华龙证券股份有限公司
关于《关于对新疆西部牧业股份有限公司的重组问询函的回复》之核查意见

深圳证券交易所创业板公司管理部：

受新疆西部牧业股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”）委托，华龙证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”、“华龙证券”）担任新疆西部牧业股份有限公司发行股份及购买资产并募集配套资金暨关联交易的独立财务顾问。根据贵部于 2021 年 3 月 1 日下发的《关于对新疆西部牧业股份有限公司的重组问询函》（创业板许可类重组问询函〔2021〕第 3 号）（以下简称“《重组问询函》”）的要求，独立财务顾问对以下事项进行核查并出具核查意见。

在本回复中，除非文义载明，相关简称与《重组报告书》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。本回复中任何表格中若出现与表格所列数值总和不符，如无特殊说明则均为采用四舍五入而致。

问题 1：报告书披露，你公司董事会决议公告日前 20 个交易日、前 60 个交易日及前 120 个交易日股票均价分别为 13.84 元/股，13.70 元/股和 13.35 元/股，请说明是否与实际情况相符。如否，请对报告书相关内容进行修正并履行相应审议程序，涉及调整发行股票价格的，说明是否构成重组方案的重大调整。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、你公司董事会决议公告日前 20 个交易日、前 60 个交易日及前 120 个交易日股票均价分别为 13.84 元/股，13.70 元/股和 13.35 元/股，请说明是否与实际情况相符

公司本次发行股份购买资产涉及的定价基准日为上市公司第三届董事会第十七次会议的决议公告日。公司重新核实了上市公司本次发行股份购买资产可选择的市场参考价，经计算，董事会决议公告日（2020 年 2 月 9 日）前 20 个交易日、前 60 个交易日及前 120 个交易日股票均价分别为 13.94 元/股、14.18 元/股和 13.96 元/股。

二、请对报告书相关内容进行修正并履行相应审议程序，涉及调整发行股票价格的，说明是否构成重组方案的重大调整

（一）对报告书相关内容进行修正及履行相应审议程序情况

2020 年 3 月 19 日，上市公司召开第三届董事会第十八次会议及第三届监事会第十八次会议，审议通过了《关于修订发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易方案的议案》，独立董事发表了独立意见。修订后本次购买资产发行股份的价格及发行股份数量如下：

1、发行股份的定价依据、定价基准日和发行价格

本次发行股份购买资产涉及的定价基准日为上市公司第三届董事会第十七次会议的决议公告日。

经计算，上市公司本次发行股份购买资产可选择的市场参考价为：

董事会决议公告日	前 20 个交易日	前 60 个交易日	前 120 个交易日
市场参考价（元/股）	13.94	14.18	13.96
市场参考价的 80%（元/股）	11.15	11.35	11.17

交易均价的计算公式为：董事会决议公告日前若干个交易日公司股票交易均价=决议公告日前若干个交易日公司股票交易总额/决议公告日前若干个交易日公司股票交易总量。

经交易各方协商一致，本次发行股份购买资产的股份发行价格为 11.17 元/股，不低于定价基准日前 120 个交易日股票均价的 80%。

在定价基准日至股份发行期间，上市公司如有派息、送股、资本公积转增股本等除权、除息事项，则本次发行股份购买资产的发行价格将做相应调整。本次发行股份的最终发行价格尚需深交所审核通过、中国证监会注册，并由上市公司董事会提请股东大会授权董事会确定。

2、发行数量

本次交易拟购买资产的交易作价为 87,000 万元，其中拟以发行股份的方式支付交易对价的 100%，即 87,000 万元。按照发行股份支付金额 87,000 万元和股份发行价格 11.17 元/股计算，本次发行股份数量为 77,887,196 股，向各交易对方发行的股份数量如下：

序号	交易对方	股份支付金额（万元）	股份支付数量（股）
1	天山军垦	44,370.00	39,722,470
2	石河子国资公司	42,630.00	38,164,726
合计		**87,000.00**	**77,887,196**

注 1：发行股份的数量=最终确定的交易价格÷本次发行的每股发行价格，计算结果不足一股的尾数舍去取整，最终发行数量以经深交所审核通过、中国证监会注册的发行数量为准。

注 2：交易对方各自取得的本次发行股份数量=交易对方各自的股份对价/发行价格。

在定价基准日至股份发行日期间，上市公司如有派息、送股、资本公积转增股本等除权、除息事项，发行数量将根据发行价格的变化按照有关规定进行相应调整。

公司已按照修正后的本次购买资产发行股份发行价格对重组报告书相关内

容进行了修正，并相应调整了发行股份数量。

（二）本次调整发行股份价格是否构成重组方案的重大调整

1、本次调整方案的具体情况

（1）发行股份价格的调整

①调整前

本次发行股份购买资产的股份发行价格为 10.68 元/股

②调整后

本次发行股份购买资产的股份发行价格为 11.17 元/股。

（2）发行股份数量的调整

①调整前

本次交易拟购买资产的交易作价为 87,000 万元，其中拟以发行股份的方式支付交易对价的 100%，即 87,000 万元。按照发行股份支付金额 87,000 万元和股份发行价格 10.68 元/股计算，本次发行股份数量为 81,460,673 股。

②调整后

本次交易拟购买资产的交易作价为 87,000 万元，其中拟以发行股份的方式支付交易对价的 100%，即 87,000 万元。按照发行股份支付金额 87,000 万元和股份发行价格 11.17 元/股计算，本次发行股份数量为 77,887,196 股。

2、本次调整发行价格是否构成重组方案的重大调整

根据中国证监会《<上市公司重大资产重组管理办法>第二十八条、第四十五条的适用意见——证券期货法律适用意见第 15 号》，关于重组方案重大调整的认定适用意见如下：“

（一）拟对交易对象进行变更的，原则上视为构成对重组方案重大调整，但是有以下两种情况的，可以视为不构成对重组方案重大调整：1、拟减少交易对象的，如交易各方同意将该交易对象及其持有的标的资产份额剔除出重组方案，且剔除相关标的资产后按照下述有关交易标的变更的规定不构成对重组方案重大调整的；2、拟调整交易对象所持标的资产份额的，如交易各方同意交易对象之间转让标的资产份额，且转让份额不超过交易作价 20%的。

（二）拟对标的资产进行变更的，原则上视为构成对重组方案重大调整，但是同时满足以下条件的，可以视为不构成对重组方案重大调整：1、拟增加或

减少的交易标的的交易作价、资产总额、资产净额及营业收入占原标的资产相应指标总量的比例均不超过 20%；2、变更标的资产对交易标的的生产经营不构成实质性影响，包括不影响标的资产及业务完整性等。

（三）新增或调增配套募集资金，应当视为构成对重组方案重大调整。调减或取消配套募集资金不构成重组方案的重大调整。重组委会议可以审议通过申请人的重组方案，但要求申请人调减或取消配套募集资金。”

本次重组方案的调整为公司对发行股份价格的修正，不涉及交易对象、交易标的及配套募集资金的变更。因此，本次交易方案调整不构成重组方案重大调整。

3、本次方案调整履行的程序

2021 年 3 月 19 日，公司第三届董事会第十八会议审议通过了《关于修订发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易方案的议案》、《关于本次交易方案调整不构成交易方案重大调整的议案》等相关议案。

2021 年 3 月 19 日，公司第三届监事会第十八次会议审议通过了《关于修订发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易方案的议案》、《关于本次交易方案调整不构成交易方案重大调整的议案》等相关议案。

公司独立董事发表独立意见认为：本次交易符合有关法律、法规和政策的规定，遵循了公开、公平、公正的准则，符合法定程序，也符合公司和全体股东的利益，不会损害公司和中小股东的利益，对全体股东公平、合理。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、公司已按照修正后的本次购买资产发行股份发行价格对重组报告书相关内容进行了修正，并相应调整了发行股份数量。

2、上市公司已对方案调整履行了必要的审议程序。本次重组方案的调整为公司对发行股份价格的修正，不涉及交易对象、交易标的及配套募集资金的变更。因此，本次交易方案调整不构成交易方案重大调整。

问题 2：2018 年，你公司向天山军垦出售子公司所持阜瑞牧业、天锦牧业、双鹤牧业、泉旺牧业、天盈牧业、利群牧业、东润牧业

7 家牧场子公司参股权；2020 年，天山军垦将以上 7 家牧场 100%股权划转至标的公司并增资。

（1）请补充披露你公司 2018 年度出售 7 家牧场子公司参股权，现又购回的原因及合理性，以及两次股权转让的评估方式、定价依据与结果，并说明差异的原因及合理性。

（2）请补充披露标的公司对其部分子公司增资是否已履行相应验资程序，如否，请说明是否存在相关风险。

（3）请独立财务顾问、评估师及律师核查并发表意见。

回复：

一、请补充披露你公司 2018 年度出售 7 家牧场子公司参股权，现又购回的原因及合理性，以及两次股权转让的评估方式、定价依据与结果，并说明差异的原因及合理性

（一）2018 年度出售 7 家牧场子公司又购回的原因及合理性

2018 年，西部牧业向天山军垦出售 7 家合资牧场参股权。本次重组拟向天山军垦收购天山广和及其下属 12 家牧场子公司的控股权。本次收购的养殖资产和 2018 年前次出售的养殖资产存在部分重合，具体情况如下：

交易标的	2018 年出售资产	本次购买资产
7 家 合资牧场 参股权	①东润牧业 30%股权 ②天盈牧业 30%股权 ③利群牧业 30%股权 ④阜瑞牧业 30%股权 ⑤泉旺牧业 30%股权 ⑥天锦牧业 50%股权 ⑦双鹤牧业 30%股权	①东润牧业 100%股权 ②天盈牧业 100%股权 ③利群牧业 100%股权 ④阜瑞牧业 100%股权 ⑤泉旺牧业 100%股权 ⑥天锦牧业 100%股权 ⑦双鹤牧业 100%股权 ⑧曙瑞牧业 70%股权 ⑨西锦牧业 70%股权 ⑩三盈牧业 70%股权 ⑪梦园牧业 60%股权 ⑫祥瑞牧业 50%股权
10 家 自有牧场	①绿洲牧业 100%股权 ②呼图壁牧业 100%股权 ③玛纳斯牧业 100%股权 ④振兴牧业 80%股权 ⑤红光牧业 65%股权 ⑥波尔多牧业 60%股权	

	⑦桃园牧业 30%股权 ⑧134 牛场 100%养殖业务资产 ⑨良繁中心牛场 100%养殖资产 ⑩141 牛场 100%养殖资产	

注：上市公司未对双鹤牧业进行出资。2018 年 12 月，上市公司将双鹤牧业 30%的股权以零元的价格转让予天山军垦。

从上表对比分析，本次购买的养殖资产和前次出售的养殖资产除 7 家合资牛场重合外，其他均不重合。前次出售的 10 家自有牧场，由于资产质量和盈利能力目前还不满足装入上市公司的要求，没有纳入本次上市公司收购范围，由西部牧业进行委托经营管理以避免同业竞争，待条件成熟时，择机装入西部牧业。

2018 年出售的部分养殖资产本次购回的主要原因及合理性分析如下：

1、2018 年西部牧业出售养殖资产的原因及合理性

2016 年以来，随着外部经济环境的变化，西部牧业经营业绩持续下降。2016 年和 2017 年持续亏损。2018 年，西部牧业对下属养殖板块经营情况及产业发展趋势认真分析，认为：

（1）奶业是健康中国、强壮民族不可或缺的产业，是食品安全的代表性产业，是农业现代化的标志性产业，是一二三产业协调发展的战略产业。发展标准化规模养殖，建立健全标准化生产体系，是乳制品加工行业的基石，随着乳制品行业的不断发展，未来收益可期。

（2）截至 2018 年期初，公司共拥有全资、控股及参股养殖公司 23 家，养殖板块突出表现出："资金需求量大，管理技术水平要求高，点多面广距离远，专业人员配置困难"的特点。各养殖单位都散布在新疆生产建设兵团第八师下属各团场，与公司办公地点相距较远，对公司倡导的提升规范化管理、标准化管理形成一定的困难。因集中规模化养殖业对于牲畜养殖、种畜繁育、防疫抗灾等工作标准要求高，技术复杂难度大，需要投入大量养殖专业人力资源方能正常运营。同时在养殖场设备、种畜等方面投入资金较大，尤其是每年季节性饲草料储备将占用大量资金，就公司目前的管理能力和管理水平，难以做到规范化、标准化管理工作的全面覆盖。同时，2016 年和 2017 年奶价低迷，公司下属养殖资产持续严重亏损。

为进一步改善公司财务结构，降低财务负担，进一步增强企业竞争力，需

要将养殖公司进行剥离。2018 年 7 月，经八师国资委批复同意，西部牧业与天山军垦达成协议，由天山军垦收购西部牧业 10 家自有牛场和 7 家奶牛养殖公司的参股权。其中：上市公司出售 10 家自有牛场确认投资收益 5,112.90 万元，出售 7 家奶牛养殖公司的参股权确认投资收益 3,117.89 万元。2018 年养殖资产出售完成后，西部牧业仅持有剩余 5 家合资牛场参股权和准噶尔牧业 38.2%的股权。除此以外，西部牧业不再持有和控制其他奶牛和肉牛养殖资产。

2、本次购回 12 家合资牛场的原因和合理性

（1）国家振兴奶业政策陆续出台，生鲜乳价格持续上涨

2018 年和 2020 年，国家分别出台《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》和《关于促进畜牧业高质量发展的意见》，提出推进奶业振兴、保证奶源自给率以及强化畜牧业的相关政策扶持。2018 年下半年，随着奶牛存栏量的不足并叠加振兴奶业等行业政策的不断出台，在我国居民可支配收入逐渐增多的背景下，生鲜乳价格开启震荡向上的增长趋势。2019 年 1-12 月份平均价格为 3.84 元/公斤，与 2018 年全年平均价格相比增长 5.49％；2020 年至今生鲜乳价格持续震荡上涨。

（2）12 家合资牛场资产优良，未来发展前景良好

2017 年 1 月以来，天山军垦迅速完成八师畜牧资产整合和产业发展平台搭建工作，对下属牛场实行统一的科学化、规模化、精细化管理。经过 2017 年和 2018 年两年集中调整，天山广和 12 家牛场牛群质量和牛群结构不断提高，2019 年扭亏为盈。未来随着养殖管理水平的不断提升，12 家牛场存栏稳步增加，奶牛单产和生鲜乳总产继续提升，生鲜乳平均乳脂率、乳蛋白指标持续优化，未来将成为兵团乃至新疆最大的生鲜乳生产基地。

（3）完善上市公司产业链，加强与巩固西部牧业市场地位

根据西部牧业十四五发展战略，确定以花园乳业、天山云牧两个乳品企业和喀尔万为重点，着力推进乳制品和肉类精深加工，通过全产业链整合，实现种植饲草面积 10 万亩，存栏奶牛 7 万头，日产鲜奶 1000 吨、日处理牛奶 1000 吨的产业规模，打造新疆优质原奶、兵团牧业龙头等特色名片，将西部牧业建设成为兵团最大的优质乳品企业集团之一。

本次收购 12 家牧场将有利于西部牧业实现从饲料-畜牧-乳制品加工的全产

业链贯通，提高奶源自给率，提升西部牧业盈利能力和抗风险能力，为实现十四五规划奠定坚实基础。

综上，西部牧业 2018 年出售养殖资产和本次收购天山广和 100%股权均有利于上市公司健康发展，符合公司及全体股东利益，不存在损害公司及股东尤其是中小股东利益的情况。

（二）两次股权转让的评估方式、定价依据与结果，并说明差异的原因及合理性

鉴于上市公司未对双鹤牧业进行出资，考虑双鹤牧业自设立以来持续处于亏损状态，2018 年 12 月，上市公司将双鹤牧业 30%的股权以零元的价格转让予天山军垦。公司以 2018 年出售的其他 6 家牛场的评估方式、定价依据、结果与本次交易进行对比分析，具体情况如下：

1、评估方式

两次股权转让均采取资产基础法及收益法。

从评估方式分析，两次股权转让评估方式保持一致。

2、定价依据差异的原因及合理性

2018 年上市公司转让 6 家牧场公司股权时，资产基础法评估结果为 29,642.11 万元，收益法评估结果 38,765.40 万元，两种评估方法确定的评估结果差异 9,123.29 万元，差异率 30.78%。该次交易采用收益法评估结果作为定价依据。

本次交易，资产基础法评估结果 87,318.06 万元，收益法评估结果 98,690.00 万元，两种评估方法确定的评估结果差异 11,371.94 万元，差异率 13.02%。本次交易采用资产基础法作为定价依据。

其中：本次交易中与 2018 年相同的 6 家牧场资产基础法评估结果 51,289.52 万元，与账面值 44,163.83 万元相比增值 7,125.69 万元，增值率 16.13%。

两次交易定价依据差异的原因及合理性如下：

（1）2018 年选择以收益法评估结果作为定价依据的原因

2013 年以来生鲜乳价格持续低迷，2017 年生鲜乳市场逐渐趋于回暖，生鲜

乳的价格稳中增长，未来将保持上涨趋势。同时，6 家出售公司均于 2014 年开始成立并经营，依据生产性生物资产—奶牛的特性，从购置至效益的发挥需经过一定的周期，预计标的公司未来可获得较为稳定的收益。

在当时的情况下，收益法的未来预测考虑了未来市场变化和企业效益提升，因此收益法评估价值能比较客观、全面的反映企业的股东全部权益价值。

（2）本次交易选择以资产基础法评估结果作为定价依据的原因

2017 年以来生鲜乳市场逐渐趋于回暖，尤其是 2018 年下半年开始，生鲜乳的价格持续上涨，到 2020 年 1-9 月天山广和生鲜乳平均价格达到 4.35 元/公斤，10-12 月份的平均价格达到 4.58 元/公斤，价格已处于历史较高水平。同时，标的公司自 2017 年由天山军垦控股并管理以来，通过科学化、精细化养殖管理，牛群质量不断提高，平均单产已经达到接近 28 公斤，各项指标进入稳步发展和提升的阶段。

在目前的情况下，资产基础法相比收益法更加稳健，因此资产基础法评估价值能比较客观、全面的反映目前企业的股东全部权益价值。

因此，两次股权转让定价依据的差异主要系不同时期包括生鲜乳销售价格、牧场质量等因素均发生了较大变化所致，两次股权转让定价依据的选取具有合理性。虽然两次股权转让定价依据选取的方法不同，但相同的是，两次股权转让最终选取的定价依据均有利于上市公司尤其是中小股东利益，因此没有损害上市公司尤其是中小股东的利益，体现了实际控制人八师国资委对西部牧业产业发展的长期支持。

3、评估结果差异的原因及合理性

（1）资产基础法评估结果差异的原因及合理性

2018 年股权转让及本次交易 6 家牧场子公司合计的资产基础法评估结果对比如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年 6 家牧场子公司资产基础法评估情况（基准日 2018 年 3 月 31 日）			本次交易 6 家牧场子公司资产基础法评估情况（基准日 2020 年 9 月 30 日）			评估值差异
	账面价值	评估值	增值率	账面价值	评估值	增值率	
一、流动资产	**20,408.79**	**21,065.53**	**3.22%**	**15,631.12**	**15,606.88**	**-0.16%**	**-5,458.65**
其中：消耗性生物	8,696.64	9,296.08	6.89%	6.36	9.46	48.59%	-9,286.62

资产							
二、非流动资产合计	**40,874.28**	**40,573.16**	**-0.74%**	**47,096.62**	**53,125.07**	**12.80%**	**12,551.92**
固定资产	27,099.32	28,916.80	6.71%	26,304.01	29,791.69	13.26%	874.89
其中：房屋建筑物类	21,453.87	22,699.00	5.80%	21,937.43	23,777.40	8.39%	1,078.40
设备类	5,688.28	6,217.80	9.31%	4,366.58	6,014.30	37.73%	-203.51
生产性生物资产	13,774.95	11,656.35	-15.38%	20,779.78	23,278.89	12.03%	11,622.54
无形资产	-	-		12.83	54.49	324.70%	54.49
其中：其他无形资产	-	-		12.83	54.49	324.70%	54.49
三、资产总计	**61,283.07**	**61,638.69**	**0.58%**	**62,727.74**	**68,731.96**	**9.57%**	**7,093.27**
四、流动负债	**31,994.42**	**31,996.58**	**0.01%**	**17,442.44**	**17,442.44**	**0.00%**	**-14,554.14**
六、负债总计	**32,488.87**	**31,996.58**	**-1.52%**	**18,563.91**	**17,442.44**	**-6.04%**	**-14,554.14**
七、股东权益合计	**28,794.20**	**29,642.11**	**2.94%**	**44,163.83**	**51,289.52**	**16.13%**	**21,647.41**

注：2018 年犊公牛和母牛幼畜作为消耗性生物资产在存货中核算，2020 年犊公牛作为消耗性生物资产在存货中核算，母牛幼畜作为生产性生物资产核算。

由上表可知，本次交易中 6 家牧场子公司较 2018 年评估值增加主要为固定资产及生物性资产的增加和负债的减少所致。其中，固定资产差异是分别由房屋建筑物、机器设备的共同增值所致；生物性资产差异是由牛只数量的增长、牛只计算标准、计算价格及单位饲养成本的不同综合所致；负债差异是因为股东新增投资归还借款所致。具体为：

①固定资产增值

关于方法选用：《资产评估基本准则》和《资产评估执业准则—资产评估方法》中确定资产价值的评估方法包括市场法、收益法和成本法三种基本方法及其衍生方法。资产评估专业人员在选择评估方法时，应当充分考虑评估目的、价值类型、评估对象、适用条件、资料情况等影响评估方法选择的因素，分析市场法、收益法和成本法三种基本方法的适用性，依法选择评估方法。

本次房屋建筑物均为养殖生产所用，其没有公开活跃的市场及市场交易案例，无法使用市场法进行估值；本次评估房屋为生产用房，缺乏市场租金的交易信息和案例，且未来收益无法合理预期并用货币计量，也不满足收益法应用的前提条件。

由于申报评估的房屋建筑物处于正常使用或者在用状态，且委估资产能够

通过重置途径获得，与重置成本相关的工程资料、指标参数可以合法取得，相关贬值额能够合理估算，因此选取成本法进行评估。

关于资产增值：固定资产--房屋建筑物的增值主要为两次评估基准日间石河子市的人材机价格变化导致的直接工程费的提升，提升后的直接工程费根据前期费用率及合理工期内的资金成本共同构成重置成本增值，此处结合 12 家牧场均有的“牛舍”进行举例说明重置成本的上涨原因（以阜瑞为例）：

两次基准日间人材机上涨对比表：

项目	单位	2018 年 3 月单价	2020 年 9 月单价	单位价差	增长率(%)
建筑人工费	元/工日	89.03	97.78	8.75	9.83
装饰人工费	元/工日	97.93	100.02	2.09	2.13
安装人工费	元/工日	91.07	107.55	16.48	18.10
热轧光圆钢筋 HPB300 Φ10	t	4,374.63	4,382.14	7.51	0.17
热轧光圆钢筋 HPB300 Φ12	t	4,324.32	4,325.64	1.32	0.03
商品混凝土 C15（泵送）	m3	342.81	361.60	18.79	5.48
商品混凝土 C20（泵送）	m3	353.34	371.77	18.43	5.22
商品混凝土 C25（泵送）	m3	365.04	383.07	18.03	4.94
商品混凝土 C30（泵送）	m3	400.14	414.71	14.57	3.64
商品混凝土 C35（泵送）	m3	417.69	435.05	17.36	4.16
商品混凝土 C40（泵送）	m3	463.32	477.99	14.67	3.17
商品混凝土 C45（泵送）	m3	486.72	500.59	13.87	2.85
商品混凝土 C50（泵送）	m3	538.20	554.83	16.63	3.09
商品混凝土 C55（泵送）	m3	583.83	598.90	15.07	2.58
商品混凝土 C60（泵送）	m3	639.99	653.14	13.15	2.05
砾石 10mm	m3	47.97	60.00	12.03	25.08
砾石 10mm 以内	m3	47.97	60.00	12.03	25.08
砾石 20mm	m3	47.97	60.00	12.03	25.08
砾石 20mm 以内	m3	47.97	60.00	12.03	25.08
砾石 40mm	m3	47.97	60.00	12.03	25.08
砾石 40mm 以内	m3	47.97	60.00	12.03	25.08
加气混凝土砌块	m3	190.71	320.00	129.29	67.79
交联聚乙烯电力电缆 YJV 3*35+2*16	m	68.73	72.64	3.91	5.70

项目	单位	2018 年 3 月单价	2020 年 9 月单价	单位价差	增长率(%)
交联聚乙烯电力电缆 YJV 3*50+2*25	m	99.41	105.08	5.67	5.70
交联聚乙烯电力电缆 YJV 3*70+2*35	m	136.38	144.15	7.77	5.70
交联聚乙烯电力电缆 YJV 3*25+1*16	m	48.86	51.64	2.78	5.69
交联聚乙烯电力电缆 YJV 3*185+2*95	m	356.08	376.37	20.29	5.70

经调整后的各年直接工程费：

单位：万元

项目	2018 年	2020 年	增值额	增值率%
直接工程费	703.20	799.38	96.17	13.68%

重置成本的计算：

单位：万元

项目	2018 年	2020 年
直接工程费	703.20	799.38
前期费用率	7.62%	7.71%
前期费用	53.58	61.63
资金成本率	4.35%	4.35%
合理工期(年)	1	1
资金成本	16.46	18.73
重置总价	773.25	879.73
增值额	106.49	
增值率	13.77%	

固定资产--机器设备的增值主要是企业的会计折旧年限短于评估采用的经济使用年限，使得评估测算得到的成新率高于账面成新率，导致评估净值较账面净值增值。

②生物资产增值

6 家牧场子公司两次评估基准日期间评估价值的增长主要系牛只数量的增长、牛只计算标准、计算价格及单位饲养成本的不同导致的。

其中：两次评估牛只数量变化见下表：

月龄	24 月龄以上		14 月-24 月
单位名称	泌乳牛	干奶牛	青年牛

	2020/9/30	2018/3/31	2020/9/30	2018/3/31	2020/9/30	2018/3/31
阜瑞	996	1,318	210		267	391
天盈	864	531	166	157	256	241
天锦	806	220	138	147	415	1,114
泉旺	822	807	129	287	346	184
利群	932	1,067	186		164	325
东润	776	741	170		256	247
合计	**5,196**	**4,684**	**999**	**591.00**	**1,704**	**2,502**
变化值	**512**		**408**		**-798**	
月龄	**6 月-14 月**		**0 月-6 月**		**合计**	
单位名称	**育成牛**		**犊母牛**			
	2020/9/30	2018/3/31	2020/9/30	2018/3/31	2020/9/30	2018/3/31
阜瑞	318	275	202	117	1,993	2,101
天盈	376	74	187	189	1,849	1,192
天锦	194	140	428	104	1,981	1,725
泉旺	186	238	226	255	1,709	1,771
利群	184	259	267	217	1,733	1,868
东润	273	192	210	311	1,685	1,491
合计	1,531	1,178	1,520	1,193	10,950	10,148
变化值	**353**		**327**		**802**	

两次评估牛只计算标准、计算价格及单位饲养成本：

单位：元/月

评估基准日	**2020/9/30**	**2018/3/31**
计算标准	14 月龄	12 月龄
计算价格	22,000.00	16,200.00
犊母牛单位饲养成本	1,024.41	765.00
育成牛单位饲养成本	1,186.03	829.00
青年牛单位饲养成本	1,385.26	1,000.00

两次牛只评估结果差异如下：

单位：万元

项目	**2018 年 6 家牧场子公司生物资产评估情况（基准日 2018 年 3 月 31 日）**	**本次交易 6 家牧场子公司生物资产评估情况（基准日 2020 年 9 月 30 日）**	**评估值差异额**	**评估值差异**

	账面价值	评估值	增值率%	账面价值	评估值	增值率%		率%
消耗性生物资产	8,696.64	9,296.08	6.89	6.36	9.46	48.59	-9,286.22	-99.90
生产性生物资产	13,774.95	11,656.35	-15.38	20,779.78	23,278.89	12.03	11,622.54	99.71
合计	**22,471.59**	**20,952.43**	**-6.76**	**20,786.14**	**23,288.35**	**12.04**	**2,335.92**	**11.15**

生物资产主要包括消耗性生物资产和生产性生物资产，分别反映在流动资产和非流动资产中。2018 年犊公牛和母牛幼畜作为消耗性生物资产在存货中核算。2020 年犊公牛作为消耗性生物资产在存货中核算，母牛幼畜作为生产性生物资产核算。生物资产的完整情况由消耗性生物资产和生产性生物资产共同构成。

从上表可以看出，2020 年生物资产评估值为 23,288.35 万元，2018 年生物资产评估值为 20,952.43 万元，2020 年较 2018 年增加 2,335.92 万元，差异率为 11.15%。

该差异结果具有合理性。

③2020 年 5 月，天山广和对 6 家牧场子公司进行增资，增资金额为 13,600 万元，获得增资后，6 家牧场子公司及时归还了股东借款，导致标的公司负债总额大幅降低。

因此，两次股权转让资产基础法评估结果差异主要系固定资产、生物资产增值及 2020 年新增注册资本归还借款导致负债减少造成，其差异结果具有合理性。

（2）收益法评估结果差异的原因及合理性

鉴于本次交易中评估机构在收益法评估过程中，是以天山广和合并口径进行的股东权益价值的评估，未对各牧场子公司单独进行收益法评估。故选取两次评估过程中的关键参数进行对比分析。具体情况如下：

项目	本次交易收益法评估情况（基准日 2020 年 9 月 30 日）	2018 年收益法评估情况（基准日 2018 年 3 月 31 日）	差异原因
收益模型	企业自由现金流折现模型	企业自由现金流折现模型	-
收益年限	无限期	无限期	-
收入构成	生鲜乳和犊公牛	生鲜乳、犊公牛、淘汰牛	2020 年淘汰牛计入“资产处置收益”

项目	本次交易收益法评估情况（基准日 2020 年 9 月 30 日）	2018 年收益法评估情况（基准日 2018 年 3 月 31 日）	差异原因
生鲜乳价格	预测期内各年在上年基础上上涨 1%进行预测	预测期内各年在上年基础上上涨 3%-5%进行预测	本次评估考虑基准日奶价已处于较高水平，稳健起见，本次预测生鲜乳价格每年以 1%的比例上涨
牛只数量	预测期内平均每年以 9%的比例增长	预测期内平均每年以 3%至 11%的比例增长	通过牛群结构推演，计算得到。见下附表
单产水平	预测期内日单产每年以 2%的比例增长	预测期内日单产平均每年以 2.3%的比例增长	-
毛利率	预测期平均为 16%	预测期平均为 19%	本次交易中评估机构谨慎预测了预测期内成本的上涨
销售净利润率	预测期平均为 14%	预测期平均为 17%	本次交易中评估机构谨慎预测了期间费用、资产处置损益等支出
折现率	12%	11%	由于无风险报酬率、市场风险收益率等变化导致不同基准日选用的折现率不同

同时，两次收益法评估过程中均考虑了折旧与摊销、资本性支出、营运资金需求对未来现金流的影响。上述部分关键参数选取的不一致情形系市场环境变化所致，具有合理性。

附表：

与收入相关的各年泌乳牛数量是以评估基准日的产畜和幼畜的结构为基础，考虑其淘汰、死亡、流产等情况，推算得到预测期各年泌乳牛数量。

各年泌乳牛数量的增长率及其变化，与各公司饲喂管理水平、产畜和幼畜的结构密切相关，因此，不同公司在不同时期的牛只数量增长率不具有可比性。此处仅对两次评估基准日后，预测期各年经推算得到的泌乳牛数量进行量化分析，2020 年 9 月 30 日泌乳牛数量增长率为 9%，2018 年 3 月 31 日阜瑞、天锦等六家泌乳牛数量增长率分别为 3%、4%、5%、11%、4%、11%。

基准日 2020 年 9 月 30 日牛只数量（与收益相关的各年泌乳牛数量）

	2020 年 10-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年

泌乳牛(头）	9,205	9,500	10,302	11,453	12,852	14,479
增长额(头)		295	802	1,151	1,399	1,627
增长率		3%	8%	11%	12%	13%
平均		9%				

基准日 2018 年 3 月 31 日牛只数量（与收益相关的各年泌乳牛数量），六家分别列示：

阜瑞牧业：

	2018 年 4-12 月	**2019 年**	**2020 年**	**2021 年**	**2022 年**	**2023 年**
泌乳牛(头）	1,273	1,343	1,415	1,435	1,444	1,444
增长额		70	72	20	9	
增长率		5%	5%	1%	1%	
平均		3%				

天锦牧业：

	2018 年 4-12 月	**2019 年**	**2020 年**	**2021 年**	**2022 年**	**2023 年**
泌乳牛(头）	1,113	1,199	1,230	1,311	1,320	1,341
增长额		86	31	81	9	21
增长率		8%	3%	7%	1%	2%
平均		4%				

泉旺牧业：

	2018 年 4-12 月	**2019 年**	**2020 年**	**2021 年**	**2022 年**	**2023 年**
泌乳牛(头）	1,128	1,277	1,385	1,425	1,423	1,423
增长额		149	108	40	-2	0
增长率		13%	8%	3%	0%	0%
平均		5%				

天盈牧业：

	2018 年 4-12 月	**2019 年**	**2020 年**	**2021 年**	**2022 年**	**2023 年**
泌乳牛(头）	797	851	999	1,185	1,328	1,340
增长额		54	148	186	143	12
增长率		7%	17%	19%	12%	1%
平均		11%				

利群牧业：

	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
泌乳牛(头）	1,194	1,293	1,398	1,442	1,443	1,447
增长额		99	105	44	1	4
增长率		8%	8%	3%	0%	0%
平均		4%				

东润牧业：

	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
泌乳牛(头）	861	977	1,145	1,358	1,444	1,422
增长额		116	168	213	86	-22
增长率		13%	17%	19%	6%	-2%
平均		11%				

二、标的公司对其部分子公司增资是否已履行相应验资程序，如否，请说明是否存在相关风险

2020 年 5 月，天山军垦共出资 40,662.99 万元成立天山广和。天山军垦将阜瑞牧业、天锦牧业、双鹤牧业、泉旺牧业、天盈牧业、利群牧业、东润牧业 7 家全资子公司 100%股权和 5 家控股子公司的全部股权划转至天山广和，同时由天山广和对上述 7 家全资子公司进行增资，其中，东润牧业增资 1,200 万元、天盈牧业增资 1,900 万元、泉旺牧业增资 1,200 万元、利群牧业增资 2,800 万元、阜瑞牧业增资 3,000 万元、天锦牧业增资 3,500 万元及双鹤牧业增资 3,000 万元。

标的公司对全资子公司的增资未履行验资程序。但根据上述增资的缴款凭证（银行电子回单）等相关账务处理资料及原始入账凭证，截至 2020 年 5 月，上述出资全部出资到位。

根据国务院于 2014 年 2 月 7 日发布并实施的《注册资本登记制度改革方案》（国发〔2014〕7 号）第二条第（一）项的规定，“实行注册资本认缴登记制”、“公司实收资本不再作为工商登记事项。公司登记时，无需提交验资报告。”同时，根据《注册资本登记制度改革方案》附件（暂不实行注册资本认缴登记制的行业）的规定，标的公司及其下属子公司不属于暂不实行注册资本认缴登记

制的行业。

综上，标的公司 2020 年 5 月对其全资子公司的增资资金已全部到位，不存在出资不实的情形，未履行验资程序不存在相关法律风险。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、西部牧业 2018 年出售养殖资产和本次收购天山广和 100%股权均有利于上市公司健康发展，符合公司及全体股东利益，不存在损害公司及股东尤其是中小股东利益的情况。

2、两次股权转让的评估方式一致，均采用资产基础法和收益法两种方法；定价依据的差异主要系考虑牧场子公司两次评估基准日生鲜乳销售价格、牧场质量等因素均发生了较大变化所致；评估结果的差异主要系资产规模、资产质量、市场环境发生变化所致。两次评估定价依据及评估结果的差异具有合理性。

3、通过查阅天山广和 2020 年 5 月对全资子公司增资的缴款凭证（银行电子回单）等相关账务处理资料及原始入账凭证，标的公司 2020 年 5 月对其全资子公司的增资资金已全部到位，不存在出资不实的情形，未履行验资程序不存在相关法律风险。

问题 3：报告期内，标的公司向关联方双顺牧业、绿洲牧业、天山军垦采购牛只，并向关联方绿洲牧业、红光牧业及振兴牧业销售牛只，交易价格多为账面价值。请进一步补充披露以上关联交易的原因和必要性，定量论证其交易定价公允性、对标的公司报告期内财务数据的影响。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、采购牛只

报告期内，标的公司向关联方采购牛只的具体情况如下：

时间	项目	双顺牧业	绿洲牧业	天山军垦	合计

2020 年 1-9 月	采购数量（头）	312	-	-	**312**
	采购单价（万元/头）	2.57	-	-	**2.57**
	采购金额（万元）	803.20	-	-	**803.20**
	牛只账面价值（万元）	803.20	-	-	**803.20**
	交易损益（万元）	-	-	-	**-**
2019 年	采购数量（头）	-	-	273	**273**
	采购单价（万元/头）	-	-	0.93	**0.93**
	采购金额（万元）	-	-	254.10	**254.10**
	牛只账面价值（万元）	-	-	254.10	**254.10**
	交易损益（万元）	-	-	-	**-**
2018 年	采购数量（头）	415	544	-	**959**
	采购单价（万元/头）	1.19	1.53	-	**1.38**
	采购金额（万元）	493.30	832.12	-	**1,325.42**
	牛只账面价值（万元）	493.30	832.12	-	**1,325.42**
	交易损益（万元）	-	-	-	**-**

（一）采购牛只原因及必要性

报告期内，天山军垦及其下属双顺牧业、绿洲牧业向标的公司销售牛只主要系天山军垦为支持 12 家牧场子公司发展，扩大养殖规模，改善牛群质量而进行的，牛只来源主要通过八师国资委的划拨，具体情况如下：

1、2018 年

2018 年 9 月，八师国资委出具《关于向新疆天山军垦牧业有限责任公司划转石河子一四四团七支部牛场部分资产及负债的批复》（师国资发【2018】181 号），八师国资委将富业公司下属子公司石河子市钟家镇农场投资有限责任公司部分资产及负债无偿划转至天山军垦。划拨完成后，天山军垦将钟家镇农场定位为后备牛场，为扩大 12 家牛场养殖规模，天山军垦拟将上述划拨牛只销售予其下属牛场。鉴于西锦牧业 2018 年成乳牛存在集中爆发乳房炎的情况，为改善其牛群质量，天山军垦通过绿洲牧业按账面价值向其销售了 385 头成母牛，销售金额为 596.62 万元；其他剩余成母牛基于就近原则，天山军垦通过绿洲牧业将其销售予天锦牧业，其中，销售数量为 159 头，销售金额为 235.50 万元。

2018 年 12 月，八师国资委出具《关于将石河子新安投资有限公司持有的石河子市新安镇双顺牧业有限公司 100%股权划转的通知》（师国资发【2018 年】

294 号），八师国资委将石河子新安投资有限公司持有的双顺牧业 100%股权无偿划转至天山军垦。鉴于双顺牧业养殖场地面积较小，无法实现规模化养殖优势，为扩大双鹤牧业养殖规模，基于就近原则，双顺牧业按账面价值将上述划拨牛只销售予双鹤牧业，销售数量为 415 头，销售金额为 493.30 万元。

2、2019 年

2019 年 9 月，八师国资委出具《关于无偿划转富业公司下属桃花投资公司牛场资产的通知》（师国资发【2019 年】131 号），八师国资委将富业公司下属子公司石河子市桃花农场投资有限公司所持三个牛场的资产无偿划转至天山军垦。鉴于上述三家牛场养殖规模较小且厂房设备等设施老化现象严重，天山军垦接手后即关停了上述牛场，并按照就近原则将其牛只销售予天盈牧业，其中，销售数量为 273 头，销售金额为 254.10 万元。

3、2020 年 1-9 月

受养殖规模限制、牛只配种不及时、精细化管理不足等问题影响，报告期内双鹤牧业盈利水平较差。2020 年，双鹤牧业主要通过购买奶牛、租赁外部牛场及更换管理人员的方式，用于扩大养殖规模，增强管理水平，提高牛群质量及盈利能力。改善牛群质量方面，双鹤牧业向天山广和下属其他 11 家牧场子公司采购牛只 853 头，金额为 1,597 万元；向天山军垦下属振兴牛场采购牛只 312 头，金额为 803.20 万元。为解决因养殖规模扩大而导致的产房不足问题，双鹤牧业分别于 2020 年 3 月及 2020 年 9 月就近租赁天山军垦下属双顺牛场及畜欣旺牛场做为养殖场地，用于扩大养殖规模。改善管理水平方面，双鹤牧业通过更换厂长，补充技术团队专业人员，同时标的公司养殖事业部全员驻场，从各环节督导整改，着力打造生产流程标准化，管理精细化。

因此，标的公司报告期内牛只采购行为主要系天山军垦基于其下属其他牛场的养殖定位，同时为扩大标的公司养殖规模、增强盈利能力而进行的，具有必要性及合理性。

（二）交易定价的公允性

报告期内，标的公司牛只采购行为均为内部单位之间发生的交易行为，交易价格按照牛只账面价值进行，未产生内部损益，不存在关联方利益输送及交易定价显失公允的情形。

（三）对标的公司财务数据的影响

报告期内，标的公司与关联方之间的牛只采购占标的公司牛只总量的比例情况如下：

项目	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年
牛只采购数量（头）	312	273	959
期末牛只数量（头）	20,920	19,275	19,256
牛只采购数量/期末牛只数量	1.49%	1.42%	4.98%
牛只采购金额（万元）	803.20	254.10	1,325.42
期末牛只账面价值（万元）	41,438.54	37,656.94	37,595.17
牛只采购金额/期末牛只账面价值	1.94%	0.67%	3.53%

2018 年、2019 年和 2020 年 1-9 月，标的公司向关联方采购牛只的数量占标的公司各期末牛只总量的比例分别为 4.98%、1.42%、1.49%，牛只采购金额占标的公司各期末生产性生物资产账面价值的比例分别为 3.53%、0.67%和 1.94%，报告期内牛只采购交易对标的公司报告期资产结构影响较小。

2018 年、2019 年和 2020 年 1-9 月，标的公司牛只采购均按照账面价值进行，未产生损益。因此，标的公司牛只采购对标的公司报告期经营业绩影响较小。

综上，报告期内，标的公司向关联方采购牛只的行为主要系天山军垦基于其下属其他牛场的养殖定位，同时为扩大标的公司养殖规模、增强盈利能力而进行的。牛只采购数量及金额占比较低，且基本按照账面价值进行交易，对标的公司财务数据影响较小。

二、销售牛只

报告期内，标的公司向关联方销售牛只的情况如下：

时间	项目	绿洲牧业	红光牧业	振兴牧业	合计
2019 年	销售数量（头）	1,230	220	1,297	**2,747**
	销售单价（万元/头）	1.06	1.75	1.96	**1.54**
	销售金额（万元）	1,304.45	385.37	2,536.05	**4,225.87**
	牛只账面价值（万元）	1,256.99	398.53	2,534.67	**4,190.19**
	交易损益（万元）	47.45	-13.16	1.39	**35.68**

2018 年	销售数量（头）	919	437	123	**1,479**
	销售单价（万元/头）	1.94	1.96	2.85	**2.02**
	销售金额（万元）	1,779.77	855.49	350.73	**2,985.99**
	牛只账面价值（万元）	1,776.70	855.49	350.73	**2,982.91**
	交易损益（万元）	3.07	-	-	**3.07**

（一）销售牛只的原因及必要性

标的公司向关联方销售牛只的主要原因在于：天山军垦 2018 年 7 月收购西部牧业自有 10 家牛场，通过及时淘汰低产牛，对部分牛场进行关停，将原有优质奶牛集中到振兴牧业、红光牧业、134 牛场和良繁中心牛场集中养殖，实现原有牛场的规模化、科学化养殖，降低成本。同时，为实现天山军垦下属牧场全面均衡可持续发展，天山军垦作为集团管理总部，从 12 家合资牧场调拨部分牛只补充至振兴牧业、红光牧业、134 牛场和良繁中心牛场，用于优化牛群存栏结构。具体情况如下：

1、2018 年

为支持上述牛场发展，天山军垦作为管理总部，在不影响 12 家合资牧场牛群结构的前提下，12 家合资牧场将其部分奶牛销售给天山军垦其他下属奶牛养殖场以支持其发展。其中，向振兴牧业销售奶牛 123 头，金额为 350.73 万元；向红光牧业销售奶牛 437 头，金额为 855.49 万元；向绿洲牧业下属 134 等牛场销售奶牛 919 头，金额为 1,779.77 万元。

2、2019 年

鉴于 2018 年绿洲牧业等 10 家牛场持续处于亏损状态，天山军垦作为管理总部，继续坚持优先发展振兴牧业、红光牧业、134 牛场和良繁中心牛场的奶牛养殖策略。2019 年，为实现振兴牧业的规模化养殖工作，在不影响 12 家牧场子公司自身牛群结构的前提下，12 家牧场子公司将自身富余奶牛销售给振兴牧业，其中，销售数量为 1,297 头，销售金额为 2,536.05 万元；同时，12 家牧场子公司继续支持红光牧业发展，当期向其销售奶牛 220 头，金额为 385.37 万元；此外，12 家牧场子公司亦存在向绿洲牧业下属 134 牛场、良繁中心牛场销售奶牛的情形，其中，销售数量分别为 204 头、86 头，金额分别为 356.82 万元、136.39 万元。

为改善 10 家牛场的盈利能力，天山军垦积极调整 10 家牛场的养殖策略。141 牛场自 2019 年开始从事荷斯坦奶牛的养殖及育肥工作，标的公司将淘汰奶牛及犊公牛销售给 141 牛场，但由于养殖经验不足等因素，天山军垦开展的肉牛养殖业务未能达到预期效益，因此，天山军垦于 2020 年 4 月停止了肉牛养殖业务并清空了 141 牛场。标的公司 2019 年向 141 牛场销售的淘汰奶牛及犊公牛数量为 940 头，金额为 811.24 万元。鉴于上述交易属于天山军垦集团内部销售行为，参考奶牛交易，上述销售定价亦基本按照牛只账面价值进行。此外，考虑到上述交易金额较小，不会对标的公司的独立性造成不利影响。

3、2020 年 1-9 月

2020 年 1-9 月，标的公司未发生向天山军垦下属其他牛场销售牛只的交易。

综上，标的公司报告期内牛只销售的关联交易，主要系为实现天山军垦下属牧场全面均衡可持续发展，天山军垦将 12 家合资牧场部分富余奶牛销售给天山军垦下属其他牛场以支持其发展，属于天山军垦下属不同牛场之间的资源调配，交易具有必要性及合理性。

（二）交易定价的公允性

报告期内，标的公司牛只销售行为均为内部单位之间发生的交易行为，交易价格基本按照牛只账面价值进行，2018 年和 2019 年关联销售产生的损益分别为 3.07 万元、35.68 万元，损益金额较小，不存在关联方利益输送及交易定价显失公允的情形。

（三）对标的公司财务数据的影响

报告期内，标的公司与关联方之间的牛只销售占标的公司牛只总量的比例情况如下：

项目	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年
牛只销售数量（只）	-	2,747	1,479
期末牛只数量（只）	20,920	19,275	19,256
牛只销售数量/期末牛只数量	-	14.25%	7.68%
牛只销售金额（万元）	-	4,225.87	2,985.99
期末牛只账面价值（万元）	41,438.54	37,656.94	37,595.17
牛只销售金额/期末牛只账面价值	-	11.22%	7.94%

2018 年、2019 年，标的公司向关联方销售牛只的数量占标的公司各期末牛只总量的比例分别为 7.68%、14.25%，牛只销售金额占标的公司各期末生产性生物资产账面价值的比例分别为 7.94%、11.22%，2020 年开始未再发生牛只销售交易。

同时，2018 年和 2019 年，标的公司因牛只采购产生的损益分别为 3.07 万元和 35.68 万元，损益金额较小。因此，标的公司牛只采购对标的公司经营业绩影响较小。

综上，报告期内，标的公司向关联方销售牛只的行为主要系天山军垦作为集团统一管理下属全部牛场，为实现天山军垦下属牧场全面均衡可持续发展，在 12 家牧场子公司牛群自然增长导致养殖场地存在限制的情况下，并且 12 家牧场子公司在不影响自身牛群结构的前提下，将部分牛只销售予天山军垦下属其他牛场，用于支持其他牛场扩大规模，优化牛群结构。报告期内，标的公司牛只销售数量及金额占比相对较低，且基本按照账面价值进行交易，对标的公司财务数据影响较小。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、报告期内，标的公司向关联方采购牛只的行为主要系天山军垦基于其下属其他牛场的养殖定位，同时为扩大标的公司养殖规模、增强盈利能力而进行的。牛只采购数量及金额占比较低，且按照账面价值进行交易，对标的公司财务数据影响较小。因此，报告期内，标的公司关联牛只采购具有必要性及合理性，不存在关联方利益输送及交易定价显失公允的情形。

2、报告期内，标的公司向关联方销售牛只的行为主要系天山军垦作为集团统一管理下属全部牛场，为实现天山军垦下属牧场全面均衡可持续发展，在 12 家牧场子公司牛群自然增长导致养殖场地存在限制的情况下，并且 12 家牧场子公司在不影响自身牛群结构的前提下，将部分牛只销售予天山军垦下属其他牛场，用于支持其他牛场扩大规模，优化牛群结构。报告期内，标的公司牛只销售数量及金额占比相对较低，且基本按照账面价值进行交易。因此，报告期内，标的公司关联牛只销售具有必要性及合理性，不存在关联方利益输送及交易定

价显失公允的情形。。

问题 4：2018 年，你公司向天山军垦出售绿洲牧业、呼图壁养殖公司、振兴牧业、红光牧业、波尔多牧业、桃园牧业股权以及中心牛场、141 牛场、134 牛场的全部养殖业务资产。除报告书已披露的标的公司向关联方采购及销售牛只的情况外，请进一步明确披露本次收购的牧场子公司资产（固定资产及生物资产等）中是否包含以上 2018 年出售的资产，如存在，请说明原因、收购必要性及相关资产定价差异及合理性。请独立财务顾问及评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、本次收购的资产中是否包含上市公司 2018 年出售的 10 家养殖业务资产

2018 年 8 月，经西部牧业股东大会审议通过，西部牧业将其持有的绿洲牧业、呼图壁牧业、振兴牧业、红光牧业、中心牛场、141 牛场、134 牛场、玛纳斯牧业、波尔多牧业、桃园牧业等 10 家自有牧场公司的股权或资产转让予天山军垦。

报告期内，标的公司 12 家牧场子公司与天山军垦下属其他牛场独立经营，除已披露的标的公司向关联方采购及销售牛只的情况外，本次收购的牧场子公司资产中不包含 2018 年出售的资产。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问及评估师认为：除已披露的标的公司向关联方采购及销售牛只的情况外，本次收购的牧场子公司资产中不包含 2018 年上市公司出售的 10 家牧场公司资产。

问题 5：报告期内，标的公司向你公司子公司西牧乳业及花园

乳业合计销售生鲜乳金额分别为 4,377.59 万元、6,658.18 万元和 10,627.19 万元，占其销售生鲜乳收入比例分别为 16.53%、19.29%和 35.24%。

（1）请补充披露标的公司 2020 年前三季度向上市公司销售金额和比例大幅提升的原因及合理性，并请结合报告期内向第三方客户销售均价说明以上销售的价格是否公允。

（2）备考财务数据显示，如合并标的公司，上市公司 2020 年 1-9 月、2019 年营业成本将分别下降 16.12%、5.13%。请说明营业成本备考数的计算过程、下降的原因与合理性。

（3）请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、标的公司 2020 年前三季度向上市公司销售金额和比例大幅提升的原因及合理性，并请结合报告期内向第三方客户销售均价说明以上销售的价格是否公允

（一）2020 年前三季度向上市公司销售金额和比例大幅提升的原因及合理性

报告期内，标的公司与西部牧业子公司花园乳业和西牧乳业（现更名为天山云牧）销售生鲜乳情况如下：

单位：万元

项目	2020 年 1-9 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
花园乳业	6,436.20	21.34%	3,338.34	11.07%	3,057.07	10.14%
西牧乳业	4,190.99	13.90%	3,319.84	11.01%	1,320.52	4.38%
合计	10,627.19	35.24%	6,658.18	22.08%	4,377.59	14.52%

花园乳业和西牧乳业作为新疆尤其是石河子地区大型知名乳品企业，且与标的公司同属八师国资委下属的国有企业，无论是从支持八师整体经济发展，还是从稳定长期战略客户出发，花园乳业和西牧乳业均是标的公司具有战略合作关系的长期重要客户，因此报告期内向上述公司的生鲜乳销售逐年增加。

2020 年前三季度销售金额和比例大幅提升的主要原因和合理性如下：

2019 年以来，国内生鲜乳市场供不应求，奶源尤其是优质奶源成为各大乳企争夺的战略资源。为加快八师畜牧产业整体协调发展，完善上市公司产业链，做大做强西部牧业上市公司平台，2020 年初在八师国资委主导下推动西部牧业与标的公司进行资产重组和业务整合工作。因此，标的公司主动调整下属牧场加强与西部牧业的奶源合作和供应，同时受乳品市场需求导致花园乳业和西牧乳业对生鲜乳需求增加，2020 年标的公司在原有泉旺牧业主要供应花园乳业、曙瑞牧业主要供应西牧乳业的基础上，增加祥瑞牧业、三盈牧业和利群牧业部分奶源供应花园乳业，增加天锦牧业部分奶源供应西牧乳业，使得标的公司对花园乳业和西牧乳业的销售大幅增加。2020 年 1-9 月，标的公司对西牧乳业和花园乳业的生鲜乳销售数量分别由 2019 年的 8,258.31 吨和 8,487.08 吨增长至 2020 年 1-9 月份的 9,861.15 吨和 14,912.55 吨，增长 19.41%和 75.71%。

（二）向上市公司生鲜乳销售价格公允性的说明

报告期内，标的公司主要客户为蒙牛乳业、伊利食品、乳旺乳业、花园乳业、西牧乳业、天润乳业六家，上述六家客户销售合计占比在 95%以上。

报告期，标的公司向主要客户的销售情况如下：

2020 年 1-9 月					
序号	**客户名称**	**产品名称**	**销售收入（万元）**	**销售数量（吨）**	**销售单价（元/公斤）**
1	乳旺乳业	生鲜乳	8,179.25	18,503.62	4.42
2	花园乳业	生鲜乳	6,436.20	14,912.55	4.32
3	蒙牛乳业	生鲜乳	5,640.38	12,844.21	4.39
4	西牧乳业	生鲜乳	4,190.99	9,861.15	4.25
5	伊利食品	生鲜乳	3,162.91	7,047.11	4.49
6	天润乳业	生鲜乳	1,356.96	3063.12	4.43
合计			**28,966.69**	**66,231.76**	**4.37**

2019 年					
序号	客户名称	产品名称	销售收入（万元）	销售数量（吨）	销售单价（元/公斤）
1	蒙牛乳业	生鲜乳	8,555.13	20,884.58	4.10
2	伊利食品	生鲜乳	7,365.60	17,537.14	4.20
3	乳旺乳业	生鲜乳	6,921.37	16,919.16	4.09
4	天润乳业	生鲜乳	3,436.40	8,685.45	3.96
5	花园乳业	生鲜乳	3,338.34	8,487.08	3.93
6	西牧乳业	生鲜乳	3,319.84	8,258.31	4.02
合计			**32,936.68**	**80,771.72**	**4.08**
2018 年					
序号	客户名称	产品名称	销售收入（万元）	销售数量（吨）	销售单价（元/公斤）
1	乳旺乳业	生鲜乳	8,102.12	23,690.59	3.42
2	天润乳业	生鲜乳	5,793.35	16,592.85	3.49
3	蒙牛乳业	生鲜乳	4,472.03	12,170.98	3.67
4	伊利食品	生鲜乳	3,085.99	8,117.91	3.80
5	花园乳业	生鲜乳	3,057.07	8,991.38	3.40
6	西牧乳业	生鲜乳	1,320.52	3,617.87	3.65
合计			**25,831.08**	**73,181.58**	**3.53**

从最近三年主要客户销售单价分析可以看出，报告期内对主要客户均按照市场价格定价，销售单价不存在明显差异。其中：伊利食品和蒙牛乳业的销售单价平均要略高于乳旺乳业、花园乳业和西牧乳业等石河子本地乳企，一方面是蒙牛乳业和伊利食品加工基地分别在昌吉和乌鲁木齐，销售单价含 0.10 元运费，另一方面，相比蒙牛乳业和伊利食品，标的公司与石河子本地乳企在生鲜乳销售方面更加便捷，合作关系更加长期和紧密。2020 年 1-9 月，标的公司对西牧乳业和花园乳业的平均销售价格均低于其他销售客户，主要是 2020 年开始标的公司在八师进一步整合发展畜牧产业、提升整体竞争力的背景下，加大与西牧乳业和花园乳业的奶源合作和长期稳定供应，标的公司对西牧乳业和花园乳业价格上涨幅度略低于其他客户所致。

标的公司向西牧乳业和花园乳业的平均销售单价分别为 4.25 元和 4.32 元，较标的公司 2020 年 1-9 月前六大客户销售平均单价 4.37 元分别低 0.12 元和

0.05 元，低 2.75%和 1.14%。假设标的公司 2020 年 1-9 月份，对西牧乳业和花园乳业平均销售价格提升至 4.37 元，则标的公司净利润增加 192.90 万元，占标的公司当期净利润 4,429.56 万元的 4.35%，对标的公司 2020 年 1-9 月份的净利润影响较小。

综上，对比西牧乳业和花园乳业两家关联方 2018 年和 2019 年的生鲜乳平均销售价格与其他非关联方平均销售价格，没有明显差异。2020 年 1-9 月，西牧乳业和花园乳业平均价格均低于其客户，主要系为加强八师畜牧整体竞争力，双方加强奶源合作与长期稳定供应，标的公司对西牧乳业和花园乳业价格上涨幅度略低于其他客户所致。经测算，上述价格差异与当期前六大客户平均销售价格低 2.75%和 1.14%，价格差异不大，对标公司当期净利润影响为 4.35%，比例较小。因此，报告期标的公司与西牧乳业和花园乳业的关联交易大幅增长具有合理性，关联销售价格公允。

二、营业成本备考数的计算过程

备考财务数据填写过程中，将西部牧业 2019 年及 2020 年 1-9 月的营业成本误填写为营业总成本，公司已对重组报告书相关内容进行了修正，具体如下：

“

根据上市公司未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表、经审计的 2019 年财务报表以及经审阅的备考财务报表，上市公司最近一年一期主要财务数据比较如下：

单位：万元

项目	2020 年 1-9 月			2019 年		
	实际数	备考数	变化率	实际数	备考数	变化率
营业收入	58,412.09	67,517.57	15.59%	64,901.12	82,800.66	27.58%
营业成本	45,505.60	48,216.29	5.96%	55,912.06	66,317.54	18.61%
营业利润	1,169.84	4,963.07	324.25%	-4,497.02	-804.68	82.11%
利润总额	1,309.27	5,006.93	282.42%	-4,986.89	-1,262.19	74.69%
净利润	1,285.50	4,874.17	279.17%	-5,112.39	-1,387.69	72.86%
归母净利润	637.24	4,242.81	565.81%	-5,716.80	-1,992.10	65.15%
基本每股收益	0.03	0.15	400.00%	-0.27	-0.07	74.07%

”

由上表可以看出，如合并标的公司，上市公司 2020 年 1-9 月、2019 年营业成本将分别上升 18.61%和 5.96%。

由于上市公司与标的公司报告期内存在生鲜乳、精饲料等产品的交易行为，因此，在计算营业成本备考数将内部交易产生的营业成本予以抵消，具体计算公式及过程如下：

1、营业成本备考数的计算公式

营业成本备考数：上市公司计算期内营业成本+标的公司计算期内营业成本-上市公司与标的公司计算期内内部销售成本

2、营业成本备考数的具体计算过程

单位：万元

年度	上市公司	标的公司	调整数	合计	抵销数	备考数
2020 年 1-9 月	45,505.60	24,486.62	141.74	70,133.96	-21,917.67	48,216.29
2019 年度	55,912.06	28,012.39		83,924.45	-17,606.91	66,317.54

注：2020 年 1-9 月调整数系上市公司原收购花园乳业和西牧乳业评估增值的当期摊销。

具体备考营业成本抵销明细如下：

单位：万元

项目	2020 年 1-9 月金额	2019 年度金额
标的公司采购泉牲饲料	11,424.97	11,078.85
期末饲料未实现利润	-119.33	-142.81
标的公司向西牧乳业销售生鲜乳	4,190.99	3,319.84
标的公司向花园牧业销售生鲜乳	6,436.20	3,338.34
期末生鲜乳未实现利润	-15.15	12.68
合计	**21,917.67**	**17,606.91**

注：2019 年度抵销标的公司采购泉牲饲料金额 11,078.85 万元，与标的公司报告中披露的关联交易额 12,587.22 万元差额 1,508.37 万元，系上市公司 2019 年度抵销的向标的公司中属于其联营企业销售饲料的交易。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司 2020 年前三季度向上市公司销售金额和比例大幅提升的原因主要系在本次交易的背景下，上市公司与标的公司之间加强了合作力度，具有

合理性。

2、报告期内，标的公司按市场价格向西牧乳业、花园乳业销售生鲜乳，与向其他客户销售的生鲜乳价格不存在明显差异，关联定价具有公允性；

3、修正后，如合并标的公司，上市公司 2020 年 1-9 月、2019 年营业成本将分别上升 18.61%和 5.96%。

问题 6：报告期内，标的公司向你公司子公司泉牲牧业采购饲料的交易金额分别为 6,437.53 万元、12,587.22 万元和 11,424.97 万元。请补充披露上述采购金额占报告期内饲料采购额及采购总额的比例，结合向第三方采购饲料价格等信息，论证报告期内标的公司向泉牲牧业采购饲料的定价是否公允。请独立财务顾问及会计师核查并发表意见。

回复：

一、报告期标的公司向泉牲牧业采购情况

标的公司与西部牧业发生的饲料采购业务主要是与西部牧业子公司泉牲牧业发生。泉牲牧业作为石河子本地最大的饲料企业之一，目前是标的公司最大的饲料供应商。报告期内饲料采购情况如下：

单位：万元

公司	2020 年 1-9 月			2019 年			2018 年		
	金额	饲料采购占比	采购总额占比	金额	饲料采购占比	采购总额占比	金额	饲料采购占比	采购总额占比
泉牲牧业	11,424.97	94.96%	27.68%	12,587.22	95.07%	31.03%	6,437.53	54.16%	18.14%

2018 年，标的公司的饲料供应商除泉牲牧业外，还有新天龙饲料、嘉吉饲料和天康饲料。泉牲牧业采购饲料的占比为 54.16%。2018 年 7 月以来，为全面提升下属牧场牛群质量、生鲜乳产量，改善饲料配方、提升饲料品质、提高营养和适口性并保证饲料供应是重要举措之一，为此与泉牲牧业达成战略合作，结合标的公司牧场牛群的实际情况，由泉牲牧业联合针对性开发、调整泌乳牛和后备牛饲料配方，除犊牛用精饲料外，标的公司全部精饲料均由泉牲牧业供

应。2019 年和 2020 年 1-9 月向泉牲牧业饲料采购占比分别达到 95.07%和 94.96%。

二、采购价格公允性的说明

报告期内，标的公司向泉牲牧业采购饲料主要为泌乳牛料和后备牛（育成牛、青年牛）料，具体采购数量及单价情况如下：

项目	期间	数量（吨）	金额（万元）	单价（元/公斤）
泌乳牛料	2020 年 1-9 月	27,975.68	9,426.56	3.37
	2019 年	32,913.80	9,847.71	2.99
	2018 年	18,381.65	4,995.43	2.71
后备牛料	2020 年 1-9 月	3,923.92	1,230.64	3.14
	2019 年	5,543.98	1,597.19	2.88
	2018 年	2,539.59	666.76	2.62

2018 年，标的公司除向泉牲牧业采购泌乳牛料和后备牛料，还向新天龙饲料、嘉吉饲料和天康饲料采购泌乳牛料和后备牛料，平均采购单价对比如下：

单位：元/公斤

期间	项目	泉牲牧业	新天龙饲料	嘉吉饲料	天康饲料
2018 年	泌乳牛料	2.71	2.62	2.88	2.95
2018 年	后备牛料	2.62	2.51	2.65	2.80

2019 年和 2020 年 1-9 月，标的公司的泌乳牛料和后备牛料，未向第三方采购。因此对比新疆区域主要饲料供应商新天龙饲料和天康饲料的同期平均单价情况如下：

单位：元/公斤

期间	项目	泉牲牧业	新天龙饲料	天康饲料
2020 年 1-9 月	泌乳牛料	3.37	3.25	3.50
	后备牛料	3.14	3.05	3.25
2019 年	泌乳牛料	2.99	2.95	3.20
	后备牛料	2.88	2.75	2.95

从饲料平均单价对比可以看出，报告期内标的公司向泉牲牧业采购单价低于天康饲料和嘉吉饲料，但高于新天龙饲料。主要原因为：不同供应商饲料价

格差异主要受配方、公司品牌和销售服务等因素影响，同类饲料在配方差异不大的情况下，天康饲料和嘉吉饲料作为新疆本土最大的饲料供应商和跨国饲料集团，上述两家的销售价格相对较高，泉牲牧业作为石河子地区最大的饲料供应商，销售价格略低，新天龙饲料作为石河子本地中小饲料供应商，销售价格最低，一般价格差在 5%-10%。

2018 年，标的公司向泉牲牧业采购泌乳牛料和后备牛料的平均采购单价分别为 2.71 元和 2.62 元，较同期向嘉吉饲料和天康饲料的同类饲料最高采购单价 2.95 元和 2.80 元分别低 8.85%和 6.87%。2019 年向泉牲牧业采购泌乳牛料和后备牛料的平均采购单价分别为 2.99 元和 2.88 元，较天康饲料的市场平均销售价格 3.20 元和 2.95 元低 7.02%和 2.43%；2020 年 1-9 月向泉牲牧业采购泌乳牛料和后备牛料的采购单价分别为 3.37 元和 3.14 元，较天康饲料的市场平均销售价格 3.50 元和 3.25 元低 3.86%和 3.50%。

报告期标的公司向泉牲牧业采购饲料的价格低于天康饲料等国内大型饲料集团的主要原因为：

1、2018 年 4 月前，标的公司饲料主要由泉牲牧业、新天龙饲料、嘉吉饲料和天康饲料供应。为进一步提升奶牛单产水平及节约养殖成本，标的公司 2018 年开始对饲料配方和供应进行优化，泉牲牧业作为石河子本地区最大的饲料供应商，设备先进、产能充足、管理规范，能够满足标的公司长期稳定供应，且泉牲牧业厂址亦位于石河子市，具备运输成本低且供应稳定的优势，有利于泉牲牧业与标的公司深度紧密合作。

2、自 2018 年 7 月，标的公司开始与泉牲牧业建立了长期稳定的合作关系以实现双方的共同发展。从泉牲牧业角度出发，标的公司 12 家牧场子公司每年较大的精饲料需求量降低了泉牲牧业的市场推广费用，节约了产品销售费用；从标的公司角度出发，在获得比天康饲料和嘉吉饲料更优惠的价格基础上，泉牲牧业可以为标的公司根据不同牛场的牛群特点和养殖实际情况针对性的开发不同品类的饲料配方，提供针对性更强、性价比更高的优质饲料，提高饲料营养成分和适口性，提升奶牛单产水平。

因此，报告期内标的公司向泉牲牧业采购饲料价格合理、公允。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：2018 年标的公司向泉牲牧业的饲料采购单价与第三方不存在明显差异。鉴于 2019 年以来，除犊牛料外，标的公司奶牛饲养所需的饲料全部由泉牲牧业供应，未向第三方采购，通过对比疆内其他饲料生产企业数据，报告期内标的公司与上市公司的关联采购定价公允。同时，本次交易完成后，上述关联交易将予以消除。

问题 7：报告书显示，为避免本次交易完成后新增同业竞争情形，天山军垦将其子公司双顺牧业委托给你公司经营管理。

（1）上市公司受托管理双顺牧业，请说明是否需要将双顺牧业纳入合并报表范围、具体会计处理及是否符合《企业会计准则》的规定，结合双顺牧业财务数据说明上述委托经营对上市盈利能力及业绩的具体影响。

（2）结合双顺牧业报告期内主要财务数据和经营数据（含奶牛数量及牛群结构情况）、报告期内双顺牧业的供应商及客户与天山广和的重合情况、重合客户及供应商的交易占比，补充披露委托经营过程中协调双顺牧业及天山广和利益的具体措施，进一步论证并补充披露通过委托经营方式能否有效避免本次交易后新增同业竞争，委托经营价格的确定过程及是否公允，本次交易是否会对上市公司独立性产生影响。

（3）请独立财务顾问、会计师和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、上市公司受托管理双顺牧业，请说明是否需要将双顺牧业纳入合并报表范围、具体会计处理及是否符合《企业会计准则》的

规定，结合双顺牧业财务数据说明上述委托经营对上市盈利能力及业绩的具体影响。

（一）受托管理双顺牧业的会计处理

上市公司受托管理双顺牧业后，不将双顺牧业纳入合并报表范围，上市公司收取的受托管理费会计处理上计入“其他业务收入”，并按税法规定计缴相关税费。

根据《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》准则第七条规定，合并财务报表的合并范围应当以控制为基础予以确定。控制，是指投资方拥有对被投资方的权力，通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报，并且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。

2021 年 2 月，上市公司与天山军垦及其子公司双顺牧业签订委托经营管理协议，委托范围溯及其生产、经营和管理，并按照其上一年经审计的资产总额的 0.2%收取委托管理费用，上市公司收取的是固定回报。上市公司与双顺牧业并非投资与被投资关系，双方签订委托经营管理协议的目的并非对其达到控制，而是避免发生同业竞争，上市公司并没有处置双顺牧业重大资产的权限，通过资产的优化配置获得可变回报的权利受到限制。

（二）委托经营对上市公司盈利能力及业绩的影响

2020 年 9 月 30 日，双顺牧业资产总额 62,208.36 万元，按《委托经营管理协议》的约定，上市公司每年可收取约 124.42 万元的管理费。

综上，上市公司按照委托管理协议约定，受托管理双顺牧业，并未对双顺牧业实施控制，因而无需将其纳入合并报表范围，符合《企业会计准则》规定。

二、结合双顺牧业报告期内主要财务数据和经营数据（含奶牛数量及牛群结构情况）、报告期内双顺牧业的供应商及客户与天山广和的重合情况、重合客户及供应商的交易占比，补充披露委托经营过程中协调双顺牧业及天山广和利益的具体措施，进一步论证并补充披露通过委托经营方式能否有效避免本次交易后新增同业竞争，

委托经营价格的确定过程及是否公允，本次交易是否会对上市公司独立性产生影响

（一）双顺牧业报告期内主要财务数据

单位：万元

项目	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年
资产总额	62,208.36	58,739.19	52,227.95
负债总额	23,232.71	18,143.66	18,893.29
股东权益总额	38,975.64	40,595.53	33,334.66
营业收入	7,635.66	7,266.60	4,870.79
营业成本	8,118.57	7,064.22	5,945.23
营业利润	-1,705.19	-2,325.27	-4,246.31
净利润	-1,620.38	-2,929.61	-4,209.37

（二）双顺牧业报告期内主要经营数据

项目	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年
生鲜乳平均销售单价（元）	4.33	4.01	3.48
销售数量（吨）	13,047.29	13,818.97	9,901.76
期末奶牛总数（头）	6,597	6,756	5,525
其中：期末产畜数量	3,173	2,807	2,360
期末幼畜数量	3,424	3,949	3,165
期末犊公牛数量	30	143	100
期末肉牛数量	1,237	1,467	1,935
营业收入（万元）	7,635.66	7,266.60	4,870.79
其中：生鲜乳销售收入	5,648.57	5,534.52	3,449.92
犊公牛销售收入	701.11	241.90	262.97
肉牛销售收入	1,285.97	1,490.18	1,157.90
营业成本（万元）	8,118.57	7,064.22	5,945.23
其中：生鲜乳销售成本	4,993.21	4,898.80	2,918.63
犊公牛销售成本	815.23	308.66	211.66
肉牛销售成本	2,310.13	1,856.76	2,814.94
净利润（万元）	-1,620.38	-2,929.61	-4,209.37

（三）报告期内双顺牧业的供应商及客户与天山广和的重合情况

鉴于标的公司与双顺牧业均主要从事奶牛的规模化养殖业务，且双方下属各牧场均地处石河子市，导致双方的主要客户及供应商存在一定的重合情况。报告期内，标的公司与双顺牧业重合客户及供应商的交易占比情况如下所示：

单位：万元

项目	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年
销售			
天山广和生鲜乳重合客户收入	21,287.80	22,112.08	16,951.86
天山广和合并主营业务收入	30,158.88	34,513.36	26,487.11
占比	70.59%	64.07%	64.00%
双顺牧业生鲜乳重合客户收入	5,648.57	5,534.52	3,949.92
双顺牧业合并主营业务收入	7,635.66	7,266.60	4,870.79
占比	73.98%	76.16%	81.09%
采购			
天山广和重合供应商采购	20,996.18	21,902.53	22,559.87
天山广和采购总额	26,692.97	31,793.90	30,732.39
占比	78.66%	68.89%	73.41%
双顺牧业重合供应商采购	6,473.24	9,286.64	8,695.48
双顺牧业采购总额	10,446.51	9,956.78	12,571.26
占比	61.97%	93.27%	69.17%

1、客户重合的原因

天山广和及双顺牧业均主要从事奶牛规模化养殖并对外销售生鲜乳。

根据《乳品质量安全管理条例》、《奶业整顿和振兴规划纲要》等规范，挤出的生鲜乳应在 2 小时之内冷却到 0—4℃保存。贮奶罐内生鲜乳温度应保持 0—4℃。生鲜乳挤出后在贮奶罐的贮存时间不应超过 48 小时。同时对于生鲜乳的运输设备也提出要求，生鲜乳运输罐应保温隔热、防腐蚀、便于清洗。所以导致生鲜乳不便进行长途运输。标的公司和双顺牧业均地处新疆石河子地区，石河子及周边区域拥有伊利食品、蒙牛乳业、花园乳业、天润乳业、西牧乳业、乳旺乳业等少数大型乳制品企业，对生鲜乳的需求量巨大，导致标的公司及双

顺牧业报告期内均存在向上述客户销售的情况，该等客户重叠具有合理性。

2、供应商重合的原因

标的公司与双顺牧业均从事奶牛的规模化养殖业务，主要原材料包括精饲料、青贮、苜蓿、麦草等。上述原材料具备需求量大及单位价格较低的特点，为保证原材料供应的稳定性，标的公司与双顺牧业重要原材料均主要从石河子当地大型的饲草料供应商处采购。报告期内，标的公司精饲料的供应商均主要为泉牲牧业，草料等重合的主要供应商包括石河子市花园镇辉煌牧业收获机械专业合作社、新疆天屹顺泽商贸有限公司、石河子市智彬装卸有限公司、新疆金八达生物科技有限公司、昌吉市春乐农业种植专业合作社、新疆金荷牧源畜牧科技有限公司等。

报告期内，标的公司下属 12 家牧场子公司与双顺牧业及其下属牛场独立经营并单独进行绩效考核，不存在人为操纵收入、成本混淆的情况。

（四）委托经营过程中协调双顺牧业及天山广和利益的具体措施，进一步论证并补充披露通过委托经营方式能否有效避免本次交易后新增同业竞争，委托经营价格的确定过程及是否公允，本次交易是否会对上市公司独立性产生影响

1、与天山军垦消除相关同业竞争之前，本次交易后上市公司生产经营预计不会受到重大不利影响

从标的公司主要产品生鲜乳销售层面来看，我国乳制品行业整体呈现增长态势，在 2005 年达到千亿规模之后迅速扩容，其后十余年间复合增长率达 8.93%。2020 年乳制品市场零售总额突破 4,146 亿元。根据欧睿预测，未来五年我国乳制品市场仍将稳步发展，至 2025 年乳制品市场规模或将突破 5,400 亿。

此外我国生鲜乳供给端仍处于供不应求的状态，奶源企业很难快速增加供给满足需求。根据《2020 中国奶业统计资料》披露，2010-2019 年我国乳牛存栏数量从 1211 万头下降至 1037 万头。第三方咨询机构 Frost&Sullivan 预计至 2024 年我国原奶供需仍然将存在 1,920 万吨缺口。

随着上游乳制品加工行业的持续发展，标的公司生鲜乳产品作为产业链的上游，市场需求空间较大，生鲜乳生产能力能够得到市场有效消化。报告期内，

标的公司及双顺牧业生鲜乳的产销率情况如下：

项目		2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年
标的公司	产量（吨）	71,546.43	87,609.67	77,839.53
	销量（吨）	69,386.28	85,098.61	76,430.40
	产销率	96.98%	97.13%	98.19%
双顺牧业	产量（吨）	13,420.81	14,196.36	10,108.00
	销量（吨）	13,047.29	13,818.97	9,901.76
	产销率	97.22%	97.34%	97.96%

报告期内标的公司及双顺牧业的生鲜乳产销率维持在 97%上下，产品不存在销售风险，产量与销量的差异主要系犊牛消耗所致。

同时，标的公司及双顺牧业目前均已与主要客户签订有期间在 1-3 年的长期生鲜乳供货协议，截至本问询函回复出具日，标的公司及双顺牧业主要在手订单情况如下：

序号	收购人	销售方	履行期限	数量	价格
标的公司	伊利食品	天盈牧业	2020.04.01-2023.02.28	所产的全部合格生鲜乳	根据市场价格，随行就市
	蒙牛乳业	阜瑞牧业	2019.04.01-2021.05.31	按月度供奶计划交付	
	乳旺乳业	利群牧业	2020.02.29-2021.07.30	26,000 公斤/天（上下浮动范围：10%）	
	乳旺乳业	西锦牧业	2020.07.31-2021.07.30	16,000 公斤/天（上下浮动范围：10%）	
	乳旺乳业	双鹤牧业	2020.07.31-2021.07.30	20,000 公斤/天（上下浮动范围：10%）	
	花园乳业	泉旺牧业	2020.04.05-2023.04.04	660,000 公斤/月（上下浮动范围：10%）	
	花园乳业	三盈牧业	2020.01.30-2023.01.29	660,000 公斤/月（上下浮动范围：10%）	
	西牧乳业	曙瑞牧业	2019.01.01-2022.12.31	700 吨/月（上下浮动范围：10%）	
	花园乳业	祥瑞牧业	2020.01.30-2023.01.29	360,000 公斤/月（上下浮动范围：10%）	
	乳旺乳业	东润牧业	2020.07.31-2021.07.30	20,000 公斤/天（上下浮动范围：10%）	
	花园乳业	梦园牧业	2021.02.07-2022.03.31	600000 公斤/月（上下浮动范围：10%）	
	西牧乳业	天锦牧业	2020.12.10-2021.12.11	全部生鲜乳	
双顺牧业	西部生态	红光牧业	2019.10.01-2022.10.01	每日生产的全部生鲜乳	
	西部生态	振兴牧业	2019.10.01-2022.10.01	每日生产的全部生鲜乳	
	西部生态	双顺牧业	2019.10.01-2022.10.01	每日生产的全部生鲜乳	

	花园乳业	双顺牧业	2018.10.01-2021.09.31	600000 公斤/月（上下浮动范围：10%）	

标的公司及双顺牧业目前的在手订单已全部覆盖了标的公司的生产能力。报告期内，上述生鲜乳销售协议滚动签订，充足的在手订单情况对标的公司生鲜乳的销售提供了有利保障，未来标的公司与双顺牧业在产品销售方面发生利益冲突的可能性较小。

从标的公司主要采购情况来看，标的公司12家牧场分布于八师12个农牧团场，区别于其他同行业可比公司，标的公司的下属牧场全部位于新疆牧区。新疆三山和两盆的周围，拥有大片优良的牧场，新疆饲草料资源丰富，牧草品种多、质量好，能够为标的公司及双顺牧业提供稳定的饲草料供应。目前，上市公司全资子公司泉牲牧业拥有21万吨/年的精饲料生产能力，远超标的公司及双顺牧业目前每年精饲料需求量。因此，标的公司饲草料供应较为充足，未来与双顺牧业在原材料采购发生利益纠纷的可能性亦较小。

综上，考虑下游乳制品行业庞大的市场需求、上游饲草料市场的充足供应、报告期内标的公司生产经营状况及目前拥有的在手订单等因素，预计与天山军垦消除同业竞争之前，本次交易完成后上市公司生产经营不会受到重大不利影响。

2、通过委托经营方式能否有效避免本次交易后新增同业竞争

鉴于双顺牧业报告期内持续处于亏损状态，为增强上市公司的盈利能力，本次交易未将双顺牧业纳入收购范围。为避免本次交易完成后与交易对方天山军垦存在的潜在同业竞争情况，天山军垦与上市公司签订了《委托经营管理协议》，约定在本次交易完成后至同业竞争解决前，由上市公司负责双顺牧业的采购、生产、销售、财务、人员管理及经营决策。本次交易完成后，将由上市公司向被托管企业派驻管理人员，双顺牧业的经营管理将由上市公司统一调度。同时，天山军垦已出具了《关于同业竞争事项的承诺函》，若双顺牧业未来能够形成稳定的现金流量及盈利水平，本企业将根据西部牧业的业务发展需要，优先将相关业务转让给西部牧业。

考虑标的公司与双顺牧业未来发生利益纠纷的可能性较小，及本次交易完成后，上市公司可以对双顺牧业的日常经营进行管控，避免其损害自身的利益

等因素；结合天山军垦做出的承诺，上市公司与天山军垦之间的同业竞争可得到消除，不会对标的公司的独立性产生不利影响。

3、委托经营价格的确定过程及是否公允

委托经营管理价格主要系参考《委托经营管理协议》中上市公司应履行的管理职能并经双方友好协商进行确定。鉴于 2019 年标的公司共发生 233.82 万元的管理人员工资支出，结合双顺牧业及其下属牛场目前牛群规模、净资产规模、销售规模均不足标的公司的二分之一水平，按《委托经营管理协议》中约定的按资产总额的 0.2%（每年约 120 万元）的价格收取委托经营管理费用具有公允性，不存在损害上市公司利益的情况。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、上市公司受托管理双顺牧业并收取固定回报，无需将双顺牧业纳入合并报表范围，符合《企业会计准则》的规定。

2、结合标的公司与双顺牧业的供应商及客户重合情况，本次交易完成后，标的公司与双顺牧业未来发生利益纠纷的可能性较小，且上市公司可以对双顺牧业的日常经营进行管控，避免其损害自身的利益等因素；结合天山军垦做出的承诺，上市公司与天山军垦之间的同业竞争可得到消除，不会对标的公司的独立性产生不利影响。

3、委托经营管理价格主要系参考《委托经营管理协议》中上市公司应履行的管理职能并经双方友好协商进行确定，委托管理价格具有公允性。

问题 8：备考财务数据显示，本次交易完成后，上市公司流动比率与速动比例均有下降。请补充披露报告书所述“财务风险有所下降，本次交易有利于改善上市公司资产质量及财务状况”的依据与合理性。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、“财务风险有所下降，本次交易有利于改善上市公司资产质

量及财务状况”的依据与合理性

本次交易完成后，根据截至 2020 年 9 月 30 日的上市公司备考财务数据，上市公司的流动比率和速动比率均有下降，短期偿债能力有所下降，但资产负债率由 45.01%下降至 33.53%，长期偿债能力有所增强。

（一）资产结构分析

单位：万元

项目	2020 年 9 月 30 日			2019 年 12 月 31 日		
	实际数	备考数	增长率	实际数	备考数	增长率
货币资金	11,243.07	18,757.25	66.83%	6,163.72	6,439.95	4.48%
交易性金融资产	-	-	-	2,900.00	2,900.00	0.00%
应收票据	16.91	16.91	0.00%	60.80	60.80	0.00%
应收账款	13,823.82	9,869.50	-28.61%	9,328.35	10,385.11	11.33%
预付款项	7,134.57	9,124.18	27.89%	2,205.05	2,971.41	34.75%
其他应收款	7,584.95	7,032.91	-7.28%	6,913.12	6,706.18	-2.99%
存货	12,159.33	24,339.39	100.17%	11,586.65	22,467.07	93.90%
其他流动资产	5,128.80	5,128.80	0.00%	5,272.58	5,272.58	0.00%
流动资产合计	**57,091.44**	**74,268.94**	**30.09%**	**44,430.26**	**57,203.09**	**28.75%**
长期股权投资	9,001.93	4,709.85	-47.68%	8,995.79	5,152.44	-42.72%
固定资产	38,339.09	93,217.29	143.14%	40,254.46	92,333.00	129.37%
在建工程	807.01	807.01	0.00%	580.59	580.59	0.00%
无形资产	6,771.94	6,805.59	0.50%	6,848.26	6,887.68	0.58%
生产性生物资产	-	44,736.21	-	-	37,490.19	-
商誉	149.80	149.80	0.00%	149.80	149.80	0.00%
长期待摊费用	34.46	34.46	0.00%	35.88	35.88	0.00%
递延所得税资产	608.87	488.19	-19.82%	608.87	608.87	0.00%
其他非流动资产	2,808.29	2,246.65	-20.00%	3,033.20	3,033.20	0.00%
非流动资产合计	**58,521.40**	**153,195.05**	**161.78%**	**60,506.84**	**146,271.64**	**141.74%**
资产总计	**115,612.85**	**227,463.99**	**96.75%**	**104,937.10**	**203,474.73**	**93.90%**

本次交易完成后，在不考虑募集配套资金的情况下，上市公司截至 2019 年 12 月 31 日和 2020 年 9 月 30 日的资产总额增幅分别为 93.90%和 96.75%。

截至 2020 年 9 月 30 日，本次交易导致公司流动资产上升 30.09%，非流动

资产上升 161.78%。本次交易后，流动资产占资产总额的比例从交易前的 49.38%下降至交易后的 32.65%，非流动资产占资产总额的比例从交易前的 50.62%上升到 67.35%，非流动资产比重大幅上升，资产结构发生较大变化。

截至 2020 年 9 月 30 日，上市公司、标的公司及备考合并报表各项非流动资产占总资产比例如下：

单位：万元

科目	西部牧业		天山广和		备考报表	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
长期股权投资	9,001.93	7.79%	-	-	4,709.85	2.07%
固定资产	38,339.09	33.16%	51,037.56	43.37%	93,217.29	40.98%
在建工程	807.01	0.70%	-	-	807.01	0.35%
无形资产	6,771.94	5.86%	32.64	0.03%	6,805.59	2.99%
生物性生物资产	-	-	41,438.54	35.21%	44,736.21	19.67%
商誉	149.80	0.13%	-	-	149.80	0.07%
长期待摊费用	34.46	0.03%	-	-	34.46	0.02%
递延所得税资产	608.87	0.53%	-	-	488.19	0.21%
其他非流动资产	2,808.29	2.43%	-	-	2,246.65	0.99%
非流动资产合计	58,521.40	50.62%	92,508.74	78.60%	153,195.05	67.35%
总资产	115,612.85	100.00%	117,689.21	100.00%	227,463.99	100.00%

从上表分析，本次交易后上市公司非流动资产占比大幅上升的主要原因是标的公司作为奶牛养殖企业牛舍等固定资产和奶牛生产性生物性资产账面金额较大及总资产占比较高所致。

截至 2020 年 9 月 30 日，乳制品行业上市公司非流动资产占总资产比例对比如下：

证券代码	证券简称	非流动资产占总资产比例
002329.SZ	皇氏集团	59.32%
002570.SZ	贝因美	44.66%
002719.SZ	*ST 麦趣	50.71%
002732.SZ	燕塘乳业	72.02%
002770.SZ	ST 科迪	39.68%
002910.SZ	庄园牧场	71.70%

002946.SZ	新乳业	76.90%
300898.SZ	熊猫乳品	40.82%
600419.SH	天润乳业	67.79%
600429.SH	三元股份	73.27%
600597.SH	光明乳业	55.87%
600882.SH	妙可蓝多	60.24%
600887.SH	伊利股份	51.50%
605388.SH	均瑶健康	9.70%
	平均值	**55.30%**
	上市公司（备考）	**67.35%**

对比乳制品同行业上市公司资产结构可以看出，本次交易后，西部牧业资产结构变化符合乳制品行业总体资产结构特征。本次交易后西部牧业非流动资产占总资产比例为 67.35%，略高于行业平均值 55.30%；但与规模相当的天润乳业和庄园牧业相比（天润乳业和庄园牧业的非流动资产占总资产比例分别为67.79%和 71.70%.）相差不大。因此，本次交易后，西部牧业的资产结构变化具有合理性。

综上所述，本次交易完成后，上市公司资产规模大幅提升；同时由于标的公司奶牛养殖的固定资产和生物性资产占比较大，本次交易后，上市公司资产结构发生较大影响，非流动资产占总资产比例大幅上升，上述资产结构的变化符合行业特征，具备合理性。

（二）负债结构分析

单位：万元

项目	2020 年 9 月 30 日			2019 年 12 月 31 日		
	实际数	备考数	增长率	实际数	备考数	增长率
短期借款	21,200.00	22,700.00	7.08%	17,600.00	18,100.00	2.84%
应付票据	-	1,750.00	-	-	-	-
应付账款	18,094.39	26,125.25	44.38%	11,028.18	25,102.13	127.62%
预收款项	3,095.27	-	-100.00%	2,668.80	2,704.19	1.33%
合同负债	-	3,912.40	-	-	-	-
应付职工薪酬	779.45	1,121.86	43.93%	895.13	1,310.06	46.35%

应交税费	258.31	1,172.64	353.97%	174.32	836.84	380.06%
其他应付款	5,162.53	16,041.60	210.73%	5,369.84	52,374.75	875.35%
应付股利	1,098.48	-	-100.00%	1,098.48	-	-100.00%
一年内到期的非流动负债	-	-	-	-	16.55	-
流动负债合计	**48,589.95**	**72,823.74**	**49.87%**	**37,736.27**	**100,444.52**	**166.18%**
长期应付款	97.80	97.80	0.00%	126.49	126.49	0.00%
递延收益	3,022.36	3,022.36	0.00%	3,257.11	6,260.94	92.22%
递延所得税负债	325.78	314.08	-3.59%	325.78	325.78	0.00%
非流动负债合计	**3,445.94**	**3,434.25**	**-0.34%**	**3,709.38**	**6,713.20**	**80.98%**
负债合计	**52,035.90**	**76,257.99**	**46.55%**	**41,445.65**	107,157.72	158.55%

本次交易完成后，在不考虑募集配套资金的情况下，截至 2019 年 12 月 31 日和 2020 年 9 月 30 日，上市公司的负债总额增幅分别为 158.55%和 46.55%。

截至 2020 年 9 月 30 日，本次交易导致上市公司流动负债上升 49.87%，非流动负债降低 0.34%。其中流动负债中其他应付款增幅较大，主要为天山广和欠付天山军垦的其他应付款 8,384.12 万元。本次交易前后，上市公司的负债均以流动负债为主，流动负债占负债总额的比例由交易前的 93.37%上升至交易后的 95.50%，基本未发生变化。

综上所述，本次交易完成后，公司的负债规模有所上升，公司最近一期的负债结构基本没有变化。

（三）本次交易完成后公司偿债能力和财务安全性分析

本次交易前后，公司偿债能力指标如下：

项目	2020 年 9 月 30 日		2019 年 12 月 31 日	
	实际数	备考数	实际数	备考数
资产负债率	45.01%	33.53%	39.50%	52.66%
流动比率	1.17	1.02	1.18	0.57
速动比率	0.92	0.69	0.87	0.35

本次交易后，上市公司偿债能力与同行业偿债能力对比如下：

证券代码	证券简称	流动比率	速动比率	资产负债率
002329.SZ	皇氏集团	0.82	0.71	56.59%

002570.SZ	贝因美	1.03	0.79	58.05%
002719.SZ	*ST 麦趣	1.39	1.20	37.90%
002732.SZ	燕塘乳业	1.20	0.77	24.58%
002770.SZ	ST 科迪	1.12	1.09	54.64%
002910.SZ	庄园牧场	0.68	0.61	56.06%
002946.SZ	新乳业	0.45	0.34	72.30%
300898.SZ	熊猫乳品	2.03	1.25	29.27%
600419.SH	天润乳业	1.17	0.82	33.34%
600429.SH	三元股份	1.08	0.90	56.45%
600597.SH	光明乳业	0.95	0.70	60.84%
600882.SH	妙可蓝多	1.41	1.08	40.12%
600887.SH	伊利股份	0.84	0.71	62.59%
605388.SH	均瑶健康	10.61	10.45	9.09%
	平均值（剔除后）	**1.09**	**0.85**	**44.94%**
	上市公司（备考）	**1.02**	**0.69**	**33.53%**

注：由于均瑶健康的流动比率、速动比率和资产负债率与同行业显著偏离，因此在计算平均值时将其剔除，采用剔除均瑶健康后的平均值作为比较依据。

对比乳制品同行业上市公司可以看出，本次交易后，西部牧业流动比率略低于行业平均水平，速动比率和资产负债率则显著低于行业平均水平。

本次交易完成后，在不考虑募集配套资金的情况下，上市公司 2020 年 9 月 30 日资产负债率从 45.01%下降至 33.53%，流动比率从 1.17 下降至 1.02；速动比率从 0.92 下降至 0.69。因此本次交易后，上市公司长期偿债能力有所增强，但短期偿债风险有所增加。针对短期偿债风险增加的情况，如果不考虑募集配套资金，本次交易后上市公司盈利能力提升使得净利润不断积累将逐步提高公司短期偿债能力指标；如果考虑本次配套融资，本次配套融资 5 亿元到位后，公司流动比率和速动比率将大幅提升至 1.71 和 1.37，比本次交易前短期偿债能力有所提高。

综上分析，从短期看，本次交易后上市公司流动比率和速动比率有所下降，导致上市公司短期偿债风险增加，但考虑盈利增长以及本次配套募集资金到位因素影响，上市公司短期偿债能力将大幅回升；从上市公司长远发展角度分析，本次交易后上市公司将拥有自有奶源基地，有利于完善上市公司产业链，提高

奶源自给率，提高整体竞争力和抗风险能力；同时标的公司奶牛养殖资产优良，盈利能力强，未来发展前景好。因此，本次交易有利于降低上市公司财务风险，有利于改善上市公司资产质量及财务状况。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

从短期看，本次交易后上市公司流动比率和速动比率有所下降，导致上市公司短期偿债风险增加，但考虑盈利增长以及本次配套募集资金到位因素影响，上市公司短期偿债能力将大幅回升；从上市公司长远发展角度分析，本次交易后上市公司将拥有自有奶源基地，有利于完善上市公司产业链，提高奶源自给率，提高整体竞争力和抗风险能力；同时标的公司奶牛养殖资产优良，盈利能力强，未来发展前景好。因此，本次交易有利于降低上市公司财务风险，有利于改善上市公司资产质量及财务状况。

问题 9：标的公司下属 12 家牧场子公司历史上存在团场职工出资及退出情况，截至 2017 年 6 月底，12 家牧场子公司历史上出资职工已全部退出；截至 2020 年 8 月，已有 14,194 名团场出资职工对此前述事项进行书面确认及确权公证，占总出资人数 19,247 人的 73.75%。请补充披露以上确权人数曾经所持股份占各子公司职工出资的比例，天山广和未完成所有团场出资职工确权工作的原因及下一步工作计划，确权工作未完成对本次交易的影响，标的公司是否存在权属瑕疵，资产过户是否存在法律障碍，本次交易是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（四）项的规定。请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见。

回复：

一、确权人数曾经所持股权占各子公司职工出资的比例，天山

广和未完成所有团场出资职工确权工作的原因及下一步工作计划

（一）确权人数曾经所持股权占各子公司职工出资的比例

根据新疆维吾尔自治区石河子市公证处出具的公证书附件（参与公证的出资职工签署的《职工投资确认函》）、12 家团场投资公司分别出具的说明等文件资料，标的公司下属 12 家牧场子公司职工出资人数、出资金额及参与确权的人数、金额情况如下：

公司名称	实际出资情况		确权情况		确权占比情况	
	金额（万元）	人数（名）	金额（万元）	人数（名）	确权金额占比（%）	确权人数占比（%）
东润牧业	2,848.20	4,652	2,202.36	3,468	77.32	74.55
天盈牧业	2,422.00	1,796	1,929.04	1,412	79.65	78.62
曙瑞牧业	401.40	422	278.05	326	69.27	77.25
祥瑞牧业	1,450.50	732	1,165.00	566	80.32	77.32
三盈牧业	487.11	331	351.59	237	72.18	71.60
双鹤牧业	1,507.08	474	1,096.98	318	72.79	67.09
天锦牧业	445.55	484	340.50	398	76.42	82.23
泉旺牧业	717.49	1,022	514.96	743	71.77	72.70
利群牧业	2,466.24	1,975	1,780.73	1,413	72.20	71.54
西锦牧业	2,461.35	3,320	1,896.95	2,503	77.07	75.39
阜瑞牧业	3,000.00	2,823	2,242.51	1,974	74.75	69.93
梦园牧业	1,586.40	1,216	1,031.20	836	65.00	68.75
合计	**19,793.32**	**19,247**	**14,829.87**	**14,194**	**74.92**	**73.75**

截至本问询函回复出具之日，标的公司 12 家牧场子公司出资职工人数合计为 19,247 人，参与公证的确权职工人数为 14,194 人，占出资职工人数的比例为 73.75%；12 家牧场子公司出资职工的出资总额为 19,793.32 万元，参与公证的确权职工持有的出资额为 14,829.87 万元，占出资职工的出资总额的比例为 74.92%。

（二）未完成所有团场出资职工确权的原因及下一步工作计划

截至本问询函回复出具之日，标的公司 12 家牧场子公司尚有 5053 人未完

成确权工作。12 家牧场子公司未完成团场所有出资职工确权工作的主要原因为：（1）部分职工死亡或联系方式失效，客观不能；（2）部分职工搬离原址或失去联系；（3）部分职工因外出务工、住院、行动受限或身体不便等其他原因无法办理公证；（4）部分职工不愿参与确权公证。具体情况如下：

类型	未确权职工人数		未确权职工出资金额	
	人数（名）	占比	金额（万元）	占比
死亡或联系方式失效	743	3.86%	722.80	3.65%
搬离原址或失去联系	1,328	6.90%	1,245.70	6.29%
因外出务工、住院、行动受限等	1,279	6.65%	1,455.60	7.35%
不愿参与确权公证	1,703	8.85%	1,539.30	7.78%
合计	**5,053**	**26.25%**	**4,963.40**	**25.08%**

上述未完成确权人员中，除前三种联系不上及已联系因特殊原因不能前来确权公证的情况以外，已经联系但不愿前来参与确权公证的人数为 1,703 人，占出资职工总人数比例为 8.85%，出资金额为 1,539.30 万元，其出资比例占出资职工金额的比例为 7.78%。

为进行本次确权工作，标的公司历时 4 个多月组织人员多次到各个团场去进行现场确权和公证，但因本次公证确权工作涉及到的职工人数众多且人员分散在 12 个农牧团场，地理分布极为分散，以及前述部分职工无法联系等客观原因，难以对所有的出资职工逐一核实。

鉴于上述客观情况，标的公司下一步不再对上述未完成确权的出资职工进行确权工作。

关于 12 家子公司所涉职工出资事宜，12 家团场投资公司（原为代持职工出资的 12 家公司股东，下同）、天山军垦、石河子国资公司及八师国资委出具了承诺或确认函，确认职工出资事宜不存在争议或纠纷；如有争议或纠纷，愿意承担法律责任。

二、确权工作未完成对本次交易的影响，标的公司是否存在权属瑕疵，资产过户是否存在法律障碍，本次交易是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（四）项的规定

（一）标的公司是否存在权属瑕疵，资产过户是否存在法律障碍

2017 年 1 月，天山军垦与 12 家团场投资公司及其持股职工代表分别签署《股东退股协议书》，由天山军垦对 12 家合资牧场团场投资公司股权中职工出资部分全部收购，收购价格为原始出资本金金额，同时按照 10%的利率向出资职工支付 2016 年的利息。

2017 年 1 月 19 日，天山军垦将上述股权转让款和 2016 年利息款全部支付给 12 家团场投资公司，由团场投资公司完成对职工的退款工作。截至 2017 年 6 月底，12 家团场投资公司完成对各自团场出资职工出资款退回和 2016 年利息支付。至此，12 家合资牧场公司历史上出资职工全部退出。

根据天山广和的工商档案、八师国资委出具的《关于石河子市天山广和牧业有限公司及 12 家牧场子公司历史沿革的确认函》、天山军垦及石河子国资公司出具的说明，本次交易的交易对方天山军垦及石河子国资公司分别所持标的公司的股权权属清晰，不存在代持、委托持股、纠纷和潜在纠纷、质押、司法冻结及其他权利受限的情形，因此，标的资产过户不存在法律障碍。

（二）确权工作未完成对本次交易的影响

鉴于确权工作存在的客观难度，12 家牧场子公司无法完成所有团场职工的确权工作，为避免因未完成确认工作可能给标的公司带来的损失，12 家团场投资公司、天山军垦、石河子国资公司均出具了相关声明与承诺，具体内容如下：

1、12 家团场投资公司分别出具的声明与承诺主要内容为：“天山军垦已将上述受让职工股的股权转让款全部支付给本公司，本公司已将应支付给每个出资职工的全部款项分别支付至每个出资职工。上述股权转让和价款支付不存在争议和纠纷。如因上述职工股权转让发生任何争议和纠纷，则任何责任（包括但不限于违约金等）均由本公司承担。”

2、天山军垦出具的声明与承诺主要内容为：“1.本公司已经将上述 12 家公司出资（股权）中涉及的团场职工出资全部予以收购并支付了全部价款，本公司依法持有上述 12 家子公司相应的股权，上述各子公司股权不存在委托持股、代为持股的情形，亦不存在任何争议和纠纷。2.如因收购上述团场职工出资事

宜发生任何争议和纠纷（包括但不限于任何出资职工主张权益或出资转让价款等），均由本公司承担全部法律责任。”

3、石河子国资公司出具的声明与承诺主要内容为：“对于标的公司下属 12 家子公司曾经存在的团场职工出资及其退还事宜，如存在团场出资职工继续主张权利而给标的公司带来损失的，本承诺人将赔偿标的公司及其控制子公司全部损失。”

4、就标的公司下属 12 家公司曾经存在职工出资事宜，八师国资委出具的《关于石河子市天山广和牧业有限公司及 12 家牧场子公司历史沿革的确认函》中关于职工出资事宜确认如下：

（1）截至确认函出具日，天山广和分别持有东润牧业、天盈牧业、利群牧业、天锦牧业、阜瑞牧业、泉旺牧业、双鹤牧业 100%的股权，分别持有曙瑞牧业、三盈牧业、西锦牧业 70%的股权，持有梦园牧业 60%的股权，持有祥瑞牧业 50%的股权；12 家公司涉及的团场职工出资事宜已经全部解决完毕，不存在侵占国有资产、侵犯职工权益的情形。

（2）天山广和所持 12 家公司股权清晰，不存在代持、委托持股、纠纷和潜在纠纷、质押、司法冻结及其他权利受限的情形。

因此，确权工作未全部完成对本次交易不构成重大不利影响。

综上，标的公司 12 家子公司所涉职工出资事宜，确权职工人数及出资占出资职工人数及出资比例多为 70%以上，且 12 家团场投资公司、天山军垦、石河子国资公司以及八师国资委对所涉职工出资的有关事项进行了确认或承诺。上述职工出资事宜的确权工作未全部完成对本次交易不构成重大不利影响。

（三）本次交易符合《重组管理办法》第十一条第（四）项规定

根据前述，本次交易的交易对方天山军垦及石河子国资公司分别所持标的公司的股权权属清晰，标的资产过户不存在法律障碍；标的公司下属 12 家子公司曾经存在职工出资（委托持股）事宜已经清理完毕，标的公司依法分别持有 12 家公司相应的股权，本次交易符合《重组管理办法》第十一条第（四）项的规定。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

本次交易的交易对方天山军垦及石河子国资公司分别所持标的公司的股权权属清晰，标的资产过户不存在法律障碍；标的公司下属 12 家子公司曾经存在职工出资（委托持股）事宜已经清理完毕，标的公司依法分别持有 12 家公司相应的股权，本次交易符合《重组管理办法》第十一条第（四）项的规定。

问题 10：报告书披露，标的公司 12 家牧场子公司所使用的土地为农用地且均取得八师国土资源局批准作为设施农用地使用的批复文件，东润牧业、泉旺牧业、曙瑞牧业、阜瑞牧业尚未取得国有农用地使用权证书，土地不动产权证正在办理中。

（1）请补充披露 12 家牧场子公司农用地使用批复文件取得的具体情况，包括但不限于取得时间、文件内容等。

（2）请补充披露四家子公司未取得国有农用地使用权证书的具体情况，包括面积、位置、用途、账面价值、其相关固定资产占标的公司固定资产账面价值比例、预计办毕时间、是否存在违规开发建设情形、对本次交易的影响、评估中是否已充分考虑上述情况等。

（3）结合上述情况，说明相关资产权属是否清晰，本次交易是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（四）项的规定。

（4）请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、请补充披露 12 家牧场子公司农用地使用批复文件取得的具体情况，包括但不限于取得时间、文件内容等。

12 家牧场子公司设施农用地使用批复文件取得的具体情况如下：

序号	牧场子公司	发文机关	取得日期	批复文件文号
1	阜瑞牧业	八师国土资源局	2014/8/4	师国土资函【2014】157 号
2	天锦牧业	八师国土资源局	2014/6/10	师国土资函【2014】101 号
3	双鹤牧业	八师国土资源局	2014/9/26	师国土资函【2014】300 号
4	泉旺牧业	八师国土资源局	2014/6/10	师国土资函【2014】85 号
5	天盈牧业	八师国土资源局	2014/6/10	师国土资函【2014】94 号
6	利群牧业	八师国土资源局	2014/8/4	师国土资函【2014】155 号
7	东润牧业	八师国土资源局	2014/8/26	师国土资函【2014】457 号
8	曙瑞牧业	八师国土资源局	2014/8/19	师国土资函【2014】230 号
9	三盈牧业	八师国土资源局	2014/8/4	师国土资函【2014】142 号
10	西锦牧业	八师国土资源局	2014/8/19	师国土资函【2014】208 号
11	梦园牧业	八师国土资源局	2014/9/26	师国土资函【2014】318 号
12	祥瑞牧业	八师国土资源局	2014/12/4	师国土资函【2014】372 号

1、阜瑞牧业

《关于石河子市阜瑞牧业有限责任公司设施农用地项目用地批复》主要内容如下：

（1）同意使用 149 团 7 连国有农用地 4.7505 公顷，未利用土地 34.0684 公顷用于禽畜养殖项目建设。

（2）请严格按照批准的位置、面积和用途组织实施，不得擅自更改。

2、天锦牧业

《关于对石河子市天锦牧业有限责任公司 3,000 头奶牛养殖场建设项目的批复》主要内容如下：

（1）同意占用第八师一四四团九连国有土地 15.282 公顷，其中农用地 1.5434 公顷（均为耕地），建设用地 13.5847 公顷，未利用地 0.1539 公顷用于养殖场项目建设。

（2）项目占用耕地 1.5434 公顷，为落实耕地占补平衡，拟使用第八师一四四团八连 142 号地块 1.5434 公顷作为补充耕地。

3、双鹤牧业

《关于对新疆双鹤牧业有限公司 5,000 头奶牛养殖场建设项目的批复》主要内容如下：

（1）同意占用第八师一四二团三十连国有土地 25.2324 公顷，其中其他农用地 1.0165 公顷、未利用地 24.2159 公顷用于养殖场项目建设。

（2）请严格按照师批准的位置、面积和用途组织实施，不得擅自更改。

4、泉旺牧业

《关于对石河子市泉旺牧业有限责任公司 6,000 头奶牛养殖场建设项目》主要内容如下：

（1）同意占用第八师石河子总场六分场五连国有农用地 18.9984 公顷，其中林地 17.3650 公顷，其他农用地 1.6334 公顷用于养殖场项目建设。

（2）请严格按照师批准的位置、面积和用途组织实施，不得擅自更改。

5、天盈牧业

《关于对第八师一三三团奶牛（母牛）饲养用地建设项目的批复》主要内容如下：

（1）同意占用第八师一三三团二十三连国有土地 18 公顷，其中农用地 0.0602 公顷（均为其他农用地），建设用地 6.1475 公顷，未利用地 11.7923 公顷用于奶牛（母牛）饲养用地建设。

（2）请严格按照师批准的位置、面积和用途组织实施，不得擅自更改。

6、利群牧业

《关于石河子市利群牧业有限责任公司设施农用地项目用地批复》主要内容如下：

（1）同意使用 147 团 1 连国有农用地 2.0647 公顷（其中耕地 1.2904 公顷，其他农用地 0.7742 公顷），未利用土地 15.9353 公顷用于畜禽养殖项目建设。

（2）请严格按照师批准的位置、面积和用途组织实施，不得擅自更改。

（3）同意使用 147 团 3 连 1.2904 公顷耕地作为项目补充耕地。

7、东润牧业

《关于石河子市东润牧业有限责任公司 4,000 头母牛养殖场设施农用地项目的批复》主要内容如下：

（1）同意石河子市东润牧业有限责任公司 4000 头母牛养殖场项目使用第八师一二一团二十七连建设用地 23.2366 公顷用于设施农用地。

（2）不得擅自扩大或变相扩大设施农用地范围，不得改变设施农用地用途，

不得擅自扩大或变相将设施农用地用于其他非农建设，不得擅自将设施农用地用于其他经营。

8、曙瑞牧业

《关于对石河子市曙瑞牧业有限责任公司 3,000 头奶牛养殖场建设项目的批复》主要内容如下：

（1）同意占用第八师一三四团五连国有土地 18 公顷，其中农用地 13.9993 公顷（农用地中耕地 13.7177 公顷、其他农用地 0.2816 公顷），未利用地 4.0007 公顷用于养殖场项目建设。

（2）请严格按照师批准的位置、面积和用途组织实施，不得擅自更改。

（3）项目占用耕地 13.7177 公顷，为落实耕地占补平衡，使用第八师一三四团 26 连 435 地块 13.7177 公顷作为补充耕地。

9、三盈牧业

《关于石河子市三盈牧业有限责任公司设施用地项目用地批复》主要内容如下：

（1）同意使用 141 团 2 连国有农用地 0.686 公顷，未利用地 19.9749 公顷用于奶牛场项目建设。

（2）请严格按照师批准的位置、面积和用途组织实施，不得擅自更改。

10、西锦牧业

《关于对石河子市西锦牧业有限责任公司 5,000 头奶牛养殖场建设项目的批复》主要内容如下：

（1）同意占用第八师一四八团十四连国有土地 27.1204 公顷，其中农用地 20.6191 公顷（其中耕地 3.4499 公顷、林地 0.3423 公顷、其他农用地 16.8269 公顷），未利用地 6.5013 公顷用于养殖场项目建设。

（2）请严格按照师批准的位置、面积和用途组织实施，不得擅自更改。

（3）项目占用耕地 3.4499 公顷，为落实占补平衡，使用 148 团 14 连 274 号地块 3.4499 公顷作为补充耕地。

11、梦园牧业

《关于对石河子市梦园牧业有限责任公司 3,000 头奶牛养殖场建设项目的批复》主要内容如下：

（1）同意占用第八师一五〇团九连国有土地 17.5864 公顷，其中耕地 7.2217 公顷、建设用地 1.8969 公顷、未利用地 8.4678 公顷用于养殖场。

（2）请严格按照师批准的位置、面积和用途组织实施，不得擅自更改。

（3）项目占用耕地 7.2217 公顷，为落实耕地占补平衡，使用 150 团 22 连 104 号地块 7.2217 公顷作为补充耕地。

12、祥瑞牧业

《关于对克拉玛依祥瑞牧业有限责任公司 2,000 头奶牛养殖场建设项目的批复》主要内容如下：

（1）同意占用第八师一三六团九连国有土地 8.4175 公顷，其中林地 0.1162 公顷、牧草地 4.9277 公顷、其他农用地 0.0129 公顷、建设用地 3.3607 公顷用于养殖场建设。

（2）请严格按照师批准的位置、面积和用途组织实施，不得擅自更改。

二、请补充披露四家子公司未取得国有农用地使用权证书的具体情况，包括面积、位置、用途、账面价值、其相关固定资产占标的公司固定资产账面价值比例、预计办毕时间、是否存在违规开发建设情形、对本次交易的影响、评估中是否已充分考虑上述情况等。

本次重组草案披露之后，东润牧业、泉旺牧业、曙瑞牧业、阜瑞牧业和梦园牧业取得国有农用地使用权证书，具体情况如下：

权利人	产权证号	面积（㎡）	位置	用途	权利期限	取得方式
东润牧业	新（2021）石河子市不动产权第 0003610	232,365.48	121 团 27 连	设施农用地	2020/12/14-2040/12/13	出让
泉旺牧业	新（2021）石河子市不动产权第 0003853	189,983.70	石总场六分场五连	设施农用地	2020/12/14-2040/12/13	出让
曙瑞牧业	新（2021）石河子市不动产权第 0003504	180,000.01	134 团 5 连	设施农用地	2020/12/14-2040/12/13	出让
阜瑞牧业	新（2021）石河子市不动产权第 0003611	388,189.57	149 团 9 连	设施农用地	2020/12/16-2040/12/15	出让
梦园牧业	新（2021）石河子市不动产权第	175,864.38	150 团 9 连	设施农用地	2020/12/14-2040/12/13	出让

	0003510					

截至本回复出具之日，标的公司 12 家牧场子公司土地全部取得不动产权证。

三、结合上述情况，说明相关资产权属是否清晰，本次交易是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（四）项的规定。

截至本回复文件出具之日，标的公司 12 家牧场子公司的土地均全部取得八师国土资源局出具的设施农用地批复，同时全部取得八师自然资源和规划局颁发的国有设施农用地不动产产权证书，因此本次重组标的公司土地资产权属清晰，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（四）项的规定。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

标的公司 12 家牧场子公司的土地均全部取得八师国土资源局出具的设施农用地批复，同时全部取得八师自然资源和规划局颁发的国有设施农用地不动产产权证书，因此本次重组标的公司土地资产权属清晰，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（四）项的规定。

问题 10：报告书显示，标的公司报告期内存在因诉讼导致银行账户冻结情况。请补充披露报告期内发生的诉讼情况，是否会对本次收购产生不利影响及法律障碍，请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、报告期内发生的诉讼情况

报告期内，标的公司发生的诉讼/仲裁具体情况如下：

单位：万元

序号	涉诉主体	诉讼事项	判决文书	判决金额	已支付金额	剩余金额
1	天锦牧业	天锦牧业、新疆天筑建工集团有限公司与秦利建设工程施工合同纠纷案	（2019）兵 08 民终 733 号	400.29	400.29	0
2			（2019）兵 08 民终 734 号			
3			（2019）兵 08 民终 735 号			
4			（2019）兵 08 民终 736 号			
5	双鹤牧业	双鹤牧业与新疆天瑞工程造价咨询有限公司服务合同纠纷案	（2019）兵民初 6803 号	19.99	10.00	9.99
6	泉旺牧业	泉旺牧业与石河子北泉建筑安装工程有限责任公司建设工程施工合同纠纷案	（2019）兵 9001 民初 2887 号	301.16	236.40	64.76
7			（2019）兵 9001 民初 2890 号			
8			（2019）兵 9001 民初 2891 号			
9			（2019）兵 9001 民初 2892 号			
10		泉旺牧业与新疆天瑞工程造价咨询有限公司服务合同纠纷案	（2019）兵 9001 民初 6806 号	7.76	4.76	3.00
11	天盈牧业	天盈牧业、新疆天筑建工集团有限公司与刘晓建设工程施工合同纠纷案	（2019）兵 0801 民初 137 号	309.06	306.95	2.11
12	利群牧业	利群牧业与新疆天筑建工集团有限公司建设工程施工合同纠纷案	（2019）兵 0802 民初 84 号	72.53	71.68	0.85
13			（2019）兵 0802 民初 418 号	151.19	150.00	1.19
14	梦园牧业	梦园牧业与新疆金宝建设有限责任公司建设工程施工合同纠纷案	（2020）兵 08 民终 462 号	447.76	347.76	100.00
15	阜瑞牧业	阜瑞牧业与石河子市永强建材有限责任公司买卖合同纠纷案	（2018）兵 08 民终 18 号	55.77	55.77	0
16	曙瑞牧业	曙瑞牧业与贾广兴劳动争议纠纷案	石劳人仲裁字【2020】63 号	2.03	0	2.03
17	西锦牧业	西锦牧业与李成年劳动争议纠纷案	石劳人仲裁字【2020】763 号	26.87	0.00	26.87
合计				**1,794.41**	**1,583.61**	**210.80**

注：2020年11月25日，贾广兴因与曙瑞牧业劳动争议纠纷一案，向新疆生产建设兵团下野地垦区人民法院提出调取证据申请，请求调取曙瑞牧业2018年6月至2019年3月工人工资名册、工资发放财务账簿及支付凭证。根据（2020）兵0801民初367号民事裁定书，曙瑞牧业应于2020年12月10日向下野地垦区法院提交前述内容。目前，此案正在进行过程中。

标的公司的诉讼事项主要为牧场子公司2014年养殖场建设产生的工程结算纠纷，在法院判决后14项案件达成和解，同意标的公司分期支付。标的公司根据双方签订的《和解协议》及公司经营情况，制订了可行的还款计划，积极稳妥的解决上述诉讼/仲裁事项。截至本问询函回复出具之日，标的公司剩余210.8万元诉讼/仲裁相关款项尚未支付，计划于2021年12月30日前付清。

上述诉讼事项判决金额合计1,794.41万元，占标的公司2020年9月30日总资产117,689.21万元的比例为1.53%，占比较小，未对标的公司的生产经营产生重大影响。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：报告期内，标的公司诉讼/仲裁事项金额占标的公司总资产比例较小，且未对标的公司生产经营产生重大影响。因此上述诉讼/仲裁事项不会对本次收购产生不利影响，不构成本次收购的法律障碍。

问题 12：标的公司各牧场子公司生鲜乳收购许可证即将于2021-2022 年内到期。请补充披露是否存在无法续期的风险，是否会对公司经营产生重大不确定性并提示风险。请独立财务顾问及律师核查并发表明确意见。

回复：

一、生鲜乳收购许可证是否存在到期无法续期风险

标的公司下属 12 家公司现持有的《生鲜乳收购许可证》的具体情况如下：

持有单位	证书名称	证书编号	收购种类	有效期限
东润牧业	生鲜乳收购许可证	659001（2019）080	牛乳	2019/11/25-2021/11/24
天盈牧业	生鲜乳收购许可证	新 659001（2020）090	牛乳	2020/3/27-2022/3/26
曙瑞牧业	生鲜乳收购许可证	新 659001（2020）063	牛乳	2020/3/23-2022/3/22
祥瑞牧业	生鲜乳收购许可证	新 659001（2019）100	牛乳	2019/9/16-2021/9/15
三盈牧业	生鲜乳收购许可证	659001（2019）078	牛乳	2019/9/16-2021/9/15

天锦牧业	生鲜乳收购许可证	659001（2019）079	牛乳	2019/9/16-2021/9/15
泉旺牧业	生鲜乳收购许可证	659001（2019）086	牛乳	2019/12/2-2021/12/1
西锦牧业	生鲜乳收购许可证	659001（2019）081	牛乳	2019/11/25-2021/11/24
阜瑞牧业	生鲜乳收购许可证	659001（2019）083	牛乳	2019/9/25-2021/9/24
梦园牧业	生鲜乳收购许可证	659001（2019）085	牛乳	2019/12/16-2021/12/15
利群牧业	生鲜乳收购许可证	新 659001（2020）096	牛乳	2020/4/24-2022/4/23
双鹤牧业	生鲜乳收购许可证	659001（2019）084	牛乳	2019/11/25-2021/11/24

标的公司 12 家牧场子公司分别于 2014 年 3 月-5 月依法设立，主要从事奶牛养殖及生鲜乳生产、收购与销售。标的公司下属 12 家牧场子公司符合《生鲜乳生产收购管理办法》第十八条、《乳品质量安全监督管理条例》第二十条规定的取得工商登记的乳制品生产企业、奶畜养殖场开办生鲜乳收购站的法定主体条件。

针对 12 家牧场子公司生鲜乳许可证即将到期办理续期的事项，2021 年 3 月 11 日，八师农业农村局出具说明如下：

“经查，新疆双鹤牧业有限公司、石河子市梦园牧业有限责任公司、石河子市西锦牧业有限责任公司、石河子市天锦牧业有限责任公司、石河子市泉旺牧业有限责任公司、石河子市东润牧业有限责任公司、石河子市阜瑞牧业有限责任公司、石河子市三盈牧业有限责任公司、石河子市天盈牧业有限责任公司、石河子市利群牧业有限责任公司、石河子市祥瑞牧业有限责任公司及石河子市曙瑞牧业有限责任公司（以下合称“十二家公司”）依法分别持有《生鲜乳收购许可证》，有效期均为两年，目前合法有效。自十二家公司首次取得《生鲜乳收购许可证》以来，一直合法延续至今。

根据《生鲜乳生产收购管理办法》的相关规定，《生鲜乳收购许可证》期满后，应在其所持《生鲜乳收购许可证》有效期届满 30 日前，持原证向主管部门重新申请。

上述十二家公司《生鲜乳收购许可证》到期后，如符合《生鲜乳生产收购管理办法》第十八条规定，我局将依法审核并重新发证，不存在障碍或风险。”

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问及律师认为：

标的公司 12 家牧场子公司各自持有的《生鲜乳收购许可证》到期后如仍需继续从事生鲜乳收购的，依法可持原证重新申请核发许可证，如 12 家公司届时保持相关法律、法规、规章和规范性文件规定的取得生鲜乳收购许可证的条件，则 12 家公司生鲜乳收购许可证到期后不存在无法续期的障碍或风险，不会对 12 家公司的生产经营产生重大不确定性。

问题 13：请补充披露标的公司及下属子公司是否已获得与环保及排污相关的全部经营许可资质，是否存在环保相关行政处罚风险。请独立财务顾问及律师核查并发表明确意见。

回复：

一、标的公司及下属子公司已获得与环保及排污相关的全部经营许可资质

天山广和于 2020 年 5 月设立，其设立以来主要对所属子公司进行业务管理，未从事具体业务经营，因此无须取得与环保及排污相关的经营许可资质。

报告期内，标的公司下属子公司原持有八师生态环境局颁发的排污许可证。2020 年 8 月，根据八师生态环境局要求变更为排污许可登记，并对原排污许可证进行注销。

（一）排污许可证取得情况

权利人	证书编号	生产经营场所地址	发证机关	有效期
东润牧业	91659001092763370U001R	新疆石河子市121 团 27 连	八师生态环境局	2019.12.16-2022.12.15
阜瑞牧业	91659001092763661Y001R	新疆石河子市149 团 7 连	八师生态环境局	2019.12.12-2022.12.11
利群牧业	916590010927634184001R	新疆石河子市147 团 1 连	八师生态环境局	2019.12.19-2022.12.18
梦园牧业	91659001092763426Y001R	第八师150 团 9 连	八师生态环境局	2019.12.12-2022.12.11
天锦牧业（七支部牛场）	91659001092763792T001R	新疆石河子市144 团七小区 35 栋 4 号	八师生态环境局	2019.12.12-2022.12.11

泉旺牧业	91659001092763565M001R	第八师 145 团 6 分厂 5 连	八师生态环境局	2019.12.16-2022.12.15
三盈牧业	91659001092763696H001R	新疆石河子市 141 团 2 连	八师生态环境局	2019.12.16-2022.12.15
曙瑞牧业	91659001092763485 2001R	新疆石河子市 134 团 5 连	八师生态环境局	2019.12.12-2022.12.11
双鹤牧业	91659001099 1892521001R	新疆石河子市新安镇 142 团 31 连	八师生态环境局	2019.12.12-2022.12.11
天锦牧业	91659001092763792T002R	新疆石河子市 144 团 9 连	八师生态环境局	2019.12.12-2022.12.11
天盈牧业	91659001092763776 5001R	新疆石河子市 133 团 21 连	八师生态环境局	2019.12.19-202212.18
西锦牧业	91659001092763346B001R	新疆石河子市 148 团 14 连	八师生态环境局	2019.12.12-2022.12.11
祥瑞牧业	91650200096 57004XK001R	新疆石河子市 136 团 9 连	八师生态环境局	2019.12.16-2022.12.15

（二）排污登记变更情况

2020 年 8 月 26 日，八师生态环境局下发《关于畜牧业排污许可管理类别变更的通知》（师环[2020]92 号），根据《固定污染源排污许可分类管理名录（2019 版）》要求，对污染物产生量、排放量都很小的企业实行排污登记，不需要申请取得排污许可证，并通知下属相关企业办理排污许可变更事项。

根据上述通知，天山广和所属 12 家子公司须变更为登记管理，并在全国排污许可证管理信息平台完成排污登记，具体情况如下：

排污单位	登记编号	经营场所	登记类型	有效期限
东润牧业	91659001092763370U002X	石河子市 121 团 27 连	首次	2020/11/05-2025/11/04
阜瑞牧业	91659001092763661Y002W	石河子市 149 团 7 连	首次	2020/11/05-2025/11/04
利群牧业	916590010927634184002Z	石河子市 147 团 1 连	首次	2020/11/04-2025/11/03
梦园牧业	91659001092763426Y002Y	第八师 150 团 9 连	首次	2020/11/05-2025/11/04
天锦牧业（七支部牛场）	91659001092763792T004Z	石河子市 144 团 9 连	首次	2020/11/05-2025/11/04
泉旺牧业	91659001092763565M002W	第八师 145 团 6 分厂 5 连	首次	2020/11/04-2025/11/03
三盈牧业	91659001092763696H002Y	石河子市 141 团 2 连	首次	2020/11/05-2025/11/04
曙瑞牧业	916590010927634852002W	石河子市 134 团 5 连	首次	2020/11/05-2025/11/04
双鹤牧业	916590010991892521002Z	石河子市新安镇 142 团 31 连	首次	2020/11/05-2025/11/04

排污单位	登记编号	经营场所	登记类型	有效期限
天锦牧业	91659001092763792T003Z	石河子市 144 团 9 连	首次	2020/11/05-2025/11/04
天盈牧业	916590010927637765002Z	石河子市 133 团 21 连	首次	2020/11/05-2025/11/04
西锦牧业	91659001092763346B002Z	石河子市 148 团 14 连	首次	2020/11/04-2025/11/03
祥瑞牧业	9165020009657004XK002X	石河子市 136 团 9 连	首次	2020/11/05-2025/11/04

上述 12 家公司各自于 2019 年 12 月取得的《排污许可证》（均为 2022 年 12 月到期）已全部于 2020 年 11 月 3 日依法注销。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问及律师认为：

标的公司及下属子公司已获得与环保及排污相关的全部经营许可资质，不存在因未取得环保及排污相关经营许可资质而被行政处罚的风险。

问题 14.请结合双鹤牧业与三盈牧业奶牛养殖规模及养殖区域情况，补充披露其向天山军垦及天顺牧业租赁养殖场的原因及必要性。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、天山军垦及双顺牧业租赁养殖场的原因及必要性

随着管理水平的不断提升，标的公司各项经营指标不断提高，奶牛产间距不断降低，繁殖率呈稳定上升趋势。2018 年-2020 年 9 月末，天山广和下属 12 家子公司繁殖率分别为 85.8%、86.9%和 87.9%，通过对未来繁育规划，牛场存栏规模将持续递增，同时为保证牛群的舒适性与降低牛群密度，标的公司急需对现有牧场进行扩建改造或新增养殖基地，以满足未来增长的牛群养殖场地需要。

为确保各家子公司生产经营规模平稳均衡发展，同时达到增存栏的发展目标，在现有场地受限的情况下，为减少固定资产的投资，天山广和 2020 年初开始通过对各子公司附近养殖场进行走访、考察，挑选并租赁天山军垦下属设施

设备较好的 142 团的畜兴旺牛场、双顺牛场和 141 团的 141 牛场饲养牛只。

截至 2019 年 12 月 31 日，双鹤牧业和三盈牧业存栏奶牛 1462 和 1489 头，基本达到现有圈舍的最优养殖规模。考虑到三家租赁场地位置以及 142 团双鹤牧业和 141 团三盈牧业的牛群数量、牛群结构以及现有存栏因素，2020 年 3 月和 9 月标的公司决定以双鹤牧业为主体对 142 团的双顺牛场、畜兴旺牛场进行租赁，2020 年 11 月决定以三盈牧业为主体对 141 牛场进行租赁，作为其后备牛只扩群圈舍。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

双鹤牧业和三盈牧业向天山军垦及双顺牧业租赁养殖场，符合双鹤牧业和三盈牧业的实际情况，符合天山广和业务发展规划，具备合理性。

问题 15：报告期内，标的公司销售生鲜乳收入分别为 26,487.11 万元、34,513.36 万元和 30,158.88 万元，成乳牛日均产量分别为 23.99 公斤、25.75 公斤及 27.56 公斤，生鲜乳产量分别为 77,839.53 吨、87,609.67 吨和 71,546.43 吨，除犊牛消耗外全部对外销售，每公斤生鲜乳销售均价分别为 3.47 元、4.06 元和 4.35 元。

（1）请结合报告期内标的公司开展精细化管理的方式和牛群结构变化数据，说明其成乳牛单产指标和全年总产量逐步提升的合理性，以上增长是否存在周期性，是否具有可持续性，为保证牛群结构科学性所采取的措施及效果。

（2）请合理选取同行业公司，对比说明标的公司报告期内生鲜乳销售单价增长的合理性，进一步定量论证毛利率大幅增长合理性，结合历史数据说明生鲜乳销售价格是否存在周期性，标的公司毛利率增长趋势是否可持续。

（3）报告期内标的公司前五大客户销售收入占比分别为92.54%、85.81%和 91.55%，请结合标的公司业务模式、销售模式和同行业公司情况，补充披露客户较为集中的原因及合理性，以及客户集中度较高是否符合行业惯例，标的公司为应对客户依赖风险的具体措施及其有效性。

（4）请补充披露标的公司的生产经营相关结算模式及相关内部控制制度与执行情况，请独立财务顾问及会计师说明针对以上内部控制执行的有效性及相关财务核算的规范性所执行的核查程序及结果。

（5）请独立财务顾问及会计师说明针对标的公司报告期内销售收入的真实性、核算规范性及准确性、应收账款的真实性及坏账计提充分性所实施的具体核查程序及结果。

（6）请依照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26 号——上市公司重大资产重组》第十六条规定补充披露重要下属企业的主要财务指标情况。

（7）请独立财务顾问及会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、请结合报告期内标的公司开展精细化管理的方式和牛群结构变化数据，说明其成乳牛单产指标和全年总产量逐步提升的合理性，以上增长是否存在周期性，是否具有可持续性，为保证牛群结构科学性所采取的措施及效果

（一）成乳牛单产指标和全年总产量逐步提升的合理性

天山军垦 2017 年以来推行科学化、规模化、精细化管理，对 12 家牛场实施统一标准化科学养殖管理，不断提升牧场管理水平，使得牛群结构持续优化，牛群质量不断提升，存栏总量和单产水平稳步提升。主要包括以下六方面措施：

1、加大对养殖人员技术培训，提升管理人员标准化管理水平；

2、调整优化牛群结构，及时对低产牛进行主动淘汰，提升整体牛群质量；

3、加强饲草料采购和仓储管理，提升饲草/料品质，增加饲草料品类，提高奶牛适口性；

4、严格实施分群管理、调整饲喂配方，提高科学喂养水平；

5、加强育种管理，逐场细化制定育种方案、逐场建立核心群，全面实施优种优配，同时加强围产饲喂护理、犊牛初乳饲喂及产房接产工作，提高犊牛存活率。

6、加强疾病防治防控，做好奶牛繁殖疾病的预防和治疗工作，同时对牛场及运动场全面清理，提高奶牛舒适度，降低疫病发生和牛只死亡。

通过上述措施的实施，经过 2017 年和 2018 年的持续调整，12 家合资牧场在存栏量小幅稳步增加基础上，牛群结构逐步优化，牛群质量稳步提高，单总产逐年提高。2018 年末、2019 年末和 2020 年 9 月末，标的公司牛群结构情况如下表所示：

单位：头

项目	月龄	2020 年 9 月 30 日		2019 年 12 月 31 日		2018 年 12 月 31 日	
		数量	占比	数量	占比	数量	占比
犊母牛	0-6	2,699	12.90%	2,405	12.48%	2,434	12.64%
育成牛	6-14	3,101	14.82%	2,388	12.39%	2,660	13.81%
青年牛	14-24	3,506	16.76%	3,400	17.64%	2,936	15.25%
幼畜小计	**0-24**	**9,306**	**44.48%**	**8,193**	**42.51%**	**8,030**	**41.70%**
成乳牛	25-36	2,709	12.95%	2,302	11.94%	4,152	21.56%
	37-48	2,180	10.42%	3,505	18.18%	1,707	8.86%
	49-60	3,036	14.51%	1,391	7.22%	2,856	14.83%
	61-72	702	3.36%	1,862	9.66%	2,391	12.42%
	73-84	1,410	6.74%	1,955	10.14%	89	0.46%

	85-96	1,534	7.33%	52	0.27%	30	0.16%
	96 以上	43	0.21%	15	0.08%	1	0.01%
产畜小计	**25 以上**	**11,614**	**55.52%**	**11,082**	**57.49%**	**11,226**	**58.30%**
合计		**20,920**	**100.00%**	**19,275**	**100.00%**	**19,256**	**100.00%**

注：犊牛指 0-6 月龄的小牛；育成牛指性成熟配种前的牛，一般为 6-14 月龄；青年牛指怀孕到产犊前的头胎母牛，一般为 14-24 月龄；成乳牛主要为能够开始挤奶的母牛，一般在 24 个月以上。

截至 2018 年 12 月 31 日、2019 年 12 月 31 日和 2020 年 9 月 30 日，天山广和奶牛数量合计为 19,256 头、19,275 头和 20,920 头。报告期内，随着奶牛的正常繁育，标的公司奶牛数量呈现出稳步增长的趋势。

从幼畜情况来看，报告期内各期末，标的公司幼畜数量分别为 8,030 头、8,193 头及 9,306 头，占总群总数量的比例分别为 41.70%、42.51%和 44.48%，幼畜数量及占比的逐年提高，表明标的公司奶牛受孕率、犊牛存活率等指标呈现逐年改善的趋势，同时，充足的后备牛储备为标的公司未来的发展奠定了较为坚实的基础。

从产畜情况来看，报告期内各期末，标的公司成乳牛存栏分别为 11,226 头、11,082 头和 11,614 头，成乳牛数量整体保持稳定。根据企业历史经验，3-5 胎（月龄约为 49-84 个月）奶牛为产奶高峰期，月龄为 49-84 个月的奶牛占牛群总量的比例分别为 27.71%、27.02%和 24.61%，2020 年 1-9 月，在产奶高峰期奶牛占比呈现下降的背景下，标的公司牛只单产水平亦由 2019 年的 25.75 公斤/天提高到 2020 年 1-9 月的 27.56 公斤/天，表明通过实施科学化、精细化的管理模式，标的公司牛群质量已得到显著提高。同时，截至 2020 年 9 月末，标的公司 1-2 胎（月龄约为 25-48 个月）的奶牛为 4,889 头，占总群总量的比例为 23.37%，可为进入高产期的牛只提供有效保障。

（二）成乳牛单产指标和全年总产量增长是否具有可持续性

从成乳牛单产方面来看，报告期内，标的公司通过持续采取推行科学化、规模化、精细化管理模式，牛群质量不断提升，成乳牛单产水平得到了显著提高。但公司与国内优质奶牛场的单产水平尚存在一定的差距，具体如下：

根据中国奶业协会发布的数据情况显示，2020 年，全年共有 1,291 个奶牛场的 129.5 万头奶牛进行生产性能测定，参测奶牛测定日平均产奶量达到 32.4

公斤，同比增加 3.85%、较 2016 年同比增加 15.3%。

同时，根据部分新三板挂牌及港股中从事奶牛养殖业务的公司披露的定稿报告计算得出，其奶牛日均单产水平亦在 30 公斤以上。

综上，标的公司奶牛单产水平与国内优质奶牛场尚存在较大的差距，未来，标的公司继续通过实施精细化、科学化管理的方式，提高牛群质量，持续缩小与国内优质牛场的单产差距。

从全年总产量来看，根据标的公司的历史数据，标的公司 2019 年及 2020 年奶牛的死淘率维持在 20%左右，考虑奶牛历史的生育繁殖情况，评估机构预测，标的公司的成乳牛数量将呈现出每年约 9%的增长趋势，在牛只单产水平保持稳中有升的前提下，标的公司生鲜乳生产量将呈现出增长趋势。因此，标的公司生鲜乳总产量的增长具有可持续性。

（三）为保证牛群结构科学性所采取的措施及效果

未来，天山广和将采取在原有牧场科学管理的基础上，加强以下方面措施保证高质量牛群结构，具体如下：

1、优化牛群结构

不断优化牛群结构，使牛群结构朝着最优牛群结构发展，积极推广优质奶牛冻精配种，改良提高牛群质量。

2、完善配种计划

根据 12 家牧场实际情况，采取“一厂一策”的方式，制定配种计划，通过对牛群结构的有目的性调控来稳定牛群的结构变化，向着牧场需要的方向进行变化。

3、科学饲喂方案

根据奶牛在不同生长发育和泌乳阶段的营养需要，按照营养专家设计的日粮配方，针对以往牛场日粮配方“青贮、苜蓿、精饲料”老三样，比价购进颗粒粕、甜菜压粕、番茄皮渣、啤酒糟和棉籽，增加饲料辅料的多样性，提高奶牛的适口性，保证奶牛饲料的营养均衡性，提高饲养管理和生产水平，节约饲草料，降低饲喂成本，实现增产并改善牛群健康状况，从而改善和提高牛奶的品质提高牧场经济效益。

4、提升技术水平

继续完善修订犊牛饲喂方案、产后牛保健方案、饲养方案等，切实落实常规饲养技术、保健技术、疾病治疗等技术。

5、抓好疾病防治工作

重点抓好口蹄疫、布氏杆菌、结核等重大动物疫病的防治工作。做好奶牛繁殖疾病的预防和治疗工作，降低各种疾病对牛场造成的经济损失。

二、请合理选取同行业公司，对比说明标的公司报告期内生鲜乳销售单价增长的合理性，进一步定量论证毛利率大幅增长合理性，结合历史数据说明生鲜乳销售价格是否存在周期性，标的公司毛利率增长趋势是否可持续

（一）定量论证毛利率大幅增长的合理性

2018 年、2019 年和 2020 年 1-9 月，天山广和生鲜乳销售毛利率情况如下：

项 目	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年
生鲜乳	21.33%	21.91%	7.04%

报告期内，标的公司生鲜乳销售毛利率分别为 7.04%、21.91%及 21.33%。其中，2019 年较 2018 年增长 14.87%，增长幅度较大，产品价格及成本对毛利率变动的影响量化分析情况如下：

单位：元/公斤

项 目	2019 年度				2018 年度
	金额	变动额	变动率	对毛利率的影响	金额（元/公斤）
平均售价	4.06	0.59	17.03%	13.53%	3.47
平均销售成本	3.17	-0.05	-1.69%	1.34%	3.22
其中：材料成本	2.38	-0.02	-0.95%	0.56%	2.40
人工成本	0.23	0.05	25.43%	-1.13%	0.18
制造费用	0.57	-0.08	-12.02%	1.91%	0.64
毛利率	21.91%	14.87%	211.36%	-	7.04%

由上表可见，2019 年影响毛利率的主要因素为生鲜乳销售单价和单位制造费用。其中，产品销售单价的增长是本期毛利率增长的主要原因。

1、销售单价增长的合理性

2018 年至今，我国生鲜乳（主产区）平均价的变动情况如下图所示：



注：生鲜乳主产区统计范围：河北、山西、内蒙古、辽宁、黑龙江、山东、河南、陕西、宁夏、新疆

数据来源：农业农村部，Wind 资讯

受国内奶牛存栏量不足及居民生活水平提高的影响，生鲜乳产品持续处于供不应求的状态，报告期内，标的公司生鲜乳销售价格呈现震荡上涨趋势，平均销售单价由 2018 年的 3.47 元/公斤增长至 2019 年的 4.06 元/公斤，增长幅度达到 17.03%。2020 年 1-9 月，标的公司生鲜乳销售价格继续上涨，平均销售价格增长至 4.35 元/公斤。

标的公司行业分类属于畜牧业，具体为奶牛养殖业。国内 A 股市场没有以奶牛养殖为主业的上市公司，因此没有完全可比的上市公司。同时，标的公司下游乳制品加工企业如伊利食品、天润乳业、庄园牧场等虽存在养牛养殖业务，但其奶牛养殖业务生产的生鲜乳均自行消化，基本未对外销售。鉴于上述原因，公司选取了在新三板及香港证券交易所挂牌或上市，主要从事奶牛养殖业务的公司进行对比，根据其披露的定期报告数据，上述公司 2018 年、2019 年及 2020 年 1-6 月的生鲜乳销售价格情况如下：

股票代码	公司名称	2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年
834179.OC	赛科星	未披露	3.88	未披露
835112.OC	汇丰源	未披露	3.95	3.63
833462.OC	华瑞农业	未披露	4.23	3.76

832555.OC	金宇农牧	未披露	3.98	3.68
830851.OC	骏华农牧	未披露	3.94	未披露
430505.OC	上陵牧业	未披露	未披露	未披露
1492.HK	中地乳业	未披露	4.01	3.77
1432.HK	中国圣牧	4.20	4.18	3.79
1431.HK	原生态牧业	4.28	4.16	3.90
1117.HK	现代牧业	3.87	4.04	3.85
平均值		**4.12**	**4.04**	**3.77**
标的公司		**4.35**	**4.06**	**3.47**

数据来源：上述公司披露的定期报告

注1：因可比公司未披露2020年第三季度财务报告，故选取其披露的2020年1-6月的半年度报告数据进行对比分析。标的公司选取2020年1-9月数据。

注2：赛科星、骏华农牧、上陵牧业存在2018年或2019年未披露生鲜乳销售单价的情况，但根据其披露的2019年年度报告，其营业收入的提升均来自于生鲜乳销售价格的上涨。

2019 年，同行业可比公司生鲜乳销售单价亦处于上升趋势。其中，标的公司 2019 年生鲜乳平均销售价格与同行业可比公司的销售均价基本一致，2018 年低于同行业可比公司，主要原因为：我国生鲜乳平均销售单价自 2018 年下半年开始呈现上涨趋势，但由于天山军垦自 2018 年 5 月正式接手西部牧业下属 10 家牛场以来，天山军垦将主要精力集中于调整牛群结构，改善其牛群质量方面，未能及时根据市场价格调整与下游乳企之间的生鲜乳结算价格，导致标的公司 2018 年的生鲜乳销售价格低于市场价格。2019 年以来，标的公司及时按照市场价格按月调整与下游乳企之间的生鲜乳结算单价，标的公司生鲜乳销售价格呈现大幅增长趋势，与同行业公司的生鲜乳平均单价基本保持一致。

2020 年 1-9 月，标的公司生鲜乳平均销售价格高于同行业公司 2020 年 1-6 月的生鲜乳价格，主要原因为：受新冠疫情影响，生鲜乳价格因运输问题在 2020 年 1-4 月呈现下降的趋势，但随着疫情的有效控制，生鲜乳价格受供需关系等因素的影响呈现快速上升趋势，上述因素导致标的公司 2020 年 1-9 月的生鲜乳价格高于同行业公司 2020 年 1-6 月数据。2020 年 1-6 月，标的公司生鲜乳平均销售单价为 4.17 元/公斤，与同行业可比公司生鲜乳销售价格基本一致。

综上，标的公司生鲜乳销售单价的变动趋势与同行业可比公司基本一致，生鲜乳销售单价的增长具有合理性。

2、2019 年单位制造费用下降的合理性

2018 年及 2019 年，标的公司单位制造费用变动情况如下表所示：

项 目	2019 年度	2018 年度	增长率
期末泌乳牛数量（头）	11,082.00	11,226.00	-1.28%
生鲜乳生产量（吨）	87,609.67	77,839.53	12.55%
生鲜乳销售量（吨）	85,098.61	76,430.40	11.34%
制造费用合计（万元）	4,818.58	4,919.17	-2.04%
单位制造费用（元/公斤）	0.57	0.64	-12.02%

天山军垦 2017 年接手 12 家牧场子公司以来推行科学化、规模化、精细化管理，对 12 家牛场实施统一标准化科学养殖管理，不断提升牧场管理水平，使得牛群结构持续优化，牛群质量不断提升，存栏总量和单产水平稳步提升。经过 2017 年和 2018 年的持续调整，12 家合资牧场在存栏量小幅稳步增加基础上，牛群结构逐步优化，牛群质量稳步提高，单总产逐年提高。

2019 年，在期末成乳牛数量较 2018 末出现小幅下降的情况下，牛只单产水平的提高导致标的公司生鲜乳销售量由 2018 年的 76,430.40 吨增长至 2019 年的 87,609.67 吨，增长幅度为 11.34%，在折旧等制造费用总额小幅下降的情况下，销量增加导致单位制造费用较 2018 年同期下降 12.02%。

3、同行业可比公司毛利率情况

公司选取了新三板及港交所上市的主要从事奶牛养殖业务的公司进行对比，根据其披露的定期报告数据，上述公司报告期内毛利率波动情况如下：

股票代码	公司名称	2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年
834179.OC	赛科星	22.87	22.38	25.38
835112.OC	汇丰源	17.17	25.50	20.14
833462.OC	华瑞农业	34.89	26.64	25.44
832555.OC	金宇农牧	27.29	21.71	20.54
830851.OC	骏华农牧	14.53	14.77	9.10
430505.OC	上陵牧业	10.52	19.23	14.27
1492.HK	中地乳业	35.14	36.70	35.20
1432.HK	中国圣牧	37.60	36.60	32.50
1431.HK	原生态牧业	28.90	27.30	23.00
1117.HK	现代牧业	37.20	38.12	31.22
平均值		**26.61**	**26.90**	**23.68**

标的公司	**21.33**	**21.91**	**7.04**

数据来源：上述公司披露的定期报告

注1：因上述公司未披露2020年1-9月的财务报告，故选取其2020年半年度报告中的财务数据进行对比分析，标的公司选取2020年1-9月的财务数据；

注2：赛科星、华瑞农业、上陵牧业部分定期报告中未单独披露生鲜乳业务的毛利率，考虑上述公司生鲜乳销售占比在70%以上，选择其主营业务毛利率进行对比分析。

由上表可知，报告期内，同行业可比公司毛利率波动趋势基本与标的公司一致。标的公司 2018 年毛利率大幅低于同行业可比公司的主要原因为：① 标的公司 2018 年未能及时根据生鲜乳价格波动趋势调整其与下游乳企之间的生鲜乳结算单价，若以同行业可比公司 3.69 元/公斤的生鲜乳平均销售单价测算，标的公司毛利率水平将提高到 12.74%。② 天山军垦于 2017 年正式接手标的公司下属 12 家牧场子公司的管理工作，在包括采取增加饲料品类、不断完善饲养配方、及时淘汰无生产价值但饲养成本较高的奶牛等多项举措下，标的公司牛群质量不断提高；但由于接手时间较短，2018 年，标的公司成乳牛平均日单产水平仅为 23.99 公斤/天，与行业平均水平差异较大，较低的日单产水平导致单位产品分摊的固定资产折旧、生产性生物资产折旧等制造费用高于同行业可比公司。

2019 年及 2020 年 1-9 月，标的公司及时按照市场价格按月调整与下游乳企之间的生鲜乳结算单价；同时，标的公司精细化管理方式取得了较大成效，牛群质量得到了较大提高，单总产水平逐年提高，导致标的公司单位产品分摊的固定资产折旧、生产性生物资产折旧等制造费用呈现下降趋势。综合上述原因，标的公司 2019 年及 2020 年 1-9 月毛利率水平较 2018 年显著提高。

但标的公司毛利率水平仍低于同行业可比公司，主要是由于港股上市的四家可比公司对生产性生物资产采取公允价值计量，其牛只价值的变动直接计入公允价值变动损益，未在营业成本中核算生产性生物资产折旧导致其毛利率显著高于标的公司及同行业新三板挂牌公司。剔除上述四家在港股上市的可比公司后，2019 年及 2020 年 1-6 月，同行业可比公司的平均毛利率水平分别为 21.71%和 21.21%，与标的公司基本一致。

综上，报告期内，标的公司毛利率水平出现大幅增长具有合理性。

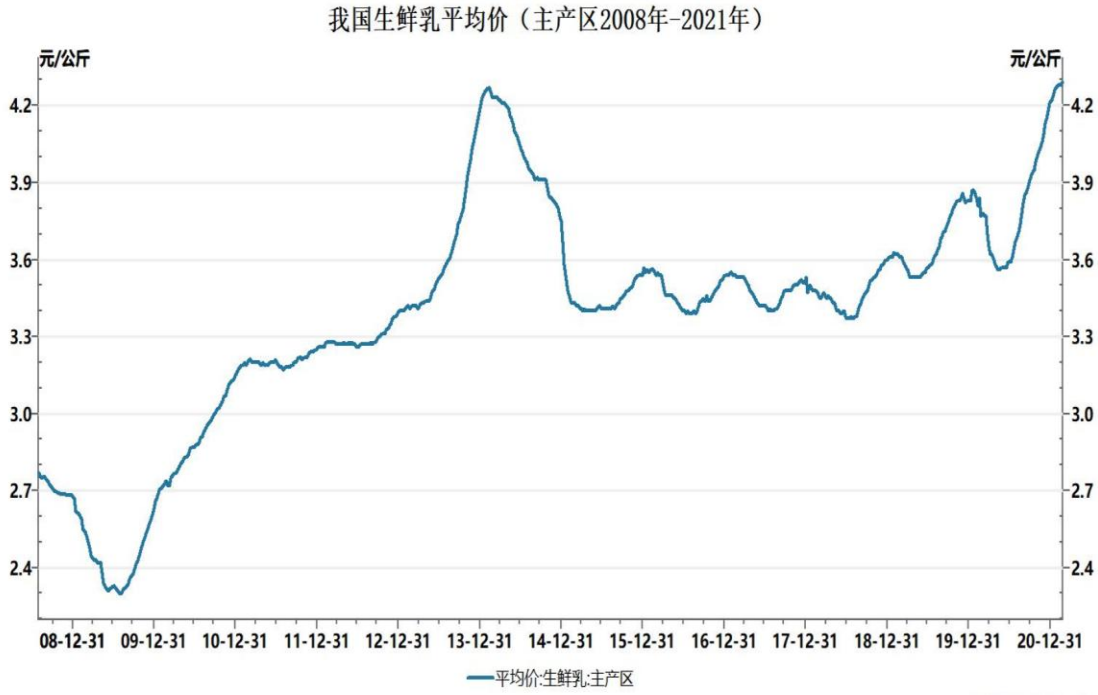
（二）结合历史数据说明生鲜乳销售价格是否存在周期性，标

的公司毛利率增长趋势是否可持续

1、生鲜乳销售价格变动趋势

生鲜乳的价格受市场供求、奶牛饲养成本、产品质量、产业政策、居民生活水平等多种因素影响。受 2008 年的三聚氰铵事件影响，生鲜乳价格在 2008 年-2009 年是近十年最低点，随着消费者对国内乳制品的信心逐渐恢复，生鲜乳价格也呈现快速上涨趋势，至 2014 年初达到较高水平，此后受乳制品及原奶的进口冲击，价格回归到 3.4 元/公斤。2018 年下半年，随着生鲜乳的周期性波动并叠加振兴奶业等行业政策的不断出台，在我国居民可支配收入逐渐增多的背景下，生鲜乳价格开启了震荡向上的增长趋势；2019 年价格均高于往年同期，生鲜乳价格在 1-4 月份出现季节性回落后再次上涨，1-12 月份平均价格为 3.84 元/千克，与 2018 年全年平均价格相比增长 5.49%；2020 年至今生鲜乳价格持续震荡上涨。

2008 年至今，我国生鲜乳（主产区）平均价的变动情况如下图所示：



注：生鲜乳主产区统计范围：河北、山西、内蒙古、辽宁、黑龙江、山东、河南、陕西、宁夏、新疆

数据来源：农业农村部，Wind 资讯

根据2008年至今的生鲜乳价格走势情况分析，生鲜乳价格波动不存在明显

的周期性，主要受供求关系影响。其中，2008年生鲜乳价格持续下跌主要是由于受三聚氰铵事件影响，影响了消费者对国内乳制品的信心，乳制品消费量的减少降低了对生鲜乳的需求，导致生鲜乳价格呈现下跌趋势；2014年，生鲜乳价格下跌主要是由于国外乳企通过低价向国内销售大量奶粉的方式以迅速占领中国市场，在2014年及2015年牛只存栏量相对较高的背景下，国内生鲜乳价格出现一定幅度的下跌。

同时，与猪、鸡、鸭等具备较为成熟市场的养殖行业不同，我国居民对乳制品的消费量尚与其他国家存在较大的差异，随着人民生活水平及对健康要求的提高，乳制品的需求量将进一步增强；在现有奶牛存栏量处于相对较低水平的情况下，未来一段期间内，生鲜乳仍将处于供不应求的状态；结合2008年至今生鲜乳价格的波动主要是受到食品安全、国外低价竞争等偶发性因素影响，生鲜乳价格预计将在未来一段区间内将维持较高水平。

综上，我国乳制品行业仍具备较好的发展空间，生鲜乳将在未来一段区间内继续保持供不应求的状态，生鲜乳价格波动不具备明显的周期性。

2、未来生鲜乳价格的变动趋势

我国原奶产量近年来保持在 3,000 万吨以上，主要依靠奶牛单产提升，国内奶牛的存栏量呈现出下滑趋势。2011 年-2017 年，我国奶牛存栏数量基本保持稳定并在 1,400 万头至 1,500 万头附近浮动，2017 年-2018 年国内奶牛的存栏量呈现出下滑趋势，2018 年我国奶牛存栏仅 1,038 万头。同时，近年来，我国生鲜乳（牛奶）产量总体保持稳定水平，2011 年-2019 年间，持续在 3,000 万吨至 3,200 万吨附近波动，2019 年全国生鲜乳产量达到 3,201 万吨。

与增速较低迷的奶牛存栏量和生鲜乳产量相对应的是近年逐年上升的人均液态奶消费量。我国国民对乳制品的消费热情与日俱增，乳制品消费量近年来逐年上升；但横向来看，2019 年，我国人均乳制品消费量折合生鲜乳为 35.8 千克，根据《全国奶业发展规划（2016-2020 年）》统计，我国人均奶类消费量仅为世界平均水平的 1/3、发展中国家平均水平的 1/2，整体差距较大。我国奶类消费量还有较大的增长空间。

同时，由于全球原奶供给持续过剩且进口乳制品成本较低，国产原料奶还不得不面临进口乳制品的冲击，奶源自给率一度由 2008 年以前的 90%以上，跌

落至如今 70%的“安全底线”以下。在这样的背景下，各政府部门开始密集出台有关推进奶业振兴、保证奶源自给率的政策。根据农业农村部等九部委在 2018 年联合印发的《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》，我国到 2025 年要力争全国奶类产量达到 4,500 万吨。2020 年《国务院办公厅关于促进畜牧业高质量发展的意见》也明确提出，国内奶源自给率保持在 70%以上。2021 年《国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》中亦明确提出，继续实施奶业振兴行动。国家政策的扶持会为我国原奶产量的进一步增长和上游奶牛养殖行业的发展带来进一步推动力。

随着中国人口数量的自然增长、城乡居民人均可支配收入水平的提高、消费结构的不断改善、膳食结构的逐步转变、国家政策的扶持及二胎政策的实施，乳制品的市场需求依然存在较大增长空间。在生鲜乳总供给量有限而总需求量提升的行业背景下，生鲜乳价格预计将在未来一段区间内将维持较高水平。

3、毛利率增长是否具有可持续性

2020 年 10-12 月及 2021 年 1 月，标的公司生鲜乳平均销售单价分别为 4.58 元/公斤和 4.80 元/公斤，较 2020 年 1-9 月的平均销售单价出现较大幅度增长，将有助于标的公司毛利率及经营业绩的提升。目前，标的公司毛利率水平已基本达到行业平均水平，但与行业内优质公司尚存在一定的差距。未来，标的公司将继续推进科学化、规模化、精细化的管理模式，降低生产成本，提高毛利率水平。

三、报告期内标的公司前五大客户销售收入占比分别为 92.54%、85.81%和 91.55%，请结合标的公司业务模式、销售模式和同行业公司情况，补充披露客户较为集中的原因及合理性，以及客户集中度较高是否符合行业惯例，标的公司为应对客户依赖风险的具体措施及其有效性

（一）客户较为集中的原因及合理性，客户集中度较高是否符合行业惯例

报告期内，标的公司对前五大客户的销售占主营业务收入的比例分别为92.54%、85.81%和 91.55%，客户集中度较高。报告期内标的公司单一客户占比不超过 50%，标的公司不存在对单个或少数客户严重依赖的情形。

从业务模式来看，标的公司主要从事奶牛规模化养殖，并对外销售优质生鲜乳，标的公司下属 12 家牧场子公司每天的生鲜乳产量在 250 吨左右，因生鲜乳保存时间基本在 1 天左右，当日生产的生鲜乳需当日进行销售。报告期内，标的公司与蒙牛乳业、伊利食品、乳旺乳业、花园乳业、天润乳业等石河子及乌鲁木齐周边大型乳企建立了长期、稳定的合作关系，当日生产的生鲜乳均当日运输至乳企。

从销售模式来看，报告期内，生鲜乳持续处于供不应求状态，国内乳企对奶源的争夺较为激烈，为保证奶源供应的稳定性，蒙牛乳业、伊利食品、乳旺乳业、花园乳业、天润乳业等国内知名乳企均能够给予较高的生鲜乳收购价格且能够按照合同约定进行回款（当月销售的奶款次月结算），为增强标的公司盈利能力，标的公司选择与上述乳企进行长期、稳定的合作。

从同行业公司情况来看，报告期内，标的公司前五大客户集中度与同行业可比公司的对比情况如下：

股票代码	公司名称	2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年
834179.OC	赛科星	未披露	78.46%	83.87%
835112.OC	汇丰源	100%	99.51%	98.87%
833462.OC	华瑞农业	未披露	49.39%	82.80%
832555.OC	金宇农牧	94.61%	95.20%	87.48%
830851.OC	骏华农牧	未披露	95.66%	98.49%
430505.OC	上陵牧业	未披露	86.27%	82.55%
1492.HK	中地乳业	未披露	99.20%	96.20%
1432.HK	中国圣牧	未披露	97.90%	72.80%
1431.HK	原生态牧业	98.7%（前三）	94.5%（前三）	91.4%（前三）
1117.HK	现代牧业	未披露	未披露	未披露
平均值		**97.77%**	**88.45%**	**88.27%**
标的公司		**91.55%**	**85.81%**	**92.54%**

数据来源：上述公司披露的定期报告

注：因上述公司未披露2020年1-9月的财务报告，故选取其2020年半年度报告中的财务数据进行对比分析，标的公司选取2020年1-9月的财务数据。

由上表可知，同行业可比公司亦存在客户较为集中的情况，标的公司客户集中度较高符合行业特点。

（二）标的公司为应对客户依赖风险的具体措施及其有效性

针对客户集中度较高，标的公司采取的主要措施包括：

1、经过多年的发展，标的公司与蒙牛乳业、伊利食品、乳旺乳业、花园乳业、天润乳业等国内知名大型乳企建立了长期、稳定的合作关系，标的公司与主要客户合作多年，未出现主要客户流失的情况。截至本问询函回复出具日，标的公司与伊利乳业、花园乳业签订有期限在 3 年的长期生鲜乳供货协议，与蒙牛股份签订有期限在 2 年的生鲜乳供货协议，其他乳企客户的生鲜乳供货协议期限基本在 1 年。上述生鲜乳供货合同滚动签订且协议约定的生鲜乳数量已基本覆盖了标的公司 12 家牧场子公司的现有生产能力。长期、稳定的供货合同保证了标的公司生鲜乳销售的稳定性。

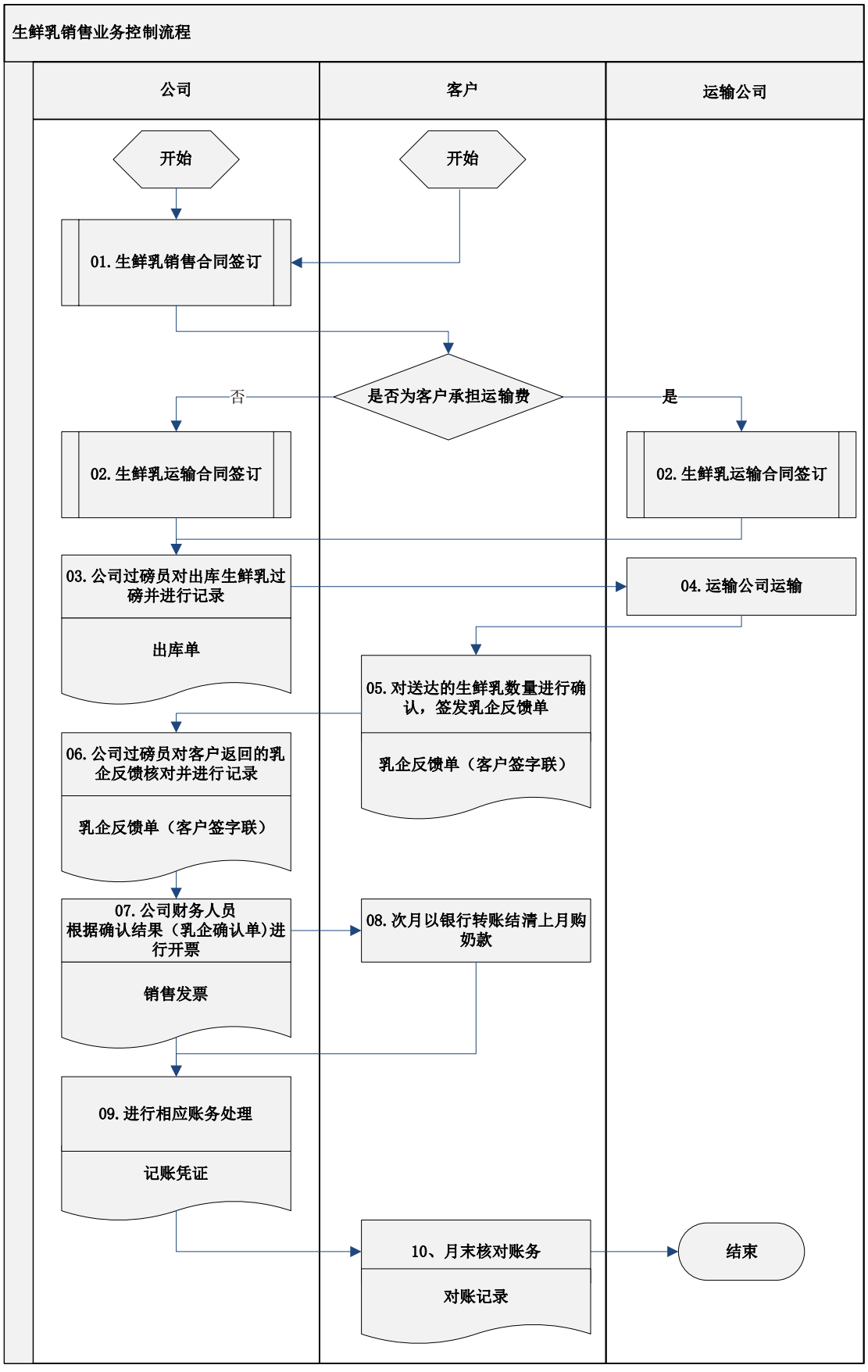
2、标的公司 12 家子公司均引进了先进的集中挤奶散栏饲养工艺，采用并列式机械挤奶自动脱杯、计量技术，拥有实时记录并处理奶牛各项生产性能数据与生理指标的电脑软件管理系统“一牧云”。经过多年的发展，标的公司生鲜乳平均乳脂率、乳蛋白指标均超国家质量标准。其中：阜瑞牧业和利群牧业 2 家牧场子公司获得有机产品认证证书，阜瑞牧业和泉旺牧业 2 家牧场子公司被认定为国家学生饮用奶奶源基地。

四、请补充披露标的公司的生产经营相关结算模式及相关内部控制制度与执行情况，请独立财务顾问及会计师说明针对以上内部控制执行的有效性及相关财务核算的规范性所执行的核查程序及结果。

（一）标的公司生产经营业务控制流程

1、销售业务的控制流程

标的公司的客户主要为乳制品加工企业，公司生产的生鲜乳除喂养犊牛外，其余均对外销售。生鲜乳销售业务流程如下：


生鲜乳销售业务控制流程
公司
客户
运输公司
开始
开始
01. 生鲜乳销售合同签订
是否为客户承担运输费
否
是
02. 生鲜乳运输合同签订
02. 生鲜乳运输合同签订
03. 公司过磅员对出库生鲜乳过磅并进行记录
出库单
04. 运输公司运输
05. 对送达的生鲜乳数量进行确认，签发乳企反馈单
乳企反馈单（客户签字联）
06. 公司过磅员对客户返回的乳企反馈核对并进行记录
乳企反馈单（客户签字联）
07. 公司财务人员根据确认结果（乳企确认单）进行开票
销售发票
08. 次月以银行转账结清上月购奶款
09. 进行相应账务处理
记账凭证
10、月末核对账务
对账记录
结束

（1）市场部与各乳企签订一年以上的生鲜乳购销合同，约定全年供需量，账期 1 个月，结算价格按市场销售价格按天结算，次月各乳企以银行存款支付结算上月销售价款，无现金结算。

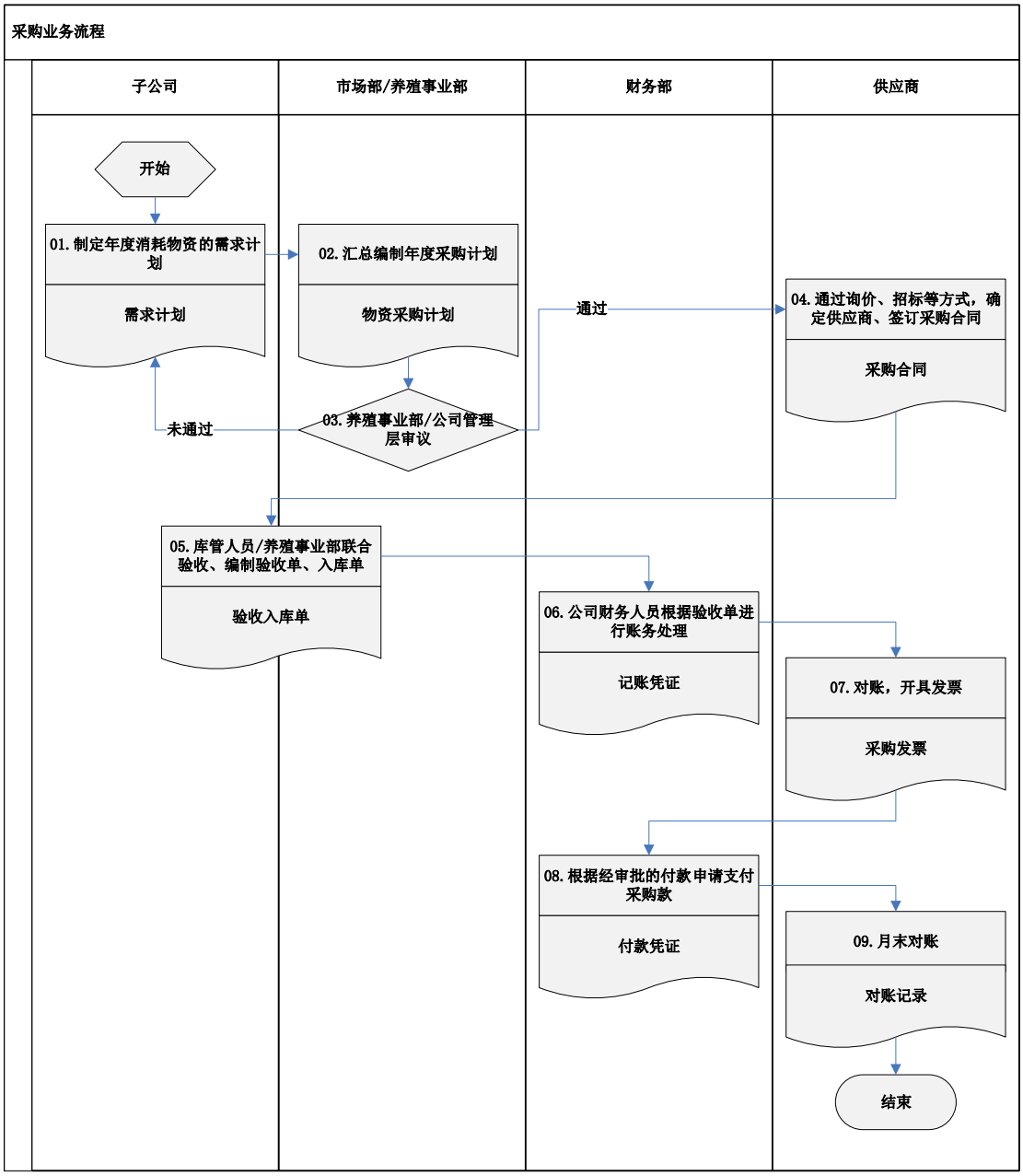
（2）公司牛场过磅员对出库生鲜乳过磅重量进行记录，并与乳企反馈确认单进行核对。

（3）开票人员根据乳企确认单开具销售发票，并将发票与乳企确认单交由财务人员进行账务处理。公司收到乳企价款，财务人员根据银行进账单开收据给各乳企，并用进账单与收据及时进行账务处理。

（4）月末，财务人员与乳企进行及时对账。

2、采购业务的控制流程

标的公司采购的存货主要有饲草、饲料、兽药、燃料以及其他低值易耗品等。存货采购业务控制流程如下：



（1）标的公司青贮、苜蓿、麦草等主要原料和精饲料及兽药疫苗的采购实施年度采购计划。各子公司根据年度目标、生产计划、现有库存情况预估次年各种消耗物资的需求量并制定预估计划提交市场部，市场部汇总需求计划，报经养殖事业部审核后，编制年度采购计划，报公司管理层审批通过后，由市场部统一采购。

（2）标的公司以询价、招标方式，对比供应商的产品质量、价格、生产规模及信用情况等，建立合格供应商库。对于采购量较大或关键的原材料，市场部将对供应商进行实地考察。

（3）库管人员对采购的物资进行验收。验收时首先确定供应商与供应的物资是否匹配；其次为供应物资是否是公司派发的计划；最后物资验收时，要求养殖事业部联合共同完成原料质检验收。验收完成后编制验收单、入库单，财务根据库管提供的资料，对材料物资暂估入账。

（4）财务人员与供应商进行对账，核对无误之后，供应商开具发票。公司根据月度的资金总量，编制资金预算，报公司管理层审批。根据审批后资金预算，对外支付资金。

（5）财务人员根据付款的银行回单等资料入账。

（二）标的公司生产经营业务结算模式

1、销售业务结算模式

标的公司客户，主要为大中型乳制品加工企业，客户均为企业法人，与公司的奶款以银行存款或者银行承兑汇票结算。

2、采购业务结算模式

标的公司采购的主要存货有饲料、青贮原料、饲草、兽药、低值易耗品等，其供应商主要为饲料、兽药生产类公司；提供青贮原料、饲草的农村专业合作社等，标的公司向供应商以银行存款或者银行承兑汇票结算，虽存在少数个人供应商，但均以银行转账的方式结算，供应商与标的公司的结算业务均有清晰的外部票据，不存在以现金结算的情形。

（三）标的公司生产经营业务内控制度建设情况

1、生产环节制度建设情况

标的公司建立了《生鲜乳生产方案》、《生产实施细则和操作流程》等一系列的生产业务相关制度及流程，公司牛场作为生鲜乳生产的负责主体，担负着生鲜乳生产数量、质量双重重任。通过严格执行公司生产实施细则和操作流程，完成牛群的饲养、繁育、生物性安全和生鲜乳生产等多项工作。公司养殖事业部对此过程中，能够直接影响到生鲜乳生产的生物性安全和奶厅管理进行全程监管，确保生鲜乳质量达到乳企标准。工程设备部及时对奶厅和制冷设备进行维修维护，确保机械设备正常运转，减少因机械设备故障导致的生鲜乳质量问题和牛体健康受损（气压不稳造成的乳房炎等）等问题。

2、采购环节制度建设情况

标的公司建立了《采购管理制度》、《采购预算管理制度》、《采购授权审批制度》及供应商管理流程等一系列的采购业务相关制度及流程，由市场部承担采购职责，采取对 12 家子公司集中管理、统一采购的采购模式，以提高原料采购质量、降低采购成本。

3、销售环节制度建设情况

标的公司建立了《生鲜乳交售实施方案》、《生鲜乳运输管理规范》等一系列的销售业务相关制度及流程。市场销售部负责对接区域内各乳企，准确掌握市场销售价格和各乳企收购标准，广泛收集液态奶、奶粉和进口乳制品的供需信息，预测后期生鲜乳市场价格趋势并知晓影响生鲜乳价格波动的因素。

市场销售部掌握公司牛场生鲜乳的产量多少、质量高低，通过对标乳企收购标准，使牛奶销售做到优质优价。做好公司与乳企的业务对接窗口，将公司销售意愿快速、准确的传达给各乳企，将乳企反馈意见及时上报公司管理层。制定生鲜乳购销合同，严格把关乳企在合同执行过程中的异动。

积极推进乳企在公司牛场生物性安全方面所做的工作，协助养殖事业部做好在奶厅管理工作。协同养殖事业部、乳企和牛场完善生产标准、操作规程和考核办法等相关规程。

（四）标的公司内部控制执行的有效性及相关财务核算的规范性所执行的核查程序及结果

独立财务顾问执行的核查程序及核查结果

1、了解标的公司的生产与仓储、采购与付款、销售与收款等相关内部控制制度及流程；

2、询问企业管理层、基础业务人员，了解生产经营实际运行状况，确定内控设计是否合理；

3、通过执行观察、询问、检查等程序，执行穿行测试，确定内控运行是否有效；独立财务顾问选取了标的公司 7 个子公司，于 2020 年 10 月 1-7 日、11 月 2-8 日、11 月 23-29 日分别对涉及的 2 个客户、3 个供应商，生产销售的生鲜乳、采购的青贮、棉籽、饲料等原料，执行采购与付款、生产与仓储循环、销

售与收款循环的穿行测试，测试样本公司相关业务流程关键控制点的执行情况；

4、选取样本，对关键控制点进行控制测试，确定控制运行是否有效。根据了解标的公司生产经营关键内控制度、流程，选取报告期标的公司采购与付款、生产与仓储、销售与收款循环执行控制测试程序。

通过执行上述程序，独立财务顾问认为：标的公司现有内控控制设计基本能满足标的公司现有生产经营的需要；通过相关测试，认为标的公司能按现有设计内控流程实际运行，未发现有内控设计或执行存在的重大缺陷。

五、请独立财务顾问及会计师说明针对标的公司报告期内销售收入的真实性、核算规范性及准确性、应收账款的真实性及坏账计提充分性所实施的具体核查程序及结果

独立财务顾问执行的核查程序及结果

1、销售收入的核查程序

（1）了解公司销售与收款政策，判断公司销售与收款流程是否合理及有效执行；

（2）确定公司账面收入确认政策是否符合《企业会计准则-收入》，是否一贯执行，是否有延期及提前确认收入的情形；

（3）选取了标的公司 12 家乳制品加工企业主要客户进行实地走访，了解客户的基本情况、业务开展情况、与标的公司报告期业务发生额、往来款余额、支付结算方式、获取客户的公司章程、股东及高管信息等资料，判断与公司是否存在关联关系，核查业务的真实性；

（4）穿行测试。获取报告期总计 39 笔销售收入（2018 年度 12 份，2019 年度 13 份，2020 年 1-9 月 14 份），核查对应的合同、出库单、运输单以及付款凭证等，核查合同内容(品名、数量、单价等)是否与公司确认收入的相关信息一致、货物是否已经由客户签收确认、客户回款情况是否与合同约定相符等；

（5）结合应收账款余额，对报告期 12 家主要客户（2018 年度 10 家，2019 年度 11 家，2020 年 1-9 月 11 家）收入金额及应收账款期末余额进行发函确认，回函率 100%；

（6）截止测试，结合标的公司报告期各资产负债表日前后 10 日内总计 85 个标本（截止日前 65 个，截止日后 20 个）的出入单据如过磅单、乳企反馈单与账面收入确认等测试收入是否跨期确认；

（7）分析程序。分析 1）销售价格变化情况是否与行业趋势相吻合；2）毛利率与同行业的比较，分析其合理性；3）分析产量及单产量，结合销售量判断是否存在异常。

2、应收账款的核查程序

（1）对标的公司 12 家主要客户进行实地走访，了解客户的基本情况、报告期业务发生额、往来款余额、支付结算方式、与公司是否存在关联关系等，核查报告期末应收客户余额的准确性；

（2）细节测试。获取客户报告期总计 23 份合同（2018 年度 9 份，2019 年度 7 份，2020 年 1-9 月 7 份），核查对应的订单、发货单、对账单以及银行收款回单，核查订单内容(品名、数量、单价等)是否与公司确认收入的相关信息一致、货物是否已经由客户签收确认、对账金额是否与确认收入金额一致且及时入账、客户回款情况是否与合同约定相符等；

（3）结合应收账款余额，对报告期 12 家主要客户（2018 年度 10 家，2019 年度 11 家，2020 年 1-9 月 11 家）的应收账款期末余额进行发函确认；

（4）检查报告期末前 5 名客户的期后回款情况，核对应收账款的准确性。

3、坏账准备计提的核查程序

（1）分析评价应收款项款坏账准备计提的合理性，包括确定应收款项组合的依据、金额重大的判断、单独计提坏账准备的判断等；

（2）复核管理层在评估应收账款的可收回性方面的判断及估计，关注管理层是否充分识别已发生减值的项目；

（3）坏账计提政策与同行业上市公司比较，判断计提的充分性；

（4）关注应收账款余额较大或者账龄超过一年的重大客户的应收账款的合理性，判断是否存在回收风险；

（5）检查报告期末前 5 名客户的期后回款情况。

4、核查结果

（1）主要客户的走访函证情况

标的公司的主要客户较为集中，所以实施的函证程序主要是通过实地走访的方式进行。走访过程中，取得对方公司的营业执照，访谈对方公司主要负责人，了解公司的合作历史、对公司采购占比、采购用途及是否实现最终销售等情况、商业实质以及交易过程中的具体流程、定价原则、结算方式等交易细节，判断是否与公司实际情况相符，是否存在三方共同订立合同的情形，并确认公司与主要客户之间是否存在关联关系。选取报告期 12 家主要客户（2018 年度 10 家，2019 年度 11 家，2020 年 1-9 月 11 家）进行现场走访，回函率 100%。函证走访结果如下：

①销售交易额的确认情况

单位：万元

项目	2020 年 1-9 月	2019 年度	2018 年度
营业收入	31,157.63	35,637.32	26,903.72
发函金额	31,042.15	33,294.75	26,397.29
发函比例	99.63%	93.43%	98.12%
回函确认金额	31,042.15	33,294.75	26,397.29
回函确认金额占营业收入的比重	99.63%	93.43%	98.12%

②应收账款余额的确认情况

单位：万元

项目	2020 年 1-9 月	2019 年度	2018 年度
应收账款余额	5,243.93	4,048.42	3,200.33
发函金额	5,008.33	3,959.10	2,333.05
发函比例	95.51%	97.79%	72.90%
回函确认金额	5,008.33	3,959.10	2,333.05
回函确认金额占应收账款的比重	95.51%	97.79%	72.90%

（2）标的公司应收账款及其坏账准备计提政策的执行情况

单位：万元

种类	2020 年 9 月 30 日余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	
单项计提坏账准备的应收款项					
按组合计提坏账准备的应收款项	5,243.93	100.00	278.35	5.31	4,965.58

种类	2020 年 9 月 30 日余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	
其中：应收关联方的应收款项	2,202.55	42.00	114.68	5.21	2,087.87
应收非关联方的应收款项	3,041.38	58.00	163.67	5.38	2,877.70
合计	**5,243.93**	**100.00**	**278.35**	**5.31**	**4,965.58**

续上表：

种类	2019 年 12 月 31 日余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	
单项计提坏账准备的应收款项					
单项金额不重大但以账龄为信用风险特征组合的应收款项	4,048.42	100.00	215.61	5.33	3,832.81
其中：应收关联方的应收款项	1,475.92	36.46	79.13	5.36	1,396.79
应收非关联方的应收款项	2,572.50	63.54	136.48	5.31	2,436.02
合计	**4,048.42**	**100.00**	**215.61**	**5.33**	**3,832.81**

续上表：

种类	2018 年 12 月 31 日余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	
单项计提坏账准备的应收款项					
单项金额不重大但以账龄为信用风险特征组合的应收款项	3,200.33	100.00	165.79	5.18	3,034.54
其中：应收关联方的应收款项	1,024.66	32.02	51.74	5.05	972.92
应收非关联方的应收款项	2,175.67	67.98	114.05	5.24	2,061.62
合计	**3,200.33**	**100.00**	**165.79**	**5.18**	**3,034.54**

（3）报告期标的公司应收账款期后回款检查情况

报告期内各期末，标的公司主要应收账款期后回款情况如下：

项目	期末余额	期后回款金额	回款率
2020 年 9 月 30 日			
新疆西牧乳业有限责任公司	1,237.93	1,237.93	100.00%
乌鲁木齐伊利食品有限责任公司	1,028.11	1,028.11	100.00%
新疆石河子花园乳业有限公司	909.67	909.67	100.00%

新疆乳旺乳业有限公司	579.27	579.27	100.00%
新疆蒙牛乳业有限公司	410.60	410.60	100.00%
小计	**4,165.58**	**4,165.58**	**100.00%**
2019 年 12 月 31 日			
新疆西牧乳业有限责任公司	1,183.58	1,183.58	100.00%
新疆蒙牛乳业有限公司	814.24	814.24	100.00%
乌鲁木齐伊利食品有限责任公司	609.16	609.16	100.00%
新疆乳旺乳业有限公司	527.18	527.18	100.00%
新疆天润乳业股份有限公司	383.98	383.98	100.00%
小计	**3,518.14**	**3,518.14**	**100.00%**
2018 年 12 月 31 日			
新疆乳旺乳业有限公司	595.39	595.39	100.00%
乌鲁木齐伊利食品有限责任公司	553.65	553.65	100.00%
新疆西牧乳业有限责任公司	468.13	468.13	100.00%
新疆石河子花园乳业有限公司	326.01	326.01	100.00%
新疆天润乳业股份有限公司	259.25	259.25	100.00%
小计	**2,202.44**	**2,202.44**	**100.00%**

报告期各期末，标的公司应收账款前五名占余额的比例分别为 68.82%、86.90%和 79.44%。标的公司下属客户主要为包括蒙牛乳业、伊利食品、天润乳业、花园乳业等在内的国内知名乳制品加工企业，当月销售的生鲜乳基本在次月进行款项结算，标的公司客户质量较好，期后能够按期回款，应收账款发生坏账的可能性极小。

综上，独立财务顾问认为：标的公司报告期内销售收入真实，核算规范性、准确，应收账款真实，且已充分计提坏账准备。

六、请依照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》第十六条规定补充披露重要下属企业的主要财务指标情况。

按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》规定，标的公司各子公司主要财务数据补充披露如下：

1、2020 年 9 月 30 日/2020 年 1-9 月

单位：万元

项目	资产总额	营业收入	净资产	净利润
阜瑞牧业	12,375.39	3,697.11	9,430.05	742.71
天盈牧业	9,445.86	3,130.16	6,422.93	863.25
曙瑞牧业	9,525.48	2,882.35	3,451.55	639.18
祥瑞牧业	6,025.00	1,692.92	51.94	275.10
三盈牧业	8,575.51	2,646.54	986.16	520.78
天锦牧业	12,186.55	1,931.29	9,397.47	169.48
泉旺牧业	10,033.53	2,820.82	6,688.84	507.73
利群牧业	9,754.95	3,404.53	6,494.50	335.86
西锦牧业	8,262.30	2,002.08	2,642.07	309.93
梦园牧业	9,611.55	2,442.75	2,877.16	443.46
东润牧业	8,931.46	2,777.88	5,730.05	322.01
双鹤牧业	11,932.19	1,989.37	6,511.91	-602.40

2、2019 年 12 月 31 日/2019 年度

单位：万元

项目	资产总额	营业收入	净资产	净利润
阜瑞牧业	10,360.96	4,007.72	5,673.37	289.65
天盈牧业	7,998.83	2,926.70	3,621.24	545.91
曙瑞牧业	10,072.97	3,458.27	2,807.68	227.59
祥瑞牧业	5,816.25	1,828.32	-225.06	239.77
三盈牧业	8,453.34	3,038.82	460.73	32.28
天锦牧业	11,135.83	3,121.59	5,654.60	461.74
泉旺牧业	8,592.67	3,355.12	4,938.24	474.11
利群牧业	8,671.43	3,619.76	3,265.95	187.68
西锦牧业	8,195.98	2,504.12	2,326.14	-307.54
梦园牧业	8,976.76	2,925.37	2,429.75	277.09
东润牧业	8,037.34	2,294.05	4,031.91	603.61
双鹤牧业	9,488.61	2,557.50	1,219.46	517.09

3、2018 年 12 月 31 日/2018 年度

单位：万元

项目	资产总额	营业收入	净资产	净利润

项目	资产总额	营业收入	净资产	净利润
阜瑞牧业	11,245.42	4,303.84	5,372.08	186.38
天盈牧业	7,870.89	1,836.29	3,069.93	181.76
曙瑞牧业	9,762.97	2,737.92	2,573.84	-271.40
祥瑞牧业	5,589.97	1,157.60	-467.35	-16.18
三盈牧业	8,542.59	2,010.10	422.25	-62.88
天锦牧业	9,382.75	1,942.86	2,948.64	95.07
泉旺牧业	9,091.46	3,130.20	4,458.43	-57.41
利群牧业	9,211.80	2,858.72	3,072.88	-210.60
西锦牧业	8,277.44	1,816.25	2,625.69	-973.43
梦园牧业	9,221.98	1,650.43	2,147.38	-439.20
东润牧业	7,728.73	1,804.67	3,415.41	-797.77
双鹤牧业	9,326.36	1,654.82	694.80	-852.82

七、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、报告期内标的公司开展精细化管理，成乳牛单产指标和全年总产量逐步提升，但标的公司奶牛单产水平与国内优质奶牛场尚存在较大的差距，因此未来标的公司继续通过实施精细化、科学化管理的方式，提高牛群质量，扩大总存栏，在牛只单产水平保持稳中有升的前提下，标的公司生鲜乳生产量将呈现出增长趋势，标的公司奶牛单产和生鲜乳总产量的增长具有可持续性。

2、报告期标的公司生鲜乳销售单价持续提高，变动趋势与同行业可比公司基本一致，生鲜乳销售单价的增长具有合理性；根据生鲜乳销售单价 2008 年以来十多年历史走势，生鲜乳销售价格不存在明显周期性；标的公司毛利率水平已基本达到行业平均水平，但与行业内优质公司尚存在一定的差距，未来标的公司将继续推进科学化、规模化、精细化的管理模式，降低生产成本，提高毛利率水平。

3、报告期内，标的公司对前五大客户的销售占主营业务收入的比例分别为 92.54%、85.81%和 91.55%，客户集中度较高，标的公司与蒙牛乳业、伊利食品、乳旺乳业、花园乳业、天润乳业等石河子及乌鲁木齐周边大型乳企建立了长期、稳定的合作关系，标的公司客户集中度较高符合行业特点。

4、标的公司生产经营相关内部控制制度基本健全，标的公司现有内控控制设计合理基本能满足标的公司现有生产经营的需要；通过相关测试，认为标的公司能按现有设计内控流程并实际运行，未发现有内控设计或执行存在的重大缺陷；相关财务核算无重大不规范情形；报告期内标的公司销售收入真实，核算规范性、准确，应收账款真实，且已充分计提坏账准备。

问题 16.报告书显示，标的公司为上市公司乳制品生产加工业务的供应商之一，请结合报告期内标的公司主要客户的采购情况、采购用途、产品类型、上市公司采购金额，补充披露本次交易是否会对标的公司与其他客户的合作关系产生负面影响，是否存在主要客户流失风险。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、本次交易是否会对标的公司与其他客户的合作关系产生负面影响

报告期内，标的公司主要客户为蒙牛乳业、伊利食品、乳旺乳业、花园乳业、天润乳业和西牧乳业六大客户，占全部生鲜乳销售金额比例在 95%以上。

报告期内，前六大客户向标的公司采购商品类型、采购用途、产品类型以及采购额和采购比例具体情况如下：

序号	客户名称	商品类型	采购用途	主要产品类型	2020 年 1-9 月		2019 年		2018 年	
					采购额（万元）	采购占比	采购额（万元）	采购占比	采购额（万元）	采购占比
1	蒙牛乳业	生鲜乳	加工乳制品	液态奶	5,640.38	18.70%	8,555.13	24.79%	4,472.03	16.88%
2	伊利食品			液态奶	3,162.91	10.49%	7,365.60	21.34%	3,085.99	11.65%
3	天润乳业			液态奶	1,356.96	4.50%	3,436.40	9.96%	5,793.35	21.87%
4	乳旺乳业			奶粉	8,179.25	27.12%	6,921.37	20.05%	8,102.12	30.59%
5	花园乳业			液态奶	6,436.20	21.34%	3,338.34	9.67%	3,057.07	11.54%
6	西牧乳业			液态奶	4,190.99	13.90%	3,319.84	9.62%	1,320.52	4.99%
合计					**28,966.69**	**96.05%**	**32,936.68**	**95.43%**	**25,831.08**	**97.52%**

从报告期标的公司六大客户采购变化分析，天润乳业采购数量和比例逐年下降，同时蒙牛乳业、伊利食品和乳旺乳业经过 2018 年和 2019 年波动后，2020 年基本达到稳定状态，与此相对应的是，上市公司两家子公司花园乳业和西牧乳业采购总额和占比逐年上升，由 2018 年的 16.53%上升至 2020 年 1-9 月份的 35.24%。2020 年 1-9 月，花园乳业向标的公司生鲜乳采购占其生鲜乳总采购额的 60%左右，西牧乳业向标的公司生鲜乳采购占其总采购的 100%。

本次交易完成后，标的公司将成为上市公司的全资子公司，未来标的公司会进一步加强与花园乳业和西牧乳业的业务合作，但短期内标的公司客户和销售结构预计不会发生大的变化。主要原因是奶牛养殖企业和乳品企业存在共生共存的长期合作关系，蒙牛乳业、伊利食品、乳旺乳业等国内知名乳企，是标的公司长期战略客户，同时标的公司均与主要客户均签署 1-3 年生鲜乳长期销售合同，因此短期内本次交易不会对现有客户造成较大的负面影响，亦不存在主要客户流失风险。

从长期分析，在优质稳定奶源仍为稀缺资源的背景下，标的公司将大力提高奶牛总存栏量、奶牛单产和生鲜乳总产，一方面不断满足花园乳业和西牧乳业不断增长的生鲜乳需求，提高上市公司奶源自给率，提升上市公司乳品产品市场占有率和竞争力，另一方面也要积极保

证蒙牛乳业、伊利食品、乳旺乳业等长期战略客户的持续稳定供应，促进标的公司生鲜乳产业的健康可持续发展。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

标的公司与现有主要客户均签署 1-3 年的长期销售合同，因此本次交易后短期内不会发生客户结构的大幅变化，不存在主要客户的流失风险；从长期分析，标的公司将不断提高上市公司的奶源自给率，同时保证其他长期战略客户的持续稳定供应，促进生鲜乳产业的健康可持续发展。

问题 17：报告书披露，标的公司生产性生物资产主要通过自行繁育取得，标的公司对生产性生物资产中的幼畜不计提折旧，产畜按年限平均法计提折旧，折旧年限为 6 年，预计残值率为 30%。

（1）请结合同行业公司情况，说明上述折旧计提政策是否符合行业惯例，与标的公司实际情况是否相符，并结合标的公司历史处置淘汰牛的损益情况说明残值率设为 30%是否合理。

（2）请补充披露标的公司生产性生物资产的账面价值具体核算过程、各环节成本计价依据、是否实现计量电子化、资产减值的计提依据。请独立财务顾问和会计师说明针对标的公司生产性生物资产的真实存在性及账面价值核算的准确性、减值计提的充分性所实施的具体审计程序及结果。

（3）请补充披露报告期各期末标的公司各牧场子公司生产性生物资产中的幼畜及产畜细分类数量。

（4）请补充披露报告期内产出犊公牛的数量及处置情况、处置金额、损益情况及相应的会计处理情况。

（5）请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、请结合同行业公司情况，说明上述折旧计提政策是否符合行业惯例，与标的公司实际情况是否相符，并结合标的公司历史处

置淘汰牛的损益情况说明残值率设为 30%是否合理。

（一）与同行业公司比较情况

股票代码	公司名称	使用寿命（年）	预计净残值（%）	折旧年率（%）
834179.OC	赛科星	5	20	16
835112.OC	汇丰源	8	30	8.75
833462.OC	华瑞农业	5	20	16
832555.OC	金宇农牧	5	20	16
830851.OC	骏华农牧	5	30	14
430505.OC	上陵牧业	6—8	30	11.67-8.75
	标的公司	6	30	11.67

由上表可以看出，同行业可比公司产畜的使用寿命在 5-8 年之间，标的公司预计的使用寿命为 6 年；同行业可比公司预计产畜的残值率在 20%-30%之间，标的公司预计的残值率为 30%。标的公司生产性生物资产的折旧政策与同行业相比，处于居中水平，无重大偏差。

（二）与标的公司实际情况是否相符

单位：万元

年度	产畜处置收入	处置的产畜原值	占比
2018 年	1,692.90	5,052.70	32.32%
2019 年	1,471.20	4,902.07	30.01%
2020 年 1-9 月	1,049.70	3,340.40	31.42%

通过上述表格可以看出，标的公司报告期内产畜处置所获收入均在原值的 30%左右，因而标的公司产畜残值率设置为 30%是与标的公司经营实际状况基本相符。

综上所述，标的公司与同行业可比公司生产性生物资产的折旧政策相比，不存在预计使用寿命过长、残值率过高的情形。

二、请补充披露标的公司生产性生物资产的账面价值具体核算过程、各环节成本计价依据、是否实现计量电子化、资产减值的计提依据。请独立财务顾问和会计师说明针对标的公司生产性生物资产的真实存在性及账面价值核算的准确性、减值计提的充分性所实

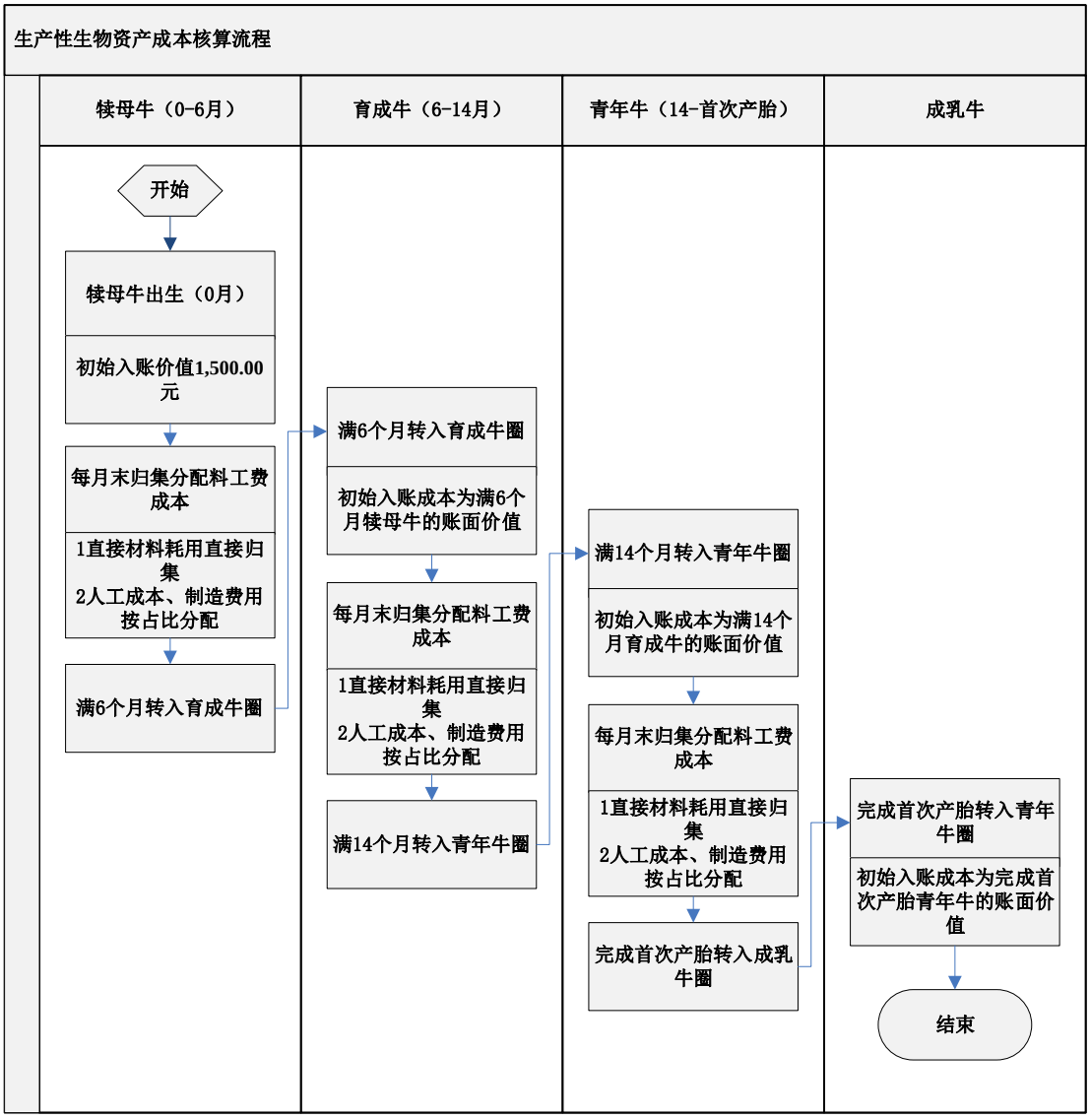
施的具体审计程序及结果。

（一）生产性生物资产的分类

公司生产性生物资产分为两类：一是产畜即成乳牛（泌乳牛和干奶牛）；二是幼畜（犊母牛、育成牛、青年牛）。

（二）初始计量

牛只出生时，犊母牛即在“一牧云”系统建立独立档案，记录其出生日期、体重、耳号等基础信息。后续根据牛只转群情况实时补充转群日期、所在圈舍、繁育、产犊、产奶等相应信息。生产性生物资产以月龄划分为不同的种群，按月归集分配对各种群进行成本的计量确认。具体流程如下：



1、成本归集与分配

生产性生物资产成本按月归集分配，其成本的构成为：初始成本、饲草料成本、人工成本、制造费用。

初始成本：为上一种群转群日账面价值，其中犊母牛初始入账价值1,500.00元（结合历史经验，以成乳牛临产前干奶期的饲养成本确认）。

饲草料成本：为该种群当月直接耗用的饲草料直接成本。

人工成本：月末按该种群在总群数的占比分配当月人工总成本。

制造费用：月末按该种群在总群数的占比分配当月总制造费用。

2、饲草成本的归集

（1）犊母牛（0-6月龄）

0-2月龄犊母牛只喂牛奶，按饲喂标准，每天6公斤，由饲养员到奶厅拉奶，填写“犊牛生鲜乳统计表”，月末由资料员与奶厅核对耗用量后，交财务记账。

满 2 个月月龄的犊母牛，饲养员按配方每天定时从仓库领料、进行人工饲喂，同时填列“犊牛饲草消耗明细表”，月末与“管家婆”存货管理软件中的饲草耗用量进行核对后，交财务记账。

（2）育成牛（6-14月龄）

饲养满6个月的犊母牛，转入育成牛群的圈舍。

育成牛的饲草耗用，由营养员将饲喂配方录入“银川奥特饲喂系统”，饲养员按系统提示每天定时从仓库领料、进行饲喂，月末营养员从“银川奥特饲喂系统”导出饲草耗用明细，交财务与仓库进行核对后，财务记账。

（3）青年牛（14-首次产胎）

饲养满 14 个月，转入青年牛群的圈舍。临产前 30 天的青年牛转入围产圈舍。

青年牛的饲草耗用，由营养员将饲喂配方录入“银川奥特饲喂系统”，饲养员按系统提示每天定时从仓库领料、进行饲喂，月末营养员从“银川奥特饲喂系统”导出饲草耗用明细，交财务与仓库进行核对后，财务记账。

（4）成乳牛

青年牛完成首次产胎，即转入成乳牛圈舍。转入成乳牛后次月开始计提生产性生物资产累计折旧，计入生鲜乳销售成本。成乳牛的饲草料成本，以及应分摊的间接费用、成乳牛计提的折旧等计入生鲜乳的销售成本。

（三）后续计量

1、公司至少应当于每年年度终了对生产性生物资产进行检查，有确凿证据表明由于遭受自然灾害、动物疫病侵袭或市场需求变化等原因，使生产性生物资产的可收回金额低于其账面价值的，应当按照可变现净值或可收回金额低于账面价值的差额，计提生物资产跌价准备或减值准备，并计入当期损益。

生产性生物资产减值准备一经计提，不得转回。

2、生产性生物资产减值测试的依据及方法

报告期末，公司对生产性生物资产的可收回金额进行测算，可收回金额低于账面价值的差额，计提生物资产减值准备。

由于奶牛没有公开交易的市场销售价可以参考，故选取奶牛未来整个产奶期形成生鲜乳销售折现的方式，以确认其可收回金额。

（1）产畜可收回金额的测算方法

产畜可收回金额（未来现金流量现值）=PV（月投资报酬率，预计可产乳期间，净现金流入，残值，1）

按产畜未来可产乳期间，结合平均产奶量，市场售价，计算现金流入；以未来期间产畜的付现饲养成本计算现金流出；差额作为现金净流入，以产畜未来预计可产乳期间为期数，以资产成本率作为折现率，计算产畜的净流量现值，作为产畜的可收回金额。

（2）幼畜可收回金额的测算方法

首先按前述产畜的一个完整产奶期计算产畜首胎产犊时的现金流量净现值，然后扣减幼畜养殖至首胎产犊时的标准饲养成本，同时考虑平均淘汰率，计算幼畜的可收回金额。

（四）电子化计量情况

标的公司财务管理采用用友 NC 系统，统一全公司的财务核算标准，保证数据取得口径一致。财务依据经核对后的各业务管理系统数据后进行记账。各环节业务数据的获取及核对、传递流程如下：

标的公司对于牛只信息管理采用“一牧云”管理系统，从牛只出生即建立档案，以记录牛只各阶段的健康、产量、繁殖等状况。

牛只饲喂管理使用银川奥特饲喂称重软件系统，按不同种群牛只的喂养配

方，保证日量配方的精准投放，避免浪费，实现科学饲养。月末营养员从牛只饲喂管理系统中导出当月各种群的材料耗用统计表，交资料员与仓库管理员从存货管理软件中的导出的材料耗用明细统计表核对后，交财务记录当月各种群的直接饲草料耗用成本。

牛只繁殖使用银川奥特项圈，能有效监控牛只发情，及时配孕，缩短产间距，最大限度提高奶牛产值。

奶厅使用利拉伐（10 家）、阿菲金（1 家）、萨科（1 家）等挤奶设备，能实时显示每一仓的数量。同时能有效计量每一头挤奶牛只的产奶量，及时调群，调整配方。资料员月末将挤奶系统中导出的当月生鲜乳产量与犊牛生鲜耗用统计表、生鲜乳销售出库磅单、乳企反馈单等进行核对后，交财务记录当月生鲜乳销售量、犊牛生鲜乳耗用量。

（五）核查程序

独立财务顾问执行的核查程序及核查结果

1、了解生产性生物资产计量、减值准备计提的政策、程序和方法的内部控制。

2、对生产性生物资产抽取全部样本进行实地查验、监盘，了解生产性生物资产期末的实际结存情况及饲养状态，并将一牧云系统管理牛只数量、状况等与实际盘点情况进行核对。

3、获取管理层关于生产性生物资产的成本归集、计算分配底稿，复核成本分摊计算过程。

4、获取管理层关于生产性生物资产的减值测试底稿，复核减值测试计算过程。

通过核查，独立财务顾问认为，标的公司生产性生物资产真实存在、账面价值核算准确、减值准备计提准确。

三、请补充披露报告期各期末标的公司各牧场子公司生产性生物资产中的幼畜及产畜细分类数量。

2020 年 9 月 30 日	成乳牛	青年牛	育成牛	犊母牛
	数量（头）	数量（头）	数量（头）	数量（头）

2020 年 9 月 30 日	成乳牛	青年牛	育成牛	犊母牛
	数量（头）	数量（头）	数量（头）	数量（头）
阜瑞牧业	1,206	267	318	202
天盈牧业	1,030	256	376	187
曙瑞牧业	997	216	262	234
祥瑞牧业	582	206	208	123
三盈牧业	923	240	221	238
天锦牧业	944	415	194	428
泉旺牧业	951	346	186	226
利群牧业	1,118	164	184	267
西锦牧业	781	288	342	204
梦园牧业	951	216	163	198
东润牧业	946	256	273	210
双鹤牧业	1,185	636	374	182
合计	**11,614**	**3,506**	**3,101**	**2,699**

续上表：

2019 年 12 月 31 日	成乳牛	青年牛	育成牛	犊母牛
	数量（头）	数量（头）	数量（头）	数量（头）
阜瑞牧业	1,129	289	284	241
天盈牧业	1,080	172	197	302
曙瑞牧业	951	257	168	225
祥瑞牧业	569	170	156	153
三盈牧业	843	314	149	170
天锦牧业	843	609	264	155
泉旺牧业	951	247	249	234
利群牧业	1,175	192	210	209
西锦牧业	938	226	245	282
梦园牧业	879	305	139	118
东润牧业	896	229	206	224
双鹤牧业	828	390	121	92
合计	**11,082**	**3,400**	**2,388**	**2,405**

续上表：

2018 年 12 月 31 日	成乳牛	青年牛	育成牛	犊母牛

	数量（头）	数量（头）	数量（头）	数量（头）
阜瑞牧业	1,225	281	341	234
天盈牧业	757	390	238	171
曙瑞牧业	1,066	125	201	229
祥瑞牧业	490	245	132	134
三盈牧业	948	171	188	282
天锦牧业	1,132	295	9	122
泉旺牧业	1,016	292	315	169
利群牧业	1,185	206	221	317
西锦牧业	1,172	269	178	203
梦园牧业	769	293	231	148
东润牧业	609	170	402	169
双鹤牧业	857	199	204	256
合计	**11,226**	**2,936**	**2,660**	**2,434**

四、请补充披露报告期内产出犊公牛的数量及处置情况、处置金额、损益情况及相应的会计处理情况

（一）报告期内产出犊公牛数量及处置情况、金额及损益情况

单位：万元

2020 年 1-9 月	产出/增加	淘汰/销售			净损益
	数量	数量	收入	成本	
阜瑞牧业	365.00	362.00	101.01	77.40	23.61
天盈牧业	309.00	319.00	88.64	83.23	5.41
曙瑞牧业	257.00	222.00	76.26	51.19	25.07
祥瑞牧业	179.00	185.00	50.88	34.70	16.18
三盈牧业	280.00	292.00	84.46	52.40	32.06
天锦牧业	231.00	233.00	64.40	40.83	23.57
泉旺牧业	320.00	319.00	85.41	72.14	13.27
利群牧业	341.00	332.00	91.10	73.06	18.04
西锦牧业	223.00	226.00	64.70	47.58	17.12
梦园牧业	259.00	262.00	72.20	48.90	23.30
东润牧业	360.00	407.00	132.92	108.59	24.32
双鹤牧业	260.00	288.00	86.78	71.05	15.73

2020 年 1-9 月	产出/增加	淘汰/销售			净损益
	数量	数量	收入	成本	
小计	3,384.00	3,447.00	998.75	761.07	237.68

续上表：

2019 年	产出/增加	淘汰/销售			净损益
	数量	数量	收入	成本	
阜瑞牧业	471.00	448.00	117.74	91.88	25.87
天盈牧业	386.00	345.00	93.06	82.19	10.87
曙瑞牧业	257.00	222.00	134.52	126.57	7.95
祥瑞牧业	403.00	427.00	56.55	39.51	17.04
三盈牧业	340.00	309.00	88.31	103.97	-15.66
天锦牧业	395.00	399.00	98.23	101.24	-3.00
泉旺牧业	397.00	430.00	85.48	83.31	2.17
利群牧业	422.00	465.00	114.50	144.90	-30.40
西锦牧业	491.00	522.00	96.32	66.46	29.86
梦园牧业	306.00	335.00	91.08	87.31	3.77
东润牧业	435.00	358.00	80.89	88.92	-8.03
双鹤牧业	197.00	187.00	66.83	43.76	23.07
小计	**4,500.00**	**4,447.00**	**1,123.51**	**1,060.01**	**63.50**

续上表：

2018 年	产出/增加	淘汰/销售			净损益
	数量	数量	收入	成本	
阜瑞牧业	260.00	237.00	108.21	66.07	42.14
天盈牧业	249.00	226.00	26.63	16.80	9.83
曙瑞牧业	470.00	423.00	39.31	29.07	10.24
祥瑞牧业	190.00	170.00	22.70	14.43	8.26
三盈牧业	229.00	203.00	37.75	22.95	14.80
天锦牧业	441.00	370.00	28.81	25.04	3.77
泉旺牧业	455.00	418.00	30.82	19.95	10.86
利群牧业	422.00	317.00	27.50	17.75	9.74
西锦牧业	434.00	376.00	27.40	20.01	7.40
梦园牧业	237.00	202.00	14.94	10.07	4.87
东润牧业	323.00	296.00	22.42	24.53	-2.11

2018 年	产出/增加	淘汰/销售			净损益
	数量	数量	收入	成本	
双鹤牧业	317.00	306.00	30.12	24.59	5.53
小计	**4,027.00**	**3,544.00**	**416.60**	**291.28**	**125.33**

（二）报告期内产出、处置犊公牛相应的会计处理情况

1、产出犊公牛账务处理：初始入账价值 1,500.00 元，增加消耗性生物资产，同时冲减生鲜乳的营业成本。

2、销售犊公牛账务处理：增加应收账款或货币资金，增加其他业务收入，冲减犊公牛账面价值，同时结转其他营业成本。犊公牛一般在产出后 1 个月内销售。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司生产性生物资产的折旧政策与同行业相比，处于居中水平，无重大偏差，产畜残值率设置与公司经营实际状况基本相符，因此标的公司与同行业可比公司生产性生物资产的折旧政策相比，不存在预计使用寿命过长、残值率过高的情形。

2、标的公司生产性生物资产真实存在、账面价值核算准确、减值准备已充分计提。

问题 18：请补充披露标的公司存货日常管理的具体流程，存货账面价值核算的具体过程，12 家牧场子公司是否已实现存货核算的电子化，与存货相关内控流程是否完善及有效执行。请独立财务顾问及会计师说明针对标的存货的真实存在性、账面核算规范性、跌价计提的充分性、针对标的公司供应商及报告期采购情况所实施的具体核查程序及结果。

回复：

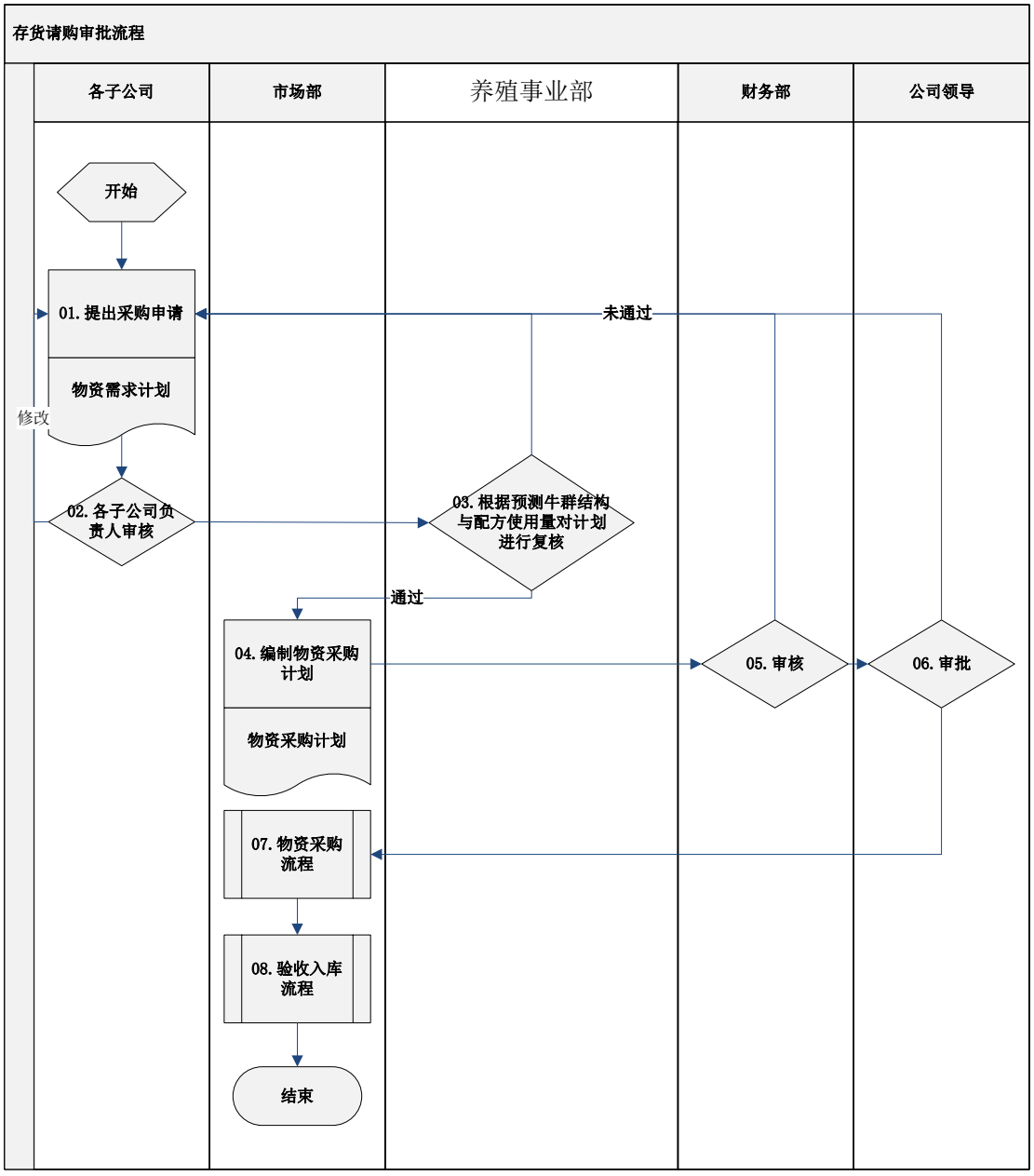
一、存货日常管理流程

标的公司存货分为外购存货（原材料、兽药、低值易耗品）；消耗性生物资

产（犊公牛）；产成品（生鲜乳）。

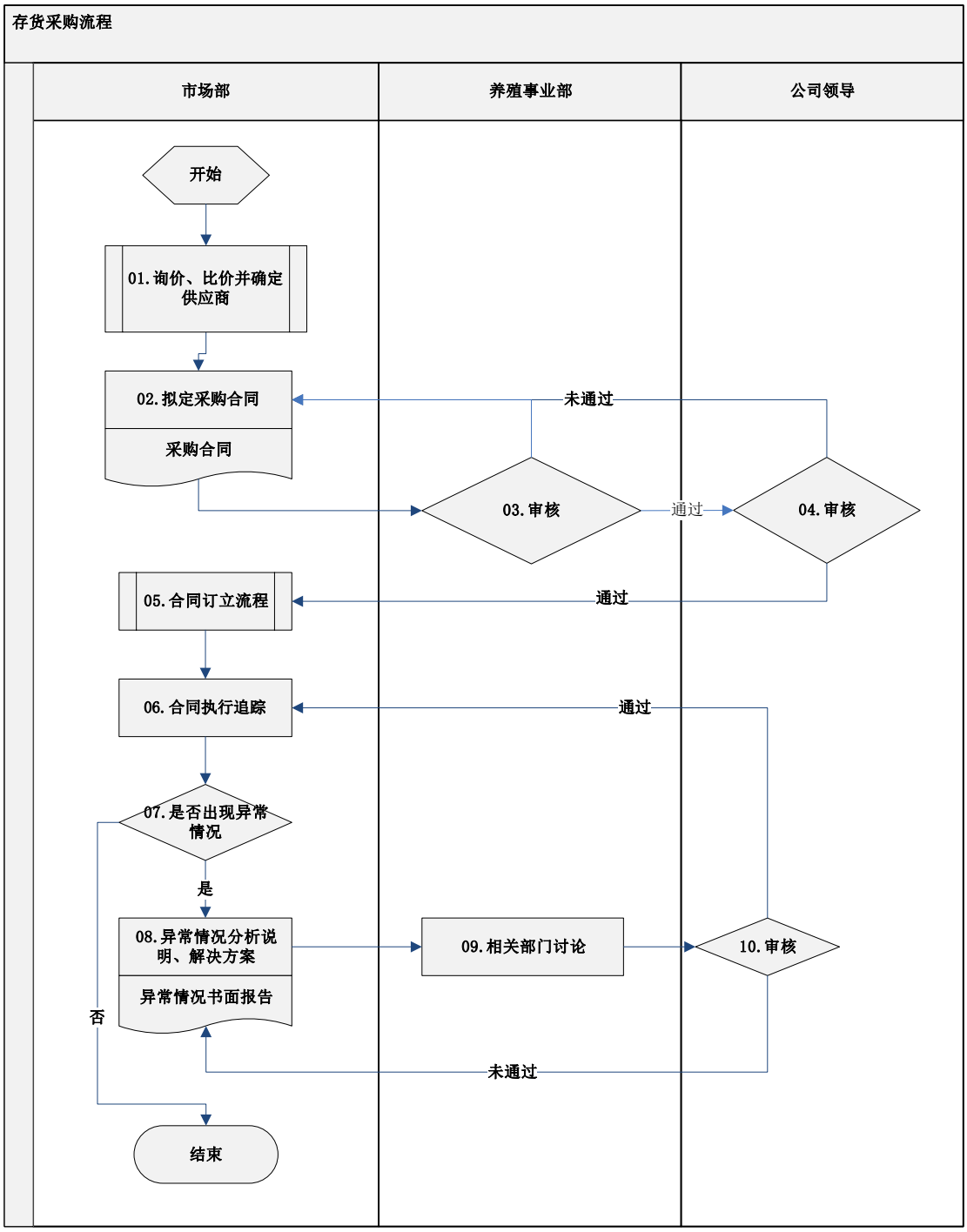
（一）外购存货管理流程：

1、存货请购



公司原材料根据期末存货的期末实际库存，结合生产经营需要，由各子公司提交采购计划，养殖事业部根据预测牛群结构与配方使用量对计划进行复核，市场部负责按照养殖事业部反馈的采购计划与要求的质量标准进行饲草的采购工作。

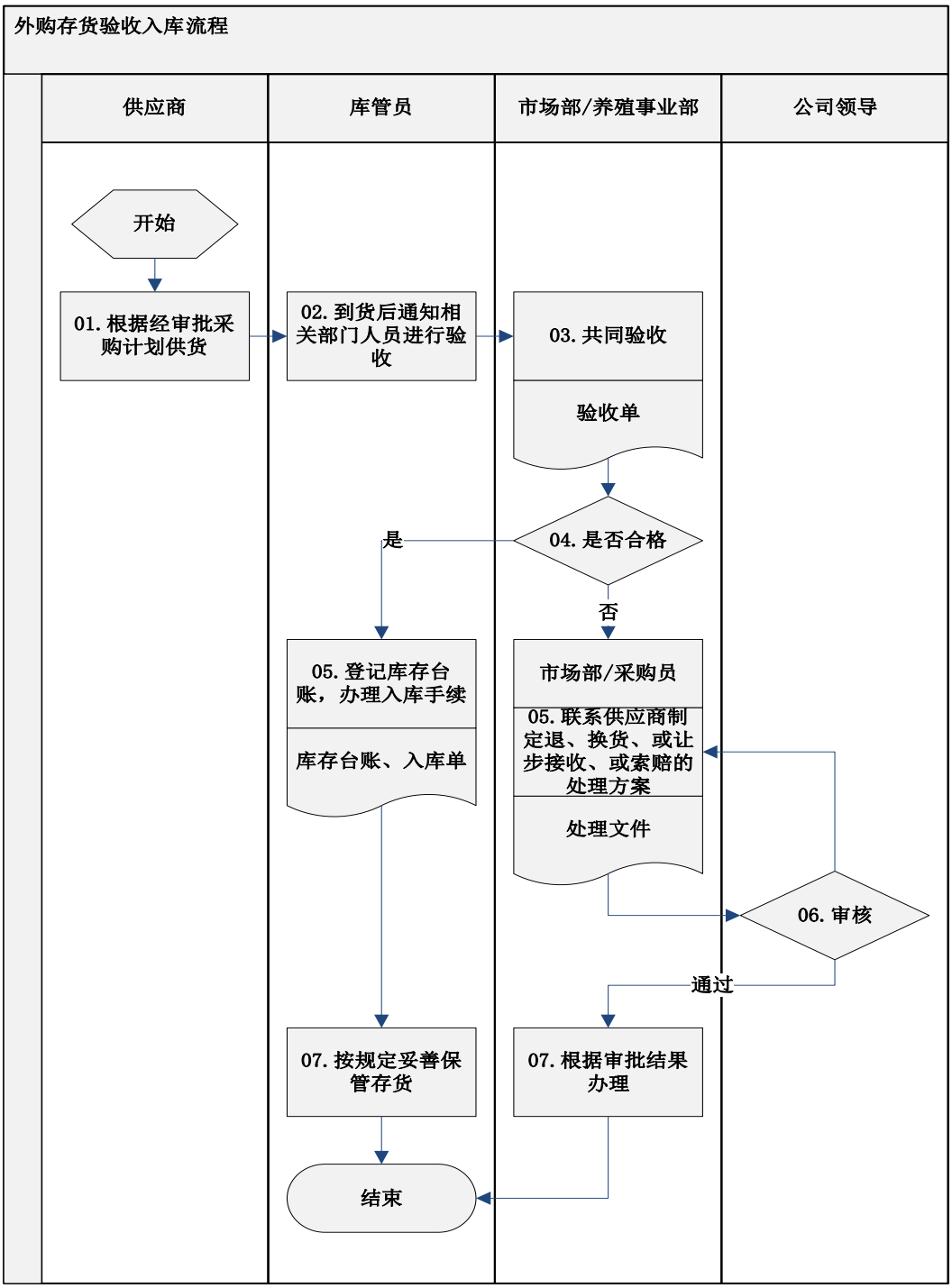
2、存货采购



对于饲草的采购受到种植周期的限制，需要集中在较短的时间内做好牛场全年饲草的储备。公司价格体系可以将往年的饲草采购价格作为参考，结合市场供需关系，对比同行业经营者的价格制定公司的饲草收购体系。如在后期采购过程中出现问题，通过公司采招会议后作价格微调，以确保饲草收购工作。在非饲草批量采购季节购入饲草，需要两个以上公司部门对需要购入的饲草实勘、议价，经公司采招会议后购入；对于压片玉米棉粕、棉籽、颗粒粕等辅料

所用农产品及农副产品的采购，此类物资采购批次频繁，且价格浮动较快；价格通常受到区域种植、工厂加工和全国市场供需关系的影响。为提高采购效率，降低采购成本；同时参照饲料行业经营者的采购方式，公司两个以上的部门对需要购入的物资进行询价、议价，在公司领导的审核后执行采购；对于其他材料、库存商品、周转材料、低值易耗品的采购根据实际需要，选取供应商不超过三家以上的，由公司两个以上的部门对需要购入的物资进行询价、议价，在公司领导的审核后执行采购。

3、验收入库



对采购入库的材料等，由仓库管理人员、养殖事业部联合共同验收，经验收合格后，应分类存放，做到整洁有序。

4、存货仓储与保管

标的公司的主要原材料为青贮、苜蓿等饲草料，饲草的营养价值，除与原料的品种和种类有关外，还受收割时期以及后期储存方法的影响，适时收割能获得较高的收货量和营养价值。为此标的公司建立了《青贮苜蓿收储实施方案》、

《物资管理办法》等相关制度。

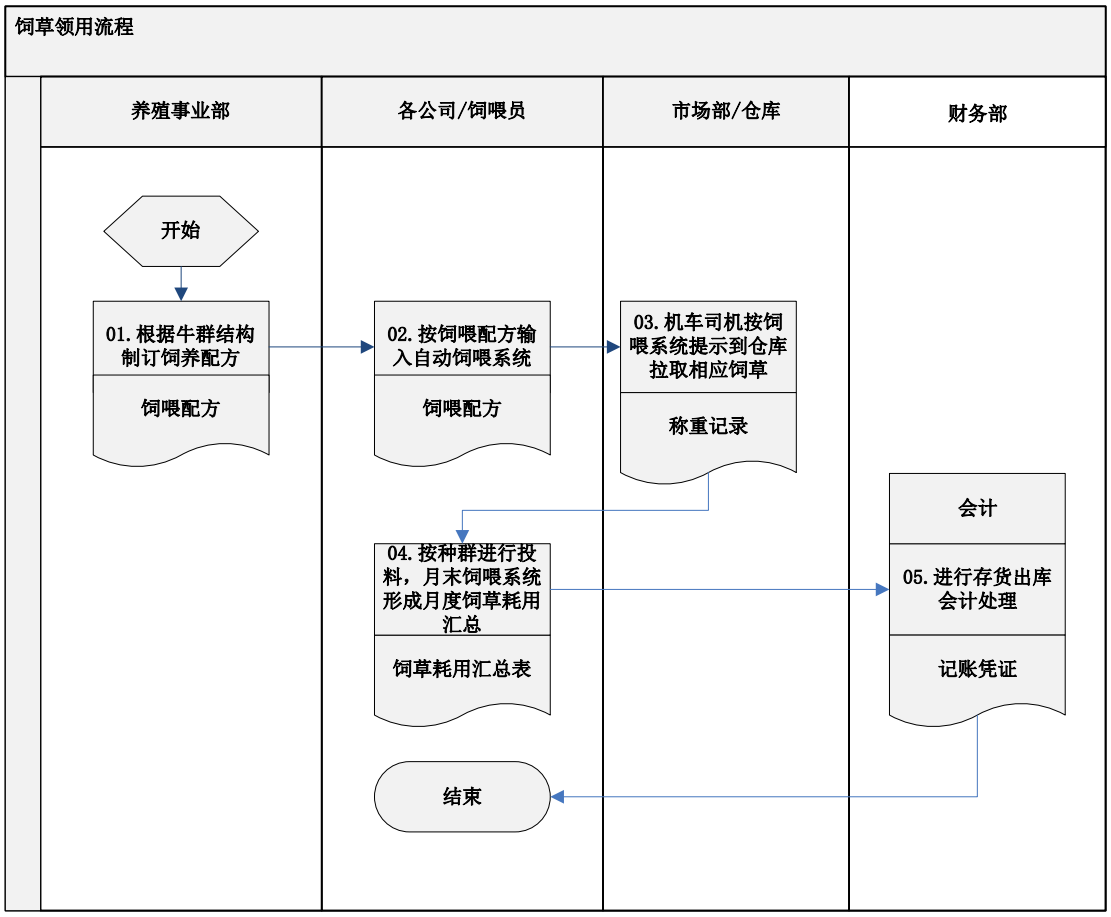
不同饲草的储存方法也不相同。主要饲草分为：青贮、苜蓿、麦草。

对于适时收割的青贮原料，应尽量减少曝晒，以保证原料的青绿和新鲜。控制原料水分的含量是决定青贮品质最重要的因素，所以青贮窖的密封和覆盖必须严格按照规定执行。青贮为未完全成熟带有籽的玉米（玉米杆、玉米籽、玉米叶），粉碎后拉运至厂区青储窖进行贮藏。收储前，对青储窖进行清扫、消毒。青贮原料运至厂区时，由质检员对原料进行干物质检验，合格后通过准星衡器 100T 地磅进行称重，仓管员过磅、会计监磅。储存时，喷洒青贮剂、压实堆放，覆盖薄膜，进行充分维固，保持青贮充分发酵。青贮窖旁悬挂物料牌，标明存放体积、密度、重量等信息。

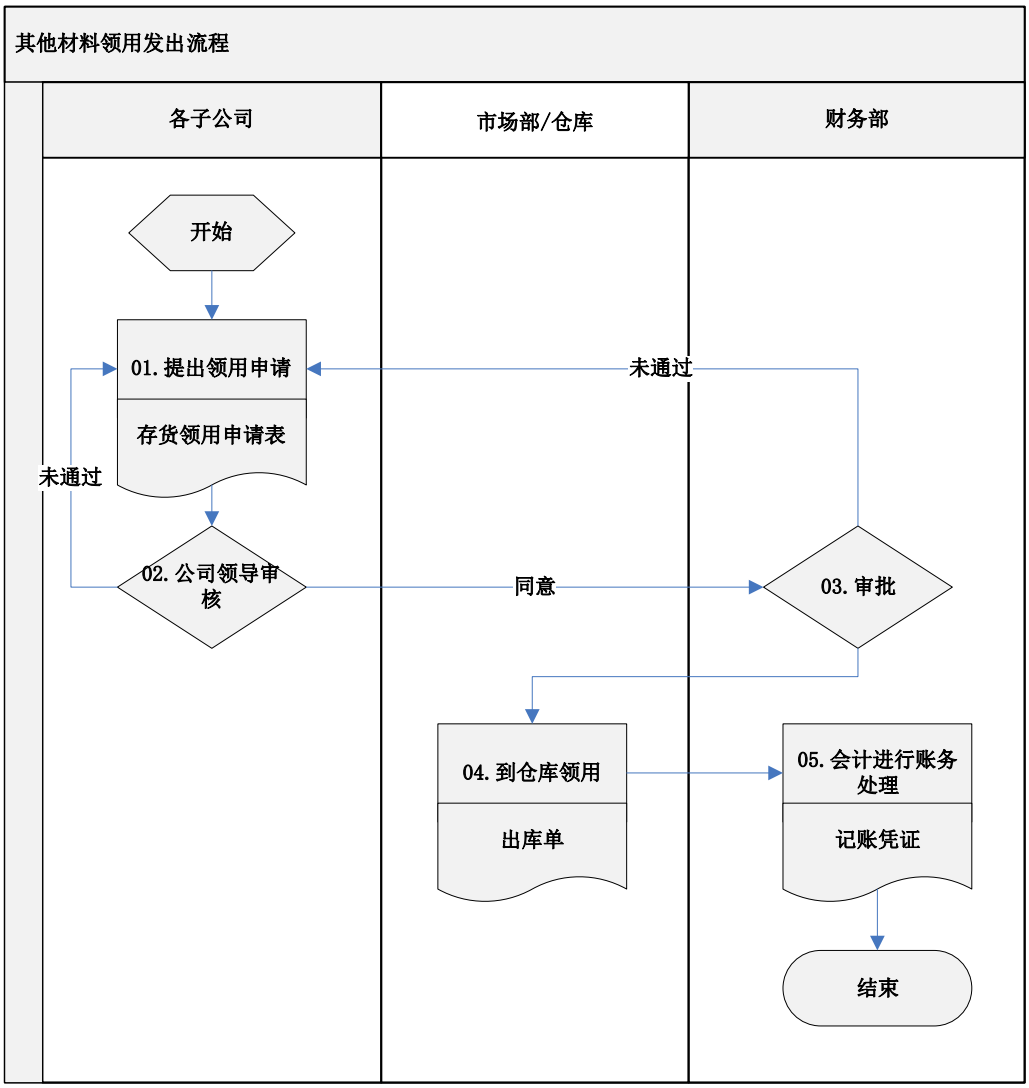
苜蓿和麦草为水分含量低于 13%的成捆干草（大捆 300 公斤/捆，小捆 25 公斤/捆）。收储前，对堆放场地进行清扫、消毒。干草运至厂区时，由质检员对原料进行水分含量检验，合格后通过准星衡器 100T 地磅进行称重，仓管员过磅、会计监磅。储存时，码垛堆放至干草棚；室外码垛堆放时加盖防水蓬布。码垛旁悬挂物料牌，标明存放体积、密度、重量等信息。同时配备消防砂、灭火器、消防井等消防器材，加装围栏、警戒线，悬挂防火标识警示牌。

饲草领用时，根据每天饲草需用计划量，适度掀开相应覆盖蓬布，避免过度暴晒、淋雨。仓库管理员每天对饲草存放进行巡检，确保消防器材的有效配置、及时修补破损覆盖物、保持防火标识醒目完整。

5、存货的领用与出库

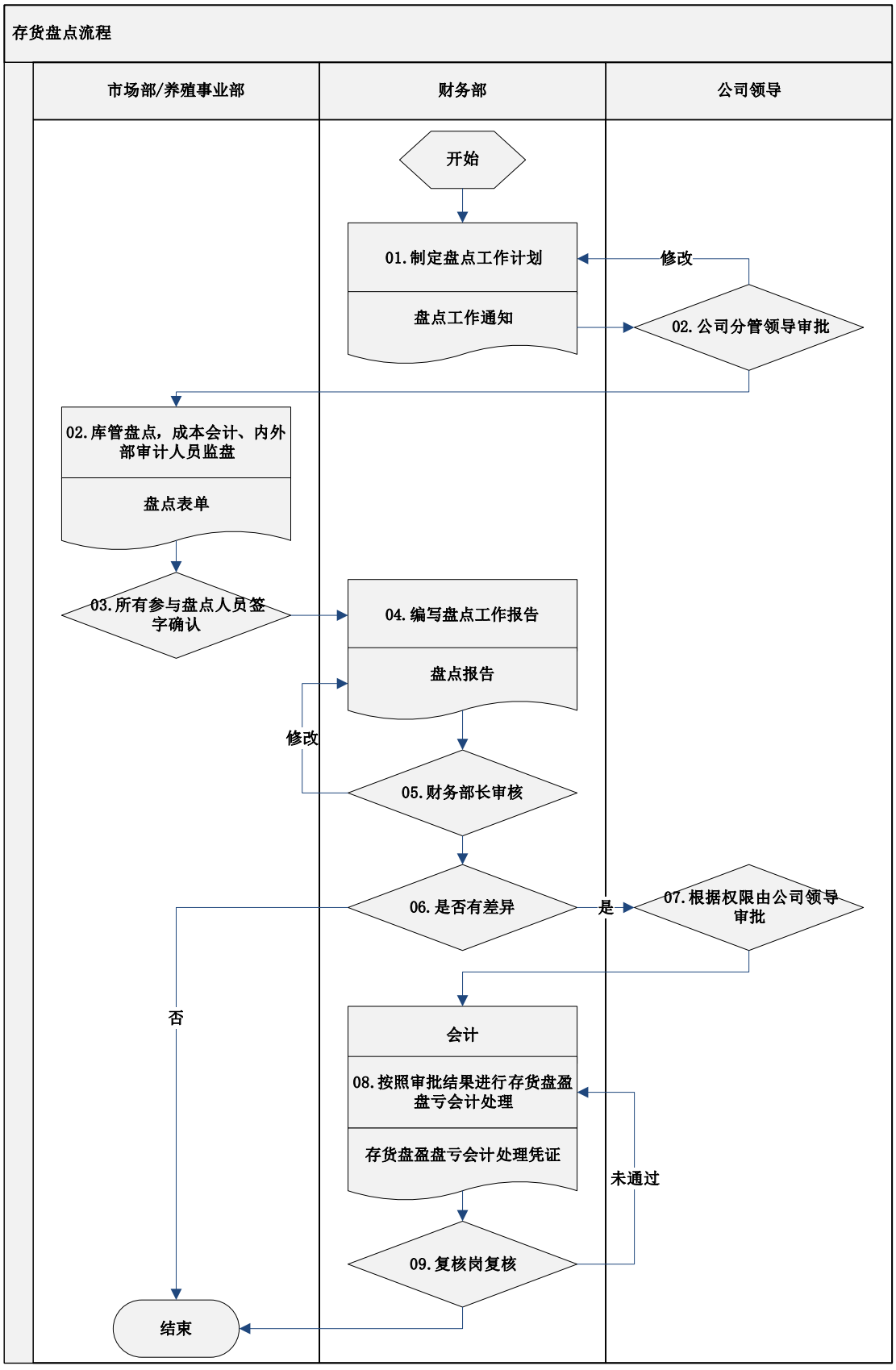


对于饲草的领用，每天饲喂员根据饲喂系统的数量，进行投料，月末根据饲喂系统的记录进行出库记录。



对于其他材料，申领部门领用物品时，需填写“出库单”，经厂长签字，财务负责人签字后方可到库房领用物品，仓管员经确认后方可办理出库手续。供领双方在确认出库物资的品种、规格、数量和质量后，由领用人、仓管员，在“仓库领货单”上签字确认。“领货单”一式三联：会计、仓库、使用部门各一联。

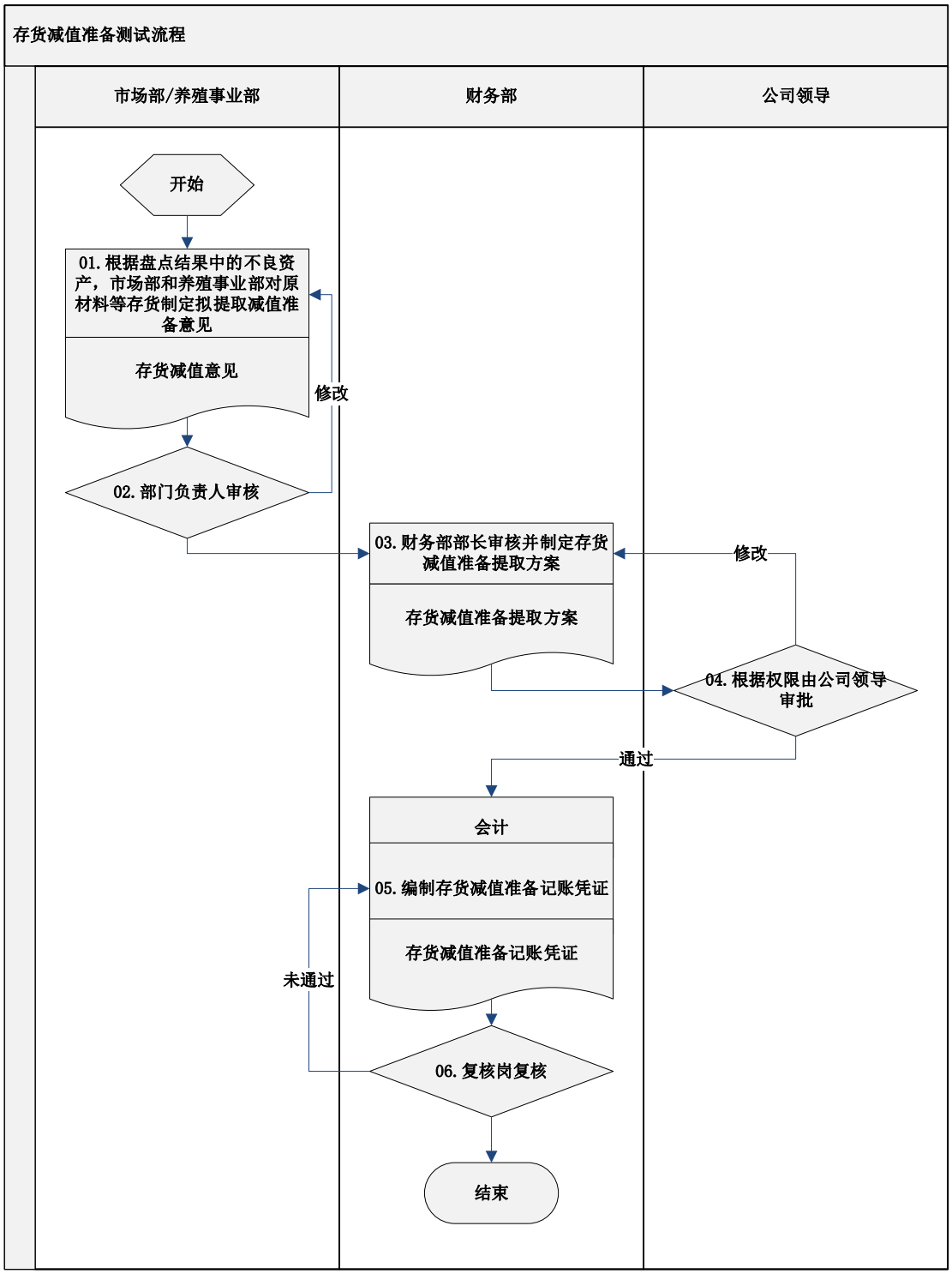
6、盘点



根据《饲料管理制度》《兽药管理制度》等存货管理制度，公司安排库管人员每月对仓存物资进行全面盘点，形成盘点记录经盘点人员及厂长签字确认；

每年末财务部门组织财务、生产、仓储等部门共同对资产进行全面清查盘点。对盘点存在的差异，分析查找原因，并根据不同情况分别进行处理。

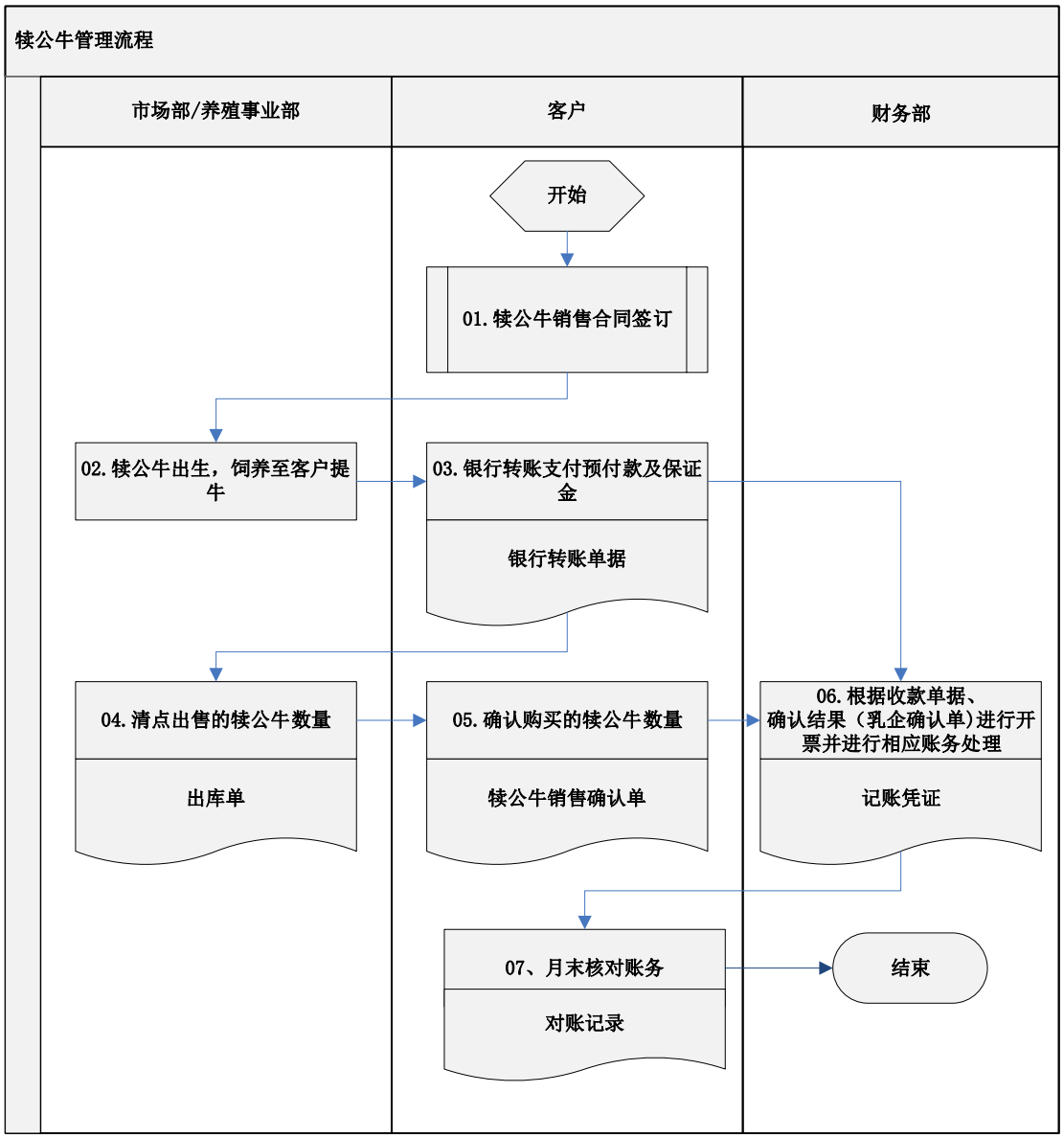
7、存货减值测试



报告期各期末，对于经盘点发现存在减值迹象的存货，公司测算估计该类存货的可变现净值，按存货的成本高于可变现净值的差异计提存货跌价准备。

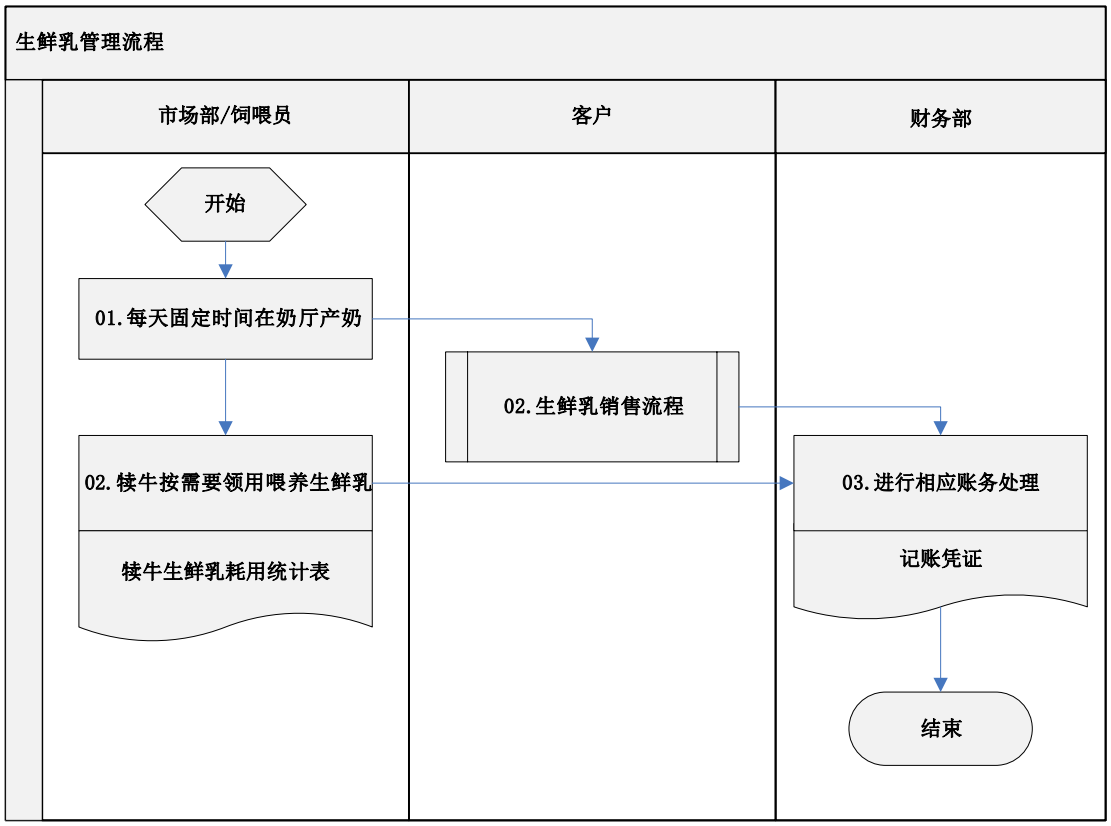
（二）消耗性生物资产

公司的消耗性生物资产主要为犊公牛。犊公牛一般在出生 1 个月内即出售。



（三）生鲜乳管理

标的公司主要产成品为生鲜乳，除新生犊牛 2 个月内耗用生鲜乳外，其余均产出后即对外销售。



二、存货账面价值的核算

1、初始计量

（1）外购存货

对于外购存货，存货的成本即采购成本，包括购买价款、相关税费、运输费、装卸费、保险费以及其他可归属于存货采购成本的费用。

（2）消耗性生物资产（犊公牛）

消耗性生物资产（犊公牛）的成本为成乳牛生产前干奶期的饲喂成本。

（3）产成品（生鲜乳）

生鲜乳的成本为成乳牛泌乳期的饲养成本及生产性生物资产的折旧、分配的其他间接费用。

2、后续计量

（1）未销售的消耗性生物资产（犊公牛），后续成本为所耗用的生鲜乳成本。

（2）期末存货按照成本与可变现净值孰低计量，本公司在资产负债表日，对存货进行全面检查后，对遭受损失，全部或部分陈旧过时或销售价格低于成

本的存货，按存货成本与可变现净值孰低提取或调整存货跌价准备。对单价较高的存货按单个项目成本高于可变现净值的差额计提存货跌价准备；对于数量繁多、单价较低的存货，按存货类别计提存货跌价准备；与在同一地区生产和销售的产品系列相关、具有相同或类似最终用途或目的，且难以与其他项目分开计量的存货，则合并计提存货跌价准备，并计入当期损益。如果以前减记存货价值的影响因素已经消失，导致存货的可变现净值高于其账面价值的，在原已计提的存货跌价准备金额内予以转回，转回的金额计入当期损益。

三、存货核算电子化情况

标的公司库存管理使用管家婆软件，对每一件物资逐个录入库存，严格按照领用流程签批后发出；牛只饲喂管理使用银川奥特饲喂称重软件系统，按不同种群牛只的喂养配方，进行饲草的投喂；称重系统使用准星衡器 100T 地磅，称重完成后自动记录每一车原料、生鲜乳重量，并直接打印出磅单，避免人工录入误差。

标的公司目前已经着手开始搭建信息化平台建设，未来将完成业财融合，实现更高效的管理。现有状况下，存货出入库的电子化业务数据与财务用友 NC 系统记账软件的使用核对流程如下：

1、存货入库

饲草料进场时地磅称重，生成磅单由仓库管理员、会计、厂长签字，仓库管理员录入“管家婆”存货管理软件；月末导出饲草料入库统计表，交财务记账。

兽药、低值易耗品等其他物料根据供货商提供的送货单，由仓库管理员、会计清点验收，仓库管理员根据验收单录入“管家婆”存货管理软件；月末导出兽药、低值易耗品等其他物料入库统计表，交财务记账。

2、存货出库

生鲜乳销售量，根据运出时的磅单，由资料员与乳企反馈单进行核对，形成生鲜乳销售报表，月末交财务记账。

犊牛消耗用生鲜乳，按饲喂标准，每天 6 公斤，由饲养员到奶厅拉奶，填写“犊牛生鲜乳统计表”，月末由资料员与奶厅核对耗用量后，交财务记账。

月末营养员从“银川奥特饲喂系统”导出饲草料耗用明细表，与“管家婆”存货管理软件中导出的饲草料耗用统计表进行核对后，交财务记账。

月末仓库管理员从“管家婆”存货管理软件导出低值易耗品等其他物料月度耗用统计表，交财务记账。

四、核查程序及结果

独立财务顾问执行的核查程序及结果

1、访谈了公司各业务负责人、财务主管等，了解公司各业务存货的库龄、订单支撑率；了解公司存货管理、仓储管理、生产管理、成本核算、存货盘点等内部控制的设计并了解其执行情况；

2、对存货采购、入库、仓储、出库执行穿行测试，确认设计有效。选取 3 个供应商提供的 3 种原材料采购执行穿行测试程序，用以评价管理控制流程设置的合理性。

3、选取样本，选取内控风险点进行控制测试。执行情况如下（样本单位：个）：

（1）采购计划编制与审批环节

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
样本总体	12	12	12
选取样本数	7	9	8

（2）采购合同的签订与审批环节

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
样本总体	1,291	1,411	1,094
选取样本数	238	258	217

（3）验收环节

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
选取样本	144	144	108

（4）仓储与保管控制环节

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
总体	12	12	12
选取样本	12	12	12

盘点时现场检查，标的公司 12 个子公司做到了全覆盖检查。

（5）领用、发出与处置控制环节

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
选取样本	112	128	97

4、对存货按照类别对存货进行现场盘点，并执行盘点日至资产负债表日的倒扎程序，对于消耗性生物资产采用永续盘存制，于盘点日在各个牛场圈舍对所有犊公牛进行现场盘点。抽盘情况如下：

存货类别	抽盘种类（项）	抽盘余额（万元）	余额占比
原材料	84	9,708.59	89.36%
低值易耗品	41	76.75	44.90%
犊公牛	1	10.42	100.00%

5、获取管理层关于存货的跌价测试底稿，复核跌价测试计算过程。

6、对存货在报表日前后 5 日内的出入库情况进行截止性测试，确认期末存货账面余额的准确性，财务会计核算的规范性；各报告期末标的公司各子公司样本选取情况如下：

单位：个

截止日	截止日前	截止日后
2020 年 9 月 30 日	36	42
2019 年 12 月 31 日	32	29
2018 年 12 月 31 日	32	23

7、对报告期内主要供应商的采购情况执行函证程序，向供应商确认各期采购金额、期末应付账款余额等；发函及回函情况如下：

项目	数量（家）	交易额（万元）	交易额占比	余额（万元）	余额占比
2020 年 1-9 月发函	64	25,106.86	81.70%	13,931.91	72.90%
2020 年 1-9 月回函	59	20,978.51	68.26%	12,071.29	63.16%
2019 年发函	59	24,643.51	77.51%	8,802.97	51.00%
2019 年回函	57	20,759.18	65.29%	7,778.85	45.06%
2018 年发函	70	17,914.89	67.11%	6,482.59	43.88%
2018 年回函	68	16,493.41	61.79%	6,404.56	43.35%

8、对标的公司采购的饲料、青贮、棉籽、燃油等原材料采购执行了采购穿行测试程序。共计抽查了报告期内 44 份（2018 年度 10 份，2019 年度 17 份，

2020 年 1-9 月 17 份）公司向供应商采购的采购合同、入库单、验收单、发票及付款单等原始凭证，核查采购的真实性及会计处理的规范性。

通过核查，标的公司期末存货盘点记录完整、期末存货数量真实存在；公司存货管理、仓储管理、生产管理、成本核算、存货盘点等内部控制设计合理且在报告期内正常执行，可以保证存货真实存在并正确计量。对存货跌价情况已进行了充分的测算计提。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

标的公司建立了能适应标的公司现有生产经营实际状况基本完备的存货日常管理制度和流程，与存货相关内控流程基本完善并能够有效执行，存货真实存在，账面核算规范，存货跌价计提充分。

问题 19：报告期内，标的公司非经常性损益中非流动资产处置损失分别为 3,162.36 万元、1,589.96 万元及 1,372.04 万元，主要为牛只淘汰产生的损失，请说明牛只淘汰的具体内容，说明牛只淘汰与其主营业务关联关系，说明是否应为经常性损益，确认为非经常性损益是否符合企业会计准则的要求。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、牛只淘汰的主要内容

标的公司牛只淘汰主要系成乳牛因个体原因无法正常备胎产犊或产奶，进行及时淘汰处置。现代大型牧业管理过程中，为高效有序的开展专业技术和管理工作，确保牛只疾病治愈率高，死亡率低，降低整体饲养成本，提高单位收益，优化牛群结构，杜绝食品安全问题的发生，会将饲养价值较低的牛只进行主动淘汰。

二、报告期内牛只淘汰的情况

项目	2020 年 1-9 月	2019 年度	2018 年度

1、淘汰牛只数量（头）	2,251	3,584	3,396
其中：淘汰牛	1,531	2,207	2,329
死亡牛	720	1,377	1,067
2、淘汰牛只收入（万元）	3,054.81	5,137.27	4,319.58
其中：淘汰牛出售收入	1,349.66	1,945.77	1,891.53
保险费收入	1,705.15	3,191.50	2,428.05
3、淘汰牛账面价值（万元）	4,426.85	6,727.23	7,481.94
其中：淘汰	2,901.55	3,766.45	4,816.97
死亡	1,525.30	2,960.78	2,664.98
4、资产处置损益（万元）	-1,372.04	-1,589.96	-3,162.36

综上所述，标的公司报告期内处置生物资产计入当期损益，符合行业的常规处理方式。

三、牛只淘汰是否为经常损益分析

根据《中国证券监督管理委员会公告〔2008〕43 号》，公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益（2008）中对于非经常性损益的规定：“一、非经常性损益的定义，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。二、非经常性损益通常包括以下项目：（一）非流动性资产处置损益，包括已计提资产减值准备的冲销部分；……”

标的公司的牛只淘汰与处置，虽与公司的主营业务有直接关系，但由于公司的主营业务收入为生产生鲜乳的收入，该类资产处置产生的损益为非流动资产处置损益，为了不影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断，公司将淘汰牛只的处置收益界定为非经常性损益，符合 43 号公告的要求。

根据赛科星、汇丰源、骏华农牧、上陵牧业、天润乳业、光明乳业等公司公开数据显示，生产性生物资产出售、盘亏、死亡或毁损的处置收入扣除其账面价值和相关税费后的差额计入非经常性损益。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

牛只淘汰处置所产生的损益界定为非经常性损益，符合相关规定及同行业的常规处理方式。

问题 20：报告书显示，标的公司在业务发展过程中，尚未完全引入市场化管理人才开展业务管理，虽然已建立了专业化的牛场管理理念，但在财务制度、公司治理等内部控制方面尚需进一步完善。

（1）请详细补充披露标的公司存在的内部控制风险及整改情况，标的公司内部控制是否存在重大缺陷。

（2）请补充披露对标的公司后续整合及内部控制措施，包括但不限于向标的公司派驻董事或高管的情况、是否对标的公司的高层管理人员做出相关留任安排、是否能控制标的公司的财务经营决策等。

（3）请独立财务顾问与会计师对相关问题核查并发表明确意见。

回复：

一、请详细补充披露标的公司存在的内部控制风险及整改情况，标的公司内部控制是否存在重大缺陷。

（一）标的公司存在的主要内部控制风险

标的公司在业务发展过程中，尚未完全引入市场化管理人才开展业务管理，虽然已建立了专业化的牛场管理理念，但在财务制度、公司治理等内部控制方面尚需进一步完善，具体情况如下：

1、内部控制及信息化建设情况

标的公司主营业务为奶牛养殖，12 家合资牛场分布在不同团场，地域跨度大，存在管理难度大及原有管理基础差的特点。天山军垦 2017 年接手 12 家合资牛场以来，在财务、生产、库存管理方面加强信息化建设，同时每个牛场设会计、资料员、库管各 1 名专职人员负责相关工作，对各牛场实行集中统一管理，加强内部风险控制。

（1）财务软件选用用友 NC5.7 版本，在本部搭建服务器，各子公司通过网

络访问本部服务器，并将财务数据登记在软件内，从而完成账务处理工作，实现了集团化统一管控。

（2）生产管理选用“一牧云”牧场管理软件平台，配合使用奶牛电子耳标，将生产管理系统、生产数据分析与决策系统、移动生产管理应用、奶厅连接系统、精准饲喂系统集于一体，为生产精细化管理建立了平台。

（3）库存管理选用“管家婆”进销存软件，作为物资出入库的管理平台，操作界面简单，简单培训即可上手，符合牛场生产环境艰苦、人员流动性大特点。

2、内部控制存在的主要问题

目前标的公司内部控制的各软件平台的功能及特点比较明显，用友软件功能偏重于财务核算，管家婆软件偏重于物资进销存，一牧云软件偏重于生产流程的数据分析，但各软件平台之间数据信息处于零散状态，数据信息的衔接需要靠线下人为的整理后，再进行汇总分析，难以对综合指标形成一致结果。同时，由于受牛场人员文化水平、实操能力限制，存在手工数据信息错误的情况。

3、整改情况

（1）组织对天康集团、蒙牛集团新疆公司、天润乳业等同行业公司学习交流，积极寻求内部控制管理信息化进行整合，提高在综合性分析应用方面的效果。

（2）加大各牛场人员对信息数据处理的培训工作，确保线下线上信息数据的真实性、及时性和有效性。

（3）与金蝶软件公司开展合作，着手建设信息处理中心，建立 IT 信息处理中心，实现业财融合，进而实现管控一体化，使公司整体管控系统不断得到优化和改善。

二、请补充披露对标的公司后续整合及内部控制措施，包括但不限于向标的公司派驻董事或高管的情况、是否对标的公司的高层管理人员做出相关留任安排、是否能控制标的公司的财务经营决策等。

（一）后续整合措施

本次交易完成后，标的公司将成为上市公司的子公司。根据上市公司目前

的规划，未来标的公司仍保持其经营实体存续，并由标的公司原管理团队继续管理。对于标的公司后续整合，上市公司将采取以下具体措施：

1、资产整合

本次交易完成后，天山广和仍将保持资产独立性，拥有独立的法人资产，但未来重大资产的购买和处置，对外投资、对外担保、风险管控等事项须按上市公司的相关规定履行相应的审批程序。

2、财务整合

本次交易完成后，标的公司仍将在保持原有财务部门独立运作、独立核算的基础上，纳入上市公司财务系统统一管理，逐步规范标的公司在日常经营中的财务运作，满足上市公司的财务治理要求。

3、人员整合

①公司治理层面

本次交易完成后，上市公司将为标的公司及其下属子公司委派董事会、监事会成员，上市公司将积极通过股东大会、董事会等公司治理机制合理整合和管控标的公司。

②经营管理层面

公司充分信任天山广和的管理团队。为保证在本次交易完成后标的公司运营的独立性和持续性，上市公司将保留标的公司现有的管理团队，并仍然由其负责标的公司的日常经营。

（二）内部控制措施

1、建立监督机制。强化上市公司内控方面对标的公司的管控能力，加强对标的公司资产的审计监督、业务监督和管理监督，保证上市公司对标的资产日常经营的知情权，提高经营管理水平和防范财务风险。

2、加强上市公司统一管理，完善内部管理制度的建设。上市公司将依据标的公司已有的决策制度，建立有效的控制机制，将标的公司的各项管理纳入到上市公司统一的管理系统中，保证上市公司对标的公司重大事项的决策和控制权，使上市公司与子公司在抗风险方面形成有机整体。

3、加快标的公司业务和财务一体化信息平台建设。通过与国内知的金蝶软件公司开展合作，已经和金蝶软件合作着手建设信息处理中心，建立 IT 信息处

理中心，实现业财融合，进而实现管控一体化，使公司整体管控系统不断得到优化和改善。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司已经建立了与实际情况相适应的内部控制制度，并且在财务、生产、库存管理选用合适的软件进行信息化管理，对各牛场实行集中统一管理。但由于目前标的公司内部控制的各软件平台的功能及特点比较明显，各软件平台之间数据信息处于零散状态，同时由于受牛场人员文化水平、实操能力限制，存在手工数据信息错误的情况，内部控制尤其是信息化建设方面存在需要进一步完善的情况。

针对上述情况，标的公司一方面通过加强外部交流和内部人员培训，提升信息化管理水平和内部控制质量，另一方面，已经和金蝶软件合作着手建设信息处理中心，建立 IT 信息处理中心，实现业财融合，进而实现管控一体化，使公司整体管控系统不断得到优化和改善。

2、本次交易完成后，公司将通过资产整合、财务整合、人员整合、建立监督机制等各方面增强对标的公司的管理控制，包括向标的公司派驻董事及高管、保持原来管理团队、控制标的公司的财务经营决策等。

问题 22：请补充披露本次评估特殊假设第（6）项中针对奶牛养殖过程中涉及淘汰、死亡、繁殖等各项比率的具体定义及数据计算依据，结合历史数据情况论证特殊假设数据的合理性;结合奶牛养殖行业经验及历史情况，披露假设期内预期不存在区域性疫情及影响种群结构的牛只调拨的合理性。请独立财务顾问及评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、本次评估特殊假设各项比率的定义及数据计算依据及合理性

（一）各项比率的具体定义及计算依据

1、各项比率的具体定义

序号	指标	具体定义
1	成母牛淘汰率	当期淘汰的成母牛数量占成母牛全年每月存栏数之和的比重称为成母牛淘汰率， 即：成母牛淘汰率=成母牛淘汰头数/（成母牛的每年年末平均存栏数）*100%。
2	成母牛死亡率	当期成母牛死亡的数量占成母牛全年每月存栏数之和的比重称为成母牛死亡率， 即：成母牛死亡率=成母牛死亡头数/（成母牛的每年年末平均存栏数）*100%。
3	成母牛繁殖率	实际繁殖母牛数占应繁殖母牛数的百分率。
4	流产死胎率	怀孕成母牛在怀孕期间因个别原因造成流产或者死胎的数量占怀孕成母牛的比重称为流产死胎率。
5	犊牛死亡率	每年因难产、护理不当、喂养不当等原因造成出生犊牛死亡的比率称为犊牛死亡率，即：犊牛死亡率=犊牛死亡头数/犊牛的每年年末平均存栏数*100%。
6	青年牛死亡率	每年因生存环境、疾病、管理水平等原因造成青年牛死亡的比率称为青年牛死亡率，即：青年牛死亡率=青年牛死亡头数/青年牛的每年年末平均存栏数*100%。
7	青年牛淘汰率	无生育价值的牛、瘫牛、劈叉牛等占青年牛年末存栏数的比重称为青年牛每年淘汰率，即：青年牛淘汰率=青年牛淘汰头数/青年牛的每年年末平均存栏数*100%。
8	青年牛繁殖率	经人工首次受精后，青年牛能够成功怀孕的比例。
9	性控冻精公母比例	指受精时采用性控冻精进行受精，牛只成功受孕并成功产下犊牛的公母比例，一般首胎使用。
10	普通冻精公母比例	指受精时采用普通冻精进行受精，牛只成功受孕并成功产下犊牛的公母比例。

2、各项比率的计算依据

（1）成母牛淘汰率

根据企业历史期数据分析：2018 年成母牛淘汰率为 18.2%，2019 年成母牛淘汰率为 11.6%，2020 年 1-9 月成母牛淘汰率 12.18%，本次评估选取 20%的原因主要是综合考虑在总体存栏规模持续提升的基础上，兼顾提升牛群质量，提高单产，因此主动加大牛只淘汰力度，通过加快牛群流转速度，提升牛群整体质量。

（2）成母牛死亡率

根据企业历史期数据分析：2018 年成母牛死亡率为 10.0%，2019 年成母牛死亡率为 11.5%，2020 年 1-9 月成母牛死亡率 6.4%，通过与企业养殖事业部相关人员沟通，未来企业将通过引入专业人才、提升管理水平等措施合理控制该项指标，历史三年该项指标在逐年降低，综合考虑本次评估最终采用 5%。

（3）成母牛繁殖率

根据企业历史期数据分析：2018 年成母牛繁殖率为 85.8%，2019 年成母牛繁殖率为 86.9%，2020 年 1-9 月成母牛繁殖率 87.9%，平均 86.9%，结合标的企业历史各年该比例状况，最终成母牛繁殖率采用 90%。

（4）流产死胎率

根据企业历史期数据分析：2018 年流产死胎率为 14%，2019 年流产死胎率为 13%，2020 年 1-9 月流产死胎率 5%，2020 年公司采取接产计件管理模式，该管理模式的改变大幅降低了该项比率，故预测期采用 2020 年实际数据，即最终流产死胎率采用 5%。

（5）犊牛死亡率

根据企业历史期数据分析：2018 年犊牛死亡率为 7.2%，2019 年犊牛死亡率为 6.8%，2020 年 1-9 月犊牛死亡率 4.0%，通过与企业养殖事业部相关人员沟通，未来企业将通过引入专业人才、提升管理水平等措施降低该项指标，历史三年该项指标在逐年降低，综合考虑本次评估最终采用 5%。

（6）青年牛死亡率

根据企业历史期数据分析：2018 年青年死亡率为 1.2%，2019 年青年死亡率为 1.0%，2020 年 1-9 月青年死亡率 0.4%，通过与企业养殖事业部相关人员沟通，未来企业将通过引入专业人才、提升管理水平等措施降低该项指标，历史三年该项指标在逐年降低，综合考虑本次评估最终采用 1%。

（7）青年牛淘汰率

根据企业历史期数据分析：2018 年青年淘汰率为 2%，2019 年青年淘汰率为 1.4%，2020 年 1-9 月青年淘汰率 0.8%，通过与企业养殖事业部相关人员沟通，未来企业将通过引入专业人才、提升管理水平等措施降低该项指标，综合考虑本次评估最终采用 1%。

（8）青年牛繁殖率

根据企业历史期数据分析：2018 年青年牛繁殖率为 55.9%，2019 年青年牛繁殖率为 58.8%，2020 年 1-9 月青年牛繁殖率 61.7%，平均 58.8%，结合标的企业历史各年该比例状况，最终青年牛繁殖率采用 90%。

（9）性控冻精公母比例

根据与被评估单位充分了解与沟通，性控冻精公母比例为 20：80。

（10）普通冻精公母比例

根据与被评估单位充分了解与沟通，普通冻精公母比例为 55：45。

（二）上述特殊假设数据的合理性分析

1、行业历史数据

通过对企业管理层的访谈，行业成母牛淘汰率在 15%-25%之间，成母牛死亡率在 5%-8%之间，犊牛死亡率在 4%-8%，青年牛死、淘率均在 0.7%-2%之间，性控冻精公母比例 25：75 至 15：85 之间，普通冻精公母比例 58：42 至 50：50 之间，成母牛繁殖率在 85%-92%之间，青年牛繁殖率 55%-64%之间。

2、天山广和的历史数据

口径	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月	平均值
成母牛淘汰率	18.2%	11.6%	12.18%	13.99%
成母牛死亡率	10.0%	11.5%	6.40%	9.31%
成母牛繁殖率	85.8%	86.9%	87.9%	86.9%
流产死胎率	14.0%	13.0%	5.00%	10.7%
犊牛死亡率	7.20%	6.8%	4.0%	6.0%
青年牛死亡率	1.2%	1.0%	0.4%	0.9%
青年牛淘汰率	2%	1.4%	0.8%	1.4%
青年牛繁殖率	55.9%	58.8%	61.7%	58.8%
性控冻精公母比例	36：64	32：68	20：80	30：70
普通冻精公母比例	51：49	49：51	50：50	50：50

通过对比，得到天山广和历史数据中成母牛淘汰率、犊牛死亡率、青年牛死亡率与同行业可比案例中成母牛淘汰率、犊牛死亡率基本一致。

结合天山广和所在历史数据以及行业情况，本次评估所采用的相关评估假设处于合理区间，具备合理性。

二、假设期内预期不存在区域性疫情及影响种群结构的牛只调拨的合理性

本次评估过程中，对成母牛淘汰率、犊牛死亡率等参数的确定是以天山广和的历史年度数据为基础，并结合天山广和管理层的经营规划和长期成熟的管

理经验等因素，以修正后的历史数字为基础确定的预测期参数。该历史数据已经反映了天山广和正常生产经营过程中死亡率因素。

1、评估假设“预测期内不存在区域性的疫情对生物资产的影响”，特指除历史数字中能反映的疫情等因素对评估结论的影响外，其他不可预测的偶发性疫情因素影响。鉴于天山广和所在地区近年并未发生区域性重大疾病疫情，以及天山广和牧场的饲养环境及管控措施，发生区域性重大疾病疫情的可能性很小，且该类因素的不可预见性和无法量化的特点，故本次评估假设中未考虑该因素的影响。

2、评估过程中各期收入预测来源于预测各年生鲜乳的产量，而生鲜乳的产量与各年泌乳牛的数量有关，各年泌乳牛的数量是建立在评估基准日各家牛场实际数量的基础上推演得到的，故本次评估假设各牛场不存在对外销售牛只的情况，以确保预测收入的可实现程度。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

本次评估中，评估机构特殊假设关于成母牛淘汰率、犊牛死亡率等参数的假设合理，评估机构关于“假设期内预期不存在区域性疫情及影响种群结构的牛只调拨”评估假设，具有合理性。

问题 24：截至 2020 年 9 月 30 日，标的公司固定资产账面价值为 51,037.56 万元，占总资产比例为 43.37%，其中，房屋建筑物及机械设备账面价值占固定资产的 95.07%；生产性生物资产账面价值为 41,438.54 万元，占总资产比例为 35.21%。

（1）请结合历史数据，逐一补充披露对标的公司各牧场子公司的生产性生物资产各项成本、残值及淘汰价等指标的确认口径、依据及合理性。

（2）请补充披露固定资产评估的具体情况及评估增值结果，说明关键参数选择依据及合理性，标的资产评估增值的合理性。

（3）请量化分析并补充披露标的公司 12 家牧场子公司的评估

增值主要来自于生产性生物资产、固定资产的增值及非流动负债-递延收益的减值的原因及合理性。

（4）请独立财务顾问与评估师发表明确意见。

回复：

一、请结合历史数据，逐一补充披露对标的公司各牧场子公司的生产性生物资产各项成本、残值及淘汰价等指标的确认口径、依据及合理性

标的公司 12 家牧场子公司均从事奶牛的规模化养殖并对外销售优质生鲜乳，为增强评估的可比性，评估机构在对 12 家牧场子公司进行资产基础法评估时选择了相同的评估方法。评估机构以 14 个月龄母牛的市场价格为依据，根据牛只养殖过程中的平均月饲养成本、折旧年限、残值率等计算得出标的公司不同月龄奶牛的资产基础法评估结果。具体情况如下：

（一）14 个月龄牛只市场价格的确认口径、依据及合理性

1、确认口径

14 月龄牛只的评估单价以基准日三家以上经销商报价综合考虑商业折扣等因素后确定。

2、确认依据及合理性

根据北京雄特牧业有限公司、北京天牧达进出口有限公司等三家进出口公司于 2020 年 10 月提供的 14 个月龄纯种荷斯坦母牛的市场报价。考虑合理商业折扣后确定标的公司 14 个月龄母牛的评估价值。具体市场报价情况如下：

单位：元/头

序号	公司名称	价格
1	北京雄特牧业有限公司	24,600.00
2	北京天牧达进出口有限公司	25,000.00
3	华之晟（天津）国际贸易有限公司	25,500.00
平均值		**25,033.33**
商业折扣率		90%
询价结果		**22,530.00**

选取 90%的商业折扣率主要系考虑标的公司规模化购买并结合企业历史经

验综合确定。因此，结合评估机构的市场询价结果及标的公司选取的折扣率等因素，本次选取 22,000 元为 14 个月龄母牛的评估价格具有合理性及谨慎性。同时，标的公司亦于近期对 14 个月龄纯种荷斯坦母牛进行了询价，受市场供需关系及生鲜乳价格持续上涨影响，目前上述奶牛的市场询价格结果已在 30,000 元左右。因此，以 22,000 元确定标的公司 14 个月龄奶牛的评估价值具有谨慎性及合理性。

（二）月平均饲养成本确认的口径、依据及合理性

1、确认口径

各牧场子公司犊母牛、育成牛、青年牛的月平均饲养成本=∑各牧场子公司 2020 年 1-9 月每月的犊母牛、育成牛、青年牛养殖成本/（∑各牧场子公司各月末犊母牛、育成牛、青年牛数量/9）；

犊母牛、育成牛、青年牛月平均饲养成本=∑12 家牧场子公司犊母牛、育成牛、青年牛的月平均饲养成本/12。

2、确认依据及合理性

根据标的公司提供的下属 12 家牧场子公司 2020 年 1-9 月的犊母牛、育成牛及青年牛各月养殖成本，计算得到各家犊母牛、育成牛及青年牛的 1-9 月平均月养殖成本，再将 12 家牧场子公司犊母牛、育成牛及青年牛 1-9 月平均月养殖成本进行平均计算得到，犊母牛、育成牛及青年牛的平均月养殖成本分别为：1,024.41 元、1,186.03 元、1,385.26 元。具体过程如下：

单元：元/月

序号	单位名称	平均月饲养成本		
		犊牛	育成牛	青年牛
1	阜瑞牧业	1,204.32	1,312.43	1,515.46
2	天盈牧业	895.17	1089.86	1,490.97
3	曙瑞牧业	1,006.81	1113.78	1,299.56
4	祥瑞牧业	1,215.70	1,203.33	1,475.06
5	三盈牧业	1,143.70	1,277.76	1,391.58
6	天锦牧业	870.9	1,198.84	1,272.22
7	泉旺牧业	1,080.50	1,109.94	1,293.10
8	利群牧业	968.19	1,111.01	1,500.36
9	西锦牧业	976.44	1,105.56	1,319.57

序号	单位名称	平均月饲养成本		
		犊牛	育成牛	青年牛
10	梦园牧业	1,035.36	1,246.14	1,436.38
11	东润牧业	929.87	1,149.07	1,323.50
12	双鹤牧业	966.02	1,314.67	1,305.36
平均数		**1,024.41**	**1,186.03**	**1,385.26**

根据各牧场基准日以前的 2018 年度、2019 年度及基准日后 2020 年 10 至 12 月的犊母牛、育成牛及青年牛月平均饲养成本数据，分析得到，自 2018 年起各类牛只各月饲养成本在逐年上涨，且基准日后的 2020 年 10 至 12 月的月平均饲养成本较 2020 年 1 至 9 月仍在上升，详见下表：

单位：元/月

年份	平均养殖成本		
	犊母牛	育成牛	青年牛
2018 年度	802.07	1,059.11	1,012.12
2019 年度	921.42	1,112.85	1,201.31
2020 年 1-9 月	1,024.41	1,186.03	1,385.26
2020 年 10-12 月	1,280.34	1,245.69	1,531.82

综合历史期各年饲养成本变化趋势，考虑本次评估是对评估基准日时点牛只价格进行估算，2020 年 1-9 月饲养成本水平能较好的体现基准日时点企业饲养水平及管理能力，选取 1-9 月平均数据能将异常数据均化，使成本水平接近平均值，故本次评估最终采用 2020 年 1-9 月的犊母牛、育成牛及青年牛月平均饲养成本作为本次评估月平均饲养成本。

鉴于标的公司各牛场不同种类的牛只月平均饲养成本基本保持一致，为统一计算口径，评估机构以 2020 年 1-9 月 12 家牛场平均的月养殖成本为依据具有合理性。

（三）残值及淘汰价的确认口径、依据及合理性

1、确认口径

淘汰平均单价选取标的公司 2019 年-2020 年 9 月淘汰牛的月平均招标价格确定，牛只体重为根据实际体重估算调整，根据牛只的体重及淘汰平均单价的乘积得出牛只的残值。

2、确认依据及合理性

2019 年 1 月至 2020 年 9 月，标的公司通过招投标确定的销售单价情况如下：

单位：元/公斤

区间	招标价格
2019 年 1-4 月	13.20
2020 年 5-8 月	14.80
2020 年 9-11 月	19.60
2019 年 12 月	24.30
2020 年 1 月	24.30
2020 年 2-5 月	19.40
2020 年 6-7 月	20.50
2020 年 8-9 月	22.00
平均值	**18.19**

本次评估机构在预测奶牛的淘汰平均单价时选取 18 元/公斤进行预测，与 2019 年至 2020 年 9 月的平均招标单价基本一致，淘汰平均单价的预测具有合理性。考虑到 2020 年以来，淘汰牛的平均销售单价的持续上涨，本次牛只淘汰价格的预计具有谨慎性。

残值为根据提供的牛只重量与淘汰平均单价的乘积确定，具有合理性。

二、请补充披露固定资产评估的具体情况及评估增值结果，说明关键参数选择依据及合理性，标的资产评估增值的合理性

鉴于天山广和账面上仅存在一辆凯美瑞轿车且账面价值较低，标的公司固定资产主要来源于 12 家牧场子公司的房屋建筑物及设备，12 家牧场子公司房屋建筑物及设备类固定资产增值原因及合理性如下：

（一）房屋建筑物部分评估增值的原因及合理性

12 家牧场子公司房屋建筑类固定资产的账面价值及评估价值如下表：

单位：万元、m^2

类别	建筑面积	项数	账面原值	账面净值	评估原值	评估价值	原值增值率%	净值增值率%
房屋建筑物	361,184.92	236	35,867.73	29,189.89	34,114.03	29,034.04	-4.89	-0.53

构筑物及其他辅助设施	1,318,604.48	568	16,355.67	13,445.65	20,653.36	14,847.65	26.28	10.43
合计	**1,679,789.40**	**804**	**52,223.40**	**42,635.54**	**54,767.39**	**43,881.70**	**4.87**	**2.92**

由上表可知，评估原值较账面原值增值 2,543.99 万元，增值率 4.87 %；评估净值较账面净值增值 1,246.16 万元，增值率 2.92%。

1、重置成本增值

12 家牧场子公司的房屋建筑物大部分于 2014 年建成，建成日至评估基准日间，石河子市的人材机价格产生了较大变化，导致重置成本的直接工程费提高，提升后的直接工程费加计工程前期取费及合理工期内的资金成本共同构成重置成本增值。

建成日至评估基准日间人材机变化情况表：

项目	单位	2014 年 12 月单价	2020 年 9 月单价	单位价差	增长率(%)
建筑人工费	元/工日	84.82	97.78	12.96	15.28
装饰人工费	元/工日	93.30	100.02	6.72	7.20
安装人工费	元/工日	86.75	107.55	20.80	23.98
热轧光圆钢筋 HPB300 Φ10	t	3,214.00	4,382.14	1,168.14	36.35
热轧光圆钢筋 HPB300 Φ12	t	3,164.00	4,325.64	1,161.64	36.71
商品混凝土 C15 （泵送）	m3	235.00	361.60	126.60	53.87
商品混凝土 C20 （泵送）	m3	250.00	371.77	121.77	48.71
商品混凝土 C25 （泵送）	m3	260.00	383.07	123.07	47.33
商品混凝土 C30 （泵送）	m3	280.00	414.71	134.71	48.11
商品混凝土 C35 （泵送）	m3	325.00	435.05	110.05	33.86
商品混凝土 C40 （泵送）	m3	365.00	477.99	112.99	30.96
商品混凝土 C45 （泵送）	m3	385.00	500.59	115.59	30.02
商品混凝土 C50 （泵送）	m3	435.00	554.83	119.83	27.55
商品混凝土 C55 （泵送）	m3	495.00	598.90	103.90	20.99
商品混凝土 C60 （泵送）	m3	535.00	653.14	118.14	22.08
砾石 10mm	m3	30.00	60.00	30.00	100.00
砾石 10mm 以内	m3	30.00	60.00	30.00	100.00
砾石 20mm	m3	30.00	60.00	30.00	100.00
砾石 20mm 以内	m3	30.00	60.00	30.00	100.00

项目	单位	2014 年 12 月单价	2020 年 9 月单价	单位价差	增长率(%)
砾石 40mm	m3	30.00	60.00	30.00	100.00
砾石 40mm 以内	m3	30.00	60.00	30.00	100.00
加气混凝土砌块	m3	170.00	320.00	150.00	88.24
交联聚乙烯电力电缆 YJV 3*35+2*16	m	71.93	72.64	0.71	0.98
交联聚乙烯电力电缆 YJV 3*50+2*25	m	104.23	105.08	0.85	0.81
交联聚乙烯电力电缆 YJV 3*70+2*35	m	142.91	144.15	1.24	0.87
交联聚乙烯电力电缆 YJV 3*25+1*16	m	51.04	51.64	0.60	1.17
交联聚乙烯电力电缆 YJV 3*185+2*95	m	373.89	376.37	2.48	0.66

数据来源：新疆工程造价信息网公布的石河子市建设工程综合价格信息及机价网

2、成新率

由于会计折旧年限一般短于评估使用的经济耐用年限，故原值增值率一般低于净值增值率，本次原值增值率高于净值增值率的原因如下：

企业申报的房屋建筑物的会计折旧年限均为 30 年，评估对其按两大类“固定资产-房屋建筑物”选取经济耐用年限分别为 50、40、10 年，“固定资产-构筑物及其他辅助设施” 选取经济耐用年限分别为 30、20、10 年。

详见下表：

企业申报会计折旧年限（年）		评估使用经济耐用年限（年）			
房屋建筑物	30	固定资产-房屋建筑物	钢筋混凝土结构生产用房；砖混结构非生产用房	砖混结构生产用房	房屋-简易结构
			50	40	10
		固定资产-构筑物及其他辅助设施	构筑物-井	构筑物-地坪、围墙、水池等	构筑物-简易棚等
			30	20	10

选取依据及分类详见下表：

评估参考依据	房屋分类	寿命年限
《房地产估价规范》	钢筋混凝土结构生产用房	50

评估参考依据	房屋分类	寿命年限
（GB/T50291-1999)	砖混结构非生产用房	50
	砖混结构生产用房	40
	房屋-简易结构	10
	构筑物-井	30
	构筑物-地坪、围墙、水池等	20
	构筑物-简易棚等	10

部分房屋经济耐用年限低于企业会计折旧年限，是本次房屋建筑物净值增值率低于原值增值率的主要原因。

因此，本次评估中房屋建筑物类固定资产的增值具有合理性。

（二）机器设备部分评估增值的原因及合理性

12 家牧场子公司机器设备类固定资产汇总的账面价值及评估价值如下表：

单位：万元、台、套

类别	数量	账面原值	账面净值	评估原值	评估价值	增值额
机器设备	71,512.00	17,830.19	8,254.15	17,946.05	10,964.26	2,710.11
车辆	8.00	33.64	28.08	69.02	66.50	38.42
电子设备	3,568.00	395.80	119.21	277.01	119.54	0.33
合计	**75,088.00**	**18,259.64**	**8,401.44**	**18,292.08**	**11,150.30**	**2,748.86**

由上表可知，评估原值较账面原值增值 32.44 万元，增值率 0.18%；评估净值较账面净值增值 2,748.86 万元，增值率 32.72%。

1、机器设备类固定资产评估原值较账面原值增值的原因是被评估单位的设备账面价值包含设备的购置价、安装费及资金成本等，本次评估依据《资产评估常用数据与参数手册》相关内容的规定，根据各类设备的具体情况，考虑了运杂费、安装调试费及前期费用，部分设备摊入资金成本等间接费用等，由于评估所采用的的理论化计算方式与企业实际发生额存在差异，造成设备评估原值略微增值。

2、机器设备类固定资产评估净值增值原因主要是企业的会计折旧年限短于评估采用的经济使用年限，使得评估测算得到的成新率高于账面成新率，导致评估净值较账面净值增值。

企业会计折旧年限取决于企业执行的会计政策，12 家牧场子公司的机器设备类固定资产会计采用折旧年限、评估采用的经济寿命年限统计如下：

固定资产类别	会计折旧年限(年)	评估采用年限(年)
挤奶机	10	16
固液分离机	10	12
立式饲料搅拌机	10	15
秸秆揉丝机	10	15
快速制冷成套设备	10	15
热风炉	10	15
变压器	10	25
配电柜	10	20
初乳巴杀机	10	15
TMR 饲喂车	10	16
电器类	5	8
家具类	5	8

根据《资产评估常用数据及参数手册》，粮油作物和饲料加工设备的参考经济使用寿命 10-18 年、食品工业专用设备的参考经济使用寿命 12-16 年，企业会计折旧年限采用的是 5-10 年；汽车起重机、叉车的参考经济使用寿命为 10-14 年，企业会计折旧年限采用的是 5-8 年。

两种年限的差异原因为：会计折旧年限是根据企业执行的会计政策确定的；经济寿命年限是综合资产的设计、制造、实际使用、维护、修理、大修、改造情况、现有性能、运行状态和技术进步等因素，考虑实体性贬值、功能性贬值和经济性贬值等因素后综合确定的。

根据评估人员现场向被评估单位了解的情况，12 家子公司的主要设备大多启用于 2014 年，其后定期对设备进行维护保养，同时对于落后的设备也逐步进行了更新改造，截至评估现场勘查日，企业整体的设备维护及运行情况正常，按照参考经济使用年限估算设备的可用年限是合理可行的。

因此，机器设备类固定资产的增值原因一方面是评估所采用的运杂费、安装调试费及前期费用的理论化计算方式与企业实际发生额存在差异，另一方面是根据评估人员综合测算的评估成新率高于根据会计政策计提折旧后账面净额与账面原值的比值（简称“账面成新率”）。因此，本次评估中机器设备类固定资产的增值具有合理性。

综上，12 家牧场子公司的建筑物及构筑物、机器设备评估增值主要是两方

面因素综合所致，一是由于人工费、材料费用的上涨，导致资产购建成本增加，造成评估原值增值；二是建筑物及构筑物、机器设备评估采用的经济寿命年限长于企业计提折旧年限，导致评估净值增值。

三、请量化分析并补充披露标的公司 12 家牧场子公司的评估增值主要来自于生产性生物资产、固定资产的增值及非流动负债-递延收益的减值的原因及合理性。

标的公司长期股权投资科目评估增值 11,918.03 万元，主要来源于 12 家牧场子公司生产性生物资产、固定资产的增值及非流动负债-递延收益的减值，具体情况如下：

单位：万元

项目	账面价值	评估值	增值额	增值率
固定资产	51,036.98	55,032.02	3,995.03	7.83%
其中：房屋建筑物类	42,635.54	43,881.72	1,246.17	2.92%
设备类	8,401.44	11,150.31	2,748.88	32.72%
生产性生物资产	41,438.54	44,981.43	3,542.90	8.55%
非流动负债-递延收益	2,888.91	-	-2,888.91	-100.00%

（一）固定资产增值的原因及合理性

房屋增值的原因及合理性参见本题“二、固定资产评估的具体情况及评估增值结果，说明关键参数选择依据及合理性，标的资产评估增值的合理性”。

（二）生产性生物资产增值的原因及合理性

12 家牧场子公司纳入评估范围的生产性生物资产评估基准日账面价值及评估价值如下表所示：

单位：万元

类别	单位	数量	账面价值	评估价值	增值额
幼畜	头	9,306	18,109.97	16,653.92	-1,456.05
产畜	头	11,614	23,328.58	28,325.32	4,996.74
合计	**头**	**20,920**	**41,438.54**	**44,979.24**	**3,540.69**

受奶牛存栏量不足及生鲜乳价格上涨影响，奶牛价格自 2019 年下半年以来呈现上涨趋势，截至评估基准日前后，14 月龄荷斯坦奶牛的市场价格已达到 22,000 元以上，以标的公司 2020 年 1-9 月的平均月饲养成本计算，标的公司 24

月龄的牛只账面价值应达到 35,852.60 元。截至评估基准日 2020 年 9 月 30 日，标的公司成母牛平均账面原值为 28,257.18 元，低于荷斯坦奶牛的市场价格。鉴于报告期内 12 家牧场子公司奶牛基本通过自行繁育取得，生产性生物资产的评估增值具有合理性。

（三）非流动负债-递延收益减值的原因及合理性

标的公司下属 12 家牧场子公司非流动负债-递延收益为尚未转入当期损益的政府补助，截至评估基准日 2020 年 9 月 30 日，12 家牧场子公司递延收益余额为 2,888.91 万元。鉴于该等款项无需于评估基准日后支付，且标的公司免征企业所得税，因此以零元作为递延收益的评估值。因此，标的公司非流动负债-递延收益的减值具有合理性。

12 家牧场子公司非流动负债-递延收益具体明细如下：

序号	项目	单位名称	金额	收到项目资金时间	对应文件	2020 年 1-9 月递延收益余额
1	奶牛养殖大县种养结合整县推进试点项目	天盈	1,611,100.00	2017/9/21	师发改委师发农改经（2017）38 号	13,412,979.48
2	奶牛养殖大县种养结合整县推进试点项目	曙瑞	1,611,100.00	2017/9/19	师发改委师发农改经（2017）38 号	
3	奶牛养殖大县种养结合整县推进试点项目	祥瑞	1,611,100.00	2017/9/23	师发改委师发农改经（2017）38 号	
4	奶牛养殖大县种养结合整县推进试点项目	三盈	1,611,100.00	2017/9/18	师发改委师发农改经（2017）38 号	
5	奶牛养殖大县种养结合整县推进试点项目	天锦	1,611,100.00	2017/9/19	师发改委师发农改经（2017）38 号	
6	奶牛养殖大县种养结合整县推进试点项目	泉旺	1,611,100.00	2017/9/19	师发改委师发农改经	

序号	项目	单位名称	金额	收到项目资金时间	对应文件	2020 年 1-9 月递延收益余额
					（2017）38 号	
7	奶牛养殖大县种养结合整县推进试点项目	西锦	1,611,100.00	2017/9/26	师发改委师发农改经（2017）38 号	
8	奶牛养殖大县种养结合整县推进试点项目	梦园	1,611,100.00	2017/9/19	师发改委师发农改经（2017）38 号	
9	奶牛养殖大县种养结合整县推进试点项目	东润	1,611,200.00	2017/9/19	师发改委师发农改经（2017）38 号	
10	奶牛养殖大县种养结合整县推进试点项目	双鹤	500,000.00	2017/9/14	师发改委师发农改经（2017）38 号	
11	奶牛养殖场项目款	祥瑞	2,800,000.00	2016/12/1	师财建（08）115 号文	5,013,244.31
12	奶牛养殖场项目款	曙瑞	2,930,000.00	2016/12/1	师财建（08）115 号文	
13	畜禽粪污资源化利用工程项目	阜瑞	100,000.00	2018/9/30	师发改投资发（2018）216 号	6,103,087.18
14	畜禽粪污资源化利用工程项目	天盈	1,400,000.00	2018/9/30	师发改投资发（2018）216 号	
15	畜禽粪污资源化利用工程项目	祥瑞	1,200,000.00	2018/9/30	师发改投资发（2018）216 号	
16	畜禽粪污资源化利用工程项目	三盈	2,600,000.00	2018/9/30	师发改投资发（2018）216 号	
17	畜禽粪污资源化利用工程项目	天锦	1,500,000.00	2018/9/30	师发改投资发（2018）	

序号	项目	单位名称	金额	收到项目资金时间	对应文件	2020 年 1-9 月递延收益余额
					216 号	
18	畜禽粪污资源化利用工程项目	泉旺	3,000,000.00	2018/9/30	师发改投资发（2018）216 号	
19	畜禽粪污资源化利用工程项目	利群	1,200,000.00	2018/9/30	师发改投资发（2018）216 号	
20	畜禽粪污资源化利用工程项目	西锦	1,600,000.00	2018/9/30	师发改投资发（2018）216 号	
21	畜禽粪污资源化利用工程项目	双鹤	300,000.00	2018/9/30	师发改投资发（2018）216 号	
22	奶牛标准化规模化养殖建设项目	天锦	1,700,000.00	2019/1/1		1,605,791.67
23	肉牛肉羊标准化养殖建设项目	三盈	800,000.00	2019/1/1	师发农改经（2018）10 号	754,137.93
24	2018 年农业资源及生态保护补助资金	曙瑞	500,000.00	2020/9/30	师市财预（2020）196 号	2,000,000.00
25	2018 年农业资源及生态保护补助资金	泉旺	500,000.00	2020/9/30	师市财预（2020）196 号	
26	2018 年农业资源及生态保护补助资金	利群	500,000.00	2020/9/30	师市财预（2020）196 号	
27	2018 年农业资源及生态保护补助资金	西锦	500,000.00	2020/9/30	师市财预（2020）196 号	
						28,889,240.57

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、评估机构关于标的公司各牧场子公司的生产性生物资产各项成本、残值及淘汰价等指标的确认口径、依据具有合理性。

2、12 家牧场子公司的建筑物及构筑物、机器设备评估增值主要由于人工

费、材料费用的上涨以及评估所用的经济寿命年限长于企业计提的折旧年限所致，本次评估净值增值具有合理性。

3、报告期内，12 家牧场子公司奶牛基本通过自行繁育取得，生产性生物资产的评估增值具有合理性。

问题 25：报告书披露，因未来生鲜乳价格走势、上游原材料的供应量及价格走势具有不确定性，盈利预测的结果具有一定的不确定性，本次交易未选取收益法评估结果作为最终评估结论。收益法评估价值计算过程与结果显示，2021 年至 2025 年预测年营业收入增长率为 11.71%、14.55%、15.63%、12.73%，预测净利润增长率为 4.14%、6.01%、4.52%、25.66%。

（1）补充披露收益法评估过程中奶牛数量、日单产、生鲜乳单价及营业成本各细分项的预测具体依据，结合历史变化情况论证其预测期数据基准选用及变动合理性。

（2）请说明收益法评估过程中是否已充分考虑上述生鲜乳价格走势、上游原材料的供应量及价格走势的不确定情况，并说明具体考虑过程。

（3）请结合上述考虑过程，进一步说明收益法评估过程与《草案》所述未选取收益法评估结果作为最终评估结论原因的逻辑是否一致，未选取收益法评估结果作为最终评估结论的原因是否充分合理。

（4）请按照《监管规则适用指引——评估类第 1 号》的相关要求，说明无风险利率、市场风险溢价、β 值、特定风险系数、权益资本成本、付息负债资本成本、权益资本价值在投资性资产中所占的比例、付息负债价值在投资性资产中所占的比例、适用所得税税率等参数的具体选取或计算依据，并逐项详细说明是否符合《监管规则适用指引——评估类第 1 号》的要求。

（5）请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露收益法评估过程中奶牛数量、日单产、生鲜乳单价及营业成本各细分项的预测具体依据，结合历史变化情况论证其预测期数据基准选用及变动合理性。

（一）奶牛数量预测依据及合理性

预测期各年奶牛数量见下表：

单位：头

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
产畜	11,039	11,400	12,362	13,743	15,422	17,375
幼畜	9,631	11,645	13,512	15,416	17,482	19,776
合计	**20,670**	**23,045**	**25,874**	**29,159**	**32,904**	**37,151**
产畜占比	**53%**	**49%**	**48%**	**47%**	**47%**	**47%**
产畜增长数量	**-**	**361**	**962**	**1381**	**1679**	**1953**
产畜增长率	**-**	**3%**	**8%**	**11%**	**12%**	**13%**

历史期各年奶牛数量见下表：

单位：头

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
产畜	11,226	11,082	11614
幼畜	8,030	8,193	9,306
合计	**19,256**	**19,275**	**20,920**
产畜占比	**56%**	**56%**	**56%**
产畜增长数量	**-**	**-144**	**532**
产畜增长率	**-**	**-1%**	**5%**

受标的公司 2019 年存在将富余奶牛销售予天山军垦下属的影响，标的公司 2019 年末产畜数量较 2018 年末有所下降。2020 年以来，为规范及减少关联交易，标的公司停止了牛只销售行为，标的公司泌乳牛数量呈现自然增长趋势，截至 2019 年 9 月末，标的公司泌乳牛数量较 2019 年末增长 5%，与预测期平均产畜增长率不存在较大差异。

标的企业历史期成母牛占比均为 56%，预测期各年成母牛占比在 47%至 49%

之间，预测指标低于企业历史指标和行业标准指标的原因系本次评估采用的成母牛淘汰率高于企业历史该项指标所致。选取 20%的成母牛淘汰率主要是综合考虑在总体存栏规模持续提升的基础上，兼顾提升牛群质量，提高单产，因此主动加大牛只淘汰力度，通过加快牛群流转速度，提升牛群整体质量。

综上，本次预测奶牛数量基准的选用及变动符合公司未来发展规划，是合理的。

（二）日单产预测依据及合理性

预测期各年日单产见下表：

单位：公斤/头

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
产畜日单产	27.99	28.27	28.84	29.41	30	30
年增长额	-	0.28	0.57	0.57	0.59	-
年增长率	-	1%	2%	2%	2%	-

历史期各年日单产见下表：

单位：公斤/头

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
每头牛日单产	23.99	25.75	27.56
年增长额	-	1.76	1.81
年增长率	-	7%	7%

通过上表得到各牛场历史期各年日单产年增长率均为 7%。截止评估基准日平均每头牛日单产 27.56 公斤。根据中国奶业协会发布的数据情况显示，2020 年，全年共有 1,291 个奶牛场的 129.5 万头奶牛进行生产性能测定，参测奶牛测定日平均产奶量达到 32.4 公斤，经与企业了解，国内同行业优质奶牛日单产为 30 公斤以上。预测期第一年使用牧场实际日单产 27.99 公斤，以后各期在该基础上逐年上涨至 30 公斤，永续期保持 30 公斤/头。

结合企业历史及发展状况，参考行业标准，本次对日单产的预测合理、谨慎。

（三）生鲜乳单价预测依据及合理性

预测期各年生鲜乳单价见下表：

单位：元/公斤

项目	2020 年 10-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
生鲜乳单价	4.58	4.58	4.63	4.68	4.73	4.73
年增长额		-	0.05	0.05	0.05	-
年增长率		-	1%	1%	1%	-

历史期各年生鲜乳单价见下表：

单位：元/公斤

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
生鲜乳单价	3.47	4.06	4.35
年增长额	-	0.59	0.29
年增长率	-	17%	7%

受生鲜乳持续处于供不应求状态影响，本次评估基准日至今，标的公司生鲜乳销售单价呈现继续上涨趋势，其中，2020 年 10-12 月及 2021 年 1 月，标的公司生鲜乳平均销售单价分别为 4.58 元/公斤和 4.80 元/公斤，标的公司生鲜乳价格继续呈现上涨趋势。其中，2020 年 1 月的平均生鲜乳销售单价已超过稳定期 2024 年的水平，因此，本次生鲜乳单价的预测是合理的、谨慎的。

（四）营业成本预测依据及合理性

1、营业成本预测

预测期各年营业成本见下表：

单位：万元

项目	2020 年 10-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
主营业务成本	8,794.96	36,084.86	40,904.63	47,537.20	55,891.40	62,331.45
其他业务成本	156.44	777.36	829.53	916.00	1,026.97	1,154.04
营业成本	8,951.40	36,862.22	41,734.15	48,453.20	56,918.37	63,485.49
主营成本占比	98%	98%	98%	98%	98%	98%
其他成本占比	2%	2%	2%	2%	2%	2%
营业收入	11,194.92	45,084.53	50,366.08	57,693.14	66,709.16	75,198.66
成本占收入比	80%	82%	83%	84%	85%	84%

历史期各年营业成本见下表：

单位：万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月	平均

主营业务成本	24,623.24	26,952.38	23,725.55	
其他业务成本	291.28	1,060.01	761.07	
营业成本	24,914.52	28,012.39	24,486.62	
主营成本占比	99%	96%	97%	
其他成本占比	1%	4%	3%	
营业收入	26,903.72	35,637.32	31,157.63	
成本占收入比	93%	79%	79%	84%

通过对企业历史数据的分析得到，历史期平均营业成本占营业收入的比重为 84%，2019 年及 2020 年企业通过科学管理，成本控制水平得到了显著的提升，致该比重较 2018 年下降 15%至 79%。

经与企业管理层、原材料供应商的沟通了解，未来各年除人工等正常因素的上涨外，直接材料的上涨将会导致成本的直接提升，本次预测结合企业历史成本构成，对固定成本、变动成本分别进行了预测，最终得到各年预测期的营业成本，各年营业成本占营业收入的比重由 2021 年的 82%逐步上涨至永续期的 84%，故本次预测具有合理性。

2、营业成本预测过程

营业成本预测分为主营业务成本和其他业务成本，具体核算内容如下：

（1）主营业务成本-生鲜乳

①直接材料

直接材料主要为青贮、苜蓿、啤酒糟、牛饲料及各种添加料等。根据未来年度成母牛数量及年度耗材计算该部分成本。

直接材料=预测期成母牛数量×年度耗材量×单价

年度耗材量根据 2020 年 1-9 月平均饲草料消耗量换算得出。预测单价采用基准日单价并考虑一定的增长比例。

②辅助材料

辅助材料根据未来年度成母牛数量及年度耗材量计算该部分成本。

年度耗材量根据 2020 年 1-9 月平均辅助材料消耗量换算得出。预测单价采用基准日单价并考虑一定的增长比例。

③制造费用

制造费用主要为职工薪酬、折旧费、租赁费、维修费、物料消耗、运输费

等。其中基准日职工薪酬占比 32.01%，折旧费占比 35.22%。对各类费用分别预测如下：

职工薪酬包括职工工资、各种社会保险、福利费等。该类费用主要与未来工资增长幅度及企业薪酬政策相关。根据历史期人员工资水平，结合公司未来业务发展状况，通过预测未来人员人数和人均年工资，确定预测期的人员工资。同时，分析历史年度各项费用的计提比例和实际耗用情况，以全体人员工资预测值为基础，预测未来年度的人工附加费。

折旧为固定资产每年应计提的折旧费用，以评估基准日固定资产的账面原值，乘以年折旧率进行预测。

其他费用主要包括维修费、物料消耗费、运输费等。未来年度根据与收入的占比进行预测。

制造费用=成母牛数量/总牛群数量×制造费用总额

永续期假设与 2025 年持平。

④生产性生物资产折旧：

生产性生物资产折旧年限为 6 年，采用直线法计提折旧，并考虑预测期新增的成母牛，当年增加的折旧。

（2）其他业务成本-犊公牛

犊公牛成本=犊公牛数量×入账单价+犊公牛数量×日耗奶量×生鲜乳成本单价×天数

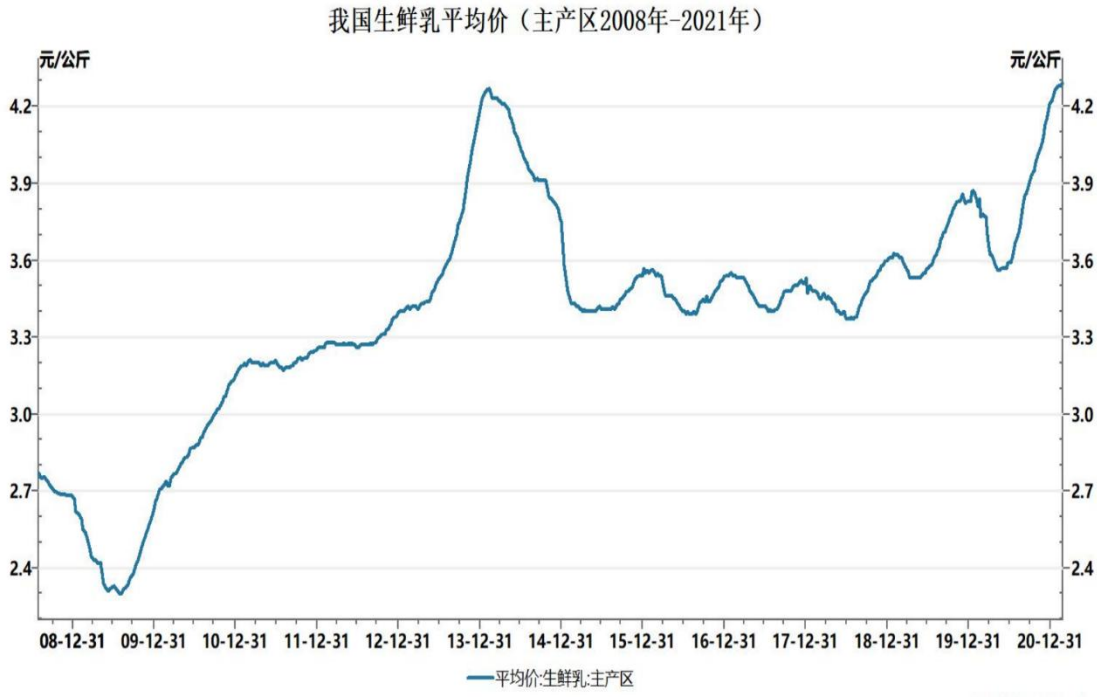
二、请说明收益法评估过程中是否已充分考虑上述生鲜乳价格走势、上游原材料的供应量及价格走势的不确定情况，并说明具体考虑过程。

（一）收益法评估过程是否已充分考虑生鲜乳价格走势

生鲜乳的价格受市场供求、奶牛饲养成本、产品质量、产业政策、居民生活水平等多种因素影响。受 2008 年的三聚氰铵事件影响，生鲜乳价格在 2008 年-2009 年是近十年最低点，随着消费者对国内乳制品的信心逐渐恢复，生鲜乳价格也呈现快速上涨趋势，至 2014 年初达到较高水平，此后受乳制品及原奶的进口冲击，价格回归到 3.4 元/公斤。2018 年下半年，随着生鲜乳的周期性波动

并叠加振兴奶业等行业政策的不断出台，在我国居民可支配收入逐渐增多的背景下，生鲜乳价格开启了震荡向上的增长趋势；2019 年价格均高于往年同期，生鲜乳价格在 1-4 月份出现季节性回落后再次上涨，1-12 月份平均价格为 3.84 元/千克，与 2018 年全年平均价格相比增长 5.49%；2020 年至今生鲜乳价格持续震荡上涨。

2008 年至今，我国生鲜乳（主产区）平均价的变动情况如下图所示：



注：生鲜乳主产区统计范围：河北、山西、内蒙古、辽宁、黑龙江、山东、河南、陕西、宁夏、新疆

数据来源：农业农村部，Wind 资讯

由上表可知，受生鲜乳持续处于供不应求状态的影响，2018年下半年以来，生鲜乳销售价格持续处于震荡上升状态，至今已达到历史最高水平。报告期内，标的公司生鲜乳平均销售单价分别为3.47元/公斤、4.06元/公斤和4.35元/公斤，平均增长率达到12.10%。2020年10月至今，标的公司生鲜乳销售单价呈现继续上涨趋势，其中，2020年10-12月及2021年1月，标的公司生鲜乳平均销售单价分别为4.58元/公斤和4.80元/公斤，标的公司生鲜乳价格继续呈现上涨趋势。考虑目前我国对奶牛养殖行业的政策支持及目前生鲜乳市场的供需状态（参见本回复问题15之“二、请合理选取同行业公司，对比说明标的公司报告期内生鲜乳销售单价增长的合理性，进一步定量论证毛利率大幅增长合理性，结合历史数

据说明生鲜乳销售价格是否存在周期性，标的公司毛利率增长趋势是否可持续”之“（二）结合历史数据说明生鲜乳销售价格是否存在周期性，标的公司毛利率增长趋势是否可持续”），生鲜乳价格预计将在未来一段区间内将维持较高水平，但增速会放缓，从周期性变化看，会有一定的震荡波动。据此，以标的公司2020年10-12月的平均生鲜乳销售价格4.58元/公斤为2021年的预测价格，且2022年每年保持1%的增长，至2024年及稳定期4.73元/公斤的生鲜乳销售价格预测具有客观性。

（二）收益法评估过程是否已充分考虑原材料供应商及价格走势

报告期内，标的公司原材料主要由精饲料、青贮、苜蓿草及麦草等构成，其中，精饲料占原材料消耗的比例在 60%以上，因此，精饲料价格的波动系奶牛养殖成本变化的重要影响因素。2008 年-2020 年 3 月，农业生产资料价格指数—饲料的波动情况如下图所示：



数据来源：Wind 资讯

由上表可知，饲料生产资料价格相对稳定，历史年度内不存在较大波动。2018 年下半年以来，受下游养殖行业终端产品价格的上涨，饲料生产资料价格亦呈现出上涨趋势，但与标的公司生鲜乳销售价格上涨趋势相比，其价格变动幅度显著低于生鲜乳价格的上涨幅度。

预测期内，在标的公司平均牛只数量每年呈现以 9%的增长率增长的情况下，评估机构在预测过程中充分考虑了未来原材料价格上涨的因素，营业成本以每

年 14.58%的增长率进行增长，标的公司营业成本的预测具备较大的谨慎性。

（三）生鲜乳价格走势、原材料供应量及价格走势的不确定情况

从生鲜乳价格走势来看，虽然生鲜乳销售单价目前维持在较高水平且预计将在未来一段区间内将维持较高水平。但考虑到除市场供需关系、产业政策、居民生活水平等对生鲜乳价格的影响外，生鲜乳销售价格亦可能受到食品安全、国外低价竞争等偶发性因素的影响，如 2008 年发生的三聚氰铵事件、2014 年进口原奶及乳制品的低价竞争。上述情况均存在一定的不确定性，可能对收益法中对未来生鲜乳销售价格的预测造成一定的不利影响。

从上游原材料的供应量及价格走势来看，标的公司原材料主要由精饲料、青贮、苜蓿、麦草等构成，其中精饲料的主要构成为玉米。虽然标的公司谨慎预测了未来原材料价格上涨的因素，但考虑到玉米、青贮、苜蓿、麦草等初级农产品具备需求量大且单位价格较低的特点，运输距离对标的公司营业成本的影响较大。报告期内，标的公司主要原材料基本从新疆本地采购，但若未来因气候原因导致上述原材料存在供应短缺的情况，标的公司原材料将需从国内其他省份或国外进口，导致标的公司未来营业成本可能存在一定的波动性。

三、请结合上述考虑过程，进一步说明收益法评估过程与《草案》所述未选取收益法评估结果作为最终评估结论原因的逻辑是否一致，未选取收益法评估结果作为最终评估结论的原因是否充分合理。

根据前述分析，本次评估过程中，评估机构已结合标的公司历史经营数据及生鲜乳、饲料等市场价格走势情况，谨慎预测了标的公司未来期间的盈利水平；但考虑包括食品安全、进口原奶及乳制品低价竞争及气候变化等偶发性因素的不可预见性，预测期内生鲜乳价格、原材料供应及价格变动数据可能与实际情况存在一定的差异，并对收益法评估结果造成一定的影响。因此，本次收益法评估过程与重组报告书所述未选取收益法评估结果作为定价依据的理由不存在逻辑不一致的情形。

同时，标的公司主要从事奶牛的规模化养殖并对外销售生鲜乳，具有典型

的资本密集以及重资产等特征，截至评估基准日 2020 年 9 月 30 日，标的公司固定资产、生产性生物资产账面价值合计占总资产的比例已达到 78.58%，占比较大。固定资产和生产性生物资产的状况及重置价格更能反映标的公司的企业价值以及未来市场竞争能力和持续经营能力。资产基础法的评估结果有利于剔除产品价格波动及成本波动对评估结果的影响。

综上所述，本次交易采用资产基础法与收益法两种评估方法对标的资产进行评估，在收益法评估过程中，对未来产品价格、成本等相关参数进行了谨慎预测；并且本次交易最终作价以资产基础法评估结果作为定价依据，定价依据选取更加谨慎，有利于保护上市公司股东利益。

四、请按照《监管规则适用指引——评估类第 1 号》的相关要求，说明无风险利率、市场风险溢价、β 值、特定风险系数、权益资本成本、付息负债资本成本、权益资本价值在投资性资产中所占的比例、付息负债价值在投资性资产中所占的比例、适用所得税税率等参数的具体选取或计算依据，并逐项详细说明是否符合《监管规则适用指引——评估类第 1 号》的要求。

本次评估采用加权平均资本成本定价模型（WACC）。

$$R=Re\times We+Rd\times(1-T)\times Wd$$

Re：权益资本成本；Rd：付息负债资本成本；We：权益资本价值在投资性资产中所占的比例；Wd：付息负债价值在投资性资产中所占的比例；T：适用所得税税率。其中，权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。

计算公式如下：

$$Re = Rf+\beta\times MRP+Rc$$

Rf：无风险收益率；MRP：Rm-Rf：市场平均风险溢价；Rm：市场预期收益率；β：预期市场风险系数；Rc：企业特定风险调整系数

目标资本结构（D/E）通过分析，参考可比上市公司的平均资本结构确定。

依据《监管规则适用指引——评估类第 1 号》（以下简称“指引”）及《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》要求，对本次评估中无风险利率、市场风险溢价、β 值、特定风险系数、权益资本成本、付

息负债资本成本、权益资本价值在投资性资产中所占的比例、付息负债价值在投资性资产中所占的比例、适用所得税税率等参数做如下说明：

（一）无风险收益率 Rf

本次无风险报酬率是按照政府发行的长期国债到期收益率来确定，具体以剩余年限在 10 年以上国债于评估基准日的到期收益率平均值 3.92%作为无风险报酬率。本次无风险收益率 Rf 的确定符合《监管规则适用指引——评估类第 1 号》的要求。测算过程及结果如下：

证券代码	证券简称	收盘到期收益（%）	债券期限（年）	剩余期限（年）
010706.SH	07 国债 06	4.3110	30.0000	16.6274
019003.SH	10 国债 03	4.1187	30.0000	19.4164
019014.SH	10 国债 14	4.0668	50.0000	39.6466
019018.SH	10 国债 18	4.0666	30.0000	19.7233
019023.SH	10 国债 23	3.3270	30.0000	19.8274
019026.SH	10 国债 26	3.9952	30.0000	19.8767
019037.SH	10 国债 37	4.4440	50.0000	40.1339
019040.SH	10 国债 40	4.2704	30.0000	20.1913
019105.SH	11 国债 05	3.8659	30.0000	20.4016
019110.SH	11 国债 10	2.7383	20.0000	10.5753
019112.SH	11 国债 12	4.5258	50.0000	40.6521
019116.SH	11 国债 16	4.1578	30.0000	20.7288
019123.SH	11 国债 23	3.9059	50.0000	41.1120
019206.SH	12 国债 06	4.0662	20.0000	11.5616
019208.SH	12 国债 08	4.2911	50.0000	41.6274
019212.SH	12 国债 12	3.9714	30.0000	21.7425
019213.SH	12 国债 13	4.1584	30.0000	21.8384
019218.SH	12 国债 18	3.4595	20.0000	11.9918
019220.SH	12 国债 20	4.3930	50.0000	42.1257
019309.SH	13 国债 09	2.8541	20.0000	12.5589
019310.SH	13 国债 10	4.2810	50.0000	42.6356
019316.SH	13 国债 16	2.7808	20.0000	12.8658
019319.SH	13 国债 19	3.2903	30.0000	22.9616
019324.SH	13 国债 24	5.3750	50.0000	43.1339

证券代码	证券简称	收盘到期收益（%）	债券期限（年）	剩余期限（年）
019325.SH	13 国债 25	3.7245	30.0000	23.1913
019409.SH	14 国债 09	4.8221	20.0000	13.5753
019410.SH	14 国债 10	4.7199	50.0000	43.6521
019416.SH	14 国债 16	4.8116	30.0000	23.8137
019417.SH	14 国债 17	4.6786	20.0000	13.8630
019425.SH	14 国债 25	4.3421	30.0000	24.0738
019427.SH	14 国债 27	4.2598	50.0000	44.1503
019508.SH	15 国债 08	3.4153	20.0000	14.5726
019510.SH	15 国债 10	3.5706	50.0000	44.6493
019517.SH	15 国债 17	3.7476	30.0000	24.8219
019521.SH	15 国债 21	3.4660	20.0000	14.9781
019525.SH	15 国债 25	3.7716	30.0000	25.0546
019528.SH	15 国债 28	3.7381	50.0000	45.1475
019536.SH	16 国债 08	3.7857	30.0000	25.5671
019541.SH	16 国债 13	3.7518	50.0000	45.6438
019547.SH	16 国债 19	3.7571	30.0000	25.8932
019554.SH	16 国债 26	3.5320	50.0000	46.1421
019559.SH	17 国债 05	3.9170	30.0000	26.3907
019565.SH	17 国债 11	4.1178	50.0000	46.6411
019569.SH	17 国债 15	3.7423	30.0000	26.8137
019577.SH	17 国债 22	3.9728	30.0000	27.0628
019581.SH	17 国债 26	4.4135	50.0000	47.1393
019588.SH	18 国债 06	4.2616	30.0000	27.4658
019594.SH	18 国债 12	4.1688	50.0000	47.6384
019599.SH	18 国债 17	3.7768	30.0000	27.8110
019606.SH	18 国债 24	3.7872	30.0000	28.0601
019607.SH	18 国债 25	3.8529	50.0000	48.1366
019618.SH	19 国债 08	3.8832	50.0000	48.7315
019620.SH	19 国债 10	3.1767	30.0000	28.8082
019630.SH	20 国债 04	3.6298	30.0000	29.4575
019633.SH	20 国债 07	3.7614	50.0000	49.6493
019642.SH	20 国债 12	3.8434	30.0000	29.9562

证券代码	证券简称	收盘到期收益（%）	债券期限（年）	剩余期限（年）
019646.SH	20 国债 16		10.0000	10.0000
019806.SH	08 国债 06	4.5460	30.0000	17.6027
019820.SH	08 国债 20	3.9445	30.0000	18.0628
019905.SH	09 国债 05	4.0569	30.0000	18.5233
019925.SH	09 国债 25	4.6236	30.0000	19.0410
019930.SH	09 国债 30	4.3420	50.0000	39.1667
020005.IB	02 国债 05	3.1765	30.0000	11.6466
030014.IB	03 国债 14	1.6387	30.0000	13.2077
070006.IB	07 国债 06	3.3960	30.0000	16.6274
080006.IB	08 国债 06	3.5968	30.0000	17.6027
080020.IB	08 国债 20	3.5106	30.0000	18.0628
090005.IB	09 附息国债 05	3.1510	30.0000	18.5233
090025.IB	09 附息国债 25	3.4598	30.0000	19.0410
090030.IB	09 附息国债 30	4.3433	50.0000	39.1667
100003.IB	10 附息国债 03	3.4420	30.0000	19.4164
100014.IB	10 附息国债 14	3.4338	50.0000	39.6466
100018.IB	10 附息国债 18	3.6702	30.0000	19.7233
100023.BC	10 国债 23(柜台)		30.0000	19.8274
100023.IB	10 附息国债 23	3.6609	30.0000	19.8274
100026.IB	10 附息国债 26	3.7163	30.0000	19.8767
100037.IB	10 附息国债 37	3.9112	50.0000	40.1339
100040.IB	10 附息国债 40	3.7012	30.0000	20.1913
100706.SZ	国债 0706	4.3110	30.0000	16.6274
100806.SZ	国债 0806	4.5460	30.0000	17.6027
100820.SZ	国债 0820	3.9445	30.0000	18.0628
100905.SZ	国债 0905	4.0569	30.0000	18.5233
100925.SZ	国债 0925	4.2198	30.0000	19.0410
100930.SZ	国债 0930	4.3420	50.0000	39.1667
101003.SZ	国债 1003	4.1187	30.0000	19.4164
101014.SZ	国债 1014	4.0160	50.0000	39.6466
101018.SZ	国债 1018	4.0666	30.0000	19.7233
101023.SZ	国债 1023	3.9951	30.0000	19.8274

证券代码	证券简称	收盘到期收益（%）	债券期限（年）	剩余期限（年）
101026.SZ	国债 1026	3.9952	30.0000	19.8767
101037.SZ	国债 1037	4.4440	50.0000	40.1339
101040.SZ	国债 1040	4.2704	30.0000	20.1913
101105.SZ	国债 1105	4.3515	30.0000	20.4016
101110.SZ	国债 1110	4.1890	20.0000	10.5753
101112.SZ	国债 1112	4.5258	50.0000	40.6521
101116.SZ	国债 1116	4.5462	30.0000	20.7288
101123.SZ	国债 1123	4.3726	50.0000	41.1120
101206.SZ	国债 1206	4.0662	20.0000	11.5616
101208.SZ	国债 1208	4.2911	50.0000	41.6274
101212.SZ	国债 1212	4.1076	30.0000	21.7425
101213.SZ	国债 1213	4.1584	30.0000	21.8384
101218.SZ	国债 1218	4.1384	20.0000	11.9918
101220.SZ	国债 1220	4.3930	50.0000	42.1257
101309.SZ	国债 1309	4.0258	20.0000	12.5589
101310.SZ	国债 1310	4.2810	50.0000	42.6356
101316.SZ	国债 1316	4.3619	20.0000	12.8658
101319.SZ	国债 1319	4.8131	30.0000	22.9616
101324.SZ	国债 1324	5.3750	50.0000	43.1339
101325.SZ	国债 1325	5.1087	30.0000	23.1913
101409.SZ	国债 1409	4.8221	20.0000	13.5753
101410.SZ	国债 1410	4.7199	50.0000	43.6521
101416.SZ	国债 1416	4.8116	30.0000	23.8137
101417.SZ	国债 1417	4.6786	20.0000	13.8630
101425.SZ	国债 1425	3.2305	30.0000	24.0738
101427.SZ	国债 1427	4.2808	50.0000	44.1503
101508.SZ	国债 1508	4.1280	20.0000	14.5726
101510.SZ	国债 1510	3.7673	50.0000	44.6493
101517.SZ	国债 1517	3.9749	30.0000	24.8219
101521.SZ	国债 1521	3.7722	20.0000	14.9781
101525.SZ	国债 1525	3.7716	30.0000	25.0546
101528.SZ	国债 1528	3.7604	50.0000	45.1475

证券代码	证券简称	收盘到期收益（%）	债券期限（年）	剩余期限（年）
101608.SZ	国债 1608	3.5479	30.0000	25.5671
101613.SZ	国债 1613	3.7448	50.0000	45.6438
101619.SZ	国债 1619	3.7358	30.0000	25.8932
101626.SZ	国债 1626	3.5071	50.0000	46.1421
101705.SZ	国债 1705	3.8017	30.0000	26.3907
101711.SZ	国债 1711	4.1178	50.0000	46.6411
101715.SZ	国债 1715	4.0872	30.0000	26.8137
101722.SZ	国债 1722	4.3220	30.0000	27.0628
101726.SZ	国债 1726	4.4135	50.0000	47.1393
101806.SZ	国债 1806	4.2616	30.0000	27.4658
101812.SZ	国债 1812	4.1688	50.0000	47.6384
101817.SZ	国债 1817	4.0055	30.0000	27.8110
101824.SZ	国债 1824	4.1178	30.0000	28.0601
101825.SZ	国债 1825	3.8529	50.0000	48.1366
101908.SZ	国债 1908	4.0365	50.0000	48.7315
101986.SZ	国债 1910	3.8935	30.0000	28.8082
102004.SZ	国债 2004	3.4165	30.0000	29.4575
102007.SZ	国债 2007	3.7614	50.0000	49.6493
102012.SZ	国债 2012	3.8434	30.0000	29.9562
102016.SZ	国债 2016		10.0000	10.0000
110005.IB	11 附息国债 05	3.5466	30.0000	20.4016
110010.IB	11 附息国债 10	3.1347	20.0000	10.5753
110012.IB	11 附息国债 12	3.4582	50.0000	40.6521
110016.IB	11 附息国债 16	3.7310	30.0000	20.7288
110023.IB	11 附息国债 23	3.9625	50.0000	41.1120
120006.BC	12 国债 06(柜台)		20.0000	11.5616
120006.IB	12 附息国债 06	3.1688	20.0000	11.5616
120008.IB	12 附息国债 08	3.9421	50.0000	41.6274
120012.IB	12 附息国债 12	3.7671	30.0000	21.7425
120013.IB	12 附息国债 13	3.7319	30.0000	21.8384
120018.IB	12 附息国债 18	3.2770	20.0000	11.9918
120020.IB	12 附息国债 20	3.9662	50.0000	42.1257

证券代码	证券简称	收盘到期收益（%）	债券期限（年）	剩余期限（年）
130009.BC	13 附息国债 09(柜台)		20.0000	12.5589
130009.IB	13 附息国债 09	2.8370	20.0000	12.5589
130010.BC	13 附息国债 10(柜台)		50.0000	42.6356
130010.IB	13 附息国债 10	4.0835	50.0000	42.6356
130016.BC	13 附息国债 16(柜台)		20.0000	12.8658
130016.IB	13 附息国债 16	3.1312	20.0000	12.8658
130019.BC	13 附息国债 19(柜台)		30.0000	22.9616
130019.IB	13 附息国债 19	3.7836	30.0000	22.9616
130024.BC	13 附息国债 24(柜台)		50.0000	43.1339
130024.IB	13 附息国债 24	3.9903	50.0000	43.1339
130025.BC	13 附息国债 25(柜台)		30.0000	23.1913
130025.IB	13 附息国债 25	3.7719	30.0000	23.1913
140009.BC	14 附息国债 09(柜台)		20.0000	13.5753
140009.IB	14 附息国债 09	3.0309	20.0000	13.5753
140010.BC	14 附息国债 10(柜台)		50.0000	43.6521
140010.IB	14 附息国债 10	3.8110	50.0000	43.6521
140016.BC	14 附息国债 16(柜台)		30.0000	23.8137
140016.IB	14 附息国债 16	3.7800	30.0000	23.8137
140017.BC	14 附息国债 17(柜台)		20.0000	13.8630
140017.IB	14 附息国债 17	2.9421	20.0000	13.8630
140025.BC	14 附息国债 25(柜台)		30.0000	24.0738
140025.IB	14 附息国债 25	3.6809	30.0000	24.0738
140027.BC	14 附息国债 27(柜台)		50.0000	44.1503
140027.IB	14 附息国债 27	3.7815	50.0000	44.1503
150008.BC	15 附息国债 08(柜台)		20.0000	14.5726
150008.IB	15 附息国债 08	3.6007	20.0000	14.5726
150010.BC	15 附息国债 10(柜台)		50.0000	44.6493
150010.IB	15 附息国债 10	4.0337	50.0000	44.6493
150017.BC	15 附息国债 17(柜台)		30.0000	24.8219
150017.IB	15 附息国债 17	3.8082	30.0000	24.8219
150021.BC	15 附息国债 21(柜台)		20.0000	14.9781
150021.IB	15 附息国债 21	3.5746	20.0000	14.9781

证券代码	证券简称	收盘到期收益（%）	债券期限（年）	剩余期限（年）
150025.BC	15 附息国债 25(柜台)		30.0000	25.0546
150025.IB	15 附息国债 25	3.6141	30.0000	25.0546
150028.BC	15 附息国债 28(柜台)		50.0000	45.1475
150028.IB	15 附息国债 28	3.4451	50.0000	45.1475
160008.BC	16 附息国债 08(柜台)		30.0000	25.5671
160008.IB	16 附息国债 08	3.7115	30.0000	25.5671
160013.BC	16 附息国债 13(柜台)		50.0000	45.6438
160013.IB	16 附息国债 13	3.7777	50.0000	45.6438
160019.BC	16 附息国债 19(柜台)		30.0000	25.8932
160019.IB	16 附息国债 19	3.8034	30.0000	25.8932
160026.BC	16 附息国债 26(柜台)		50.0000	46.1421
160026.IB	16 附息国债 26	3.5589	50.0000	46.1421
170005.BC	17 附息国债 05(柜台)		30.0000	26.3907
170005.IB	17 附息国债 05	3.7006	30.0000	26.3907
170011.BC	17 附息国债 11(柜台)		50.0000	46.6411
170011.IB	17 附息国债 11	3.8610	50.0000	46.6411
170015.BC	17 附息国债 15(柜台)		30.0000	26.8137
170015.IB	17 附息国债 15	3.8358	30.0000	26.8137
170022.BC	17 附息国债 22(柜台)		30.0000	27.0628
170022.IB	17 附息国债 22	3.7920	30.0000	27.0628
170026.BC	17 附息国债 26(柜台)		50.0000	47.1393
170026.IB	17 附息国债 26	3.4252	50.0000	47.1393
180006.BC	18 附息国债 06(柜台)		30.0000	27.4658
180006.IB	18 附息国债 06	3.8392	30.0000	27.4658
180012.BC	18 附息国债 12(柜台)		50.0000	47.6384
180012.IB	18 附息国债 12	3.4249	50.0000	47.6384
180017.BC	18 附息国债 17(柜台)		30.0000	27.8110
180017.IB	18 附息国债 17	3.8388	30.0000	27.8110
180024.BC	18 附息国债 24(柜台)		30.0000	28.0601
180024.IB	18 附息国债 24	3.8592	30.0000	28.0601
180025.BC	18 附息国债 25(柜台)		50.0000	48.1366
180025.IB	18 附息国债 25	3.8284	50.0000	48.1366

证券代码	证券简称	收盘到期收益（%）	债券期限（年）	剩余期限（年）
190008.BC	19 附息国债 08(柜台)		50.0000	48.7315
190008.IB	19 附息国债 08	4.0170	50.0000	48.7315
190010.BC	19 附息国债 10(柜台)		30.0000	28.8082
190010.IB	19 附息国债 10	3.8846	30.0000	28.8082
200004.BC	20 附息国债 04(柜台)		30.0000	29.4575
200004.IB	20 附息国债 04	3.8797	30.0000	29.4575
200007.BC	20 附息国债 07(柜台)		50.0000	49.6493
200007.IB	20 附息国债 07	4.0221	50.0000	49.6493
200012.BC	20 附息国债 12(柜台)		30.0000	29.9562
200012.IB	20 附息国债 12	3.8823	30.0000	29.9562
200016.BC	20 附息国债 16(柜台)		10.0000	10.0000
200016.IB	20 附息国债 16		10.0000	10.0000
平均值		**3.9154**		

（二）市场平均风险溢价的确定

市场风险溢价（Market Risk Premium）是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分，是市场预期回报率与无风险利率的差。

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2019 年美国股票基本补偿额与国债的算术平均收益差 6.43%；国家风险补偿额取 0.69%，最终本次评估市场风险溢价取 7.12%。

年投资回报率				
年份	标准普尔 500 指数	3 个月短期国债	美国长期国库券	Baa 公司债券
1928	43.81%	3.08%	0.84%	3.22%
1929	-8.30%	3.16%	4.20%	3.02%
1930	-25.12%	4.55%	4.54%	0.54%
1931	-43.84%	2.31%	-2.56%	-15.68%
1932	-8.64%	1.07%	8.79%	23.59%
1933	49.98%	0.96%	1.86%	12.97%
1934	-1.19%	0.28%	7.96%	18.82%
1935	46.74%	0.17%	4.47%	13.31%

年投资回报率				
年份	标准普尔 500 指数	3 个月短期国债	美国长期国库券	Baa 公司债券
1936	31.94%	0.17%	5.02%	11.38%
1937	-35.34%	0.28%	1.38%	-4.42%
1938	29.28%	0.07%	4.21%	9.24%
1939	-1.10%	0.05%	4.41%	7.98%
1940	-10.67%	0.04%	5.40%	8.65%
1941	-12.77%	0.13%	-2.02%	5.01%
1942	19.17%	0.34%	2.29%	5.18%
1943	25.06%	0.38%	2.49%	8.04%
1944	19.03%	0.38%	2.58%	6.57%
1945	35.82%	0.38%	3.80%	6.80%
1946	-8.43%	0.38%	3.13%	2.51%
1947	5.20%	0.60%	0.92%	0.26%
1948	5.70%	1.05%	1.95%	3.44%
1949	18.30%	1.12%	4.66%	5.38%
1950	30.81%	1.20%	0.43%	4.24%
1951	23.68%	1.52%	-0.30%	-0.19%
1952	18.15%	1.72%	2.27%	4.44%
1953	-1.21%	1.89%	4.14%	1.62%
1954	52.56%	0.94%	3.29%	6.16%
1955	32.60%	1.73%	-1.34%	2.04%
1956	7.44%	2.63%	-2.26%	-2.35%
1957	-10.46%	3.23%	6.80%	-0.72%
1958	43.72%	1.77%	-2.10%	6.43%
1959	12.06%	3.39%	-2.65%	1.57%
1960	0.34%	2.88%	11.64%	6.66%
1961	26.64%	2.35%	2.06%	5.10%
1962	-8.81%	2.77%	5.69%	6.50%
1963	22.61%	3.16%	1.68%	5.46%
1964	16.42%	3.55%	3.73%	5.16%
1965	12.40%	3.95%	0.72%	3.19%

年投资回报率				
年份	标准普尔 500 指数	3 个月短期国债	美国长期国库券	Baa 公司债券
1966	-9.97%	4.86%	2.91%	-3.45%
1967	23.80%	4.31%	-1.58%	0.90%
1968	10.81%	5.34%	3.27%	4.85%
1969	-8.24%	6.67%	-5.01%	-2.03%
1970	3.56%	6.39%	16.75%	5.65%
1971	14.22%	4.33%	9.79%	14.00%
1972	18.76%	4.07%	2.82%	11.41%
1973	-14.31%	7.03%	3.66%	4.32%
1974	-25.90%	7.83%	1.99%	-4.38%
1975	37.00%	5.78%	3.61%	11.05%
1976	23.83%	4.97%	15.98%	19.75%
1977	-6.98%	5.27%	1.29%	9.95%
1978	6.51%	7.19%	-0.78%	3.14%
1979	18.52%	10.07%	0.67%	-2.01%
1980	31.74%	11.43%	-2.99%	-3.32%
1981	-4.70%	14.03%	8.20%	8.46%
1982	20.42%	10.61%	32.81%	29.05%
1983	22.34%	8.61%	3.20%	16.19%
1984	6.15%	9.52%	13.73%	15.62%
1985	31.24%	7.48%	25.71%	23.86%
1986	18.49%	5.98%	24.28%	21.49%
1987	5.81%	5.78%	-4.96%	2.29%
1988	16.54%	6.67%	8.22%	15.12%
1989	31.48%	8.11%	17.69%	15.79%
1990	-3.06%	7.49%	6.24%	6.14%
1991	30.23%	5.38%	15.00%	17.85%
1992	7.49%	3.43%	9.36%	12.17%
1993	9.97%	3.00%	14.21%	16.43%
1994	1.33%	4.25%	-8.04%	-1.32%
1995	37.20%	5.49%	23.48%	20.16%

年投资回报率				
年份	标准普尔 500 指数	3 个月短期国债	美国长期国库券	Baa 公司债券
1996	22.68%	5.01%	1.43%	4.79%
1997	33.10%	5.06%	9.94%	11.83%
1998	28.34%	4.78%	14.92%	7.95%
1999	20.89%	4.64%	-8.25%	0.84%
2000	-9.03%	5.82%	16.66%	9.33%
2001	-11.85%	3.39%	5.57%	7.82%
2002	-21.97%	1.60%	15.12%	12.18%
2003	28.36%	1.01%	0.38%	13.53%
2004	10.74%	1.37%	4.49%	9.89%
2005	4.83%	3.15%	2.87%	4.92%
2006	15.61%	4.73%	1.96%	7.05%
2007	5.48%	4.35%	10.21%	3.15%
2008	-36.55%	1.37%	20.10%	-5.07%
2009	25.94%	0.15%	-11.12%	23.33%
2010	14.82%	0.14%	8.46%	8.35%
2011	2.10%	0.05%	16.04%	12.58%
2012	15.89%	0.09%	2.97%	10.12%
2013	32.15%	0.06%	-9.10%	-1.06%
2014	13.52%	0.03%	10.75%	10.38%
2015	1.38%	0.05%	1.28%	-0.70%
2016	11.77%	0.32%	0.69%	10.37%
2017	21.61%	0.93%	2.80%	9.72%
2018	-4.23%	1.94%	-0.02%	-2.76%
2019	31.22%	1.55%	9.64%	15.33%
算术平均历史收益率	11.57%	3.40%	5.15%	7.22%

通过上表计算得到 1928-2019 年美国股票基本补偿额等于 11.57%；国债的算术平均收益 5.15%。

成熟股票市场的基本补偿额

=1928-2019 年美国股票基本补偿额 11.57%－国债的算术平均收益 5.15%

=6.43%

MRP=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

=6.43%+ 0.69%

=7.12%

本次评估基准日为 2020 年 9 月 30 日，本次市场平均风险溢价仍然按照原方法确定，通过上述方法计算的市场平均风险溢价为 7.12%，以此为基础计算得出的折现率为 12%（取整）。

2021 年 1 月 22 日，中国证监会颁布了《监管规则适用指引——评估类第 1 号》，对市场平均风险溢价提出了新的要求。按照新要求计算的市场平均风险溢价为 7.15%，以此为基础计算得出的折现率亦为 12%（取整）。故该项变动对收益法评估值没有影响。

（三）风险系数 β 值的确定

1、可比公司的选择

A 股上市公司中，与被评估单位属于同行业的上市公司共有 14 家。通过 Wind 证券资讯终端系统，在综合考虑上市公司业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段的同时，重点关注被评估单位的资产特性，以相关指标作为选取可比公司的标准。

被评估单位属于重资产企业，固定资产、生物资产等非流动资产占资产总额的比例为 78.58%，固定资产、生物资产等非流动资产对企业具有重要影响，因此选择与长期资产使用效率相关的总资产周转天数、非流动资产周转天数、固定资产周转天数等 3 项指标为确定可比公司的标准，从 14 家上市公司中选取可比公司。

14 家上市公司指标数据情况如下：

证券代码	证券名称	非流动资产周转天数 [报告期] 2020 年三季度 [单位]天	固定资产周转天数 [报告期]2020 年三季度 [单位]天	总资产周转天数 [报告期] 2020 年三季度 [单位]天
000735.SZ	罗牛山	810.8108	386.4319	1,081.7308
002234.SZ	民和股份	408.4534	260.6429	685.9756
002299.SZ	圣农发展	303.4452	268.7637	409.2769
002321.SZ	华英农业	531.6007	234.2327	981.4613
002458.SZ	益生股份	479.8896	273.7781	758.2140

证券代码	证券名称	非流动资产周转天数 [报告期] 2020 年三季度 [单位]天	固定资产周转天数 [报告期]2020 年三季度 [单位]天	总资产周转天数 [报告期] 2020 年三季度 [单位]天
002714.SZ	牧原股份	337.4529	204.4990	540.1080
002746.SZ	仙坛股份	135.6920	105.9530	494.5055
002982.SZ	湘佳股份	157.5722	107.7887	321.6200
300106.SZ	西部牧业	275.0939	181.6469	509.7225
300313.SZ	天山生物	1,859.5041	526.1107	2,080.1233
300498.SZ	温氏股份	225.3944	115.9893	348.6570
300761.SZ	立华股份	182.1862	108.2425	393.6434
600975.SH	新五丰	128.9460	77.5907	286.5938
603477.SH	巨星农牧	495.6857	257.4371	910.6239

根据被评估单位备考报表数据，计算得到被评估单位非流动资产周转天数、固定资产周转天数、总资产周转天数分别为 801.6450、442.2718 和 1,019.8492，三项指标仅能反映被评估单位实际状况，若以被评估单位指标数据为基础进行可比公司的选取，可能会出现偏离行业水平的情况，因此本次以能够反映行业均衡水平的上市公司作为可比公司。

对于上述 14 家上市公司的三项指标，行业均衡水平以中位数为确定基准，将基准指标对应的公司和最靠近基准指标的公司，作为备选可比公司，同时考虑备选上市公司上市时间、指标集中度等情况，最终确定可比公司。

最终选取的可比公司如下：

证券代码	证券名称	非流动资产周转天数 [报告期] 2020 年三季度 [单位]天	固定资产周转天数 [报告期]2020 年三季度 [单位]天	总资产周转天数 [报告期] 2020 年三季度 [单位]天
002234.SZ	民和股份	408.4534	260.6429	685.9756
002299.SZ	圣农发展	303.4452	268.7637	409.2769
002458.SZ	益生股份	479.8896	273.7781	758.2140
002714.SZ	牧原股份	337.4529	204.4990	540.1080
300106.SZ	西部牧业	275.0939	181.6469	509.7225

上表反映的民和股份、圣农发展、益生股份、牧原股份、西部牧业等 5 家

公司在总资产周转天数、非流动资产周转天数、固定资产周转天数 3 项指标中的集中度最高，能够反映该行业的一般均衡水平，具有行业代表性，选择其作为可比公司更具合理性。另外，选择这 5 家公司为可比公司，也与历史选取口径保持统一性，前后期可比性更强。因此，本次可比公司的选取是合理的。

2、β 值的计算过程

非上市公司的股权贝塔系数，通常由多家可比上市公司的平均股权贝塔系数调整得到，本次数据从 Wind 资讯查询获取。

β 值被认为是衡量公司相对风险的指标。通过 Wind 证券资讯终端系统，结合可比公司数量、可比性、上市年限等因素，选取合理时间跨度的贝塔数据，查取可比上市公司评估基准日有财务杠杆的 β 值、带息债务与权益资本比值，并求取平均数，企业所得税率为 25%，换算为无财务杠杆的 β 值，取其算术平均值，即 0.7300。

证券代码	证券简称	无杠杆贝塔系数
002234.SZ	民和股份	0.85
002299.SZ	圣农发展	0.29
002458.SZ	益生股份	1.06
002714.SZ	牧原股份	0.78
300106.SZ	西部牧业	0.67
平均值		0.7300

企业经营过程中将保持目标公司资本结构 0.0519：

序号	名称	贝塔系数	年末所得税率	带息债务 / 股权价值
1	民和股份	0.8807	25%	4.79%
2	圣农发展	0.3127	25%	10.99%
3	益生股份	1.0586	0%	0.24%
4	牧原股份	0.7984	25%	3.06%
5	西部牧业	0.705	25%	6.86%
	算术平均	0.7511		0.0519

标的企业享受所得税免税政策，计算得到有财务杠杆的的系统风险系数 β 为 0.7700。

序号	项目	系数

1	无杠杆风险系数	0.7300
2	所得税	
3	带息债务 / 股权价值	0.0519
4	有杠杆风险系数	0.7700

3、可比公司选择差异说明

报告书披露的 14 家 A 股上市公司，主要是为了获取行业平均毛利率水平，通过对行业相关的所有企业的选取，以充足的样本量消除异化数据。而评估在选取可比公司时，重点考虑了可比公司与被评估企业在总资产周转天数、非流动资产周转天数、固定资产周转天数等方面的相关程度，以 14 家上市公司为基础进行了筛选，最终确定了民和股份、圣农发展等五家可比公司。

（四）特定风险的确定

公司特定风险是指企业在经营过程中，由于市场需求变化、生产要素供给条件变化以及同类企业间的竞争，资金融通、资金周转等可能出现的不确定性因素对被评估单位预期收益带来的影响。

根据《监管规则适用指引——评估类第 1 号》，充分考虑企业经营风险、市场风险、管理风险等因素，根据经验进行判断确定合理的特定风险报酬率，通常该项指标的经验取值区间在 0%-5%，本次评估综合考虑企业未来发展中可能存在的上述风险因素后，确定公司的特定风险调整系数为 3%，具体风险因素及分析如下：

序号	项目	风险分析	风险率
1	经营风险	经营风险是指由于企业经营管理上的原因给企业的未来盈利能力带来的不确定性。经营风险不仅因行业而异，即使在同一行业各企业也存在很大差别。经营风险主要来自于以下几个方面：1.市场销售：市场需求、市场价格、企业可能生产的产品数量等不确定因素，尤其是竞争使产销不稳定，加大了经营风险；2.生产成本：原料的供应和价格、工人和机器的生产效率、工人的工资和奖金等都是不确定因素，因而产生经营风险；3.生产技术：设备事故、产品质量问题、新技术的出现等，具有不确定性，因而产生经营风险；4.其他：外部环境的变化，如天灾、经济景气程度、通货膨胀、有协作关系的企业违约等，企业不能预见和控制，而产生经营风险。因此委估对象具有一定的经营风险。	1%
2	市场风险	市场风险是指由于某种全局性的因素引起的投资收益的可能变动，这些因素包括社会、政治、经济的各个	1%

序号	项目	风险分析	风险率
		方面。这些因素来自企业外部，是企业无法控制和回避的。市场风险主要来自市场供给和需求的变化。	
3	管理风险	管理风险是指管理运作过程中因信息不对称、管理不善、判断失误等影响管理的水平。这种风险具体体现在构成管理体系的每个细节上，可以分为四个部分：管理者的素质、组织结构、企业文化、管理过程。若管理出现问题，将会给企业与管理者造成无法挽回的损失。	1%
合　计			3%

2019 年度上市公司重大资产重组资产评估分析报告中对 2017 至 2019 年收益法评估参数进行了分析和统计，其中公司特有风险率总体平均值为 2.30%（见下表）。

年度	参数	WACC	债务资本成本	权益资本成本	无风险报酬率	市场风险溢价	公司特有风险
总体	平均值	11.63%	4.13%	12.91%	3.71%	6.85%	2.30%
	标准差	1.46%	1.78%	1.89%	0.61%	0.74%	1.10%
2017 年	平均值	11.93%	3.54%	13.00%	3.63%	7.09%	2.31%
	标准差	1.38%	2.15%	2.05%	0.61%	0.69%	1.16%
2018 年	平均值	11.80%	4.45%	13.16%	3.74%	6.86%	2.19%
	标准差	1.24%	1.52%	1.74%	0.43%	0.60%	0.99%
2019 年	平均值	11.07%	4.60%	12.51%	3.77%	6.56%	2.42%
	标准差	1.66%	1.13%	1.79%	0.77%	0.85%	1.15%

综上，本次评估选取的特定风险系数 3%是合理且谨慎的。

（五）权益资本价值在投资性资产中所占的比例、付息负债价值在投资性资产中所占的比例即指引中的资本结构

根据指引要求，资本结构可以采用被评估企业评估基准日的真实资本结构，也可以参考可比公司、行业资本结构水平采用目标资本结构，本次评估采用可比公司资本结构，详见下表：

序号	名称	贝塔系数	年末所得税率	带息债务 / 股权价值
1	民和股份	0.8807	25%	4.79%
2	圣农发展	0.3127	25%	10.99%
3	益生股份	1.0586	0%	0.24%

4	牧原股份	0.7984	25%	3.06%
5	西部牧业	0.705	25%	6.86%
	算术平均	0.7511		0.0519%

目标公司基准日资本结构情况:

We：权益资本价值在投资性资本中所占的比例=1/（1+0.0519%）

=95.07%

Wd：付息负债价值在投资性资本中所占的比例=1-95.07%

=4.93%

（六）权益资本成本的确定

将选取的无风险报酬率、市场风险报酬率代入公式计算得出折现率为12.39%。

Re=Rf+β×(Km-Rf)+ε

=3.92%+0.7679×(7.12%-3.92%)+3%

=12.39%

（七）所得税税率

根据《中华人民共和国企业所得税法》及《中华人民共和国企业所得税法实施条例》的规定，被评估单位适用“牲畜、家禽的饲养”、“农产品初加工”免征企业所得税。

（八）付息负债资本成本的确定

取评估基准日五年以上的银行贷款利率 4.90%。

（九）加权平均资本成本（折现率 WACC）

通过结合上述指标计算得到本次评估使用折现率

R=Re×We+Rd×(1-T)×Wd

=12.39%×95.07%+4.9%×(1-0%)×4.93%

=12%（取整）

因此，本次评估折现率的取值合理，同时折现率确定过程客观，符合《监管规则适用指引——评估类第 1 号》的有关规定。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、本次预测奶牛数量基准的选用及变动符合公司未来发展规划，具有合理性；

2、生鲜乳单价的预测综合考虑了企业历史各年单价及各年增长情况，并结合奶价行业信息，预测具有合理性；

3、考虑到包括食品安全、进口原奶低价竞争等偶发性因素的不可预见性，预测期内生鲜乳价格等可能与实际情况存在一定差异，并对收益法评估结果造成一定的影响，本次收益法评估过程与重组报告书未选取收益法评估结果作为定价依据的理由不存在明显差异；

4、无风险利率、市场风险溢价等指标符合《监管规则适用指引——评估类第 1 号》的要求。

问题 27：本次交易募集配套资金 3 亿元用于 5,000 头良种奶牛引进及建设项目，效益测算显示，达产后年税后净利润为 3,869.42 万元，税后项目投资内部收益率为 11.15%，该项目建设所需的土地手续正在办理中。

（1）请补充披露该项目各项投资明细及项目效益测算具体过程，并结合标的公司现有牛场的盈利水平，说明以上效益测算是否谨慎、合理。

（2）请结合下游客户需求、市场竞争、产销状况、在手及意向性订单说明是否存在产能过剩的风险。

（3）请补充披露项目土地预计取得时间、取得尚需履行的程序，是否存在实质性障碍，地块获取失败的替代性措施。

（4）请独立财务顾问及律师核查并发表明确意见。

回复：

一、各项投资明细及项目效益测算具体过程，并结合标的公司现有牛场的盈利水平，说明以上效益测算是否谨慎、合理

（一）各项投资明细

本项目建设期为 24 个月，项目总投资为 33,556.97 万元，投资金额主要用于工程建设、引进高产奶牛等支出，具体明细如下：

单位：万元

序号	名称	金额
一	工程建设费用	28,863.84
1	生产区土建工程	9,803.84
1.1	泌乳牛舍	4,752.00
1.2	干奶牛舍	1,188.00
1.3	产房	432.00
1.4	挤奶厅	526.50
1.5	后备牛舍	1,584.00
1.6	犊牛牛舍	422.40
1.7	隔离牛舍	178.20
1.8	发情检测及检验检疫间	110.00
1.9	氧化塘	120.00
1.10	管理办公用房	432.00
1.11	其他辅助用房	58.74
2	设备购置	4,960.00
2.1	饲料设备（搅拌、装载、运输）	610.00
2.2	产奶设备（转台、挤奶台）	1,500.00
2.3	储存设备（奶仓、奶罐、制冷）	560.00
2.4	全套粪污处理设备	820.00
2.5	其他设备	1,470.00
3	引进高产奶牛	11,000.00
4	地面硬化	1,500.00
5	配套设施扩建（给排水、电力等）	1,600.00
二	工程建设其他费用	1,281.50
1	建设单位管理费	288.64
2	项目前期工作费	72.72
3	勘察设计费	144.32
4	工程量清单编制费	14.43
5	施工图审查费	8.66

6	招标代理费	28.86
7	工程监理费	144.32
8	环评费	10.00
9	劳动安全卫生评审费	144.32
10	场地准备费及临时设施费	288.64
11	工程保险费	86.59
12	征地拆迁补偿费	50.00
三	预备费	2,411.63
四	铺底流动资金	1,000.00
五	项目总投资	33,556.97

公司拟将本次配套募集资金 30,000 万元用于该项目投资。项目投资总额不足部分由公司以自筹资金解决。

（二）项目效益测算情况及其谨慎性、合理性

本项目建设期 24 个月，预计在第 5 年达产， 预计达产后每年营业收入为 26,673.00 万元，达产年税后净利润为 3,869.42 万元，税后项目投资内部收益率为 11.15%，投资回收期 8.26 年（不含建设期），项目预期效益良好。具体测算过程如下：

单位：万元

项目	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
生产负荷（%）	50.00	80.00	100.00	100.00	100.00
营业收入	13,336.50	21,338.40	26,673.00	26,673.00	26,673.00
总成本费用	12,502.30	18,683.07	22,803.58	22,803.58	22,803.58
其中：经营成本	10,878.56	17,059.33	21,179.85	21,179.85	21,179.85
利润总额	834.20	2,655.33	3,869.42	3,869.42	3,869.42
所得税	-	-	-	-	-
净利润	834.20	2,655.33	3,869.42	3,869.42	3,869.42

1、营业收入的测算

本项目运营期产品主要为生鲜牛乳、淘汰母牛和公犊。生鲜乳销售价格为 4.5 元/公斤，淘汰母牛每头 12000 元，公犊每头 3000 元。

2、总成本费用的测算

本项目成本费用包括外购原辅材料费、燃料动力费、工资及福利费、修理

费、其他费用及折旧费。外购原辅材料费包括精饲料、其他饲草料、防疫、其他辅助材料等费用。精饲料按 3700 元/吨计算，其他饲料按 295 元/吨计算。牛群防疫按 120 元/头/年计算。其他原辅材料按每年 350 万元计算。经计算达产年每年外购原辅材料费为 18382.52 万元；燃料动力费包括养殖场正常生产而消耗的水、电等能源，约为 304.19 万元/年；工资及福利费按本项目劳动定员 240 人，人均工资 4000 元，年工资 1152 万元，福利费按工资的 20%计算，为 230.4 万元，总成本约为 1380.4 万元/年；修理费按新增固定资产原值的 2%计算年均为 577.28 万元；其他费用包括销售费用等其他费用。为营业收入的 2%，达产年为 533.46 万元；固定资产折旧费按直线法测算，建筑按 20 年折算，设备按 15 年折算。

3、所得税的测算

本项目是养殖类项目，按《中华人民共和国企业所得税法》（中华人民共和国主席令第 63 号）规定免征企业所得税。

4、项目效益测算谨慎性、合理性分析

募投项目测算的主要指标与标的公司现阶段的实际情况对比情况如下：

项目	2020 年 1-9 月（标的公司现阶段情况）	募投项目达产年情况	募投项目达产年情况/标的公司现阶段情况
平均牛群总量（母牛）	20,920.00	10,000	47.80%
成乳牛平均数量（头）	11,348.00	6,000	52.87%
生鲜乳销售单价（元/公斤）	4.35	4.5	103.45%
奶牛单产（公斤/天）	27.56	28	101.60%
生鲜乳销售收入（年化）	40,211.84	23,058.00	57.34%
总成本费用率	85.78%	85.49%	99.66%
销售净利率	14.22%	14.51%	102.04%
净利润（年化）	5,906.08	3,869.42	65.52%

注 1：年均成乳牛数量=（期初成乳牛数量+期末成乳牛数量）/2

注 2：考虑泌乳牛每年约有两个月的干奶期，泌乳牛生产天数每年按 305 天测算。

从奶牛单产情况来看，标的公司募投项目预计的奶牛单产与现阶段实际实现的奶牛单产情况基本一致，具有谨慎性。

从生鲜乳平均销售单价来看，本次募投项目预计的销售单价略高于 2020 年

1-9 月的平均销售单价，主要原因系 2020 年下半年以来，生鲜乳价格继续上涨，标的公司 2021 年 1 月份的平均销售单价已达到 4.8 元/公斤，本次募投项目以 4.5 元/公斤预测生鲜乳的销售收入具有谨慎性。

从成本费用率来看，本次募投项目预计的成本费用率于标的公司 2020 年 1-9 月的情况基本一致，较为合理、谨慎。

从销售净利率来看，本次募投项目达产年预测的销售净利率略高于 2020 年 1-9 月的销售净利率水平。主要原因系一方面生鲜乳销售价格出现了一定幅度的上涨，另一方面，本次募投项目实施过程中，将继续优化牛群结构，达产年成乳牛数量占牛群总数量的比例达到 60%，超过 2020 年 1-9 月的 55.52%，成乳牛占比的提升导致生鲜乳生产量存在一定的提升。生鲜乳销售单价及数量的提升增强了标的公司的销售净利率水平。

综上，公司本次募投项目效益测算谨慎、合理。

二、请结合下游客户需求、市场竞争、产销状况、在手及意向性订单说明是否存在产能过剩的风险

（一）下游客户需求旺盛

长期以来，我国一直致力于提高乳制品消费，以改善公众健康和营养。2009 年修订的《乳制品工业产业政策》中提出，人均乳制品消费量是衡量一个国家人民生活水平的主要指标之一。当前，我国人均乳制品消费量低于 100 克/天，国家的每日建议消费量为 300 克/天，尚有较大差距。考虑到上述目标，政府制定政策旨在到 2025 年全国增加 50%的奶类产量。2018 年 12 月，政府推出了《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》，该《意见》设定了到 2025 年奶类产量达到 4500 万吨的目标，相较 2018 年增产 40%以上。

我国奶业发展时机已经成熟，国民对奶、肉、蛋的消费量与国家整体经济发展的速度和规模以及收入和购买力呈正相关，随着城市居民收入的增加，我国潜在的牛奶消费市场会进一步扩大。2000 年至 2018 年期间，城镇居民家庭人均乳品消费量和全国人均消费量逐渐增加。可见，2021 年以后乳品需求将持续增加，奶牛养殖项目具有一定的市场前景。

（二）市场竞争力强

从全行业来看，生鲜乳的质量是影响公司在鲜奶销售市场的关键因素，其中，生鲜乳平均乳脂率、乳蛋白指标是衡量生鲜乳质量的重要标准。标的公司与同行业可比公司、国际标准等对比情况如下：

	蛋白质含量 (单位：%)	脂肪含量 (单位：%)	体细胞计数 (单位：个/毫升)
标的公司	3.35	4.17	147,485
中国标准	≧2.8	≧3.1	不适用
美国标准	≧3.2	≧3.5	<750,000
欧盟标准	不适用	不适用	<400,000

由上表可知，公司所产的生鲜乳平均乳脂率、乳蛋白指标均超国家质量标准，具有乳脂、乳蛋白水平高的特点，具有较强的市场竞争力。

（三）产销状况维持较高水平

报告期内，标的公司生鲜乳销售的产销情况如下：

项目	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年
产量（吨）	71,546.43	87,609.67	77,839.53
销量（吨）	69,386.28	85,098.61	76,430.40
产销率	96.98%	97.13%	98.19%

报告期内标的公司生鲜乳不存在销售风险，产量与销量的差异主要系犊牛消耗所致，鉴于目前生鲜乳持续处于供不应求的状态，标的公司新增产能具备较强的必要性。

（四）在手及意向性订单充足

截至本问询函回复之日，标的公司主要在手订单情况如下：

序号	收购人	销售方	履行期限	数量	价格
1	伊利食品	天盈牧业	2020.04.01-2023.02.28	所产的全部合格生鲜乳	根据市场价格，随行就市
2	蒙牛乳业	阜瑞牧业	2019.04.01-2021.05.31	按月度供奶计划交付	
3	乳旺乳业	利群牧业	2020.02.29-2021.07.30	26,000 公斤/天（上下浮动范围：10%）	
4	乳旺乳业	西锦牧业	2020.07.31-2021.07.30	16,000 公斤/天（上下浮动范围：10%）	
5	乳旺乳业	双鹤牧业	2020.07.31-2021.07.30	20,000 公斤/天（上下浮动范围：10%）	
6	花园乳业	泉旺牧业	2020.04.05-2023.04.04	660,000 公斤/月（上下浮动范围：10%）	

7	花园乳业	三盈牧业	2020.01.30-2023.01.29	660,000 公斤/月（上下浮动范围：10%）	
8	西牧乳业	曙瑞牧业	2019.01.01-2022.12.31	700 吨/月（上下浮动范围：10%）	
9	花园乳业	祥瑞牧业	2020.01.30-2023.01.29	360,000 公斤/月（上下浮动范围：10%）	
10	乳旺乳业	东润牧业	2020.07.31-2021.07.30	20,000 公斤/天（上下浮动范围：10%）	
11	花园乳业	梦园牧业	2021.02.07-2022.03.31	600,000 公斤/月（上下浮动范围：10%）	
12	西牧乳业	天锦牧业	2020.12.10-2021.12.11	全部生鲜乳	

标的公司目前的在手订单已全部覆盖了标的公司的生产能力，标的公司 12 家牧场子公司每天生产的生鲜乳均于当天运输至下游乳企，报告期内，标的公司生鲜乳基本不存在销售风险。

本次募集配套资金项目达产后，标的公司牛只总存栏将达到 10,000 头，其中，泌乳牛 6,000 头，预计达产年每天的生鲜乳生产量约为 140 吨，加上标的公司目前每天约 250 吨生鲜乳生产能力，本次募集配套资金投资项目达产后标的公司将拥有 390 吨/天的生产能力。

上市公司目前主要从事乳制品的加工与销售业务，拥有花园乳业、西牧乳业两家乳制品加工企业，截至目前，花园乳业、西牧乳业的生鲜乳日加工量分别约为 180 吨及 50 吨，其中，花园乳业约 1/2 的生鲜乳由外部其他牧场供应。本次交易完成后，标的公司将成为上市公司的全资子公司，双方之间的交易规模将进一步加大；同时，花园乳业、西部牧业将在乳源充足的情况下，进一步增强市场开拓能力，增加生鲜乳的消耗水平。此外，标的公司已与伊利股份、蒙牛乳业、乳旺乳业等国内知名乳企建立了长期稳定的合作关系，并与主要客户签订了期限在 1-3 年的长期供货协议，标的公司下游客户较为稳定。结合生鲜乳目前持续处于供应不求的状态，标的公司新增产能的消化不存在较大风险。

综上，受奶牛存栏量不足、国家产业政策支持及居民生活水平提高等因素的影响，生鲜乳持续处于供不应求状态，结合标的公司的产品质量、产量率及在手订单情况，标的公司新增产能的消化不存在较大风险。

三、请补充披露项目土地预计取得时间、取得尚需履行的程序，是否存在实质性障碍，地块获取失败的替代性措施

根据《关于设施农业用地管理有关问题的通知》（自然资规〔2019〕4 号）第四条的规定，设施农业用地由农村集体经济组织或经营者向乡镇政府备案，乡镇政府定期汇总情况后汇交至县级自然资源主管部门。

项目土地需土地所在地政府石河子总场北泉镇进行设施农用地备案即可。截至本问询函回复出具之日，备案材料已经提交至石河子总场北泉镇政府，正在进行公示程序，公示期满无异议，即进入乡镇政府备案程序，预计 1 个月内可以完成备案。

根据石河子总场北泉镇于 2021 年 1 月 28 日出具的说明：同意项目土地作为设施农用地用于天山广和 5,000 头良种奶牛养殖建设项目的建设。因此本次募投项目土地取得不存在实质性障碍。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问及律师认为：

1、本次募投项目效益测算过程符合发行人业务的实际情况，与公司现有业务的盈利水平不存在显著差异，相关测算谨慎、合理；

2、公司业务保持良好的发展趋势，下游需求旺盛，具有较强的市场竞争力，产销率保持较高水平，在手订单充足，具备消化募投项目新增产能的能力，不存在产能过剩的风险。

3、项目建设所需的土地手续正在办理中，除前述手续外，无其他尚需履行的程序，不存在实质性障碍，且不存在其他替代性措施。

问题 28：你公司拟募集配套资金 1.8 亿元用于补充流动资金。请结合经营规划、运营资金缺口测算情况等，说明披露募集资金 1.8 亿元用于补充流动资金的合理性及必要性。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、公司未来几年的经营规划

2020 年，公司面对常态疫情防控和市场紧缩等不利因素影响，着力加强企业生产、库存、销售等各环节的计划控制，节本降耗，使盈利能力和成本费用

控制水平同比均实现提升。未来几年，公司将着力发展旗下西澳牧都、花园乳业等品牌，在稳定疆内市场的情况下不断开拓疆外市场，拓展销售渠道，打造线上直销平台。同时，根据不同地域的消费偏好，积极研发适应当地市场的新产品。同时，配套募集资金投资项目的实施，将显著增加公司流动资金的需求。

综上，公司未来在布局销售渠道、新品研发、生产投资等方面均有较大的资金需求，本次补充流动资金具有必要性。

二、运营资金缺口测算

（一）基本计算方法

本次补充流动资金测算以 2017-2020 年 9 月公司经营情况为基础，按照销售百分比法测算未来收入增长所产生的相关经营性流动资产及经营性流动负债的变化，从而对公司未来生产经营活动中流动资金缺口进行测算。

（二）测算依据

1、营业收入增长率预测

假设公司 2021-2023 年营业收入及增长率的具体情况如下：

单位：万元

项目	2021 年度	2022 年度	2023 年度
营业收入	96,600.00	111,090.00	122,199.00
增长率	20%	15%	10%

公司 2019 年及 2020 年 1-9 月的营业收入分别为 64,901.12 万元和 58,412.09 万元。2020 年年化后营业收入为 77,882.79 万元，较去年同比增长 20%。因此，基于谨慎性原则，本次测算营业收入增长率选取范围为 10%-20%。

2、流动资金需求测算的取值依据

本次募投项目补流测算选取应收账款、应收票据、预付款项和存货作为经营性流动资产测算指标，选取应付票据、应付账款、预收款项作为经营性流动负债测算指标。取值期间各期末，公司无应付票据，对测算结果亦不产生影响。在公司经营活动及资金周转情况长期稳定的假设前提下，预计公司未来三年各项指标与营业收入保持较稳定的比例关系。同时，为降低仅采用单一会计年度财务数据造成的结果偏差，公司采用 2017 年至 2020 年 9 月各指标占营业收入比重的平均值作为本次测算的比重。

2018 年-2020 年 9 月，公司经营性流动资产、经营性流动负债相应科目占当期营业收入比例如下：

单位：万元

项目	2020 年 1-9 月	占营业收入比例	2019 年度	占营业收入比例	2018 年度	占营业收入比例	2017 年度	占营业收入比例	比例平均值
营业收入	58,412.09	100.00%	64,901.12	100.00%	67,781.18	100.00%	69,255.72	100.00%	100.00%
应收票据	16.91	0.03%	60.80	0.09%	136.00	0.20%	235.30	0.34%	0.17%
应收账款	13,823.82	23.67%	9,328.35	14.37%	7,689.94	11.35%	12,234.74	17.67%	16.76%
预付款项	7,134.57	12.21%	2,205.05	3.40%	5,312.68	7.84%	3,219.11	4.65%	7.02%
存货	12,159.33	20.82%	11,586.65	17.85%	15,966.32	23.56%	52,992.68	76.52%	34.69%
经营资产合计	**33,134.63**	**56.73%**	**23,180.85**	**35.72%**	**29,104.94**	**42.94%**	**68,681.83**	**99.17%**	**58.64%**
应付票据	-	-	-	-	-	-	-	-	-
应付账款	18,094.39	30.98%	11,028.18	16.99%	13,213.63	19.49%	26,185.51	37.81%	26.32%
预收账款	3,095.27	5.30%	2,668.80	4.11%	2,320.49	3.42%	1,821.10	2.63%	3.87%
经营负债合计	**21,189.66**	**36.28%**	**13,696.98**	**21.10%**	**15,534.12**	**22.92%**	**28,006.61**	**40.44%**	**30.18%**

3、计算公式

各年流动资金占用额=各年末经营性流动资产－各年末经营性流动负债。

各年新增流动资金需求（即流动资金缺口）=各年末流动资金占用额－上年末流动资金占用额。

预计的各项经营性流动资产=预计营业收入×各项目占比平均值

预计的各项经营性流动负债=预计营业收入×各项目占比平均值

4、补充流动资金总额的确定依据

本次募投项目补充流动资金规模即以 2021 年至 2023 年三年新增流动资金需求之和为依据确定。

（三）补充流动资金的测算过程

单位：万元

项目	2020 年 1-9 月	比例平均值	2021E	2022E	2023E
营业收入	58,412.09	100.00%	96,600.00	111,090.00	122,199.00
应收票据	16.91	0.17%	160.12	184.14	202.55
应收账款	13,823.82	16.76%	16,192.69	18,621.59	20,483.75
预付款项	7,134.57	7.02%	6,785.64	7,803.49	8,583.84

存货	12,159.33	34.69%	33,506.27	38,532.21	42,385.43
经营资产合计	33,134.63	58.64%	56,644.72	65,141.43	71,655.58
应付票据	-	-	-	-	-
应付账款	18,094.39	26.32%	25,423.63	29,237.18	32,160.90
预收账款	3,095.27	3.87%	3,734.59	4,294.78	4,724.26
经营负债合计	21,189.66	30.18%	29,158.23	33,531.96	36,885.16
流动资金占用额（③=①-②）	**11,944.97**	**-**	**27,486.50**	**31,609.47**	**34,770.42**
预计新增流动资金占用额	**-**	**-**	**15,541.53**	**4,122.97**	**3,160.95**
2021-2023 预计新增流动资金占用额	**22,825.45**				

如上表所示，经测算，公司 2021-2023 预计流动资金总需求为 22,825.45 万元，实际需求量未超过募投项目中用于补充流动资金的 1.8 亿元。

综上，通过补充流动资金，可有效改善公司现金流状况，有助于公司更好地实施既定的发展战略，本次补充流动资金具有必要性，补充流动资金规模具有合理性。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：公司未来将从产品研发、生产建设、拓展销售渠道等方面大力发展旗下品牌，流动资金需求量较大。同时，用于补充流动资金的金额为 1.8 亿元，不超过公司实际需求量 22,825.45 万元，补充流动资金具有必要性及合理性。

问题 29：报告书显示，天山军垦及石河子国资公司虽同受同一国有资产管理机构控制，但由于天山军垦及石河子国资公司的董事、高级管理人员无重叠，因此双方不构成关联人。

（1）请进一步说明仅因天山军垦及石河子国资公司的董事、高级管理人员无重叠，即认定双方不构成关联人的规则依据及合理性。

（2）请结合上述情况，说明天山军垦及石河子国资公司所持有上市公司股份是否要合并计算，如是，本次交易完成后是否触发要约收购义务，是否符合《收购管理办法》规定可以免于发出要约的

情形。

（3）请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、请进一步说明仅因天山军垦及石河子国资公司的董事、高级管理人员无重叠，即认定双方不构成关联人的规则依据及合理性

（一）认定天山军垦和石河子国资不构成关联人的规则依据

天山军垦和石河子国资公司分别为兵团第八师国资委100%独资的国有独资企业和国有控股企业。根据《公司法》、《企业会计准则》和《上市规则》中关于关联方和关联关系的界定，天山军垦和石河子国资公司不构成关联人。具体依据如下：

1、《公司法》第二百一十六条第（四）项

关联关系，是指公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员与其直接或者间接控制的企业之间的关系，以及可能导致公司利益转移的其他关系。但是，国家控股的企业之间不仅因为同受国家控股而具有关联关系。

2、《企业会计准则第36号——关联方披露》第六条

仅仅同受国家控制而不存在其他关联方关系的企业，不构成关联方。

3、《上市规则》第7.2.4条

上市公司与本规则第7.2.3条第二项所列法人受同一国有资产管理机构控制而形成第7.2.3条第二项所述情形的，不因此构成关联关系，但该法人的董事长、经理或者半数以上的董事属于本规则第7.2.5条第二项所列情形者除外。

截至本反馈回复出具之日，天山军垦及石河子国资公司董事、高级管理人员名单如下：

天山军垦		石河子国资公司	
姓名	**职位**	**姓名**	**职位**
王刚	董事长、总经理	杨豫川	董事长
岳萍	董事	周锐	董事
杜军强	董事	王庆辉	董事
		宋海燕	董事

		李克平	董事
		周骞	总经理

综上，天山军垦及石河子国资公司受同一国有资产管理机构控制，但天山军垦及石河子国资公司董事长、总经理和董事没有重叠，不存在《上市规则》第 7.2.4 条规定的“该法人的董事长、经理或者半数以上的董事属于本规则第 7.2.5 条第二项所列情形”之情形，故天山军垦及石河子国资公司不构成关联方关系。

（二）认定天山军垦和石河子国资不构成关联人的合理性

根据《中华人民共和国企业国有资产法》，国有资产监督管理机构，根据本级人民政府的授权，代表本级人民政府对国家出资企业履行出资人职责，保障出资人权益，防止国有资产损失。履行出资人职责的机构应当维护企业作为市场主体依法享有的权利，除依法履行出资人职责外，不得干预企业经营活动。

报告期内，八师国资委作为新疆生产建设兵团第八师国有资产管理部门，依法履行国资监管职责，不直接参与也不干涉所监管企业及其下属企业日常经营的管理决策。

石河子国资公司和天山军垦均为八师国资委下属的大型企业集团。其中，石河子国资公司是八师国有资产产权（股权）经营、引资、投资平台；天山军垦系八师畜牧产业发展平台，两家公司业务经营范围和发展定位完全不同，在实际经营过程中，同受八师国资委直接监管，但各自独立运营。

综上，天山军垦和石河子国资公司各自独立运营，认定不构成关联人符合实际情况，具备合理性。

二、请结合上述情况，说明天山军垦及石河子国资公司所持有上市公司股份是否要合并计算，如是，本次交易完成后是否触发要约收购义务，是否符合《收购管理办法》规定可以免于发出要约的情形

（一）关于天山军垦及石河子国资公司所持有上市公司股份是否要合并计算

1、法律依据

（1）根据《上市公司收购管理办法》第十二条：投资者在一个上市公司中拥有的权益，包括登记在其名下的股份和虽未登记在其名下但该投资者可以实际支配表决权的股份。投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有的权益应当合并计算。

（2）根据《上市公司收购管理办法》第八十三条规定：本办法所称一致行动，是指投资者通过协议、其他安排，与其他投资者共同扩大其所能够支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实。

在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中有一致行动情形的投资者，互为一致行动人。如无相反证据，投资者有下列情形之一的，为一致行动人：

（一）投资者之间有股权控制关系；

（二）投资者受同一主体控制；

（三）投资者的董事、监事或者高级管理人员中的主要成员，同时在另一个投资者担任董事、监事或者高级管理人员；

（四）投资者参股另一投资者，可以对参股公司的重大决策产生重大影响；

（五）银行以外的其他法人、其他组织和自然人为投资者取得相关股份提供融资安排；

（六）投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系；

（七）持有投资者 30%以上股份的自然人，与投资者持有同一上市公司股份；

（八）在投资者任职的董事、监事及高级管理人员，与投资者持有同一上市公司股份；

（九）持有投资者 30%以上股份的自然人和在投资者任职的董事、监事及高级管理人员，其父母、配偶、子女及其配偶、配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹及其配偶等亲属，与投资者持有同一上市公司股份；

（十）在上市公司任职的董事、监事、高级管理人员及其前项所述亲属同时持有本公司股份的，或者与其自己或者其前项所述亲属直接或者间接控制的企业同时持有本公司股份；

（十一）上市公司董事、监事、高级管理人员和员工与其所控制或者委托的法人或者其他组织持有本公司股份；

（十二）投资者之间具有其他关联关系。

根据上述规定，投资者之间如果存在《上市公司收购管理办法》第八十三条的 12 种情形，则被认定为一致行动人，其在同一上市公司拥有的权益或股份应当合并计算。

2、天山军垦及石河子国资公司持有上市公司股份不需要合并计算

根据《公司法》、《企业会计准则》和《上市规则》中关于关联方和关联关系的界定，仅仅同受国家控制而不存在其他关联方关系的企业，不构成关联方。因此受同一国有资产管理机构控制的企业不属于受同一主体控制。

天山军垦及石河子国资公司均为八师国资委控制的企业，属于受同一国有资产管理机构控制，但不属于受同一主体控制，不符合《上市公司收购管理办法》第八十三条第（二）项规定的情形；同时，天山军垦和石河子国资公司亦不符合《上市公司收购管理办法》第八十三条其他 11 项规定的情形。

因此，本次交易完成后，天山军垦和石河子国资公司所持有上市公司股份不需要合并计算。

（二）本次交易完成后是否触发要约收购义务，是否符合《收购管理办法》规定可以免于发出要约的情形

1、法律依据

（1）根据《证券法》第七十三条的规定，“采取协议收购方式的，收购人收购或者通过协议、其他安排与他人共同收购一个上市公司已发行的有表决权股份达到百分之三十时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要约。但是，按照国务院证券监督管理机构的规定免除发出要约的除外。”

（2）根据《上市公司收购管理办法》第四十七条第二款的规定，“收购人拥有权益的股份达到该公司已发行股份的 30%时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司的股东发出全面要约或者部分要约。符合本办法第六章规定情形的，收购人可以免于发出要约。”

（3）根据《上市公司收购管理办法》第六十三条第（三）项的规定，“有下列情形之一的，投资者可以免于发出要约：

（三）经上市公司股东大会非关联股东批准，投资者取得上市公司向其发

行的新股，导致其在该公司拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30%，投资者承诺 3 年内不转让本次向其发行的新股，且公司股东大会同意投资者免于发出要约”。

2、石河子国资公司触发要约收购义务

本次交易前，石河子国资公司持有股份比例 41.82%，超过 30%，本次交易后，在不考虑配套融资的情况下，石河子国资公司持有股份比例上升至 43.75%。因此，本次交易完成后将触发要约收购义务，同时，本次交易符合《上市公司收购管理办法》关于免于发出要约的情形，但需要公司股东大会同意。

2021 年 2 月 8 日，西部牧业第三届董事会第十七次会议审议通过的《关于提请股东大会批准控股股东免于发出股份收购要约的议案》，股东大会审议通过后，石河子国资公司可以免于发出收购要约。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、天山军垦及石河子国资公司同受兵团第八师国资委控制，属于受同一国有资产管理机构控制但不存在《上市规则》第 7.2.4 条规定的“该法人的董事长、经理或者半数以上的董事属于本规则第 7.2.5 条第二项所列情形”之情形，故天山军垦及石河子国资公司不构成关联方关系，上述非关联关系认定符合《公司法》、《企业会计准则第 36 号－－关联方披露》、《上市规则》的有关法律法规的规定。同时天山军垦和石河子国资公司各自独立运营，认定不构成关联人符合实际情况，具备合理性。

2、本次交易前，石河子国资公司持有股份比例 41.82%，超过 30%；本次交易后，在不考虑配套融资的情况下，石河子国资公司持有股份比例上升至 43.75%。因此，本次交易完成后将触发要约收购义务，同时，本次交易符合《上市公司收购管理办法》关于免于发出要约的情形，但需要公司股东大会同意。

2021 年 2 月 8 日，西部牧业第三届董事会第十七次会议审议通过的《关于提请股东大会批准控股股东免于发出股份收购要约的议案》，股东大会审议通过后，石河子国资公司可以免于发出收购要约。

（本页无正文，为《华龙证券股份有限公司关于<关于对新疆西部牧业股份有限公司的重组问询函的回复>之核查意见》之签章页）

财务顾问主办人：_____ _____ _____

李卫民　　全洪涛　　贾　瑞

法定代表人：_____

陈牧原

华龙证券股份有限公司

2021 年 3 月 19 日