

中信建投证券股份有限公司关于深圳证券交易所
《关于对黑牛食品股份有限公司的重组问询函》之核查意见

深圳证券交易所：

就贵所于 2016 年 7 月 29 日下发的《关于对黑牛食品股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（不需行政许可）【2016】第 13 号）（以下简称“《问询函》”）中的相关要求，独立财务顾问中信建投证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）本着勤勉尽责、诚实信用的原则，对《问询函》提出的问题进行逐项核查和落实，并回复如下：

如无特别说明，本核查意见中的简称均与《黑牛食品股份有限公司重大资产出售暨关联交易报告书（修订稿）》中相同。

问题 1、报告书披露，本次交易完成后，你公司将剥离食品饮料业务，重点发展软件和信息技术服务业，并于 2016 年 6 月 1 日分别设立云谷（固安）科技有限公司（以下简称“云谷固安”）和霸州市云谷电子科技有限公司（以下简称“霸州云谷”）。请补充披露以下内容：

（2）鉴于云谷固安和霸州云谷设立时间较短，请进一步补充说明本次重组对上市公司持续经营能力的影响，是否符合《上市公司重大资产重组管理办法（2014 年修订）》第十一条第五款的规定，请财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、原有主营业务（食品饮料业务）不利于上市公司可持续发展

本次重组前，上市公司主营业务为豆奶粉、豆浆粉、复合营养麦片、燕麦片、芝麻糊、核桃粉等固态营养冲调饮品及核桃乳、花生牛奶和“黑牛仔仔”、“多溢添”、“G 能加”等乳酸菌饮品的生产、销售。近年来，国民经济增速放缓，主要品种的软饮料人均消费量遭遇短期瓶颈，大众品种增速持续放缓。

在食品饮料行业景气度下降的背景下，公司原有食品饮料产品结构相对老化，未能充分发挥品牌与渠道优势，产品竞争力有所下降，导致报告期内营业收入逐年下降并亏损。因此，继续经营原有食品饮料业务将不利于公司长远发展、

不利于全体股东利益。本次重组将使上市公司获得大量资金，既能实现食品饮料业务的顺利退出，又能保证后续业务转型的顺利进行。

二、公司的软件和信息技术服务业务已具备基础

目前，中国软件和信息技术服务业保持持续高速增长，“十二五”期间，软件和信息技术服务业收入年均增速达 27%；且受益于政策支持、经济转型、产业升级及信息化和工业化的高层次的深度结合，行业整体将呈现加速发展态势，其中金融业信息技术投资伴随金融行业的发展亦将高速增长。软件和信息技术服务业的持续增长和金融业信息化发展的内在要求将为公司的业务转型创造良好的市场机遇。

为推动公司业务转型，公司已出资 4,000 万元人民币设立云谷固安（注册资本 3,000 万元人民币）和霸州云谷（注册资本 1,000 万元人民币）两家全资子公司，该两家子公司主要面向金融企业提供信息化领域的规划咨询、项目管理、项目开发及运营维护管理服务。云谷固安已引入具备丰富行业经验的运营团队，现有员工 34 人，并已储备新一代信贷系统、支付系统等相关技术。云谷固安已与廊坊银行签订提供信息化服务的服务采购协议，截至本核查意见日，已收到廊坊银行支付预付款项 340.6 万元，仅以与廊坊银行签订的服务采购协议预测，公司预计云谷固安 2016 年收入将超过 900 万元、2017 年收入超过 2,000 万元。

此外，本次重大资产出售完成后，除云谷固安、霸州云谷两家子公司从事软件和信息服务业务外，公司还有可提供租金收入的物业资产。

公司已在《重组报告书（修订稿）》中“第十二节 其他重要事项”之“十一、本次交易有利于增强上市公司持续经营能力”中补充披露上述内容。

三、独立财务顾问意见

经查阅云谷固安及霸州云谷工商档案、相关业务合同，现场考察上市公司经营场地并访谈相关负责人员，中信建投证券认为：本次交易有利于上市公司增强持续经营能力，不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形，符合《上市公司重大资产重组管理办法（2014 年修订）》第十一条第五款的规定。

问题 6、报告书披露，本次评估采用资产基础法对拟出售的资产进行评估，以 2015 年 12 月 31 日为评估基准日，拟出售的标的资产评估值为 51,318.23 万元，账面净值 44,414.94 万元，增值率为 15.54%，主要系标的资产土地使用权评估增值所致。请补充披露以下内容：

(1) 请进一步补充说明本次评估仅采用资产基础法一种评估方法进行评估的原因及合理性，并说明是否符合《上市公司重大资产重组管理办法（2014 年修订）》第二十条的规定，并请独立财务顾问核查并发表意见。

回复：

一、评估方法简介

企业价值评估基本方法包括资产基础法、收益法和市场法，各类方法的介绍如下：

企业价值评估中的资产基础法也称成本法，是指以被评估企业评估基准日的资产负债表为基础，合理评估企业表内及表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。在采用该方法进行评估时，应当根据企业价值与其可控制资源的对应性，收益水平与行业水平的可比性，并考虑每项资产和负债可以被识别并用适当的方法单独评估等因素，恰当考虑资产基础法的适用性。

企业价值评估中的收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。收益法是从企业获利能力的角度衡量企业的价值，建立在经济学的预期效用理论基础上。在采用该方法进行评估时，应当结合企业的历史经营情况、未来收益可预测情况、所获取评估资料的充分性，恰当考虑收益法的适用性。

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。在采用该方法进行评估时，应当根据所获取可比企业经营和财务数据的充分性和可靠性、可收集到的可比企业数量，恰当考虑市场法的适用性。

二、标的资产评估方法选择

根据《上市公司重大资产重组管理办法（2014 年修订）》第二十条的规定：“第二十条 重大资产重组中相关资产以资产评估结果作为定价依据的，资产评估

机构应当按照资产评估相关准则和规范开展执业活动；上市公司董事会应当对评估机构的独立性、评估假设前提的合理性、评估方法与评估目的的相关性以及评估定价的公允性发表明确意见。相关资产不以资产评估结果作为定价依据的，上市公司应当在重大资产重组报告书中详细分析说明相关资产的估值方法、参数及其他影响估值结果的指标和因素。上市公司董事会应当对估值机构的独立性、估值假设前提的合理性、估值方法与估值目的的相关性发表明确意见，并结合相关资产的市场可比交易价格、同行业上市公司的市盈率或者市净率等通行指标，在重大资产重组报告书中详细分析本次交易定价的公允性。前二款情形中，评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值；上市公司独立董事应当出席董事会会议，对评估机构或者估值机构的独立性、评估或者估值假设前提的合理性和交易定价的公允性发表独立意见，并单独予以披露。”

根据《资产评估准则-企业价值》中第二十二条规定：“注册资产评估师执行企业价值评估业务，应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析收益法、市场法和成本法（资产基础法）三种资产评估基本方法的适用性，恰当选择一种或者多种资产评估基本方法。”

本次重大资产出售标的公司主营业务为豆奶粉、豆浆粉、复合营养麦片、燕麦片、芝麻糊、核桃粉等固态营养冲调饮品及核桃乳、花生牛奶和“黑牛仔仔”、“多溢添”、“G能加”等乳酸菌饮品的生产、销售。近年来，上述产品人均消费量遭遇短期瓶颈，大众品种增速持续放缓；同时，受到牛奶饮品替代效应以及市场竞争日趋激烈的影响，产品价格呈下降趋势。总体而言，标的公司行业景气度较低。

标的公司产品结构相对老化，未能充分发挥品牌与渠道优势，产品竞争力有所下降；同时，原有及新推出产品未能有效激发市场购买需求，销量有所下降。

本次评估结合行业环境和竞争态势，本次重大资产出售标的公司的具体情况，以及评估方法的适用性，综合分析并合理确定标的公司的评估方法，具体如下：

1、黑牛实业

黑牛实业成立于2015年11月，成立的目的主要是承接母公司黑牛食品的豆奶粉和麦片等全部产品业务，黑牛实业的毛利率水平参考母公司黑牛食品的毛利

率水平，近几年人工成本的上涨，以及产品的低价市场竞争，母公司黑牛食品口径的毛利率水平下降明显，另外豆奶类产品市场的萎缩使得黑牛实业未来的收入增长受限，对此，黑牛实业未来会寻求产品创新和业务转型，盈利预测具有很大不确定性，无法使用收益法进行评估。另外，无法取得类似公司的股权交易的案例，也无法采用市场法进行评估。因此，对于黑牛实业，仅采用资产基础法进行评估。

2、揭阳黑牛

揭阳黑牛主要生产 AD 钙豆奶粉、中老年豆奶粉、高钙豆奶粉等各类豆奶粉，由于近些年消费者生活饮食结构的变化以及饮食喜好的变化，豆奶类产品行业已经逐渐走向没落，消费者尤其为年青一代的消费者，更加偏好碳酸饮料，而以前对豆奶类产品比较钟情的老年人，也由于牛奶制品的普及，其对豆奶类产品的偏好逐渐转移到牛奶制品，产品市场的萎缩使得揭阳黑牛未来的收入增长受限，此外由于近几年人工成本的上涨，以及产品的低价市场竞争，使得揭阳黑牛的毛利率水平下降明显。对此，揭阳黑牛未来会寻求产品创新和业务转型，盈利预测具有很大不确定性，无法使用收益法进行评估。另外，无法取得类似公司的股权交易的案例，也无法采用市场法进行评估。因此，对于揭阳黑牛，仅采用资产基础法进行评估。

3、安徽黑牛

安徽黑牛主要从事蛋白饮品的生产业务，根据黑牛食品管理层的决定，安徽黑牛未来将全面停产，不再经营现有的业务。安徽黑牛未来会寻求业务转型，盈利规模无法合理预测，从而无法采用收益法进行评估。另外，无法取得类似公司的股权交易的案例，也无法采用市场法进行评估。因此，对于安徽黑牛，仅采用资产基础法进行评估。

4、广州黑牛

截至 2015 年 12 月 31 日广州黑牛的主要资产为在建工程，厂房主体已经完成，但尚未进行管线安装及装修。广州黑牛规划的主要产品为大豆多肽饮品，但由于近些年大豆多肽饮品的市场发生较大变化，广州黑牛现还未投产，未来市场规模和盈利状况具有很大不确定性，无法使用收益法进行评估。另外，无法取得

类似公司的股权交易的案例，也无法采用市场法进行评估。因此，对于广州黑牛，仅采用资产基础法进行评估。

5、黑牛营销

黑牛营销为一家销售公司，其主要销售集团内部企业生产的豆奶粉、豆浆粉、复合营养麦片、燕麦片、芝麻糊、核桃粉等固态营养冲调饮品及核桃乳、花生牛奶和“黑牛仔仔”、“多溢添”、“G能加”等乳酸菌饮品等，近年来相关产品市场疲软，黑牛营销未来的收入增长受限，因此，公司未来的盈利预测具有很大不确定性，无法使用收益法进行评估。另外，无法取得类似公司的股权交易的案例，也无法采用市场法进行评估。因此，对于黑牛营销，仅采用资产基础法进行评估。

三、独立财务顾问意见

经查阅标的公司工商档案、现场查看标的公司主要资产运营情况并访谈公司管理层及评估机构，中信建投证券认为：虽然《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条中要求原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值，但受限于其他评估方法难以对标的资产进行合理及公允的评估，且资产基础法其自身可以较好地反映标的资产的价值。因此，本次对标的公司仅使用资产基础法进行评估具备合理性，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的相关规定。

（此页无正文，为《中信建投证券股份有限公司关于对深圳证券交易所<关于对黑牛食品股份有限公司的重组问询函>之核查意见》之签署页）

财务顾问主办人： _____

赵 军

谢思遥

中信建投证券股份有限公司

年 月 日