

肉制品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12 个月目标价:

当前股价: 63.14 元

评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12753.85
总股本(百万)	606
流通股本(百万)	606
流通市值(亿)	383
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	6.13
资产负债率	35.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双汇发展	-100.0	-100.0	-100.0
	0	0	0
深证成份指数	-100.0	-100.0	-100.0
	0	0	0



相关报告

《双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会》2011-4-19

《双汇发展-以史为鉴, 双汇十二五末股价超 300 元, 市值超 4000 亿》2011-2-16

双汇发展

000895

强烈推荐

股价逼近要约收购价格, 估值偏离基本面

双汇发展自 4 月 19 日复牌后, 已经连续两个跌停板, 目前股价已经逼近实际控制人 56 元的要约收购价格, 2011 年 3 块钱的业绩有保障, 对应 25-30 倍的估值, 目前股价已经偏离基本面, 买卖双方的博弈使得股价被低估, 我们维持强烈推荐的评级。

■ **股价已经逼近实际控制人的 56 元要约收购价格, 方案待证监会通过后, 流通股东将拥有现金选择权。**2010 年 11 月, 双汇国际股权变更, 双汇发展及其关联企业的员工控制的兴泰集团成为双汇发展的实际控制人。兴泰集团通过罗特克斯发出溢价全面要约收购, 要约收购价格为 56 元/股。实际控制人变动与双汇发展的重大资产重组同时推进, 但二者独立操作, 并不互为前提。要约收购股份包括除双汇集团和罗特克斯所持有的股份以外的双汇发展全部已上市流通股。要约收购所需最高资金总额 164.74 亿元, 罗特克斯具备实施本次要约收购所需要的履约能力, 目前方案正在上报证监会的审核过程中, 要约收购期限共计 30 个自然日。

■ **双汇集团产品发货量已经恢复七八成, 我们认为今年公司有有能力实现 36 亿净利润。**上市公司替集团代销产品, 收入规模相差不大, 公告中公司的恢复情况基本就是集团的销售恢复情况。复牌前公司公告鲜冻品的日发货量已恢复至 2011 年 3 月份上半月平均日发货量的 89%; 肉制品的日发货量已恢复至 2011 年 3 月份上半月平均日发货量的 71%。瘦肉精事件之前, 公司预测 2011 年尽量做到 42 亿的净利润。目前负面影响主要包括济源双汇召回商品造成的 3100 万损失、集团销售减少 13.4 亿 (约 1.1 亿净利润)、未来销量减少损失净利润 6 千万、检测成本增加 3 亿、回购五一之前未售出产品 (假设 30%) 较正常时期多损失 1.1 亿, 总计净利润减少大约 6 亿多。除去负面影响, 我们认为公司有有能力实现 36 亿的净利润。

■ **盈利预测补偿协议使公司有充足动力保障今年实现 3 块钱的业绩。**公司承诺, 若拟注入资产在实施后三个会计年度内, 实际盈利数未能达到资产评估报告中拟注入资产预测净利润数, 双汇集团和罗特克斯同意将其本次认购的股份总数为上限计算股份补偿数, 该部分股份将由上市公司以 1 元总价回购并予以注销。每年补偿的股份数量为: (截至当期期末累积预测净利润数 - 截至当期期末累积实际净利润数) × 认购股份总数 ÷ 补偿期限内各年的预测净利润数总和 - 已补偿股份数量。考虑管理层激励所产生的特别损益对企业未来净利润的影响, 公司预计拟注入资产 2011—2013 年净利润分别为 23.88 亿元、30.32 亿元、37.53 亿元。

■ **瘦肉精事件前市场对双汇的估值在 25-30 倍之间, 目前公司股价被低估,**重组的结果不会改变, 我们维持对公司的长期看法不变, 认为公司在经历这次的冲击后能够重上健康发展轨道, 维持行业的龙头地位, 我们维持强烈推荐的评级。

■ **风险提示:** 市场恢复情况慢于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	28351	36069	46372	60420
同比(%)	9%	27%	29%	30%
归属母公司净利润(百万元)	911	2908	3622	5033
同比(%)	30%	219%	25%	39%
毛利率(%)	9.8%	18.5%	18.1%	18.9%
ROE(%)	31.0%	49.8%	38.3%	34.7%
每股收益(元)	0.76	2.43	3.02	4.20
P/E	115.19	36.07	28.96	20.84
P/B	35.68	17.98	11.09	7.24
EV/EBITDA	35	12	9	7

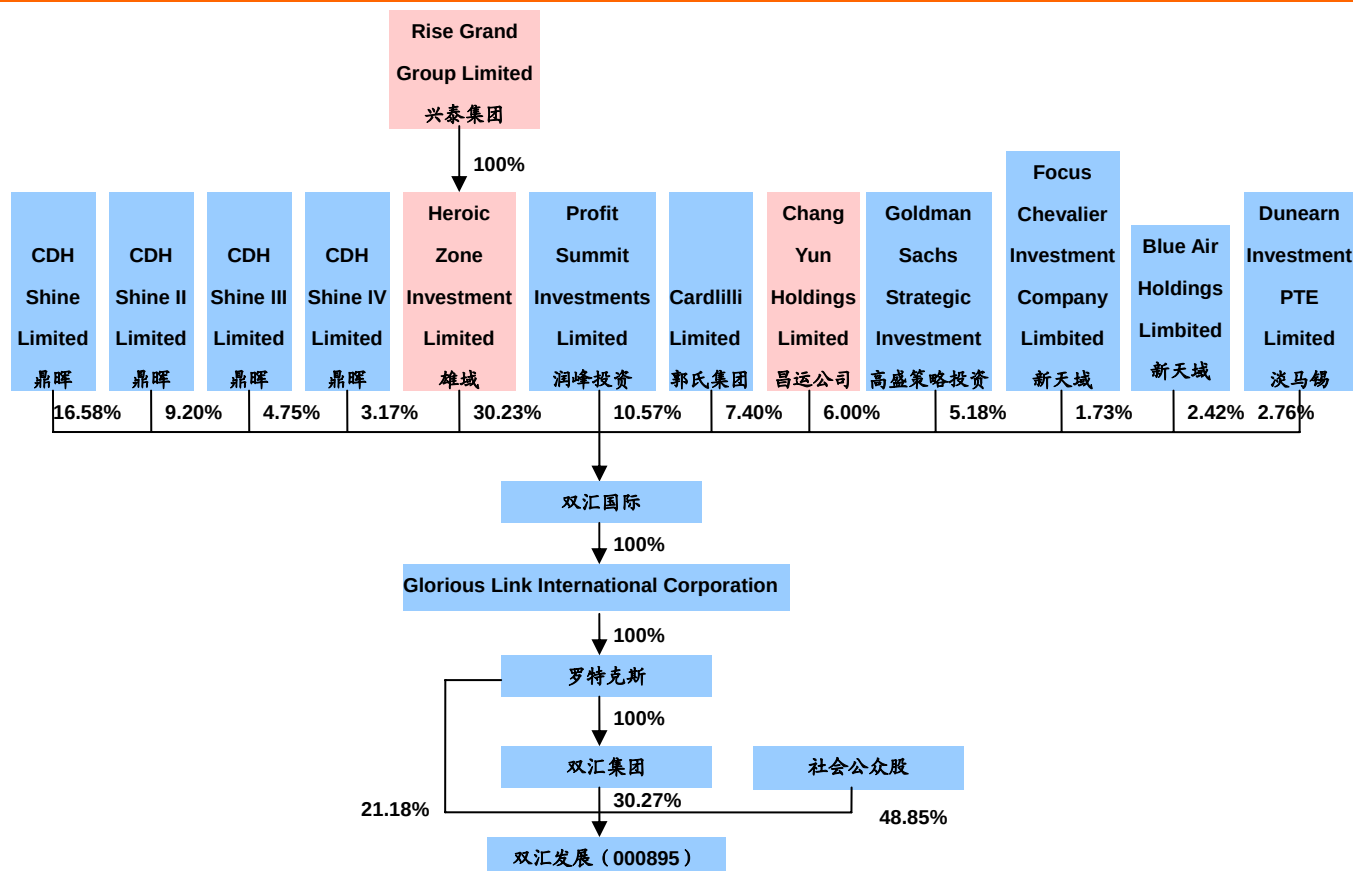
资料来源: 中投证券研究所

附录 1——实际控制人变动及要约收购

2010 年 11 月，为进一步保障重大资产重组后双汇发展持续快速发展，双汇发展的股东通过境外股权变更，理顺股权结构，使公司股权架构更加清晰。本次境外股权变更导致兴泰集团成为上市公司实际控制人，触发对双汇发展的全面要约收购义务。同时，为配合本次重组，进一步保护公众投资者利益，向市场传递对于本次重组方案和公司未来发展的信心，兴泰集团通过罗特克斯发出溢价全面要约收购。要约收购价格为 56 元/股，比要约收购报告书摘要公告前 30 个交易日公司股票的每日加权平均价格的算术平均值 53.38 元/股溢价 4.91%。关于上述实际控制人变动和全面要约收购的具体情况请参见与双汇发展于 2010 年 11 月 29 日公告的《河南双汇投资发展股份有限公司董事会关于双汇发展实际控制人变动事宜致全体股东的报告书》和《河南双汇投资发展股份有限公司要约收购报告书摘要》。

实际控制人变动与双汇发展的重大资产重组同时推进，但二者独立操作，并不互为前提。本次要约收购与重大资产重组同时公告，为充分保护中小投资者的利益，本次要约收购拟采用溢价要约方式。收购人确定本次要约价格为 56.00 元/股。本次要约收购股份包括除双汇集团和罗特克斯所持有的股份以外的双汇发展全部已上市流通股。基于要约价格为每股 56.00 元的前提，本次要约收购所需最高资金总额为人民币 16,474,356,752.00 元。罗特克斯的全资子公司双汇集团已将 33 亿元（占本次要约收购所需最高资金总额的 20.03%）存入登记结算公司深圳分公司指定账户，作为本次要约收购的履约保证。罗特克斯已取得中国银行向其出具的贷款承诺函，中国银行同意针对本次要约收购为罗特克斯提供上限为 25 亿美元（约合 166 亿元人民币）的融资。罗特克斯具备实施本次要约收购所需要的履约能力。本次要约收购期限共计 30 个自然日，即经中国证监会审核无异议的要约收购报告书全文公告之日起 30 个自然日。

图 1 公司的股权结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

附录 2——盈利预测

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。

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。对于本次评估而言，该事项会影响各被评估企业的未来净利润，但不影响各被评估单位的未来现金流，且相关费用难以准确分摊至各被评估企业，因此在各评估单位现金流计算中未考虑该事项的影响。

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。

图 2 2011 年拟注入资产盈利预测

模拟合并盈利预测表

	2009 年 1-12 月 已审实现数 人民币千元	2010 年 1-10 月 已审实现数 人民币千元	2010 年 11-12 月 预测数 人民币千元	合计 人民币千元	2011 年 1-12 月 预测数 人民币千元
营业收入	16,606,917	18,434,014	4,939,894	23,373,908	30,001,640
减：营业成本	14,303,446	15,781,974	4,217,358	19,999,332	25,625,483
营业税金及附加	12,287	19,572	11,622	31,194	42,721
销售费用	345,449	412,834	80,509	493,343	601,886
管理费用	300,790	308,605	60,613	369,218	557,418
财务费用	14,620	24,607	20,887	45,494	148,147
资产减值损失	29,117	77,844	-	77,844	-
加：投资收益	27,435	29,488	5,506	34,994	46,142
其中：对合营企业及联营企业的投资收益	27,435	29,488	5,506	34,994	46,142
营业利润	1,628,643	1,838,066	554,411	2,392,477	3,072,127
加：营业外收入	63,028	94,705	26,555	121,260	103,572
减：营业外支出	2,537	2,529	-	2,529	-
利润总额	1,689,134	1,930,242	580,966	2,511,208	3,175,699
减：所得税费用	316,984	378,981	112,503	491,484	632,851
净利润	1,372,150	1,551,261	468,463	2,019,724	2,542,848
其中：					
归属于拟注入资产所有者的净利润	1,261,729	1,422,924	453,339	1,876,263	2,400,520
少数股东损益	110,421	128,337	15,124	143,461	142,328

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附录 3——盈利预测补偿协议

2010 年 12 月 10 日，本公司与双汇集团和罗特克斯签订了《盈利预测补偿协议》。

本公司与双汇集团和罗特克斯一致确认，本次补偿测算期间为本次重组实施完毕后三个会计年度（以下简称“实施后三个会计年度”）。本次重组经双汇发展股东大会批准和中国证监会核准后，本公司与双汇集团和罗特克斯依据《重组协议》的相关条款办理完毕资产权属变更登记手续，且本公司向双汇集团和罗特克斯发行之股票在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完毕证券登记手续之日，为本次重组实施完毕日。

本公司应在实施后三个会计年度内的年度报告中单独披露拟注入资产的实际盈利数与评估报告中相关资产的利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见。

本公司与双汇集团和罗特克斯一致确认，拟注入资产的利润预测数（考虑管理层激励所产生的特别损益因素，以下简称拟注入资产预测净利润数）将依据中联资产评估有限公司于 2010 年 12 月 9 日出具的中联评报字[2010]第 670 号和中联评报字[2010]第 671 号《资产评估报告书》及《关于河南双汇投资发展股份有限公司拟发行股票购买罗特克斯有限公司、河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司持有的下属子公司股权及换股吸收合并交易中资产评估项目收益法未来预测净利润的有关说明》确定。

若拟注入资产在实施后三个会计年度内，经会计师事务所审核确认的实际盈利数未能达到资产评估报告中拟注入资产预测净利润数（考虑管理层激励所产生的特别损益后），双汇集团和罗特克斯承诺将按照以下方式承担相应补偿义务（其中，双汇集团承担与其相关拟注入资产的补偿义务，罗特克斯承担与其相关拟注入资产的补偿义务），但属于本协议所述不可抗力导致的情形除外。

本次重大资产重组实施后三个会计年度拟注入资产产生的实际盈利数的计算方法，应以中国现行有效的会计准则为基础，并按资产评估报告中预测净利润口径进行相应调整后计算确定。其中实际盈利数应为经会计师事务所审核确认的当年实现净利润数。

双汇集团和罗特克斯同意将其本次认购的股份总数为上限按以下公式计算股份补偿数，该部分股份将由本公司在符合相关法律法规的条件下以 1 元总价回购并予以注销（双汇集团与罗特克斯分别承担与其相关部分的补偿股份数量）。

每年补偿的股份数量为：

$$(\text{截至当期期末累积预测净利润数} - \text{截至当期期末累积实际净利润数}) \times \text{认购股份总数} \div \text{补偿期限内各年的预测净利润数总和} - \text{已补偿股份数量}$$

认购股份总数，即双汇集团和罗特克斯通过本次重大资产重组认购的本公司向其发行的股份总数。

自本协议签署之日起至回购实施日，如果本公司以转增或送股的方式进行分配而导致双汇集团和罗特克斯分别持有的本公司的股份数发生变化的，双汇集团和罗特克斯补偿股份的数量应当进行相应调整。

在补偿期限届满时，本公司将对拟注入资产进行减值测试，如：期末减值额/拟注入资产作价 > 补偿期限内已回购股份总数/认购股份总数，则本公司将另行回购股份。另需回购的股份数量（双汇集团与罗特克斯分别承担与其相关部分的需回购股份数量）为：

$$\text{期末减值额} / \text{每股发行价格} - \text{补偿期限内已回购股份总数}$$

前述减值额为拟注入资产作价减去期末拟注入资产的评估值并扣除补偿期限内拟注入资产股东增资、减资、接受赠与以及利润分配的影响。

如该等补偿股份在双汇集团与罗特克斯补偿义务发生时仍在锁定期限内，双汇集团与罗特克斯应配合双汇发展对该等股份以合法方式单独锁定，其不再享有该等补偿股份的表决权，且收益权归双汇发展享有；补偿股份将于锁定期满后注销。

如因自然灾害、疫情或国家政策调整等不可抗力原因(以下简称“不可抗力”)，致使双汇集团和罗特克斯不能履行或不能完全履行本协议时，双汇集团和罗特克斯应立即将该等情况以书面形式通知本公司，并在该等情况发生之日起 7 个工作日内向本公司提供本协议不能履行或部分不能履行或需要迟延履行理由及有效证明，并由双方按照不可抗力事件对本协议的影响程度协商决定是否解除、部分解除、变更或迟延履行本协议。

因上述不可抗力因素造成本协议的不能履行或不能全部履行时，本协议双方互不追究因此而导致的未履行约定的违约责任。

如双汇集团和罗特克斯没有根据本协议的约定及时、足额向本公司进行补偿，本公司有权要求双汇集团和罗特克斯立即履行，并可其主张违约赔偿责任。

表 3 6 个月内发布的报告	
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值严重偏离基本面	2011-04-20
双汇发展-点评报告：瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会-	2011-04-18
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011-04-14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011-04-14
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011-04-04
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011-04-01
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011-03-25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011-03-25
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011-03-14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011-03-14
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011-03-04
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011-02-27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011-02-26
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011-02-16
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011-01-20
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010-12-21
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010-12-20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010-12-20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010-12-03
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010-11-29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010-11-29
三元股份-年内扭亏难度较大，未来看产能释放和销售网络搭建	2010-11-15
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010-11-10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010-10-29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3432	7315	11262	17322	营业收入	28351	36069	46372	60420
现金	1912	3937	6930	11728	营业成本	25578	29408	37972	48996
应收账款	86	124	160	208	营业税金及附加	61	72	93	121
其它应收款	18	110	141	184	营业费用	1100	1764	2226	2900
预付账款	11	47	61	78	管理费用	369	815	1048	1365
存货	1391	3057	3947	5093	财务费用	-20	14	30	18
其他	14	41	23	30	资产减值损失	21	65	60	60
非流动资产	2321	5197	6227	7058	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	380	259	280	300	投资净收益	93	49	50	50
固定资产	1740	4144	4957	5702	营业利润	1335	3979	4994	7010
无形资产	64	90	86	82	营业外收入	23	231	230	230
其他	138	704	905	974	营业外支出	9	56	50	50
资产总计	5753	12512	17489	24379	利润总额	1349	4154	5174	7190
流动负债	2019	5213	6051	7189	所得税	243	831	1035	1438
短期借款	0	1178	1178	1178	净利润	1106	3323	4139	5752
应付账款	677	1691	2183	2817	少数股东损益	195	415	517	719
其他	1342	2344	2690	3194	归属母公司净利润	911	2908	3622	5033
非流动负债	17	271	271	271	EBITDA	1490	4310	5544	7684
长期借款	11	261	261	261	EPS (元)	1.50	2.43	3.02	4.20
其他	6	10	10	10	主要财务比率				
负债合计	2036	5484	6322	7461	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	777	1192	1710	2429	成长能力				
股本	606	1199	1199	1199	营业收入	9.0%	27.2%	28.6%	30.3%
资本公积	509	509	509	509	营业利润	28.9%	198.0%	25.5%	40.4%
留存收益	1824	4126	7747	12780	归属于母公司净利润	30.3%	219.3%	24.5%	39.0%
归属母公司股东权益	2940	5835	9457	14490	获利能力				
负债和股东权益	5753	12512	17489	24379	毛利率	9.8%	18.5%	18.1%	18.9%
现金流量表					净利率	3.2%	8.1%	7.8%	8.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	31.0%	49.8%	38.3%	34.7%
经营活动现金流	1417	3503	4502	6292	ROIC	80.7%	87.7%	86.5%	101.6%
净利润	1106	3323	4139	5752	偿债能力				
折旧摊销	175	317	520	656	资产负债率	35.4%	43.8%	36.2%	30.6%
财务费用	-20	14	30	18	净负债比率	0.56%	26.25%	22.77	19.30%
投资损失	-93	-49	-50	-50	流动比率	1.70	1.40	1.86	2.41
营运资金变动	193	126	-125	-141	速动比率	1.00	0.81	1.20	1.69
其它	57	-229	-12	58	营运能力				
投资活动现金流	-365	-2907	-1453	-1476	总资产周转率	5.55	3.95	3.09	2.89
资本支出	422	3023	1505	1506	应收账款周转率	334	320	304	306
长期投资	-3	-120	20	20	应付账款周转率	44.83	24.84	19.60	19.60
其他	53	-4	73	50	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-422	1428	-56	-17	每股收益(最新摊薄)	0.76	2.43	3.02	4.20
短期借款	0	1178	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	2.92	3.75	5.25
长期借款	-0	250	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.45	4.87	7.89	12.09
普通股增加	0	593	0	0	估值比率				
资本公积增加	-0	0	0	0	P/E	115.19	36.07	28.96	20.84
其他	-421	-593	-56	-17	P/B	35.68	17.98	11.09	7.24
现金净增加额	631	2025	2993	4798	EV/EBITDA	35	12	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434