中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告 · 食品加工

肉制品高盈利、上规模，下半年从容增长

双汇发展(000895)

事件

公司发布 2020 年中报。

公司上半年实现营业收入 363.7 亿元（+42.9%），归母净利润 30.4 亿元（+27.7%）；其中单 Q2 实现营业收入 187.8 亿元（+39.3%），归母净利润 15.8 亿元（+43.0%）略超预期。

半年度不派发现金红利。

简评

下游肉制品业务，吨利润创新高、未来 2~3 年内计划稳定高盈利并做大规模。

收入端 140.0 亿元（+17.6%），来自销量 121.1 万吨（-1.5%，降幅收窄）、吨价 1.8 万元/吨（+19.4%）。其中单 Q2 收入 73.6 亿元（+21.8%）来自销量 41.6 万吨（+4.3%略超预期）、吨价 1.8 万元/吨（+16.8%）。下半年随着提价长尾效应逐步结束，预计收入增幅逐步收窄。

提价带来的利润率提升持续兑现，上半年肉制品毛利率 30.2%同比提升 3.9pct；营业利润率 20.9%同比提升 4.6pct，由此推算费用率略收窄 0.8pct，可能与疫情期间部分渠道费用得到节约有关。吨营业利润连续 2 个季度维持在近 3800 元高位，预计下半年仍有小幅提升；未来 2 年内吨利润将维持较高水平（可能在一段时间内维持在 4000 左右）。

公司对肉制品业务最新经营思路是，稳定高盈利，做大规模。下半年预计成本压力将逐步减轻（猪价预计下行、鸡肉价格稳中有降），对应的收益将用于①改善肉制品质量提升消费体验、②加大市场投入、支持经销商做大市场。预计随着猪价下行，肉制品毛利率持续提升、费用率小幅上行，利润率水平将适度提升。

上游屠宰业务，继续发挥进口肉优势。

收入端 239.1 亿元（+59.0%），来自销量 72.3 万吨（+-2.9%）、吨价 3.3 万元/吨（+63.6%）。其中单 Q2 收入 122.6 亿元（+52.6%），来自销量+4.3%、吨价提升 44.7%。上半年公司屠宰生猪 327.4 万头（-61.8%），销量和屠宰量之间连续 3 个季度有较大差异，差异部分主要系①库存冻肉销售、②进口肉转内销。上半年公司从罗特克斯采购猪肉 76.3 亿元（Q1/2 分别采购 30/47 亿元），同比大幅增长 408%。我们粗略估算上半年进口量可能接近 100 万吨，远超去年同期约 20 万吨以内的水平（估算数）。

维持 买入

安雅泽
anyaze@csc.com.cn
18600232070
SAC 执证编号：S1440518060003
SFC 中央编号：BOT242
吕睿竞
lvruijing@csc.com.cn
-
SAC 执证编号：S1440519020001

发布日期： 2020 年 08 月 12 日

当前股价： 57.25 元
目标价格 6 个月： 66 元

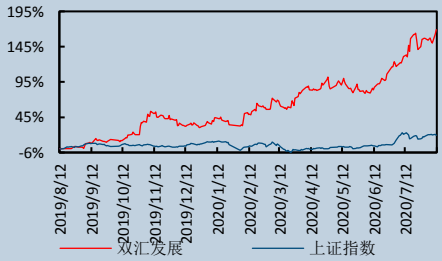
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
16.46/17.73	37.11/21.74	168.75/148.37

12 月最高/最低价（元）	58.37/21.42
总股本（万股）	331,928.22
流通 A 股（万股）	88,201.74
总市值（亿元）	1,900.29
流通市值（亿元）	504.95
近 3 月日均成交量（万）	1,442.65
主要股东	
罗特克斯有限公司	73.41%

股价表现



相关研究报告

20.03.26 【中信建投食品加工】双汇发展(000895):全年稳健增长，提价推高估值中枢

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供，由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请参阅最后一页的重要声明。

利润端受益于进口肉业务，营业利润率上半年 2.9%（同比-2.6pct），同比降幅略有收窄（Q1/2 分别下降 4.1pct、1.2pct），估计与开工率提高有关。
随着后续猪价逐步下行，公司及行业屠宰量有望恢复增长，在开工率、以及屠宰毛利的驱动下，屠宰业务盈利能力可能逐步小幅提升。

全年展望：成本压力逐步减轻，从容增长。
下半年生猪/猪肉价格逐步下行、鸡肉价格预计稳中有降，公司整体成本环境显著改善。公司在过去 1 年最艰难的外部环境下，凭借提价和全球协同实现业绩增长逐步加速非常不易，后续将迎来更为从容的增长阶段。一方面，肉制品的吨利润水平可能继续增长并维持在 4000 元左右超出我们此前预期；另一方面，期待屠宰业务利润水平逐步恢复、继续因猪瘟和 COVID 疫情而中断的屠宰上量战略。

盈利预测与投资建议
上调盈利预测，预计公司 2020~2022 年收入分别为 739、772、843 亿元，同比增长 22.5%、4.4%、9.3%，预计归母净利润分别为 64.8、74.5、86.3 亿元，同比增长 19.2%、14.9%、15.9%，对应 EPS 分别为 1.95、2.24、2.60 元（前值 1.83、1.99、2.17 元）。最新收盘价（8.11）57.25 元对应动态 P/E 为 29.3、25.5、22.0x。
提高目标价至 66.0 元，对应 2021 年 PE 为 29.3x。

风险提示：中美贸易关系使进口量有一定不确定性。

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	48,931.9	60,348.3	73,941.5	77,220.3	84,398.9
增长率(%)	-3.3%	23.3%	22.5%	4.4%	9.3%
净利润(百万元)	4,914.5	5,437.6	6,482.6	7,449.2	8,632.6
增长率(%)	13.8%	10.6%	19.2%	14.9%	15.9%
ROE(%)	37.9%	33.0%	34.1%	33.1%	33.1%
EPS(元/股，摊薄)	1.48	1.64	1.95	2.24	2.60
P/E(倍)	27.9	25.2	29.3	25.5	22.0
P/B(倍)	10.6	8.3	7.2	6.1	5.2

分析师介绍

安雅泽：英国莱斯特大学经济学硕士，从事食品饮料行业研究多年，2017 年新财富入围团队核心成员，2018 年 5 月加入中信建投证券研究发展部。擅长从产业角度深入研究行业，专家资源丰富，研究务实深入。

吕睿竞：北京大学经济学硕士，2018 年 9 月加入中信建投证券，曾就职于安信证券、埃森哲咨询，擅长啤酒研究，对产业理解深刻，拥有较多行业资源，对数据跟踪紧密。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李星星
邮箱：lixingxing@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话：（86755）8252-1369
联系人：陈培楷
邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk