


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
2010-12-06


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合

日常消费品/食品饮料

证券研究报告 / 公司研究 / 深度研究

双汇发展 (000895)**买入/首次评级**

股价: RMB65.86

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141
021-68498615 jiangxiaodong@lhzq.com

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000210080001
021-68498639 hongting@lhzq.com

逯海燕

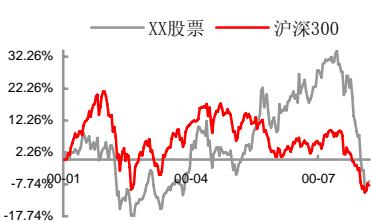
SAC 执业证书编号:S1000210080005
021-68498637 luhu@lhzq.com

双汇发展 (000895): 巨无霸浮出水面

- 管理层成为实际控制人。公司股权经历了三次变化：股改完成后，高盛、鼎晖合计持股 51.45%；07 年以来境外股东层面发生变化，公司仍由高盛和鼎晖共同控制，但管理层持股的兴泰集团持股 16.37%；此次双汇国际股权调整后，兴泰集团持股 15.6%，通过表决权安排成为公司实际控制人，鼎晖、高盛策略投资持股比例分别为 17.3% 和 2.7%。
- 集团整体上市。由双汇集团和罗特克斯将其持有的屠宰、肉制品加工等肉类主业公司股权和为主业服务的密切配套产业公司股权注入公司。公司以换股方式吸收合并 5 家公司。对于此前被否的 9 家公司少数股东股权，公司拟按罗特克斯收购时的原始受让价格 6.15 亿元，以现金受让原由罗特克斯收购的少数股东股权。按照预案公告的盈利预测，拟注入资产 2010 年发行市盈率为 18.44 倍。
- 拟注入资产质量优、盈利高。按照 2010 年盈利预测，拟注入资产增加归属母公司净利润 165.9%，加上 9 家公司少数股权，重组后归属母公司净利润增加 185.5%。拟注入资产以低温肉制品和冷鲜肉为主，带来其高成长性和盈利性。拟注入资产的化工包装和生猪养殖业务，也带来产业链一体化优势。
- 公司进入新一轮黄金成长期。我国庞大的人口基数、快速发展的经济，为消费品企业成长为巨人提供了肥沃的土壤。生猪屠宰、肉制品加工行业整合空间大，冷鲜肉、低温肉制品增长亮点有望持续数年。公司根据“十二五”规划提出的产能扩张计划彰显巨人魄力。
- 盈利预测与评级。我们预计 2010-2012 年每股收益分别为 2.34、3.32、4.26 元，最新收盘价对应市盈率分别为 26X、20X 和 15X。我们看好公司的长期发展，消费品巨无霸浮出水面，首次给予“买入”评级。

基础数据

总股本 (百万股)	1238
流通 A 股 (百万股)	1238
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	81572

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

经营预测与估值	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	28252	35212	43803	54182
(+/-%)		24.6	24.4	23.7
归属母公司净利润(百万元)	2079	2895	4117	5270
(+/-%)		39.3	42.2	28.0
EPS(元)	1.68	2.34	3.32	4.26
P/E(倍)	39	26	20	15

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

管理层成为实际控制人

公司控股股东一直是双汇集团，但近几年其境外股权发生较大变化。2007年至预案公告日，公司的实际控制人为高盛和鼎晖共同控制的罗特克斯。此次重大资产重组后，通过表决权安排，管理层持股的兴泰集团成为公司实际控制人。

股改完成后股权结构。高盛策略投资、鼎晖Shine持股比例分别为26.2%和25.2%，合计51.5%，共同控制公司，社会公众股持股48.6%。

2007年以来，境外股东层面发生一系列的股权变动。兴泰集团持有公司16.4%的股权，但公司仍由高盛集团和鼎晖投资通过罗特克斯共同控制，其合计持股约24.1%。其他股东合计持股10.9%，社会公众持股48.6%。

双汇国际股权调整后，通过表决权安排，兴泰集团成为公司实际控制人，持股比例15.6%（根据修订后的双汇国际公司章程，双汇国际普通决议表决时，雄域公司及运昌公司拥有股东会表决权比例达到53.19%，同时，雄域公司在双汇国际董事会表决权比例超过半数）。鼎晖、高盛策略投资持股比例分别为17.3%和2.7%，社会公众持股仍为48.6%。

表格1：双汇发展三次重大的股权演变

	股改完成后	2007年以来	双汇国际股权调整后
鼎晖	25.2%	24.1%	17.3%
高盛策略投资	26.2%		2.7%
兴泰集团		16.4%	15.6%
润峰投资		2.6%	5.4%
郭氏集团		4.0%	3.8%
运昌公司			3.1%
新天域		1.7%	2.1%
淡马锡		2.6%	1.4%
社会公众	48.6%	48.6%	48.6%
合计	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

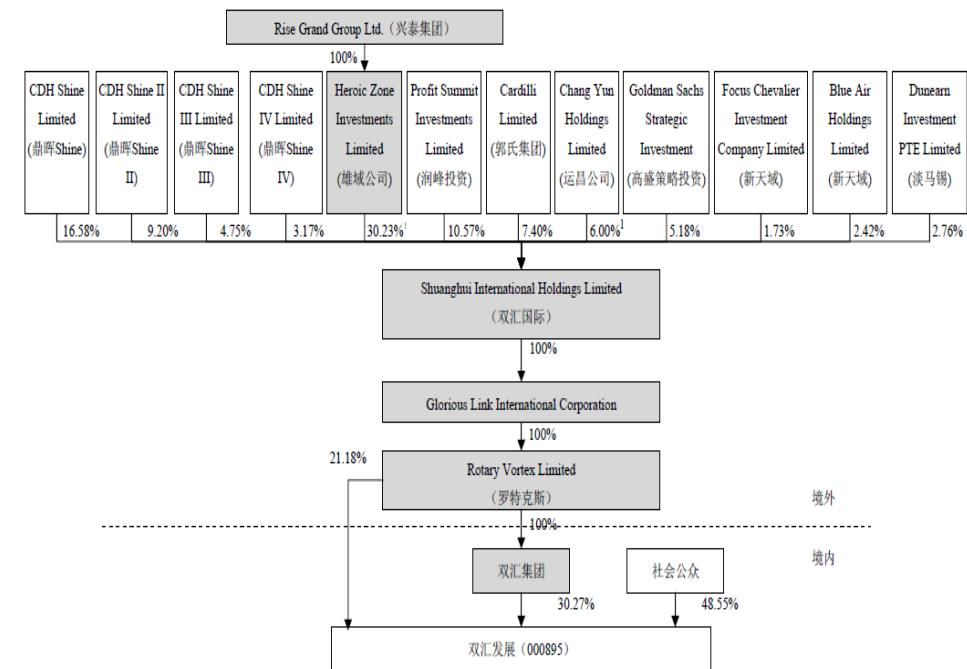
兴泰集团是公司及其关联企业员工于2007年3月通过信托方式，在维京群岛设立的。兴泰集团受益人共计263人，均为双汇发展及其关联企业的员工，其拥有的权益比例分散。

运昌公司持有双汇国际6%的股份，1%受让于Shine D Holding Limited，5%为双汇国际向其新发行的股份。双汇国际的股东决定以运昌公司持有的双汇国际6%的股份对双汇管理团队实施一项为期3年员工奖励计划。

表格 2：兴泰集团部分受益人持股比例（高管层）

姓名	兴泰集团持股	职务
万隆	14.41%	集团董事长
张俊杰	6.18%	公司董事长
何科	6.18%	
李冠军	6.18%	
乔海莉	3.30%	公司监事
张华伟	3.04%	
王玉芬	2.79%	公司董事
王国强	2.13%	
杜俊甫	1.96%	
刘利钢	1.96%	
游召胜	1.85%	
赵银章	持有 4.7% 权益（其中 3% 为代持的预留权益）	
楚玉华	1.46%	监事会主席
胡兆振	1.42%	财务总监
贺圣华	0.51%	公司副总
祁勇耀	0.67%	董事会秘书
游牧	0.20%	
李骏	0.28%	公司副总

资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

图 1：预案股权调整后公司股权结构


注：(1)在股东会表决普通决议时，雄域公司持有的每份股份拥有 2 票表决权；(2)在股东会表决普通决议时，运昌公司持有的每份股份拥有 2 票表决权，且其表决权需根据雄域公司的不时指示行使。

资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

集团整体上市

集团主业相关资产全部注入上市公司。按照重组预案，集团和罗特克斯将其持有的屠宰、肉制品加工等主业股权和为主业服务的密切配套产业公司股权注入公司，实现集团整体上市。

此次拟注入资产包括三个部分：双汇集团认股资产、罗特克斯认股资产、吸收合并 5 家公司，而置出资产是双汇物流 85% 股权。拟注入资产交易价格约 339.4 亿元，除息后的发行价格和换股价格 50.94 元/股。拟发行 6.32 亿股，发行后公司总股本增值 12.38 亿股，其中双汇集团、罗特克斯持股比例分别为 64.33%、11.92%。

按照预案公告的拟注入资产盈利预测，2010 年拟注入资产归属于母公司净利润 18.76 亿元，拟注入资产预估值约 345.9 亿元，以此计算拟注入资产 2010 年发行市盈率为 18.44 倍。

表格 3：拟注入资产简介

罗特克斯认股资产		双汇集团认股资产	
旗下公司	股权比例	集团旗下公司	股权比例
漯河双江保鲜包装	30%	漯河连邦化学	100%
上海双江大昌	14%	漯河天润彩印包装	100%
		漯河弘毅新材料	100%
吸收合并		漯河卓智新型包装	100%
广东双江		唐山双汇	100%
内蒙古双江		山东德州双汇	100%
双汇牧业		绵阳双汇	100%
双汇新材料		湖北武汉双汇	100%
华懋化工包装		江苏淮安双汇	100%
		济源双汇	100%
置出资产		漯河双汇肉业	100%
公司名称	股权比例	漯河双汇万中禽业加工	90%
双汇物流	85%	漯河双汇万中禽业发展	90%
		漯河双汇彩印包装	83%
		阜新双汇肉类加工	80%
		阜新汇福食品	80%
		漯河天瑞生化	75%
注入资产预估值	345.9 亿元	漯河华丰投资	75%
置出资产预估值	17.2 亿元	黑龙江宝泉岭双汇北大荒食品	75%
注入资产交易价格	339.4 亿元	望奎双汇北大荒食品	75%
发行价格	50.94 元/股	哈尔滨双汇北大荒食品	75%
发行股份	6.32 亿股	漯河双汇进出口贸易	75%

资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

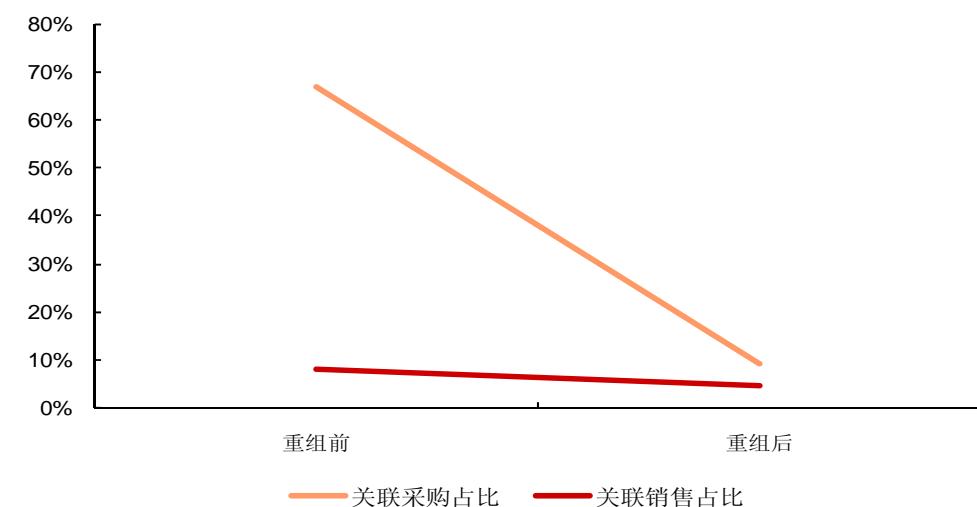
重组后，尤其是收购少数股权后，显著提升每股收益。对于今年3月份被否决的《关于香港华懋集团有限公司等少数股东转让股权的议案》，不在此次重组范围内。公司拟按罗特克斯收购时的原始受让价格6.15亿元，通过现金支付的方式受让原由罗特克斯收购的9家公司少数股东股权。拟转让的少数股权2008年净利润6721万元，对应转让市盈率9.1倍。

表格4：重组后、收购9家公司少数股权后公司2010年盈利增幅 单位：亿元

	重组前	重组后（不含九家）	重组后（含九家）
归属于母公司净利润	10.89	28.95	31.08
增幅		165.9%	185.5%
每股收益（元/股）	1.8	2.34	2.51
增幅		30%	39.7%

资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

图2：整体上市后关联交易金额占比大幅下降 单位：亿元



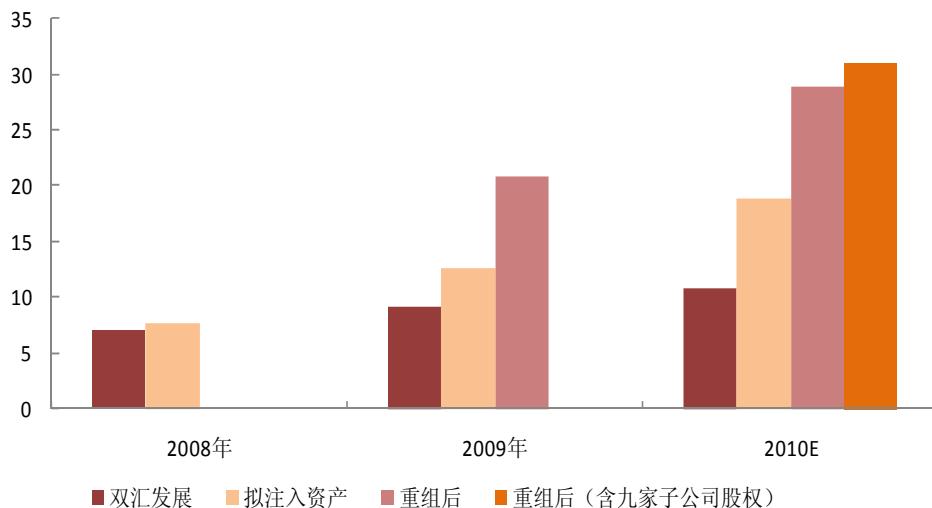
资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

拟注入资产质量优、盈利高

拟注入资产大幅增加规模

拟注入资产净利润高于双汇发展。拟注入资产归属母公司股东的净利润高于双汇发展，而且差距逐年增加。这一方面反映了拟注入资产的高成长性，另一方面也是其盈利能力强的结果。

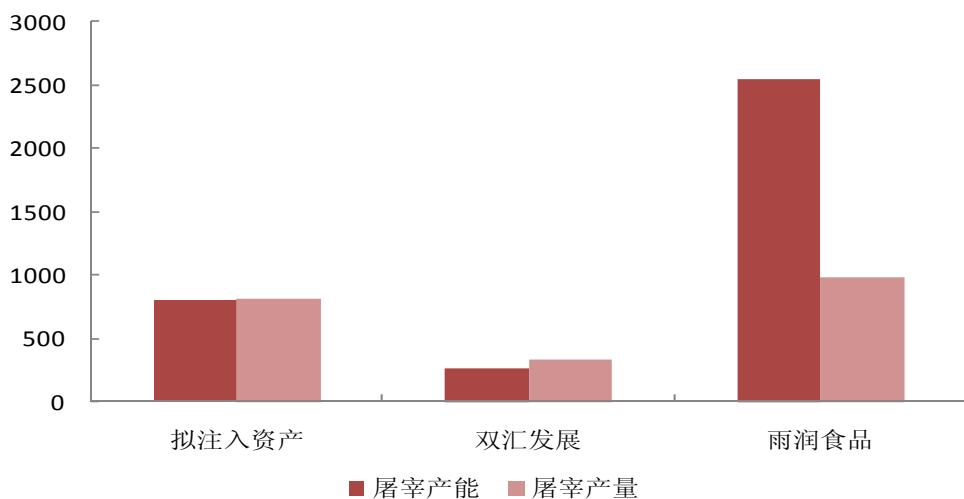
图 3：拟注入资产、重组后的归属母公司股东净利润 单位：亿元



资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

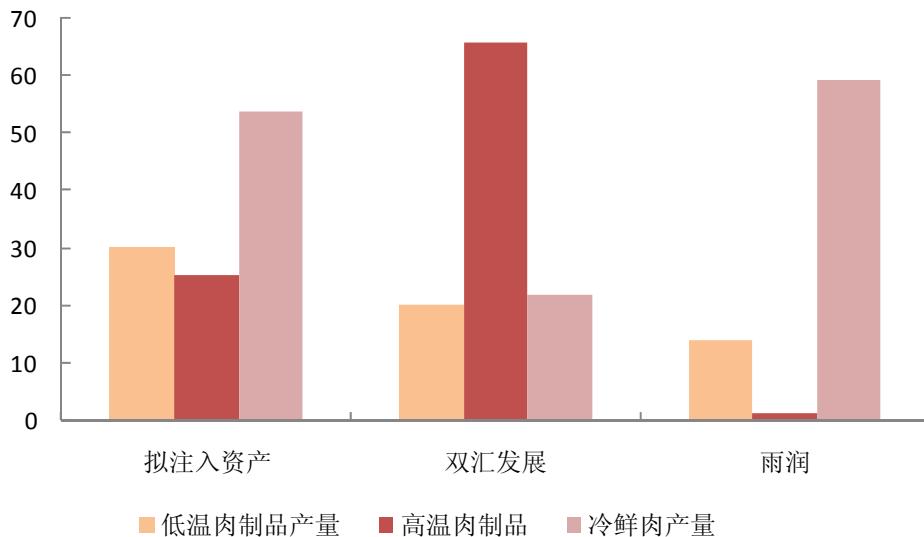
从具体业务看，拟注入资产发展最快的是低温肉制品和冷鲜肉。其生猪屠宰量和冷鲜肉产量直逼雨润，低温肉制品产量则远远高于雨润。双汇发展主要是高温肉制品，低温肉制品、冷鲜肉占比不大，因此毛利率相对低一些。

图 4：拟注入资产、双汇发展、雨润屠宰产能和产量比较 单位：万头



资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

图 5：拟注入资产、双汇发展、雨润屠宰 2009 年主要产品产量比较 单位：万吨

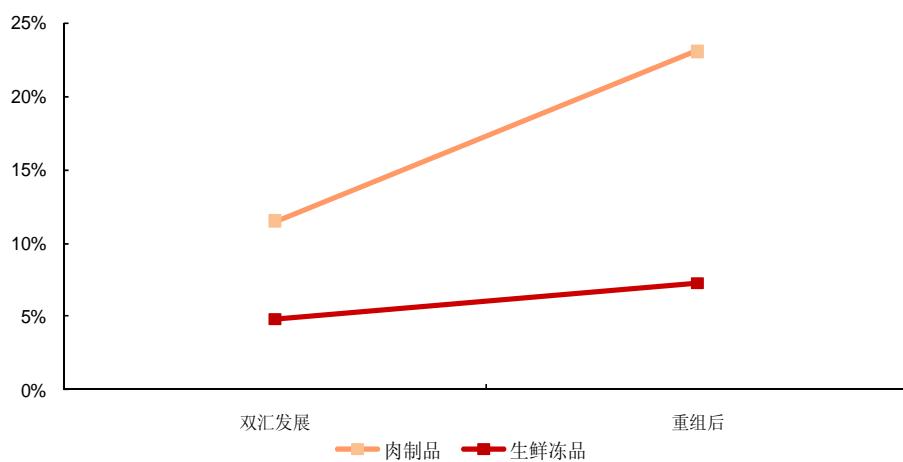


资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

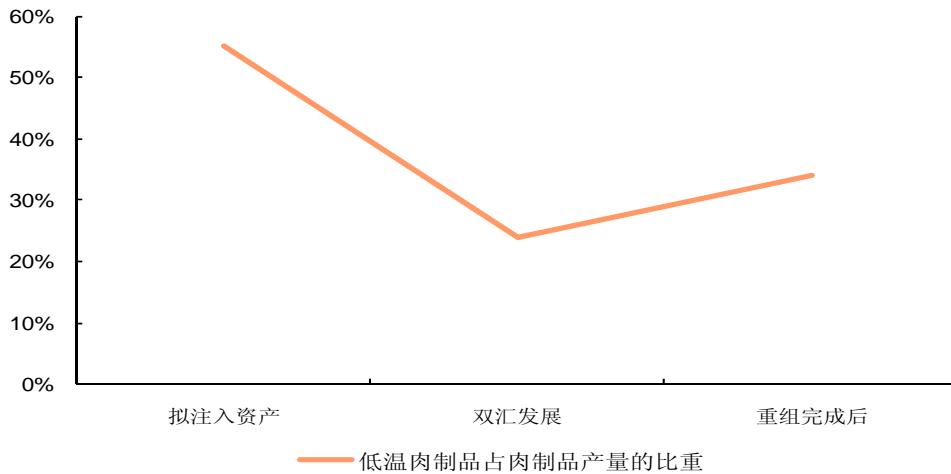
拟注入资产显著提升盈利能力

重组后，肉制品、生鲜冻品毛利率大幅增加。主要是以下三个原因：拟注入资产化工包装产品毛利计入公司；关联交易消除，此前受托销售产品的毛利额归属于公司；拟注入资产产品结构优异，高毛利率的冷鲜肉和低温肉制品占比高。

图 6：重组前后各业务毛利率比较



资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

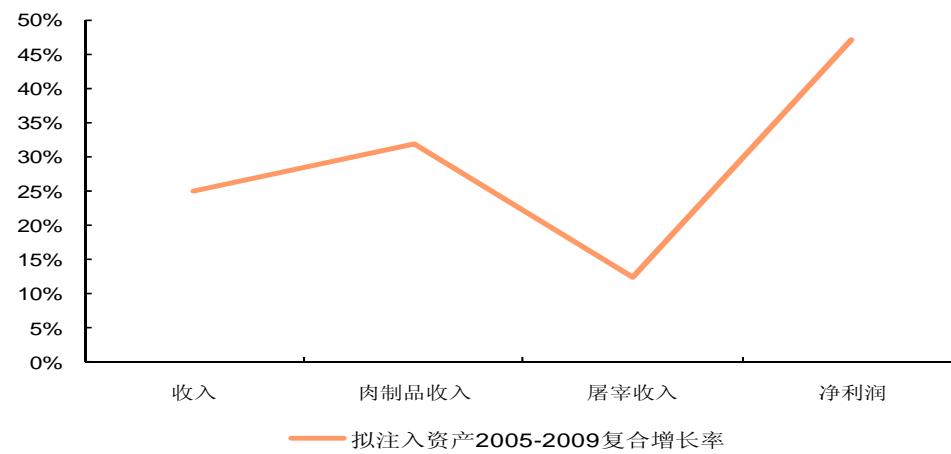
图 7：拟注入资产产品结构优异


资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

拟注入资产成长性高

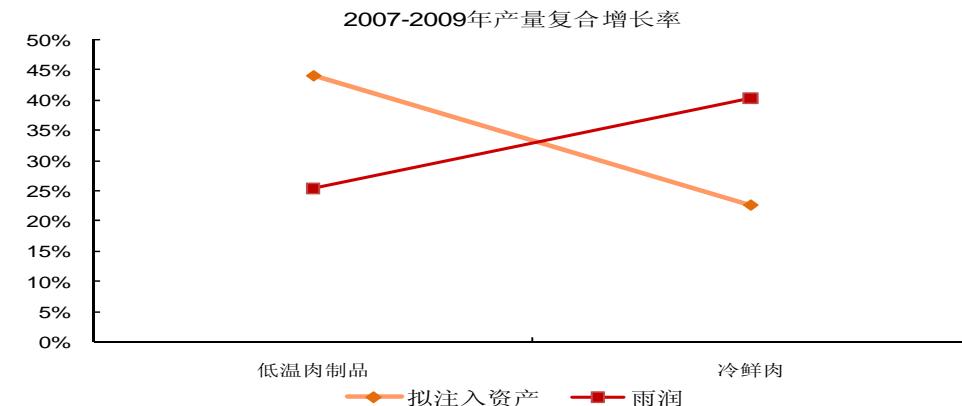
拟注入资产成长性很高。2005-2009年总收入年复合增长率25%，净利润年复合增长率47%。其中，屠宰业务收入累计增长160%，毛利率从4%提升至6%；肉制品业务收入累计增长302%，毛利率从12%提升至15%；生猪养殖销售收入累计增长50%，毛利率从14%上升至23%。

高成长源自产品升级换代。拟注入资产之所以成长性这么高，我们认为，主要是其包括大部分的屠宰产能和低温肉制品产能。而冷鲜肉、低温肉制品代表了中国肉类发展方向，市场空间广阔，销售增速快。冷链运输的完善，商超布局的扩大，也保证了拟注入资产的高速发展。

图 8：拟注入资产各业务复合增长率


资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

图 9：拟注入资产各业务复合增长率



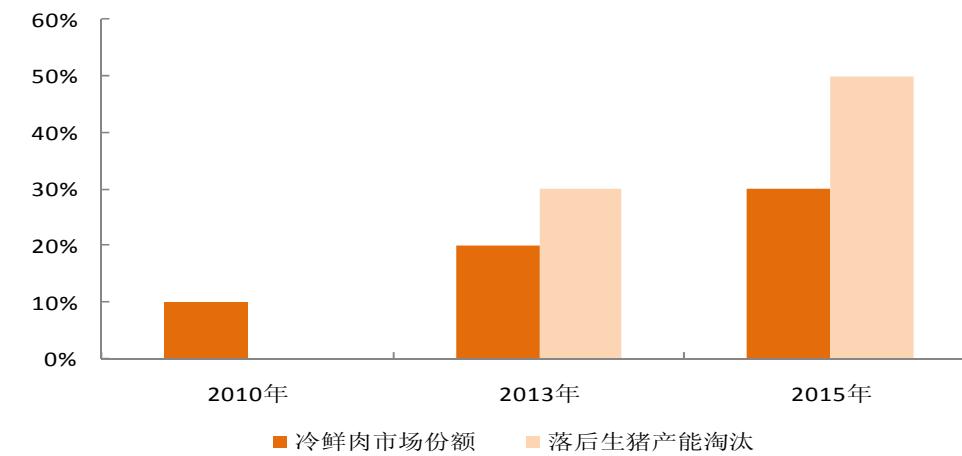
资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所

公司进入新一轮黄金成长期

生猪屠宰、肉制品加工类的大众消费品，以规模取胜。我国巨大的人口基数、快速发展的宏观经济，为消费品企业成长为巨人提供了肥沃的土壤。经过二十多年的发展，积累了对行业的深刻理解，公司优异的经营能力、高效的管理水平是其成功崛起的基础。

行业整合空间大。我国屠宰、肉制品加工行业集中度很低，尤其是生猪屠宰，前三家企业屠宰量占我国生猪屠宰总量不足 10%，远低于美国、荷兰等，给龙头企业带来巨大的整合空间。《全国生猪屠宰行业发展规划纲要(2010-2015)》提出，到 2013 年，全国手工和半机械化等落后的生猪屠宰产能淘汰 30%，到 2015 年淘汰 50%，其中大城市和发达地区力争淘汰 80%左右。

图 10：生猪屠宰、冷鲜肉市场整合规划



资料来源：全国生猪屠宰行业发展规划纲要(2010-2015)、华泰联合证券研究所

冷鲜肉、低温肉制品增长亮点有望持续数年。公司起家高温肉制品，经历多年的快速增长，目前处于平稳增长阶段。但是伴随冷链的完善、商超渠道的提升，以及口感和营养优势，低温肉制品、冷鲜肉成为肉制品行业发展趋势。目前欧美市场冷鲜肉占比高达 90%，我国规划纲要也提出“冷鲜肉市场份额由目前的 10% 提升至 2013 年的 20%，到 2015 年，提升至 30%”。由此，低温肉制品和冷鲜肉成为公司新的增长点，大幅提升拟注入资产收入、利润增速。

公司“十二五”规划的产能扩张彰显巨人魄力。11月，公司公布了对外投资公告，拟分别在广西南宁、上海、安徽芜湖、山东潍坊、吉林长春、辽宁沈阳、河南济源、浙江金华投资建设生猪屠宰、肉制品加工及商品猪养殖项目。项目总投资21.85亿元，增加生猪屠宰产能1300万头、肉制品加工产能80万吨，在集团现有产能基础上分别增加80%、50%以上，为快速提升收入规模奠定基础。

整体上市后进入新一轮黄金成长期。整体上市后，公司治理结构改善、管理团队激励加强。不管是从行业整合空间、产业链一体化拓展，还是公司优异的经营管理能力，我们都长期看好公司。公司不仅是消费类巨无霸的代表企业，其高速扩张也有望持续多年。

盈利预测与评级

根据公司业务结构、行业发展趋势、产能扩张计划、2010年备考利润表，我们假设高温肉制品产量个位数增长、低温肉制品和冷鲜肉保持快速增长、成功收购9家公司少数股权，预计2010-2012年每股收益分别为2.51、3.32、4.26元，最新收盘价对应市盈率分别为26X、20X和15X。

公司高速增长期有望持续数年：1) 生猪屠宰、肉制品加工行业集中度很低，整合空间巨大；2) 冷鲜肉和低温肉制品作为行业发展趋势，给公司注入新的成长活力；3) 公司二十多年的经验对行业理解深刻，经营管理能力优异。我们看好公司的长期发展，消费品巨无霸浮出水面，首次给予“买入”评级。

风险提示

生猪疫情风险;
食品安全风险;

盈利预测

表格 5：重组后备考利润表 单位：亿元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	282.52	352.12	438.03	541.82
营业成本	233.82	287.61	354.89	437.92
营业税金及附加	0.48	0.74	0.88	0.98
销售费用	14.46	17.21	21.03	25.19
管理费用	6.04	7.95	9.64	11.38
财务费用	-0.05	0.13	0.09	0.05
资产减值损失	0.50	0.65	0.30	0.20
投资收益	0.54	0.49	0.50	0.50
营业利润	27.82	38.31	51.71	66.60
营业外收入	0.78	2.31	1.50	1.00
营业外支出	0.10	0.56	0.50	0.50
利润总额	28.50	40.06	52.71	67.10
所得税费用	5.28	7.96	10.28	13.02
净利润	23.22	32.10	42.43	54.08
归属母公司净利润	20.79	28.95	41.17	52.70
少数股东损益	2.43	3.15	4.24	5.41
每股收益	1.68	2.34	3.32	4.26
含 9 家少数股权 EPS		2.51	3.32	4.26

资料来源：重大资产重组预案、华泰联合证券研究所



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±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

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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，还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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.hthsc.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.hthsc.com.cn