

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

双汇发展 (000895)

推荐

食品

资产注入预案修正快评

(维持评级)

2010 年 12 月 10 日

评估价格小幅下调 激励费用尚待澄清

证券分析师: 黄茂

0755-82138922

huangmao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:

S0980209080407

事项:

双汇发展公布了修正后的资产注入预案。

评论:

■ 10 年每股收益增厚 3.3%

新方案将拟注入资产评估值由 339 亿元下调为 319 亿元, 下调幅度 6.1%。同时也将拟置出资产评估值下调了 3.3%。通过减少增发股本, 公司将 10 年预测 EPS 由 2.51 元增厚到 2.59 元 (含 9 家公司少数股权), 上调了 3.3%。总体变化幅度不大。

■ 计提激励费用的依据尚待澄清 但不影响公司内在价值

双汇国际 (双汇发展的控股公司) 的股东决定使用所持有的双汇国际 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。根据此员工奖励计划, 于 2011 年至 2013 年年度结束后, 双汇国际董事会将依据双汇国际经营目标预算的考核结果向双汇集团和双汇发展的高级管理人员及双汇国际董事长决定的其他合格员工授予双汇国际的股权, 每年合计最高可授予 2%。上述 6% 的股权经评估, 价值为 9.97 亿元。根上述计划的具体授予范围以及业绩考核标准需 2011 年 1 月初才能确定。据公司估计, 上述股权激励计划相关的费用涉及人员所持股份比例为: 双汇集团管理人员占比 40%, 双汇发展目前管理人员占比 30%, 本次重大资产重组拟注入资产目前管理人员占比 30%。

公司提出根据上述计划将在 2011-2013 年对完成重组后的上市公司每年计提约 2 个亿的激励费用 (应该是按照受益人比例分摊所致), 并在税后列支。由于激励和支付的股份都在双汇国际层面, 不增加上市公司股本, 且 “该事项不影响各被评估单位的未来现金流” (即不需要上市公司支付现金), 上次方案中也完全没有提及, 我们尚不清楚上述会计处理的依据是什么, 可能需要公司做进一步澄清。不论如何, 上述计提不过是一种财务处理方式的变化, 并不涉及公司的实际价值。

■ 承诺业绩保证稳定增长 无碍业绩向上弹性

本次拟注入资产 2011--2013 年考虑股比后的加总净利润分别为 24.9、31.3 和 38.5 亿元, 增速分别为 33%、26% 和 23%。如果扣除前述激励费用, 则增速变为 27%、27% 和 24%。若拟注入资产在实施后三个会计年度内, 实际盈利数未能达到上述业绩承诺, 双汇集团将按一定比例计算股份补偿数, 该部分股份将由本公司以 1 元总价回购并予以注销。此外, 在补偿期限届满时, 双汇发展将对相关资产进行减值测试, 如期末减值额/相关资产作价 > 补偿期限内

已回购股份总数/认购股份总数，集团还将另行补偿股份。

依据上述业绩承诺，重组后上市公司 11 年的净利润增长才 17%（扣除激励费用）和 23%（未扣除激励费用），相对偏低。我们认为这只是公司未来业绩的底线，向上的弹性很高，而且过高的业绩承诺反而可能促使管理层压制短期业绩释放。

■ 关联交易未能获得彻底解决

本次资产重组后，公司在辅料的关联交易上并没有做出任何承诺。而且根据 09 年关联交易数据，集团所保留的漯河双汇海樱调味料、杜邦双汇漯河蛋白、杜邦双汇漯河食品、漯河双汇泰威逊食品三家公司与上市公司的关联交易额占其总收入的比例分别为 44%、86%、74%和 17%，未来将集团资产注入后，上述关联交易额和比例还会大幅增加，其中前三家估计会接近 100%。上述公司的绝大部分业务都是围绕上市公司而展开，虽然 09 年的全部利润尚不到 5000 万，但是不排除未来还有大幅增长的空间。希望管理层能给出进一步的安排，以提升投资者的信心和上市公司的估值水平。

■ 重组方案仍需充分沟通与协商 维持公司“推荐”评级

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。