



000895.SZ

增持

原评级: 增持

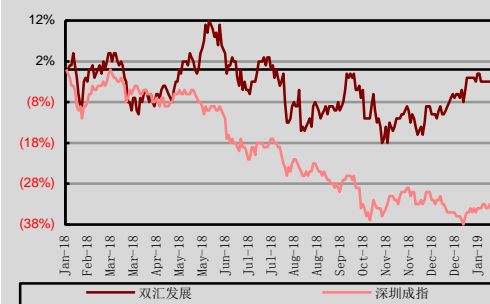
市场价格: 人民币 24.5

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 双汇发展吸收合并预案点评

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.1	3.8	10.5	(5.3)
相对深证成指	(4.2)	0.2	9.6	28.9

发行股数(百万)	3,300
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	80,826
3个月日均交易额(人民币 百万)	230
净负债比率(%) (2019E)	(47)
主要股东(%)	
河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司	59

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年1月25日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

86755-82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者

双汇发展

重组略增厚业绩, 促进资源整合与治理结构优化

双汇发展拟实际新增 1,919 万股进行重组, 我们认为可以略增厚业绩。重组有望促进双汇发展资源整合与治理结构优化。预计 18-20 年 EPS 分别为 1.48、1.59、1.73 元, 同比增 13%、7%、9%, 维持增持评级。

支撑评级的要点

- 双汇发展拟实际新增 1,919 万股进行重组, 我们认为可以略增厚业绩。双汇发展拟向罗特克斯新发行约 19.75 亿股吸收合并双汇集团, 发行价格 20.34 元/股, 本次交易不涉及现金支付。重组完成后, 双汇集团持有的双汇发展约 19.56 亿股股票将被注销, 双汇发展实际新增股份数量约为 1,919 万股, 对价约 3.9 亿。完成后, 罗特克斯持有双汇发展 73.41% 股权, 双汇集团注销, 双汇发展直接控股公司由双汇集团变为罗特克斯, 实际控制人仍为兴泰集团。结合重组预案, 按 2016 年年报数据测算, 可以增厚当年归母净利润约 3,000 万; 按 2017 年年报数据测算, 可以增厚当年归母净利润约 5,000 万; 按 2018 年半年报和三季度数据推算, 可以增厚当年归母净利润约 5,000 万以上。
- 重组有望促进双汇发展资源整合与治理结构优化。(1) 重组完成后, 双汇发展将成为万洲国际在中国境内唯一肉业平台, 有望促进双汇发展进一步聚焦肉业主业, 整合体系内优势资源。(2) 重组可以精简双汇发展控股股东万洲国际持股架构, 提高其管理效率, 从而优化双汇发展治理结构。通过吸收合并双汇集团旗下双汇海樱 49.66%、双汇计算机 51%、双汇意科 51% 股权, 可以消除双汇发展与双汇集团在调味料业务、软件开发等方面的关联交易; 通过吸收合并双汇集团旗下双汇财务 40% 股权, 从而达到 100% 控股, 双汇发展有望充分运用双汇财务提供的金融服务, 为各个体系的日常经营和战略发展提供进一步支持。

评级面临的主要风险

- 重组进度不达预期、原料成本大幅上涨、肉制品结构转型不达预期。

估值

- 我们维持此前盈利预测, 预计 18-20 年 EPS 分别为 1.48、1.59、1.73 元, 同比增 13%、7%、9%, 维持增持评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	51,845	50,578	49,750	52,319	56,520
变动(%)	16	(2)	(2)	5	8
净利润(人民币 百万)	4,405	4,319	4,897	5,252	5,711
全面摊薄每股收益(人民币)	1.335	1.309	1.484	1.592	1.731
变动(%)	3.5	(1.9)	13.4	7.2	8.7
市场预期每股收益(人民币)			1.511	1.668	1.826
全面摊薄市盈率(倍)	18.4	18.7	16.5	15.4	14.2
价格/每股现金流量(倍)	14.6	14.3	12.6	14.9	11.9
每股现金流量(人民币)	1.68	1.71	1.95	1.65	2.06
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.3	12.0	10.2	9.3	8.2
每股股息(人民币)	1.250	2.100	0.696	0.789	0.846
股息率(%)	5.1	8.6	2.8	3.2	3.5

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	51,845	50,578	49,750	52,319	56,520
销售成本	(42,440)	(40,907)	(39,408)	(41,380)	(44,677)
经营费用	(3,019)	(3,264)	(3,154)	(3,339)	(3,684)
息税折旧前利润	6,387	6,407	7,188	7,600	8,160
折旧及摊销	946	957	1,002	1,014	992
经营利润(息税前利润)	5,440	5,451	6,186	6,586	7,168
净利息收入/(费用)	55	(9)	67	159	219
其他收益/(损失)	404	209	344	344	344
税前利润	5,862	5,759	6,530	7,002	7,614
所得税	(1,300)	(1,249)	(1,416)	(1,518)	(1,651)
少数股东权益	(156)	(191)	(217)	(233)	(253)
净利润	4,405	4,319	4,897	5,252	5,711
核心净利润	4,405	4,319	4,897	5,252	5,711
每股收益(人民币)	1.335	1.309	1.484	1.592	1.731
核心每股收益(人民币)	1.335	1.309	1.484	1.592	1.731
每股股息(人民币)	1.250	2.100	0.696	0.789	0.846
收入增长(%)	16	(2)	(2)	5	8
息税前利润增长(%)	4	0	13	6	9
息税折旧前利润增长(%)	4	0	12	6	7
每股收益增长(%)	4	(2)	13	7	9
核心每股收益增长(%)	4	(2)	13	7	9

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	5,862	5,759	6,530	7,002	7,614
折旧与摊销	946	957	1,002	1,014	992
净利息费用	(18)	55	0	(72)	(103)
运营资本变动	2,694	576	399	(901)	44
税金	(1,300)	(1,249)	(1,416)	(1,518)	(1,651)
其他经营现金流	(2,638)	(448)	(92)	(92)	(92)
经营活动产生的现金流	5,546	5,650	6,423	5,433	6,805
购买固定资产净值	371	453	(500)	(500)	(500)
投资减少/增加	(694)	807	(173)	(8)	212
其他投资现金流	2,086	(1,662)	0	0	0
投资活动产生的现金流	1,764	(402)	(673)	(508)	(288)
净增权益	(1)	0	(4)	0	0
净增债务	455	886	(1,947)	0	0
支付股息	(4,124)	(6,929)	(2,296)	(2,603)	(2,792)
其他融资现金流	(3,071)	3,562	(27)	72	103
融资活动产生的现金流	(6,741)	(2,481)	(4,274)	(2,531)	(2,689)
现金变动	569	2,768	1,476	2,394	3,828
期初现金	2,427	3,304	6,163	7,639	10,033
公司自由现金流	7,348	5,295	5,817	5,011	6,634
权益自由现金流	7,778	6,094	3,817	5,011	6,634

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	3,304	6,163	7,639	10,033	13,861
应收帐款	209	171	203	191	235
库存	3,220	2,928	2,994	3,225	3,490
其他流动资产	309	754	731	865	1,032
流动资产总计	7,041	10,017	11,568	14,314	18,618
固定资产	12,180	11,727	11,275	10,811	10,370
无形资产	1,105	1,072	1,022	972	921
其他长期资产	1,025	273	521	602	463
长期资产总计	14,311	13,073	12,818	12,385	11,754
总资产	21,352	23,089	24,386	26,699	30,373
应付帐款	149	145	144	160	169
短期债务	1,055	1,942	0	0	0
其他流动负债	6,028	7,262	5,772	5,188	5,681
流动负债总计	6,176	7,407	5,916	5,349	5,850
长期借款	6	5	0	0	0
其他长期负债	101	210	215	215	215
股本	3,300	3,300	3,296	3,296	3,296
储备	10,903	11,319	13,893	16,542	19,461
股东权益	14,203	14,617	17,188	19,836	22,755
少数股东权益	866	850	1,067	1,300	1,552
总负债及权益	21,352	23,089	24,386	26,699	30,373
每股帐面价值(人民币)	4.30	4.43	5.21	6.01	6.90
每股有形资产(人民币)	3.97	4.10	4.90	5.72	6.62
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.68)	(1.28)	(2.32)	(3.04)	(4.20)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.3	12.7	14.4	14.5	14.4
息税前利润率(%)	10.5	10.8	12.4	12.6	12.7
税前利润率(%)	11.3	11.4	13.1	13.4	13.5
净利率(%)	8.5	8.5	9.8	10.0	10.1
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.4	2.0	2.7	3.2
利息覆盖率(倍)	224.7	62.4	115.5	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	1.0	1.4	2.1	2.6
估值					
市盈率(倍)	18.4	18.7	16.5	15.4	14.2
核心业务市盈率(倍)	18.4	18.7	16.5	15.4	14.2
市净率(倍)	5.7	5.5	4.7	4.1	3.6
价格/现金流(倍)	14.6	14.3	12.6	14.9	11.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.3	12.0	10.2	9.3	8.2
周转率					
存货周转天数	23.2	22.2	21.7	21.7	21.7
应收帐款周转天数	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
应付帐款周转天数	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
回报率					
股息支付率(%)	93.6	160.4	46.9	49.6	48.9
净资产收益率(%)	28.4	30.0	30.8	28.4	26.8
资产收益率(%)	19.1	19.2	20.4	20.2	19.7
已运用资本收益率(%)	31.8	32.8	35.1	33.9	32.1

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371