

## 重组进程推进,备考预测略显保守

# 双汇发展（000895）跟踪点评报告

行业分类：食品饮料

2012. 02. 20

研究员：张绍坤（执业证书编号：S0640511010008）

联系人：刁志学, 李润平

电话：0755-83520492/83692762 Email: diaozhixue@163.com

当前股价	68.95 元	6 个月目标价	88.20 元	投资评级	买入
------	---------	---------	---------	------	----

### 公司事件：

公司近日发布一系列公告,主要原因是公司用部分资产置换及非公开发行股票收购股东资产的一些内容由于“3.15”事件的发生发生了变更,其主要内容包括对置换资产及购买资产评估日期的变更和由此带来的资产价格的重新评估,发行股票数量的变化和发行价格的变化,备考合并盈利预测报告以及相应的程序性合规文件。

### 事件点评：

#### 1、公司重组进程稳步推进

公司在 2010 年 12 月份发布了以部分资产及非公开发行股票收购股东资产的预案,并随后就相关事项向行政主管部门提出了申请,证监会在 2011 年 2 月受理了其有关申请。但是,由于随后“3.15”事件的发生,公司 2011 年的业绩遭受重大变故,证监会随后在 2011 年 8 月要求公司补充资料,要求公司重新对重组中涉及的资产进行重新评估以确定发行价格和发行股份数量。公司股东的要约收购义务在 2011 年 12 月已经解除。此次公司按照要求重新提交了以 2011 年 8 月 31 日为基准日的评估报告,算是公司重组进程的重大推进。如果不发生意外,公司或能在今年完成此次重组事件,而这将有利于上市公司的股东利益。

#### 2、公司重新评估后的资产价格以及股票发行数量同上次比有所减少

公司此次对重组所涉及的资产进行了重新评估。由于重组所涉及的资产都受到了“3.15”事件的影响,而此次资产评估均采取的是收益法,因此 2011 年的业绩对被评估资产的价值影响显著,从而也使得公司此次非公司发行的股票数量和价格比上次也有所下降。我们认为“3.15”事件对此次收购的资产质量并不构成实质性损害,虽然 2011 年的业绩普遍受到影响,但通过近一年的努力公司的各项业务已经开始回到“3.15”事件前的水平,因此,此次注入资产评估价格接近 20%的下调对于公司的原有股东而言应该算是较为正面的信息。

相比前次评估,双汇集团的注入资产评估值下降了 19.57%,罗特克斯的注入资产评估值下降了 23.06%,虽然前后两次评估的基准日只有一年左右的时间,但资产价格的下调幅度依然可说是较大。而此次股票发行价格的变动则是纯粹的由于一年多来两次的分红调整。在此基础上,公司发行的股份总额相比上次也减少了 1 亿多股,此次非公开发行的股份占发行后的公司全部股份的比例也从 49.45%下降为 44.65%。

图表 1 公司两次评估的资产价值及发行股票数量和价格变动

	评估日		变动
	2010-5-31	2011-8-31	
置出资产（万元）	166,405.98	145,790.00	-12.39%
双汇集团注入资产（万元）	3,155,236.93	2,537,720.00	-19.57%
罗特克斯注入资产（万元）	96,315.70	74,104.00	-23.06%
注入资产小计（万元）	3,251,552.63	2,611,824.00	-19.67%
每股价格（元）	51.94	50.44	-2.89%
对双汇集团发行股票数量（股）	574,447,121.00	474,212,975.00	-17.45%
对罗特克斯发行股票数量（股）	18,323,813.00	14,691,542.00	-19.82%
非公开发行前公司股份（股）	605,994,900.00	605,994,900.00	0.00%
非公开发行后公司股份（股）	1,198,765,834.00	1,094,899,417.00	-8.66%
非公开发行股份占发行后股份比	49.45%	44.65%	-9.70%

资料来源：中航证券金融研究所

### 3、公司备考合并 2012 年盈利预测略为保守，主要是对屠宰量的预测偏低

对于公司提供的以重组后资产为会计主体而编制的备考合并 2012 年盈利预测报表，我们认为公司的预测略为保守，其主要原因在于公司对于屠宰量的预测数据较为保守。

首先，公司的业绩已经逐渐从“3.15”事件中走出，这在公司此次发布的公告中在众多地方均有提及，而公司四季度的数据也能够说明公司的经营状况已经恢复到“3.15”事件前经营水平。公司合并的 2011 年后 4 个月实现收入 142.93 亿元而公司前 8 个月实现的收入之和仅为 209.81 亿元，虽然毛利率变动不大，但公司销售收入的快速恢复表明经营的日渐改善。另外，公司后 4 个月销售费用率也从前 8 个月的 5.76% 下降到了 3.7% 的较低水平，同样资产减值损失也出现了大幅减少，公司的净利润率则从 2.86% 上升到了 6%。各项经营数据的好转表明公司经营情况的恢复，而在此基础上，公司 2012 年的业绩应该开始回归到正常的轨道上来。

其次，公司备考合并中预测 2012 年公司的生猪屠宰量为 1225.69 万头，我们认为预计较为保守。公司 2010 年实现生猪屠宰 1359.23 万头，虽然 2011 年的生猪屠宰量由于受到“3.15”事件的影响只实现了 1000.64 万头，但其中在后 4 个月已经有新建产能开始投产，而公司预计在 2012 年尚有南昌双汇、郑州双汇产能趋稳，南宁双汇、芜湖双汇和绵阳双汇新产能投入，公司预计这些产能将带来增量 209.31 万头。因此，即使我们不考虑这些新建产能利用率的提升变动，如果公司的原有产能恢复到 2010 年的水平，而新建产能按照公司的预计，则 2012 年依然可以实现生猪屠宰量约为 1560 万头，而公司的预测为 1435 万头，略为保守。

第三，公司对于高温肉制品以及低温肉制品的预测也略为保守，2012 年高温肉制品销量预测尚未恢复到 2010 年的水平，低温肉制品由于新产能的投入比 2010 年略高，作为国内肉制品产业的龙头企业，在市场环境日渐恢复的情况下，公司的肉制品业务应会得到更快的恢复。

### 4、双汇国际的股权激励带来管理费用的增加，管理层的决策权进一步提升

根据双汇国际的董事会决议，双汇国际决定用双汇国际的股份对双汇国际及下属的罗特克斯公司、双汇集团及本公司的高级管理职位人员及双汇国际董事长决定的其他合格员工实施一项为期3年员工奖励计划。根据此员工奖励计划，双汇国际董事会将在2012年至2014年期间分年进行考核，并于2014年12月31日之后，根据双汇国际经营目标的考核结果向上述人员最高可授予双汇国际6%的股份。因此，合并完后，公司每年因此影响的管理费用大约在1.29亿元、2.58亿元和2.58亿元。

公司管理层通过兴泰集团持有增发前罗特克斯30.23%的股份，此次股权激励计划实施后，公司管理层持有罗特克斯的股份将上升为36.23%，而相应的表决权则上升到53.19%，从而对公司的控制权更为牢固。

我们暂不调整前期预测。预测公司2011-2013年每股收益分别为0.26元、2.94元和4.33元，基于我们对行业未来发展的乐观判断以及对公司能力和实力的信心，我们给予公司2012年30倍的估值，则每股价格为88.2元。

继续维持公司买入评级。





图表2 经营情况预测

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
屠宰量	万头	1,100.00	1,400.00	1,000.00	1,720.00	2,200.00
生肉	万吨	132.00	168.00	120.00	206.40	264.00
<b>产销量</b>						
冷鲜肉	万吨	70.00	89.09	63.64	117.27	160.00
冷冻肉	万吨	27.10	32.46	23.19	39.88	47.83
低温	万吨	49.50	65.63	46.88	77.40	94.88
高温	万吨	82.20	104.62	74.73	113.41	135.38
<b>单价</b>						
冷鲜肉	万元/吨	1.17	1.21	1.53	1.43	1.43
冷冻肉	万元/吨	1.12	1.15	1.47	1.35	1.35
低温	万元/吨	1.37	1.39	1.46	1.61	1.69
高温	万元/吨	0.97	1.02	1.07	1.18	1.30
生猪收购均价	万元/吨	1.145	1.18	1.50	1.40	1.40
<b>销售收入</b>						
冷鲜肉	亿元	81.97	107.52	97.62	167.91	229.09
冷冻肉	亿元	30.36	37.47	34.03	54.04	64.80
低温	亿元	67.97	91.22	68.41	124.26	159.93
高温	亿元	79.73	106.71	80.03	133.60	175.45
小计	亿元	260.03	342.92	280.10	479.82	629.27
其他	亿元	23.48	24.58	20.00	20.00	20.00
收入合计	亿元	283.51	367.49	300.10	499.82	649.27
<b>毛利率</b>						
冷鲜肉		12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
冷冻肉		8.00%	8.00%	8.00%	7.00%	7.00%
低温		29.12%	27.84%	12.64%	25.88%	29.41%
高温		17.37%	19.02%	1.96%	16.82%	18.98%
<b>销售成本</b>						
冷鲜肉	亿元	72.14	94.61	85.91	147.76	201.60
冷冻肉	亿元	27.93	34.48	31.30	50.25	60.26
低温	亿元	48.18	65.82	59.77	92.11	112.90
高温	亿元	65.88	86.41	78.46	111.14	142.15
小计	亿元	214.12	281.33	255.44	401.26	516.92
其他	亿元	41.66	53.49	20.00	14.00	14.00
成本合计	亿元	255.78	334.82	275.44	415.26	530.92
毛利率		9.78%	8.89%	8.22%	16.92%	18.23%

资料来源：中航证券金融研究所





图表 3 公司财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	4035	6923	12645	17853	<b>营业收入</b>	36749	30010	49982	64927
现金	2371	4580	7341	13427	营业成本	33482	27544	41526	53092
应收账款	133	175	418	354	营业税金及附加	72	59	98	127
其他应收款	56	45	81	103	营业费用	1219	1500	2499	3246
预付账款	50	200	250	250	管理费用	482	600	1000	1299
存货	1349	1857	4475	3623	财务费用	-38	-19	-54	-142
其他流动资产	77	66	79	96	资产减值损失	3	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2674	6886	7081	7237	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	430	260	260	260	投资净收益	121	0	0	0
固定资产	2056	5495	5710	5881	<b>营业利润</b>	1651	325	4912	7305
无形资产	73	457	441	425	营业外收入	49	150	150	150
其他非流动资产	115	674	669	671	营业外支出	57	34	37	39
<b>资产总计</b>	6709	13809	19725	25090	<b>利润总额</b>	1642	441	5025	7416
<b>流动负债</b>	2378	4628	7072	7034	所得税	315	85	954	1415
短期借款	0	1000	1000	1000	<b>净利润</b>	1327	357	4071	6001
应付账款	680	1792	3744	3335	少数股东损益	238	49	553	816
其他流动负债	1698	1836	2328	2700	<b>归属母公司净利润</b>	1089	308	3519	5185
<b>非流动负债</b>	23	267	267	267	EBITDA	1818	687	5271	7612
长期借款	11	261	261	261	EPS (元)	1.80	0.26	2.94	4.33
其他非流动负债	12	6	7	7					
<b>负债合计</b>	2400	4895	7339	7302	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	886	935	1487	2303	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	606	1198	1198	1198	<b>成长能力</b>				
资本公积	509	509	509	509	营业收入	29.6%	-18.3%	66.6%	29.9%
留存收益	2307	2312	5232	9818	营业利润	23.6%	-80.3%	1411.7%	48.7%
归属母公司股东权益	3423	4020	6939	11526	归属于母公司净利润	19.6%	-71.7%	1041.7%	47.4%
<b>负债和股东权益</b>	6709	9850	15766	21131	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	8.9%	8.2%	16.9%	18.2%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	3.0%	1.0%	7.0%	8.0%
单位: 百万元					ROE(%)	31.8%	7.7%	50.7%	45.0%
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	ROIC(%)	84.5%	4.8%	66.3%	110.3%
<b>经营活动现金流</b>	1465	1071	3908	7142	<b>偿债能力</b>				
净利润	1327	357	4071	6001	资产负债率(%)	35.8%	49.7%	46.6%	34.6%
折旧摊销	205	380	412	449	净负债比率(%)	0.45%	25.75%	17.17%	17.26%
财务费用	-38	-19	-54	-142	流动比率	1.70	1.50	1.79	2.54
投资损失	-121	0	0	0	速动比率	1.12	1.09	1.15	2.02
营运资金变动	40	251	-552	850	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	52	102	30	-17	总资产周转率	5.90	2.14	2.98	2.90
<b>投资活动现金流</b>	-403	-377	-601	-600	应收账款周转率	317	160	160	160
资本支出	454	397	601	600	应付账款周转率	49.35	15.00	15.00	15.00
长期投资	0	-20	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	51	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.91	0.26	2.94	4.33
<b>筹资活动现金流</b>	-609	-484	-546	-457	每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	0.89	3.26	5.96
短期借款	0	-200	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.86	3.36	5.79	9.62
长期借款	-1	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	75.20	265.82	23.28	15.80
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	23.93	20.38	11.80	7.11
其他筹资现金流	-608	-284	-546	-457	EV/EBITDA	22	57	7	5
<b>现金净增加额</b>	453	210	2761	6085					

资料来源: 中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

**买入：** 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

**持有：** 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

**卖出：** 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

**增持：** 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

**中性：** 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

**减持：** 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

## 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。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。