

**中联资产评估集团有限公司关于
《深圳证券交易所关于对福建圣农发展股份有限公司的重组问
询函》资产评估相关问题的核查意见**

深圳证券交易所中小板公司管理部：

福建圣农发展股份有限公司于2017年4月20日收到贵部下发的《关于对福建圣农发展股份有限公司的重组问询函》(中小板重组问询函(需行政许可)【2017】第25号)(以下简称“问询函”)。根据问询函要求,中联资产评估集团有限公司评估项目组对贵会的反馈意见进行了认真的研究和分析,并就资产评估有关问题出具了本核查意见,现将具体情况汇报如下:

1、你公司曾于2013年5月披露发行股份收购福建圣农食品有限公司(以下简称“圣农食品”或“交易标的”)的报告书,根据该报告书,以2012年12月31日为评估基准日,圣农食品全部权益的预估值为105,232.37万元,增值率为469.63%;本次以2016年12月31日为评估基准日,圣农食品全部权益的评估值为202,000万元,评估增值率为248.88%。请补充说明:

(1) 圣农食品两次评估产生差异的主要原因及合理性;

(2) 本次交易预估值的预估过程、预估主要参数及取值过程,其中,针对收益法,请重点披露涉及的具体模型、未来预期收益现金流、折现率的确定方法、预估测算过程等,并请结合与前次评估相关模型、数据等的差异情况,进一步分析说明预估增值的主要原因及合理性;

(3) 2013年11月,你公司披露《关于撤回发行股份购买资产暨关联交易申请文件的公告》,称因受2012年底“速成鸡”事件及2013年3月底爆发的“H7N9禽流感”事件的持续影响,圣农食品的估值存在一定不确定性,决定终止本次重大资产重组。请补充说明上述事件是否对本次发行股份购买资产事项构成重大影响及其理由。

请评估机构对问题(1)和(2),财务顾问对问题(3)核查并发表明确意见。

回复：

问题（1）、圣农食品两次评估产生差异的主要原因及合理性。

以 2012 年 12 月 31 日为评估基准日，前次评估圣农食品股东全部权益价值为 105,232.37 万元；以 2016 年 12 月 31 日为预估基准日，本次预估圣农食品股东全部权益价值为 202,000 万元，相差 96,767.63 万元。产生差异的主要原因是：在不同基准日，圣农食品的净资产、生产规模、市场情况、盈利状况等均发生了一定程度的变化。

（一）净资产增加

经审计，圣农食品 2012 年 12 月 31 日归属于母公司所有者权益账面值为 18,483.80 万元。圣农食品 2016 年 12 月 31 日归属于母公司所有者权益账面值为 57,899.94 万元（未经审计），增加 39,416.14 万元。

（二）盈利水平显著提升

经审计，圣农食品 2012 年归属母公司所有者的净利润为 3,792.08 万元。圣农食品 2016 年归属母公司所有者的净利润为 10,658.99 万元（未经审计），增长 6,866.91 万元，增长率为 181.09%。盈利水平显著提升的主要原因有：

从销售情况来看，2016 年圣农食品实现主营业务收入 147,803.25 万元，相比 2012 年的收入 54,166.22 万元，增长 93,637.03 万元，增长率为 172.87%。2013 年以来，圣农食品着力开发新客户新市场，对日出口占比逐步下降，重点开发了国内的餐饮客户，包括麦当劳、汉堡王、宜家餐厅、大娘水饺等知名餐饮企业。

销售渠道	2012 年度		2016 年度	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
餐饮客户	28,216.04	52.09%	94,851.46	64.17%
海外出口（日本）	17,121.16	31.61%	30,433.43	20.59%
其他（除餐饮客户、海外出口以外）	8,829.02	16.30%	22,518.36	15.24%
合计	54,166.22	100.00%	147,803.25	100.00%

注：上述财务数据未经审计。

从生产规模来看，2012 年底圣农食品仅拥有两个工厂，合计产能约 5.9 万吨；食品三厂、江西圣农工厂分别于 2013 年 7 月和 10 月相继建成投产，新增产能

7.28 万吨。2016 年底，圣农食品拥有五个工厂，合计产能约 16 万吨；另江西圣农第二车间、熟食品加工六厂等项目在建，预计将于 2017 年 7 月建成投产，可新增产能约 6 万吨。

从产品研发来看，圣农食品持续增加研发投入，提升了研发实力。在新产品开发方面，研发人员根据客户需求，按时完成客户要求的新品开发，为餐饮和出口渠道销售额的增长奠定了基础；研发人员到市场中了解市场需求，开发符合市场需求的新产品，为自主品牌产品销售额的提升提供了保证。在老产品改良方面，研发人员适时跟踪产品的生产过程，通过产品配方的改良和生产工艺流程的优化，在保证产品质量的基础上，降低了产品生产的物料消耗，降低了产品的生产成本。

从生产管理来看，圣农食品注重产品生产过程管理，通过合理安排生产计划、杜绝生产过程中的浪费等措施，充分发挥了各工厂的产能并降低了生产成本。

（三）基准日后一年的盈利预测情况

圣农食品 2017 年度净利润（扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）预测数为 14,498.14 万元，相比 2013 年的 7,722.51 万元，增长 6,775.63 万元，增长 87.74%。

以承诺的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为测算依据，圣农食品 2017 年的市盈率（前次评估基准日后一年）为 13.93 倍，与圣农食品 2013 年的市盈率（本次预估基准日后一年）13.63 倍相比，不存在重大差异。

综上，圣农食品在不同基准日的净资产、生产规模、市场情况、盈利状况等均发生了一定程度的变化，导致两次估值存在差异，是合理的。

问题（2）、本次交易预估值的预估过程、预估主要参数及取值过程，其中，针对收益法，请重点披露涉及的具体模型、未来预期收益现金流、折现率的确定方法、预估测算过程等，并请结合与前次评估相关模型、数据等的差异情况，进一步分析说明预估增值的主要原因及合理性。

（一）交易标的预估方法、思路及模型

1、预估方法

根据国家有关规定以及《资产评估准则—企业价值》，确定按照收益途径、

采用现金流折现方法（DCF）预测圣农食品的股东全部权益（净资产）价值。

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，即通过预测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，得到企业的价值。其适用的基本条件是：企业具备持续经营的基础和条件，经营与收益之间存在较稳定的对应关系，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，其估值结果较能完整地体现企业的价值，易于为市场所接受。

2、预估思路

根据本次尽职调查情况以及圣农食品的资产构成和主营业务特点，本次预估是以圣农食品的合并财务报表估算其权益资本价值，基本思路是：

（1）对纳入报表范围的资产和主营业务，按照最近几年的历史经营状况的变化趋势和业务类型等分别估算预期收益（净现金流量），并折现得到经营性资产的价值；

（2）对纳入报表范围，但在预期收益（净现金流量）估算中未予考虑的诸如基准日存在的应付利息等流动资产（负债）；其他非流动资产等非流动资产（负债），定义其为基准日存在的溢余或非经营性资产（负债），单独测算其价值；

（3）由上述各项资产和负债价值的加和，得出圣农食品的企业价值，经扣减付息债务价值及少数股东权益价值后，得出圣农食品的所有者权益价值。

3、预估模型

（1）基本模型

本次预估的基本模型为：

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

式中：

E：圣农食品的所有者权益价值；

D：圣农食品的付息债务价值；

B：圣农食品的企业价值；

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

P：圣农食品的经营性资产价值；

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

式中：

R_i ：圣农食品未来第*i*年的预期收益（自由现金流量）；

r ：折现率；

n ：圣农食品的预测收益期；

I ：圣农食品基准日的长期股权投资价值；

C ：圣农食品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：

C_1 ：基准日流动类溢余或非经营性资产（负债）价值；

C_2 ：基准日非流动类溢余或非经营性资产（负债）价值；

M ：圣农食品的少数股东权益价值。

（2）收益指标

本次预估，使用企业的自由现金流量作为圣农食品经营性资产的收益指标，其基本定义为：

$$R = \text{净利润} + \text{折旧摊销} + \text{扣税后付息债务利息} - \text{追加资本} \quad (5)$$

根据圣农食品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

本次预估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：

w_d ：圣农食品的长期债务比率；

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

w_e ：圣农食品的权益资本比率；

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

r_d : 所得税后的付息债务利率;

r_e : 权益资本成本, 按资本资产定价模型 (CAPM) 确定权益资本成本 r_e ;

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

式中:

r_f : 无风险报酬率;

r_m : 市场预期报酬率;

ε : 圣农食品的特性风险调整系数;

β_e : 圣农食品权益资本的预期市场风险系数;

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

β_u : 可比公司的预期无杠杆市场风险系数;

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

β_t : 可比公司股票 (资产) 的预期市场平均风险系数;

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

式中:

K : 一定时期股票市场的平均风险值, 通常假设 $K=1$;

β_x : 可比公司股票 (资产) 的历史市场平均风险系数;

D_i 、 E_i : 分别为可比公司的付息债务与权益资本。

(二) 交易标的预估过程

1、营业收入预测

圣农食品专注于研发、生产和销售以鸡肉为主的肉制品, 是中国知名的餐饮中央厨房企业。按照生产工艺流程, 圣农食品的产品主要分为油炸类、蒸烤类、碳烤类、腌制调理类、灌肠类、水煮类、酱卤类等。圣农食品的主要销售渠道包括: 大型餐饮连锁企业、出口 (主要是日本市场)、农贸批发市场、大型连锁超市、食品加工企业、电子商务等渠道。本次盈利预测的营业收入是企业根据目前的经营状况、市场销售情况及近期的销售单价等因素综合分析得出的。

2、营业成本预测

圣农食品的营业成本主要包括：主要原料、辅助原料、包装材料、燃料及动力、直接人工成本、折旧及其他制造费用等。

工资的预测：本次盈利预测结合企业人员招聘计划和岗位编制，并参考历史年度人员成本水平、企业计划的增长目标进行估算。

折旧的预测：按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日固定资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额。

原料等其他费用预测：本次盈利预测结合该等费用历史年度的支出情况及变动情况等估算。

3、税金及附加预测

圣农食品的税金及附加包括文化事业建设费、城建税、教育费附加、地方教育费附加等。根据《财政部关于印发《增值税会计处理规定》的通知》（财会〔2016〕22号）规定：全面试行营业税改征增值税后，“营业税金及附加”名称调整为“税金及附加”科目，该科目核算企业经营活动发生的消费税、城市维护建设税、资源税、教育费附加及房产税、土地使用税、车船使用税、印花税等相关税种。本次盈利预测结合历史年度税金及附加的构成和变化趋势及其相应的税率预测未来年度的营业税金及附加。

4、销售费用预测

圣农食品的销售费用主要为运杂费、职工薪酬、促销费用以及销售服务费等。职工薪酬的预测：本次盈利预测结合企业人员招聘计划和岗位编制，并参考历史年度人员成本水平、企业计划的增长目标进行估算。

运杂费、促销费等其他费用的预测：本次盈利预测结合该等费用历史年度的支出情况及变动情况等估算。

5、管理费用预测

圣农食品的管理费用主要为职工薪酬、修理费、研发费以及折旧摊销等。

职工薪酬的预测：本次盈利预测结合企业人员招聘计划和岗位编制，并参考历史年度人员成本水平、企业计划的增长目标进行估算。

折旧的预测：本次盈利预测按照圣农食品执行的固定资产折旧政策，以基准日固定资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额。

摊销的预测：本次盈利预测按照企业的摊销政策估算未来各年度的摊销额。

修理费、研发费等其他费用的预测：本次盈利预测结合该等费用历史年度的支出情况及变动情况等进行估算。

6、财务费用预测

圣农食品的付息债务账面值为47,056.77万元。本次盈利预测在对该付息债务核实无误的基础上，按照付息债务的合同约定估算其利息支出。历史年度，圣农食品承担了应付票据的贴现息，本次盈利预测结合2016年12月31日的应付票据规模、贴现息及未来年度的票据规模对贴现费用进行估算。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或变化较大，财务费用在预测时不考虑其存款产生的利息收入，也不考虑付息债务之外的其他不确定性收支损益。

7、营业外收支预测

圣农食品历史年度的营业外收支主要包括：政府补助、固定资产处置利得、损失等。本次盈利预测结合资溪县人民政府下发的关于圣农食品享有的财政扶持的相关文件、圣农食品历史年度的财政扶持情况及未来年度的盈利水平谨慎性预测该项营业外收入，除此之外未考虑其他可能的营业外收支。

8、所得税预测

企业所得税是对我国内资企业和经营单位的生产经营所得和其他所得征收的一种税。《中华人民共和国企业所得税法》规定一般企业所得税的税率为25%。

本次盈利预测以企业未来各年度利润总额的预测数据为基础，结合企业所得税税率估算圣农食品未来各年度所得税发生额。

9、盈利预测

综上所述，圣农食品2017年-2019年预计将实现扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润分别为14,498.14万元、18,491.86 万元和22,989.13万元。

10、折旧摊销

(1) 折旧预测

圣农食品的固定资产主要为房屋构筑物、电子设备及机器设备等，固定资产按取得时的实际成本计价。本次模型中，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、后续投资预计转增固定资产原值、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

圣农食品的无形资产主要为土地使用权。本次模型中假定，企业基准日后除新增的财务软件外不再产生新增的无形资产，在经营期内维持这一规模并持续更新，按照企业的摊销政策估算未来各年度的摊销额。

11、追加资本估算

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），以及所需的新增营运资金及持续经营所必须的资产更新等。即追加资本为：

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。本次模型的资本性支出为熟食品加工六厂项目、江西圣农食品第二车间项目、灌肠和鸡肉丝扩建项目以及管理软件。

(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

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。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（应收款项）等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增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。

(三) 交易标的预估主要参数及取值过程

1、无风险收益率 r_f ，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 r_f 的近似，即 $r_f=3.95\%$ 。

2、市场期望报酬率 r_m ，一般认为，股票指数的波动能够反映市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率。通过对上证综合指数自 1992 年 5 月 21 日全面放开股价、实行自由竞价交易后至 2016 年 12 月 31 日期间的指数平均收益率进行测算，得出市场期望报酬率的近似，即： $r_m=10.55\%$ 。

3、 β_e 值，取沪深同类可比上市公司股票，以 2012 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日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 β_x ，按式(12)计算得到圣农食品预期市场平均风险系数 β_t ，按式(11)得到圣农食品预期无财务杠杆风险系数的估计值 β ，按式(10)得到圣农食品权益资本的预期市场风险系数 β_e 。

4、权益资本成本 r_e ，本次预估考虑到圣农食品在公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，设公司特性风险调整系数 $\epsilon=0.02$ ，最终由式（9）得到圣农食品的权益资本成本 r_e 。

5、适用税率为25%。

6、扣税后付息债务利率 r_d ，根据圣农食品付息债务本金及利率结构，结合其所得税率情况，计算扣税后付息债务利率 r_d 。

7、折现率 r 约为11%。

（四）交易标的预估测算过程

截至问询函回复日，圣农食品的审计、评估工作尚未完成。在相关工作全部完成后，上市公司将详细披露评估的测算过程。

（五）两次估值差异分析

两次估值时点的净资产、盈利水平及盈利预测差异等分析详见问题（1）。

从折现率角度来看，前次评估的折现率为 11.98%。本次预估选用的折现率约为 11%，主要基于圣农食品经营状况有如下变化：（1）客户多元化：圣农食品着力开发新客户新市场，对日出口占比逐步下降，重点开发了国内的餐饮客户，包括麦当劳、汉堡王、宜家餐厅、大娘水饺等知名餐饮企业；（2）产能增加：扩大生产规模，形成了 16 万吨肉制品加工的产能；（3）盈利水平显著提升：前次

评估与本次预估所采用的盈利预测具有一定差异。

本次预估选用折现率的合理性分析如下：

本次预估所选取的折现率指标——资本资产加权平均成本（WACC）与企业总资产报酬率从本质上来讲同为反映企业整体投资资本回报率的指标，同行业可比上市公司 2014 年度、2015 年度总资产报酬率（ROA）情况如下：证监会-农副食品加工业全行业（剔除负数）分别为 7.12%、7.18%，可比公司（剔除负数）分别为 9.05%、9.42%。本次预估中选取的折现率 11%，高于整个农副食品加工业上市公司历史两年的总资产收益率水平 7.31%，并且高于同行业可比上市公司历史两年的平均总资产收益率水平 9.24%。本次预估折现率的选取具有合理性。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，公司补充披露了本次预估的相关情况，并对圣农食品两次基准日估值差异的主要原因及合理性进行了分析。截至问询函回复日，圣农食品的资产评估工作尚未完成。公司预估采用的模型及方法等符合资产评估惯例。

（此页无正文，仅为《中联资产评估集团有限公司关于<深圳证券交易所关于对福建圣农发展股份有限公司的重组问询函>资产评估相关问题的核查意见》的签字盖章页）

中联资产评估集团有限公司

2017年4月27日

