

分析师： 刘晓峰 赵大晖  
执业证书编号： S0050511040004  
Tel: 010-59355921;13501223241  
Email: yfliuxf@chinans.com.cn  
地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

### 食品饮料

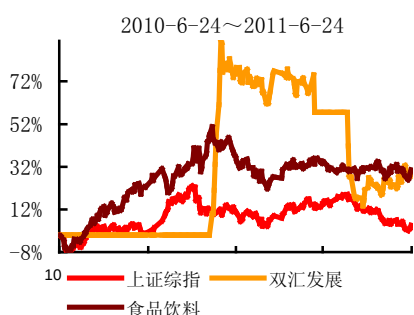
### 投资评级

|       |    |
|-------|----|
| 本次评级： | 增持 |
| 跟踪评级： | 调低 |
| 目标价格： | 80 |

### 市场数据

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 市价(元)         | 64.00            |
| 上市的流通 A 股(亿股) | 6.06             |
| 总股本(亿股)       | 6.06             |
| 52 周股价最高最低(元) | 49.48-96.44      |
| 上□指数/深证成指     | 2688.25/11775.32 |
| 2010 年股息率     | 1.38%            |

### 52 周相对市场表现



### 相关研究

## 双汇发展(000895. SZ)

市场恢复快 期待“浴火重生”

### 投资要点

- **市场恢复速度高于我们的预期。**目前公司肉制品发货量为去年同期的 94.8%，其中高位肉制品达到 87%，低温肉制品为 96%；屠宰量恢复到去年的 70%，生猪价格屡创新高是屠宰量恢复较慢的主要原因。
- **部分区域、二三四线城市恢复很快，一线城市还需努力。**加快新品推出速度、增加促销人员数量、出台促销政策，推动了销售的持续恢复；东北市场已经超过去年同期和 315 之前的水平，部分一线城市恢复不够理想。
- **食品安全检验检测系统更加完善。**头头检验、引入第三方检测机构，提高了市场（尤其是经销商，部分大型连锁超市主动与公司商谈供货事宜）对公司食品安全保障系统的信任度，大型连锁超市有望助力公司在一线城市的市场恢复进度。
- **公司表态要继续坚持发展生猪养殖业，且未来还将介入其他环节，增强公司的食品安全保障能力。**
- **十二五规划目标为 1000 亿元的销售规模，**公司认为未来十年是消费品发展的机遇期，包括肉制品。
- **资产重组事宜正在推进中，我们估计今年年底、明年年初可能最终完成。**
- **按注入资产折价 10% 计算，**预计 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 0.99 元、3.23 元和 4.06 元，估值基本合理，给予“增持”评级。

### 公司财务数据及预测

| 项目                 | 2010A    | 2011E  | 2012E  | 2013E |
|--------------------|----------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元)          | 36749.34 | 31237  | 37484  | 44981 |
| 增长率(%)             | 29.62    | -15.00 | 20.00  | 20.00 |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 1089.28  | 599    | 3700   | 4655  |
| 增长率(%)             | 19.61    | -52.97 | 459.54 | 25.87 |
| 毛利率(%)             | 8.89     | 6.88   | 16.94  | 17.44 |
| 净资产收益率(%)          | 31.83    | 12.94  | 44.43  | 35.86 |
| EPS(元)             | 1.80     | 0.99   | 3.23   | 4.06  |
| P/E(倍)             | 35.60    | 64.80  | 19.82  | 15.76 |
| P/B(倍)             | 11.33    | 10.09  | 9.72   | 6.01  |

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元    | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产      | 4035 | 3908  | 5264  | 10387 |
| 现金        | 2371 | 2296  | 3615  | 8344  |
| 应收账款      | 187  | 159   | 190   | 228   |
| 其它应收款     | 79   | 32    | 48    | 67    |
| 预付账款      | 50   | 43    | 46    | 55    |
| 存货        | 1349 | 1378  | 1364  | 1693  |
| 其他        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非流动资产     | 2674 | 2684  | 5359  | 5419  |
| 长期投资      | 430  | 430   | 430   | 430   |
| 固定及无形资产   | 2186 | 2222  | 4887  | 4933  |
| 其他        | 58   | 32    | 42    | 56    |
| 资产总计      | 6709 | 6591  | 10623 | 15806 |
| 流动负债      | 2252 | 1838  | 2073  | 2479  |
| 短期借款      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款      | 680  | 591   | 632   | 754   |
| 其他应付款     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他        | 1571 | 1248  | 1441  | 1724  |
| 非流动负债     | 23   | 7     | 10    | 12    |
| 长期借款      | 11   | 0     | 0     | 0     |
| 其他        | 12   | 7     | 10    | 12    |
| 负债合计      | 2274 | 1846  | 2083  | 2491  |
| 少数股东权益    | 886  | 901   | 996   | 1116  |
| 归属母公司股东权益 | 3549 | 3844  | 7544  | 12199 |
| 负债和股东权益   | 6709 | 6591  | 10623 | 15806 |

现金流量表

| 单位：百万元  | 2010  | 2011E | 2012E  | 2013E |
|---------|-------|-------|--------|-------|
| 经营活动现金流 | 1458  | 307   | 4038   | 4862  |
| 净利润     | 1327  | 614   | 3795   | 4775  |
| 折旧摊销    | 205   | 178   | 190    | 227   |
| 财务费用    | (38)  | (20)  | (27)   | (35)  |
| 投资损失    | (121) | (107) | (114)  | (110) |
| 营运资金变动  | 86    | (363) | 195    | 8     |
| 其它      | (1)   | 5     | (0)    | (1)   |
| 投资活动现金流 | (432) | (83)  | (2748) | (171) |
| 资本支出    | (503) | (190) | (2862) | (281) |
| 其他      | 71    | 107   | 114    | 110   |
| 筹资活动现金流 | (567) | (298) | 29     | 37    |
| 借款      | 5     | (15)  | 2      | 2     |
| 普通股增加   | 124   | 0     | 0      | 0     |
| 其他      | (697) | (283) | 27     | 35    |
| 现金净增加额  | 458   | (75)  | 1319   | 4728  |

利润表

| 单位：百万元  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 36749 | 31237 | 37484 | 44981 |
| 营业成本    | 33482 | 29088 | 31134 | 37135 |
| 营业税金及附  | 1219  | 989   | 1107  | 1190  |
| 营业费用    | 482   | 301   | 230   | 118   |
| 管理费用    | 3     | 2     | 3     | 3     |
| 财务费用    | -38   | -20   | -27   | -35   |
| 资产减值损失  | 3     | 2     | 3     | 3     |
| 公允价值变动  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益   | 121   | 107   | 114   | 110   |
| 营业利润    | 2938  | 1971  | 6256  | 7867  |
| 营业外收支   | -9    | -7    | -9    | -11   |
| 利润总额    | 2930  | 1963  | 6247  | 7856  |
| 所得税     | 315   | 146   | 900   | 1133  |
| 净利润     | 1327  | 614   | 3795  | 4775  |
| 少数股东损益  | 238   | 15    | 95    | 119   |
| 归属母公司净  | 1089  | 599   | 3700  | 4655  |
| EBITDA  | 1697  | 818   | 4753  | 6000  |
| EPS (元) | 1.80  | 0.99  | 3.23  | 4.06  |

主要财务比率

|           | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力      |        |        |        |        |
| 营业收入      | 29.62  | -15.00 | 20.00  | 20.00  |
| 营业利润      | 34.13  | -52.97 | 459.54 | 25.87  |
| 归属母公司净利润  | 19.61  | -45.06 | 518.18 | 25.82  |
| 获利能力      |        |        |        |        |
| 毛利率       | 8.89   | 6.88   | 16.94  | 17.44  |
| 净利率       | 3.61   | 1.97   | 10.12  | 10.61  |
| ROE       | 29.93  | 12.94  | 44.43  | 35.86  |
| ROIC      | 27.21  | 10.93  | 43.26  | 35.09  |
| 偿债能力      |        |        |        |        |
| 资产负债率     | 33.90  | 28.00  | 19.61  | 15.76  |
| 净负债比率     | 51.28  | 38.89  | 24.39  | 18.71  |
| 流动比率      | 1.79   | 2.13   | 2.54   | 4.19   |
| 速动比率      | 1.19   | 1.38   | 1.88   | 3.51   |
| 营运能力      |        |        |        |        |
| 总资产周转率    | 5.48   | 4.74   | 3.53   | 2.85   |
| 应收账款周转率   | 197.02 | 197.02 | 197.02 | 197.02 |
| 应付账款周转率   | 41.70  | 42.62  | 38.01  | 37.78  |
| 每股指标(元)   |        |        |        |        |
| 每股收益      | 1.80   | 0.99   | 3.23   | 4.06   |
| 每股经营现金    | 2.41   | 0.51   | 6.66   | 4.24   |
| 每股净资产     | 5.86   | 6.34   | 6.58   | 10.64  |
| 估值比率      |        |        |        |        |
| P/E       | 35.60  | 64.80  | 19.82  | 15.76  |
| P/B       | 10.93  | 10.09  | 9.72   | 6.01   |
| EV/EBITDA |        |        |        |        |

资料来源：公司报表、民族证券

## 分析师简介

1994 年毕业于山东大学生物化学专业，获理学学士学位；之后进入中国农业大学食品学院农产品加工与工业专业，1997 年获得工学硕士学位。2008 年毕业于中国农业大学经管学院管理科学与工程专业，获得管理学博士学位。曾经在北京市食品工业办公室工作，作为主要参加人开展过多项涉农产业链发展战略研究工作，对食品饮料行业有着较为深刻的理解。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

| 类 别    | 级 别  | 定 义                             |
|--------|------|---------------------------------|
| 行业投资评级 | 推 荐  | 未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上         |
|        | 中 性  | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动     |
|        | 回 避  | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上         |
| 股票投资评级 | 推 荐  | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上       |
|        | 谨慎推荐 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间 |
|        | 中 性  | 未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间   |
|        | 回 避  | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上        |

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

| 姓 名 | 电 话          | 手 机         | 邮 箱                      |
|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 袁 泉 | 010—59355995 | 13671072405 | yuanquan@chinans.com.cn  |
| 赵 玲 | 010—59355762 | 13426225346 | zhaoling@chinans.com.cn  |
| 曾 荣 | 010—59355412 | 15801398822 | zengr@chinans.com.cn     |
| 赵玉洁 | 010—59355897 | 13701002591 | zhaoyujie@chinans.com.cn |
| 姚 丽 | 010—59355950 | 13911571192 | yaol@chinans.com.cn      |