开源证券

双汇发展（000895.SZ）

2020 年 10 月 28 日

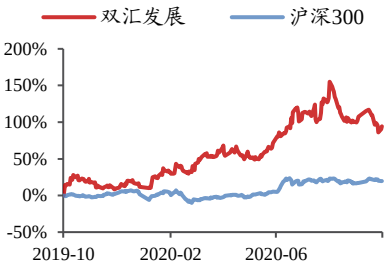
中外协同下屠宰稳步增长，肉制品业务释放弹性

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

日期	2020/10/27
当前股价(元)	49.65
一年最高最低(元)	65.65/25.42
总市值(亿元)	1,720.20
流通市值(亿元)	667.02
总股本(亿股)	34.65
流通股本(亿股)	13.43
近 3 个月换手率(%)	62.55

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-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

《公司信息更新报告-业绩略超预期，肉制品业务改善可期》-2020.3.25

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

叶松霖（联系人）
yesonglin@kysec.cn
证书编号：S0790120030038

● **业绩略超预期，维持“增持”评级**

双汇发展公布 2020 年三季报，2020Q1-Q3 实现营收 557.6 亿元，同比增 32.8%；净利 49.4 亿元，同比增 25.2%。由于公司业绩略超预期，我们略上调盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 66.5、77.5、83.0 亿元，EPS 分别 1.92（+0.01）、2.24、2.4 元，当前股价对应 PE 分别为 26、22、21 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。

● **公司发挥中外协同效应，低价进口肉推动屠宰收入、盈利增长**

2020Q3 生鲜肉销量同比下降约 6%，生鲜肉销量下滑主因 2019 年同期基数较高。公司加大冻品出库及进口低价肉，进口肉销量约翻倍增长，使得 2020Q3 吨价同比增 21.4%，使得屠宰部门收入同比增 14%，部门盈利增 3%。展望 2021 年，公司仍可大量进口低价肉以保证屠宰业务盈利的稳定性。往长期看，随着中小屠宰企业陆续退出，公司屠宰市占率可持续提升，屠宰业务可进一步改善。

● **提价红利释放叠加成本下行，肉制品利润弹性较大**

2020Q1-Q3 公司鲜冻猪肉、鸡肉及外包装肉制品总销量为 231 万吨，同比降 2.9%。其中，2020Q3 禽类产品销量同比增 17.3%，肉制品销量同比增 2.3%。销量增长主因：（1）核心产品表现较好，如王中王同比增 13.8%；（2）巩固老渠道，开拓新渠道，电商、餐饮、新型休闲专业客户等新渠道快速增长。肉制品 2020Q3 收入 77.3 亿元，增 13.4%，产品吨价提升 11%。肉制品营业利润约 16.1 亿元，增 10%，吨利增约 7.5%。部门盈利较好主因：（1）2019 年产品提价仍释放部分红利；（2）产品结构持续升级，如特优级产品占比同比增 3.5pct、新品销量占比逐季提升；（3）主要原材料成本猪肉价格走低。肉制品吨利环比略下滑主因：公司将部分利润用于改善产品质量及加大市场投入。展望 2021 年，预计原材料成本仍呈下降趋势，随着规模提升费用摊薄，预计肉制品吨利仍呈上行趋势，肉制品业务利润弹性仍较大。

● **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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	48,767	60,310	76,835	81,177	85,573
YOY(%)	-3.3	23.7	27.4	5.7	5.4
归母净利润(百万元)	4,915	5,438	6,651	7,748	8,298
YOY(%)	13.8	10.6	22.3	16.5	7.1
毛利率(%)	21.4	18.8	17.3	18.1	18.0
净利率(%)	10.1	9.0	8.7	9.5	9.7
ROE(%)	36.3	33.1	33.4	31.7	27.9
EPS(摊薄/元)	1.42	1.57	1.92	2.24	2.40
P/E(倍)	35.0	31.6	25.9	22.2	20.7
P/B(倍)	13.3	10.4	8.7	7.1	5.9

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)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9761	16303	19670	22495	28779
现金	2618	3455	7556	8811	15644
应收票据及应收账款	162	213	264	240	292
其他应收款	33	86	65	94	74
预付账款	64	212	140	232	160
存货	4228	8801	8109	9583	9074
其他流动资产	2657	3536	3536	3536	3536
非流动资产	12587	12330	15227	15093	14893
长期投资	178	178	193	208	223
固定资产	11165	10630	13531	13487	13372
无形资产	942	983	932	879	827
其他非流动资产	302	539	571	520	472
资产总计	22348	28633	34897	37588	43672
流动负债	8131	11284	13815	11790	12392
短期借款	2322	3277	5406	3277	3277
应付票据及应付账款	1928	3084	3421	3384	3792
其他流动负债	3880	4923	4988	5129	5322
非流动负债	218	234	233	229	225
长期借款	5	16	14	11	7
其他非流动负债	213	218	218	218	218
负债合计	8349	11518	14048	12019	12617
少数股东权益	1025	628	885	1191	1508
股本	3300	3319	3465	3465	3465
资本公积	1925	1250	1250	1250	1250
留存收益	7726	11854	14545	17683	21039
归属母公司股东权益	12974	16488	19964	24378	29547
负债和股东权益	22348	28633	34897	37588	43672

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5195	4424	8971	7577	10845
净利润	5076	5666	6908	8054	8615
折旧摊销	976	972	925	1091	1160
财务费用	55	97	93	85	85
投资损失	-48	-143	-96	-120	-107
营运资金变动	-1397	-2534	1201	-1467	1151
其他经营现金流	532	364	-60	-67	-58
投资活动现金流	-2251	-1375	-3666	-769	-795
资本支出	515	668	2882	-149	-215
长期投资	-1848	-859	-16	-15	-15
其他投资现金流	-3583	-1565	-800	-933	-1024
筹资活动现金流	-6357	-2385	-3333	-3424	-3217
短期借款	380	955	0	0	0
长期借款	-0	11	-2	-4	-4
普通股增加	0	20	145	0	0
资本公积增加	39	-674	0	0	0
其他筹资现金流	-6776	-2697	-3477	-3420	-3214
现金净增加额	-3412	665	1972	3384	6833

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	48767	60310	76835	81177	85573
营业成本	38324	48977	63563	66500	70129
营业税金及附加	343	297	379	400	422
营业费用	2632	2706	2728	2776	2875
管理费用	1129	1308	1614	1624	1626
研发费用	73	88	92	81	86
财务费用	55	97	93	85	85
资产减值损失	385	-335	235	243	180
其他收益	259	188	65	80	75
公允价值变动收益	30	28	29	28	29
投资净收益	48	143	96	120	107
资产处置收益	43	4	31	39	29
营业利润	6347	6852	8353	9735	10412
营业外收入	14	17	17	17	17
营业外支出	29	30	32	30	30
利润总额	6332	6838	8337	9721	10398
所得税	1255	1173	1429	1667	1783
净利润	5076	5666	6908	8054	8615
少数股东损益	162	228	257	306	317
归母净利润	4915	5438	6651	7748	8298
EBITDA	7370	7907	9361	10830	11390
EPS(元)	1.42	1.57	1.92	2.24	2.40

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-3.3	23.7	27.4	5.7	5.4
营业利润(%)	14.4	7.9	21.9	16.5	7.0
归属于母公司净利润(%)	13.8	10.6	22.3	16.5	7.1
获利能力					
毛利率(%)	21.4	18.8	17.3	18.1	18.0
净利率(%)	10.1	9.0	8.7	9.5	9.7
ROE(%)	36.3	33.1	33.4	31.7	27.9
ROIC(%)	33.2	28.8	27.6	29.2	25.9
偿债能力					
资产负债率(%)	37.4	40.2	40.3	32.0	28.9
净负债比率(%)	-1.1	-0.2	-10.0	-21.4	-39.8
流动比率	1.2	1.4	1.4	1.9	2.3
速动比率	0.6	0.6	0.8	1.0	1.5
营运能力					
总资产周转率	2.1	2.4	2.4	2.2	2.1
应收账款周转率	302.3	322.0	322.0	322.0	322.0
应付账款周转率	20.3	19.5	19.5	19.5	19.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.57	1.92	2.24	2.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.28	2.59	2.19	3.13
每股净资产(最新摊薄)	3.74	4.76	5.72	6.99	8.49
估值比率					
P/E	35.0	31.6	25.9	22.2	20.7
P/B	13.3	10.4	8.7	7.1	5.9
EV/EBITDA	23.2	21.4	17.9	15.2	13.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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

单击或点击此处输入文字。