

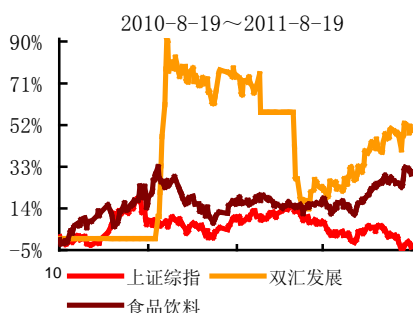
分析师： 刘晓峰 赵大晖
执业证书编号： S0050511040004
Tel: 010-59355921;13501223241
Email: yfliuxf@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

食品饮料**投资评级**

本次评级：	买入
跟踪评级：	调高
目标价格：	90

市场数据

市价(元)	73.22
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
上证指□/深证成指	2559.47/11414.16
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)****产能扩张有望化解成本、费用双重压力****投资要点**

报告期内，公司生产高低温肉制品 33.15 万吨，比去年同期下降 28.44%；屠宰生猪 114.54 万头，比去年同期下降 37.93%；销售高低温肉制品 62.97 万吨，比去年同期下降 21.27%；销售鲜冻品 32.08 万吨，比去年同期下降 33.30%，实现营业收入 15.26 亿元，比去年同期下降 6.65%；实现营业利润 5,800 万元，比去年同期下降 92.49%；实现归属于母公司股东的净利润 7,598 万元，比去年同期下降 84.85%。

●持续上升的成本压低了产品毛利率。上半年高温肉制品、低温肉制品和生鲜冻肉毛利率分别下降了 1.93 个、3.8 个和 1.81 个百分点。

●315 事件的影响正在逐步被“消化”。上半年在收入大减的情况下，销售费用和管理费用均呈上升态势，费用率因此大幅提升。

●公司下半年的工作重点将从上半年的恢复市场向恢复盈利水平转移，通过“扩产量、保供应、降成本”达到“增盈利”的目标。

●公司预计，2011 年 1-9 月份归属于母公司股东的净利润与上年同期相比下降 63%-69%。

●按增发股份减少 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，动态市盈率分别为 74.14 倍、22.68 倍和 18.03 倍，调高评级至“买入”。

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)	40.73	74.14	22.68	18.03
P/B(倍)	12.50	11.54	11.12	6.88

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
营业税金及附加	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

	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
应收帐款周转率	197.02	197.02	197.02	197.02
应付帐款周转率	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	40.73	74.14	22.68	18.03
P/B	12.50	11.54	11.12	6.88
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	看 好	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
	看 淡	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	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	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
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深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