(上接D22版)

陈村、郾城区大杨村和源汇区宋庄村等三处合计约346亩土地的相关租赁手续的过程中。

拟注入资产中有少量房产因历史原因尚未办理房屋产权证；其中，双汇集团拟注入资产中，未办理房产证的房屋共有122项，建筑面积合计52,401.87平方米，账面净值合计6,043.86万元，占总资产账面值合计的比例为0.64%；罗特克斯拟注入资产中，未办理房产证的房屋共有12项，建筑面积合计11,482.46平方米，账面净值合计1,478.21万元，占总资产账面值合计的比例为1.22%。

根据绵阳双汇说明，其少量房产为房改剩余房产，账面净值979,644.45元，占绵阳双汇总资产账面值的比例为0.12%。

除前述部分资产的权属手续尚需完善外，本次重组所涉及的其余资产完整，资产权属清晰，资产过户或者转移不存在重大法律障碍。

双汇集团承诺于本次重大资产重组完成前，完成上述未办证土地房产的权属完善，如届时不能完成，双汇集团同意以现金补足发行认购款。上述尚未办理房产证及土地证的情况不会对本次重大资产重组构成障碍。

(七)标的资产近三年股权转让的合规性

除2010年2月9日公司第四届董事会第十四次会议审议的香港华懋集团有限公司等少数股东转让股权涉及的公司放弃优先购买权未履行必要审议程序事宜外，其他标的资产近三年股权转让符合中国相关法律法规的规定。

六、重大会计政策或会计估计的差异或变更对标的资产利润的影响

(一)重大会计政策

标的资产编制的模拟会计报表所选用的会计政策与上市公司一致，不存在重大差异。

(二)重大会计估计

标的资产编制的模拟会计报表所选用的会计估计未发生重大变化。

七、标的资产的评估情况

以2010年5月31日为评估基准日，经评估，本次交易拟注入资产评估值约3,251,553万元，拟置出资产评估值166,406万元；评估基准日之后拟注入资产拟实施分红65,572万元。考虑到评估基准日后的分红情况，拟注入资产的交易价格为评估值扣除分红金额即3,185,981万元。

(一)估值方法

1、概述

现金流折现方法(DCF)是通过将企业未来预期的现金流折算为现值，估计企业价值的一种方法，即通过估算企业未来预期现金流和采用适宜的折现率，将预期现金流折算成现时价值，得到企业价值。其适用的基本条件是：企业具备持续经营的基础和条件，经营与收益之间存有较稳定的对应关系，并且未来收益和风险能够预测及可量化。使用现金流折现法的关键在于未来预期现金流的预测，以及数据采集和处理的客观性和可靠性等。当对未来预期现金流的预测较为客观公正、折现率的选取较为合理时，其估值结果具有较好的客观性，易于为市场所接受。

2、估值模型

(1)基本模型

本次估值的基本模型为：

$$E=B-D \quad (1)$$

式中：

E：估值对象的股东全部权益价值；

B：估值对象的企业价值；

$$B=P+C \quad (2)$$

P：估值对象的经营性资产价值；

$$P=\sum_{i=1}^{n}\frac{R_i}{(1+r)^i}+\frac{R_n}{r(1+r)^n} \quad (3)$$

式中：

Ri：估值对象未来第i年的预期收益(自由现金流量)；

r：折现率；

n：估值对象的未来经营期；

C：估值对象基准日存在的溢余或非经营性资产(负债)的价值；

$$C=C_1+C_2 \quad (4)$$

式中：

C1：基准日流动类溢余或非经营性资产(负债)价值；

C2：基准日非流动类溢余或非经营性资产(负债)价值；

D：估值对象付息债务价值。

(2)收益指标

本次估值，使用企业的自由现金流量作为估值对象投资性资产的收益指标，其基本定义为：

R=净利润+折旧摊销+扣税后付息债务利息-追加资本 (5)

根据估值对象的经营历史以及未来市场发展等，估算其未来预期的自由现金流量。将未来经营期内的自由现金流量进行折现处理并加和，测算得到企业的经营性资产价值。

(3)折现率

本次估值采用资本资产加权平均成本模型(WACC)确定折现率r：

$$r=r_d\times w_d+r_e\times w_e \quad (6)$$

式中：

Wd：估值对象的长期债务比率；

$$w_d=\frac{D}{D+E} \quad (7)$$

We：估值对象的权益资本比率；

$$w_e=\frac{E}{D+E} \quad (8)$$

rd：所得税后的付息债务利率；

re：权益资本成本，按资本资产定价模型(CAPM)确定权益资本成本re；

$$r_e=r_f+\beta\times(r_m-r_f)+\varepsilon \quad (9)$$

式中：

rf：无风险报酬率；

rm：市场预期报酬率；

ε：估值对象的特性风险调整系数；

βe：估值对象权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e=\beta_u\times[1+(1-t)\times\frac{D}{E}] \quad (10)$$

βu：可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

$$\beta_u=\frac{\beta_t}{[1+(1-t)\times\frac{D_i}{E_i}]} \quad (11)$$

βt：可比公司股票(资产)的预期市场平均风险系数；

$$\beta_t=34\%\times K+66\%\times\beta_x \quad (12)$$

式中：

K：一定时期股票市场的平均风险值，通常假设K=1；

βx：可比公司股票(资产)的历史市场平均风险系数；

Di、Ei：分别为可比公司的付息债务与权益资本。

(二)估值基本假设

1、一般假设

(1)交易假设

交易假设是假定所有待估资产已经处在交易的过程中，根据待估资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设。

(2)公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

(3)资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据委估资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定估值方法、参数和依据。

2、特殊假设

(1)国家现行的宏观经济、金融以及产业等政策不发生重大变化。

(2)估值对象在未来经营期内的所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

(3)估值对象在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持基准日现有的经营管理模式持续经营，双汇集团内各母子公司之间关联交易的定价模式也会按基准日模式持续。

(4)估值对象在未来经营期内的主营业务、收入与成本的构成以及销售策略等仍保持其最近几年的状态持续，而不发生较大变化。不考虑未来可能由于管理层、经营策略以及商业环境等变化导致的主营业务状况的变化所带来的损益。

(5)估值对象未来预测期内的新增产能投资能够与企业提供的在建项目、计划投建项目的投资规划、可研报告、投资概预算等资料匹配，按期正常实施。

(6)在未来的经营期内，估值对象的各项期间费用不会在现有基础上发生大幅的变化，仍将保持其最近几年的变化趋势持续。鉴于企业的货币资金或其银行存款等在生产经营过程中频繁变化且闲置资金均已作为溢余资产考虑，评估时不考虑其存款产生的利息收入，也不考虑汇兑损益等不确定性损益。

(7)本次评估不考虑通货膨胀因素的影响。在本次评估假设前提下，依据本次估值目的，确定本次估值的价值类型为市场价值。评估中的一切取价标准均为评估基准日有效的价格标准及价值体系。

(三)行业发展前景与经营优劣势

1、宏观环境分析

受金融危机后经济政策的刺激，2009年下半年以来全球经济逐步走出金融危机的低谷，各国经济均呈现出逐步企稳回升的态势，但随着刺激政策效果的逐步消退，经济复苏的前景预计将难以保持现有的增长速度。美国2010年第二季度经济增长放缓，GDP折合成年率增长2.4%，也加重了市场对经济复苏势头的担忧。2010年9月20日美国国家经济研究局(NBER)宣布本次经济危机的底部是09年6月。确认衰退结束的重要指标是季度实际GDP增长、季度实际收入(GDI)、月度就业、工业产值和批发及零售销售，本次经济衰退持续了18个月。由于财政刺激政策的逐步调整，美国经济中短期仍将维持低速增长的态势，自2009年年中强劲反弹的美国工业活动近几个月开始回落。工业产值增长率堪称其明证，预计到2011年年初ISM指数将降至50或更低水平。相较美国，进入下半年之后，包括希腊、西班牙、葡萄牙等国家成功发行各自的债券，通过市场筹措到了资金，欧元区的债务危机也有所缓解，同时欧洲银行业也通过压力测试。在欧盟的监督下，之前出台财政紧缩措施逐步进入实施。在全球经济复苏过程中，各国的复苏路径存在很大差异，相对美国、日本而言，受债务危机和高失业率影响，欧盟的复苏相对滞后。2010年以来，全球主要经济体经济基本面较2009年出现很大改善，但受欧洲主权债务困扰和美国相对较高失业率因素影响，全球经济复苏将在缓慢曲折中前进。

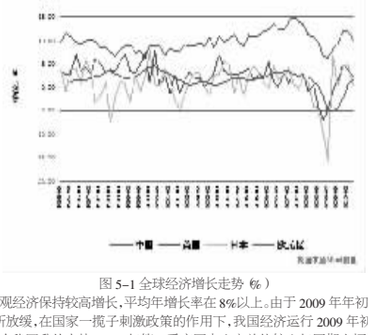

图5-1 全球经济增长走势(%)

近几年，我国宏观经济保持较高增长，平均年增长率在8%以上。由于2009年年初受金融危机影响，国内经济发展速度有所放缓，在国家一揽子刺激政策的作用下，我国经济运行2009年初步遏制了增速快速下滑的局面，呈现出企稳回升的态势，2010年第一季度国内生产总值较上年同期大幅增长11.9%，但2009年的经济快速复苏主要受益于政府政策的拉动，而政策拉动缺乏可持续性。从目前情形看，财政投资的投资增速在下降，在信贷规模控制和地方融资平台规范的背景下，这种趋势预计还将持续。因经济刺激支出继续逐渐减少，而政府对银行贷款和房地产投机行为的调控开始对整体经济产生影响，2010年第二季度国内生产总值(GDP)较上年同期增长10.3%，低于第一季度11.9%的增长速度。

图5-2 我国GDP增速(%)

2010年前两个季度，中央项目固定资产投资累计完成7,443亿元，同比增长13.0%；地方项目固定资产投资累计完成90,604亿元，同比增长26.7%，增速均有小幅回落。

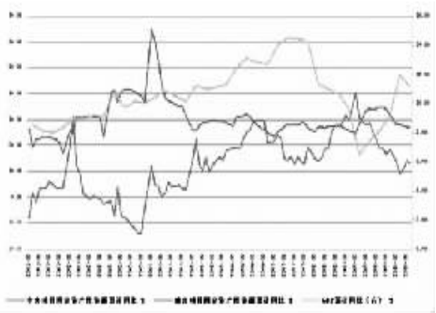

图5-3 政府固定资产投资与经济增长

2010年6月份，我国社会消费品零售总额为12,330亿元，同比增长18.3%，增速略低于5月份的18.66%。5月份消费者信心为108，较4月份有所提升。

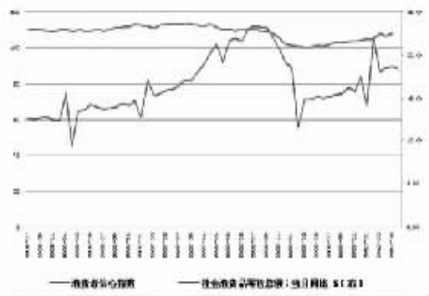

图5-4 中国消费者信心与零售销售总额增速(%)

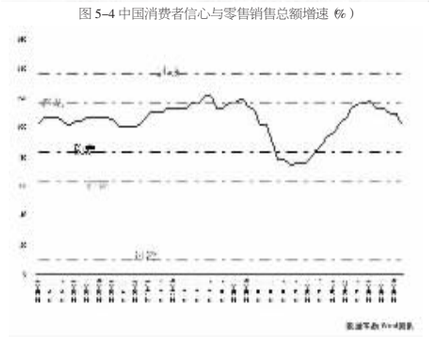

图5-5 中国宏观经济景气指数

2、肉类食品工业状况分析

(1)我国的屠宰及肉制品产业分散，规模化养殖供给量较小，工厂化屠宰比重小。

虽然我国规模化养殖已有较快提升，但社会商品提供量比重仍较小，只占约30%左右。目前，我国规模以上肉类工业企业有3696家，仅占全行业21000多家定点屠宰厂(场)总数的18%左右，全国还有82%的企业处于手工或半机械屠宰的状态，许多场(点)日屠宰生猪仅几十头。由于企业规模过小、数量过多，生产工艺落后和质量管理水平低下，在市场环境下形成的竞争必然是低水平的恶性循环。行业中除少数强势企业采用现代技术装备、具备必要的产品检测能力和较健全的食品安全管理制度之外，大多数企业无力承担提升产品质量安全、购置先进设施设备的投入成本，因此在肉品质量安全控制方面存在着许多缺陷和不足，致使肉类食品不安全事件在一些地区或企业屡发生。行业集中度较低的现状说明，行业整合高峰还没有来到，行业龙头企业在行业整合过程中发展空间巨大。

(2)冷链化流通比重较小，品种多样性尚有不足。

与国内庞大的猪肉消费市场相比，冷鲜肉所占比例仅占到猪肉消费量的10%左右，与欧美、日本等发达国家90%以上都是冷鲜肉相比，市场发展潜力非常巨大。

在分散养殖和手工或半机械屠宰占较大比重的基础上，必然导致冷链化流通(包括生产加工过程中的流通)发展缓慢；约75%的定点屠宰企业实行代宰制，劣质肉入市难以有效控制；疏于肉品机理研究，产品形态单一、同质化问题突出，肉类食品市场上依然呈现“四多四少”的状况，即：白条肉多、分割肉少；热鲜肉多、冷鲜肉少；散售裸肉多、包装肉少；高温制品多、低温制品少。目前，白条肉仍占我国全部生肉上市量的60%左右；冷鲜肉占10%，小包装肉品销售占10%；肉制品仅占肉类总产量的15%左右，这与城乡居民肉食消费多层次、多样性的需求结构很不适应。据中国肉类协会统计，2010年中国肉类总产量将达到8700万吨以上，猪肉、牛羊肉和禽肉所占比重分别为60%、20%和20%；肉制品产量将超过1100万吨，在肉制品消费中，低温肉制品将会成为我国肉制品未来发展的主要趋势。

《全国生猪屠宰行业发展规划纲要(2010-2015年)》中，提出了通过严格市场准入和对屠宰企业实行星级管理，加快淘汰落后产能，整顿市场秩序，扶持规模化、品牌化企业经营发展壮大，提升行业集中度及管理水平，提升冷鲜肉的市场占有率。到2013年，争取县城以上城区猪肉小包装销售比例由目前的10%提升至15%，冷鲜肉市场份额由目前的10%提升至20%，到2015年上述比例分别达到20%和30%左右，冷鲜肉平均每年有100-150万吨的增量。

根据肉类协会统计数据，以及国外发达国家的肉制品人均消费量，国内肉制品需求将长期保持快速增长，尤其是低温肉制品及传统中式制品。同时，目前国内肉制品行业集中度不高，未来几年内，行业格局有可能发生重大改变，随着国内肉制品容量的快速扩容，龙头企业凭借品牌、技术、网络、规模等综合优势，将成为最大的受益者。

此外，随着国民经济水平的快速增长和居民消费水平的不断提高，消费者追求健康、营养、安全的消费理念日益明显，低档产品向中高档产品转型的速度也将加快。

(3)市场持续逐渐完善，有利于品牌企业发展壮大。

随着冷鲜肉宣传快速扩大和不断深入，广大消费者肉类消费观念将逐渐转变，同时国家食品安全监管加强及消费者食品安全意识提高，冷鲜肉消费、品牌肉消费逐渐形成一种时尚、一种必然。《生猪屠宰管理条例》及《食品安全法》等一系列法律法规的推出，市场秩序得到不断完善、淘汰落后产能的进展、地方保护的逐步打破、高速交通快速发展，为传统屠宰业提供了千载难逢的机遇。

(4)肉类市场需求增长潜力巨大，产业结构将逐渐转化。

2009年在全球金融危机的情况下，中国经济增长率仍然达到了8.7%，2010年在“扩内需、促消费、调结构、城镇化建设”大背景下，预计仍将保持8%以上增长势头，因此，2010年有望启动新一轮黄金增长，肉类行业也将随之增长。

我国人均居民猪肉消费量已由1990年的20公斤增加到2009年36.6公斤，增长近一倍，但与发达国家肉类消费人均100公斤相比还有较大差距，行业发展空间及潜力巨大。特别是随着城市化进程的加快、新农村建设的推进，县乡市场肉类需求将大幅增长。

当前，我国正处于新的经济政策调整，工业化、城镇化加快发展和消费结构升级的重要时期。广大城乡居民肉食需求的不断增长，是肉类产业发展的持久动力。为了确保稳定均衡的肉类供给能力，必须加快“三个转变”，一是由分散的传统饲养方式向规模化的现代饲养方式转变；二是由作坊式的手工加工向工厂化的机械加工方式转变；三是由肉类产品的传统流通方式向冷链物流、连锁经营等现代流通方式转变，促进畜禽养殖、屠宰加工、制品加工、包装加工、储运销售等各个环节的有机结合、相互协调。为此，要加快打造核心产能，驱动产销市场转化，要大力推进大型现代化肉类加工企业、蛋类加工企业产业链建设，按照“工厂化生产、标准化管理、规模化经营”的模式改造落后的畜禽养殖业、屠宰加工业、蛋类加工业和制品流通业，促进生产要素向优势企业集中，提高资源配置效率。

(四)净现金流量预测

1、营业收入与成本预测

估值对象的营业收入主要来自于屠宰、肉制品的生产加工业务等。本次拟注入资产，从2005年到2009年期间，总收入累计增长172%，年均增长28%，毛利率从9%逐年提升至13%。其中，屠宰业务板块收入累计增长160%，毛利率从4%提升至6%；肉制品板块销售收入累计增长302%，毛利率从12%上升到15%；猪养殖板块销售收入累计增长50%，毛利率从14%上升到23%。通过充分发挥自身的规模优势、工厂布局优势、渠道网络优势，降低成本，积极参与市场竞争，扩大市场份额，使得各个业务板块都显示出了持续快速的增长势头。同时，各企业积极调整产品结构，加大新产品新工艺开发投入力度，扩大高档次高盈利产品规模，改造亏损和微利产品业务，拉动产品整体售价和收入提高。

根据肉类协会统计数据，国内肉制品需求将长期保持快速增长，尤其是低温肉制品及传统中式制品。从历史经营情况看，市场需求较大，各企业产销量逐年提升，由于居民对肉类食品需求具有一定刚性，即使2008年的金融危机，也没有对估值对象的业务造成太大影响。

我们注意到在宏观经济平稳快速发展的大背景下，中央明确提出“以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点”的经济发展基调，随着估值对象市场拓展的不断深入，以及相关新建生产线的投产，预计估值对象在未来几年随着新增产能的逐步释放，仍将保持较高的增长速度；此外，通过自身不断完善产业链，优化生产过程中资源配置，估值对象的利润空间也将进一步改善。

本次估值，根据对我国未来肉制品行业的分析，估值对象经会计师审计的近几年收入、成本等的生产经营情况等综合因素进行营业收入与成本的预测。

2、期间费用预测

本次估值结合历史年度各项期间费用的构成及各项期间费用与营业收入比率估算未来各年度的期间费用。

3、营业税金及附加预测

本次估值结合营业税金及附加与营业收入比率估算未来各年度的营业税金及附加。

4、税金返还预测

本次评估涉及到税收返还的企业，根据估值对象与当地政府签订投资协议中约定的税金返还政策，其中包括税金返还种类、比率，以及税金返还期限，对企业未来营业外收入中税金返还进行预测。

5、折旧与摊销预测

(1)折旧预测

本次估值结合企业提供的未来发展规划、在建或未来投建项目的可研报告、投资概预算及其它相关资料等，合理考虑未来的新增资产规模，按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日经审计的固定资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额。

(2)摊销预测

本次估值结合企业提供的未来发展规划、在建或未来投建项目的可研报告、投资概预算及其它相关资料等，合理考虑相应新增无形资产规模，按照企业的无形资产和长期待摊费用摊销政策估算未来各年度的无形资产和长期待摊费用摊销额。

6、追加资本预测

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下，为保持持续经营所需增加的营运资金和超过一年的长期资本性投入。如经营规模扩大所需的资本性投资(购置固定资产或其他非流动资产)和新增营运资金及持续经营所必须的资产更新等。

追加资本=资本性支出+资产更新+营运资金增加额

(1)资本性支出估算

结合企业提供在建项目、计划投建项目的可研报告和投资概预算等资料，对企业基准日后追加投资金额、时期进行估算，预计未来资本性支出。

(2)资产更新投资估算

按照收益预测的前提和基础，在考虑未来投建项目转固的基础上，结合企业历史年度资产更新和折旧回收情况，预计未来资产更新改造支出。

(3)营运资金增加额估算?

营运资金追加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款(应收账款)等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收账款和其他应付账款核算的内容绝大多为与主业无关或暂时性的往来，需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性个别确定。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金、应收款项、存货和应付款项等主要因素。本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中，营运资金=现金+应收款项+存货-应付款项

其中：

应收款项=营业收入总额/应收款项周转率

其中，应收款项主要包括应收账款、应收票据以及与经营业务相关的其他应收账款等诸项。

存货=营业成本总额/存货周转率

应付款项=营业成本总额/应付账款周转率

其中，应付款项主要包括应付账款、应付票据以及与经营业务相关的其他应付账款等诸项。

根据对企业历史资产与业务经营收入和成本费用的统计分析以及未来经营期内各年度收入与成本估算的情况，预测得到的未来经营期各年度的营运资金增加额。

7、评估折现现金流情况

注1：计算折现现金流变化率时，部分比较基期的现金流为负，变化率列示为“-”。

注2：因评估基准日为2010年5月31日，故2010年的预测折现现金流为2010年6-12月的折现现金流。

		折现现金流(万元)					折现现金流变化率				
序号	公司名称	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2011	2012	2013	2014	永续增长率
1	德州双汇	-10,187.00	14,869.29	18,785.31	27,692.31	29,701.41	-245.96%	26.34%	47.41%	7.26%	0%
2	绵阳双汇	-45,114.61	-734.31	16,944.17	21,727.81	46,868.73	-98.37%	-2407.49%	28.23%	115.71%	0%
3	武汉双汇	-31,169.91	5,568.19	18,781.53	27,280.30	29,305.33	-117.86%	237.30%	45.25%	7.42%	0%
4	淮安双汇	-6,221.20	11,918.89	19,022.11	27,589.28	31,633.42	-291.59%	59.60%	45.04%	14.66%	0%
5	唐山双汇	8,111.81	10,453.23	3,441.82	13,706.82	17,500.19	28.86%	-67.07%	298.24%	27.68%	0%
6	济源双汇	-82,476.19	-24,011.25	15,335.00	32,418.31	39,580.31	-70.89%	-163.87%	111.40%	22.09%	0%
7	阜新双汇	4,689.86	11,437.37	13,308.41	14,387.04	14,879.94	143.87%	16.36%	8.10%	3.43%	0%
8	禽业加工	-20,937.62	-5,877.67	4,858.24	12,493.32	20,914.20	-71.93%	-182.66%	157.16%	67.40%	0%
9	禽业发展	-35,684.61	-52,008.30	-37,934.91	-2,116.15	14,707.43	45.74%	-27.06%	-94.42%	-795.01%	0%
10	广东双汇	4,113.11	12,570.01	14,357.94	11,934.54	17,637.67	205.61%	14.22%	-16.88%	47.79%	0%
11	内蒙古双汇	-1,019.19	10,850.64	9,901.70	10,496.52	11,037.20	-1164.63%	-8.75%	6.01%	5.15%	0%
12	双汇牧业	-15,465.91	-1,677.50	1,763.53	4,238.52	5,264.15	-89.15%	-205.13%	140.34%	24.20%	0%
13	双汇进出口	2,364.83	3,285.50	2,068.10	1,727.44	2,065.98	38.93%	-37.05%	-16.47%	19.60%	0%
14	阜新汇福	1,042.72	1,625.22	1,836.33	1,925.63	2,197.59	55.86%	12.99%	4.86%	14.12%	0%
15	望奎双汇	12,909.62	7,055.38	10,133.63	11,335.77	12,859.20	-45.35%	43.63%	11.86%	13.44%	0%
16	哈尔滨双汇	3,818.25	6,045.85	7,217.69	7,697.14	8,103.81	58.34%	19.38%	6.64%	5.28%	0%
17	宝泉岭双汇	6,410.12	4,413.49	5,422.37	5,926.20	6,808.78	-31.15%	22.86%	9.29%	14.89%	0%
18	上海双汇	-2,452.71	-9,243.04	7,773.65	14,352.05	18,073.69	276.85%	-184.10%	84.62%	25.93%	0%
19	保鲜包装	561.46	2,421.77	2,137.79	2,442.40	2,814.67	331.33%	-11.73%	14.25%	15.24%	0%
20	双汇彩印	3,571.65	5,627.94	6,447.04	7,233.19	7,869.54	57.57%	14.55%	12.19%	8.80%	0%
21	华丰投资	-1,863.62	2,927.33	1,725.39	1,716.57	1,710.94	-257.08%	-41.06%	-0.51%	-0.33%	0%
22	连邦化学	-5,448.92	4,537.56	9,248.97	19,381.50	24,767.37	-183.27%	103.83%	109.55%	27.79%	0%
23	弘毅新材料	629.60	1,992.28	2,066.04	2,076.91	2,077.76	216.44%	3.70%	0.53%	0.04%	0%
24	天润彩印	2,770.98	11,306.22	14,080.96	16,652.24	18,347.57	308.02%	24.54%	18.26%	10.18%	0%
25	卓智新型	-3,096.16	6,648.76	9,478.99	10,090.86	10,410.00	-314.74%	42.57%	6.46%	3.16%	0%
26	华懋化工包装	614.80	1,153.59	1,050.45	1,243.19	1,460.21	87.64%	-8.94%	18.35%	17.46%	0%
27	双汇新材料	4,224.69	6,189.74	6,168.24	6,262.67	6,377.86	46.51%	-0.35%	1.53%	1.84%	0%
28	天瑞生化	-999.93	911.74	1,357.25	1,583.94	1,848.83	-191.18%	48.86%	16.70%	16.72%	0%
29	双汇肉业	-420.29	31,197.11	52,360.26	60,188.30	73,603.13	-7522.74%	67.84%	14.95%	22.29%	0%
30	双汇物流	3,186.67	15,260.83	16,782.66	16,649.79	24,520.64	378.90%	9.97%	-0.79%	47.27%	0%

(五)权益资本价值预测

1、折现率的确定

(1)无风险收益率rf，参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平，按照十年期以上国债利率平均水平确定无风险收益率rf的近似，即rf=3.83%。

中长期国债利率

序号	国债代码	国债名称	期限	实际利率
1	100501	国债0501	10	0.0449
2	100504	国债0504	20	0.0415
3	100512	国债0512	15	0.0368
4	100603	国债0603	10	0.0282
5	100609	国债0609	20	0.0373
6	100616	国债0616	10	0.0294
7	100619	国债0619	15	0.0330
8	100703	国债0703	10	0.0343
9	100706	国债0706	30	0.0432
10	100710	国债0710	10	0.0445
11	100713	国债0713	20	0.0457
12	100802	国债0802	15	0.0420
13	100803	国债0803	10	0.0411
14	100806	国债0806	30	0.0455
15	100810	国债0810	10	0.0446
16	100813	国债0813	20	0.0500
17	100818	国债0818	10	0.0371
18	100820	国债0820	30	0.0395
19	100823	国债0823	15	0.0365
20	100825	国债0825	10	0.0292
21	100902	国债0902	20	0.0390
22	100903	国债0903	10	0.0307
23	100905	国债0905	30	0.0406
24	100907	国债0907	10	0.0304
25	100911	国债0911	15	0.0372
26	100912	国债0912	10	0.0311
27	100916	国债0916	10	0.0351
28	100920	国债0920	20	0.0404
29	100923	国债0923	10	0.0347
30	100925	国债0925	30	0.0422
31	100927	国债0927	10	0.0371
32	100930	国债0930	50	0.0435
平均				0.0383

(2)市场预期报酬率rm，参照国内上市公司近五年平均净资产收益率进行选取，取近五年国内上市公司(剔除异常值后)平均净资产收益率10.94%作为市场期望报酬率的近似，即：rm=10.94%。

(3)βe值，取沪深同类可比上市公司股票，以2007年6月至2010年5月150周的市场价格测算估计，得到可比公司股票的历史市场平均风险系数βx，按式(12)计算得到估值对象预期市场平均风险系数βt，并由式(11)得到估值对象预期无财务杠杆风险系数的估计值βu，最后根据企业资产负债结构由式(10)得到估值对象权益资本预期风险系数的估计值βe；

(4)权益资本成本re，本次估值考虑到估值对象在公司的融资条件、资本流动性、公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性以及未来业务增长不确定性所可能产生的特性个体风险，设定公司的特性风险调整系数ε；最终由式(9)得到估值对象的权益资本成本re；

(5)由式(7)和式(8)得到债务比率Wd和权益比率We；

(6)折现率r，将上述各值分别代入式(6)得到估值对象适用的折现率。

(7)最终确定企业WACC取值范围在10%到11%之间。

(8)各家公司采用折现率，在(六)评估结论表中体现。

2、权益资本价值的确定

(1)将得到的预期净现金量代入式(3)，得到估值对象的经营性资产价值。

(2)将经营性资产价值、溢余资产价值代入式(2)，得到估值对象企业价值。

(3)将估值对象的企业价值、付息债务的价值代入式(1)，得到估值对象的权益资本价值。

(六)评估结论

标的资产各公司的账面值、评估值、评估方法如下：

单位：亿元

序号	公司名称	基准日账面值	评估值	交易作价(注1)	增值率	折现率	评估方法
1	德州双汇	2.6	19.6	19.2	638.5%	0.1050	收益法
2	绵阳双汇	1.3	34.2	34.0	2519.0%	0.1048	收益法
3	武汉双汇	2.4	18.8	18.4	666.7%	0.1021	收益法
4	淮安双汇	4.0	22.5	21.9	447.6%	0.1066	收益法
5	唐山双汇	2.3	13.9	13.5	487.1%	0.1050	收益法
6	济源双汇	2.3	24.2	23.9	940.2%	0.1059	收益法
7	阜新双汇	2.5	13.2	10.2	306.7%	0.1076	收益法
8	禽业加工	1.0	14.0	12.6	1162.0%	0.1076	收益法
9	禽业发展	6.0	6.4	5.7	-4.7%	0.1076	收益法
10	广东双汇	2.8	14.8	14.3	410.3%	0.1066	收益法
11	内蒙古双汇	2.6	11.2	5.6	117.2%	0.1076	收益法
12	双汇牧业	2.0	2.3	0.6	-71.3%	0.1076	收益法
13	双汇进出口	0.3	2.7	2.0	558.2%	0.0915	收益法
14	阜新汇福	0.6	2.4	1.8	205.7%	0.1076	收益法
15	望奎双汇	1.2	9.8	7.2	496.9%	0.0987	收益法
16	哈尔滨双汇	0.9	7.2	5.2	477.2%	0.1076	收益法
17	宝泉岭双汇	1.1	4.9	3.6	226.1%	0.1017	收益法
18	上海双汇	3.3	14.3	2.0	-40.5%	0.1076	收益法
19	保鲜包装	0.5	2.8	0.8	63.7%	0.1086	收益法
20	双汇彩印	0.9	7.6	6.0	565.9%	0.1076	收益法
21	华丰投资	2.9	5.6	3.2	9.2%	0.1071	收益法
22	连邦化学	1.1	18.4	18.0	1539.3%	0.1070	收益法
23	弘毅新材料	0.3	2.2	2.1	609.2%	0.1067	收益法
24	天润彩印	0.9	15.9	15.5	1622.2%	0.1077	收益法
25	卓智新型	0.9	8.4	8.1	803.1%	0.1073	收益法
26	华懋化工包装	0.8	1.9	0.5	-35.6%	0.1093	收益法
27	双汇新材料	2.0	7.4	1.8	-11.4%	0.1093	收益法
28	天瑞生化	0.1	1.4	1.0	914.9%	0.1074	收益法
29	双汇肉业	5.6	59.8	59.8	968.3%	0.1070	收益法
30	双汇物流	2.9	19.6	16.6	473.9%	0.1075	收益法

注1：交易作价是在评估值的基础上扣除相应的分红金额。

(七)增值原因分析

鉴于资产基础法估值是以资产的成本重置为价值标准，反映的是资产投入(购建成本)所耗费的社会必要劳动，而收益法估值反映了未来收入增加、盈利能力增强所带来的企业价值增长，我们认为采用收益法评估相关资产的市场价值更为合理。本次评估，收益法评估结果增值较大，主要原因是企业收益的持续增长，而推动企业收益持续增长的动力既来自外部也来自内部，主要体现在以下几个方面：

1、宏观经济形势长期仍将看好，国家政策有利于肉食品行业稳定健康发展。

近年来，随着我国经济持续健康发展，人均收入得到稳步提高，有效保障了我国居民对肉类的需求，因此，我国屠宰及肉类加工行业发展势头良好，行业整体规模稳步扩大。未来随着我国城镇化进程的进一步推进及人们生活水平的持续提高，我国屠宰及肉类加工行业仍有相当可观的发展空间。

2009年，我国经济在国际金融危机、国际贸易持续疲软的大背景下，仍保持了8%以上的增长速度；食品加工业总产值同比增长21%，在经济危机下继续保持较高的增长速度。

2010年，鼓励消费、稳定投资仍然是我国政府的主要政策取向。中央经济工作会议已经明确，2010年中国政府将继续采取积极的财政政策和适度宽松的货币政策，重点是保增长、扩内需、调结构、惠民生。预计2010年中国GDP增长9%以上；固定资产投资增长23%以上；进出口总额增长17%；社会消费品零售总额增长16%。同时，各级政府纷纷出台食品工业振兴计划，对我国食品工业的发展十分有利，为肉类加工行业的发展提供了广阔的空间和历史机遇。

2、肉食品行业集中度仍然较低，为行业龙头提供了整合机会和扩张空间。

经营分散、行业集中度低是肉食品行业的一个突出特点。根据《2008年中国肉类工业发展概况》等资料披露，我国肉类行业位列前三位的企业双汇、金锣、雨润年生猪屠宰量合计约3,000万头，仅占全国出栏生猪量的5%左右；其肉制品加工量合计约200万吨，仅占全国肉类总产量的3%左右，占全国肉制品工业加工量的20%左右。

在这一