

肉制品**署名人：张镭**

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

参与人：蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12个月目标价：

当前股价： 69.48 元

评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2344.77
总股本(百万)	605
流通股本(百万)	605
流通市值(亿)	420
EPS	1.80
每股净资产(元)	5.65
资产负债率	35.54%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双汇发展	-1.45	-7.34	-4.26
食品饮料	3.74	-10.53	-17.39
沪深300指数	3.97	-6.05	-11.94

**相关报告**

要约收购获证监会无异议批复，继续推进重组 2011-11-18

双汇发展-三季度环比大幅改善，明年利润率弹性巨大 2011-10-22

双汇发展-调研简报：资产重估进行中，产销销量和盈利能力不断提升 2011-09-26

双汇发展**000895****强烈推荐****资产评估价值下调，整体上市尘埃落定**

2月15日双汇发展发布新的《资产评估报告》，更新重大资产重组相关事项，对注入资产及发行股份略作了调整，并披露了12-14年拟注入资产的盈利预测。

- **2012年注入资产的PE倍数为13.66，拟注入资产作价减少19.67%，发行的股数减少17.52%，合并后总股本调整为10.95亿股。**我们预计资产评估价值下调主要是因为315事件影响和猪肉价格大幅上涨使得盈利预测下调所致。新方案将置出资产的作价由16.64亿元调整为14.58亿元；双汇集团拟注入资产的作价由315.52亿元调整为253.77亿元；罗特克斯拟注入资产的作价由9.63亿元调整为7.41亿元。扣除分红后，发行价格和换股价格将由51.94元/股调整为50.44元/股。基于标的资产作价以及发行价格的调整对发行股数进行调整，向双汇集团发行股数由5.74亿股调整为4.74亿股，向罗特克斯发行的股数由1832万股调整为1469万股。在维持本次重大资产重组总体方案不变的前提下修改方案，不需要股东大会审议。
- **调整后的方案2012年备考盈利预测增速为119%，净利润为29.5亿元(相当于EPS2.7)，**低于我们此前预期的33亿元，但我们认为不能仅看盈利预测报告表面数字，因为一般情况下重组预案备考都是保底业绩，如果低于这个水平股东需要做盈利补偿。公司给出盈利补偿方案不变，依然是补偿未来三年，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。根据公告，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后，预测本次拟注入资产2012-2014年考虑股比后的加总净利润分别为19.12、24.85、31.47亿元。
- 考虑近期公司终端销售情况和必需消费品龙头的优势地位，我们认为2012年实现之前预测的33亿难度不大，预计公司2011-2013年的EPS分别为1.23元、3.00元、3.87元，2012年PE23倍，维持强烈推荐评级。
- **投资风险：**猪肉价格上涨

主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	36749	35242	47768	61285
收入同比(%)	30%	-4%	36%	28%
归属母公司净利润	1089	1345	3280	4241
净利润同比(%)	20%	23%	144%	29%
毛利率(%)	8.9%	13.0%	16.7%	16.7%
ROE(%)	31.8%	30.3%	42.5%	35.4%
每股收益(元)	0.99	1.23	3.00	3.87
P/E	70.39	57.02	23.37	18.08
P/B	22.40	17.25	9.93	6.41
EV/EBITDA	22	20	8	7

资料来源：中投证券研究所

图 1 拟注入资产盈利预测

项目	2010年 已审实现数	2011年			2012年 预测数
		1-8月 已审实现数	9-12月 未审实现数	合计	
一、营业总收入	35,127,200	20,980,950	14,249,322	35,230,272	44,441,736
其中：营业收入	35,127,200	20,980,950	14,249,322	35,230,272	44,441,736
二、营业总成本	31,207,020	20,308,493	13,290,238	33,598,731	40,704,085
其中：营业成本	28,517,562	18,262,100	12,310,690	30,572,790	37,034,892
营业税金及附加	66,527	58,806	41,225	100,031	149,500
销售费用	1,725,074	1,209,362	529,970	1,739,332	2,169,186
管理费用	811,171	691,030	383,925	1,074,955	1,274,859
财务费用	-14,254	20,319	9,791	30,110	38,618
资产减值损失	100,940	66,876	14,637	81,513	37,030
加：公允价值变动收益(损失以“-”填列)	0	0	0	0	0
投资收益(损失以“-”填列)	25,943	14,427	8,123	22,550	14,513
三、营业利润(亏损以“-”填列)	3,946,123	686,884	967,207	1,654,091	3,752,164
加：营业外收入	207,009	152,030	99,922	251,952	192,264
减：营业外支出	65,350	59,901	9,095	68,996	0
四、利润总额(亏损总额以“-”填列)	4,087,782	779,013	1,058,034	1,837,047	3,944,428
减：所得税费用	810,888	177,892	211,303	389,195	828,162
五、净利润(净亏损以“-”填列)	3,276,894	601,121	846,731	1,447,852	3,116,266
归属于母公司股东的净利润	2,945,737	556,636	791,691	1,348,327	2,947,863
少数股东损益	331,157	44,485	55,040	99,525	168,403

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 拟注入资产盈利预测和 PE 变化

	2010	2011	2012	2013	2014
老方案拟注入资产预测净利润	18.76	23.88	30.32	37.53	
Yoy		27.29%	26.97%	23.78%	
新方案拟注入资产预测净利润			19.12	24.85	31.47
Yoy				29.97%	26.64%
老方案 PE	17.33	13.62	10.72	8.66	
新方案 PE			13.66	10.51	8.30

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表2 新方案盈利预测主要基本假设

	2010	2011	2012
屠宰量(万头)	1359	1001	1435
生鲜冻品销售量(万吨)	99	75	104
生鲜冻品销售价格(元/吨)	12211	17599	16917
高温肉制品产量(万吨)	114	94	113
高温肉制品销售价格(元/吨)	10901	12490	12568
低温肉制品产量(万吨)	61	52	64
低温肉制品销售价格(元/吨)	14876	16811	17269
化工包装产品产量(吨)	13320	10291	10230
化工包装产品销售价格(元/吨)	18248	19063	18209
生鲜冻品单位成本(元/吨)	10684	15890	14708
高温肉制品单位成本(元/吨)	8425	10360	10064
低温肉制品单位成本(元/吨)	11938	14731	14209
化工包装业务单位成本(元/吨)	13713	13281	12680

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4035	7707	10136	13928
现金	2371	4223	5605	8112
应收账款	133	121	164	211
其他应收款	56	107	145	186
预付账款	50	49	64	82
存货	1349	3189	4134	5307
其他流动资产	77	18	24	31
非流动资产	2674	5348	6336	7117
长期投资	430	400	400	400
固定资产	2056	4115	4905	5621
无形资产	73	99	95	91
其他非流动资产	115	734	936	1005
资产总计	6709	13055	16472	21045
流动负债	2378	7365	7282	7332
短期借款	0	3280	2267	1178
应付账款	680	1764	2287	2935
其他流动负债	1698	2321	2728	3218
非流动负债	23	270	271	271
长期借款	11	261	261	261
其他非流动负债	12	10	10	10
负债合计	2400	7635	7553	7602
少数股东权益	886	976	1194	1477
股本	606	1095	1095	1095
资本公积	509	0	0	0
留存收益	2307	3349	6629	10870
归属母公司股东权益	3423	4444	7725	11966
负债和股东权益	6709	13055	16472	21045

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1465	1479	3945	5083
净利润	1327	1434	3499	4524
折旧摊销	205	347	545	686
财务费用	-38	45	79	42
投资损失	-121	-60	-60	-60
营运资金变动	40	-68	-105	-165
其他经营现金流	52	-220	-12	56
投资活动现金流	-403	-2691	-1445	-1446
资本支出	454	2775	1505	1506
长期投资	0	-30	0	0
其他投资现金流	51	54	60	60
筹资活动现金流	-609	3065	-1118	-1130
短期借款	0	3280	-1013	-1089
长期借款	-1	250	0	0
普通股增加	0	489	0	0
资本公积增加	0	-509	0	0
其他筹资现金流	-608	-445	-105	-41
现金净增加额	453	1853	1382	2507

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	36749	35242	47768	61285
营业成本	33482	30677	39770	51050
营业税金及附加	72	70	96	123
营业费用	1219	1762	2293	2942
管理费用	482	1075	1338	1655
财务费用	-38	45	79	42
资产减值损失	3	60	60	60
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	121	60	60	60
营业利润	1651	1613	4194	5475
营业外收入	49	230	230	230
营业外支出	57	50	50	50
利润总额	1642	1793	4374	5655
所得税	315	359	875	1131
净利润	1327	1434	3499	4524
少数股东损益	238	90	219	283
归属母公司净利润	1089	1345	3280	4241
EBITDA	1818	2005	4817	6203
EPS (元)	1.80	1.23	3.00	3.87

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	29.6%	-4.1%	35.5%	28.3%
营业利润	23.6%	-2.3%	160.0	30.5%
归属于母公司净利润	19.6%	23.4%	144.0	29.3%
盈利能力				
毛利率	8.9%	13.0%	16.7%	16.7%
净利率	3.0%	3.8%	6.9%	6.9%
ROE	31.8%	30.3%	42.5%	35.4%
ROIC	83.4%	35.2%	72.3%	78.6%
偿债能力				
资产负债率	35.8%	58.5%	45.9%	36.1%
净负债比率	0.45%	46.37%	33.47	18.93%
流动比率	1.70	1.05	1.39	1.90
速动比率	1.12	0.61	0.82	1.17
营运能力				
总资产周转率	5.90	3.57	3.24	3.27
应收账款周转率	317	261	311	304
应付账款周转率	49.35	25.10	19.64	19.55
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.23	3.00	3.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	1.35	3.60	4.64
每股净资产(最新摊薄)	3.13	4.06	7.05	10.93
估值比率				
P/E	70.39	57.02	23.37	18.08
P/B	22.40	17.25	9.93	6.41
EV/EBITDA	22	20	8	7

相关报告

报告日期	报告标题
2011-11-18	要约收购获证监会无异议批复，继续推进重组
2011-10-22	双汇发展-三季度环比大幅改善，明年利润率弹性巨大
2011-09-26	双汇发展-调研简报：资产重估进行中，产销量和盈利能力不断提升
2011-08-18	双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善
2011-07-26	双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进
2011-06-23	双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道
2011-05-31	双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果
2011-04-29	双汇发展-一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复
2011-04-21	双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面
2011-04-19	双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会
2011-02-16	双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超300元，市值超4000亿！

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±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 镛：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。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

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

北京市

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

上海市

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