

强烈推荐-A (维持)

双汇发展 000895.SZ

目标估值: 100 元

当前股价: 88.48 元

2010 年 12 月 10 日

方案微调, 我们维持先前建议

基础数据

上证综指	2811
总股本 (万股)	119800
已上市流通股 (万股)	60586
总市值 (亿元)	570
流通市值 (亿元)	570
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	90	90	90
相对表现	101	78	102



相关报告

- 1、《双汇发展 (000895) 交流会纪要 - 期待方案的进一步调整》2010/11/30
- 2、《双汇发展 (000895) - 资产注入方案出炉, 目标 100 元》2010/11/29

董广阳

0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn
S1090210080002

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

事件: 公司今日公告资产重组草案, 对注入资产及发行股份略作了调整, 并披露了 10-11 年各项置入置出资产的盈利预测。

评论:

- 草案做了微调, 置入资产的 PE 倍数由今年的 18 倍微降到 17 倍, 向股东定增的股本可减少 4000 万股。置入资产的评估价仅略降到 318.6 亿元, 10 年 PE17X, 较我们期待的 15X 还有距离。按照草案, 合并后的总股本将调整为 11.98 亿股。

表 1: 置入资产估值及对价

亿元, 亿股	拟注入资产估值	拟发行股份数	拟注入资产 PE		
			09	10E	11E
前预案	339.4	6.32	26.9	18.1	14.1
本次草案	318.6	5.92	25.3	17.0	13.3

资料来源: 公司公告

- 草案给出了 2011 年的备考盈利预测增速, 虽然不到 20%, 但我们认为不能直接按纸面来理解。备考盈利见表 2, 一般情况下重组预案备考增速不会太高, 这只是个保底业绩增速, 因为低于这个水平股东将需要做盈利补偿。公司给出盈利补偿方案是补偿 2011-2013 年三年 (后两年度备考有待披露), 按盈利不足部分占总预测盈利比重换算成股份进行回购; 后续年度则对注入资产做减值测试, 也以回购股份方式来补偿。这些条款一般都不会被触发。

表 2: 拟注入资产及合并备考盈利预测

百万元, 元	09	10E	11E
拟注入资产利润	1261.7	1876.3	2400.5
增速		48.7%	27.9%
合并备考利润	2078.53	2894.56	3378.416
增速		39.3%	16.7%
合并 EPS	1.68	2.41	2.82
含收购 9 家少数股权后 EPS			3.00

资料来源: 公司公告

- 我们希望公司在未来 6% 股权的管理层激励中设置 25% 以上的利润增速行权条件，作为对流通股东的更高承诺（见附录）。公司在前段时间的交流会上曾表示上市公司未来增速会保持 28-30%，甚至高于 30%。所以我们认为我们的希望并不过份。
- 我们仍然希望公司不将双汇物流置出，以及把未置入的双汇泰威逊公司、两家蛋白公司都一并置入，否则公司仍存大量关联采购与关联销售。

公司披露：本次重组前双汇发展对双汇集团 2009 年的关联采购额约为 166.81 亿元，根据本次重组后双汇发展的资产范围模拟计算，2009 年关联采购降低为 26.61 亿元；本次重组前双汇发展对双汇集团 2009 年的关联销售约为 25.82 亿元，根据本次重组后双汇发展的资产范围模拟计算，2009 年关联销售降低为 13.03 亿元。

双汇物流的资产质量不错。10 年盈利预测 8928.1 万元，11 年预测 16103.4 万元，增速 80.37%，85% 的股权估值 16.6 亿元，较前次预案的 17.2 亿元还略减了一点（见附录），公司要把物流业务做大的思路与把资产留在上市公司并不矛盾。

包装辅料与公司的生产也不可分割，建议把双汇泰威逊公司、两家蛋白公司也一并置入，泰威逊的生化业务可以单独留在外面，公司给出的不置入理由主要是这些公司利润很微薄，但这一理由说服力还是不充足，外部投资者很难判断这几家公司与集团其它公司的关联采购、销售定价是否公允。

- 公司重组对各方都是好事，我们也支持管理层 MBO。管理层为双汇付出多年心血，公司全产业链发展对行业功不可没，正是 MBO 确保了公司不断壮大。双汇集团的发展历史能够说明这一点：80 年代中期，集团年销售额不足 1000 万元，1990 年突破 1 亿元，1995 年突破 20 亿元，2000 年突破 60 亿元，2003 年达到 120 亿元，2005 年集团收入突破 200 亿元，集团口径 2010 年收入 500 亿元（合并报表口径收入为 350 亿元，集团可能将一些参股企业的收入都完全统计进收入）。
- 维持“强烈推荐-A”评级，目标价维持 100 元。我们预计公司 2010-12 年的 EPS 分别为 2.51 元、3.2 元、4 元。股价复牌后已基本达到我们前期 100 元目标价，不过百元以内价格风险度不高。正式方案尚未出台，建议关注两个时间点：12 月 27 日股东大会和 1 月初股权激励方案出台。

附一：方案关于股权激励相关内容

根据 2010 年 11 月 26 日双汇发展第四届董事会第二十次会议决议，双汇国际的股东决定使用所持有的双汇国际 6% 的股份对双汇管理团队实施一项为期 3 年员工奖励计划。根据此员工奖励计划，于 2011 年至 2013 年年度结束后，双汇国际董事会将依据双汇国际经营目标预算的考核结果向双汇集团和双汇发展的高级管理人员及双汇国际董事长决定的其他合格员工授予双汇国际的股权，每年合计最高可授予 2%。

上述股权激励计划的股权授予范围以及业绩考核标准因需与被授予人协商而尚未最终确定，预计可于 2011 年 1 月初与被授予人达成一致。根据双汇集团及双汇发展管理层估计，上述股权激励计划相关的费用涉及人员所持股份比例为：双汇集团管理人员占比 40%，双汇发展目前管理人员占比 30%，本次重大资产重组拟注入资产目前管理人员占比 30%。

根据上述金额及相关比例,管理层预计此事项增加 2011-2013 年每年拟注入资产管理费用 9,970 万元,进而影响其净利润 9,970 万元。根据本次评估收益法现金流计算中对于各下属公司未来盈利的预测,本次拟注入资产 2011-2013 年考虑股比后的加总净利润分别为 248,815.33 万元、313,179.75 万元、385,227.19 万元。若考虑上述管理层激励所产生的特别损益对企业未来净利润的影响,则本次拟注入资产 2011-2013 年考虑股比后的加总净利润分别为 238,845.33 万元、303,209.75 万元、375,257.19 万元。

附二：方案关于双汇物流资产内容

双汇物流由双汇发展持股 85%，贺圣华持股 15%。总部位于河南省漯河市，是国内大型的专业冷藏物流企业，拥有覆盖中国大陆所有地区的物流业务网络。双汇物流目前拥有 11 家全资子公司和 1 家控股子公司，分别分布在河南漯河、河南郑州、湖北武汉、山东德州、北京、广东清远、辽宁阜新、四川绵阳、黑龙江望奎、江苏淮安、内蒙古乌兰察布、湖北宜昌市等地。

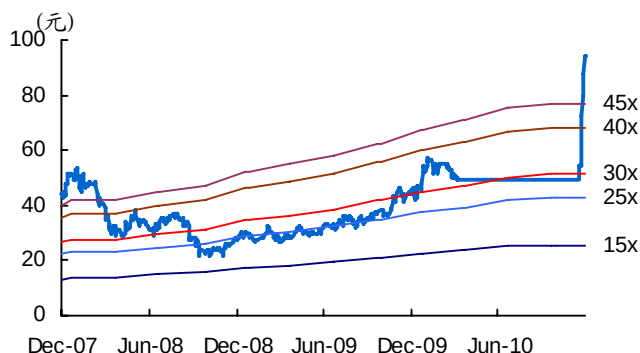
公司在职员工 2190 人，年产值近 10 亿元，其中中、高级管理人员 200 多人。公司拥有冷藏运输车辆约 1100 台，常温运输车辆约 150 台，整合社会冷藏车辆 1500 余台，常温车辆 500 余台。公司拥有河南省县级以上城市日配网络，湖北、广东、江西、山东、辽宁地级以上城市日配网络。

表 3：双汇物流近年资产及财务状况（合并口径）（单位：百万元）

项目	2010 年 5 月 31 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
总资产	406	367	250
净资产	287	259	163
项目	2010 年 5 月	2009 年	2008 年
营业收入	328	718	584
利润总额	37	123	84
净利润	27	94	65

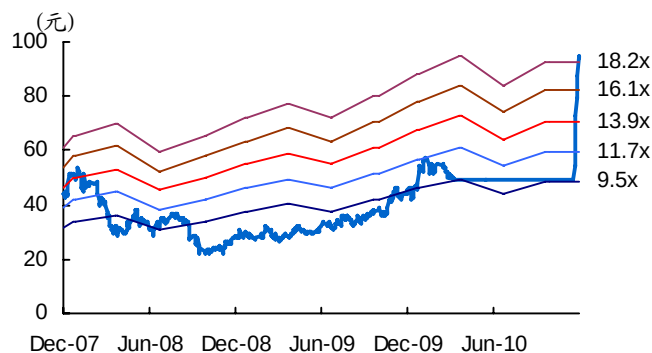
资料来源：公司公告

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
- 6、《双汇发展（000895）交流会纪要 - 期待方案的进一步调整》2010/11/30
- 7、《双汇发展（000895）-资产注入方案出炉，目标 100 元》2010/11/29

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，招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

董广阳：华中农业大学食品专业学士、上海财经大学经济学硕士，现于招商证券从事食品饮料行业研究。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《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、2010 年度第三名。

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。