

强烈推荐-A (维持)**双汇发展 000895.SZ**

目标估值: 100 元

当前股价: 49.48 元

2010 年 11 月 29 日

资产注入方案出炉, 目标100元**基础数据**

上证综指	2872
总股本 (万股)	60599
已上市流通股 (万股)	60586
总市值 (亿元)	300
流通市值 (亿元)	300
每股净资产 (MRQ)	5.1
ROE (TTM)	33.6
资产负债率	36.2%
主要股东	河南省漯河双汇集团
主要股东持股比例	30.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现			4
相对表现	8	-14	12

**相关报告**

- 1、《双汇发展 (000895) - 资产注入, 更待何时》2009/11/10
- 2、《双汇发展 (000895) - MBO 现形, 资产注入可期》2009/12/31
- 3、《双汇发展 (000895) - 议案被否, 公司宜给予合理对价》2010/3/8

朱卫华

0755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn
 S1090203100034

董广阳

0755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn
 S1090210080002

黄珺

0755-82943241
 huangj@cmschina.com.cn
 S1090208040189

事件: 公司公告拟向双汇集团和罗特克斯通过定向增发、换股吸收合并方式注入集团及罗特克斯旗下主业及紧密相关的产业, 公司同时公告了管理层及员工持股的公司成为双汇发展实际控制人。

评论:

□ **双汇发展走向世界肉类龙头的时刻将加快来临。**我们正好一年前发出推荐双汇资产注入逻辑的标志性报告《双汇发展 (000895) - 资产注入, 更待何时》, 其后更以系列报告推荐双汇, 在当时不少人以为其将赴港上市而可以无视 A 股的氛围中, 我们坚定认为公司不做完 A 股的资产注入不可能被允许到香港上市。公司自 3 月起停牌 8 个月终于复牌, 重组后将实现管理层与流通股股东利益共赢, 不但实现一次性大幅外延收益, 还将扫除障碍, 全力实现跨越式发展。投资者见证双汇发展走向世界肉类龙头的时刻指日可待。

□ **目标价看到 100 元, 重申“强烈推荐”投资评级。**此次拟注入资产 10 年盈利有望达到 18.8 亿元, 合并备考利润将达到 28.95 亿元, 加上回购 9 家罗特克斯持股的子公司后备考合并利润高达 31 亿元。发行价格 50.94 元, 资产交易价格 339.4 亿元, 发行对价对应 10 年 18XPE, 高于安琪酵母 09 年的 9 倍、新希望 09 年的 12 倍的资产注入对价。重组完成后公司 2011 年的盈利有望冲击 40 亿元, 以目前食品饮料行业龙头企业的估值水平, 双汇将成为大众化食品中首家市值千亿的企业。此次重组拟发行股份 6.32 亿股, 发行后总股本 12.38 亿股, 10 年备考 EPS2.51 元, 11 年则有望达到 3.23 元, 我们给予 1 年目标价 100 元, 相当于目前股价翻番。

□ **重组将大幅减少关联交易, 产业链脉络更清晰。**重组前双汇发展对集团 2009 年关联采购额约为 166.81 亿元, 占上市公司总收入的 67%, 关联销售约为 25.82 亿元, 按重组后合并计算, 备考 2009 年关联采购将降低为 26.61 亿元, 关联销售为 13.03 亿元, 不及当年上市公司销售额的 10%。公司肉类产业链均置入上市公司, 包括饲料、养殖、屠宰、肉制品、辅料、动力、包装印刷、商业连锁、技术中心; 集团则经营物流、蛋白、生化、软件等能够独立于主业、面向外部市场的其他产业, 做到主辅清晰, 分工明确。公司此次将双汇物流置出上市公司, 应是有意将其打造成食品物流的重要平台。

□ **管理层控制却非绝对控股。**Shine B 原股东按照在双汇国际的实际权益转而在双汇国际直接持股, 而在双汇国际股东会表决普通决议时, 管理层及员工持股的雄域公司和新设立的运昌公司应就其所持每股股份投 2 票, 其他股东就其所持每股股份投 1 票, 据此管理层及员工拥有双汇国际股东会的表决权比例达 53.19%, 实现经营控制。不过从股权比例看, 公司核心管理层费尽周折 MBO, 却没有实现绝对控股, 而鼎辉系持股比例依然高达 33.7%, 且分成四个持股机构, Profit summit 又是谁, 公司又还没有公告清楚。

资产注入是个双赢格局。考虑到这只是个预案，我们想讨论三个问题：

- 1、资产交易价格 339.4 亿元能否再降低了？因为对价水平相比于安琪酵母、新希望的定增还高出很多。
- 2、双汇物流可否不剥离？双汇的物流车队很庞大，据说还为三全食品等公司提供服务。
- 3、双汇蛋白等辅料公司能否一并注入？这是非常不错的公司，不注入的话将还会形成很多关联交易。

表 1：双汇集团及罗特克斯直接持股下属子公司

资产类别	公司名称	双汇集团(%)	罗特克斯(%)	是否列入重组范围
拟重组置入和换股 吸收合并的资产	双汇发展	30.267	21.187	/
	德州双汇	100	-	是
	绵阳双汇	100	-	是
	武汉双汇	100	-	是
	淮安双汇	100	-	是
	唐山双汇	100	-	是
	济源双汇	100	-	是
	阜新双汇	80	-	是
	广东双汇	70.1456	29.8544	是
	内蒙古双汇	52.02	-	是
	阜新汇福	80	-	是
	望奎双汇	75	-	是
	哈尔滨双汇	75	-	是
	宝泉岭双汇	75	-	是
	上海双汇	-	13.96216	是
	双汇肉业	100	-	是
	禽业加工	90	-	是
	禽业发展	90	-	是
	双汇牧业	25	-	是
	卓智新型	100	-	是
	双汇彩印	83	-	是
	天润彩印	100	-	是
	保鲜包装	-	30	是
	华丰投资	75	-	是
	连邦化学	100	-	是
	双汇新材料	-	25	是
	弘毅新材料	100	-	是
	双汇进出口	75	-	是
	天瑞生化	75	-	是
少数股东股权转让，公司年初放弃优先认购权，现重新以现金收购少数股权	华懋双汇实业(集团)有限公司*	-	48.5	否
	漯河汇特食品有限公司*	-	50	否
	漯河华意食品有限公司*	-	75	否
	浙江金华双汇食品有限公司*	-	25	否
	漯河华懋双汇包装制业有限公司*	-	74.99	否
	漯河华懋双汇胶印有限公司*	-	74.99	否

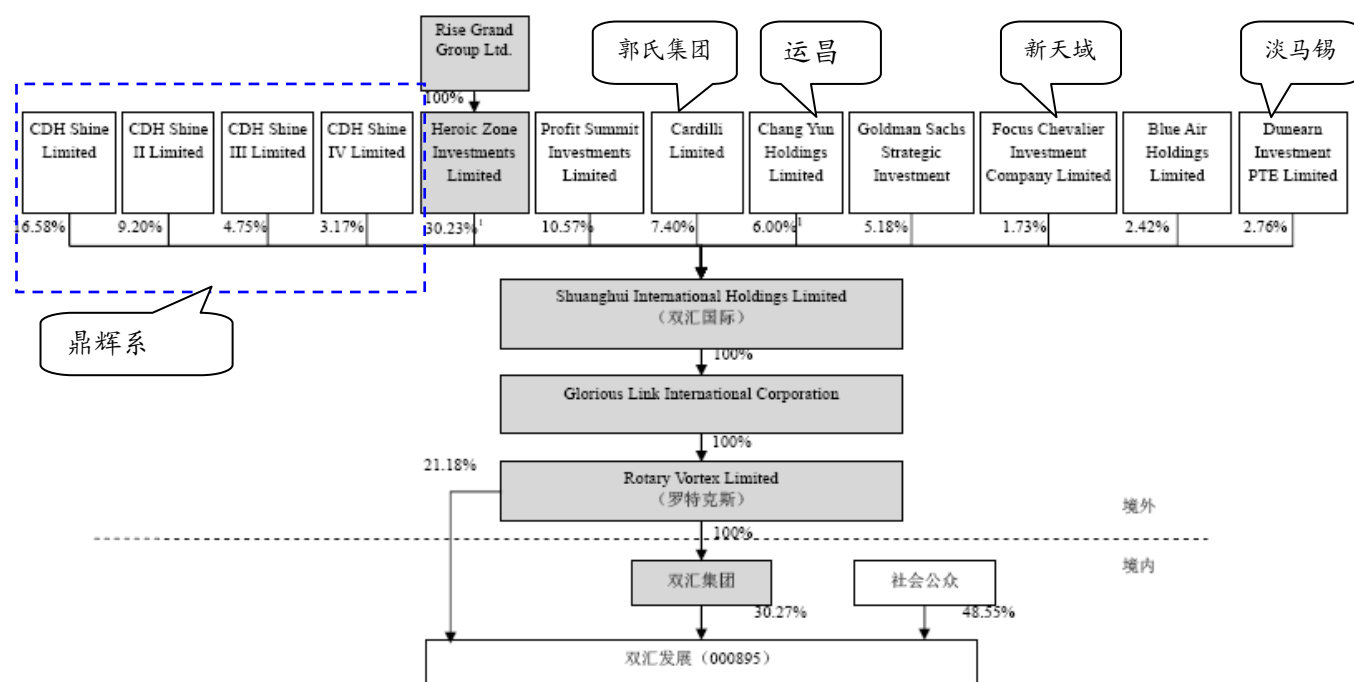
				27.15% 纳入本次重组范围, 另 9.5% 采取现金购买方式
	漯河华懋双汇化工包装有限公司*	-	36.65	
	漯河华懋双汇塑料工程有限公司*	-	60.99	否
	漯河华懋双汇动力有限公司*	-	50	否
	漯河双汇泰威逊食品有限公司	48.57	3.68	否
	漯河双汇海樱调味料有限公司	20	40	否
	漯河万源食品有限公司	20	-	否
双汇集团旗下其他 不上市资产	杜邦双汇漯河蛋白有限公司	20	20	否
	杜邦双汇漯河食品有限公司	24	24	否
	漯河双汇计算机软件有限责任公司	51	-	否
	双汇物流	-	-	置出资产
	漯河双汇意科生物环保有限公司	51	-	否

资料来源: 公司公告

表 2: 双汇发展实际合并报表与备考合并盈利预测

单位: 万元	2009 年 (实际)	2009 年 (备考)	2010 年度预测 (实际)	2010 年度预测 (备考)	重组后(含 9 家)
营业收入	2,835,134.71	2,825,209.76	3,488,698.20	3,521,231.00	
营业利润	133,531.77	278,203.57	169,308.70	383,108.10	
归属母公司所有者 净利润	91,065.71	207,853.36	108,848.30	289,456.10	310,751.79
每股收益 (元/股)	1.5	1.68	1.8	2.34	2.51

资料来源: 公司公告 注: 含 9 家是只收购 9 家子公司的少数股权后

图 1: 调整后的股权结构


资料来源: 公司公告

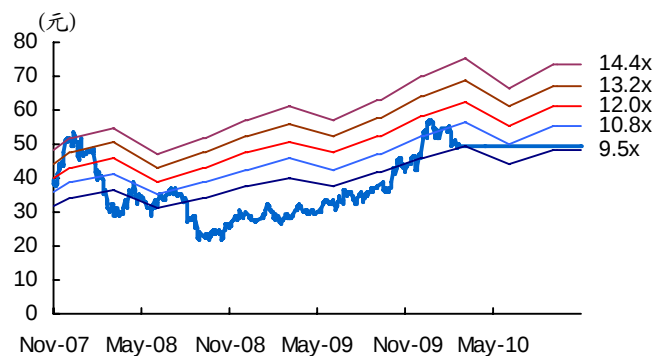
表 3: 伊利股份单季度及半年度利润表

单位: 百万元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	09Q1-3	10Q1-3
一、营业总收入	6157	6812	7697	7685	8121	8456	9946	20666	26523
二、营业总成本	5908	6533	7315	7353	7804	8124	9511	19756	25439
其中: 营业成本	5422	6115	6937	7103	7300	7709	9129	18475	24137
营业税金及附加	18	13	18	12	16	12	26	48	54
营业费用	385	302	295	118	370	288	285	982	943
管理费用	79	95	87	108	109	123	99	261	331
财务费用	3	-2	-18	-3	-10	-2	-19	-16	-31
资产减值损失	0	10	-4	16	19	-5	-7	6	6
三、其他经营收益	18	26	31	18	29	26	32	75	87
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	26	31	18	29	26	32	75	87
四、营业利润	268	304	413	350	346	358	467	985	1171
加: 营业外收入	4	6	3	9	5	5	11	13	21
减: 营业外支出	1	2	2	4	3	8	35	5	45
五、利润总额	271	308	415	355	347	356	443	994	1146
减: 所得税	54	68	89	31	73	62	88	212	224
六、净利润	217	240	325	324	274	294	355	782	923
减: 少数股东损益	43	49	62	41	54	49	65	154	168
七、归属母公司所有者净利润	174	191	263	283	220	245	290	628	754
EPS	0.29	0.31	0.43	0.47	0.36	0.40	0.48	1.04	1.24
主要比率									
毛利率	11.9%	10.2%	9.9%	7.6%	10.1%	8.8%	8.2%	10.6%	9.0%
营业费用率	6.3%	4.4%	3.8%	1.5%	4.6%	3.4%	2.9%	4.8%	3.6%
管理费用率	1.3%	1.4%	1.1%	1.4%	1.3%	1.4%	1.0%	1.3%	1.2%
营业利润率	4.3%	4.5%	5.4%	4.6%	4.3%	4.2%	4.7%	4.8%	4.4%
实际税率	20.0%	22.2%	21.5%	8.7%	21.0%	17.5%	19.9%	21.3%	19.5%
净利率	2.8%	2.8%	3.4%	3.7%	2.7%	2.9%	2.9%	3.0%	2.8%
YoY									
收入增长率	-6.7%	8.6%	13.8%	20.6%	31.9%	24.1%	29.2%	5.3%	28.3%
营业利润增长率	48.5%	24.7%	39.1%	11.3%	29.1%	17.7%	13.0%	36.6%	18.8%
净利润增长率	28.7%	30.8%	29.0%	32.2%	26.6%	28.4%	9.9%	29.5%	20.2%

资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 双汇发展历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 双汇发展历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《双汇发展（000895）- 资产注入，更待何时》2009/11/10
- 2、《双汇发展（000895）- MBO 现形，资产注入可期》2009/12/31
- 3、《双汇发展（000895）- 议案被否，公司宜给予合理对价》2010/3/8
- 4、《双汇发展（000895）- 资产注入进行时，静待业绩增厚效应》2010/4/26
- 5、《双汇发展（000895）- 上游业务值得期待》2010/08/30

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄璐：MBA，拥有证券执业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，拥有证券执业资格，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。