

双汇发展 (000895)

买入/维持评级

股价: RMB60.75

#### 分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhc.com.cn

逄海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8637

luhy@mail.htlhc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

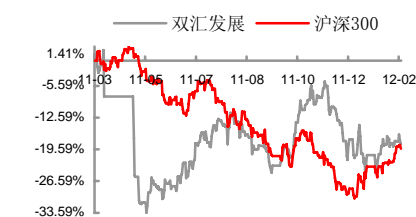
jiangxiaodong@mail.htlhc.com.cn

#### 相关研究

#### 基础数据

总股本 (百万股)	606
流通 A 股 (百万股)	606
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	36,815

#### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 重组告一段落, 开启新征程

- 公司重大资产重组获得证监会核准, 表明历时两年多的重组终于快告一段落。4月6日, 公司公告重大资产重组获得证监会并购审核委员会审核通过, 这次是正式收到批复。2月16日, 公司公告更新重大资产重组相关事项, 主要是去年3·15事件后, 对置出资产、拟注入资产价值重新评估, 同时调整对应发行价格、发行股份数量。这次的公告, 只是在2月16日更新后的重组相关事项基础上, 对标的资产收入、成本预测, 评估结果等事项做了补充、更新。
- 发行情况概述。**1、除息后, 发行价格和换股价格调整为49.89元/股。2、此次拟发行4.94亿股, 其中资产置换、发行股票购买资产部分拟发行4.55亿股, 吸收合并拟发行3971万股。发行后, 总股本增至11亿股, 其中双汇集团持有6.63亿股, 占比60.24%, 罗特克斯持有1.43亿股, 占比13.02%, 其余为流通股东。3、拟注入资产交易价格对应2011、2012年预测市盈率分别为32.55倍和13.11倍。4、因实施股权激励计划对净利润的影响金额1.29亿元, 都已考虑在2012年的备考合并盈利预测之中。
- (根据重大资产重组方案, 标的资产分为拟注入资产和置出资产两大类, 拟注入资产又包括置入资产、罗特克斯认股资产和被吸并资产共三类。)
- 拟注入资产预测净利润13、14年增速均在25%以上。**根据资产评估报告, 2012年-2014年, 拟注入资产预测净利润分别为19.12、24.85、31.47亿元。2012年预测净利润基本与2010年持平, 2013、2014年分别同比增长29.96%、26.64%。拟注入资产过去5年(2006年-2010年)收入保持了较高的增长速度, 年复合增长率为35%。拟注入资产历史五年、未来两年业绩预测增速较快, 主要是其业务是由增速较快的屠宰、低温肉制品构成的。以2011年8月31日为基准日所做盈利预测, 尽管受到3·15事件影响, 2011年盈利出现一定程度的波动, 但以2010年为基数计算未来收入、净利润复合增长率分别为18.70%、14.00%, 显著低于拟注入资产历史平均增速, 预测较为谨慎。如果拟注入资产实际盈利低于盈利预测、在建工程完工进度低于预期, 都由双汇集团和罗特克斯进行补偿。

#### 经营预测与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	35230	46244	54447	64618
(+/-%)	0.29	31.26	17.74	18.68
归属母公司净利润(百万元)	1348	3283	4090	4940
(+/-%)	-54.23	143.46	24.58	20.79
EPS(元)	1.22	2.98	3.72	4.49
P/E(倍)	50	20	16	14

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

**盈利预测与评级。**重大资产重组完成后，关联交易减少，盈利能力提升。根据公告，未来五年，公司年生猪屠宰量将超过 3000 万头，生鲜冻品和肉制品年产量均将超过 300 万吨，表明公司对未来发展充满信心。前期股价下跌较多，主要是一季报业绩低于预期，4、5 月份淡季经营低于预期。随着生猪价格处于低位的时间延长，以及瘦肉精影响的消除，公司将逐渐恢复正常的增速，从公司对 12、13、14 年拟注入资产的盈利预测中也能体现出来。我们预计，2012-2014 年重组后整体每股收益分别为 2.98、3.72 和 4.49 元，目前股价对应市盈率分别为 20、16 和 14 倍，估值已经较为合理，维持买入评级。

**风险提示：**食品安全风险；市场恢复拓展进度低于预期。

## 附表

表格 1：拟注入资产历史、未来利润预测

拟注入资产	亿元	归属股公司股东净利润	净利润预测	同比增速
2009 年		12.62		
2010 年		18.36		45.48%
2011 年 1-8 月		3.49		
2011 年		8.02		-56.32%
2012E		18.74	19.12	133.67%
2013E			24.85	29.97%
2014E			31.47	26.64%

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

表格 2：重大资产重组前后主要财务数据对比

单位：亿元	营业收入	归属母公司净利润	每股收益
2010 年实际	363.1	11.59	1.91
2010 年备考	351.3	29.46	2.68
2011 年 1-8 月实际	222.9	2.23	0.37
2011 年 1-8 月备考	209.8	5.57	0.51
2011 年实际	376.2	5.65	0.93
2011 年备考	355.8	13.45	1.22
2012 年预测实际	461.7	11.6	1.92
2012 年预测备考	444.4	29.48	2.68

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

**表格 3：重大资产重组后整体合并利润表预测**

单位：亿元	2010 年	2011 年	2012 年备考	2012E	2013E	2014E
营业收入	351.27	352.30	444.42	462.44	544.47	646.18
营业成本	285.18	305.73	370.35	382.63	449.42	532.82
营业税金及附加	0.67	1.00	1.50	1.57	1.63	1.94
销售费用	17.25	17.39	21.69	22.57	25.86	30.37
管理费用	8.11	10.75	12.75	13.27	14.97	17.45
财务费用	-0.14	0.30	0.39	0.42	0.38	0.39
资产减值损失	1.01	0.82	0.37	0.37	0.30	0.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.26	0.23	0.15	0.15	0.15	0.15
营业利润	39.46	16.54	37.52	41.76	52.05	63.06
营业外收入	2.07	2.52	1.92	1.92	2.00	2.00
营业外支出	0.65	0.69	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	40.88	18.37	39.44	43.68	54.05	65.06
所得税费用	8.11	3.89	8.28	9.17	11.35	13.66
净利润	32.77	14.48	31.16	34.51	42.70	51.40
归属于母公司股东的净利润	29.46	13.48	29.48	32.83	40.90	49.40
少数股东损益	3.31	1.00	1.68	1.68	1.80	2.00
每股收益	2.68	1.22	2.68	2.98	3.72	4.49

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准 20%以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司