

中联资产评估集团有限公司关于对
《河南双汇投资发展股份有限公司关于<中国证监会行政许可项目审
查一次反馈意见通知书>的回复》的核查意见

中国证券监督管理委员会：

2019年5月7日，河南双汇投资发展股份有限公司（以下简称“公司”、“双汇发展”）收到贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》。根据《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的核查要求，中联资产评估集团有限公司技术支持中心组织评估项目组对贵所问询函相关问题回复进行了认真的核查，并就资产评估相关问题回复出具了本核查意见：

10.申请文件显示,1)2017年10月,海樱公司原股东陈雪明将海樱公司0.6481%股权转让给漯河恒祥工贸有限公司,股权转让价格为18.07万元,对应海樱公司100%股权估值2,787.66万元。2)2018年8月,爱樱食品香港国际有限公司将33.40%海樱公司股权以3,462.85万元转让给双汇集团,对应海樱公司100%股权估值11,675.14万元。3)本次交易海樱公司100%股权估值40,087.39万元。请你公司:1)结合上述股权转让与本次交易之间海樱公司收入和盈利变化情况、对应市盈率情况、控股权溢价和同行业可比交易等,补充披露前次股权转让对应估值,特别是2018年8月股权转让对应估值与本次交易作价差异的原因及合理性。2)结合双汇集团、漯河恒祥工贸有限公司对海樱公司股权的持股时间、持股成本等,补充披露按本次交易作价计算的总收益率和年化收益率。3)补充披露海樱公司、意科公司、软件公司、财务公司历史沿革、历次股权变动情况、报告期主要资产和负债情况。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合上述股权转让与本次交易之间海樱公司收入和盈利变化情况、对应市盈率情况、控股权溢价和同行业可比交易等,补充披露前次股权转让对应

估值，特别是 2018 年 8 月股权转让对应估值与本次交易作价差异的原因及合理性。

(一) 海樱公司最近三年收入和盈利情况、前次股权转让对应估值及市盈率情况

海樱公司最近三年主要财务数据如下：

单位：万元

| 项目 | 2018 年 12 月 31 日 | 2017 年 12 月 31 日 | 2016 年 12 月 31 日 |
|---------|------------------|------------------|------------------|
| 资产总计 | 10,299.33 | 9,278.49 | 8,381.64 |
| 负债总计 | 3,126.49 | 2,519.18 | 1,846.88 |
| 所有者权益总计 | 7,172.84 | 6,759.31 | 6,534.75 |
| 项目 | 2018 年度 | 2017 年度 | 2016 年度 |
| 营业收入 | 29,590.30 | 22,252.89 | 21,789.15 |
| 营业成本 | 23,896.62 | 17,104.12 | 16,933.58 |
| 净利润 | 2,779.49 | 2,365.96 | 2,141.4 |

注：海樱公司2016年相关数据未经审计

由上述数据可知，海樱公司最近三年业绩持续增长，营业收入和净利润均稳步增加。

海樱公司最近三年评估或估值情况及上述股权转让对应估值及市盈率情况如下：

| 股权转让事项 | 股权转让时间 | 股权转让比例 | 对应股权比例转让价款(万元) | 100%股权转让对价(万元)(1) | 转让价款确定方式 | 海樱公司净利润(万元)(2) | 转让价款对应市盈率(1)/(2) |
|---------------------------|-------------|------------------------|----------------|-------------------|----------|-------------------|------------------|
| 陈雪明转让 0.65% 股权给漯河恒祥工贸有限公司 | 2017 年 10 月 | 0.65% | 18.07 | 2,787.66 | 双方友好协商 | 2,141.40 (2016 年) | 1.30 |
| 爱樱食品转让 33.40% 股权给双汇集团 | 2018 年 8 月 | 33.40% (实际投资比例 29.66%) | 3,462.85 | 11,675.14 | 双方友好协商 | 2,365.96 (2017 年) | 4.93 |
| 评估事项 | 评估基准日 | 双汇集团持股比例 | 对应股权价值 | 100%股权价值(万元) | 评估方法 | 海樱公司净利润情况 | 转让价款对应市盈率 |

| | | | | | | | |
|------------------------|-----------------|--------|-----------|-----------|-----------|---------------------|-------|
| 海樱公司 49.66%股权 评估 | 2018年12 月31日 | 49.66% | 19,907.40 | 40,087.39 | 收益法评 估 | 2,779.49 (2018年) | 14.42 |
|------------------------|-----------------|--------|-----------|-----------|-----------|---------------------|-------|

(二) 同行业可比交易

同行业可比交易如下表:

| 序号 | 评估基准日 | 受让方 | 收购标的 | 截至评估基准日最近一年归属于母公司所有者的净利润(万元) (1) | 整体评估价值(万元) (2) | 静态市盈率 (2)/(1) |
|----|-------------|-----------------|----------------------|-------------------------------------|-------------------|------------------|
| 1 | 2018年8月31日 | 江苏省农垦农业发展股份有限公司 | 金太阳粮油股份有限公司51.25%股权 | 4,878.71 | 60,432.65 | 12.39 |
| 2 | 2017年12月31日 | 合肥丰乐种业股份有限公司 | 四川同路农业科技有限责任公司100%股权 | 1,169.89 | 29,023.76 | 24.81 |
| 3 | 2016年12月31日 | 福建圣农发展股份有限公司 | 福建圣农食品有限公司100%股权 | 10,665.36 | 202,030.39 | 18.94 |
| 4 | 2015年9月30日 | 好想你健康食品股份有限公司 | 杭州郝姆斯食品有限公司100%股权 | -645.79 | 96,200.00 | -- |

*静态市盈率=收购标的整体评估价值/截至评估基准日最近一年归属于母公司所有者的净利润

海樱公司本次交易作价对应的市盈率为14.42，市盈率水平处于上述可比交易中合理水平。

(三) 前次股权转让对应估值与本次交易作价差异的原因及合理性

本次重组中，海樱公司采用资产基础法和收益法两种方法进行评估，并采用收益法的评估结果为最终评估结果。截至评估基准日，采用收益法评估的海樱公司股东全部权益价值为40,087.39万元，相应的双汇集团持有的海樱公司49.66%股权的评估值为19,907.40万元。本次交易评估值与前次股权转让对应估值的差异原因及合理性如下：

1、2017年10月股权转让对应估值与本次交易作价差异的原因及合理性

2017年10月，海樱公司原股东陈雪明转让0.65%的股权，系海樱公司少数股东之间的股权转让，且股权转让比例较低，为非控制权转让。该次股权转让价格由该次转让的转让方及受让方友好协商确定，未经评估，未作出业绩承诺。该次

股权转让的目的和背景均与本次重组情况不同，估值存在差异是合理的。

2、2018年8月股权转让对应估值与本次交易作价差异的原因及合理性

(1) 2018年8月股权转让的背景

爱樱食品在海樱公司中入股时间较早，投入较低。2018年爱樱食品向双汇集团转让海樱公司股权是出于自身退出的目的，爱樱食品通过海樱公司分红以及2018年8月退出时的转让溢价已获取了较为丰厚的回报。在爱樱食品向双汇集团转让海樱公司股权后，爱樱食品即已注销清算。

(2) 2018年8月股权转让估值与本次交易作价差异的原因及合理性

2018年8月，海樱公司原股东爱樱食品转让33.40%的股权，系爱樱食品实现其所持股权的退出，对应海樱公司100%股权价值为11,675.14万元（按对应实际投资比例29.66%测算），低于本次吸收合并对海樱公司的评估值40,087.39万元。具体原因如下：

1) 2018年8月股权转让目的为爱樱食品通过股权转让实现其所持股权的退出，为少数股权转让，而非控制权转让。而本次重组中涉及转让海樱公司控制权，在交易作价时需考虑控制权溢价因素。

2018年8月双汇集团受让爱樱食品所持海樱公司股权之前，已实际拥有海樱公司控制权，在海樱公司的日常经营及战略发展中均发挥着至关重要的作用，爱樱食品虽然持有海樱公司股权，但并未向海樱公司推荐董事，无法对海樱公司的生产经营造成重大影响。因此，2018年8月海樱公司股权转让为其控制方与少数股东之间发生的交易，不涉及控制权转让，转让双方对海樱公司影响力不同，确定的转让价格与本次涉及海樱公司控制权的交易相比，转让价格存在一定折让。

2) 爱樱食品股权转让交易为现金交易，交易对方无任何义务。本次重组中罗特克斯取得的对价为上市公司股权，交易完成后将面临长达三年的锁定期，且罗特克斯需对海樱公司未来三年的业绩进行承诺。

3) 本次交易中海樱公司的定价参考评估结果确定。公司聘请了具有证券、期货从业资格的评估机构对海樱公司进行评估，本次评估假设前提合理，评估方法与评估目的的相关性一致，评估定价公允，符合相关法律、法规的规定。本次评

估中对海樱公司未来营业收入的预测是海樱公司根据目前的经营状况、行业竞争情况及市场销售情况等因素综合分析的基础上作出的，因此，本次评估价格可代表海樱公司合理的估值水平。

综上所述，2017年10月及2018年8月海樱公司原股东的股权转让与本次交易转让基准日时点海樱公司盈利水平有一定差异、转让的背景不同、转让方获得对价的方式不同、受让方承担的义务不同，且本次转让涉及海樱公司控制权变化，因此，前述交易股权转让作价与本次重组评估值存在一定差异是合理的。本次交易已履行了评估程序，评估结果可代表海樱公司合理的估值水平，因此本次交易海樱公司定价是合理的。

二、双汇集团、漯河恒祥工贸有限公司对海樱公司股权的持股时间、持股成本等，补充披露按本次交易作价计算的总收益率和年化收益率

双汇集团对海樱公司股权的持股时间、持股成本、对应收益率情况如下：

| 时间 | 事项 | 金额（万元） |
|--------------------------|---|----------------|
| 2003-7-21 | 成立时投入 | 165.54 |
| 2008-5-26 | 增资 | 300.00 |
| 2011-9-30 | 海樱公司吸收合并漯河万源食品有限公司，作为漯河万源食品有限公司原股东取得海樱公司股权的相应作价 | 415.80 |
| 2018-8-22 | 爱樱食品股权转让给双汇集团 | 3,462.85 |
| 2018-12-31 | 所持 49.66% 的 2018 年 12 月 31 日评估值 | 19,907.40 |
| 年化收益率（内含回报率） | | 29.34% |
| 历史总投资额 | | 4,344.19 |
| 总收益率（所持股权比例评估值/历史总投资额-1） | | 358.25% |

漯河恒祥工贸有限公司对海樱公司股权的持股时间、持股成本、对应收益率情况如下：

| 时间 | 事项 | 金额（万元） |
|--------------------------|---|----------------|
| 2011-9-30 | 海樱公司吸收合并漯河万源食品有限公司，作为漯河万源食品有限公司原股东取得海樱公司股权的相应作价 | 694.30 |
| 2017-10-31 | 受让陈雪明持有的海樱公司股权 | 18.07 |
| 2018-12-31 | 所持 9.65% 股权对应 2018 年 12 月 31 日评估值 | 3,868.43 |
| 年化收益率（内含回报率） | | 26.60% |
| 历史总投资额 | | 712.37 |
| 总收益率（所持股权比例评估值/历史总投资额-1） | | 443.04% |

三、海樱公司、意科公司、软件公司、财务公司历史沿革、历次股权变动情况、报告期主要资产和负债情况。

(一) 海樱公司、意科公司、软件公司、财务公司历史沿革及股权变动情况

1、海樱公司历史沿革及股权变动情况

(1) 2003 年，设立

2003 年 6 月 5 日，漯河市对外经济贸易经济合作局下发《关于设立漯河双汇海樱调味料食品有限公司的批复》，批复同意双汇集团、漯河海汇投资有限公司、爱樱食品香港国际有限公司在漯河合资兴办海樱公司，并颁发外商投资企业批准证书（外经贸豫府漯资字[2013]0014 号），核准投资总额为 140 万美元，注册资本为 100 万美元。

2003 年 7 月 25 日，漯河慧光会计师事务所出具验资报告（漯慧会企验字(2003) 第 041 号），确认截至 2003 年 7 月 23 日，海樱公司的注册资本已全部实缴。

海樱公司设立时的股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 出资金额（美元） | 出资比例 |
|----|--------------|------------------|----------------|
| 1 | 双汇集团 | 200,000 | 20.00% |
| 2 | 漯河海汇投资有限公司 | 400,000 | 40.00% |
| 3 | 爱樱食品香港国际有限公司 | 400,000 | 40.00% |
| 合计 | | 1,000,000 | 100.00% |

(2) 2005 年，股权转让

2005 年 3 月 1 日，海樱公司召开第一届董事会第四次会议，同意漯河海汇投资有限公司将其持有的海樱公司 40% 股权转让给北京天瑞成投资有限公司。

2005 年 3 月 4 日，漯河海汇投资有限公司与北京天瑞成投资有限公司签署《股权转让协议》，约定漯河海汇投资有限公司将持有海樱公司 40% 的股权以 3,694,851.87 元的价格转让给北京天瑞成投资有限公司。

2005 年 3 月 9 日，漯河市商务局下发《关于漯河双汇海樱调味料食品有限公司股权转让、董事会成员变更及<合同>、<章程>修改的批复》（漯商资[2005]14 号），批复上述股权转让。

上述股权转让完成后，海樱公司的股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 出资金额（美元） | 出资比例 |
|----|-------------|----------|--------|
| 1 | 双汇集团 | 200,000 | 20.00% |
| 2 | 北京天瑞成投资有限公司 | 400,000 | 40.00% |

| 序号 | 股东名称 | 出资金额（美元） | 出资比例 |
|----|--------------|-----------|---------|
| 3 | 爱樱食品香港国际有限公司 | 400,000 | 40.00% |
| 合计 | | 1,000,000 | 100.00% |

(3) 2006 年，股权转让

2006 年 12 月 11 日，北京天瑞成投资有限公司与采峰投资有限公司签署《股权转让协议》，约定北京天瑞成投资有限公司将其持有的海樱公司 40% 股权以 4,046,978.76 元的价格转让给采峰投资有限公司。

2006 年 12 月 17 日，海樱公司召开第一届董事会第六次会议，同意上述股权转让。

2006 年 12 月 12 日，漯河市商务局下发《关于漯河双汇海樱调味料食品有限公司股权转让、董事变更及<章程>修改的批复》（漯商资[2006]59 号），批复同意上述股权转让。

上述股权转让完成后，海樱公司的股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 出资金额（美元） | 出资比例 |
|----|--------------|-----------|---------|
| 1 | 双汇集团 | 200,000 | 20.00% |
| 2 | 采峰投资有限公司 | 400,000 | 40.00% |
| 3 | 爱樱食品香港国际有限公司 | 400,000 | 40.00% |
| 合计 | | 1,000,000 | 100.00% |

(4) 2008 年，增资

2008 年 2 月 24 日，双汇集团、爱樱食品香港国际有限公司与采峰投资有限公司签署《漯河双汇海樱调味料食品有限公司股东增资协议》，约定各方按比例对海樱公司进行增资，增资完成后海樱公司注册资本增加 1,500 万元。同日，海樱公司召开第一届董事会第九次会议，同意上述增资事项。

2008 年 4 月 29 日，漯河市商务局下发《漯河市商务局关于漯河双汇海樱调味料食品有限公司有关事项变更修改的批复》（漯商资[2008]38 号），批复同意上述注册资本增加。

2008 年 5 月 27 日，漯河汇审会计师事务所有限公司出具验资报告（漯汇验字[2008]130 号），截至 2008 年 5 月 26 日，海樱公司新增的注册资本已全部实缴。

上述增资完成后，海樱公司的股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 出资金额（元） | 出资比例 |
|----|----------|-----------|--------|
| 1 | 双汇集团 | 4,655,400 | 20.00% |
| 2 | 采峰投资有限公司 | 9,310,800 | 40.00% |

| 序号 | 股东名称 | 出资金额（元） | 出资比例 |
|----|--------------|-------------------|----------------|
| 3 | 爱樱食品香港国际有限公司 | 9,310,800 | 40.00% |
| 合计 | | 23,277,000 | 100.00% |

(5) 2008 年，股权转让

2008 年 8 月 15 日，海樱公司召开第二届董事会第二次会议，同意海樱公司股东采峰投资有限公司将其持有的海樱公司 40% 股权转让给罗特克斯。

2008 年 8 月 25 日，采峰投资有限公司与罗特克斯签署股权转让协议，约定采峰投资有限公司将其持有的海樱公司 40% 股权以 10,771,370.89 元的价格转让给罗特克斯。

2008 年 9 月 11 日，漯河市商务局下发《漯河市商务局关于漯河双汇海樱调味料食品有限公司股权转让及<合同>、<章程>修改的批复》（漯商资[2008]68 号），批复同意上述股权转让。

上述股权转让完成后，海樱公司的股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 出资金额（元） | 出资比例 |
|----|--------------|-------------------|----------------|
| 1 | 双汇集团 | 4,655,400 | 20.00% |
| 2 | 罗特克斯 | 9,310,800 | 40.00% |
| 3 | 爱樱食品香港国际有限公司 | 9,310,800 | 40.00% |
| 合计 | | 23,277,000 | 100.00% |

(6) 2012 年，吸收合并万源食品

2011 年 12 月 1 日，海樱公司召开第二届董事会第七次会议，同意海樱公司采取吸收合并的方式与万源食品进行合并，海樱公司为吸并方暨存续方，万源食品为被合并方暨非存续方，吸收合并后，海樱公司投资总额为海樱公司原投资总额与万源食品投资总额之和，为 3,272.87 万元；注册资本为海樱公司原注册资本与万源食品注册资本之和，为 27,876,635.20 元。同日，万源食品召开第二届董事会第八次会议，同意上述吸收合并方案。

2011 年 12 月 1 日，海樱公司与万源食品就上述吸收合并签署《漯河海樱调味料食品有限公司以换股方式吸收合并漯河万源食品有限公司之吸收合并协议》。

2012 年 3 月 5 日，漯河市商务局下发《漯河市商务局关于漯河双汇海樱调味料食品有限公司吸收合并漯河万源食品有限公司的批复》（漯商资[2012]05 号），批复同意上述吸收合并方案。同日，漯河市商务局下发《漯河市商务局关于注销

漯河万源食品有限公司的批复》（漯商资[2012]06号），同意万源食品的债权、债务、职工、全部资产、业务进入海樱公司，同意将万源食品进行注销。

2012年6月4日，漯河汇审会计师事务所有限公司出具验资报告（漯汇验字[2012]50号），截至2011年9月30日，海樱公司吸收合并万源食品后的注册资本已全部实缴。

上述吸收合并完成后，按照各股东在吸收合并前的出资额计算的海樱公司的股权结构如下：

| 序号 | 股东姓名/名称 | 出资金额（元） | 出资比例 |
|----|--------------|----------------------|----------------|
| 1 | 双汇集团 | 5,575,327.04 | 20.00% |
| 2 | 罗特克斯 | 9,310,800.00 | 33.40% |
| 3 | 爱樱食品香港国际有限公司 | 9,310,800.00 | 33.40% |
| 4 | 漯河市恒祥工贸有限公司 | 1,536,094.17 | 5.51% |
| 5 | 澳洲澳丽安图联合企业 | 1,149,908.80 | 4.12% |
| 6 | 漯河市金岛经济实业总公司 | 813,031.52 | 2.92% |
| 7 | 陈雪明 | 180,673.67 | 0.65% |
| | 合计 | 27,876,635.20 | 100.00% |

根据海樱公司第二届董事会第七次会议决议以及上述吸收合并完成后的海樱公司的章程，根据漯河慧光资产评估有限公司出具的《漯河万源食品有限公司评估报告》（慧光评报字[2011]第053号）、漯河汇审会计师事务所有限公司《漯河双汇海樱调味料食品有限公司评估报告书》（漯汇评字[2011]第15号）确认的海樱公司和万源食品的净资产扣除各公司以前年度及2011年1-9月份可供分配利润后确认的万源食品及海樱公司的净资产额，再乘以其股东持股比例，分别折算出各股东在万源食品及海樱公司的净资产，而后以各股东在两公司分别拥有的净资产额除以扣除红利后的万源食品及海樱公司的净资产之和，计算出各股东在合并后合营公司的持有的股权比例，吸收合并后海樱公司股东按上述折算的股权比例享有权利、承担义务。根据上述净资产折算股权比例的方式，股东双汇集团、罗特克斯、爱樱食品香港国际有限公司、漯河市恒祥工贸有限公司、澳洲澳丽安图联合企业、漯河市金岛经济实业总公司和陈雪明的股权比例分别为：20%、29.66%、29.66%、8.63%、6.46%、4.57%及1.02%。

上述按照出资额计算的各股东出资比例以及按照净资产折算的各股东股权比例，均已经漯河市商务局下发的《漯河市商务局关于漯河双汇海樱调味料食品有限公司吸收合并漯河万源食品有限公司的批复》（漯商资[2012]05号）批准同

意且记载于海樱公司章程中，海樱公司股东实际按照净资产折算的股权比例享有股东权利和承担股东义务合法有效。

(7) 2017 年，股权转让

陈雪明与漯河市恒祥工贸有限公司签署了股权转让协议，约定陈雪明将其持有的海樱公司 0.65% 股权以 180,700 元的价格转让给漯河市恒祥工贸有限公司。2017 年 10 月 31 日，海樱公司召开第四届董事会第三次会议，同意上述股权转让。

2017 年 11 月 10 日，漯河市商务局下发更新后的《外商投资企业变更备案回执》。

上述股权转让完成后，海樱公司各股东按照出资额计算的股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 出资金额（元） | 出资比例 |
|----|--------------|----------------------|----------------|
| 1 | 双汇集团 | 5,575,327.04 | 20.00% |
| 2 | 罗特克斯 | 9,310,800.00 | 33.40% |
| 3 | 爱樱食品香港国际有限公司 | 9,310,800.00 | 33.40% |
| 4 | 漯河市恒祥工贸有限公司 | 1,716,767.84 | 6.16% |
| 5 | 澳洲澳丽安图联合企业 | 1,149,908.80 | 4.12% |
| 6 | 漯河市金岛经济实业总公司 | 813,031.52 | 2.92% |
| | 合计 | 27,876,635.20 | 100.00% |

根据海樱公司《公司章程》，本次股权转让完成后，根据前述净资产折算股权比例的方式，股东双汇集团、罗特克斯、爱樱食品香港国际有限公司、漯河市恒祥工贸有限公司、澳洲澳丽安图联合企业和漯河市金岛经济实业总公司的股权比例分别为：20%、29.66%、29.66%、9.65%、6.46% 及 4.57%。

(8) 2018 年，股权转让

2018 年 8 月 22 日，爱樱食品香港国际有限公司与双汇集团签署了股权转让协议，约定爱樱食品香港国际有限公司将其持有的海樱公司 33.40% 股权以 34,628,467.96 元的价格转让给双汇集团。同日，海樱公司召开第四届董事会第五次会议，同意上述股权转让。

2018 年 8 月 29 日，漯河市商务局下发更新后的《外商投资企业变更备案回执》。

上述股权转让完成后，海樱公司各股东按照出资额计算的股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 出资金额（元） | 出资比例 |
|----|--------------|----------------------|----------------|
| 1 | 双汇集团 | 14,886,127.04 | 53.40% |
| 2 | 罗特克斯 | 9,310,800.00 | 33.40% |
| 3 | 漯河市恒祥工贸有限公司 | 1,716,767.84 | 6.16% |
| 4 | 澳洲澳丽安图联合企业 | 1,149,908.80 | 4.12% |
| 5 | 漯河市金岛经济实业总公司 | 813,031.52 | 2.92% |
| 合计 | | 27,876,635.20 | 100.00% |

根据海樱公司《公司章程》，本次股权转让完成后，根据前述净资产折算股权比例的方式，股东双汇集团、罗特克斯、漯河市恒祥工贸有限公司、澳洲澳丽安图联合企业和漯河市金岛经济实业总公司的股权比例分别为：49.66%、29.66%、9.65%、4.57%及 6.46%。

（9）2019 年，变更出资比例工商登记

2018 年 12 月，为使各股东的实际出资比例与按照前述净资产折算的股权比例保持一致，股东双汇集团、罗特克斯、漯河市恒祥工贸有限公司、澳洲澳丽安图联合企业和漯河市金岛经济实业总公司签署《漯河双汇海樱调味料食品有限公司关于按吸收合并后净资产持股比例确认出资金额及出资比例的股东确认合同》，一致同意按照海樱公司吸收合并万源食品后各股东的净资产占海樱公司净资产总额折算的股权比例为依据，对各股东的出资金额及出资比例进行调整。同时，各股东签署新的《漯河双汇海樱调味料食品有限公司合同》及《漯河双汇海樱调味料食品有限公司章程》。

2018 年 12 月 30 日，海樱公司召开第四届董事会第六次会议，审议通过上述变更事项。

2019 年 1 月 14 日，漯河市商务局下发更新后的《外商投资企业变更备案回执》。

上述出资比例工商登记变更完成后，海樱公司各股东的出资比例与实际股权结构比例一致，具体股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 出资金额（元） | 出资比例 |
|----|--------------|----------------------|----------------|
| 1 | 双汇集团 | 13,843,537.04 | 49.66% |
| 2 | 罗特克斯 | 8,268,210 | 29.66% |
| 3 | 漯河市恒祥工贸有限公司 | 2,690,095.3 | 9.65% |
| 4 | 澳洲澳丽安图联合企业 | 1,273,962.23 | 6.46% |
| 5 | 漯河市金岛经济实业总公司 | 1,800,830.63 | 4.57% |
| 合计 | | 27,876,635.20 | 100.00% |

本次出资比例工商变更登记完成后，截至本核查意见出具日，海樱公司股权比例未再发生变动。

2、意科公司历史沿革及股权变动情况

(1) 2006 年，设立

2006 年 3 月 24 日，漯河市商务局下发《关于设立漯河双汇意科生物环保有限公司的批复》，批复同意双汇集团、意大利生物在漯河合资兴办意科公司，并颁发《外商投资企业批准证书》（漯商资[2006]20 号），核准合营意科公司的投资总额为 170 万欧元，注册资本为 121 万欧元。

2006 年 8 月 9 日，漯河慧光会计师事务所有限责任公司出具验资报告（漯慧会验字[2006]032 号），截至 2006 年 8 月 8 日，意科公司收到的双汇集团、意大利生物第 1 期缴纳的注册资本共 181,500 欧元。

意科公司设立时的股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 出资金额（欧元） | 出资比例 |
|----|-------|------------------|----------------|
| 1 | 双汇集团 | 617,100 | 51.00% |
| 2 | 意大利生物 | 592,900 | 49.00% |
| 合计 | | 1,210,000 | 100.00% |

(2) 2007 年，增加注册资本

2007 年 7 月 4 日，意科公司召开董事会，同意意科公司注册资本增加至 155 万欧元，由股东双汇集团和意大利生物按原出资比例进行出资。双汇集团与意大利生物就上述增资事项签署《漯河双汇意科生物环保有限公司增资协议》。

2007 年 7 月 5 日，漯河市商务局下发《关于漯河双汇意科生物环保有限公司注册资本增加及<合同>、<章程>修改的批复》（漯商资[2007]29 号），批复同意上述注册资本增加。

2007 年 8 月 24 日，漯河慧光会计师事务所有限公司出具验资报告（漯慧会验字[2007]027 号），截至 2007 年 8 月 23 日，意科公司注册资本 155 万欧元已全部缴足。

上述增资完成后，意科公司的股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 出资金额（欧元） | 出资比例 |
|----|-------|------------------|----------------|
| 1 | 双汇集团 | 790,500 | 51.00% |
| 2 | 意大利生物 | 759,500 | 49.00% |
| 合计 | | 1,550,000 | 100.00% |

（3）2013 年，股权转让

2013 年 5 月 15 日，意大利生物与罗特克斯签署股权转让协议，约定意大利生物将其持有的意科公司 49% 股权以 16,912,086.27 元的价格转让给罗特克斯。同日，意科公司召开第二届董事会第五次会议，同意上述股权转让。

2013 年 6 月 5 日，漯河市商务局下发《关于漯河双汇意科生物环保有限公司股权转让、董事变更及<合同>、<章程>修改的批复》（漯商资[2013]25 号），批复同意上述股权转让。

上述股权转让完成后，意科公司的股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 出资金额（欧元） | 出资比例 |
|----|------|-----------|---------|
| 1 | 双汇集团 | 790,500 | 51.00% |
| 2 | 罗特克斯 | 759,500 | 49.00% |
| 合计 | | 1,550,000 | 100.00% |

本次股权转让完成后，截至本核查意见出具日，意科公司股权比例未再发生变动。

3、软件公司历史沿革及股权变动情况

（1）2000 年，设立

2000 年 9 月 10 日，双汇集团与曹俊生签署《漯河双汇计算机软件有限责任公司合同》，约定双汇集团与曹俊生共同出资设立软件公司，软件公司的注册资本为 500 万元，其中，双汇集团投资额为 255 万元，占注册资本的 51%；曹俊生投资额为 245 万元，占注册资本的 49%。

2000 年 9 月 15 日，漯河慧光会计师事务所出具《验资报告》（[2000]漯慧师[内验]字第 96 号），软件公司的实收资本为 500 万元。

软件公司设立时的股权结构如下：

| 序号 | 股东姓名/名称 | 出资额（万元） | 出资比例 |
|----|---------|---------|---------|
| 1 | 双汇集团 | 255 | 51.00% |
| 2 | 曹俊生 | 245 | 49.00% |
| 合计 | | 500 | 100.00% |

（2）2006 年，股权转让

2006 年 3 月 16 日，软件公司作出股东会决议，一致同意曹俊生将其持有的软件公司 49% 的股权以 245 万元的价格转让给乔明军。同日，曹俊生与乔明军就上述股权转让事项签署《股权转让协议》。

上述股权转让完成后，软件公司的股权结构如下：

| 序号 | 股东姓名/名称 | 出资额（万元） | 出资比例 |
|----|---------|---------|---------|
| 1 | 双汇集团 | 255 | 51.00% |
| 2 | 乔明军 | 245 | 49.00% |
| 合计 | | 500 | 100.00% |

（3）2007 年，增资

2007 年 3 月 18 日，软件公司作出股东会决议，一致同意公司增加注册资本 500 万元，其中双汇集团增加注册资本 255 万元，乔明军增加注册资本 245 万元。

2007 年 6 月 12 日，漯河汇审会计师事务所有限公司出具《验资报告》（漯汇验字[2007]151 号），截至 2007 年 6 月 12 日，软件公司已收到缴纳的新增注册资本合计 500 万元。

上述增资完成后，软件公司的股权结构如下：

| 序号 | 股东姓名/名称 | 出资额（万元） | 出资比例 |
|----|---------|---------|---------|
| 1 | 双汇集团 | 510 | 51.00% |
| 2 | 乔明军 | 490 | 49.00% |
| 合计 | | 1000 | 100.00% |

本次增资完成后，截至本回复意见出具日，软件公司股权比例未再发生变动。

4、财务公司历史沿革及股权变动情况

（1）2016 年，设立

2015 年 7 月 14 日，双汇集团与双汇发展签署《河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司与河南双汇投资发展股份有限公司关于设立河南双汇集团财务有限公司之出资协议》，约定财务公司成立时的注册资本为 50,000 万元，其中：双汇发展以货币出资 30,000 万元，双汇集团以货币出资 20,000 万元，财务公司的住所为河南省漯河市双汇路 1 号。

2016 年 2 月 5 日，中国银行业监督管理委员会下发《中国银监会关于筹建河南双汇集团财务有限公司的批复》（银监复[2016]47 号），同意双汇集团在河南省漯河市筹建河南双汇集团财务有限公司，并于批复之日起 6 个月内完成筹建工作。

2016 年 4 月 27 日，漯河汇审会计师事务所有限公司出具《验资报告》（漯汇验字[2016]第 01 号），截至 2016 年 4 月 27 日，财务公司已收到全体股东缴纳的注册资本合计 5 亿元。

2016年6月13日，中国银行业监督管理委员会河南监管局下发《河南银监局关于同意河南双汇集团财务有限公司开业的批复》（豫银监复[2016]128号），同意河南双汇集团财务有限公司开业等相关事项。

财务公司设立时的股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 出资额（万元） | 出资比例 |
|----|------|---------------|----------------|
| 1 | 双汇发展 | 30,000 | 60.00% |
| 2 | 双汇集团 | 20,000 | 40.00% |
| 合计 | | 50,000 | 100.00% |

（2）2018年，增资

2018年7月20日，财务公司召开2018年第一次临时股东会，双汇发展、双汇集团按原有持股比例增加财务公司注册资本。其中双汇发展增资1.8亿元，双汇集团增资1.2亿元，本次增资后财务公司注册资本由5亿元增至8亿元，双汇发展、双汇集团持股比例仍为60%、40%。

2018年10月25日，中国银行业监督管理委员会漯河监管分局下发《漯河银监分局关于核准河南双汇集团财务有限公司增加注册资本的批复》（漯银监复[2018]34号），同意财务公司注册资本变更为8亿元。

上述增资完成后，财务公司的股权结构如下：

| 序号 | 股东名称 | 出资额（万元） | 出资比例 |
|----|------|---------------|----------------|
| 1 | 双汇发展 | 48,000 | 60.00% |
| 2 | 双汇集团 | 32,000 | 40.00% |
| 合计 | | 80,000 | 100.00% |

本次增资完成后，截至本回复意见出具日，财务公司股权比例未再发生变动。

（二）海樱公司、意科公司、软件公司、财务公司报告期主要资产和负债情况

海樱公司主要资产和负债情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2018年 | 2017年 |
|-------------|------------------|-----------------|
| 流动资产 | 6,301.42 | 5,217.16 |
| 非流动资产 | 3,997.91 | 4,061.33 |
| 资产总计 | 10,299.33 | 9,278.49 |
| 流动负债 | 3,126.49 | 2,509.63 |
| 非流动负债 | 0.00 | 9.54 |
| 负债合计 | 3,126.49 | 2,519.18 |

| 项目 | 2018 年 | 2017 年 |
|---------|----------|----------|
| 所有者权益合计 | 7,172.84 | 6,759.31 |

意科公司主要资产和负债情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2018 年 | 2017 年 |
|----------------|-----------------|-----------------|
| 流动资产 | 1,450.91 | 1,432.73 |
| 非流动资产 | 680.01 | 689.09 |
| 资产总计 | 2,130.93 | 2,121.82 |
| 流动负债 | 77.24 | 71.54 |
| 非流动负债 | 39.74 | 50.11 |
| 负债合计 | 116.99 | 121.65 |
| 所有者权益合计 | 2,013.94 | 2,000.17 |

软件公司主要资产和负债情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2018 年 | 2017 年 |
|----------------|-----------------|-----------------|
| 流动资产 | 2,280.59 | 2,123.32 |
| 非流动资产 | 15.93 | 24.87 |
| 资产总计 | 2,296.52 | 2,148.19 |
| 流动负债 | 240.01 | 147.78 |
| 非流动负债 | 0.00 | 0.00 |
| 负债合计 | 240.01 | 147.78 |
| 所有者权益合计 | 2,056.50 | 2,000.41 |

财务公司主要资产和负债情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2018 年 | 2017 年 |
|----------------|-------------------|-------------------|
| 流动资产 | 563,782.32 | 757,729.29 |
| 非流动资产 | 692.54 | 499.61 |
| 资产总计 | 564,474.86 | 758,228.90 |
| 流动负债 | 459,138.65 | 696,415.10 |
| 非流动负债 | 0.00 | 0.00 |
| 负债合计 | 459,138.65 | 696,415.10 |
| 所有者权益合计 | 105,336.21 | 61,813.80 |

四、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

双汇发展披露了海樱公司过往交易价格明细，并分析了本次重组中海樱公司估值与过往交易估值存在差异的原因，分析认为2017年10月及2018年8月海樱公司原股东的股权转让与本次交易情况不同，因此前述交易股权转让作价与本次重组评估值存在一定差异。相关披露及分析具有合理性。

11.申请文件显示，1)本次交易置入资产海樱公司、意科公司、软件公司、财务公司对应股份评估值分别为 19,907.4 万元、1,084.06 万元、1,091.14 万元和 44,545.24 万元，2018 年度净利润分别为 2,779.49 万元、116.85 万元、137.72 万元和 13,522.41 万元。2)截至评估基准日 2018 年 12 月 31 日，双汇集团股东全部权益评估值 4,016,674.37 万元，增值率为 578.01%。请你公司：1)结合上述置入资产行业地位、核心竞争力、市场竞争格局、对应市盈率情况、同行业公司市盈率情况以及可比收购案例等，补充披露上述置入资产评估增值率的合理性。2)结合双汇集团行业地位、市场竞争格局、各项明细资产负债评估增值情况、同行业公司市盈率以及可比公司情况，补充披露双汇集团整体评估增值率的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合上述置入资产行业地位、核心竞争力、市场竞争格局、对应市盈率情况、同行业公司市盈率情况以及可比收购案例等，补充披露上述置入资产评估增值率的合理性。

（一）海樱公司

1、行业地位

与我国调味品行业内龙头公司相比，海樱公司在资产、收入、利润规模等方面较小，市场地位并不显著。

截至目前，海樱公司已拥有较为丰富的产品类别、品牌体系以及相对完善的销售渠道，拥有良好的发展基础。在本次交易完成后，海樱公司、双汇发展将进一步在产品开发、品牌体系、销售网络等方面进行整合，发挥业务、渠道等方面的协同效应，进一步提升海樱公司以及双汇发展的竞争实力。

2、核心竞争力

(1) 多品牌运作优势

目前海樱公司产品通过福满苑、汤易美、好有料等子品牌进行生产销售，各子品牌独立运作，增强企业的抗风险能力。

(2) 强大的技术实力

海樱公司拥有专业化的调味料技术团队，能与肉制品结构调整需求和市场消费需求实现快速对接，可调配出不同口味的调味料。海樱公司目前拥有多种独有的调味料配方，从根本上保证了产品的市场差异性及其持久的市场竞争力。

(3) 成熟的管理体系

海樱公司拥有专业化的生产车间及配套设备，建立完善的安全管理体系，通过了 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系和 HACCP 食品安全体系认证，确保食品安全。

(4) 完善的销售网络

截至目前，海樱公司在全国范围内拥有 15 个销售办事处，销售网络较为完善；同时，海樱公司通过对各销售团队反馈的信息进行整理，可以更好地了解市场需求变化情况。

3、市场竞争格局

海樱公司所属的调味品行业根据调味品类别的不同存在着众多细分市场，生产企业众多，企业整体加工规模较小，调味品行业集中度较为分散。同时，我国地域宽广、民族较多，各地区的饮食习惯存在着一定的差异，餐饮品种及风味需求也存在着一定差异，因此调味品行业内存在一定区域性，业内企业竞争优势区域各有不同。

4、海樱公司本次交易对应市盈率情况

单位：万元

| 公司名称 | 投资比例 | 评估价值 | 对应 100% 股权评估价值 | 2018 年度净利润 | 市盈率 |
|------|--------|-----------|----------------|------------|-------|
| 海樱公司 | 49.66% | 19,907.40 | 40,087.39 | 2,779.49 | 14.42 |

5、同行业主要上市公司市盈率情况

根据 Wind 统计，截至 2019 年 4 月 30 日收盘，同行业主要上市公司按 2018 年度归属于母公司股东净利润测算的市盈率情况如下：

| 证券代码 | 证券简称 | 市值/100%股权评 估值（亿元） | 2018 年度归属于母公司股东 净利润（亿元） | 静态市 盈率 |
|------------|------|----------------------|----------------------------|--------------|
| 603288 | 海天味业 | 2,410.89 | 43.65 | 55.23 |
| 600872 | 中炬高新 | 287.19 | 6.07 | 47.28 |
| 603027 | 千禾味业 | 75.57 | 2.40 | 31.49 |
| 002507 | 涪陵榨菜 | 226.47 | 6.62 | 34.22 |
| 600305 | 恒顺醋业 | 102.88 | 3.05 | 33.78 |
| 平均值 | | - | - | 40.40 |
| 海樱公司 | | 4.01 | 0.28 | 14.42 |

数据来源：Wind

如上，同行业主要上市公司平均市盈率为 40.40 倍，高于本次评估时海樱公司 14.42 倍的市盈率水平。

6、近年可比收购案例

根据 Wind 统计，近年上市公司收购食品行业公司交易中标的估值情况如下：

单位：万元

| 序号 | 评估基准 日 | 受让方 | 标的资产 | 标的资产截至评估基准 日最近一年归属于母公 司股东净利润 | 整体评估价 值 | 静态市 盈率 |
|------------|------------|------------------|--------------------------------|------------------------------------|------------|--------------|
| 1 | 2018/8/31 | 苏垦农发 (601952) | 金太阳粮油股 份有限公司 51.25% 股权 | 4,878.71 | 60,432.65 | 12.39 |
| 2 | 2017/12/31 | 丰乐种业 (000713) | 四川同路农业 科技有限责任 公司 100% 股权 | 1,169.89 | 29,023.76 | 24.81 |
| 3 | 2016/12/31 | 圣农发展 (002299) | 福建圣农食品 有限公司 100% 股权 | 10,665.36 | 202,030.39 | 18.94 |
| 4 | 2015/9/30 | 好想你 (002582) | 杭州郝姆斯食 品有限公司 100% 股权 | -645.79 | 96,200.00 | -- |
| 平均值 | | | | | | 18.71 |
| 海樱公司 | | | | | | 14.42 |

数据来源：Wind

如上，可比案例评估时的静态市盈率水平在 12.39 倍至 24.81 倍之间，平均

为 18.71 倍，本次评估时海樱公司 14.42 倍的静态市盈率与可比案例相比处于相对较低的水平。

7、置入海樱公司评估增值率的合理性

在目前市场环境下，海樱公司产品和业务具备一定的行业竞争力和较好的发展趋势，且在未来合并完成后将与上市公司协同发展。本次收购海樱公司选用收益法评估结果，截至评估基准日，海樱公司股东全部权益账面值为 7,172.84 万元，评估值为 40,087.39 万元，评估增值 32,914.55 万元，评估增值率为 458.88%，对应静态市盈率为 14.42 倍，与同行业上市公司平均 40.40 倍市盈率相比，处于较低水平。对比同行业可比收购案例，海樱公司估值水平也处于相对较低水平。本次置入海樱公司评估增值率具有合理性。

（二）意科公司

1、行业地位

我国电力行业现有主要参与者的装机容量、发电量、资产规模、收入及利润规模超过意科公司现有规模。

2、核心竞争力

意科公司主要从事沼气资源的综合利用，属于国家政策积极扶持的产业。意科公司所发电量全额上网，并享受新能源电价补贴、增值税退税等长期支持性政策支持，拥有良好的发展前景。未来，意科公司将进一步开发利用有机废水资源等，为上市公司实现清洁生产和绿色发展，实现更大的社会价值。

3、市场竞争格局

目前，我国电力行业的发电环节继续呈现多元化竞争格局，主要的发电行业参与者可分为以下梯队：第一梯队包括中央直属五大发电集团，即中国华能集团公司、中国大唐集团公司、中国华电集团公司、中国国电集团公司、中国电力投资集团公司；第二梯队包括神华集团有限责任公司、中国长江三峡集团有限公司、国家开发投资集团有限公司、中国核工业集团有限公司、中国广核集团有限公司等大型中央企业；第三梯队则是其余各地方的发电企业。

4、意科公司本次交易对应市盈率情况

单位：万元

| 公司名称 | 投资比例 | 评估价值 | 对应 100% 股权评估价值 | 2018 年度净利润 | 市盈率 |
|------|--------|----------|----------------|------------|-------|
| 意科公司 | 51.00% | 1,084.06 | 2,125.61 | 116.85 | 18.19 |

5、同行业主要上市公司市盈率情况

根据 Wind 统计，截至 2019 年 4 月 30 日收盘，同行业主要上市公司按 2018 年度归属于母公司股东净利润测算的市盈率情况如下：

| 证券代码 | 证券简称 | 市值/100% 股权评估价值（亿元） | 2018 年度归属于母公司股东净利润（亿元） | 静态市盈率 |
|--------|------|--------------------|------------------------|--------------|
| 600900 | 长江电力 | 3,711.40 | 226.11 | 16.41 |
| 600011 | 华能国际 | 1,059.62 | 14.39 | 73.64 |
| 601985 | 中国核电 | 923.03 | 47.37 | 19.49 |
| 600025 | 华能水电 | 736.20 | 58.03 | 12.69 |
| 600886 | 国投电力 | 548.99 | 43.64 | 12.58 |
| 平均值 | | -- | -- | 26.96 |
| 意科公司 | | 0.21 | 0.01 | 18.19 |

数据来源：Wind

如上，同行业主要上市公司平均市盈率为 26.96 倍，高于本次评估时意科公司 18.19 倍的市盈率水平。

6、近年可比收购案例

根据 Wind 统计，近年上市公司收购电力行业公司交易中标的估值情况如下：

单位：万元

| 序号 | 评估基准日 | 受让方 | 标的资产 | 标的资产截至评估基准日最近一年归属于母公司股东净利润 | 整体评估价值 | 静态市盈率 |
|----|-----------|--------------|------------------------|----------------------------|------------|--------|
| 1 | 2017/6/30 | 金宇车城（000803） | 江苏北控智临电气科技有限公司 55% 股权 | 5,071.38 | 64,500.00 | 12.72 |
| 2 | 2017/6/30 | 天津泰达热电有限公司 | 天津泰达能源发展有限责任公司 100% 股权 | 673.66 | 36,582.35 | 54.30 |
| 3 | 2016/7/31 | 天沃科技（002564） | 中机国能电力工程有限公司 80% 股权 | 25,863.68 | 370,598.13 | 14.33 |
| 4 | 2015/8/31 | 珈伟新能（300317） | 金昌国源电力有限公司 100% 股权 | 1,104.54 | 110,500.00 | 100.04 |

| | | | | | | |
|------------|------------|-----------------|--------------------------------|-----------|------------|--------------|
| 5 | 2014/12/31 | 太阳能 (000591) | 中节能太阳能科技股 份有限公司 100% 股 权 | 39,009.18 | 851,900.00 | 21.84 |
| 平均值 | | | | | | 40.65 |
| 意科公司 | | | | | | 18.19 |

如上，可比案例评估时的静态市盈率水平在 12.72 倍至 100.04 倍之间，平均为 40.65 倍，本次评估时意科公司 18.19 倍的静态市盈率与可比案例相比处于相对较低的水平。

7、置入意科公司评估增值率的合理性

考虑到意科公司目前资产和业务规模相对较小，且业务发展在一定程度上受双汇集团其他单位发展影响，本次收购意科公司选用资产基础法评估结果，更加稳健地确定意科公司价值。

截至评估基准日，意科公司股东全部权益账面值为 2,013.94 万元，评估值为 2,125.61 万元，评估增值 111.67 万元，评估增值率为 5.54%，对应静态市盈率为 18.19 倍，与同行业上市公司平均 26.96 倍市盈率相比，处于较低水平。相较于同行业可比收购案例，意科公司估值水平也处于较低水平。本次置入意科公司评估增值率具有合理性。

（三）软件公司

1、行业地位

软件公司整体业务体量较小，与同行业龙头企业具有一定差距。然而软件公司自 2000 年成立以来便持续为双汇集团提供高质量的供应链级管理软件及服务，对双汇集团及其下属企业的生产、采购、销售、配送、调拨等业务流程以及财务管理理解深刻，核心软件产品赛信供应链协同商务企业管理平台技术成熟、响应迅速、运行高效稳定，相较于外部企业管理软件而言能够更好地满足双汇集团的定制化需求、更好地契合双汇集团及上市公司的发展需要，具有一定的竞争优势和不可替代性。

2、核心竞争力

（1）专业的核心技术团队

软件公司的软件开发创始核心技术团队来自美国、加拿大 IT 及电子商务领域，核心技术团队拥有良好的专业背景及丰富的从业经验。

(2) 可靠的核心软件产品

软件公司的核心软件产品为自主研发的赛信供应链协同商务企业管理平台，平台涵盖财务管理体系、业务管理体系（采购、库存、分销、零售连锁等）、市场管理体系、网络化生产管理体系、物流管理体系、人力资源管理体系、决策支持体系、供应链协同及电子商务等应用范畴，是功能强大、高度集成的（集团）企业供应链级综合管理信息系统。

3、市场竞争格局

软件公司隶属于软件和信息技术服务业，其产品主要在企业管理软件市场与其他行业参与者的产品进行竞争。我国企业管理软件市场主要参与者包括 SAP、Oracle、用友网络科技股份有限公司、金蝶国际软件集团有限公司等，市场集中度相对较高，龙头企业阵营保持稳定。

4、软件公司本次交易对应市盈率情况

单位：万元

| 公司名称 | 投资比例 | 评估价值 | 对应 100% 股权评估价值 | 2018 年度净利润 | 市盈率 |
|------|--------|----------|----------------|------------|-------|
| 软件公司 | 51.00% | 1,091.14 | 2,139.50 | 137.72 | 15.54 |

5、同行业主要上市公司市盈率情况

根据 Wind 统计，截至 2019 年 4 月 30 日收盘，同行业主要上市公司按 2018 年度归属于母公司股东净利润测算的市盈率情况如下：

| 证券代码 | 证券简称 | 市值/100% 股权评估价值（亿元） | 2018 年度归属于母公司股东净利润（亿元） | 静态市盈率 |
|--------|------|--------------------|------------------------|--------------|
| 600588 | 用友网络 | 605.35 | 6.12 | 98.89 |
| 300170 | 汉得信息 | 143.26 | 3.87 | 37.03 |
| 300378 | 鼎捷软件 | 44.73 | 0.79 | 56.45 |
| 平均值 | | -- | -- | 64.12 |
| 软件公司 | | 0.21 | 0.01 | 15.54 |

数据来源：Wind

如上，同行业主要上市公司平均市盈率为 64.12 倍，高于本次评估时软件公

司 15.54 倍的市盈率水平。

6、近年可比收购案例

根据 Wind 统计,近年上市公司收购软件行业公司交易中标的估值情况如下:

单位: 万元

| 序号 | 评估基准日 | 受让方 | 标的资产 | 标的资产截至评估基准日最近一年归属于母公司股东净利润 | 整体评估价值 | 静态市盈率 |
|------------|------------|--------------|-------------------------|----------------------------|------------|--------------|
| 1 | 2018/6/30 | 博思软件(300525) | 广东瑞联科技有限公司 78% 股权 | 830.71 | 15,202.61 | 18.30 |
| 2 | 2017/12/31 | 拓尔思(300229) | 广州科韵大数据技术有限公司 35.43% 股权 | 1,022.60 | 18,020.00 | 17.62 |
| 3 | 2017/6/30 | 荣科科技(300290) | 北京神州视翰科技股份有限公司 100% 股权 | 1,010.15 | 28,100.00 | 27.82 |
| 4 | 2016/12/31 | 云赛智联(600602) | 北京信诺时代科技股份有限公司 100% 股权 | 1,093.31 | 21,800.00 | 19.94 |
| 5 | 2016/12/31 | 华宇软件(300271) | 联奕科技股份有限公司 100% 股权 | 5,184.81 | 144,700.00 | 27.91 |
| 平均值 | | | | | | 22.32 |
| 软件公司 | | | | | | 15.54 |

如上,可比案例评估时的静态市盈率水平在 17.62 倍至 27.91 倍之间,平均为 22.32 倍,本次评估时软件公司 15.54 倍的静态市盈率与可比案例相比处于相对较低的水平。

7、置入软件公司评估增值率的合理性

软件公司目前资产和业务规模相对较小,且主要与双汇集团及下属其他单位开展业务,本次收购软件公司选用资产基础法评估结果。截至评估基准日,软件公司股东全部权益账面值为 2,056.50 万元,评估值为 2,139.50 万元,评估增值 82.99 万元,评估增值率为 4.04%,对应静态市盈率为 15.54 倍,与同行业主要上市公司平均市盈率相比,处于较低水平。相较于同行业可比收购案例,软件公司估值水平处于较低水平。本次置入软件公司评估增值率具有合理性。

(四) 财务公司

1、行业地位

截至 2018 年末,财务公司资产总计 56.45 亿元,2018 年度净利润 1.35 亿元。根据中国财务公司协会统计数据,2018 年我国财务公司行业资产合计 61,495.56 亿元,2018 年度净利润合计 758.78 亿元;2018 年财务公司资产规模及净利润规模分别占 2018 年财务公司行业资产规模及净利润规模的 0.09%、0.18%,财务公司在我国整个非银行金融行业的细分财务公司行业领域并没有显著影响力。

财务公司依托双汇集团雄厚的综合实力、强大的品牌优势、完善的产业链、丰富的市场资源、与河南当地金融机构良好的合作关系等有利条件,能够在集团支持和成员企业的密切配合下实现业务拓展,进一步提升竞争实力。

2、核心竞争力

(1) 金融牌照资源

财务公司拥有金融牌照,可开展吸收成员单位存款、发放贷款业务,开展供应链金融业务、金融机构同业业务、同业拆借业务、有价证券投资业务、财务顾问业务等金融业务。

(2) 开展产业链金融服务,增加上下游企业粘性

财务公司依托企业集团的规模及资金优势,拥有较高的资金存量。在达到一定评级之后,财务公司可以申请开展成员单位产品的买方信贷业务和延伸产业链金融业务,利用充裕的资金优势对上游供应商和下游经销商提供贷款和票据融资服务,既能解决上下游企业融资难、融资贵的问题,又能促进销售,增加收益,提高集团公司与上下游企业的粘性,充分发挥强大的产业链上下游企业资源优势。

(3) 专业的金融团队

财务公司中高层团队拥有良好的专业背景及丰富的从业经验。

3、市场竞争格局

财务公司隶属于非银行金融行业。非银行金融行业的参与者类别包括基金、信托、证券、保险、融资租赁以及企业集团财务公司等,不同类别的参与者之间通常而言虽存在一定关联但一般不造成直接竞争关系。细分到企业集团财务公司层面,鉴于企业集团财务公司主要为企业集团成员单位提供相关服务,各企业集

团财务公司之间通常不会存在竞争关系。

4、财务公司本次交易对应市净率情况

单位：万元

| 公司名称 | 投资比例 | 评估价值 | 对应 100% 股权评估价值 | 2018 年末所有者权益 | 市净率 |
|------|--------|-----------|----------------|--------------|------|
| 财务公司 | 40.00% | 44,545.24 | 111,363.10 | 105,336.21 | 1.06 |

5、同行业主要上市公司市净率情况

财务公司属于非银金融机构，通常在金融机构的交易和估值中，市净率相对更能反映企业价值。根据 Wind 统计，截至 2019 年 4 月 30 日收盘，非银金融机构行业主要上市公司按 2018 年度归属于母公司所有者权益测算的市净率情况如下：

| 证券代码 | 证券简称 | 市值/100% 股权评估价值（亿元） | 2018 年度归属于母公司所有者权益（亿元） | 静态市净率 |
|------------|-------|--------------------|------------------------|-------------|
| 000617 | 中油资本 | 1,155.85 | 773.80 | 1.49 |
| 600705 | 中航资本 | 518.83 | 277.09 | 1.87 |
| 600390 | 五矿资本 | 390.58 | 325.01 | 1.20 |
| 000563 | 陕国投 A | 179.97 | 104.15 | 1.73 |
| 600901 | 江苏租赁 | 201.60 | 110.18 | 1.83 |
| 平均值 | | -- | -- | 1.63 |
| 财务公司 | | 11.14 | 10.53 | 1.06 |

数据来源：Wind

如上，同行业主要上市公司平均市净率为 1.63 倍，高于本次评估时财务公司 1.06 倍的市净率水平。

6、近年可比收购案例

根据 Wind 统计，近年上市公司收购同行业公司交易中标的估值情况如下：

单位：万元

| 序号 | 评估基准日 | 受让方/增资方 | 标的资产 | 标的资产截至评估基准日最近一年归属于母公司股东的的所有者权益 | 整体评估价值 | 市净率 |
|----|-----------------|--------------|-----------------------|--------------------------------|------------|------|
| 1 | 2018 年 9 月 30 日 | 大唐发电（601991） | 中国大唐集团财务有限公司 1.06% 股权 | 718,954.42 | 754,902.14 | 1.05 |
| 2 | 2017 年 7 月 31 日 | 湖北能源（000883） | 三峡财务有限责任公司部分股权 | 746,229.00 | 835,800.00 | 1.12 |

| 序号 | 评估基准日 | 受让方/增资方 | 标的资产 | 标的资产截至评估基准日最近一年归属于母公司股东的所有者权益 | 整体评估价值 | 市净率 |
|------------|------------|----------------|-----------------------|-------------------------------|------------|-------------|
| 3 | 2016年8月31日 | 南方工业资产管理有限责任公司 | 兵器装备集团财务有限责任公司2.39%股权 | 499,508.69 | 504,503.78 | 1.01 |
| 4 | 2016年7月31日 | 武汉中原电子集团有限公司 | 中国电子财务有限责任公司15%股权 | 284,290.96 | 338,306.24 | 1.19 |
| 平均值 | | | | | | 1.09 |
| 财务公司 | | | | | | 1.06 |

如上，可比案例评估时的市净率水平在 1.01 倍至 1.19 倍之间，平均为 1.09 倍，本次评估时财务公司 1.06 倍的市净率与可比案例相比处于相对较低的水平。

7、置入财务公司评估增值率的合理性

财务公司所属行业为金融服务业，是典型的资本驱动型企业，即净资产规模与财务公司资产价值具有一定的关联性，且近期有活跃的交易案例，最终确定财务公司以市场法结论为取价结果。截至评估基准日，财务公司股东全部权益账面值为 105,336.21 万元，评估值为 111,363.10 万元，评估增值 6,026.90 万元，评估增值率为 5.72%，对应市净率为 1.06 倍，与同行业主要上市公司平均市净率相比，处于较低水平。相较于同行业可比收购案例，财务公司估值水平也处于较低水平。本次置入财务公司评估增值率具有合理性。

二、结合双汇集团行业地位、市场竞争格局、各项明细资产负债评估增值情况、同行业公司市盈率以及可比公司情况，补充披露双汇集团整体评估增值率的合理性

（一）双汇集团行业地位

双汇集团子公司双汇发展目前是我国肉类行业内规模最大、实力最强的龙头企业。2017 年和 2018 年，双汇集团生猪屠宰量达到 1,426.96 万头和 1,630.56 万头，肉制品销量分别为 158.36 万吨和 160.08 万吨，稳列国内肉类行业前茅。“双汇”商标是“中国驰名商标”，“双汇”高温肉制品、低温肉制品和鲜冻分割猪肉是“中国名牌产品”。由于双汇集团具有悠久的行业历史，“双汇”已成为我国肉制品加工行业最具影响力的品牌之一，代表的是值得信赖的产品质量，使得双汇集团产品拥有最为广泛的客户基础，为双汇集团未来市场开发和进一步发展奠定

了坚实基础。

（二）双汇集团所属行业市场竞争格局

双汇集团隶属于屠宰及肉类加工行业，该行业国内主要市场参与者有龙大肉食、华统股份、温氏股份、新希望、牧原股份、得利斯、雨润食品等。我国屠宰及肉类加工行业行业集中度整体偏低，2018年中国生猪定点屠宰企业生猪屠宰量占比仅为35%；相比于美国等世界肉类强国，我国肉类加工企业数量过多，大型企业产品市场占有率较低。但随着近年中国相关行业产业政策不断向大中型屠宰企业倾斜，促使落后生猪屠宰产能淘汰，持续支持行业集中度提升，规模以上的屠宰企业未来有着良好的发展空间。

（三）标的资产评估基本情况

截至评估基准日2018年12月31日，双汇集团总资产账面价值为679,284.71万元，评估值为4,103,541.55万元，评估增值3,424,256.84万元，增值率为504.10%；负债账面价值为86,867.18万元，评估值为86,867.18万元，无评估增减值；股东全部权益账面价值为592,417.53万元，评估值为4,016,674.37万元，评估增值3,424,256.84万元，增值率为578.01%。具体评估情况如下：

单位：万元

| 项目 | | 账面价值 | 评估价值 | 增减值 | 增值率 |
|----|-------------------|-------------------|---------------------|---------------------|----------------|
| | | B | C | D=C-B | E=D/B×100% |
| 1 | 流动资产 | 49,723.23 | 49,723.23 | - | - |
| 2 | 非流动资产 | 629,561.48 | 4,053,818.32 | 3,424,256.84 | 543.91% |
| 3 | 其中：可供出售金融资产 | 200.00 | 269.58 | 69.58 | 34.79% |
| 4 | 长期股权投资 | 624,514.05 | 4,044,268.66 | 3,419,754.61 | 547.59% |
| 5 | 固定资产 | 2,300.15 | 5,300.48 | 3,000.33 | 130.44% |
| 6 | 在建工程 | - | - | - | - |
| 7 | 无形资产 | 198.85 | 1,631.17 | 1,432.32 | 720.30% |
| 8 | 其中：土地使用权 | 198.85 | 1,631.17 | 1,432.32 | 720.30% |
| 9 | 其他非流动资产 | - | - | - | - |
| 10 | 资产总计 | 679,284.71 | 4,103,541.55 | 3,424,256.84 | 504.10% |
| 11 | 流动负债 | 85,641.58 | 85,641.58 | - | - |
| 12 | 非流动负债 | 1,225.60 | 1,225.60 | - | - |
| 13 | 负债总计 | 86,867.18 | 86,867.18 | - | - |
| 14 | 净资产（所有者权益） | 592,417.53 | 4,016,674.37 | 3,424,256.84 | 578.01% |

双汇集团纳入本次评估范围的长期股权投资账面值为 624,514.05 万元，长期股权投资共有 5 项，评估值 4,044,268.66 万元，评估增值 34,197,546,115.05 元，增值率 547.59%，整体评估结果如下：

| 序号 | 被投资单位名称 | 投资比例 | 评估结果选取方法 | 账面价值(万元) | 评估价值(万元) | 溢价率 |
|----|---------|--------|----------|-------------------|---------------------|----------------|
| 1 | 软件公司 | 51.00% | 资产基础法 | 510.00 | 1,091.14 | 113.95% |
| 2 | 意科公司 | 51.00% | 资产基础法 | 814.54 | 1,084.06 | 33.09% |
| 3 | 双汇发展 | 59.27% | 市价法 | 586,398.66 | 3,977,640.82 | 578.32% |
| 4 | 海樱公司 | 49.66% | 收益法 | 4,790.84 | 19,907.40 | 315.53% |
| 5 | 财务公司 | 40.00% | 市场法 | 32,000.00 | 44,545.24 | 39.20% |
| 合计 | | | | 624,514.05 | 4,044,268.66 | 547.59% |

评估增值的主要原因是长期股权投资评估增值，长期股权投资的增值主要来自于双汇集团对双汇发展的长期股权投资，其增值较大主要是双汇集团对该股权投资采用成本法核算，上市公司目前股价远大于投资时股权，评估采用市价法评估增值所致。

(四) 双汇集团同行业公司市盈率以及可比公司情况

国内猪肉行业主要市场参与者有龙大肉食、华统股份、温氏股份、新希望、牧原股份、得利斯等。根据 Wind 统计，截至 2019 年 4 月 30 日收盘，A 股同行业主要上市公司按 2018 年度归属于母公司股东净利润测算的市盈率情况如下：

| 证券代码 | 证券简称 | 市值/100%股权评估值(亿元) | 2018 年度归属于母公司股东净利润(亿元) | 静态市盈率 |
|----------------|------|------------------|------------------------|--------------|
| 300498 | 温氏股份 | 2,189.53 | 39.57 | 55.33 |
| 002714 | 牧原股份 | 1,336.64 | 5.20 | 256.94 |
| 000876 | 新希望 | 729.79 | 17.05 | 42.81 |
| 002726 | 龙大肉食 | 86.28 | 1.77 | 48.73 |
| 002840 | 华统股份 | 52.79 | 1.50 | 35.14 |
| 002330 | 得利斯 | 39.71 | 0.08 | 496.25 |
| 000895 | 双汇发展 | 918.27 | 49.15 | 18.68 |
| 平均(剔除牧原股份及得利斯) | | -- | -- | 40.14 |
| 双汇集团 | | 401.67 | 29.10 | 13.80 |

2018 年度，双汇集团实现归属母公司所有者净利润 291,010.79 万元，截至评估基准日 2018 年 12 月 31 日，双汇集团股东全部权益评估值为 4,016,674.37 万元，对应市盈率为 13.80 倍。与行业主要上市公司相比，处于较低水平。

（五）双汇集团整体评估增值率合理性

双汇集团作为屠宰及肉类加工行业龙头企业集团，旗下业务稳定发展。与同行业主要上市公司平均市盈率相比，双汇集团本次整体估值倍数处于较低水平。

本次评估时增值率较高的主要原因在于双汇发展股权增值，剔除双汇发展股权增值因素后，发行人购买的资产评估增值情况符合市场案例，同时拟购买的资产与上市公司有较大的协同效应。

本次交易中，双汇发展股权采用的评估方法合理，按照“1股换1股”的原则进行评估不会对除所持双汇发展股权外的双汇集团股东全部权益价值产生影响，也不会对交易完成后上市公司新增加的股份数产生影响。有利于保护双汇发展及中小股东的合法权益。

综上，双汇集团本次评估方法选取、评估结果及评估增值率确定合理。

三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

双汇发展分析认为，本次交易拟置入资产双汇集团、海樱公司、意科公司、软件公司、财务公司分别属于屠宰及肉类加工、调味品、电力、软件、非银金融等细分行业，根据各细分行业市场环境、拟置入置产业务特点、规模、市场竞争力的分析，以及与市场可比公司市盈率/市净率、市场可比交易估值水平等进行的综合对比，本次拟置入资产评估方法选取适当，评估结果及评估增值率具有合理性。相关披露及分析具有合理性。

12.申请文件显示，本次评估以资产基础法对双汇集团进行评估，并以此评估结果作为本次交易的定价依据。请你公司:结合其他吸收合并案例评估情况、双汇集团具体业务情况、长期股权投资评估中使用的评估方法情况等，补充披露本次评估仅使用一种评估方法进行评估的合理合规性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、双汇集团具体业务情况

双汇集团系持股型公司，不直接从事具体的生产经营业务，具体业务开展主要通过下属子公司进行。

具体来看，双汇集团通过下属的双汇发展开展生猪屠宰及生鲜冻品业务、肉制品业务及其他业务（包括饲料、生猪养殖等），通过海樱公司开展调味料、方便食品、鸡精、食品添加剂、复合辅料生产及销售，通过意科公司开展沼气综合利用，电力、热力的生产销售业务，通过软件公司开展信息产品研究、开发、生产及销售，系统集成、信息技术服务等业务。此外，双汇集团还持有财务公司40%股权，双汇发展持有财务公司另外60%股权，财务公司为双汇发展控股子公司，主要从事吸收成员单位的存款、办理成员单位之间的委托贷款、对成员单位办理票据承兑与贴现、同业拆借等业务。

二、本次评估双汇集团仅使用一种评估方法进行评估的原因

依据资产评估准则的规定，企业价值评估可以采用收益法、市场法、资产基础法三种方法。收益法是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化，强调的是企业的整体预期盈利能力。市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，它具有估值数据直接取材于市场，估值结果说服力强的特点。资产基础法是指在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的思路。

（一）双汇集团适用资产基础法进行评估

资产基础法，是以在评估基准日重新建造一个与评估对象相同的企业或独立获利实体所需的投资额作为判断整体资产价值的依据，具体是指将构成企业的各种要素资产的评估值加总减去负债评估值求得企业价值的方法。双汇集团为持股型公司，资产基础法从企业购建角度反映了公司的价值，根据本次资产评估的目的、资产业务性质、可获得资料的情况等，本次评估可以选择资产基础法对双汇集团进行评估。

（二）双汇集团不适用收益法进行评估

双汇集团属于管理型母公司，本身无实际经营业务，根据本次交易方案安排，

本次交易完成后，双汇集团将被吸收合并。双汇集团不能满足持续经营条件，故本次评估不可以选择收益法进行评估。

（三）双汇集团不适用市场法进行评估

双汇集团属于管理型母公司，本身无实际经营业务，根据本次交易方案安排，本次交易完成后，双汇集团将被吸收合并。国内资本市场同行业上市公司无法找到类似公司，考虑以上原因，本次评估不可以选择市场法进行评估。

三、双汇集团长期股权投资中使用的评估方法

（一）本次交易对双汇发展采用市价法评估原因及合理性

双汇发展为上市公司，本次交易中已明确发行股份的价格，且交易完成后双汇集团持有的双汇发展股份将予以注销，故市价法最能准确反映股权价值，因此，双汇集团持有的双汇发展59.27%股权采用市价法进行评估。本次评估中，双汇集团持有的双汇发展59.27%股权价值采用市价法进行评估，每股评估值以本次发行股份的价格计算。这样可以使双汇集团股东罗特克斯因通过双汇集团持有双汇发展股票相关估值获取的双汇发展的股份数与原先双汇集团本身持有的双汇发展股份数保持一致，即1股换1股。

（二）本次交易对双汇集团其他长期股权投资使用的评估方法

除双汇发展外，双汇集团其他下属子公司采用的估值方法如下：

1、海樱公司

海樱公司采用资产基础法和收益法进行整体评估，由于海樱公司主要产品依赖于技术能力、研发能力以及市场开发能力，其产品技术含量较高、获利能力较强，该行业技术门槛高，海樱公司的资产收益能力较强，最终确定以收益法结论为取价结果。

2、软件公司

软件公司采用资产基础法和收益法进行整体评估。软件公司业务规模相对较小，其业务发展在一定程度上受双汇集团其他单位发展影响，而资产基础法通过评估各资产价值，更加稳健地确定公司价值，因此对于软件公司最终确定以资产

基础法结论为取价结果。

3、意科公司

意科公司采用资产基础法和收益法进行整体评估。意科公司业务规模相对较小，其业务发展在一定程度上受双汇集团其他单位发展影响，而资产基础法通过评估各资产价值，更加稳健地确定公司价值，因此对于意科公司最终确定以资产基础法结论为取价结果。

4、财务公司

财务公司采用市场法和资产基础法进行整体评估，财务公司所属行业为金融服务业，是典型的资本驱动型企业，即净资产规模与财务公司资产价值具有一定的关联性，且近期有活跃的交易案例，按照交易案例对比法测算出财务公司的价值，依据直接来源市场、说服力强，能更好地反映财务公司企业价值，最终确定以市场法结论为取价结果。

综上所述，除双汇发展外，双汇集团其他下属子公司均采用了适用的两种评估方法。

四、其他吸收合并案例评估情况

本本次交易具体方式为双汇发展通过向控股股东双汇集团的唯一股东罗特克斯发行股份的方式对双汇集团实施吸收合并。双汇发展为吸收合并方，双汇集团为被吸收合并方。由于本次交易中吸收合并方为上市公司，被吸收合并方为上市公司控股股东，直接持有上市公司股权，因此本次交易属于反向吸收合并。

（一）其他吸收合并案例中对被吸并方评估时选择的评估方法情况

2016年至今其他反向吸收合并案例当中，在被吸并方系持股型公司，不直接从事具体的生产经营业务时，对被吸并方采用的评估方法情况如下：

| 证券代码 | 证券简称 | 评估基准日 | 被吸收合并方 | 被吸并方是否仅采用一种方法 | 被吸并方业务情况 | 评估方法 |
|------|------|-------|--------|---------------|----------|------|
|------|------|-------|--------|---------------|----------|------|

| 证券代码 | 证券简称 | 评估基准日 | 被吸收合并方 | 被吸并方是否仅采用一种方法 | 被吸并方业务情况 | 评估方法 |
|--------|------|-----------|-----------------|---------------|-------------------------------------|-------|
| 600859 | 王府井 | 2017.5.31 | 北京王府井国际商业发展有限公司 | 是 | 北京王府井国际商业发展有限公司为持股型公司,其母公司不从事具体经营业务 | 资产基础法 |
| 600309 | 万华化学 | 2018.1.31 | 烟台万华化工有限公司 | 是 | 烟台万华化工有限公司为股权投资平台,自身无实际经营业务 | 资产基础法 |
| 000538 | 云南白药 | 2018.7.31 | 云南白药控股有限公司 | 是 | 云南白药控股有限公司为持股型公司,自身不是经营主体 | 资产基础法 |

综合上述案例情况,在近期其他反向吸收合并交易当中,在被吸并方系持股型公司,不直接从事具体的生产经营业务时,对被吸并方均仅使用资产基础法一种评估方法进行评估。本次评估中仅采用资产基础法一种评估方法对双汇集团进行评估的做法符合市场惯例。

(二) 其他吸收合并案例中对被吸并方下属上市公司评估时选择的评估方法

2016年至今其他反向吸收合并案例当中,对被吸并方下属上市公司股票采用的评估方法情况如下:

| 证券代码 | 证券简称 | 评估基准日 | 被吸并方下属上市公司股票是否仅采用一种方法 | 评估方法 |
|--------|------|------------|-----------------------|------|
| 600502 | 安徽水利 | 2015.12.31 | 是 | 市价法 |
| 600475 | 华光股份 | 2016.5.31 | 是 | 市价法 |
| 600859 | 王府井 | 2017.5.31 | 是 | 市价法 |
| 600309 | 万华化学 | 2018.1.31 | 是 | 市价法 |
| 000538 | 云南白药 | 2018.7.31 | 是 | 市价法 |

综合上述案例情况,在近期其他反向吸收合并交易当中,对被吸并方所持上市公司股票均仅使用市价法一种评估方法进行评估。本次评估中仅采用市价法一种评估方法对双汇集团所持双汇发展股票进行评估的做法符合市场惯例。

五、本次评估仅使用一种评估方法进行评估的合理合规性

本次交易的被吸并方双汇集团为持股型公司,适用资产基础法进行评估,但

不适用市场法、收益法进行评估，对双汇集团仅使用一种评估方法进行评估具有合理性；双汇集团下属的双汇发展为上市公司，本次交易中已明确发行股份的价格，且交易完成后双汇集团持有的双汇发展股份将予以注销，故市价法最能准确反映股权价值，并遵循1股换1股的原则，具有合理性；除双汇发展外，双汇集团其他下属子公司均采用了适用的两种评估方法进行了评估，本次评估符合相关法律法规的要求。

根据对近年来其他吸收合并案例评估情况的分析，在被吸并方系持股型公司，不直接从事具体的生产经营业务时，仅采用资产基础法一种方法对被吸并方进行评估以及仅采用市价法一种方法对被吸并方下属上市公司进行评估均是惯例的做法，本次评估中仅采用一种评估方法对双汇集团、双汇发展进行评估的做法符合市场惯例。

因此，本次评估时仅采用一种评估方法对双汇集团进行评估是合理的，也是合规的。

六、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

双汇发展分析认为，本次交易的被吸并方双汇集团为持股型公司，适用资产基础法进行评估，但不适用市场法、收益法进行评估，对双汇集团仅使用一种评估方法进行评估具有合理性；双汇集团下属的双汇发展为上市公司，本次交易中已明确发行股份的价格，且交易完成后双汇集团持有的双汇发展股份将予以注销，故市价法最能准确反映股权价值，并遵循1股换1股的原则，具有合理性；除双汇发展外，双汇集团其他下属子公司均采用了适用的两种评估方法进行了评估，本次评估符合相关法律法规的要求，故，本次评估时仅采用一种评估方法对双汇集团进行评估是合理的，也是合规的，符合近年来反向吸收合并案例中被吸并方系持股型公司，不直接从事具体的生产经营业务时的市场惯例。相关披露及分析具有合理性。

13.申请文件显示，双汇集团可供出售金融资产账面价值 200 万元，评估值 269.58 万元，增值率 34.79%，评估增值原因为考虑该项股权投资的固定收益在未来实现带来的增值。该可供出售金融资产主要为对河南融臻食品产业投资基金(有限合伙)的投资，漯河市经济发展投资总公司自愿同意为双汇集团投入河南融臻食品产业投资基金(有限合伙)的资金提供本金及收益保障，不足年化收益率 25%，由乙方给予补足的部分。请你公司结合漯河市经济发展投资总公司资产负债情况、履约能力情况、上述资金历史投资收益情况等，补充披露上述评估增值合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合漯河市经济发展投资总公司资产负债情况、履约能力情况、上述资金历史投资收益情况等，补充披露上述评估增值合理性

本次交易中标的公司双汇集团母公司报表中可供出售金融资产的评估主要为对河南融臻食品产业投资基金（有限合伙）的投资。评估基准日可供出售金融资产账面余额 2,000,000.00 元，未计提减值准备，账面价值 2,000,000.00 元。

双汇集团与漯河市经济发展投资总公司共同签署了《河南省融臻食品产业投资基金（有限合伙）合伙协议》（以下简称“《合伙协议》”），双方共同作为河南省食品产业基金（有限合伙）（以下简称“基金”或“合伙企业”）的有限合伙人，其中漯河市经济发展投资总公司为基金劣后级受益人。双方另签订《固定收益给付协议》，漯河市经济发展投资总公司（乙方）自愿同意为双汇集团（甲方）投入河南融臻食品产业投资基金（有限合伙）的资金提供本金及收益保障，协议约定：

1、合同标的为“甲方作为有限合伙人，从基金每年度分配所得收益，不足年化收益率 25%，由乙方给予补足的部分；或者甲方作为有限合伙人，从基金每年度分配所得收益，超出年化收益率 25%，由乙方对其扣除的部分（该部分由乙方在目标合伙企业收益分配时扣除）”；

2、《合伙协议》约定：“收益每年度分配一次，甲方有权从合伙企业取得投资收益，为规避风险，甲乙双方经协商，乙方对甲方年度收益不足 25% 部分给予补足，本着权利义务对等原则，乙方取得甲方年度收益超出 25% 部分并依据本协议通知执行事务合伙人代为扣除和转交”；

3、甲方有权要求在甲方实际出资之日起满 3 年时，全部退出合伙企业。在甲方提出该等要求时，乙方应当协助甲方退出合伙企业，或者直接收购甲方在合伙企业中的出资份额，收购价款=投资本金×(1+25%×截至收购价款支付日未收到投资收益的甲方投资天数/360)。

综合上述约定情况，对于该股权投资，评估价值=投资本金×(1+25%×截至收购价款支付日未收到投资收益的甲方投资天数/360)－已确认投资收益”。截至目前，双汇集团已累计收到投资收益 100 万元，不存在应收投资收益而尚未收到的情形。

本次交易中标的资产可供出售金融资产——其他投资的评估值 2,695,833.33 元。评估增值 695,833.33 元，增值率 34.79%，评估增值原因为考虑该项股权投资的固定收益在未来实现带来的增值。评估方法符合相关法律法规要求，评估结果具有合理性。

经核查，漯河市人民政府持有漯河市经济发展投资总公司 100% 股权，该公司具有一定资产规模，资产负债率处于相对较低水平，具备一定履约能力。

二、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

双汇发展分析认为，漯河市人民政府持有漯河市经济发展投资总公司 100% 股权，漯河市经济发展投资总公司具有一定履约能力，双汇集团相关投资不存在应收投资收益而尚未收到的情形，相关评估增值是合理的。相关披露及分析具有合理性。

14.申请文件显示，截至评估基准日双汇集团房屋建筑物和构筑物账面净值2,241.95万元，评估值为5,087.96万元，增值率126.94%，增值主要是由于建筑物建成年代较早且加速折旧年限短于经济适用年限。土地使用权评估值1,631.17万元，增值率720.29%，增值主要是由于区域内地价增长。请你公司：1)结合双汇集团房屋建筑物及构筑物使用面积、具体用途、评估作价对应单位面积价格、同区域房产价格情况等，补充披露双汇集团房屋建筑物和构筑物评估增值合理性。2)结合近年来土地使用权同区域土地使用权成交价格、价格波动情况、成交土地与上述土地使用权差异情况等，补充披露双汇集团上述土地使用权评估增值合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见

回复：

一、双汇集团房屋建筑物和构筑物评估增值合理性

(一)双汇集团房屋建筑物及构筑物使用面积、具体用途、评估作价对应单位面积价格情况如下：

双汇集团本次纳入交易范围的房屋建筑物类资产共16项，其中房屋建筑物8项，构筑物8项，各项资产使用面积、具体用途、评估作价对应单位面积价格情况如下：

| 类别 | 建筑物名称 | 建筑面积/容积 (m ² /m ³) | 用途 | 评估单位作价 (元/m ²) |
|-----|-------------|---|-----|----------------------------|
| 建筑物 | 食品城服务主体大楼 | 5,073.60 | 办公 | 1,162.02 |
| | 双汇大厦主体工程 | 15,462.69 | 办公 | 2,535.00 |
| | 双汇大厦-水泵房 | 149.31 | 生产 | 811.06 |
| | 双汇大厦-配电室 | 188.79 | 辅助 | 1,160.02 |
| | 办公楼(郑州) | 210.78 | 商品房 | 13,759.84 |
| | 双汇大厦-小车库 | 606.82 | 辅助 | 829.41 |
| | 双汇大厦-自行车库 | 588.12 | 辅助 | 870.06 |
| | 职工食堂(主体) | 786.25 | 辅助 | 1,302.51 |
| 构筑物 | 食品城警卫室 | 15.00 | 辅助 | 486.67 |
| | 食品城警卫室 | 15.00 | 辅助 | 580.00 |
| | 双汇大厦花坛外围人行道 | 1,250.00 | 辅助 | 54.00 |
| | 双汇大厦西铁路沿停车场 | 1,200.00 | 辅助 | 186.92 |
| | 双汇大厦-不锈钢旗杆 | 180.00 | 辅助 | 173.33 |
| | 双汇大厦-喷泉 | 270.00 | 辅助 | 136.30 |
| | 道路(餐厅附近) | 450.00 | 辅助 | 63.11 |
| | 自行车棚 | 508.75 | 辅助 | 201.08 |

基于本次评估目的，结合待评估房屋建（构）筑物的特点，本次评估时除郑州的商品房采用市场法进行评估外，其他双汇集团本部的房屋建筑物和构筑物全部采用资产基础法进行评估。

资产基础法评估值=重置成本×综合成新率

其中，重置成本=不含税建安综合造价+不含税前期费用及其他费用+资金成本，综合成新率=尚可使用年限/（已使用年限+尚可使用年限）×100%。

市场比较法是将估价对象与在估价时点近期有过交易的类似房地产进行比较，对这些类似房地产的已知价格作适当的修正，以此估算估价对象的客观合理价格或价值的方法。

根据以上评估方法，房屋建筑物和构筑物各项资产评估增减值情况如下：

单位：万元

| 类别 | 建筑物名称 | 账面净值 | 总评估值 | 增值额 | 增值率 |
|-----|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| 建筑物 | 食品城服务主体大楼 | 283.29 | 589.56 | 306.27 | 108.11% |
| | 双汇大厦主体工程 | 1,455.79 | 3,919.79 | 2,464.00 | 169.25% |
| | 双汇大厦-水泵房 | 3.48 | 12.11 | 8.63 | 248.27% |
| | 双汇大厦-配电室 | 4.91 | 21.90 | 16.99 | 346.08% |
| | 办公楼（郑州） | 353.67 | 290.03 | -63.64 | -17.99% |
| | 双汇大厦-小车库 | 8.50 | 50.33 | 41.83 | 492.05% |
| | 双汇大厦-自行车库 | 7.90 | 51.17 | 43.27 | 547.54% |
| | 职工食堂（主体） | 98.53 | 102.41 | 3.88 | 3.93% |
| 构筑物 | 食品城警卫室 | 0.74 | 0.73 | -0.01 | -1.98% |
| | 食品城警卫室 | 0.81 | 0.87 | 0.06 | 7.26% |
| | 双汇大厦花坛外围人行道 | 5.81 | 6.75 | 0.94 | 16.21% |
| | 双汇大厦西铁路沿停车场 | 15.55 | 22.43 | 6.88 | 44.27% |
| | 双汇大厦-不锈钢旗杆 | 0.42 | 3.12 | 2.70 | 645.52% |
| | 双汇大厦-喷泉 | 0.20 | 3.68 | 3.49 | 1787.18% |
| | 道路（餐厅附近） | 2.35 | 2.84 | 0.49 | 20.81% |
| | 自行车棚 | - | 10.23 | 10.23 | |
| 合计 | | 2,241.95 | 5,087.95 | 2,846.00 | 126.94% |

（二）同区域房产价格情况

经查询，漯河市同区域房地产价格情况统计如下：

| 案例名称 | 位置 | 物业类型 | 装修情况 | 出售面积 (m ²) | 单价 (元/m ²) | 信息来源 |
|--------|------------|------|------|------------------------|------------------------|-------|
| 舒曼财富中心 | 嵩山路与淞江路交叉口 | 纯写字楼 | 毛坯 | 136 | 6,617.65 | 58 同城 |
| 尚和苑写字楼 | 人民东路 528 号 | 纯写字楼 | 毛坯 | 36 | 7,222.22 | 赶集网 |

| | | | | | | |
|-------------|----------|------|-----|-----|-----------------|-------|
| MOCO 企业总部大厦 | 嵩山东支嫩江路口 | 纯写字楼 | 精装修 | 77 | 6,493.51 | 58 同城 |
| 金融大厦写字楼 | 嵩山西支路 | 纯写字楼 | 精装修 | 310 | 6,774.19 | 赶集网 |
| 平均值 | | | | | 6,776.89 | |

经查询，漯河市同区域写字楼销售单价在 6,500 元/ m²-7,200 元/ m² 之间，查询案例均价为 6,776.89 元/ m²，考虑到查询到的写字楼价格中包含了土地和附属设施等价格，故也将双汇大厦土地和附属设施的的价值汇总，整体计算单价进行对比，双汇大厦以及对应土地和附属设施价值如下：

| 类别 | 建筑物名称 | 建筑面积/容积 (m ² /m ³) | 用途 | 总评估值 (万元) |
|-------------------------------|-------------|--|----|-----------------|
| 建筑物 | 双汇大厦主体工程 | 15,462.69 | 办公 | 3,919.79 |
| | 双汇大厦-水泵房 | 149.31 | 生产 | 12.11 |
| | 双汇大厦-配电室 | 188.79 | 辅助 | 21.90 |
| | 双汇大厦-小车库 | 606.82 | 辅助 | 50.33 |
| | 双汇大厦-自行车库 | 588.12 | 辅助 | 51.17 |
| 构筑物 | 双汇大厦花坛外围人行道 | 1,250.00 | 辅助 | 6.75 |
| | 双汇大厦西铁路沿停车场 | 1,200.00 | 辅助 | 22.43 |
| | 双汇大厦-不锈钢旗杆 | 180.00 | 辅助 | 3.12 |
| | 双汇大厦-喷泉 | 270.00 | 辅助 | 3.68 |
| | 道路 | 450.00 | 辅助 | 2.84 |
| | 自行车棚 | 508.75 | 辅助 | 10.23 |
| 土地 | 双汇大厦土地 | 14,218.30 | 土地 | 517.55 |
| 合计 | | | | 4,621.90 |
| 双汇大厦建筑面积 (m ²) | | 15,462.69 | | |
| 双汇大厦整体单价 (元/ m ²) | | 2,989.07 | | |

即双汇大厦房地整体评估单价为 2,989.07 元/ m²，低于案例均价 6,776.89 元/ m²。因本次评估对双汇大厦是采用重置成本法进行评估，而漯河市写字楼市场价值普遍高于重置价值，故本次评估单价低于市场价值。

双汇集团房屋建筑物和构筑物评估较账面值增值是因为筑物建成年代较早，受建筑工程人材机价格上涨的因素影响，评估原值有所增加，另外双汇集团采取对房屋建筑物和构筑物按照 30 年计提折旧的会计估计，而房屋建筑物和构筑物的经济使用年限为 50 年，导致房屋建筑物的目前实际成新率大于会计报表成新率，因此房屋建筑物和构筑物评估较账面净值增值是相对合理的。

二、双汇集团土地使用权评估增值合理性

纳入评估范围的土地使用权地处河南省漯河市召陵区，均为出让工业用地，

分别于 1999 年、2001 年和 2009 年取得，原始取得账面单价约为 4-5 万元/亩。

根据当地政府公布的地区基准地价（基准日 2014 年 1 月 1 日），双汇集团土地使用权属于工业用地三级地范围，对应基准地价为 380 元/平米（25.3 万元/亩）；

同时，本次评估时调查了近些年该区域实际成交的工业用地，从政府公示的成交结果来看，其工业用地实际成交单价基本在 22-26 万元/亩左右，近些年成交的部分宗地情况见下表。

| 序号 | 地块电子监管号 | 土地用途 | 面积 (公顷) | 成交总价 (万元) | 成交单价 (元/m ²) | 成交单价 (万/亩) | 成交日期 |
|----|------------------|------|------------|--------------|-----------------------------|---------------|-------------|
| 1 | 4111002019B00579 | 工业用地 | 2.30566 | 901.52 | 391.00 | 26.07 | 2019 年 5 月 |
| 2 | 4111002019B00338 | 工业用地 | 7.68523 | 2,848.20 | 370.61 | 24.71 | 2019 年 3 月 |
| 3 | 4111002018B03411 | 工业用地 | 3.31657 | 1,114.89 | 336.16 | 22.41 | 2018 年 11 月 |
| 4 | 4111002018B02026 | 工业用地 | 1.33358 | 452.08 | 339.00 | 22.60 | 2018 年 7 月 |
| 5 | 4111002018B00130 | 工业用地 | 1.03245 | 348.00 | 337.06 | 22.47 | 2018 年 1 月 |
| 6 | 4111002017B00981 | 工业用地 | 1.04729 | 352.94 | 337.00 | 22.47 | 2017 年 5 月 |
| 7 | 4111002016B01394 | 工业用地 | 2.9172 | 983.10 | 337.00 | 22.47 | 2016 年 12 月 |
| 8 | 4111002015B07767 | 工业用地 | 4.42387 | 1,354.00 | 306.07 | 20.40 | 2015 年 12 月 |

本次采用基准地价系数修正法及市场法进行评估，评估单价在 23-26 万元/亩左右，根据上述情况判断，其评估结果基本符合区域土地市场价格，也与政府公布的基准地价趋同。

综上，由于企业取得土地时间较早，取得成本相对较低，而区域地价近些年的增长，导致了评估值较账面有相应幅度的增值，因此，本次评估时土地使用权评估增值是合理的。

三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

双汇发展分析了房屋建筑物和土地评估增值的原因，分析认为，双汇集团房屋建筑物和构筑物评估较账面值增值是因为筑物建成年代较早，受建筑工程人材机价格上涨的因素影响，评估原值有所增加，另外双汇集团会计对房屋建筑物和构筑物按照 30 年计提折旧，而房屋建筑物和构筑物的经济使用年限为 50 年，使得房屋建筑物的目前实际成新率大于会计报表成新率，房屋建筑物和构筑物评估较账面净值增值是相对合理的，另外，由于双汇集团取得土地时间较早，取得成本相对较低，而区域地价近些年的增长，导致了评估值较账面有相应幅度的增值也是合理的。相关披露及分析具有合理性。

15.申请文件显示，收益法评估时，预测海樱公司 2019-2023 年收入分别为 32,019.84 万元、34,779.79 万元、37,800.09 万元、41,107.95 万元和 44,734.29 万元。请你公司:结合报告期内海樱公司收入、销量和单价变动原因及可持续性、行业增速情况、内销和外销业务收入预测增速、同行业公司情况、可比交易情况等，补充披露预测期内海樱公司预测内外销量、内销价格保持稳定、外销价格逐年增长、内外销收入的预测过程、依据和可实现性，与可比交易、同行业公司及相关指标历史趋势是否存在差异，如是，请说明原因及预测的谨慎性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、报告期内海樱公司收入、销量和单价变动原因及可持续性

(一) 海樱公司营业收入变动原因及可持续性

报告期内，海樱公司营业收入变动情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2018年同比增长 |
|---------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 22,252.89 | 29,590.30 | 32.97% |
| 其中：内销收入 | 15,174.13 | 21,942.90 | 44.61% |
| 外销收入 | 6,792.52 | 7,519.22 | 10.69% |
| 其他业务收入 | 286.25 | 128.18 | -55.24% |

海樱公司2017年、2018年内销收入分别为15,174.13万元、21,942.90万元，2018年同比增长44.61%。内销收入增长的原因一方面在于内销产品销量的增长，另一方面在于内销产品主要原材料卡拉胶价格上涨带动内销产品销售价格上涨。

海樱公司2017年、2018年外销收入分别为6,792.52万元、7,519.22万元，2018年同比增长10.69%。外销收入增长的原因在于外销产品销量的增长。

海樱公司2017年、2018年营业收入分别为22,252.89万元、29,590.30万元，2018年同比增长32.97%。报告期内，海樱公司营业收入增长的主要原因一方面在于内销、外销销量的持续增加，另一方面在于内销产品主要原材料卡拉胶价格上涨带动的销售价格上升。

综上所述，受销量持续增长影响，预计海樱公司营业收入将在未来保持持续

增长的态势，营业收入增长具有可持续性，但短期内产品原材料及销售价格的变化可能使营业收入增速有所波动。

（二）海樱公司销量和单价变动原因及可持续性

1、内销产品销量和单价变动原因及可持续性

海樱公司内销产品主要为装饰料类产品和复配类产品，具体情况如下：

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2018年变化情况 |
|-----------------|-------|-------|-----------|
| 产品类别：装饰料类 | | | |
| 销量（吨） | 1,964 | 2,032 | 3.46% |
| 平均销售单价不含税（万元/吨） | 1.86 | 1.89 | 1.72% |
| 产品类别：复配类 | | | |
| 销量（吨） | 2,652 | 3,304 | 24.59% |
| 平均销售单价不含税（万元/吨） | 2.85 | 4.02 | 41.02% |

装饰料类产品2017年、2018年销量分别为1,964吨、2,032吨，2018年同比增长3.46%。复配类产品2017年、2018年销量分别为2,652吨、3,304吨，2018年同比增长24.59%。

装饰料类产品2017年、2018年平均销售单价分别为1.86万元/吨、1.89万元/吨，2018年平均销售价格略微上升，同比上涨1.72%。复配类产品2017年、2018年平均销售单价分别为2.85万元/吨、4.02万元/吨，2018年平均销售价格同比上升41.02%，主要原因在于复配类产品的主要原材料卡拉胶价格上涨，2018年精制卡拉胶平均采购单价同比上升41.37%，粗制卡拉胶平均采购单价同比上升23.44%。

海樱公司内销产品向双汇发展销售，随着双汇发展产量、销量的持续稳定增长，内销产品销量也将保持稳定增长的趋势。

价格方面，部分内销产品原材料采购成本波动较大，从而可能带来销售价格的波动，但由于采用成本加成定价的方式，原材料价格变动对海樱公司内销盈利影响不大。

2、外销产品销量和单价变动原因及可持续性

海樱公司外销产品种类较多，具体情况如下：

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2018年变化情况 |
|-------|----------|----------|-----------|
| 销量（吨） | 3,657.07 | 3,903.16 | 6.73% |

| | | | |
|-----------------|------|------|-------|
| 平均销售单价不含税（万元/吨） | 1.86 | 1.93 | 3.76% |
|-----------------|------|------|-------|

海樱公司外销产品种类较多，包括鸡精、炸酱面拌酱、味霖、香肠调料、香精、火锅料、肉酱等，各类产品每年销量、价格存在变动较大的情形，但总体情况相对稳定。外销产品2017年、2018年销量分别为3,657.07吨、3,903.16吨，2018年同比增长6.73%。外销增长一方面来源于现有产品销量的增长，另一方面也来源于新产品的持续开发。

总体来看，海樱公司现有产品销量稳定增长，产品种类也将持续增加，销量增长具有可持续性。

海樱公司2017年、2018年外销产品平均销售单价分别为1.86万元/吨、1.93万元/吨，2018年同比增长3.76%。外销产品种类较多，大部分产品价格相对稳定，随着新产品的逐步开发，产品平均销售价格可逐渐提升，海樱公司外销价格变动具有可持续性。

二、行业增速情况及内销和外销业务收入预测情况

（一）行业增速情况

海樱公司主要从事食品调味料、食品添加剂、复合辅料生产及销售，产品广泛用于肉制品生产及食品调味，属于调味品行业。

调味品泛指在饮食、烹饪和食品加工中用于调味、去腥、除膻、解腻、增香、增鲜的食用产品。调味品细分品种繁多，常见调味品种类包括调味酱、调味料、香辛料、酱油、食醋等。随着我国经济的不断增长、消费结构的持续升级，我国调味品行业近年发展稳定，产量销量稳步增长，品种日益丰富，调味品行业已成为我国食品工业的重要组成部分。

目前我国调味品生产企业众多，企业整体加工规模较小，调味品行业集中度较为分散；但随着消费者对食品安全的日益重视以及不断增长和多元化的需求，调味品行业对市场参与者的品牌、产品质量和营销等综合实力带来了更高的要求，利润率水平较高的品牌类产品及高档产品的销售比重将逐步增加。

调味品行业属于消费领域中刚性需求较强的行业，具备较强的定价能力，随着产品结构的逐步升级，预计国内整体调味品价格仍将保持上升的趋势。调味品

行业产品众多，且随着消费升级，个性化、专业化产品逐步增加，通过拓展单品催生增量消费需求是行业的普遍趋势。

调味品行业主要渠道包括餐饮、家庭与食品加工几个方面，近年来餐饮行业保持较快增长是调味品板块能够实现收入与毛利稳定提升的重要原因，过去几年餐饮业每年都保持着相对较高的增长速度。除餐饮外，未来调味品的发展也受益于家庭消费水平的提高以及对健康关注度的提高的推动。因此，除非市场基本面出现较大变化，否则，调味品市场仍将继续以两位数的增速继续增长。

2018年，万得调味品指数（8841176.WI）板块主营业务收入合计1,159.44亿元，同比增长18.62%，实现主营业务利润合计133.71亿元，同比增长11.71%；2018年，板块整体销售毛利率均值27.88%，略低于2017年30.05%的水平。

整体来看，调味品行业保持着相对较快的增长速度。

（二）内销和外销业务收入预测

本次评估时对海樱公司内销收入、外销收入以及营业增长的预测情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 内销业务收入 | 23,487.59 | 25,131.72 | 26,890.94 | 28,773.30 | 30,787.43 |
| 内销收入增长率 | 7.04% | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% |
| 外销业务收入 | 8,422.32 | 9,527.33 | 10,777.32 | 12,191.30 | 13,790.80 |
| 外销收入增长率 | 12.01% | 13.12% | 13.12% | 13.12% | 13.12% |
| 营业收入 | 32,019.84 | 34,779.79 | 37,800.09 | 41,107.95 | 44,734.29 |
| 营业收入增长率 | 8.21% | 8.62% | 8.68% | 8.75% | 8.82% |

本次评估时预测2019年内销业务收入增长7.04%，预测2020年起内销增速保持在7%左右。本次评估时预测2019年外销业务收入增长12.01%，预测2020年起外销增速保持在13.12%左右。

本次评估时预测2019年营业收入增长8.21%，2020年营业收入增长8.62%，2021年营业收入增长8.68%，2022年营业收入增长8.75%，2023年营业收入增长8.82%。

三、预测期内海樱公司预测内外销量、内销价格保持稳定、外销价格逐年增长、内外销收入的预测过程、依据和可实现性

(一) 内外销量的预测过程、依据和可实现性

本次评估时海樱公司内外销量的预测情况如下：

单位：吨

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 内销销量 | 7,220.00 | 7,725.40 | 8,266.18 | 8,844.81 | 9,463.95 |
| 内销销量增长率 | 7.04% | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% |
| 外销销量 | 4,339.00 | 4,859.68 | 5,442.84 | 6,095.98 | 6,827.50 |
| 外销销量增长率 | 11.17% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% |

海樱公司2019年内销销量预测为7,220.00吨，同比增速为7.04%，2020年-2023年预测每年内销销量增速为7%，海樱公司内销产品向双汇发展销售，随着双汇发展产量、销量的持续稳定增长，内销产品销量也将保持稳定增长的趋势。

海樱公司外销产品种类较多，包括鸡精、炸酱面拌酱、味霖、香肠调料、香精、火锅料、肉酱等，产品种类持续增加。另外，海樱公司已与数百家联盟商签订协议，并且海樱公司目前还正在不断签订新的联盟商客户，销售渠道也在不断扩大，外销量依据市场开拓、渠道开发、新产品开发等各方面的未来规划确定销量。

综上所述，海樱公司内销和外销销量预测分别根据内销和外销的产品类型、市场开拓和渠道开发等情况进行预测，符合海樱公司和行业发展的基本情况，因此海樱公司内销和外销销量预测具备可实现性。

(二) 内销价格保持稳定的预测过程、依据和可实现性

本次评估时海樱公司内销价格的预测情况如下：

单位：万元/吨

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 内销单价 | 3.25 | 3.25 | 3.25 | 3.25 | 3.25 |
| 内销单价增长率 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |

海樱公司内销业务主要是以成本加成的销售模式销售给双汇发展，内销业务产品主要包括复配添加剂类产品和装饰料类产品等。内销业务2018年销售单价较2017年有所增加，主要是因为内销业务产品结构发生了一定的变化，海樱公司于

2017年年末在复配添加剂类产品中推出新产品，带动销量及售价上涨，且复配添加剂产品主要原材料卡拉胶出现一定幅度的价格上涨，由于复配添加剂类产品遵循成本加成定价的原则，销售价格同步上调。海樱公司2018年新产品导入已基本完成，销售定价遵循成本加成定价的原则，在原材料成本稳定的情况下，前述导致销售价格增长的原因已逐步消除，因此本次评估时预计未来年度产品结构于2018年现有产品基本保持一致。原材料价格波动虽然可能对销售价格带来影响，但在遵循成本加成定价的原则下，对海樱公司相关产品利润额的影响有限。基于以上原因，本次评估时预测内销价格相对稳定具备可实现性。

（三）外销价格逐年增长的预测过程、依据和可实现性

本次评估时对海樱公司外销价格的预测情况如下：

单位：万元/吨

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 外销单价 | 1.94 | 1.96 | 1.98 | 2.00 | 2.02 |
| 外销单价增长率 | 0.76% | 1.00% | 1.00% | 1.00% | 1.00% |

海樱公司外销产品种类较多，包括鸡精、炸酱面拌酱、味霖、香肠调料、香精、火锅料、肉酱等。海樱公司外销产品价格存在一定的上升趋势，2018年外销产品单价为1.93万元/吨，较2017年1.86万元/吨增长了3.76%。外销产品种类较多，大部分产品价格相对稳定，考虑到海樱公司外销调味料产品结构逐步调整，产品档次不断升级，同时近年来外销调料销售渠道不断拓宽，特别是流通渠道占比增加，外销调料整体价值有望提升，预计外销产品平均销售价格可逐渐提升。预计海樱公司未来五年预测销售单价按1%增幅进行预测符合公司实际发展情况，具备可实现性。

（四）内外销收入的预测过程、依据和可实现性

1、海樱公司内外销收入的预测过程、依据

本次评估时对海樱公司内销收入、外销收入以及营业增长的预测情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 内销业务收入 | 23,487.59 | 25,131.72 | 26,890.94 | 28,773.30 | 30,787.43 |
| 内销收入增长率 | 7.04% | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% |

| | | | | | |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 外销业务收入 | 8,422.32 | 9,527.33 | 10,777.32 | 12,191.30 | 13,790.80 |
| 外销收入增长率 | 12.01% | 13.12% | 13.12% | 13.12% | 13.12% |
| 营业收入 | 32,019.84 | 34,779.79 | 37,800.09 | 41,107.95 | 44,734.29 |
| 营业收入增长率 | 8.21% | 8.62% | 8.68% | 8.75% | 8.82% |

海樱公司预测2019年内销业务收入增长7.04%，预测2020年起内销增速保持在7%左右。海樱公司预测2019年外销业务收入增长12.01%，预测2020年起外销增速保持在13.12%左右。海樱公司未来年度销售预测主要是根据海樱公司内销和外销产品预计销量和预计单价进行确定，海樱公司预测2019年营业收入32,019.84万元，2023年营业收入44,734.29万元，年均复合增长率为8.72%，符合海樱公司和行业发展的基本情况，具有一定的合理性。

2、海樱公司盈利预测可实现性

根据海樱公司2018年1-4月份和2019年1-4月份实际经营数据占全年经营数据比例以及同比增长情况对比如下：

单位：万元

| 项目 | 2019年各期指标 | 2018年各期指标 | 同比增长 |
|-----------------|-----------|-----------|--------|
| 1-4月份收入 | 9,618.20 | 9,008.88 | 6.76% |
| 全年预计收入（全年实际收入） | 32,019.84 | 29,590.30 | 8.21% |
| 完成比例 | 30.04% | 30.45% | |
| 1-4月份净利润 | 1,008.54 | 859.68 | 17.32% |
| 全年预计净利润（全年实际收入） | 3,065.48 | 2,779.49 | 10.29% |
| 完成比例 | 32.90% | 30.93% | |

注：海樱公司2018年1-4月和2019年1-4月份数据未经审计

经对比，海樱公司2019年1-4月份实现营业收入9,618.20万元，占2019年全年预测收入的30.04%，与2018年1-4月份营业收入占全年收入比例基本一致；海樱公司2019年1-4月份实现净利润1,008.54万元，占2019年全年预测净利润的32.90%，高于2018年1-4月份净利润占全年收入比例；2019年1-4月份营业收入同比增长6.76%，略低于2019年全年预测收入增长率8.21%，2019年1-4月份净利润同比增长17.32%，高于海樱公司2019年预测净利润增长率10.29%。

综上所述，海樱公司2019年1-4月份实际经营情况基本符合预测情况，盈利预测具备可实现性。

四、同行业公司情况及相应指标历史趋势是否存在差异的说明

(一) 同行业公司营业收入变化情况及差异对比

海樱公司主要从事食品调味料、食品添加剂、复合辅料生产及销售，产品广泛用于肉制品生产及食品调味，属于调味品行业。

根据同行业主要可比上市公司过去几年年报，同行业主要可比上市公司营业收入变化情况如下：

单位：万元

| 上市公司 | 股票代码 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2018年同比增长 (%) |
|------|--------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 海天味业 | 603288 | 1,245,855.89 | 1,458,431.09 | 1,703,447.51 | 16.80% |
| 中炬高新 | 600872 | 315,798.89 | 360,937.17 | 416,646.50 | 15.43% |
| 千禾味业 | 603027 | 77,086.10 | 94,816.71 | 106,544.58 | 12.37% |
| 涪陵榨菜 | 002507 | 112,080.60 | 152,023.87 | 191,435.39 | 25.92% |
| 恒顺醋业 | 600305 | 144,727.48 | 154,158.27 | 169,368.31 | 9.87% |
| 平均值 | | | | | 16.08% |
| 中位数 | | | | | 15.43% |
| 海樱公司 | - | 21,789 | 22,253 | 29,590 | 32.97% |

注：海樱公司2016年数据未经审计

调味品行业产品种类较多，各上市公司从事的具体业务存在较大差异，营业收入规模和变动趋势存在较大差异。

总体上看，随着近年来国内消费持续增长，同行业上市公司营业收入保持着平稳快速的增长趋势，2018年，同行业公司营业收入同比平均增长16.08%。海樱公司受主要原材料卡拉胶价格上涨影响，带动内销产品销售价格上升幅度较大，2018年营业收入同比增长32.97%，高于同行业平均水平，但随着未来如果卡拉胶价格回落，海樱公司未来营业收入增长应逐步恢复正常水平。

本次评估时预计海樱公司未来几年营业收入增长率在8.21%-8.82%之间，总体上符合同行业公司营业收入变动趋势，并处于相对谨慎的水平，与同行业公司营业收入变化的历史趋势不存在明显差异。

(二) 同行业公司毛利率变化情况

根据同行业主要可比上市公司过去几年年报，同行业主要可比上市公司毛利

率变化情况如下：

| 上市公司 | 股票代码 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|------------|--------|---------------|---------------|---------------|
| 海天味业 | 603288 | 43.95% | 45.69% | 46.47% |
| 中炬高新 | 600872 | 36.69% | 39.27% | 39.12% |
| 千禾味业 | 603027 | 40.97% | 43.34% | 45.74% |
| 涪陵榨菜 | 002507 | 45.78% | 48.22% | 55.76% |
| 恒顺醋业 | 600305 | 41.25% | 40.56% | 42.19% |
| 平均值 | | 41.73% | 43.42% | 45.86% |
| 海樱公司 | | 22.28% | 23.14% | 19.24% |

注：海樱公司2016年数据未经审计

调味品行业产品种类较多，各上市公司从事的具体业务存在较大差异，不同产品的毛利率存在较大差异。但由于调味品行业属于消费领域，从长期看，同一上市公司毛利率相对比较稳定，符合消费领域的特点。

海樱公司毛利率在2018年出现波动的主要原因在于主要原材料卡拉胶价格的上涨幅度较大，卡拉胶价格上升带动内销产品的营业收入与营业成本均出现大幅上升，虽然内销产品营业利润基本保持稳定增长的趋势，但毛利率出现下降。但随着未来如果卡拉胶价格回落，海樱公司未来毛利率应逐步恢复正常水平。

本次评估时预计海樱公司未来几年毛利率在19.48%-20.36%之间，总体上波动幅度不大，符合同行业公司毛利率相对稳定的情形，与同行业公司毛利率变化的历史趋势不存在明显差异。

（三）同行业公司净利润变化情况及差异对比

根据同行业主要可比上市公司过去几年年报，同行业主要可比上市公司净利润变化情况如下：

单位：万元

| 上市公司 | 股票代码 | 2016年净利润 | 2017年净利润 | 2018年净利润 | 2018年同比增长（%） |
|------------|--------|------------|------------|------------|---------------|
| 海天味业 | 603288 | 284,313.40 | 353,144.88 | 436,667.37 | 23.65% |
| 中炬高新 | 600872 | 41,026.40 | 51,140.46 | 68,123.81 | 33.21% |
| 千禾味业 | 603027 | 10,008.86 | 14,405.94 | 24,002.36 | 66.61% |
| 涪陵榨菜 | 002507 | 25,722.89 | 41,414.22 | 66,171.96 | 59.78% |
| 恒顺醋业 | 600305 | 16,826.10 | 28,007.29 | 30,384.33 | 8.49% |
| 平均值 | | | | | 38.35% |
| 中位数 | | | | | 33.21% |
| 海樱公司 | - | 2,141 | 2,366 | 2,779 | 17.46% |

注：海樱公司2016年数据未经审计

调味品行业产品种类较多，各上市公司从事的具体业务存在较大差异，各公司近年来收购、投资等扩张速度不同，资金成本等也存在差异，因此不同公司净利润规模和变动趋势存在较大差异。

海樱公司近年来净利润呈现出较为稳定的增长趋势，增长的幅度低于同行业上市公司的平均水平。

本次评估时预计海樱公司未来几年净利润增长率在9.36%-10.91%之间，总体上符合同行业上市公司净利润持续增长的趋势，与同行业公司净利润变化的历史趋势不存在明显差异。

五、可比交易情况及相应指标是否存在差异的说明

（一）可比交易营业收入变化情况及差异对比

根据近期资本市场发生的食品行业可比交易情况，采用收益法对收购标的进行评估的可比交易中相关收购标的报告期营业收入增长率及预测期营业收入增长率情况如下：

| 上市公司 | 股票代码 | 收购标的 | 评估基准日 | 报告期最后一年营业收入增速 | 预测第一年营业收入增速 | 预测第二年营业收入增速 | 预测第三年营业收入增速 | 预测期前三年平均营业收入增速 |
|----------|--------|----------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|----------------|
| 圣农发展 | 002299 | 福建圣农食品有限公司 | 2016年12月31日 | 25.59% | 33.50% | 22.75% | 18.94% | 25.06% |
| 好想你 | 002582 | 杭州郝姆斯食品有限公司 | 2015年9月30日 | 106.44% | 51.65% | 31.40% | 20.76% | 34.60% |
| 丰乐种业 | 000713 | 四川同路农业科技有限责任公司 | 2017年12月31日 | -6.27% | 17.89% | 24.09% | 17.45% | 19.81% |
| 海樱公司本次交易 | | | 2018年12月31日 | 32.97% | 8.21% | 8.62% | 8.68% | 8.50% |

本次评估时预计海樱公司未来几年营业收入增速在8.21%-8.68%之间，低于报告期最后一年营业收入增速，与可比交易中收购标的营业收入指标变化情况相比也相对较低，属于相对谨慎的水平。

（二）可比交易毛利率情况及差异对比

根据近期资本市场发生的食品行业可比交易情况，采用收益法对收购标的进行评估的可比交易中相关收购标的报告期毛利率及预测期毛利率情况如下：

| 上市公司 | 股票代码 | 收购标的 | 评估基准日 | 报告期平均毛利率 | 预测第一年毛利率 | 预测第二年毛利率 | 预测第三年毛利率 | 预测期前三年平均毛利率 |
|----------|--------|----------------|-------------|----------|----------|----------|----------|-------------|
| 圣农发展 | 002299 | 福建圣农食品有限公司 | 2016年12月31日 | 18.92% | 19.88% | 19.86% | 20.00% | 19.91% |
| 好想你 | 002582 | 杭州郝姆斯食品有限公司 | 2015年9月30日 | 23.98% | 25.49% | 25.76% | 25.93% | 25.73% |
| 丰乐种业 | 000713 | 四川同路农业科技有限责任公司 | 2017年12月31日 | 45.45% | 47.79% | 48.04% | 48.76% | 48.20% |
| 海樱公司本次交易 | | | 2018年12月31日 | 17.46% | 10.29% | 21.19% | 19.48% | 19.70% |

根据上述可比交易情况，食品行业的收购标的预测期毛利率通常与报告期平均毛利率较为接近，且通常略高于报告期平均毛利率。海樱公司本次评估时预测期毛利率基本稳定，且略低于报告期平均毛利率，与同行业可比交易对比可知，本次海樱公司评估时对毛利率的预测相对谨慎。

本次评估时预计海樱公司未来几年毛利率在19.48%-19.91%之间，低于报告期平均毛利率，与可比交易中收购标的毛利率变化趋势预测方式不存在明显差异，且属于相对谨慎的水平。

（三）可比交易净利润变化情况及差异对比

根据近期资本市场发生的食品行业可比交易情况，采用收益法对收购标的进行评估的可比交易中相关收购标的报告期净利润增长率及预测期净利润增长率情况如下：

| 上市公司 | 股票代码 | 收购标的 | 评估基准日 | 报告期最后一年净利润增速 | 预测第一年净利润增速 | 预测第二年净利润增速 | 预测第三年净利润增速 | 预测期前三年平均净利润增速 |
|------|--------|------------|-------------|--------------|------------|------------|------------|---------------|
| 圣农发展 | 002299 | 福建圣农食品有限公司 | 2016年12月31日 | 82.17% | 45.87% | 25.68% | 22.98% | 31.51% |

| 上市公司 | 股票代码 | 收购标的 | 评估基准日 | 报告期最后一年净利润增速 | 预测第一年净利润增速 | 预测第二年净利润增速 | 预测第三年净利润增速 | 预测期前三年平均净利润增速 |
|----------|--------|----------------|-------------|--------------|------------|------------|------------|---------------|
| 好想你 | 002582 | 杭州郝姆斯食品有限公司 | 2015年9月30日 | -- | 280.93% | 57.92% | 29.45% | 122.77% |
| 丰乐种业 | 000713 | 四川同路农业科技有限责任公司 | 2017年12月31日 | -7.82% | 39.78% | 50.24% | 35.17% | 41.73% |
| 海樱公司本次交易 | | | 2018年12月31日 | 17.46% | 10.29% | 9.36% | 10.77% | 10.14% |

本次评估时预计海樱公司未来几年净利润增速在9.36%-10.77%之间，低于报告期最后一年净利润增速，且低于可比交易中收购标的预测期净利润增速，属于相对谨慎的水平。

六、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

双汇发展结合海樱公司收入、销量和单价变动原因及可持续性、行业增速情况、内销和外销业务收入预测增速、同行业公司情况、可比交易情况等，分析披露了预测期内海樱公司预测内外销量、内销价格保持稳定、外销价格逐年增长、内外销收入的预测过程、依据和可实现性，分析认为海樱公司内销和外销销量预测分别根据内销和外销产品类型、市场开拓和渠道开发等情况进行预测，符合海樱公司和行业发展的基本情况，海樱公司内销和外销销量预测具备可实现性；内销价格采用成本加成定价的方式，原材料价格变动对海樱公司内销盈利影响不大，本次评估时预测内销价格保持稳定是合理的，具有一定可实现性，外销产品种类较多，大部分产品价格相对稳定，随着新产品的逐步开发，产品平均销售价格可逐渐提升，海樱公司外销价格变动预测具有可实现性；海樱公司营业收入、净利润等情况与同行业上市公司、可比交易相应指标及历史趋势不存在明显差异。相关披露及分析具有合理性。

16.申请文件显示，海樱公司 2017 年内销和外销调料毛利率分别为 18.43% 和 33.58%，2018 年内销和外销调料毛利率分别为 14.36%和 33.27%，同时预测期内销毛利率保持在 14.36%，外销毛利率保持在 33.61%。请你公司:1)结合 2018 年内销调料毛利率下降原因及其可持续性、行业发展趋势等，补充披露预测期内销调料毛利率保持稳定的合理性与可实现性、预测是否考虑报告期毛利率下降的影响。2)结合行业发展趋势、市场价格波动情况、同行业公司毛利率情况、可比交易情况等，补充披露海樱公司预测外销调料毛利率保持稳定的合理性与可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合 2018 年内销调料毛利率下降原因及其可持续性、行业发展趋势等，补充披露预测期内销调料毛利率保持稳定的合理性与可实现性、预测是否考虑报告期毛利率下降的影响

（一）2018年内销调料毛利率下降原因

1、内销产品结构调整导致2018年内销毛利率下降

（1）内销产品中各类不同产品毛利率存在一定差异

海樱公司内销的主要产品为复配添加剂类产品、装饰料产品等。不同类别产品的用途、原材料、生产工艺均有所不同，毛利率水平也存在一定差异。

海樱公司内销产品毛利率情况如下：

| 海樱公司 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 内销产品毛利率 | 17.64% | 18.43% | 14.36% |
| 复配添加剂类毛利率 | 11.38% | 11.73% | 7.72% |
| 其他内销产品毛利率 | 24.82% | 25.08% | 24.53% |

注：2016年数据未经审计

如上所示，2017年、2018年海樱公司内销产品整体毛利率分别为18.43%、14.36%；其中2017年、2018年复配添加剂类产品毛利率分别为11.73%、7.72%，低于内销产品整体毛利率水平；其他内销产品2017年、2018年毛利率分别为25.08%、24.53%，相对较为稳定，且高于内销产品整体毛利率水平。

(2) 复配添加剂类产品2018年收入增长较快导致内销产品结构变化

海樱公司过去几年产品结构变化情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2018年同比增长 |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 内销营业收入 | 14,665.16 | 15,174.13 | 21,942.90 | 44.61% |
| 复配添加剂类营业收入 | 7,841.79 | 7,557.23 | 13,276.33 | 75.68% |
| 复配添加剂类占比 | 53.47% | 49.80% | 60.50% | |
| 其他内销产品收入 | 6,823.37 | 7,616.90 | 8,666.58 | 13.78% |
| 其他内销产品占比 | 46.53% | 50.20% | 39.50% | |

注：2016年数据未经审计

2018年复配添加剂产品营业收入增长较快，在内销产品的营业收入中占比由2017年的49.80%上升至2018年的60.50%；而装饰料类产品等其他在2018年保持着较为稳定的增长速度，因此，2018年海樱公司内销产品的产品结构存在着一定变化。

由上可知，2018年海樱公司内销产品中毛利率相对较低的复配添加剂类产品收入增长率较高，在营业收入中占比增加，产品结构变化是海樱公司内销产品毛利率下降的原因之一。

(3) 复配添加剂类产品收入增长较快的原因

海樱公司内销复配添加剂类产品收入增长较快的原因一方面在于海樱公司2017年末推出的新型复配添加剂产品在2018年销量增长明显，带动复配添加剂类产品整体销量及销售单价上升。

海樱公司内销复配添加剂类产品收入增长较快另一方面原因海樱公司复配添加剂类产品在确定销售价格时遵循成本加成定价的原则，成本加成定价有两种形式，一种是按照利润加成，另一种是按照利润率加成，海樱公司内销复配添加剂类产品遵循的是利润加成的原则，具体来看，在主要原材料招标价格变动超过5%时将按原材料吨均影响金额相应调整销售价格，因此，随着原材料价格的上涨，相关产品销售价格作出相应调整，从而导致海樱公司复配添加剂类产品平均销售价格上涨，但产品的单位利润金额相对稳定。由于遵循成本加成定价原则，复配添加剂类产品受原材料价格上升影响导致销售价格增长。

海樱公司2017年、2018年复配添加剂类产品收入、销量及价格情况如下：

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2018年同比增长 |
|-------------------|----------|-----------|-----------|
| 复配添加剂类收入（万元） | 7,557.23 | 13,276.33 | 75.68% |
| 复配添加剂类销量（吨） | 2,652 | 3,304 | 24.57% |
| 复配添加剂类平均销售单价（元/吨） | 28,496 | 40,185 | 41.02% |

如上所示，复配添加剂类产品2018年销量增长652吨，较2017年增长24.57%，其中主要增加的为2017年末推出复配添加剂产品。

海樱公司复配添加剂类平均销售单价同比上升41.02%，复配添加剂类产品平均销售价格增长主要原因在于复配添加剂类产品采用成本加成定价的原则确定销售价格，受主要原材料卡拉胶等价格上涨影响，复配添加剂类产品销售价格整体上调。

复配添加剂类产品的主要原材料为卡拉胶，2018年原材料卡拉胶采购单价变化情况如下：

单位：元/吨

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2018年同比增长（%） |
|-----------------|--------|--------|--------------|
| 卡拉胶（K型粗制）平均采购价格 | 37,941 | 46,833 | 23.44% |
| 卡拉胶（精制）平均采购价格 | 49,720 | 70,289 | 41.37% |

综上所述，复配添加剂类产品营业收入在2018年出现明显上涨，主要是受新产品推出带动的销量增长以及原材料价格上涨情况下销售价格同步上调两方面因素的共同影响所致。

2、复配添加剂类产品毛利率下降导致2018年内销毛利率下降

海樱公司复配添加剂类产品的主要原材料为卡拉胶，2018年受卡拉胶价格上涨等因素影响，复配添加剂类产品原材料价格上涨幅度较大。海樱公司复配添加剂类产品在成本加成定价原则下，主要原材料成本与销售价格同步上升，导致复配添加剂类产品单位成本、销售价格上涨。

复配添加剂单位销售价格、成本及利润变化情况如下：

单位：元/吨

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2018年变动额 | 2018年同比增长 |
|----|-------|-------|----------|-----------|
|----|-------|-------|----------|-----------|

| | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 复配添加剂类平均销售价格 | 28,496 | 40,185 | 11,689 | 41.02% |
| 复配添加剂类平均单位成本 | 25,154 | 37,080 | 11,927 | 47.41% |
| 其中：原材料平均单位成本 | 23,324 | 35,281 | 11,957 | 51.27% |
| 复配添加剂类平均单位利润 | 3,342 | 3,102 | -240 | -7.19% |

如上，复配添加剂类产品2017年、2018年平均销售价格分别为28,496元/吨、40,185元/吨，平均单位成本分别为25,154元/吨、37,080元/吨，平均单位利润分别为3,342元/吨、3,102元/吨。

复配添加剂平均销售价格、成本变化主要原因在于原材料平均单位成本变动，2018年复配添加剂类产品原材料平均单位成本上升11,957元/吨，平均单位成本上升11,927元/吨，平均销售价格上升11,689元/吨，变动金额基本一致。

受上述单位销售价格、成本及利润变化影响，海樱公司复配添加剂类产品营业收入、成本及利润情况变动如下：

单位：万元

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2018年变动额 | 2018年同比增长 |
|------------|----------|-----------|----------|-----------|
| 复配添加剂类营业收入 | 7,557.23 | 13,276.33 | 5,719.10 | 75.68% |
| 复配添加剂类营业成本 | 6,670.82 | 12,251.39 | 5,580.57 | 83.66% |
| 其中：原材料成本 | 6,185.42 | 11,656.77 | 5,471.35 | 88.46% |
| 其他营业成本 | 485.40 | 594.63 | 109.22 | 22.50% |
| 复配添加剂类营业利润 | 886.41 | 1,024.93 | 138.53 | 15.63% |
| 复配添加剂类毛利率 | 11.73% | 7.72% | -4.01% | |

如上，卡拉胶等原材料价格上涨导致海樱公司复配添加剂类产品单位成本、平均销售价格同步上涨，带动复配添加剂类产品营业收入、营业成本上升，而平均单位利润相对稳定。因为单位成本、平均销售价格同步上涨且涨幅基本一致，从而出现营业利润上涨速度低于营业收入上涨速度的情形，海樱公司复配添加剂类产品毛利率出现一定比例的下降，由2017年的11.73%降至2018年的7.72%。但由于海樱公司复配添加剂类产品遵循成本加成定价的原则，原材料价格大幅波动导致的毛利率变化并不会对复配添加剂类产品盈利能力产生重大不利影响。

综上所述，2018年海樱公司内销产品毛利率下降的原因一方面在于毛利率相对较低的复配添加剂产品收入增幅较高带来的产品结构变化，复配添加剂产品收入增幅较高的主要原因为新推出产品销量增长以及原材料价格上涨带动复配添加剂销售价格及收入增长；另一方面则在于受卡拉胶等原材料价格上涨影响，海

樱公司复配添加剂类产品单位成本、平均销售价格同步上涨且上涨金额基本一致，从而出现营业利润上涨速度低于营业收入上涨速度的情形，导致复配添加剂类产品毛利率出现一定比例的下降，进而带动海樱公司内销产品毛利率下降。

（二）2018年内销调料毛利率下降的可持续性

2018年海樱公司内销产品毛利率下降的原因一方面在于毛利率相对较低的复配添加剂产品收入增幅较高带来的产品结构变化。

2018年复配添加剂产品收入增幅较高的一方面原因在于新推出产品销量增长幅度较大。为适应双汇发展的需求，海樱公司于2017年年末推出新的复配添加剂类产品，2018年为相关产品的需求导入期，销量增长明显，随着相关产品的生产、销售逐步与双汇发展需求相匹配，未来相关产品将恢复正常增长速度。

2018年复配添加剂产品收入增幅较高的另一方面原因在于原材料价格上涨导致产品售价、营业收入的上升。2018年复配添加剂产品主要原材料卡拉胶出现较大幅度的价格上涨，由于海樱公司复配添加剂产品遵循成本加成定价的原则，复配添加剂产品的售价出现同步上升，从而带动营业收入大幅增长。卡拉胶价格在2018年上涨幅度较高，而历史上卡拉胶价格呈现周期性波动，未来如果卡拉胶价格企稳或回落，复配添加剂产品的收入增速也将恢复正常水平。

因此，预计海樱公司内销产品结构变化这一影响毛利率的原因并不会导致海樱公司毛利率长期持续下降。

2018年海樱公司内销产品毛利率下降的另一方面原因在于，受卡拉胶等原材料价格上涨影响，海樱公司复配添加剂类产品单位成本、平均销售价格同步上涨且涨幅基本一致，从而出现营业利润上涨速度低于营业收入上涨速度的情形。受此影响，复配添加剂类产品毛利率出现一定比例的下降，进而带动海樱公司内销产品毛利率下降。

未来如卡拉胶价格企稳或回落，原材料价格上涨导致毛利率下降这一影响因素将逐步消除，预计这一原因不会导致海樱公司毛利率长期持续下降。此外，由于海樱公司复配添加剂类产品遵循成本加成定价的原则，原材料价格波动导致的毛利率变化并不会对海樱公司营业利润产生重大不利影响。

综上所述，海樱公司内销产品毛利率下降不具有可持续性。

（三）海樱公司内销调料发展趋势

海樱公司内销产品主要包括装饰料类产品和复配添加剂类产品，主要销售给双汇发展及其子公司进行肉制品加工。海樱公司内销产品向双汇发展销售，随着双汇发展产量、销量的持续稳定增长，内销产品销量也将保持稳定增长。因此，受双汇发展销量持续增长影响，预计海樱公司内销营业收入将在未来保持持续增长的态势，但短期内产品原材料及销售价格的变化可能使营业收入增速有所波动。另外，随着双汇发展肉制品种类逐步增加，产品结构逐步转型升级，双汇发展生产过程中对调味品的需求也将持续扩大，海樱公司可通过持续开发与双汇发展需求相匹配的新产品，进一步提升内销产品的增长速度。

（四）预测期内销调料毛利率保持稳定的合理性与可实现性、预测时对报告期毛利率下降影响的考虑

本次交易中海樱公司内销调料产品预测情况如下表：

| | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 内销调料收入（万元） | 23,487.59 | 25,131.72 | 26,890.94 | 28,773.30 | 30,787.43 |
| 内销调料成本（万元） | 20,115.28 | 21,523.35 | 23,029.99 | 24,642.09 | 26,367.03 |
| 销量（单位：吨） | 7,220.00 | 7,725.40 | 8,266.18 | 8,844.81 | 9,463.95 |
| 单位价格（单位：万元/吨） | 3.25 | 3.25 | 3.25 | 3.25 | 3.25 |
| 单位成本（单位：万元/吨） | 2.79 | 2.79 | 2.79 | 2.79 | 2.79 |
| 内销产品毛利率 | 14.36% | 14.36% | 14.36% | 14.36% | 14.36% |

本次交易预测期2019至2023年内销调料毛利率假设与2018年相同，均为14.36%。预测期2019至2023年单位价格及单位成本均保持稳定，即单位利润保持稳定。上述预测基于海樱公司内销产品定价主要遵循成本加成定价的原则，产品单位利润相对保持稳定的情况下，产品销售价格会根据原料价格波动进行适当调整。卡拉胶的市场价格变动虽然会引起海樱公司内销产品毛利率的波动，但并不会导致内销复配添加剂的利润的大幅变动。

报告期内，受原材料价格上涨以及产品收入结构变化影响，海樱公司毛利率存在一定波动，但毛利率下降并不具有可持续性，因此，本次评估时预测期内销调料毛利率保持稳定是合理的，也是可实现的。由于海樱公司内销产品主要原材

料卡拉胶价格历史上呈现波动的走势，本次评估中预测毛利率可能存在与未来实际情况有所差异的情形。

考虑到报告期内销产品毛利率出现下降，在本次预测时已考虑报告期毛利率下降的原因及其影响。根据上述报告期毛利率下降原因分析，由于遵循成本加成定价的原则，即便卡拉胶市场价格波动导致未来预测期毛利率变动，对海樱公司内销产品盈利能力的影响也是有限的。

二、结合行业发展趋势、市场价格波动情况、同行业公司毛利率情况、可比交易情况等，补充披露海樱公司预测外销调料毛利率保持稳定的合理性与可实现性

（一）海樱公司外销产品发展趋势

海樱公司主要从事食品调味料、食品添加剂、复合辅料生产及销售，产品广泛用于肉制品生产及食品调味，属于调味品行业。

调味品行业属于消费领域中刚性需求较强的行业，具备较强的定价能力，随着产品结构的逐步升级，预计国内整体调味品价格仍将保持上升的趋势。调味品行业产品众多，且随着消费升级，个性化、专业化产品逐步增加，通过拓展单品催生增量消费需求是行业的普遍趋势。

调味品行业主要渠道包括餐饮、家庭与食品加工几个方面，近年来餐饮行业保持较快增长是调味品板块能够实现收入与毛利稳定提升的重要原因，过去几年餐饮业每年都保持着相对较高的增长速度。除餐饮外，未来调味品的发展也受益于家庭消费水平的提高以及对健康关注度的提高的推动。因此，除非市场基本面出现较大变化，否则，调味品市场仍将继续维持较高增长速度。

2018年，万得调味品指数（8841176.WI）板块主营业务收入合计1,159.44亿元，同比增长18.62%，实现主营业务利润合计133.71亿元，同比增长11.71%；2018年，板块整体销售毛利率均值27.88%，略低于2017年30.05%的水平。

整体来看，调味品行业保持着相对较快的增长速度。

（二）海樱公司外销产品市场价格波动情况

海樱公司外销产品种类较多，包括鸡精、炸酱面拌酱、味霖、香肠调料、香精、火锅料、肉酱等，各类产品每年销量、价格存在变动的情形，但总体情况相对稳定。调味品行业产品种类较多，各上市公司从事的具体业务存在较大差异，不同产品的市场价格存在较大差异。

海樱公司外销产品主要参考市场价格进行定价，其外销产品最近两年价格波动情况如下：

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2018年变化情况 |
|-----------------|----------|----------|-----------|
| 销量（吨） | 3,657.07 | 3,903.16 | 6.73% |
| 平均销售单价不含税（万元/吨） | 1.86 | 1.93 | 3.76% |

海樱公司2017年、2018年外销产品平均销售单价分别为1.86万元/吨、1.93万元/吨，2018年同比增长3.76%。

（三）海樱公司同行业公司毛利率情况

海樱公司同行业可比公司的销售毛利率情况如下表：

| 证券代码 | 证券简称 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|-----------|------|---------------|---------------|---------------|
| 603288 | 海天味业 | 43.95% | 45.69% | 46.47% |
| 600872 | 中炬高新 | 36.69% | 39.27% | 39.12% |
| 603027 | 千禾味业 | 40.97% | 43.34% | 45.74% |
| 002507 | 涪陵榨菜 | 45.78% | 48.22% | 55.76% |
| 600305 | 恒顺醋业 | 41.25% | 40.56% | 42.19% |
| 平均数 | | 41.73% | 43.42% | 45.86% |
| 海樱公司外销毛利率 | | 31.46% | 33.58% | 33.27% |

调味品行业产品种类较多，各上市公司从事的具体业务存在较大差异，不同产品的毛利率存在较大差异。但由于调味品行业属于消费领域，从长期看，同一上市公司毛利率均比较稳定，符合消费品领域的特点。

（四）海樱公司可比交易情况

根据近期资本市场发生的食品行业可比交易情况，采用收益法对收购标的进行评估的可比交易中相关收购标的报告期毛利率及预测期毛利率情况如下：

| 上市公司 | 股票代码 | 收购标的 | 评估基准日 | 报告期平均毛利率 | 预测第一年毛利率 | 预测第二年毛利率 | 预测第三年毛利率 | 预测期前三年平均毛利率 |
|------|------|------|-------|----------|----------|----------|----------|-------------|
|------|------|------|-------|----------|----------|----------|----------|-------------|

| 上市公司 | 股票代码 | 收购标的 | 评估基准日 | 报告期平均毛利率 | 预测第一年毛利率 | 预测第二年毛利率 | 预测第三年毛利率 | 预测期前三年平均毛利率 |
|----------|--------|----------------|-------------|----------|----------|----------|----------|-------------|
| 圣农发展 | 002299 | 福建圣农食品有限公司 | 2016年12月31日 | 18.92% | 19.88% | 19.86% | 20.00% | 19.91% |
| 好想你 | 002582 | 杭州郝姆斯食品有限公司 | 2015年9月30日 | 23.98% | 25.49% | 25.76% | 25.93% | 25.73% |
| 丰乐种业 | 000713 | 四川同路农业科技有限责任公司 | 2017年12月31日 | 45.45% | 47.79% | 48.04% | 48.76% | 48.20% |
| 海樱公司本次交易 | | | 2018年12月31日 | 21.19% | 19.48% | 19.70% | 19.91% | 19.70% |

根据上述可比交易情况，食品行业的收购标的预测期毛利率通常与报告期平均毛利率较为接近，且通常略高于报告期平均毛利率。海樱公司本次评估时预测期毛利率基本稳定，未来几年毛利率在19.48%-19.91%之间，且略低于报告期平均毛利率。

（五）海樱公司预测外销调料毛利率保持稳定的合理性与可实现性

报告期内，海樱公司最近三年外销营业收入、成本及毛利率变动情况如下表：

| 海樱公司 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|------------|----------|----------|----------|
| 外销营业收入(万元) | 7,006.98 | 6,792.52 | 7,519.22 |
| 外销营业成本 | 4,802.41 | 4,511.47 | 5,017.67 |
| 外销毛利率 | 31.46% | 33.58% | 33.27% |

海樱公司最近三年外销毛利率基本保持稳定。

本次交易中，评估预测期海樱公司外销毛利率保持在33.61%。外销收入、成本、单位价格等数据如下表：

| 项目名称 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 外销收入（单位：万元） | 8,422.32 | 9,527.33 | 10,777.32 | 12,191.30 | 13,790.80 |
| 外销成本（单位：万元） | 5,591.35 | 6,324.94 | 7,154.77 | 8,093.48 | 9,155.34 |
| 销量（单位：吨） | 4,339.00 | 4,859.68 | 5,442.84 | 6,095.98 | 6,827.50 |

| 项目名称 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位价格（单位：万元/吨） | 1.94 | 1.96 | 1.98 | 2.00 | 2.02 |
| 单位成本（单位：万元/吨） | 1.29 | 1.30 | 1.31 | 1.33 | 1.34 |
| 外销毛利率 | 33.61% | 33.61% | 33.61% | 33.61% | 33.61% |

总体来看，海樱公司现有产品销量稳定增长，产品种类也将持续增加，销量增长具有可持续性。外销产品种类较多，大部分产品价格相对稳定，随着新产品的逐步开发，产品平均销售价格可逐渐提升。此外，在本次交易完成后，海樱公司注入上市公司，可进一步借助上市公司的渠道和客户资源，扩展外销收入，增加外销收入占比，维持海樱公司外销产品的毛利率，因此海樱公司外销毛利率具有可持续性及其可实现性。

此外，本次评估假设和评估方法均符合相关法律法规及行业惯例，本次评估结果具有合理性。

三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

双汇发展结合历史期各产品毛利情况、行业发展趋势、市场价格波动情况、同行业公司毛利率情况、可比交易情况等，分析了预测期内外销调料毛利率保持稳定的合理性与可实现性，分析认为复配添加剂类产品营业利润上涨速度低于营业收入上涨速度导致复配添加剂类产品毛利率下降，上述导致毛利率下降的原因不具有可持续性，预测期内销调料毛利率保持稳定是合理的，也是可实现的，调味品行业保持着相对较快的增长速度，不同产品的市场价格及价格走势存在较大差异，不同公司的毛利率存在较大差异但同一上市公司毛利率比较稳定，可比案例中预测期毛利率通常接近于报告期平均毛利率，海樱公司预测外销毛利率保持稳定符合行业发展趋势及市场价格波动情况，符合同行业公司毛利变化情况以及可比交易的预测情况，海樱公司预测外销调料毛利率保持稳定是合理的，也是可实现的。相关披露及分析具有合理性。

17.申请文件显示，收益法评估时预测海樱公司销售费用占收入的比在4.12%-4.18%之间，预测管理费用占收入比稳定在1.81%。请你公司：1)补充披露预测海樱公司销售费用和管理费用的预测明细、预测过程、依据及可实现性。2)比对报告期内销售费用和管理费用占收入比、可比公司各项期间费用占收入比例等情况，补充披露对未来年度期间费用的预测是否足够谨慎。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、海樱公司销售费用和管理费用的预测明细、预测过程、依据及可实现性

(一)海樱公司销售费用和管理费用的预测明细

海樱公司销售费用和管理费用的预测明细如下：

1、销售费用预测表

单位：万元

| 项目名称 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年及以后年度 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 营业收入 | 32,019.84 | 34,779.79 | 37,800.09 | 41,107.95 | 44,734.29 |
| 销售费用/营业收入 | 4.12% | 4.18% | 4.17% | 4.16% | 4.16% |
| 销售费用合计 | 1,317.77 | 1,452.26 | 1,576.60 | 1,711.83 | 1,859.11 |
| 职工薪酬 | 539.43 | 585.93 | 636.81 | 692.54 | 753.63 |
| 劳务费 | 261.22 | 283.74 | 308.38 | 335.37 | 364.95 |
| 运费 | 365.72 | 397.25 | 431.74 | 469.52 | 510.94 |
| 广告宣传费 | 105.00 | 135.00 | 145.00 | 155.00 | 165.00 |
| 折旧摊销费 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 |
| 其他费用 | 45.82 | 49.77 | 54.09 | 58.82 | 64.01 |

2、管理费用预测表

单位：万元

| 项目名称 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年及以后年度 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 营业收入 | 32,019.84 | 34,779.79 | 37,800.09 | 41,107.95 | 44,734.29 |
| 管理费用/营业收入 | 1.81% | 1.81% | 1.81% | 1.81% | 1.81% |
| 管理费用合计 | 579.37 | 629.15 | 683.64 | 743.31 | 808.72 |
| 职工薪酬 | 335.41 | 364.33 | 395.96 | 430.61 | 468.60 |
| 维修费 | 183.93 | 199.78 | 217.13 | 236.13 | 256.96 |
| 折旧费 | 1.29 | 1.29 | 1.29 | 1.29 | 1.29 |
| 摊销费 | 0.18 | 0.18 | 0.18 | 0.18 | 0.18 |

| 项目名称 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年及以后年度 |
|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 技术开发费 | 24.14 | 26.22 | 28.49 | 30.99 | 33.72 |
| 业务招待费 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
| 其他费用 | 34.12 | 37.06 | 40.28 | 43.81 | 47.67 |

（二）预测过程及依据

销售费用主要包括职工薪酬、劳务费、运输费、广告宣传费等。职工薪酬按海樱公司目前职工薪酬政策预测；鉴于劳务费和运输费等与海樱公司的经营业务存在较密切的联系，本次盈利预测结合了历史年度劳务费和运输费等与营业收入比率以估算未来各年度的营业费用；广告宣传费按照海樱公司广告投放量计划进行预测；固定资产折旧按企业折旧政策结合企业固定资产原值等综合预测。

管理费用主要包括职工薪酬、办公费、维修费、折旧费、技术开发费用等。职工薪酬按海樱公司目前职工薪酬政策预测；鉴于维修费和技术开发与海樱公司的经营业务存在较密切的联系，本次盈利预测结合了历史年度维修费和技术开发与营业收入比率以估算未来各年度的管理费用；固定资产折旧按企业折旧政策结合企业固定资产原值等综合预测。

（三）预测数据可实现性

根据海樱公司2019年1-4月份未经审计财务报表，海樱公司2019年1-4月份实现收入和相关费用明细，以及海樱公司未来预测数据对比如下：

单位：万元

| 项目 | 2019年1-4月份 | 预测年度 | | | | |
|--------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
| 营业收入 | 9,618.20 | 32,019.84 | 34,779.79 | 37,800.09 | 41,107.95 | 44,734.29 |
| 销售费用 | 326.85 | 1,317.77 | 1,452.26 | 1,576.60 | 1,711.83 | 1,859.11 |
| 销售费用占比 | 3.40% | 4.12% | 4.18% | 4.17% | 4.16% | 4.16% |
| 管理费用 | 172.56 | 579.37 | 629.15 | 683.64 | 743.31 | 808.72 |
| 管理费用占比 | 1.79% | 1.81% | 1.81% | 1.81% | 1.81% | 1.81% |

根据海樱公司2019年1-4月份未经审计报表数据显示，海樱公司2019年1-4月份销售费用占营业收入的比例为3.40%，低于未来年度盈利预测营业费用占营业收入的比例；海樱公司2019年1-4月份管理费用占营业收入的比例为1.79%，略低于未来年度海樱公司盈利预测管理费用占营业收入的比例1.81%。综上，海樱公司未来年度销售费用和管理费用预测较为合理和谨慎，具有可实现性。

二、比对报告期内销售费用和管理费用占收入比、可比公司各项期间费用占收入比例等情况，补充披露对未来年度期间费用的预测是否足够谨慎报告期内销售费用和管理费用占收入比、可比公司各项期间费用占收入比例等情况

(一) 报告期内和未来预测销售费用和管理费用占收入比

销售费用和管理费用报告期内以及未来预测年度占收入的比例分别如下：

单位：万元

| 项目 | 报告期内 | | 预测年度 | | | | |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
| 营业收入 | 22,252.89 | 29,590.30 | 32,019.84 | 34,779.79 | 37,800.09 | 41,107.95 | 44,734.29 |
| 内销收入 | 15,174.13 | 21,942.90 | 23,487.59 | 25,131.72 | 26,890.94 | 28,773.30 | 30,787.43 |
| 外销收入 | 6,792.52 | 7,519.22 | 8,422.32 | 9,527.33 | 10,777.32 | 12,191.30 | 13,790.80 |
| 销售费用 | 1,339.92 | 1,146.82 | 1,317.77 | 1,452.26 | 1,576.60 | 1,711.83 | 1,859.11 |
| 销售费用占收入比 | 6.02% | 3.88% | 4.12% | 4.18% | 4.17% | 4.16% | 4.16% |
| 内销销售费用 | 70.77 | 76.32 | 77.75 | 85.68 | 93.02 | 101.00 | 109.69 |
| 外销销售费用 | 1,269.15 | 1,070.50 | 1,240.02 | 1,366.57 | 1,483.58 | 1,610.83 | 1,749.43 |
| 内销销售费用占内销收入比 | 0.47% | 0.35% | 0.33% | 0.34% | 0.35% | 0.35% | 0.36% |
| 外销销售费用占外销收入比 | 18.68% | 14.24% | 14.72% | 14.34% | 13.77% | 13.21% | 12.69% |
| 管理费用 | 491.56 | 535.55 | 579.37 | 629.15 | 683.64 | 743.31 | 808.72 |
| 管理费用占收入比 | 2.21% | 1.81% | 1.81% | 1.81% | 1.81% | 1.81% | 1.81% |

经对比，海樱公司销售费用2017年和2018年占营业收入的比例分别为6.02%和3.88%，随着海樱公司业务规模的扩大，海樱公司销售费用占营业收入的比例有所下降，未来年度预测销售费用占营业收入的比例在4.12%-4.18%之间，高于2018年销售费用占营业收入的比例，预测相对谨慎。海樱公司管理费用2017年和2018年占营业收入的比例分别为2.21%和1.81%，随着海樱公司业务规模的扩大，海樱公司管理费用占营业收入的比例有所下降，未来年度预测管理费用占营业收入的比例与2018年基本持平，管理费用增速与营业收入同步，预测相对合理和谨慎。

(二) 可比公司各项期间费用占收入比例情况

同行业主要可比上市公司和海樱公司各项期间费用占收入比例情况如下：

单位：万元

| 项目 | | 2017年 | 2018年 |
|------|--------------|---------------|---------------|
| 海天味业 | 营业收入 | 1,458,431.09 | 1,703,447.51 |
| | 销售费用 | 195,655.22 | 223,601.96 |
| | 销售费用占比 | 13.42% | 13.13% |
| | 管理费用 | 60,671.62 | 24,555.39 |
| | 管理费用占比 | 4.16% | 1.44% |
| 中炬高新 | 营业收入 | 360,937.17 | 416,646.50 |
| | 销售费用 | 42,634.38 | 43,128.76 |
| | 销售费用占比 | 11.81% | 10.35% |
| | 管理费用 | 34,808.10 | 27,583.81 |
| | 管理费用占比 | 9.64% | 6.62% |
| 千禾味业 | 营业收入 | 94,816.71 | 106,544.58 |
| | 销售费用 | 17,563.65 | 21,632.64 |
| | 销售费用占比 | 18.52% | 20.30% |
| | 管理费用 | 6,639.85 | 5,221.17 |
| | 管理费用占比 | 7.00% | 4.90% |
| 涪陵榨菜 | 营业收入 | 152,023.87 | 191,435.39 |
| | 销售费用 | 21,945.89 | 28,059.41 |
| | 销售费用占比 | 14.44% | 14.66% |
| | 管理费用 | 4,831.07 | 5,887.87 |
| | 管理费用占比 | 3.18% | 3.08% |
| 恒顺醋业 | 营业收入 | 154,158.27 | 169,368.31 |
| | 销售费用 | 23,370.23 | 25,231.59 |
| | 销售费用占比 | 15.16% | 14.90% |
| | 管理费用 | 14,780.78 | 11,163.24 |
| | 管理费用占比 | 9.59% | 6.59% |
| 平均值 | 销售费用占比 | 14.67% | 14.67% |
| | 管理费用占比 | 6.71% | 4.53% |
| 海樱公司 | 销售费用占比 | 6.02% | 3.88% |
| | 内销销售费用占内销收入比 | 0.47% | 0.35% |
| | 外销销售费用占外销收入比 | 18.68% | 14.24% |
| | 管理费用占比 | 2.21% | 1.81% |
| | 销售、管理费用占收入比 | 7.24% | 7.12% |

数据来源：Wind 海樱公司财务报表

根据以上数据分析，可比公司报告期销售费用占营业收入的比例平均值保持14.67%基本稳定，管理费用占营业收入的比例平均值由2017年的6.71%下降到2018年的4.53%。海樱公司报告期销售费用占营业收入比例分别为6.02%和3.88%，预测期销售费用占收入的比例在4.12%-4.18%之间，海樱公司报告期管理费用占营业收入比例分别为2.21%和1.81%，预测期管理费用占营业收入的比例为1.81%。海樱公司业务主要分为内销业务和外销业务，其中内销业务主要是以成本加成的定价模式销售给双汇发展，销售费用较低，内销业务管理也相对稳定，内销业务

发生期间费用金额不大，因此海樱公司报告期期间费用占收入的比例低于同行业可比上市公司。

预测期外销销售费用占外销收入的比例在12.69%-14.34%之间，略高于同行业可比上市公司销售费用占收入的比例，海樱公司报告期管理费用占营业收入的比例分别为2.21%和1.81%，预测期管理费用占营业收入的比例在1.81%之间，由于与同行业上市公司相比，海樱公司管理架构相对简单，不涉及上市公司治理等相应部门和人员，因此，管理费用占比低于同行业可比上市公司管理费用占收入的比例。

综上，因海樱公司内销业务主要是以成本加成的定价模式销售给双汇发展，销售费用较低，内销业务管理相对稳定，内销业务发生期间费用金额不大，导致海樱公司报告期和预测期期间费用占收入的比例低于同行业可比上市公司，但海樱公司外销销售费用占外销收入的比例与同行业可比上市公司相关比例差异不大，略高于同行业可比上市公司销售费用占收入的比例。海樱公司预测期管理费用占营业收入比例低于同行业可比上市公司管理费用占收入的比例，但符合海樱公司报告期情况，具有合理性。综上所述，海樱公司未来年度期间费用的预测是相对合理和谨慎的。

三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

双汇发展分析了海樱公司销售费用和管理费用的预测明细、预测过程、依据，并比对海樱公司报告期内销售费用和管理费用占收入比、可比公司各项期间费用占收入比例等，分析认为海樱公司未来年度销售费用和管理费用预测较为充足和谨慎，具有可实现性。相关披露及分析具有合理性。

18.申请文件显示，对财务公司进行市场法评估时，选取大唐财务、中电财务、三峡财务和兵装财务作为可比案例并根据净资产收益率、营业利润增长率、资本充足率、资产负债率、贷款损失准备计提比例等指标作为可比指标。请你公司：增加财务公司可比评估案例情况、可比案例评估中指标选取情况、可比案例中财务公司估值情况等，补充披露财务公司评估增值合理性、可比案例和评估指标选取合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、财务公司评估增值合理性、可比案例和评估指标选取合理性

(一) 增加其他财务公司可比评估案例及估值情况

经查询近期其他财务公司交易案例情况，该等交易案例的作价情况如下：

| 项目 | 中油财务 | 中远财务 | 中海财务 | 中移财务 |
|------------|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------------|---|
| 概况 | 济南柴油机股份有限公司重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产 | 中海集运向中远财务以增资方式认购其 17.53% 股权 | 中海集运向中海集团、广州海订购买其持有的中海财务 40% 股权 | 中国移动通信集团公司与中国移动通信有限公司拟对中国移动通信集团财务有限公司增资扩股 |
| 评估基准日 | 2016/5/31 | 2015/9/30 | 2015/9/30 | 2014/12/31 |
| 受让方/增资方 | 济南柴油机股份有限公司 | 中海集运 | 中海集运 | 中国移动通信集团公司、中国移动通信有限公司 |
| 评估基准日净资产 | 5,212,470.99 | 254,191.90 | 112,334.39 | 709,965.30 |
| 整体评估价值（万元） | 6,411,339.32 | 289,067.03 | 127,746.67 | 819,821.43 |
| 成交价格 PB | 1.23 | 1.14 | 1.14 | 1.15 |
| 平均 PB | 1.17 | | | |

数据来源：Wind资讯

经查询，可比交易案例中财务公司评估作价确定的市净率在1.14-1.23之间，平均数为1.17，本次交易中，财务公司在2018年12月31日账面净值105,336.21万元，评估值111,363.10万元，市净率为1.06，低于其他财务公司交易案例市净率，增值率具有一定的合理性。

（二）可比案例评估中指标选取情况

本次对财务公司市场法评估选取的指标主要包括净资产收益率、营业利润增长率、资本充足率、资产负债率、贷款损失准备计提比例等，经查询，中油财务和大唐财务在评估作价时选取的主要指标如下：

| 指标 | 财务公司 | 大唐财务 | 中油财务 |
|----|------------|------------|------------|
| 1 | 净资产收益率 | 净资产收益率 | 净资产收益率 |
| 2 | 利润增长率 | 利润增长率 | 利润增长率 |
| 3 | 资本充足率 | 资本充足率 | 资本充足率 |
| 4 | 资产负债率 | 资产负债率 | 资产负债率 |
| 5 | 贷款损失准备计提比例 | 贷款损失准备计提比例 | 贷款损失准备计提比例 |
| 6 | - | - | 业务规模 |

经对比，财务公司评估时选取的主要指标与大唐财务和中油财务基本一致，其中财务公司选取指标与大唐财务完全一致，中油财务较财务公司多了业务规模的修正指标，考虑到财务公司评估作价选取的可比交易案例的规模与财务公司业务规模不存在较大差异，故本次评估未对业务规模指标进行修改，即财务公司评估指标选取与其他交易案例财务指标选取基本一致，指标选取相对合理。

（三）可比案例选取的合理性

财务公司可比案例基本情况及选取理由如下：

| 项目 | 大唐财务 | 中电财务 | 三峡财务 | 兵装财务 |
|----------|---|-----------------------------------|-------------------------------|------------------------------|
| 概况 | 安徽电力股份有限公司拟转让股权项目所涉及的中国大唐集团财务有限公司股东全部权益价值 | 武汉中原电子集团有限公司收购中国电子财务有限责任公司 15% 股权 | 湖北能源集团股份有限公司以现金方式增资三峡财务有限责任公司 | 南方资产向中原特钢购买其持有的兵装财务 2.39% 股权 |
| 评估基准日 | 2018/9/30 | 2016/7/31 | 2017/7/31 | 2016/8/31 |
| 受让方/投资方 | 大唐国际发电股份有限公司 | 武汉中原电子集团有限公司 | 湖北能源集团股份有限公司 | 南方工业资产管理有限责任公司 |
| 评估基准日净资产 | 718,954.42 | 284,290.96 | 746,229.00 | 499,508.69 |
| 整体评估价值 | 754,902.14 | 338,306.24 | 835,800.00 | 504,503.78 |
| 成交价格 PB | 1.05 | 1.19 | 1.12 | 1.01 |
| 选取作为可比案例 | 已作为案例 | 已作为案例 | 已作为案例 | 已作为案例 |

| 项目 | 中油财务 | 中远财务 | 中海财务 | 中移财务 |
|----------|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------------|---|
| 概况 | 济南柴油机股份有限公司重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产 | 中海集运向中远财务以增资方式认购其 17.53% 股权 | 中海集运向中海集团、广州海订购买其持有的中海财务 40% 股权 | 中国移动通信集团公司与中国移动通信有限公司拟对中国移动通信集团财务有限公司增资扩股 |
| 评估基准日 | 2016/5/31 | 2015/9/30 | 2015/9/30 | 2014/12/31 |
| 受让方/投资方 | 济南柴油机股份有限公司 | 中海集运 | 中海集运 | 中国移动通信集团公司、中国移动通信有限公司 |
| 评估基准日净资产 | 5,212,470.99 | 254,191.90 | 112,334.39 | 709,965.30 |
| 整体评估价值 | 6,411,339.32 | 289,067.03 | 127,746.67 | 819,821.43 |
| 成交价格 PB | 1.23 | 1.14 | 1.14 | 1.15 |
| 未作为案例的原因 | PB 较高剔除 | 基准日距今相对较早 | 基准日距今相对较早 | 基准日距今相对较早 |

通过查询近年交易的八个财务公司交易案例，选取了大唐财务、中电财务、三峡财务和兵装财务作为可比案例，未选中油财务作为本次评估的交易案例是考虑到中油财务的市净率相对较高进行剔除，未选中远财务、中海财务和中移财务作为本次评估的交易案例是考虑到这三个交易案例的基准日分别是2015年9月30日和2014年12月31日，距本次交易时间较长故进行了剔除，因此最终选取了大唐财务、中电财务、三峡财务和兵装财务作为本次财务公司的可比案例。

综上，本次对财务公司市场法评估选取的评估案例相对合理，评估结果略低于其他可比交易案例，评估结果具有一定的合理性，评估指标选取与其他交易案例基本一致，具备合理性。

二、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

双汇发展通过分析财务公司可比评估案例情况、可比案例评估中指标选取情况等，分析认为财务公司评估增值具有合理性，可比案例和评估指标选取具有合理性。相关披露及分析具有合理性。

（本页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于对《河南双汇投资发展股份有限公司关于〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉的回复》的核查意见》之签字盖章页）

中联资产评估集团有限公司

2019年5月30日