

2010年11月30日
劉薈
Liuhibe@e-capital.com.cn
目標價(元)
74.00
公司基本資訊

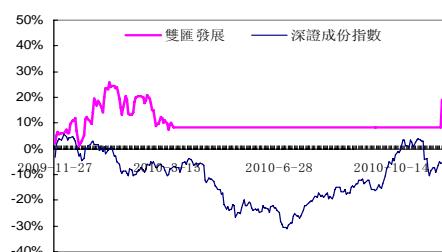
產業別	食品飲料
A股價 (10/11/29)	54.43
上證綜合指數 (10/11/29)	12539.01
股價 12個月高/低	57.32/45.63
總發行股數 (百萬)	605.99
A股數 (百萬)	605.86
A市值 (億元)	329.76
主要股東	河南省漯河市雙匯實業集團有限公司 (30.27%)
每股淨值 (元)	5.10
股價/帳面淨值	10.67
一個月 三個月 一年	
股價漲跌(%)	0 0 8.44

近期評等
出刊日期 前日收盤 評等
產品組合

鮮凍品	37%
肉製品	50%

機構投資者占流通A股比例

基金	20.1%
一般法人	52.93%

股價相對大盤走勢

年度截止 12月31日

		2009	2010	2011F	2012F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	2079	2895	3689	4760
同比增減	%		39.26%	27.44%	29.05%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.679	2.338	2.980	3.845
同比增減	%		39.26%	27.44%	29.05%
A股市盈率(P/E)	X	29.5	21.2	16.6	12.9
股利 (DPS)	RMB 元	0	0	0	0
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

雙匯發展(000895.SZ) Strong Buy 強力買入
整體上市及管理層控股，為公司良性發展鋪平道路
結論與建議：

重組後的雙匯發展成為我國肉類行業內規模最大的企業，整體上市及管理層控股，為公司良性發展鋪平道路。停牌前股價對應的2010年、2011年、2012年PE分別為21.2倍、16.6倍和12.9倍，給予強力買入的投資建議，目標價74元，對應2011年25倍PE。

- 雙匯發展重組方案公佈，將按照“主輔分離”的原則，實現主業資產整體上市，全部交易完成後，雙匯發展總股本將由6.06億股擴大到12.38億股。雙匯集團的持股比例由30.27%提高至64.33%，羅特克斯的持股比例由21.18%下降至11.92%。
- 另外，2007年以來雙匯發展一直由高盛集團和鼎暉投資通過Shine B共同控制。而2010年11月26日Shine B的股東共同決定，將Shine B解散。調整後，雄域公司持有雙匯國際股份比例為30.23%，表決權達到53.2%。由此，擁有雄域公司100%股權的興泰集團成為雙匯發展實際控制人，其受益人主要為雙匯集團高管，雙匯集團掌門人萬隆為最大股東。
- 本次新注入資產以屠宰、肉製品加工為主，其09年實現營收166.07億元，YOY 29%；實現淨利潤12.62億元，YOY 65%。其中，鮮凍肉和肉製品的產量分別達到75.85萬噸和55.52萬噸，分別占總營收的46%和36%。預計2010年將實現淨利潤18.76億元，YOY 38%。按照增發6.32億股，發行價格50.94元/股計算，對應PE為17.2倍。
- 重組完成後，按照09年口徑計算，新雙匯發展年生豬屠宰量將達到1,136萬頭，肉製品產量將達到144萬噸，分別較本次重組前增長245.7%和68.4%，成為我國肉類行業內規模最大的企業。同時關聯交易大大降低，減少了利潤漏出。
- 公司計畫通過3-5年的努力，實現年屠宰生豬3,000萬頭以上，年產肉製品300萬噸以上，成為世界最大的肉製品加工企業之一。
- 預計重組後雙匯發展2010年、2011年、2012年將實現歸屬於母公司所有者的淨利潤分別為28.95億元、36.89億元和47.60億元，YOY 39.26%、27.44%和29.05%，按照股本攤薄後計算，EPS分別為2.338元、2.980元和3.845元，停牌前股價對應的PE分別為21.2倍、16.6倍和12.9倍，給予強力買入的投資建議，目標價74元，對應2011年25倍PE。

.....接續下頁.....

重組方案

雙匯集團實現主業資產整體上市，實際控制人變為管理層。

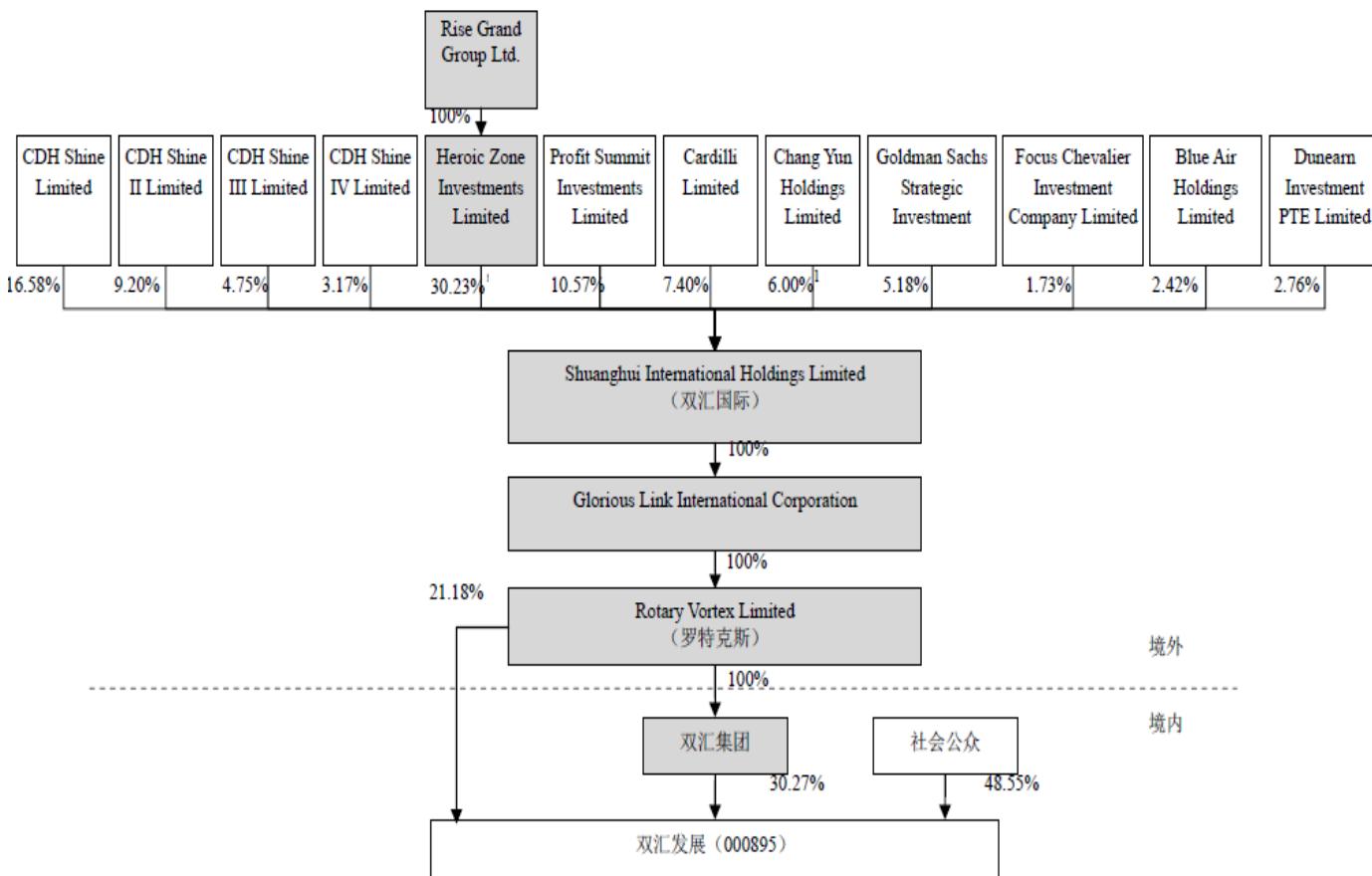
雙匯發展重組方案公佈，將按照“主輔分離”的原則，實現主業資產整體上市，雙匯集團和羅特克斯以其持有的屠宰、肉製品加工等肉類主業公司股權和為主業服務的密切配套產業公司股權，共 29 家注入上市公司；同時上市公司將持有的雙匯物流 85%股權置出給雙匯集團。重組後，雙匯發展經營肉類主業，雙匯集團、羅特克斯則保留少量如物流、蛋白、生化、調味料等其他產業。

本次發行價格按董事會決議公告日前 20 個交易日的交易均價即 51.94 元/股，除息後，發行價格調整為 50.94 元/股。根據置入資產和置出資產的交易價格格計算，本次擬向雙匯集團發行 A 股股票 6.13 億股；向羅特克斯發行 0.19 億股，36 個月內不得轉讓。全部交易完成後，雙匯發展總股本將由 6.06 億股擴大到 12.38 億股。雙匯集團的持股比例由 30.27%提高至 64.33%，羅特克斯的的持股比例由 21.18%下降至 11.92%。

另外，2007 年以來雙匯發展一直由高盛集團和鼎暉投資通過 Shine B 共同控制。而 2010 年 11 月 26 日雙匯國際的股東作出決議並簽署相關協議進行股權調整。Shine B 的股東共同決定，將 Shine B 解散，其股東按照在雙匯國際的實際權益轉為在雙匯國際直接持股。調整後，雄域公司持有雙匯國際股份比例為 30.23%，表決權達到 53.2%。由此，擁有雄域公司 100%股權的興泰集團成為雙匯發展實際控制人。

其中興泰集團的受益人共計 263 人，雙匯集團掌門人萬隆為最大股東。上述 263 人，主要是雙匯集團高層管理人員、中層管理人員、重要的銷售骨幹業務人員、核心技術人員。雙匯發展實際控制人變為管理層引發要約收購，要約收購價 56 元/股，較停牌前收盤價溢價 13.18%。

圖 1：股權調整後雙匯發展的股權結構



資料來源：公司公告、群益證券整理

表 1：股東持股比例變化情況

股東名稱	重組前		重組後	
	股票數量(百萬股)	持股比例 (%)	股票數量(百萬股)	持股比例 (%)
雙彙集團	183.42	30.27	796.69	64.33
羅特克斯	128.39	21.18	147.61	11.92
其他無限售條件股東	294.18	48.55	294.18	23.75
合計	605.99	100	1238.48	100

資料來源：公司公告、群益證券整理

資產品質

**擬注入資產質地優良，有一定
的估值優勢。**

本次新注入資產以屠宰、肉製品加工為主，假設將擬注入（包括置入資產、羅特克斯認購資產、被吸並方資產）資產視為一個模擬會計主體，其 09 年實現營收 166.07 億元，YOY 29%；實現淨利潤 12.62 億元，YOY 65%。其中，鮮凍肉和肉製品的產量分別達到 75.85 萬噸和 55.52 萬噸，分別占總營收的 46% 和 36%。

按照模擬會計主體公佈的經營狀況，預計 2010 年將實現淨利潤 18.76 億元，YOY 38%。按照增發 6.32 億股，發行價格 50.94 元/股計算，對應 PE 為 17.2 倍。

表 2：2009 年肉製品產量對比

	單位	原雙匯發展	擬注入資產	雨潤食品
屠宰	萬頭/年	328.56	807.38	978.00
鮮凍品	萬噸/年	29.37	75.85	82.90
其中：冷鮮肉	萬噸/年	21.81	53.77	59.30
冷凍肉	萬噸/年	7.55	22.08	23.60
肉製品	萬噸/年	85.77	55.52	15.40
其中：高溫肉製品	萬噸/年	65.58	25.35	1.40
低溫肉製品	萬噸/年	20.19	30.17	14.00

資料來源：公司公告、群益證券整理

新雙匯發展

**重組後公司低溫肉製品比重加
大，計畫 5 年內產能翻番。**

重組完成後，按照 09 年口徑計算，新雙匯發展年生豬屠宰量將達到 1,136 萬頭，肉製品產量將達到 144 萬噸，分別較本次重組前增長 245.7% 和 68.4%，成為我國肉類行業內規模最大的企業。生產規模的跨越式增長，將顯著提高上市公司的綜合競爭能力及盈利能力。

同時本次注入的肉製品加工資產產品主要為中高端、利潤率較高的低溫肉製品。重組完成後，低溫肉製品產量占肉類產品的比重由 24% 提升至 34%，大力改善公司的產品結構，有效地提高了公司產品的盈利能力，為公司效益的持續穩定增長提供保障。

另外，主業資產整體上市大大降低了雙匯發展對雙彙集團的關聯交易額，預計重組後關聯採購額由 166.81 億元降至 26.61 億元；關聯銷售額由 25.82 億元降至 13.03 億元，避免了上市公司與集團之間的同業競爭，利潤漏出減少。

公司計畫通過 3-5 年的努力，實現年屠宰生豬 3,000 萬頭以上，年產肉製品 300 萬噸以上，成為世界最大的肉製品加工企業之一。

盈利預測

給予強力買入建議

近年來，隨著居民收入的提高，屠宰及肉類加工行業規模穩步擴大。2009 年的肉豬出欄頭數達到 6.40 億頭，肉類總產量達到 7,642 萬噸。但是行業集中度較低，3 萬家定點屠宰場僅宰殺 3 億頭，私屠亂宰現象嚴重。預計隨食品安全逐漸受到重

視，肉製品龍頭企業將受益于產業集中度的提高。

考慮到自 2010 年 7 月下旬，豬糧比價已回升至養殖戶盈虧平衡點的 6:1 大關上方，預計在豬肉價格小幅攀升的背景下，生豬存欄量與生豬屠宰量都將逐漸穩步增長。

預計重組後雙匯發展 2010 年、2011 年、2012 年將實現歸屬於母公司所有者的淨利潤分別為 28.95 億元、36.89 億元和 47.60 億元，YOY 39.26%、27.44% 和 29.05%，按照股本攤薄後計算，EPS 分別為 2.338 元、2.980 元和 3.845 元，停牌前股價對應的 PE 分別為 21.2 倍、16.6 倍和 12.9 倍，給予強力買入的投資建議，目標價 74 元，對應 2011 年 25 倍 PE。

預期報酬(Expected Return ; ER)為準，說明如下：

強力買入 StrongBuy (ER \geq 30%)；買入 Buy (30% $>$ ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% $>$ ER $>$ -10%)

賣出 Sell (-30% $<$ ER \leq -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2009	2010F	2011F	2012F
營業收入	28,252	35,212	45,776	57,220
經營成本	23,382	28,761	37,262	46,348
主營業務利潤	4,822	6,377	8,423	10,757
銷售費用	1,446	1,721	2,289	2,861
管理費用	604	795	1,053	1,316
財務費用	-5	13	23	29
營業利潤	2,782	3,831	5,038	6,527
業外收入	78	231	100	100
稅前利潤	2,850	4,006	5,123	6,612
所得稅	528	796	1,025	1,322
少數股東損益	243	315	410	529
歸屬於母公司所有者的淨利潤	2,079	2,895	3,689	4,760

附二：合并資產負債表

百萬元	2009	2010F	2011F	2012F
貨幣資金	2,299	3,202	4,081	5,266
存貨	2,449	3,411	4,346	5,609
應收賬款	104	130	162	203
流動資產合計	6,831	8,743	10,590	13,079
長期股權投資	259	321	348	367
固定資產	4,358	4,475	4,581	4,627
無形資產及其他資產合計	349	367	385	404
資產總計	12,050	13,680	15,211	20,285
流動負債合計	3,735	3,851	3,957	4,003
長期負債合計	271	280	288	291
負債合計	4,006	4,131	4,245	4,294
少數股東權益	928	1,086	1,291	1,555
股東權益合計	8,044	8,462	9,675	14,436
負債及股東權益合計	12,050	13,680	15,211	20,285

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證；@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證；@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。