

华泰联合证券有限责任公司
关于
恒天然乳品（香港）有限公司
要约收购
贝因美婴童食品股份有限公司
之
独立财务顾问报告

独立财务顾问



二〇一五年三月

独立财务顾问声明

华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”或“本独立财务顾问”）接受贝因美婴童食品股份有限公司（以下简称“贝因美”或“公司”）董事会委托，担任本次要约收购的独立财务顾问。

本报告所依据的有关资料由贝因美等相关机构及人员提供，并由提供方承诺对其所提供的一切书面材料、文件或口头证言的真实性、准确性和完整性负责，并不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

除贝因美所提供的相关信息外，本报告所依据的其他信息均来自公开渠道，包括但不限于贝因美最近三年的年度报告、资本市场公开数据等。

本报告仅就本次恒天然乳品（香港）有限公司要约收购贝因美的部分股份事宜发表意见，包括贝因美的财务状况、要约收购条件是否公平合理、收购可能对公司产生的影响等。对投资者根据本报告做出的任何投资决策可能产生的后果，本独立财务顾问不承担任何责任。

截至本报告签署日，本独立财务顾问与本次要约收购的所有当事各方没有任何关联关系，本独立财务顾问就本次要约收购发表的有关意见完全独立进行；本独立财务顾问没有委托和授权任何其他机构和个人提供未在本报告中列载的信息和对本报告作任何解释和说明；本独立财务顾问提请投资者认真阅读贝因美发布的与本次要约收购相关的各项公告及信息披露资料。

目 录

独立财务顾问声明	1
目 录	2
释 义	4
第一节 收购人及其关联方基本情况	5
一、收购人概况	5
二、收购人的控股股东及实际控制人	5
三、收购人主要业务及最近三年的财务状况	8
四、收购人最近五年所受处罚情况	10
五、收购人董事、监事、高级管理人员情况	10
六、收购人及其控股股东拥有境内外其他上市公司和金融机构 5% 以上权益的基本情况	11
第二节 本次要约收购概况	12
一、要约收购决策程序及核准	12
二、要约收购目的	12
三、要约收购价格	13
四、要约收购对象	13
五、要约收购期限	13
六、要约收购资金的有关情况	14
七、收购人在未来 12 个月内继续增持贝因美的计划	14
八、本次要约收购的审批情况	15
九、要约收购的约定条件	15
十、贝因美集团参与要约	15
第三节 贝因美主要财务状况	17
一、主要财务数据	17
二、盈利能力分析	17
三、营运能力分析	18
四、偿债能力分析	19
第四节 对本次要约收购价格的分析	20
一、本次要约收购价格的合规性分析	20
二、贝因美股票价格分析	20
三、挂牌交易股票的流通性	20
四、被收购公司社会公众股股东是否接受要约的建议	21
第五节 独立财务顾问对本次要约收购的基本意见	22
一、本次要约收购的收购人的主体资格	22
二、本次要约收购的收购人的实力评价	22
三、本次要约收购对上市公司的影响	22
四、本次要约收购的后续计划	24

五、收购人不存在利用贝因美的资产或由贝因美为本次收购提供财务资助的情形	25
六、对本次要约收购价格的评价及对除恒天然外的其他全体股东的建议	26
七、对本次要约收购的结论意见	26
第六节 本次要约收购的风险提示	27
一、大股东、实际控制人控制风险	27
二、股票交易价格出现波动的风险	27
三、其他风险	27
第七节 独立财务顾问在最近 6 个月内持有或买卖被收购公司及收购方股份的情况说明	28
第八节 备查文件	29

释 义

除非特别说明，下列简称在本报告中具有以下含义：

本独立财务顾问、华泰联合证券	指	华泰联合证券有限责任公司
本独立财务顾问报告、本报告	指	《华泰联合证券有限责任公司关于恒天然乳品（香港）有限公司要约收购贝因美婴童食品股份有限公司之独立财务顾问报告》
要约收购报告书	指	《贝因美婴童食品股份有限公司要约收购报告书》
要约收购报告书摘要	指	《贝因美婴童食品股份有限公司要约收购报告书摘要》
贝因美、上市公司、公司	指	贝因美婴童食品股份有限公司，股票代码：002570
贝因美集团	指	贝因美婴童食品股份有限公司的控股股东，贝因美集团有限公司
恒天然、收购人	指	恒天然乳品（香港）有限公司
恒天然集团	指	恒天然合作集团有限公司（FonterraCo-operative Group Limited）、恒天然乳品（香港）有限公司的最终控股股东
本次部分要约收购、本次要约收购、本次收购	指	收购人以《贝因美婴童食品股份有限公司要约收购报告书》约定条件向贝因美全体流通股股东发出的部分要约收购
中国证监会	指	中国证券监督管理委员会
深交所、交易所	指	深圳证券交易所
登记公司	指	中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司
《公司法》	指	《中华人民共和国公司法》
《证券法》	指	《中华人民共和国证券法》
《收购管理办法》	指	《上市公司收购管理办法》
《上市规则》	指	《深圳证券交易所股票上市规则》
元、万元	指	人民币元、人民币万元

第一节 收购人及其关联方基本情况

一、收购人概况

收购人名称：恒天然乳品（香港）有限公司

Fonterra Brands(HongKong) Limited

注册地址：香港九龙官塘道 418 号创纪之城 5 期东亚银行中心 18 楼
1802-1808 室

登记证号码：07815917-000-05-14-9

注册资本：300 万港元

公司编号：112135

成立日期：1982 年 5 月 14 日

联系电话：852-2958 3228

二、收购人的控股股东及实际控制人

（一）收购人最终控股股东介绍

企业名称：Fonterra Co-operative Group Limited

（恒天然合作集团有限公司）

注册地址：9 Princes Street, Auckland , New Zealand

（新西兰奥克兰王子街 9 号）

公司性质：新西兰合作企业

公司编号：1166320

新西兰商业编号： 9429036748471

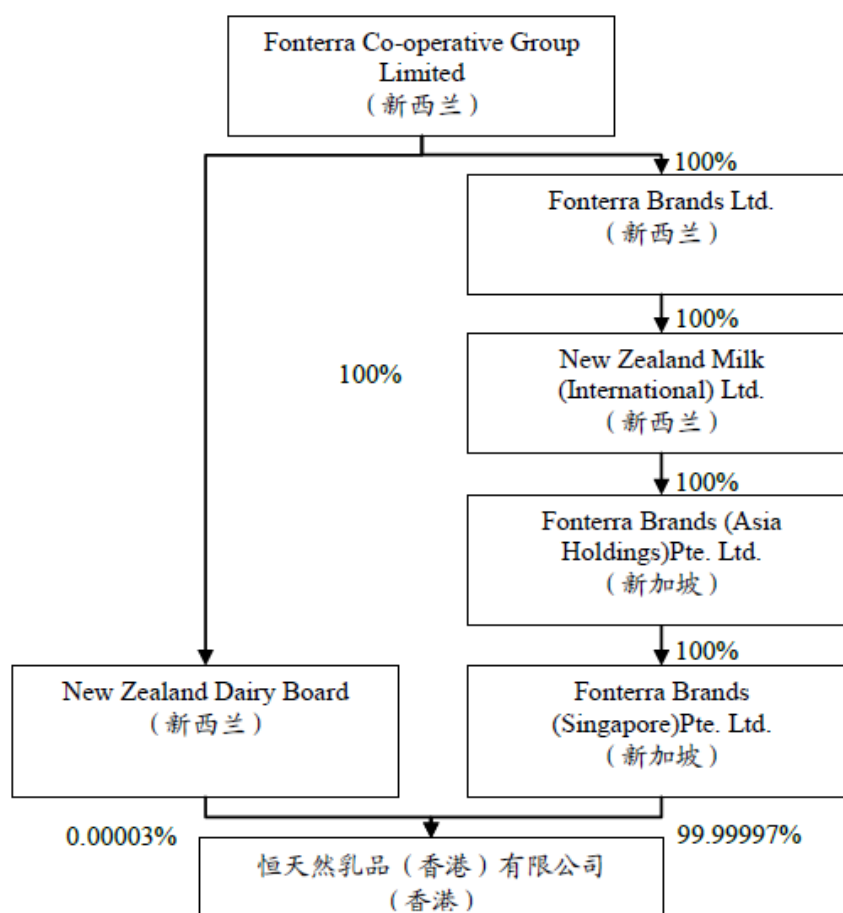
成立日期：2001 年 10 月 16 日

恒天然集团为一家根据新西兰境内法律《The Co-operative Companies Act 1996》及《Companies Act 1993》在新西兰注册成立并有效存续的公司（Co-operative company）。

恒天然集团的股票在由新西兰证券交易所经营的私有市场发行。同时，有限的恒天然股票的经济权利（统称为“恒天然份额”）在新西兰证券交易所发行。恒天然股东仅限于向恒天然集团提供原奶供应的新西兰奶农。恒天然份额可在公开市场持有和交易。恒天然份额的持有者不享有与恒天然集团有关的投票权。目前在恒天然集团中，无奶农股东持有股权的比例超过1%，仅奶农股东享有投票权。

根据恒天然集团的章程规定，董事会全体董事的委任或卸任，由奶农股东通过邮递投票（postal ballot）的方式进行决策；十三名董事中的九名为恒天然集团董事，另外四名为独立董事。一名董事的初始任期为三年，到期后可经股东邮递投票的方式继续连任。奶农股东有权就恒天然集团的管理事宜向董事会递交议案。此外，恒天然集团设立股东委员会，其由奶农选举的 35 名奶农股东组成。股东委员会为代表机构，并不参与恒天然集团的管理和经营。综上，恒天然集团作为一家上市公司，其股权架构及集团事务决策程序的特性决定了其无实际控制人的状态。

（二）产权控制关系图



（三）恒天然集团所控制核心企业及关联企业情况

截至本报告签署日，恒天然集团在中国境内直接或间接控制的核心企业和关联企业简要情况如下：

公司名称	注册资本	持股比例（%）	产业类别
恒天然（北京）牧场管理咨询有限公司	550.7787万元人民币	100%	牧场运营管理咨询
唐山恒天然牧场有限公司	1,800万美元	85%	牧场经营管理
恒天然（玉田）牧场有限公司	8,400万美元	100%	牧场经营管理
恒天然（应县）牧场有限公司	8,182万美元	100%	牧场建设经营管理
恒天然商贸（上海）有限公司	31,200万元人民币	100%	乳制品进口及市场推广
恒天然乳品（广州）有限公司	3,150万美元	100%	乳制品进出口和批发

截至本报告签署日，恒天然集团控制的其他核心企业简要情况如下：

公司名称	国家	恒天然集团直接 持股比例（%）	主营业务
Fonterra (Number One) Limited	New Zealand	100%	乳制品原料物销售
Fonterra Brands Limited	New Zealand	100%	乳制快速消费品销售
Fonterra Enterprises Limited	New Zealand	100%	对外投资
Fonterra Equities Limited	New Zealand	100%	对外投资
Fonterra Holdings (Americas) Limited	New Zealand	100%	乳制品原料物销售
Fonterra Limited	New Zealand	100%	生产销售乳制品原料物
Food Solutions Group 2000 Limited	New Zealand	100%	乳制品研发测试
New Zealand Dairy Board	New Zealand	100%	销售乳制品原料物
Fonterra Brands (Singapore) Pte Limited	Singapore	100%	乳制快速消费品销售
Fonterra Brands (Asia Holdings) consolidated	Singapore	100%	对外投资
Fonterra (International) Limited	New Zealand	100%	对外投资

三、收购人主要业务及最近三年的财务状况

（一）收购人主要业务

恒天然乳品（香港）有限公司主要从事乳制品的销售，2012 会计年度销售额达到 5.06 亿港元，2013 会计年度销售额达到 5.94 亿港元，2014 会计年度销售额达到 7.04 亿港元。（会计年度从公历 8 月 1 日开始，次年 7 月 31 日结束）。

（二）收购人最近三年的财务状况

收购人 2012 会计年度、2013 会计年度和 2014 会计年度（会计年度从公历 8 月 1 日开始，次年 7 月 31 日结束）根据香港会计师公会颁布的香港财务报告准

则（HKFRS）及香港《公司条例》编制的财务报表已分别由罗兵咸永道会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计报告。2012 会计年度、2013 会计年度和 2014 会计年度摘自已经审计财务报表的财务数据，以及相关基于前述财务数据计算得出的相关财务指标如下：

金额单位：港币

项目	2014 年 7 月 31 日	2013 年 7 月 31 日	2012 年 7 月 31 日
总资产	153,051,607	200,482,906	124,157,145
总负债	105,148,330	165,306,620	63,153,484
归属母公司所有者权益	47,903,277	35,176,286	61,003,661
资产负债率	68.70%	82.45%	50.87%
	2014 会计年度	2013 会计年度	2012 会计年度
营业收入	704,202,298	593,899,533	505,978,138
归属母公司所有者净利润	12,726,991	18,651,220	13,525,066
净资产收益率	26.57%	53.02%	22.17%

注：资产负债率=总负债/总资产；净资产收益率=归属母公司所有者净利润/归属母公司所有者权益（下同）

恒天然集团2012会计年度、2013会计年度和2014会计年度（会计年度从公历8月1日开始，次年7月31日结束）根据新西兰采用的《国际会计准则》（NZ IFRS）及《国际会计准则》（IFRS）编制的财务报表已由新西兰普华永道会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计报告。2012会计年度、2013会计年度和2014会计年度经审计财务报表的财务数据，以及相关基于前述财务数据计算得出的相关财务指标如下：

金额单位：百万新西兰元

项目	2014 年 7 月 31 日	2013 年 7 月 31 日	2012 年 7 月 31 日
总资产	15,529	14,373	15,117
总负债	8,995	7,625	8,462
归属母公司所有者权益	6,492	6,708	6,620
资产负债率	57.92%	53.05%	55.98%

	2014 会计年度	2013 会计年度	2012 会计年度
营业收入	22,275	18,643	19,769
归属母公司所有者净利润	157	718	609
净资产收益率	2.42%	10.70%	9.20%

四、收购人最近五年所受处罚情况

截至本报告签署日，收购人最近五年内未受过与证券市场有关的重大行政处罚或刑事处罚，亦未涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁。

恒天然集团在由新西兰证券交易所经营的私有市场上市。2013年8月2日，恒天然集团一款含有乳清蛋白浓缩物的产品被检出可能受到肉毒杆菌（一种存在潜在危险的菌种）的污染。恒天然集团立刻召回了可能受到污染的产品。产品召回后，新西兰初级产业部进行了进一步的检测，并最终证明乳清蛋白浓缩物中不含肉毒杆菌，相关产品不存在对健康产生危害的风险，并于8月21日公告了这一结果。相关召回被证明是不必要的。新西兰证券交易所的市场纪律法庭开展了对恒天然集团的持续披露义务的调查，调查最终达成了协议，恒天然集团支付150,000新西兰元的和解款项。就此事宜，新西兰 RUSSELL McVEAGH 律师事务所出具专项法律意见，认为此事项不构成重大违法行为或者涉嫌有重大违法行为，亦不构成严重的证券市场失信行为。

五、收购人董事、监事、高级管理人员情况

恒天然的董事、监事及高级管理人员情况如下：

姓名	职务	国籍
Wai Yu Cortina SIN 洗惠如	董事	中国
Grant Alistair DUNCAN	董事	新西兰

截至本报告签署日，上述人员在最近五年内未受过与证券市场有关的重大行政处罚或刑事处罚，亦未涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁。

恒天然集团董事、监事及高级管理人员的基本资料如下：

姓名	职务	国籍
Theodorus Cornelius Adrianus SPIERING	首席执行官	荷兰
Lukas Lean-Baptiste PARAVICINI	财务总监	瑞士
John Speer WILSON	董事会主席	新西兰
Ian Douglas READ	董事	新西兰
David Alexander JACKSON	董事	新西兰
David Nigel MACLEOD	董事	新西兰
Ian James FARRELLY	董事	新西兰
Leonie Guiney	董事	新西兰
John Anthony MONAGHAN	董事	新西兰
John Anthony WALLER	董事	新西兰
Malcolm Guy BAILEY	董事	新西兰
Nicola Mary SHADBOLT	董事	新西兰/英国
Simon Claude ISRAEL	董事	新加坡
Ralph James NORRIS	董事	新西兰
Reindert Michael SPAANS	董事	新西兰

最近五年内未受过与证券市场有关的重大行政处罚或刑事处罚，亦未涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁。

六、收购人及其控股股东拥有境内外其他上市公司和金融机构 5%以上权益的基本情况

截至本报告签署日，恒天然集团持有一家澳大利亚证券交易所上市的公司 9%股份，相关信息如下表所示：

公司名称	股票简称（代码）	占该公司总股本比重（%）
Bega Cheese Ltd	BGA	9%

第二节 本次要约收购概况

一、要约收购决策程序及核准

根据恒天然集团 2014 年 8 月 27 日召开的董事会会议记录，恒天然集团董事会作出决议决定由下属全资子公司恒天然以要约方式收购贝因美婴童食品股份有限公司不高于 204,504,000.00 股股份。根据恒天然 2014 年 8 月 27 日召开的董事会会议纪要，恒天然董事会作出决议决定以要约方式收购贝因美不高于 204,504,000.00 股股份。

2014 年 9 月 5 日，恒天然签署《贝因美婴童食品股份有限公司要约收购报告书摘要》，并于 9 月 5 日向贝因美全体股东发出收购部分股份要约的提示性公告。

2015 年 1 月 8 日贝因美收到了《商务部关于原则同意恒天然乳品（香港）有限公司战略投资贝因美婴童食品股份有限公司的批复》（商资批[2014]1123 号）和中华人民共和国商务部【商反垄断审查函[2015]第 2 号】文件，并于 2015 年 1 月 9 日发布了《关于重大事项的进展公告》。本次要约收购的行政审批事项已全部完成。

二、要约收购目的

贝因美从事婴儿奶粉的研究、开发、生产和销售活动，并希望引进一名乳制品行业的全球战略投资者，以进一步增强其业务；恒天然集团在全球牛奶和乳制品采集、加工和销售方面占据全球领先地位，并希望和一家领先的中国婴幼儿乳品企业建立长期的战略合作关系；收购人本次要约收购旨在通过成为贝因美的战略投资者，建立与贝因美的可持续发展的战略合作伙伴关系，实现双方全球资源的整合，创造更大的商业价值。

本次要约收购不以终止贝因美股票上市交易为目的，收购人亦没有在未来 12 个月内终止贝因美上市地位的计划。

三、要约收购价格

（一）要约收购价格

本次要约收购价格为每股 18 元。

（二）确定依据

（1）在本次要约收购报告书摘要公告前六个月内，收购人无买入贝因美股票的情况。

（2）本次要约收购报告书摘要公告前 30 个交易日内，贝因美股票的每日加权平均价格的算术平均值（经除权除息调整后）为 13.46 元/股。

（3）本次要约价格高于上述价格，符合《收购管理办法》的规定。

四、要约收购对象

本次要约收购的目标公司为贝因美，所涉及的要约收购的股份为贝因美所有股东持有的部分股份，具体情况如下：

收购方	恒天然
被收购公司	贝因美婴童食品股份有限公司
被收购公司股票名称	贝因美
被收购公司股票代码	002570
收购股份的种类	人民币普通股
预定收购的股份数量	204,504,000.00股
占被收购公司总股本的比例	20%
支付方式	现金支付
要约价格	18.00元/股

五、要约收购期限

本次要约收购的期限为 30 天，期限自 2015 年 2 月 12 日至 2015 年 3 月 13 日；其中，在要约收购期限届满前 3 个交易日内（即 2015 年 3 月 11 日、12 日、13 日），预受股东不得撤回其对要约的接受。

在要约收购有效期限内，投资者可以在深圳证券交易所网站（<http://www.szse.cn/>）上查询截至前一交易日的预受要约股份的数量以及撤回预受要约的股份数量。

六、要约收购资金的有关情况

本次要约收购所需最高资金总额为 368,107.20 万元人民币，收购人进行本次要约收购的资金全部来源于其间接控股股东恒天然集团。

收购人在公告要约收购提示性公告前已将合计 736,214,400 元（相当于收购资金总额的 20%）存入登记公司指定的银行账户作为收购保证金。要约收购期限届满，收购人将根据登记公司临时保管的接受要约的股份数量确认收购结果，并按照要约条件履行收购要约。

根据恒天然集团最近三年审计报告公告的盈利能力和经营情况，2014 会计年度，恒天然经营活动现金流量净额为 13.67 亿新西兰元，营业收入达 222.75 亿新西兰元，恒天然集团应具有支付现金的能力。

根据恒天然集团出具的《承担连带责任和不可撤销承诺函》：“根据《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，本公司作为战略投资者的母公司，特此不可撤销地承诺：本公司对战略投资者在本次要约收购下的战略投资行为承担连带责任。”

另，根据恒天然集团取得银团贷款的代理行新西兰西太平洋银行有限公司出具的融资能力证明文件，截至 2015 年 1 月 23 日，恒天然集团在银团尚有 2,672,687,500 新西兰元的银团贷款额度。

七、收购人在未来 12 个月内继续增持贝因美的计划

若本次收购达到要约收购目标，则收购人未来 12 个月内没有继续增持贝因美股份的计划；若本次收购未达到要约收购目标，则收购人不排除在未来 12 个月内根据实际情况继续增持贝因美的股份。

八、本次要约收购的审批情况

2015 年 1 月 8 日公司收到了《商务部关于原则同意恒天然乳品（香港）有限公司战略投资贝因美婴童食品股份有限公司的批复》（商资批[2014]1123 号）和中华人民共和国商务部【商反垄审查函[2015]第 2 号】文件。商务部原则同意恒天然乳品（香港）有限公司战略投资贝因美，要约收购贝因美公开发行的 A 股普通股，收购数量不超过公司已发行股份的 20%。该批文自签发之日起 180 日内有效。

九、要约收购的约定条件

本次要约收购为向贝因美的全体流通股股东发出的部分要约收购。在截至要约收购期限内最后一个交易日 15:00 时净预受要约股数少于 112,477,200 股（相当于贝因美已发行股份的 11%）的，则本次要约收购自始不生效，登记公司自动解除对相应股份的临时保管，所有预受的股份将不被收购人接受。要约期满后，若预受要约股份的数量少于或等于收购人预定收购数量 204,504,000 股，则收购人按照收购要约约定的条件购买被股东预受的股份；预受要约股份的数量超过收购数量时，收购人应当根据每位股东提供的相关预受要约股份数，按照同等比例收购预受要约的股份。

十、贝因美集团参与要约

贝因美集团为支持贝因美顺利引入战略投资者，与收购人签订股份转让意向性协议，约定贝因美集团拟在要约收购期限的前五个交易日内，以其持有的至少占贝因美已发行总股份 8%的（至少 81,801,600 股）股份提供给收购人收购。

要约收购期限届满后，若接受要约的股份数超过预定收购的股份数的，则贝因美集团和其他接受要约的股东按同等比例出售给收购人。

若截至要约收购期限的倒数第二个交易日收盘后，净预受要约股数少于 112,477,200 股（相当于贝因美已发行股份的 11%）的，则贝因美集团将在要约收购期限的最后一个交易日，在原提供的 8%股份之外，提供相当于 112,477,200 股股份与要约收购期限的倒数第二个交易日收盘后净预受要约的股份数的差额部分，供收购人收购，以力促本次要约收购的顺利实施。

第三节 贝因美主要财务状况

一、主要财务数据

项目	2014.09.30	2013.12.31	2012.12.31	2011.12.31
总资产（万元）	484,695.79	509,208.90	456,874.70	428,932.20
归属于母公司股东的净资产（万元）	363,249.42	391,303.95	339,636.48	318,517.54
项目	2014 年 1-9 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
营业收入（万元）	344,142.11	611,711.78	535,444.29	472,679.23
归属于母公司股东的净利润（万元）	13,454.85	72,104.64	50,942.45	43,693.91

注：数据来源：贝因美 2011 年度、2012 年度、2013 年度及 2014 年三季度报告，其中，2014 年三季度报告财务数据未经审计。

二、盈利能力分析

项目	2014 年 1-9 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
营业收入（万元）	344,142.11	611,711.78	535,444.29	472,679.23
利润总额（万元）	17,113.75	96,085.19	72,272.86	58,918.55
归属于母公司股东的净利润（万元）	13,454.85	72,104.64	50,942.45	43,693.91
基本每股收益（元）	0.13	1.13	1.20	1.06
销售净利率（%）	3.73	11.79	9.51	9.24
加权平均净资产收益率（%）	3.54	19.73	15.14	18.21

注：数据来源：贝因美 2011 年度、2012 年度、2013 年度及 2014 年三季度报告，其中，2014 年三季度报告财务数据未经审计。

2013 年度，贝因美主营业务保持增长态势，分别实现营业收入 611,711.78 万元、利润总额 96,085.19 万元、归属母公司的净利润 72,104.64 万元，较 2012 年分别增长 14.24%、32.95%、41.54%。2011 至 2013 年公司业务一直保持高速

增长。三年营业收入的年复合增长率为 13.76%；利润总额的年复合增长率为 27.70%；归属母公司的净利润年复合增长率为 28.46%。

2014 年 1-9 月实现营业收入约 34.41 亿元，同比减少 25.77%；实现归属于上市公司股东的净利润近 1.35 亿元，同比减少 73.15%。

公司收入及利润下滑的原因主要归结以下三个方面：

1、配方奶粉行业变革，公司正在进行业务转型和流程再造，致使重点产品婴幼儿配方乳粉销售在短期内销量下降，上半年营业收入下降幅度较大，盈利低于预期。

2、公司上年同期业绩处于高峰期，且 2013 年 7 月起公司对婴幼儿配方奶粉主要品项标准出厂价进行下调，致使毛利率同比下降。

3、为持续保持公司在婴幼儿配方乳粉行业的领先地位，公司加大了对市场开拓和产品服务方面的投入，致使销售费用率较上年同期有所增长，净利润同比出现下滑。

三、营运能力分析

项目	2014 年 1-9 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
总资产周转率（次/年）	0.69	1.27	1.21	1.36
应收账款周转率（次/年）	26.06	21.09	19.75	15.47
存货周转率（次/年）	1.29	3.35	3.40	3.39

注：总资产周转率 = 营业收入 ÷ ((资产总额期初数 + 资产总额期末数) / 2)

应收账款周转率 = 营业收入 ÷ ((应收账款期初数 + 应收账款期末数) / 2)

存货周转率 = 营业收入 ÷ ((存货期初数 + 存货期末数) / 2)

注：数据来源：贝因美 2011 年度、2012 年度、2013 年度及 2014 年三季度报告，其中，2014 年三季度报告财务数据未经审计。

2011 年至 2013 年，公司资产周转较快且三年维持较为稳定，总资产周转率分别为 1.36 次/年，1.21 次/年和 1.27 次/年。应收账款周转率三年呈稳步上升的趋势，实现 15.47 次/年、19.75 次/年和 21.09 次/年。存货周转率为 3.39 次/年、3.40 次/年和 3.35 次/年，较为稳定。

2014 年 1-9 月，随着贝因美营业收入的大幅缩减，公司运营能力下降幅度较大，总资产周转率和存货周转率分别实现 0.69 次/年和 1.29 次/年。

四、偿债能力分析

项目	2014 年 1-9 月 /2014.09.30	2013 年度 /2013.12.31	2012 年度 /2012.12.31	2011 年度 /2011.12.31
流动比率	2.47	2.83	2.67	3.21
速动比率	1.34	2.09	2.19	2.61
资产负债率（%）	24.75	23.15	25.66	25.74
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-3.51	2.10	10.09	4.20

注：流动比率=流动资产÷流动负债

速动比率=（流动资产－存货）÷流动负债

资产负债率=总负债÷总资产

注：数据来源：贝因美 2011 年度、2012 年度、2013 年度及 2014 年三季度报告，其中，2014 年三季度报告财务数据未经审计。

2011 年至 2013 年，公司偿债能力良好，资产负债率低，资金充足，流动性好。三年的经营活动产生的现金流分别实现 4.20 亿元，10.09 亿元和 2.10 亿元。2013 年较 2012 年下降 79.23%，主要原因是存货采购支出、职工薪酬、营销费用的增长幅度大于销售回款的增长幅度所致。

2014 年 1-9 月，上市公司经营活动产生的现金流量净额出现负值，为-3.51 亿元，由于公司存货积压、采购支出大于货款回收量，公司经营资金存在一定缺口。

第四节 对本次要约收购价格的分析

一、本次要约收购价格的合规性分析

鉴于：1、恒天然在要约收购提示公告日前 6 个月内未曾持有上市公司股份。

2、本次要约收购报告书摘要公告前 30 个交易日内，贝因美股票的每日加权平均价格的算术平均值（经除权除息调整后）为 13.46 元/股。

收购人对贝因美股票的要约收购价格最终确定为 18.00 元/股，高于上述价格。本独立财务顾问认为，本次要约收购的价格符合《收购管理办法》的有关规定。

二、贝因美股票价格分析

根据《收购管理办法》、2014 年 9 月 9 日刊登的《要约收购报告书摘要》和 2015 年 2 月 12 日刊登的《要约收购报告书》，本次要约收购价格与贝因美股票有关期间的价格比较如下：

1、要约收购价格 18.00 元，较刊登《要约收购报告书摘要》前 30 个交易日内的最高成交价 14.51 元溢价 24.05%，较刊登《要约收购报告书摘要》前 30 个交易日内的交易均价 13.46 元溢价 33.73%，较刊登《要约收购报告书摘要》前 30 个交易日内的最低成交价 12.60 元溢价 42.86%；

2、要约收购价格 18.00 元，较刊登《要约收购报告书》前 30 个交易日内的最高成交价 16.98 元溢价 6.01%，较刊登《要约收购报告书》前 30 个交易日内的交易均价 16.17 元溢价 11.32%，较刊登《要约收购报告书》前 30 个交易日内的最低成交价 15.40 元溢价 16.88%；

3、要约收购价格 18.00 元，较刊登《要约收购报告书》前 1 个交易日收盘价 16.10 元溢价 11.80%，较当日成交均价 16.15 元溢价 11.46%。

三、挂牌交易股票的流通性

1、贝因美挂牌交易股票于《要约收购报告书》公告日前 60 个交易日的日平均换手率为 1.53%；

2、贝因美挂牌交易股票于《要约收购报告书》公告日前 30 个交易日的日平均换手率为 1.32%；

从换手率来看，贝因美的股票流通性一般。

四、被收购公司社会公众股股东是否接受要约的建议

本次要约收购价格符合《收购管理办法》的有关规定。截至本报告签署日，鉴于：

1、贝因美挂牌交易股票流通性一般；

2、本次要约收购价格较收购人刊登《要约收购报告书摘要》前 30 个交易日和较《要约收购报告书》公告发布前 30 个交易日及前 1 个交易日二级市场上贝因美股票的收盘价和交易均价亦有一定幅度的溢价。

本独立财务顾问建议，截至本报告签署日，考虑到公司股票在二级市场的表现，对于《要约收购报告书》列明的要约收购条件，建议股东予以接受，同时亦建议公司股东在接受要约收购条件时充分关注本次要约收购期间公司股票二级市场的波动情况。

第五节 独立财务顾问对本次要约收购的基本意见

一、本次要约收购的收购人的主体资格

本独立财务顾问经过核查后认为，收购人恒天然具备收购贝因美股权的主体资格，不存在《收购管理办法》第六条规定的情形及法律法规禁止收购上市公司的情形，能够提供《收购管理办法》第五十条规定的文件。

二、本次要约收购的收购人的实力评价

恒天然 2012 会计年度销售额达到 5.06 亿港元，2013 会计年度销售额达到 5.94 亿港元，2014 会计年度销售额达到 7.04 亿港元。（会计年度从公历 8 月 1 日开始，次年 7 月 31 日结束）。恒天然集团 2014 会计年度实现营业收入 222 亿新西兰元，实现归属母公司净利润 1.57 亿新西兰元，盈利能力强；2014 年 1-7 月，恒天然集团经营活动现金流量净额为 13.67 亿新西兰元，现金及现金等价物余额为 3.4 亿新西兰元，恒天然集团经营活动现金流量稳定且充足，具备支付要约收购款的能力。

本独立财务顾问经核查后认为：收购人已存入中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司指定的银行账户的资金已达到要约收购所需最高金额的 20%，同时结合收购人的相关财务、资金状况等分析，收购人具备本次要约收购的实力。

三、本次要约收购对上市公司的影响

（一）本次收购对贝因美独立性的影响

本次收购对贝因美人员独立、资产完整和财务独立不产生影响，贝因美仍将具有独立的经营能力和经营场所，在采购、生产、销售、知识产权等方面保持独立。

本次贝因美要约收购对上市公司的人员、资产、财务、业务、机构等方面的独立性不会产生影响。本次交易完成后，收购人与上市公司之间将继续保持人员独立、资产完整、财务独立，上市公司具有独立经营的能力。

（二）本次收购完成后，收购人与贝因美的关联交易情况

最近三年内，恒天然集团与贝因美之间的重大交易情况如下：

贝因美通过其下属子公司向恒天然集团下属子公司购买全脂奶粉脱脂奶粉和其他定制的营养粉作为配制新生儿乳制品配方原料；定价方式主要是以第三方拍卖平台拍卖价格，部分定制奶粉以生产成本外加合理利润为定价方式。2012年至2014年贝因美原料产品采购交易情况如下表所示：

2012 年度		2013 年度		2014 年 1-7 月	
金额 (万美元)	数量 (公吨)	金额 (万美元)	数量 (公吨)	金额 (万美元)	数量 (公吨)
65.53	208.80	975.10	1,957.60	1,068.93	2,630.80

注：1 公吨=1000 公斤

本次收购完成后，如贝因美与收购人之间发生关联交易，则该等交易将在符合《上市规则》、《公司章程》、《上市公司治理准则》等相关规定的前提下进行，同时将及时履行相关信息披露义务。

收购人承诺将遵循市场公平、公正、公开的原则，依法签订协议，履行合法的程序，保证关联交易决策程序合法，交易价格、交易条件及其他协议条款公平合理，不通过关联交易损害上市公司及其他股东的合法权益。

（三）收购完成后，收购人与贝因美的同业竞争情况

根据恒天然及恒天然集团出具的《收购人关于避免同业竞争及保持上市公司独立性的承诺函》：

“本次要约收购完成后，收购人持有贝因美股份不超过 20%，且未在贝因美股东大会、董事会等机构中做出其他形成控制或重大影响的特殊安排。贝因美控股股东仍为贝因美集团。

收购完成后，上市公司不存在所从事的业务与其控股股东、实际控制人及其

所控制的企业所从事的业务相同或近似并构成或可能构成直接或间接的竞争关系的情况。

恒天然及恒天然集团承诺：未来将继续保持上市公司现有良好的治理结构，充分保持其在资产、人员、业务、机构、财务方面的独立性。”

本次要约收购完成后，收购方将持有贝因美股份不超过 20%，恒天然集团拟向上市公司董事会提名不超过两名董事，故收购方及其控股股东将对上市公司经营、决策产生一定影响。若《收购人关于避免同业竞争及保持上市公司独立性的承诺函》能够严格履行，本独立财务顾问认为收购方及其控股股东不会对上市公司正常经营造成重大不利影响。

四、本次要约收购的后续计划

截至本报告签署日，收购人对贝因美后续发展计划分别作出如下说明：

（一）关于是否拟在未来 12 个月内改变上市公司主营业务或者对上市公司主营业务作出重大调整

截至本报告签署日，收购人没有于未来 12 个月内改变贝因美主营业务的计划，也没有对贝因美主营业务进行重大调整的计划。

（二）关于未来 12 个月内是否拟对上市公司或其子公司的资产和业务进行出售、合并、与他人合资或合作的计划，或上市公司拟购买或置换资产的重组计划

本次要约收购完成后，恒天然集团与贝因美有计划在澳大利亚共同组建一个合资公司，贝因美将持有合资公司 51%的股权，恒天然集团将持有合资公司 49%的股权。该合资公司将购买恒天然集团在澳大利亚目前所拥有的达润（Darnum）制造工厂，为恒天然集团和贝因美制造婴幼儿配方奶粉、基粉等产品，预计总投资为 2 亿澳元。目前，双方正在就该等合作计划进行进一步的协商和谈判，在协商结果确定后，正式签署相应的合作协议。

恒天然集团及贝因美将就在中国未来合作事宜进行探讨，恒天然集团及贝因美都将重新审查对方各自的相关资产和发展规划以确定是否可以在产品、技术、品牌等方面探讨进一步合作的可能性。

截至本报告签署日，收购人与上市公司其他股东没有其他针对贝因美或其子公司的资产和业务进行出售、合并、与他人合资或合作的计划，或拟购买或置换资产的重组计划存在任何合同或者默契。

（三）关于是否改变上市公司现任董事会或高级管理人员的情况

在满足预定收购目标的前提下，恒天然集团拟向上市公司董事会提名不超过两名董事。

此外，收购人与上市公司其他股东之间没有就董事、高级管理人员的任免存在任何合同或者默契。

（四）对上市公司章程进行修改的计划

截至本报告签署日，收购人没有对贝因美章程修改的计划。

（五）对上市公司现有员工聘用计划进行修改的计划

截至本报告签署日，收购人没有对贝因美现有员工聘用作重大变动的计划。

（六）对上市公司分红政策进行调整的计划

截至本报告签署日，收购人没有调整贝因美现有分红政策的计划。

（七）其他对上市公司业务和组织结构有重大影响的计划

截至本报告签署日，收购人没有其他对贝因美业务和组织结构有重大影响的计划。

五、收购人不存在利用贝因美的资产或由贝因美为本次收购提供财务资助的情形

本次要约收购所需最高资金总额为 368,107.20 万元人民币，收购人进行本次要约收购的资金全部来源于其最终控股股东恒天然集团，具有合法性，未直接或者间接来源于被收购公司或者其控股子公司，也不存在利用本次收购的股份向银行等金融机构质押取得融资的情形。

六、对本次要约收购价格的评价及对除恒天然外的其他全体股东的建议

本次要约收购价格符合《收购管理办法》的有关规定。截至本报告签署日，鉴于：

1、贝因美挂牌交易股票流通性一般；

2、本次要约收购价格较收购人刊登《要约收购报告书摘要》前 30 个交易日和较《要约收购报告书》公告发布前 30 个交易日及前 1 个交易日二级市场上贝因美股票的收盘价和成交均价亦有一定幅度的溢价。

本独立财务顾问建议，截至本报告签署日，考虑到公司股票在二级市场的表现，对于《要约收购报告书》列明的要约收购条件，建议股东予以接受，同时亦建议公司股东在接受要约收购条件时充分关注本次要约收购期间公司股票二级市场的波动情况。

七、对本次要约收购的结论意见

本次收购方提出的要约收购条件符合《收购管理办法》关于要约收购的有关规定，其要约价格、要约期限等要约条件的确定是合法的；同时收购方履行了《收购管理办法》及《公司法》、《证券法》等有关法律法规规定的要约收购的法定程序，其操作程序是合法的。

第六节 本次要约收购的风险提示

一、大股东、实际控制人控制风险

截至 2014 年 9 月 30 日，贝因美集团有限公司持有贝因美 410,624,942 股股票，持股比例为 40.16%，为贝因美第一大股东，谢宏先生为公司实际控制人。本次收购完成后，恒天然将持有公司不超过 20%的股权，将成为公司第二大股东；贝因美集团仍为公司第一大股东，谢宏先生仍为公司的实际控制人。但恒天然可能通过行使股东表决权等方式对公司的人事、经营决策等方面施加影响，可能影响公司及公司其他股东的利益。

二、股票交易价格出现波动的风险

股票价格不仅取决于公司的发展前景、经营业绩和财务状况，还受到国家宏观经济政策调整、行业经营周期、资本市场整体表现、市场投机行为和投资者的心理预期波动等多种因素的影响。在要约收购期限届满前 3 个交易日内（即 2015 年 3 月 11 日、12 日、13 日），预受股东不得撤回其对要约的接受。由于上述多种不确定因素，公司股价可能会产生一定幅度的波动，从而给投资者带来投资风险。

三、其他风险

提请投资者注意宏观经济、证券市场、乳制品制造行业、贝因美或者恒天然的基本面发生因某些不可预见因素造成的重大变化构成的潜在风险。

第七节 独立财务顾问在最近 6 个月内持有或买卖被收购公司及收购方股份的情况说明

截至本报告签署日的最近 6 个月内，本独立财务顾问不存在持有及买卖贝因美及收购人的股份的情况。

第八节 备查文件

- 1、恒天然就要约收购的决议文件；
- 2、商务部关于原则同意恒天然乳品（香港）有限公司战略投资贝因美婴童食品股份有限公司的批复；中华人民共和国商务部商反垄审查函[2015]第2号文件；
- 3、《贝因美婴童食品股份有限公司要约收购报告书（摘要）》；
- 4、《贝因美婴童食品股份有限公司要约收购报告书》；
- 5、贝因美2012年、2013年审计报告，2014年三季度财务报告；
- 6、贝因美婴童食品股份有限公司第五届董事会第二十五次决议；
- 7、贝因美婴童食品股份有限公司2014年第四次临时股东大会决议。

独立财务顾问联系方式：

名称：华泰联合证券有限责任公司

法定代表人：吴晓东

住所：北京市西城区丰盛胡同22号丰铭国际大厦A座6层

电话：010-56839300

传真：010-56839400

联系人：贾光宇、彭辉

（本页无正文，为《华泰联合证券有限责任公司关于恒天然乳品（香港）有限公司要约收购贝因美婴童食品股份有限公司之独立财务顾问报告》之签章页）

财务顾问主办人：

贾光宇

彭辉

法定代表人：

吴晓东

华泰联合证券有限责任公司

2015 年 3 月 3 日