

食品饮料/必需消费

双汇发展(000895)

## 业绩符合预期，利润率改善

## ——2020年中报点评

 瞿猛(分析师)  
 021-38676442  
 zimeng@gtjas.com  
 证书编号 S0880513120002

## 本报告导读:

公司二季度业绩符合预期，受益于前期提价、产品结构持续优化、猪价回落、中美猪肉价差等有利等因素，利润率未来仍有改善空间，维持增持评级。

## 投资要点:

**投资建议:** Q2 肉制品业务吨均利润显著提升，屠宰业务利润环比改善。未来3年，公司将坚持“保持较高利润，持续做大规模”的策略。同时，预计公司未来仍将利用中美猪肉价差保持进口以缓解屠宰业务压力。上调2020-2022年EPS至1.86(1.79)、2.08(1.98)、2.29(2.20)元，参考行业平均给予2021年32XPE，目标价上调50%至65.84元，维持增持。

**业绩符合预期，利润率有望持续改善。** 2020年H1公司实现营收363.73亿元，同比增长42.99%，归母净利润30.41亿元，同比增长26.7%。Q2单季度营收增速39.5%，净利润增速41.7%，符合预期。我们预计全年收入增速23%，净利润增速13%。

**肉制品业务毛利改善，吨均利润提升。** Q2肉制品业务收入增长21.8%，主系单价提升16.8%，销量增长4.3%。Q2营业利润增长62.6%，据测算，Q2吨均营业利润达到3830元左右，受益于前期提价及产品结构持续改善，我们预计下半年吨价提升15%以上，伴随着猪价下行，毛利率有望持续改善，吨均营业利润逐步提升至4000元左右。

**屠宰业务进口补量，长期屠宰量恢复。** Q2屠宰量下滑-58.2%，收入增长52.6%，据测算，生鲜(冻)品销量增长1%不到，单价提升超过50%。Q2营业利润增速环比显著改善至1.6%(1Q20-23.7%)，主系Q2猪肉进口量大增，缓解了国内屠宰业务压力。我们预计公司下半年仍将保持一定进口量以部分对冲屠宰量下滑。长期屠宰量将逐步恢复。

**风险提示:** 原材料价格波动，竞争环境恶化，进口量不及预期。

| 财务摘要(百万元)  | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 48,892 | 60,348 | 74,138 | 83,998 | 91,474 |
| (+/-)%     | -3%    | 23%    | 23%    | 13%    | 9%     |
| 经营利润(EBIT) | 6,451  | 6,972  | 7,773  | 8,607  | 9,475  |
| (+/-)%     | 11%    | 8%     | 11%    | 11%    | 10%    |
| 净利润(归母)    | 4,912  | 5,438  | 6,158  | 6,909  | 7,617  |
| (+/-)%     | 14%    | 11%    | 13%    | 12%    | 10%    |
| 每股净收益(元)   | 1.48   | 1.64   | 1.86   | 2.08   | 2.29   |
| 每股股利(元)    | 1.20   | 1.10   | 1.75   | 1.96   | 2.14   |

| 利润率和估值指标   | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率(%)   | 13.2% | 11.6% | 10.5% | 10.2% | 10.4% |
| 净资产收益率(%)  | 37.7% | 33.0% | 36.7% | 40.2% | 43.0% |
| 投入资本回报率(%) | 43.7% | 41.4% | 50.9% | 55.5% | 61.3% |
| EV/EBITDA  | 10.52 | 12.12 | 12.79 | 8.80  | 7.90  |
| 市盈率        | 35.19 | 31.79 | 28.07 | 25.02 | 22.70 |
| 股息率(%)     | 2.3%  | 2.1%  | 3.4%  | 3.8%  | 4.1%  |

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 65.84

上次预测: 43.87

当前价格: 52.08

2020.08.13

## 交易数据

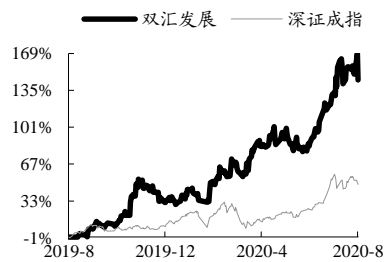
|               |             |
|---------------|-------------|
| 52周内股价区间(元)   | 21.87-57.25 |
| 总市值(百万元)      | 172,868     |
| 总股本/流通A股(百万股) | 3,319/882   |
| 流通B股/H股(百万)   | 0/0         |
| 流通股比例         | 27%         |
| 日均成交量(百万股)    | 14.76       |
| 日均成交值(百万元)    | 690.46      |

## 资产负债表摘要

|           |         |
|-----------|---------|
| 股东权益(百万元) | 15,799  |
| 每股净资产     | 4.76    |
| 市净率       | 10.9    |
| 净负债率      | -10.63% |

| EPS(元) | 2019A | 2020E |
|--------|-------|-------|
| Q1     | 0.39  | 0.44  |
| Q2     | 0.34  | 0.47  |
| Q3     | 0.47  | 0.48  |
| Q4     | 0.45  | 0.46  |
| 全年     | 1.64  | 1.86  |

## 52周内股价走势图



| 升幅(%) | 1M | 3M  | 12M  |
|-------|----|-----|------|
| 绝对升幅  | 6% | 26% | 144% |
| 相对指数  | 9% | 5%  | 96%  |

## 相关报告

成本具备优势，肉制品量价可期 2020.03.29  
 掌握成本优势，聚焦肉制品主业谋发展 2019.12.19  
 成本控制能力体现，进口肉优势凸显 2019.10.30  
 成本转嫁滞后，业绩低于预期 2019.08.14  
 业绩略超预期，多管齐下净利率有望相对稳定 2019.05.22

模型更新时间: 2020.08.13

**股票研究**

必需消费  
食品饮料

双汇发展(000895)

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **65.84**

上次预测: 43.87

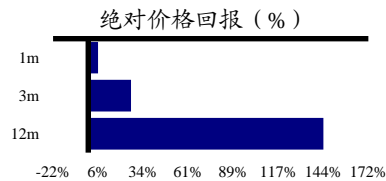
**当前价格:** 52.08

公司网址

www.shuanghui.net

**公司简介**

公司是国内最大的肉类加工企业,主要从事畜禽屠宰,加工销售肉类食品、肉类罐头、速冻肉制品、定型包装熟肉制品(含清真食品)、水产品(鱼糜制品)、蛋制品;销售方便食品(米乐高八宝肠);生产销售食品包装;生产加工肉制品及相关产品配套原辅料;技术咨询服务,化工产品销售(不含易燃易爆危险品),食品行业的投资,销售代理,物流及其相关经营业务的配套服务等。公司始终坚持围绕“农”字做文章,围绕肉类加工上项目,实施产业化经营。

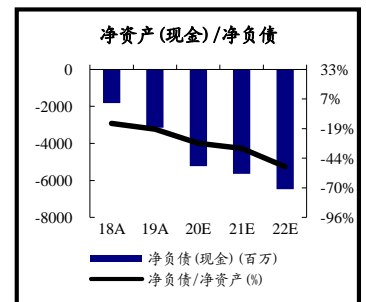
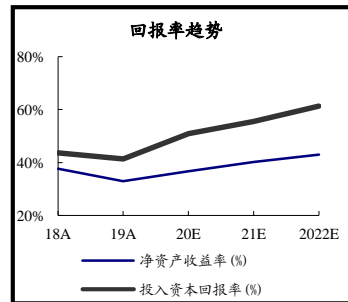
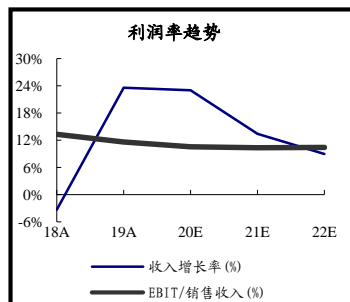
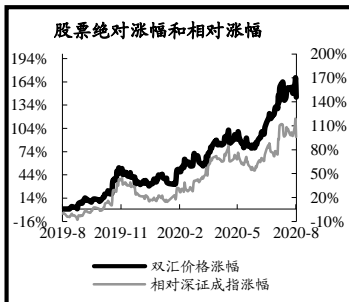


52周内价格范围 21.87-57.25

市值(百万) 172,868

**财务预测 (单位: 百万元)**

|                 | 2018A         | 2019A         | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>损益表</b>      |               |               |               |               |               |
| 营业总收入           | 48,892        | 60,348        | 74,138        | 83,998        | 91,474        |
| 营业成本            | 38,227        | 48,977        | 61,164        | 68,711        | 74,551        |
| 税金及附加           | 348           | 297           | 419           | 455           | 503           |
| 销售费用            | 2,644         | 2,706         | 3,114         | 4,284         | 4,848         |
| 管理费用            | 1,146         | 1,308         | 1,557         | 1,817         | 1,960         |
| <b>EBIT</b>     | <b>6,451</b>  | <b>6,972</b>  | <b>7,773</b>  | <b>8,607</b>  | <b>9,475</b>  |
| 公允价值变动收益        | 30            | 28            | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益            | 60            | 143           | 143           | 143           | 143           |
| 财务费用            | 163           | 97            | 236           | 164           | 150           |
| <b>营业利润</b>     | <b>6,296</b>  | <b>6,852</b>  | <b>7,872</b>  | <b>8,778</b>  | <b>9,661</b>  |
| 所得税             | 1,245         | 1,173         | 1,477         | 1,619         | 1,774         |
| 少数股东损益          | 123           | 228           | 223           | 265           | 286           |
| <b>净利润</b>      | <b>4,912</b>  | <b>5,438</b>  | <b>6,158</b>  | <b>6,909</b>  | <b>7,617</b>  |
| <b>资产负债表</b>    |               |               |               |               |               |
| 货币资金、交易性金融资产    | 4,971         | 6,508         | 7,053         | 7,553         | 8,053         |
| 其他流动资产          | 5,295         | 9,795         | 8,333         | 9,628         | 10,290        |
| 长期投资            | 178           | 178           | 178           | 178           | 178           |
| 固定资产合计          | 11,159        | 10,575        | 10,575        | 10,575        | 10,575        |
| 无形及其他资产         | 1,262         | 1,577         | 1,307         | 1,407         | 1,457         |
| <b>资产合计</b>     | <b>22,865</b> | <b>28,633</b> | <b>27,445</b> | <b>29,341</b> | <b>30,552</b> |
| 流动负债            | 8,929         | 11,284        | 9,796         | 11,018        | 11,426        |
| 非流动负债           | 230           | 234           | 16            | 16            | 16            |
| 股东权益            | 13,705        | 17,115        | 17,633        | 18,307        | 19,110        |
| <b>投入资本(IC)</b> | <b>11,836</b> | <b>13,969</b> | <b>12,401</b> | <b>12,661</b> | <b>12,631</b> |
| <b>现金流量表</b>    |               |               |               |               |               |
| NOPLAT          | 5172          | 5777          | 6312          | 7022          | 7739          |
| 折旧与摊销           | 978           | 972           | 0             | 0             | 0             |
| 流动资金增量          | 768           | 2,239         | -2,185        | 160           | -81           |
| 资本支出            | -418          | -659          | -103          | -81           | -30           |
| <b>自由现金流</b>    | <b>6,501</b>  | <b>8,329</b>  | <b>4,023</b>  | <b>7,101</b>  | <b>7,628</b>  |
| 经营现金流           | 4,876         | 4,424         | 8,072         | 7,038         | 7,995         |
| 投资现金流           | -2,210        | -1,375        | 199           | 62            | 112           |
| 融资现金流           | -5,935        | -2,385        | -7,726        | -6,600        | -7,607        |
| <b>现金流净增加额</b>  | <b>-3,269</b> | <b>664</b>    | <b>545</b>    | <b>500</b>    | <b>500</b>    |
| <b>财务指标</b>     |               |               |               |               |               |
| <b>成长性</b>      |               |               |               |               |               |
| 收入增长率           | -3.3%         | 23.4%         | 22.8%         | 13.3%         | 8.9%          |
| EBIT 增长率        | 11.4%         | 8.1%          | 11.5%         | 10.7%         | 10.1%         |
| 净利润增长率          | 13.7%         | 10.7%         | 13.3%         | 12.2%         | 10.2%         |
| 利润率             |               |               |               |               |               |
| 毛利率             | 21.8%         | 18.8%         | 17.5%         | 18.2%         | 18.5%         |
| EBIT 率          | 13.2%         | 11.6%         | 10.5%         | 10.2%         | 10.4%         |
| 净利润率            | 10.0%         | 9.0%          | 8.3%          | 8.2%          | 8.3%          |
| <b>收益率</b>      |               |               |               |               |               |
| 净资产收益率(ROE)     | 37.7%         | 33.0%         | 36.7%         | 40.2%         | 43.0%         |
| 总资产收益率(ROA)     | 21.5%         | 19.0%         | 22.4%         | 23.5%         | 24.9%         |
| 投入资本回报率(ROIC)   | 43.7%         | 41.4%         | 50.9%         | 55.5%         | 61.3%         |
| <b>运营能力</b>     |               |               |               |               |               |
| 存货周转天数          | 34            | 49            | 44            | 45            | 45            |
| 应收账款周转天数        | 1             | 1             | 1             | 1             | 1             |
| 总资产周转天数         | 172           | 156           | 138           | 123           | 119           |
| 净利润现金含量         | 99.3%         | 81.4%         | 131.1%        | 101.9%        | 105.0%        |
| 资本支出/收入         | 0.9%          | 1.1%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.0%          |
| <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |               |
| 资产负债率           | 40.1%         | 40.2%         | 35.8%         | 37.6%         | 37.5%         |
| 净负债率            | -14.0%        | -19.1%        | -31.2%        | -32.8%        | -36.6%        |
| <b>估值比率</b>     |               |               |               |               |               |
| PE              | 35.19         | 31.79         | 28.07         | 25.02         | 22.70         |
| PB              | 6.00          | 5.84          | 10.30         | 4.55          | 4.42          |
| EV/EBITDA       | 10.52         | 12.12         | 12.79         | 8.80          | 7.90          |
| P/S             | 3.51          | 2.86          | 2.33          | 2.06          | 1.89          |
| 股息率             | 2.3%          | 2.1%          | 3.4%          | 3.8%          | 4.1%          |



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究所

|         | 上海                       | 深圳                           | 北京                           |
|---------|--------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 地址      | 上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层 |
| 邮编      | 200041                   | 518026                       | 100032                       |
| 电话      | (021) 38676666           | (0755) 23976888              | (010) 83939888               |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com   |                              |                              |