下降，为降低库存、减少损失，公司加大生鲜冻品的销量所致，2021年三季度，公司外销量创历史最大规模。进口原料端方面，前三季度公司从罗特克斯采购原料84.32亿元，同比下降17.39%，其中2021年三季度采购原料23.70亿元，同比下降8.21%，肉类进口量大幅缩减。截至2021年9月末，公司冻品库存偏高，但随着公司积极控制进口、加快销售，预计春节前公司冻品库存可以达到正常或偏低水平。

分业务看，2021年三季度，公司屠宰业务收入86.4亿，同比下降28.2%，其中，对外交易收入76亿，同比下降27.5%，主要由于猪价下降所致，但生鲜外销量同比增长21.8%，需求因猪价下降快速恢复。2021年三季度，公司肉制品收入72.7亿，同比下降5.9%，其中肉制品销量同比下降6%，主要由于去年同期高基数所致，吨价同比增长0.1%。

屠宰业务出现亏损，肉制品利润逐季提升。2021年前三季度公司销售毛利率为17.51%，同比小幅下降0.05个百分点，其中三季度毛利率为20.23%，同比提升1.57个百分点，主要由于随着猪价下降公司屠宰业务开工率明显提升，且肉制品成本显著下降所致。2021年三季度期间费用率同比提升，其中销售费用率为5.31%，同比增长1.57个百分点，估计主要由于公司加大市场费用投放；管理费用率为2.15%，同比增长0.03个百分点；研发费用率为0.38%，同比增长0.24个百分点；财务费用率为0.04%，同比增长0.14个百分点。

利润方面，2021年前三季度公司屠宰行业出现亏损3.37亿元，主要由于国产冻品及进口冻品库存商品随着猪价快速下降，销售出库产生亏损，同时，公司三季度按会计准则规定对期末库存商品计提了减值准备。



2021年前三季度公司肉制品业务实现营业利润42.96亿元，下降5.49%，其中三季度实现营业利润16.6亿元，同比增长3%，主要由于三季度肉制品成本下行释放利润。

新品表现亮眼，改革持续推进。目前，公司生鲜品的销量、平均利润均逐季提升，肉制品主导新产品也呈现较好的增长趋势，前期对产品及销售的改革策略逐渐展现效果。后续，公司将坚持深化改革，屠宰方面将加速库存去化，坚持扩鲜销、上规模的战略；肉制品方面，公司将通过一系列举措驱动销售量增长：一是将加强产品研发，坚持“精心设计、谨慎推出、聚焦主导、持续推广”的新产品研发及推广策略；二是继续坚持营销创新，通过明星营销、综艺营销、跨界营销、数字营销等，提升产品和品牌影响力；三是加强专业化推广，针对主导产品，设置专职推广总监，配备专业化业务人员，开发专业化客户；四是加快网点开发，拓展销售网络，提升网点运作质量；五是深化市场信息化建设，通过“双汇云商”提升市场管理标准化和管理效率。短期来看，随着高基数、高成本库存的逐步消化及成本下降红利的持续发酵，预计公司业绩将逐季改善；长期来看，公司改革不断推进，营销推广及新品研发实力正在提升，若公司治理结构稳定，有望重拾增长。

投资建议：公司市场龙头地位稳固，产业链进一步完善，改革持续推进。2020年9月以来，由于猪价下跌、高基数等原因，公司股价出现较大幅度调整，一度下跌逾60%，2021年11月3日，公司动态PE为21.15倍，略高于近5年18.24倍的平均水平，考虑到公司短期业绩有望改善，估值处于相对合理区间。我们预计公司2021-23年EPS分别为1.38、1.57、1.74元，对应PE为23、20、18倍，给予“推荐”评级。

表 1：重点指标预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	73935.19	68693.12	72856.51	79293.63
增长率	23%	-7%	6%	9%
归母净利（百万元）	6255.51	4774.50	5443.17	6034.34
增长率	15%	-24%	14%	11%
每股收益（元）	1.86	1.38	1.57	1.74
PE	25.18	22.51	19.74	17.81

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

注：收盘价格日期为2021年11月3日，2021-2023年业绩为作者预测值。



风险提示: 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 猪肉价格超预期波动; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利、公司治理结构出现较大变动等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。

表2: 盈利预测

报表预测单位: 百万元				
资产负债表				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	8486	10413	11573	16194
应收账款及票据	281	405	369	337
存货	6378	8559	9067	8959
其他流动资产	949	1550	1553	1559
流动资产合计	22074	25546	27198	31711
固定资产合计	10304	10601	10842	10993
递延所得税资产	187	187	187	187
其他非流动资产	850	2250	3150	2850
资产总计	34704	39903	42697	47060
应付票据及应付账款	1712	3159	3379	3673
应付职工薪酬	1114	1136	1203	1308
应交税费	412	412	437	476
负债合计	10571	12848	12430	13373
归属于母公司的所有者权益	23763	26538	29581	32815
少数股东权益	370	517	686	872
股东权益	24133	27055	30266	33687
负债及股东权益	34704	39903	42697	47060
现金流量表				
	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	8822	7162	6325	7652
投资活动现金流净额	-3652	-1749	-1734	-229
筹资活动现金流净额	-188	-3486	-3432	-2802
现金净流量	4984	1927	1159	4622

利润表单位: 百万元				
	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73935	68693	72857	79294
营业成本	61141	56800	60170	65400
毛利	12794	11893	12687	13894
税金及附加	341	330	364	389
税金及附加/营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	2661	3022	3497	3965
销售费用率	4%	4%	5%	5%
管理费用	1392	1236	1457	1586
管理费用率	2%	2%	2%	2%
研发费用	96	137	146	159
研发费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
财务费用	33	8	-81	-142
财务费用率	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%
营业利润	8004	6158	7110	7984
营业利润/营业收入	11%	9%	10%	10%
利润总额	7973	6153	7103	7976
利润总额/营业收入	11%	9%	10%	10%
所得税费用	1603	1231	1492	1755
净利润	6370	4922	5612	6221
归母净利润	6256	4774	5443	6034

基本指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	1.86	1.38	1.57	1.74
BVPS (元)	6.86	7.66	8.54	9.47
PE (倍)	25.18	22.51	19.74	17.81
PEG	1.67	—	1.41	1.64
PB (倍)	6.84	4.05	3.63	3.28
EV/EBITDA	18.10	16.30	13.94	11.91
ROE	26%	18%	18%	18%

数据来源: wind, 国开证券研究与发展部

注: 收盘价格日期为2021年11月3日, 2021-2023年业绩为作者预测值。



分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层