

陈桂柳

执业证书编号：S0270511060001

电话：020-37865153

chengl@wlzq.com.cn

联系人：夏雅琴

电话：021-60883487

发布日期：2012年2月16日

拟注入资产对价低于市场预期

——双汇发展（000895）重组公告点评

研究报告-点评报告

增持（维持）

事件：公司于2月16日公布《拟注入资产模拟合并报表及审计报告（2011年1月1日至8月31日止期间、2010年度及2009年度）》、《2012年度备考合并盈利预测报告》等13项公告，对公告的点评如下：

点评：

- **双汇发展拟注入资产对价减少20%，低于市场预期。**受2011年“瘦肉精”事件和猪肉价格大幅上涨致使公司利润大幅下降的影响，公司对资产重组方案进行了适度调整。其中置出资产的作价由16.64亿元下降至14.58亿元，双汇集团拟注入资产的作价由315.52亿元下降至253.77亿元，罗特克斯拟注入资产的作价由9.63亿元下降至7.41亿元，拟注入资产对价减少20.07%；扣除分红之后，本次重组的发行价格和换股价格将由51.94元/股调整为50.44元/股，对应的，向双汇集团发行股份数量由5.74亿股调整为4.74亿元，向罗特克斯发行的股份数量由1832.38万股调整为1469.15万股，调整之后公司总股份为10.95亿股，重组方案调整之后拟注入资产对价减少20%低于市场预期，这意味着公司股权被稀释程度有所降低，利好公司股价。

表1：双汇发展资产重组前股权结构

股东名称	所持股份数量（股）	所持股份比例
双汇集团	183,416,250	30.267%
罗特克斯有限公司	128,393,708	21.187%
社会公众股股东	294,184,942	48.546%
合计	605,994,900	100%

资料来源：公司公告

表2：双汇发展资产重组后股权结构

股东名称	所持股份数量（亿股）	所持股份比例
双汇集团	6.57	60.06%
罗特克斯有限公司	1.43	13.07%
社会公众股股东	2.94	26.87%
合计	10.95	100%

资料来源：公司公告

- **2012年备考业绩预测较为保守。**2012年备考合并报表中预计生猪屠宰量、高温肉制品和低温肉制品分别为1435万头，112.86万吨和63.90万吨，同比增速分别为43.41%和19.93%、21.90%，净利润为

29.48亿元，低于我们此前的预期。目前公司屠宰业务全面恢复以及肉制品销售已基本恢复正常，我们认为2012年备考业绩估计较为保守。根据公司公告，考虑公司对管理层激励所产生的特别损益对企业未来净利润的影响，本次拟注入资产2012年-2014年考虑股比后的加总净利润分别为191215万元、248495万元和314697万元。

- **盈利预测与投资建议。**按重组后口径，预计公司2011年和2012年EPS分别为1.23元和3.44元，目前股价对应的2012年市盈率为20.35倍。基于行业未来的发展趋势以及公司作为肉制品的龙头企业，考虑到“瘦肉精”事件消退和猪肉价格有望继续下降等因素，维持公司“增持”评级。
- **风险因素：**猪肉价格继续上涨。

盈利预测

	2009 年	2010 年	2011 年	2012E
营业收入（亿元）	283.51	367.49	352.3	501
增长比率（%）	9.00	29.62	-4.13	42.21
净利润（亿元）	9.11	10.89	13.47	37.67
增长比率（%）	30.30	19.61	23.68	179.67
每股收益（元）	1.48	1.80	1.23	3.44
市盈率（倍）	47.31	38.90	56.93	20.35

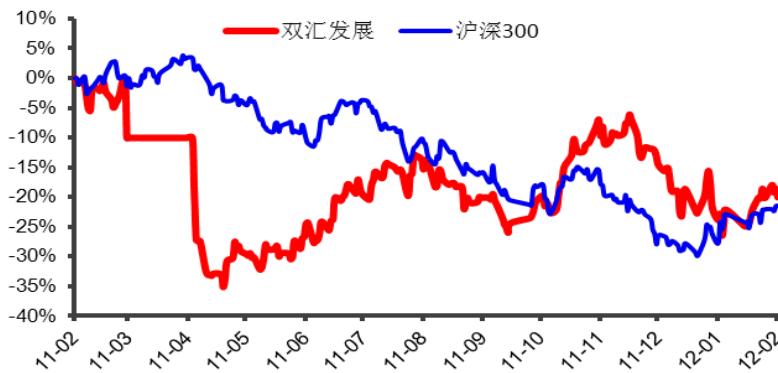
市场数据

收盘价（元）	70.02
一年内最高/最低（元）	88.20/55.60
沪深300指数	2366.70
市净率（倍）	12.41
流通市值（亿元）	424.25

基础数据

每股净资产（元）	5.64
每股经营现金流（元）	1.03
毛利率（%）	7.22
净资产收益率（%）	8.15
资产负债率（%）	45.66
总股本/流通股（万股）	60599/60589
B股/H股（万股）	0/0

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。