# 关于对深圳证券交易所
# 《关于对海南京粮控股股份有限公司的重组问询函》
# （许可类重组问询函〔2019〕第 25 号）之核查报告

**深圳证券交易所公司管理部：**

贵部《关于对海南京粮控股股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函〔2019〕第 25 号）已收悉。北京中天华资产评估有限责任公司已会同申请人对该反馈意见提出的问题进行逐项落实，现回复如下，请予以审核。

**2. 报告书显示，因未办理报建手续等原因，标的公司及其子公司至少存在 22 处尚未取得《房屋所有权证》的房屋建筑物、4 项无土地使用证的所占用土地。请你公司详细说明：**

**（2）房屋、土地权属等主要资料不完整或者存在瑕疵对评估结果的具体影响。请评估师进行核查并发表明确意见。**

回复：经核查，评估师认为，标的公司瑕疵房产的账面价值 415.56 万元，占总资产账面值的 0.50%，标的公司瑕疵房产的评估值 1,131.39 万元，占总估值的 0.8%。瑕疵房产账面值和评估值占比均较小，且考虑办理相关产权证书所需费用较小，因此评估报告结论中未专门考虑房屋建筑物后续办理房屋所有权证书等相关费用及其他支出对评估值的影响。

**3. 报告书显示，标的公司 100%股权的评估值为 14.09 亿元，较评估基准日 2019 年 6 月 30 日合并口径下归属于母公司净资产 6.58 亿元增值 7.51 亿元，增值率为 114.10%；较母公司净资产评估增值 10.20 亿元，增值率为 262.60%，评估增值较大，存在所预测的经营业绩不能达标的风险。请你公司详细说明收益法评估中涉及到的增长率、折现率等重要参数的选取依据，说明相关参数选取是否谨慎合理。请独立财务顾问和评估师进行核查并发表明确意见。**

回复：

**（1）收益法评估中涉及到的增长率、折现率等重要参数的选取依据及合理性分析**

收益法评估中主要涉及的重要参数为标的企业产品的销售收入、毛利率、折现率等参数，以下分项解释各参数的选取依据：

1）销售收入

标的公司生产的主要产品为薯类产品、膨化类产品、糕点类产品和其他产品-礼包。对销售收入的预测主要依据历史年度的收入变化趋势、被评估单位的销售规划、基准日被评估单位的设备的产能及休闲食品行业的发展趋势等因素综合预测的。

①销售数量

标的公司各类产品历史四年一期的实际销售数量如下：

| 主营业务收入项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年<br>1-6 月 |
|---|---|---|---|---|---|
| 薯类产品销量(吨） | 15,715.32 | 21,642.96 | 22,992.86 | 24,546.89 | 12,440.42 |
| 膨化类产品销量(吨） | 15,751.22 | 15,584.13 | 13,438.73 | 13,635.36 | 6,575.49 |
| 糕点类产品销量(吨） | 4,533.16 | 5,152.31 | 5,241.65 | 4,908.78 | 2,236.52 |
| 其他产品销量(吨） | 123.10 | 70.84 | 4.55 | 37.33 | 26.99 |

标的公司已投产生产线中薯类产品年设计产能为 4.935 万吨，膨化产品年设计产能为 4.29 万吨, 糕点产品年设计产能为 2.49 万吨，基准日正在调试和试生产的在建膨化产品生产线-4D 玉米片 1 条，年产能 1500 吨，2019 年 8 月正式投产，正在调试和试生产的在建核桃蛋糕生产线 1 条，年产能 3000 吨，预计 2019 年 12 月正式投产，基准日预付酱香饼设备生产线 1 条，年产能 1860 吨，2019 年 10 月投产。

薯类产品近三年销量增长率为 38%、6%、6%，2019 年上半年薯类产品销量比上年同期增长 9%，预计 2019 年全年薯类产品销量比上年增长 6%，2020-2023 年的销量按年增长率 5%、4%、3%、3%预测。

膨化类产品 2016 年销量下降 1%，2017 年销量下降 14%，2018 年销量上升 1%，2019 年上半年膨化类产品销量比上年同期增长 4%，预计 2019 年全年膨化类产品销量比上年增长 3%，因为薯类产品技术过关、毛利高，标的公司的销售策略以薯类为主，膨化类产品市场种类多、竞争大，标的公司膨化类产品的竞争力不够，标的公司研发部门已采取措施增加品种、提高产品质量，新产品 4D 玉米卷 2019 年 8 月正式生产，新产品酱油饼干 2019 年 10 月投产，由于两个新产品的上线，预计未来年度膨化类产品销量仍呈小幅上升趋势，2020-2023 年的销量按年增长率 3%、3%、2%、2%预测。

糕点类产品 2016 年、2017 年销量增长率为 14%、2%，2018 年销量下降 7%，2018 年销量下降是因为老产品销量下降，新产品没有及时接上，多一道蒸蛋糕干在 2018 年 9 月投产，两条在建的核桃糕点生产线投产时间比原计划晚了一年多，一条在基准日已正式生产，另一条预计 2019 年 12 月投产，新产品华芙饼 2019 年 7 月已开始生产，2019 年全年糕点类的销量预计能与 2018 年持平，以后年度基于谨慎原则按维持 2019 年的销量保持不变预测。

其他产品主要为礼包等，销售金额小，2019 年上半年销量较去年同期增长 10%，预计全年销量较上年增长 10%，以后年度按维持 2019 年销量不变预测。

销售数量预测如下：

| 主营业务收入项目 | 2019 年<br>7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年至<br>永续年度 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 薯类产品销量(吨） | 13,580.00 | 27,320.00 | 28,410.00 | 29,260.00 | 30,140.00 | 30,140.00 |
| 膨化类产品销量(吨） | 7,470.00 | 14,470.00 | 14,900.00 | 15,200.00 | 15,500.00 | 15,500.00 |

| 主营业务收入项目 | 2019 年 7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年至永续年度 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 糕点类产品销量(吨） | 2,670.00 | 4,910.00 | 4,910.00 | 4,910.00 | 4,910.00 | 4,910.00 |
| 其他产品销量(吨） | 14.00 | 39.00 | 39.00 | 39.00 | 39.00 | 39.00 |

②销售单价

标的公司各类产品历史四年一期的实际销售均价如下：

| 主营业务收入项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-6 月 |
|---|---|---|---|---|---|
| 薯类产品均价(元/KG） | 20.38 | 21.60 | 22.97 | 23.16 | 23.02 |
| 膨化类产品均价(元/KG） | 12.67 | 12.70 | 13.22 | 13.78 | 13.87 |
| 糕点类产品均价(元/KG） | 11.87 | 11.91 | 11.89 | 11.50 | 11.28 |
| 其他产品均价(元/KG） | 22.29 | 18.13 | 36.10 | 24.67 | 23.52 |

销售均价主要和原材料价格、每类产品的细分产品结构等因素有关，考虑近两年一期销售均价基本一致，仅呈小幅波动状态，未来年度各类产品单价均按近两年一期销售均价保持不变预测。

销售单价预测如下：

| 主营业务收入项目 | 2019 年 7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年至永续年度 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 薯类产品均价(元/KG） | 23.05 | 23.05 | 23.05 | 23.05 | 23.05 | 23.05 |
| 膨化类产品均价(元/KG） | 13.63 | 13.63 | 13.63 | 13.63 | 13.63 | 13.63 |
| 糕点类产品均价(元/KG） | 11.55 | 11.55 | 11.55 | 11.55 | 11.55 | 11.55 |
| 其他产品均价(元/KG） | 28.10 | 28.10 | 28.10 | 28.10 | 28.10 | 28.10 |

③销售收入

标的公司各类产品历史四年一期的营业收入及增长率如下：

| 主营业务收入项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-6 月 |
|---|---|---|---|---|---|
| 薯类产品收入(万元） | 32,020.83 | 46,740.03 | 52,808.74 | 56,850.47 | 28,641.78 |
| 膨化类产品收入(万元） | 19,953.73 | 19,788.07 | 17,768.92 | 18,794.73 | 9,122.45 |
| 糕点类产品收入(万元） | 5,382.74 | 6,135.44 | 6,231.51 | 5,643.57 | 2,522.24 |
| 其他产品收入(万元） | 274.38 | 128.40 | 16.43 | 92.07 | 63.50 |
| 合计 | **57,631.68** | **72,791.94** | **76,825.61** | **81,380.84** | **40,349.97** |
| 主营业务收入增长率 | 12% | 26% | 6% | 6% | |

按以上预测销售数量乘以销售单价得出销售收入及增长率如下：

| 主营业务收入项目 | 2019 年 7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年至永续年度 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 薯类产品收入(万元） | 31,300.00 | 63,000.00 | 65,500.00 | 67,400.00 | 69,500.00 | 69,500.00 |
| 膨化类产品收入(万元） | 10,200.00 | 19,700.00 | 20,300.00 | 20,700.00 | 21,100.00 | 21,100.00 |
| 糕点类产品收入(万元） | 3,100.00 | 5,700.00 | 5,700.00 | 5,700.00 | 5,700.00 | 5,700.00 |
| 其他产品收入(万元） | 40.00 | 110.00 | 110.00 | 110.00 | 110.00 | 110.00 |
| 合计 | **44,640.00** | **88,510.00** | **91,610.00** | **93,910.00** | **96,410.00** | **96,410.00** |

| 主营业务收入项目 | 2019 年 7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年至永续年度 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 主营业务收入增长率 | 4% | 4% | 4% | 3% | 3% | |

随着收入基数的增大，预测年度的收入增长率呈下降趋势。

根据中国产业信息经济网数据显示，2016—2018 年，我国休闲食品行业市场规模快速增长，分别为 8224 亿元、9191 亿元和 10297 亿元，2020 年预计可达 12984 亿元，预计 2016-2020 年复合增长率位 12%，休闲食品行业将成为食品行业的重要市场，未来休闲食品市场发展空间和潜力巨大。本次预测的收入增长率小于行业收入增速，评估人员认为是谨慎合理的。

2）毛利率

标的公司历史四年一期主营业务成本及毛利率情况如下表：

| 序号 | 主营业务成本项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-6 月 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1--1 | 薯类产品销量(吨) | 15,715.32 | 21,642.96 | 22,992.86 | 24,546.89 | 12,440.42 |
| | 薯类产品成本单价(元/KG) | 13.93 | 13.93 | 14.93 | 14.68 | 14.46 |
| | 薯类产品成本小计（万元） | 21,892.94 | 30,157.75 | 34,322.76 | 36,025.61 | 17,983.02 |
| 1--2 | 膨化类产品销量(吨) | 15,751.22 | 15,584.13 | 13,438.73 | 13,635.36 | 6,575.49 |
| | 膨化类产品成本单价(元/KG) | 9.94 | 10.10 | 10.70 | 11.20 | 11.07 |
| | 膨化类产品成本小计（万元） | 15,649.30 | 15,732.53 | 14,386.00 | 15,274.76 | 7,280.65 |
| 1--3 | 糕点类产品销量(吨) | 4,533.16 | 5,152.31 | 5,241.65 | 4,908.78 | 2,236.52 |
| | 糕点类产品成本单价(元/KG) | 10.39 | 10.39 | 10.71 | 10.28 | 9.65 |
| | 糕点类产品成本小计（万元） | 4,710.12 | 5,355.44 | 5,612.27 | 5,046.34 | 2,157.81 |
| 1--4 | 其他产品销量(吨) | 123.10 | 70.84 | 4.55 | 37.33 | 26.99 |
| | 其他产品成本单价(元/KG) | 12.80 | 14.15 | 30.98 | 20.93 | 19.26 |
| | 其他产品成本小计（万元） | 157.50 | 100.24 | 14.11 | 78.13 | 51.98 |
| **合　计（万元）** | | 42,409.85 | 51,345.96 | 54,335.14 | 56,424.85 | 27,473.47 |
| **营业成本占营业收入的比例** | | 73.6% | 70.5% | 70.7% | 69.3% | 68.1% |
| **毛利率** | | 26.4% | 29.5% | 29.3% | 30.7% | 31.9% |

近四年一期毛利率整体呈上升趋势，其中 2016 年上升幅度较大，是因为 2016 年标的公司进行过一次产品提价，近两年一期毛利率小幅上升，跟标的公司重视成本预算和管理及材料成本价格下降有关，为了剔除原材料短期价格波动的影响，本次评估按各类产品未来年度预测销量和近两年一期的平均单位成本预测主营业务成本如下：

| 序号 | 成本 | 2019 年 7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年至永续年度 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1--1 | 薯类产品销量（吨） | 13,580.00 | 27,320.00 | 28,410.00 | 29,260.00 | 30,140.00 | 30,140.00 |
| | 薯类产品成本单价（元/KG） | 14.69 | 14.69 | 14.69 | 14.69 | 14.69 | 14.69 |
| | 薯类产品成本小计（万元） | 19,944.10 | 40,123.19 | 41,724.01 | 42,972.35 | 44,264.75 | 44,264.75 |

| 序号 | 成本 | 2019年7-12月 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年至永续年度 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1--2 | 膨化类产品销量（吨） | 7,470.00 | 14,470.00 | 14,900.00 | 15,200.00 | 15,500.00 | 15,500.00 |
| | 膨化类产品成本单价（元/KG） | 10.99 | 10.99 | 10.99 | 10.99 | 10.99 | 10.99 |
| | 膨化类产品成本小计（万元） | 8,211.92 | 15,907.16 | 16,379.87 | 16,709.67 | 17,039.46 | 17,039.46 |
| 1--3 | 糕点类产品销量（吨） | 2,670.00 | 4,910.00 | 4,910.00 | 4,910.00 | 4,910.00 | 4,910.00 |
| | 糕点类产品成本单价（元/KG） | 10.21 | 10.21 | 10.21 | 10.21 | 10.21 | 10.21 |
| | 糕点类产品成本小计（万元） | 2,726.55 | 5,013.99 | 5,013.99 | 5,013.99 | 5,013.99 | 5,013.99 |
| 1--4 | 其他产品销量（吨） | 14.00 | 39.00 | 39.00 | 39.00 | 39.00 | 39.00 |
| | 其他产品成本单价（元/KG） | 23.72 | 23.72 | 23.72 | 23.72 | 23.72 | 23.72 |
| | 其他产品小计（万元） | 33.21 | 92.53 | 92.53 | 92.53 | 92.53 | 92.53 |
| **合 计（万元）** | | 30,915.79 | 61,136.87 | 63,210.39 | 64,788.53 | 66,410.73 | 66,410.73 |
| **营业成本占营业收入的比例** | | 69.3% | 69.1% | 69.0% | 69.0% | 68.9% | 68.9% |
| **毛利率** | | 30.7% | 30.9% | 31.0% | 31.0% | 31.1% | 31.1% |

标的公司近四年一期的毛利率呈上升趋势，由 26.4%上升到 31.9%，未来预测毛利率维持在 30.7%-31.1%之间，波动区间仅为 0.4%，整体上基本无较大波动。

近两年同行业可比上市公司的毛利率如下：

| 证券代码 | 证券简称 | 销售毛利率 [报告期] 2018年报 [单位]% | 销售毛利率 [报告期] 2017年报 [单位]% |
|---|---|---|---|
| 002820.SZ | 桂发祥 | 48.42 | 49.25 |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 39.13 | 46.83 |
| 002695.SZ | 煌上煌 | 34.47 | 34.66 |
| 002495.SZ | 佳隆股份 | 45.28 | 41.42 |
| 300401.SZ | 花园生物 | 67.75 | 57.37 |
| 603866.SH | 桃李面包 | 39.68 | 37.70 |
| 603517.SH | 绝味食品 | 34.30 | 35.79 |
| 603777.SH | 来伊份 | 43.91 | 44.31 |
| 603020.SH | 爱普股份 | 17.59 | 19.09 |
| 603696.SH | 安记食品 | 30.86 | 36.08 |
| 平均值 | | 40.14 | 40.25 |

数据来源：wind

预测毛利率与被评估单位历史水平相当，且小于同行业上市公司平均水平，评估人员认为是谨慎合理的。

3）折现率

①折现率相关参数取值依据

l.无风险收益率 rf

无风险报酬率通常可以参考政府发行的长期国债到期收益率来确定，剩余年限在 10 年以上国债于评估基准日的到期收益率平均值 3.97%作为无风险报酬率。

II.市场风险溢价 $r_{mf}$

本次市场风险溢价取股权投资风险收益率 MRP，即投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分。我们根据下列方式计算中国股市风险收益率：首先选用上证综指和深圳成指作为衡量中国股市波动变化的指数，根据中国股市发展的实际情况，确定估算的时间区间为 1990 年至 2018 年，采用上证综指和深圳成指每年年末的指数（数据来源于 Wind 资讯），采用五年几何平均值计算得出沪市和深市的市场风险报酬率，采用算术平均计算得到股票市场的市场风险报酬率为 9.61%，扣除无风险收益后 MRP=5.64%作为本次市场风险溢价。

III.βe 值

鉴于评估对象的主营业务属于食品工业，通过“万得资讯情报终端”查询国内 A 同行业上市公司近两年剔除财务杠杆的 Beta 系数后，以平均值确定预期无财务杠杆风险系数的估计值 βu＝0.8114 。

| 证券代码 | 证券简称 | 上市日期 | Beta(剔除财务杠杆)<br>[起始交易日期] 2017-07-01<br>[截止交易日期] 2019-06-30<br>[周期] 周<br>[收益率算法] 对数收益率<br>[标的指数] 上证综合指数 | Beta(剔除财务杠杆)<br>[起始交易日期] 2017-07-01<br>[截止交易日期] 2019-06-30<br>[周期] 周<br>[收益率算法] 对数收益率<br>[标的指数] 深证成份指数 |
|---|---|---|---|---|
| 002820.SZ | 桂发祥 | 2016-11-18 | | 1.0259 |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 2017-02-08 | | 0.6567 |
| 002695.SZ | 煌上煌 | 2012-09-05 | | 0.7235 |
| 002495.SZ | 佳隆股份 | 2010-11-02 | | 0.8959 |
| 300401.SZ | 花园生物 | 2014-10-09 | | 0.8175 |
| 603866.SH | 桃李面包 | 2015-12-22 | 0.6882 | |
| 603517.SH | 绝味食品 | 2017-03-17 | 0.7280 | |
| 603777.SH | 来伊份 | 2016-10-12 | 0.7272 | |
| 603020.SH | 爱普股份 | 2015-03-25 | 0.9545 | |
| 603696.SH | 安记食品 | 2015-12-09 | 0.8969 | |
| 平均值 | | | 0.8114 | |

本次目标资本结构 D/E 根据企业实际情况取 0.00%。

根据公式 βe ＝βu×[1+（1-t）× $\frac{D}{E}$ ]，计算得到评估对象权益资本预期风险系数的估计值 βe＝0.8114。

IV.权益资本成本 re

本次评估考虑到评估对象在公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构和公司未来资本债务结果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ε＝4%；根据公式得到评估对象的权益资本成本 re ＝12.55%。

V.所得税率：

标的公司适用企业所得税税率为 25%。

VI.折现率 WACC

$$WACC = (1-t) \times r_d \times w_d + r_e \times w_e$$

＝12.55%

②同行业交易案例折现率情况

| 股票代码 | 股票名称 | 重组事件 | 最后采用评估方法 | 折现率模型 | 折现率 |
|---|---|---|---|---|---|
| 002650.SZ | 加加食品 | 加加食品定增收购金枪鱼钓 100% 股权 | 收益法 | WACC | 11.84% |
| 300268.SZ | 佳沃股份 | 万福生科增资及收购获得青岛国星食品股份 55% 股权 | 收益法 | WACC | 10.76% |
| 000895.SZ | 双汇发展 | 双汇发展定增吸收合并双汇集团 100% 股权之海樱公司 | 收益法 | WACC | 11.54% |
| 000019.SZ | 深粮控股 | 深深宝 A 定增收购深粮集团 100% 股权 | 收益法 | WACC | 10.85% |
| 600429.SH | 三元股份 | 三元股份收购艾莱发喜 90% 股权 | 收益法 | WACC | 11.80% |
| 002582.SZ | 好想你 | 好想你定增收购郝姆斯 100% 股权 | 收益法 | WACC | 12.30% |

本次评估采用的折现率与国内同行业主要重组案例中标的公司折现率相比，本次评估选取的折现率接近最大值。本次评估折现率的选取是谨慎合理的。

**（2）评估师意见**

经核查，评估师认为：本次收益法评估所选取的增长率、折现率相关参数，包括无风险收益率、市场期望报酬率、β 值、特定风险系数等的取值依据符合评估准则及行业的操作惯例，参数选取较为谨慎；本次收入增长率、毛利率与企业发展历史趋势相符且低于行业水平，各参数选取具有合理性。本次评估增值较大的原因是标的公司的盈利能力较好，账面值中并未体现其拥有的资质、商标、专利、销售渠道、研发管理团队及商誉等无形资产价值，而这些无形资产对标的公司未来收益会形成贡献，是本次评估增值较大的主要原因。

北京中天华资产评估有限责任公司

2019 年 12 月 10 日