

中发国际资产评估有限公司

关于

《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》

[161715]号之反馈意见答复

签署日期：二〇一六年九月

中国证券监督管理委员会：

新希望六和股份有限公司（以下简称“新希望”、“本公司”或“上市公司”）收到贵会于 2016 年 8 月 12 日下发的中国证券监督管理委员会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[161715]号（以下简称“《反馈意见》”），我对《反馈意见》进行了认真研究和落实，并按照《反馈意见》的要求对所涉及的事项进行了资料补充和问题答复，现提交贵会，请予审核。

问题一：申请材料显示，本香农业收益法评估结果低于市场法评估结果，本次交易选取市场法评估结果作为定价依据。申请材料同时显示，本次交易对方未就本香农业未来期间业绩进行承诺。请你公司：1)结合同行业可比案例评估方法选取情况、收益法与市场法评估结果的差异等，补充披露本次交易中本香农业选取市场法评估结果作为定价依据的原因及合理性。 2)补充披露本次交易对方未就本香农业未来期间业绩做出承诺的原因及合理性，是否与本香农业经营风险相匹配，是否有利于保护上市公司及中小股东权益。 请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、本次交易选取市场法评估结果作为定价依据的原因及合理性

(一) 本次交易选取市场法评估具有合理性

根据现行的资产评估准则，企业价值评估适用的评估方法有资产基础法、收益法和市场法三种。根据中发国际出具的中发评报字[2016]第 053 号《资产评估报告》，本次选择了收益法和市场法作为两种基本评估方法，其中收益法下，本香农业 100%股权于评估基准日经评估的净资产价值为 74,300.00 万元，评估增值 48,133.11 万元，增值率 183.95%；市场法下，本香农业 100%股权于评估基准日经评估的净资产价值为 88,700.00 万元，评估增值 62,533.11 万元，增值率 238.98%，收益法和市场法评估结果相差 14,400.00 万元。两种评估方法的评估结果有所差异，引起差异的原因是：收益法是从企业的未来获利能力角度考虑的，反映了企业各项资产的综合获利能力，该方法以企业预期收益及经营风险能否准确预计为评估前提；市场法是以与评估基准日接近、行业内类似并购案例作为可比案例，并结合可比案例与本香农业的特点进行相关修正得出评估值的方法，该方法以可比案例的相关数据能否公开并准确获取为评估前提。由于本香农业所在行业的周期性特征，收益法评估难以对企业预期收益及经营风险进行准确预计，而市场法的各项参数能够直接、客观地取得，因此市场法评估较收益法评估更为合理。具体原因如下：

1、本次交易定价基准日为 2015 年 12 月 31 日，生猪价格处于上行阶段，虽然我国生猪价格历史年度存在多个完整的市场波动周期，但是每一次市场波动轨迹、特点等均不同，因此采用收益法评估的重要参数“生猪价格”将无法精准预计，因此导致收益法评估结果的不确定性较大。

2、国内 A 股并购市场上可以查到多个完成交易的行业并购案例，其并购价格均已由并购双方共同认可，价格具有公允性。

3、国内 A 股并购市场上有以市场法评估结果定价的先例。广东温氏食品集团股份有限公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司项目的定价方法是市场法评估结果且以市净率为参数进行确定的。

（二）市场法评估结果具有合理性

根据评估行业多年的调研，在周期性比较强的行业中，市盈率以及其他与收入相关的指标随行业周期变动较大，而市净率无论行业景气与否，一般变动较小，在企业股权转让中有较高参考价值。

本次采用市场法评估时选取的可比实例的市净率如下：

上市公司名称	项目名称	披露日期	净资产基准日	股东全部权益交易定价（万元）	PB
大北农	大北农对广东德兴增资	2015 年 12 月	2015 年 10 月 31 日	57,040.00	3.62
唐人神	唐人神收购醴陵市黄鹤生态农业发展有限公司股权	2015 年 11 月	2015 年 9 月 30 日	3,003.00	2.92
温氏股份	广东温氏食品集团股份有限公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司	2015 年 4 月	2014 年 12 月 31 日	5,200,000.00	3.57
平均值					3.37
中位数					3.57

上述可比案例的市净率平均值为 3.37，中位数为 3.57，本次交易标的资产的市净率为 3.39 倍，略高于可比案例的市净率平均值，略低于可比案例的市净率中位数，不存在重大差异，因此本次交易选用市场法评估结果作为本次交易的定价依据具有合理性。

二、交易对方未就本香农业未来期间业绩做出承诺的原因及合理性

（一）本次交易属于《重组管理办法》规定的上市公司与交易对方可自主协商是否采取业绩补偿情形

根据《重组管理办法》第三十五条第三款：上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，不适用本条前二款规定，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。

本次交易对方不属于上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象，且本次交易完成后，上市公司的控股股东仍为新希望集团，实际控制人仍为刘永好，上市公司的控制权未发生变更，符合《重组管理办法》第三十五条第三款的规定。因此，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿。

（二）本次交易完成后标的公司将按照上市公司既定战略开展经营，交易对方不做业绩承诺具有合理性

养殖业务是上市公司的重要业务之一。本次交易前，上市公司的养殖业务主要分布于河北省、四川省、西藏自治区。由于生猪养殖行业已步入上升周期，考虑到猪场建设周期较长、种源和繁育需要时间等行业特点，并购已有生猪养殖企业为现阶段区域扩张的有效手段。本次交易完成后，本香农业将成为上市公司控股子公司，并按照上市公司的经营策略、管理模式、区域布局等开展后续经营，发挥上市公司的经营规模优势、养殖技术优势和品牌优势等；上市公司养殖业务将以陕西省为起点，对西北地区进行全面布局，上市公司在西北地区市场影响力将得到显著提高。本次交易是上市公司布局西北地区的重要突破，是上市公司执行既定战略的重要布局，赋予标的公司独立经营权从而要求交易对方承诺业绩不符合上市公司的战略诉求。

因此，考虑到并购后的经营策略及本香农业对上市公司战略布局的重要意义，本次交易中上市公司未要求交易对方就本香农业未来期间业绩做出承诺，具有合理性。

三、本次交易未做业绩承诺与本香农业的经营风险相匹配，符合行业特点，且能够保证交易对方与上市公司利益保持一致

作为主营业务为生猪养殖的农牧企业，本香农业生产经营过程中面临的主要风险为生猪价格波动风险和疫情风险：我国生猪价格呈现出较强的周期性波动特征，基本上三年到四年为一个完整的市场波动周期，生猪价格会经历上升、顶峰、下降、低谷、再上升的波动。从 1994 年我国建立畜产品及相关生产资料价格统计报表至今，生猪价格经历了 5 个谷底，4 个完整周期；疫病是农牧企业发展中面临的主要风险，疫病的发生将导致大量生猪死亡，给标的公司造成损失，另外疫病的出现将会对居民猪肉消费带来影响，造成短期内猪肉需求减少，价格下降。

由于生猪价格的周期性和全国及周边爆发大规模疫病风险的不可控性，本香农业的经营业绩可能存在一定的波动。考虑到前述风险的不可控性，本次交易对方不做业绩承诺与本香农业的经营风险具有匹配性。

本次交易完成后，本香农业将成为上市公司的控股子公司。上市公司通过与本香农业在业务、资产、财务、人员和机构等方面的整合，最大程度的发挥其协同效应和防范本香农业未来经营风险。

为保证标的资产管理层与上市公司利益保持一致，本次交易对方虽未做业绩承诺，但燕君芳保留了对标的公司 30% 股权，燕君芳作为本香农业的核心股东和董事长，其丰富的生猪养殖行业经验对本香农业的快速发展至关重要，通过保留燕君芳的 30% 股权的方式，更好地将燕君芳与本香农业长期利益保持一致。

因此，该等安排有利于本香农业长期经营发展，与本香农业的经营风险相匹配，有利于保护上市公司及中小股东权益。

四、评估机构意见

本次评估采取市场法作为定价依据具有合理性；本次交易完成后标的公司将按照上市公司的经营策略、管理模式、地域布局等开展经营，因此本次交易对方未就本香农业未来期间业绩做出承诺具有合理性，未约定业绩承诺亦与本香农业经营风险匹配；本次交易对方虽未做业绩承诺，但保留了本香农业创始人燕君芳 30% 股权，更好地将燕君芳与本香农业长期利益绑定一致，该安排有利于本香农业长期经营发展，有利于保护上市公司及中小股东权益。

问题十三：申请材料显示，本香农业市场法评估增值率为 238.98%。市场法评估选取市净率作为价值比率，选取大北农、唐人神、温氏股份三家公司相关并购案例作为可比案例，选取评估基准日等 6 项比较因素进行比对分析。请你公司：1)结合增值率及同行业可比案例情况，补充披露本香农业市场法评估增值的合理性。 2)结合同行业可比案例情况，补充披露本香农业市场法评估可比案例及相关参数选取的合理性。 请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、本香农业市场法评估增值的合理性

本次交易采用市场法评估时选取的可比案例增值率情况如下：

上市公司名称	项目名称	披露日期	净资产基准日	股东全部权益交易定价（万元）	PB
大北农	大北农对广东德兴增资	2015 年 12 月	2015 年 10 月 31 日	57,040.00	3.62
唐人神	唐人神收购醴陵市黄鹤生态农业发展有限公司股权	2015 年 11 月	2015 年 9 月 30 日	3,003.00	2.92
温氏股份	广东温氏食品集团股份有限公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司	2015 年 4 月	2014 年 12 月 31 日	5,200,000.00	3.57
平均值					3.37
中位数					3.57

上述可比案例的增值率平均值为 237.08%，中位数为 257.44%，本香农业增值率为 238.98%，略高于可比案例的增值率平均值，略低于可比并购案例的市净率中位数，不存在重大差异，因此市场法评估增值具有合理性。

二、本香农业市场法评估可比案例选择及相关参数选取的合理性

通过查阅选择的可比案例的相关公告，温氏股份的“广东温氏食品集团股份有限公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司”项目的定价方法是市场法评估结果，该案例的估值机构从广东温氏食品集团股份有限公司的财务状况为基准，分别直接与可比上市公司、可比交易案例进行比较，采用的参数有市净率、市盈率、市销率等。

经统计，同行业可比上市公司于评估基准日（2015年12月31日）的市净率、市盈率、市销率分别如下：

证券代码	证券简称	市净率	市盈率	市销率
300498.SZ	温氏股份	7.99	26.51	3.67
000735.SZ	罗牛山	3.91	165.55	9.40
002477.SZ	雏鹰农牧	4.14	-1892.11	6.15
600975.SH	新五丰	5.26	-6840.15	3.98
002505.SZ	大康农业	4.24	1191.79	9.91
002714.SZ	牧原股份	7.59	68.25	8.67
平均数		5.52	-1,213.36	6.96
中位数		4.75	47.38	7.41

注 1：上表来源于 Wind 资讯；

注 2：市净率=普通股每股市价为每股净资产的倍数=指定日证券收盘价*指定日当日总股本/指定日最新公告股东权益（不含少数股东权益）；

注 3：市盈率=最新每股市价为最近 12 个月每股收益的倍数=指定日证券收盘价*指定日当日总股本/归属母公司股东的净利润（TTM）；

注 4：市销率=每股市价为过去 12 个月每股营业总收入的倍数=指定日证券收盘价*指定日当日总股本/营业总收入（TTM）。

经统计，本次评估基准日（2015年12月31日），选取的可比案例的市净率、市盈率、市销率分别如下：

上市公司名称	项目名称	市净率	市销率	市盈率
大北农	大北农对广东德兴增资	3.62	--	5.04
唐人神	唐人神收购醴陵市黄鹤生态农业发展有限公司股权	2.92	8.28	62.40
温氏股份	广东温氏食品集团股份有限公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司	3.57	1.37	19.52

注 1：上表数据来源于各上市公司的公告信息；

注 2：市净率=成交价/归母净资产；

注 3：市盈率=成交价/归母净利润；

注 4：市销率=成交价/营业收入。

通过对上述可比上市公司和可比并购案例的市净率、市盈率、市销率进行比较分析，无论是上市公司还是可比案例，市净率的差异比较小，市销率和市盈率的差异都比较大，因此在周期性比较强的行业中，市盈率以及其他与收入相关的指标随着行业周期变动较大，而市净率无论行业景气与否，一般变动较小，在企业股权转让中有较高参考价值。

通过查阅温氏股份的“广东温氏食品集团股份有限公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司”项目的估值报告，虽然采用市场法评估选取的参数有市净率、市盈率、市销率等，但最后是以市净率测算的结果确定了估值区间。

综上所述，确认选择市净率作为修正参数是合理的。

本次评估选择可比案例法进行评估，主要是考虑本香农业为非上市公司，其经营管理水平与上市公司有一定的差距，而选择可比案例时主要考虑成交日期与评估基准日的接近性，然而又因为可比案例与本香农业存在一定差异，为了更为客观地反映本香农业的市场价值，经综合调查后选择期日、交易情况、交易附加条件、交易地点经济、资产规模、业务状态等参数进行综合修正。

1、期日修正。根据评估机构调查了解，养殖业户的利润水平与生猪价格相关度较高，一般情况下在产销平衡、收支平衡的前提下，每提高一分价格等于获得一分利润，因此基准日价格的不同将直接影响交易标的的定价，因此选择其作为调整参数并适度修正。

2、交易情况和交易附加条件修正。根据交易双方的协商，有些交易存在交易附加条件和其他非正常交易情况，这种情况的存在在一定程度上会影响交易标的的定价，因此关注可比案例与交易标的是否存在特殊的交易情况和交易附加条件，选择其作为调整参数之一。

3、交易地点经济状况。一般情况下，经济状况越好的地区消费水平越好，购买能力越强，相对而言对猪肉价格的敏感度低，猪肉价格变动较其他地区反映略缓，因此交易地点的经济状况将对交易标的的定价有一定的影响，选择其作为调整参数并适度修正。

4、资产规模。生猪养殖行业属于基础资产较大的行业，其固定资产规模和养殖规模大小代表企业的规模大小，也是影响企业利润的重要因素，在猪肉价格稳定的情况下，本香农业的价值受出栏量影响较大，而资产规模大小决定了生猪的存栏量，因此选择其作为调整参数并适度修正。

5、业务状态。生猪养殖行业的业务状态涵盖了业务种类、业务模式、产业布局等方面，不仅考虑了可比案例和交易标的的现有业务特点，还考虑了经营特点。其中，业务种类对企业的产品种类差异进行调整，业务模式则对产品的经营

管理方式进行调整，产业布局则从管理层战略布局角度对企业现有的产业布局状态进行调整。业务种类单一的经营风险要高于多个产品的经营风险；业务模式不同将直接影响企业的管理能力和调控能力，进而影响养殖企业的防疫控制和规模扩张能力；产业布局是否完整也将影响企业的抗风险能力，有完整的产业链、多地的布局的企业其抗风险能力将优于产业和地区单一的企业。因此选择其作为调整参数并适度修正。

三、评估机构意见

本次市场法评估增值具有合理性；可比案例的选择及可比案例选择及相关参数选取具有合理性。

问题十四：申请材料显示，本香农业按照 15.8 元/kg 对未来收入进行预测，预测毛利率高于 2014 年和 2015 年水平。截至 2016 年 5 月末，本香农业在建工程预算数为 48,500 万元，工程尚未完工。请你公司：1)结合行业周期及产品价格变化情况、本香农业未来预期产品销售价格合理性、历史业绩情况等，补充披露本香农业收益法评估中预测营业收入、毛利率的合理性，及预测毛利率高于报告期水平的合理性。 2)结合在建工程背景、工期计划及资金来源，现有产能利用率等，补充披露本香农业收益法评估中资本性支出的合理性。 请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

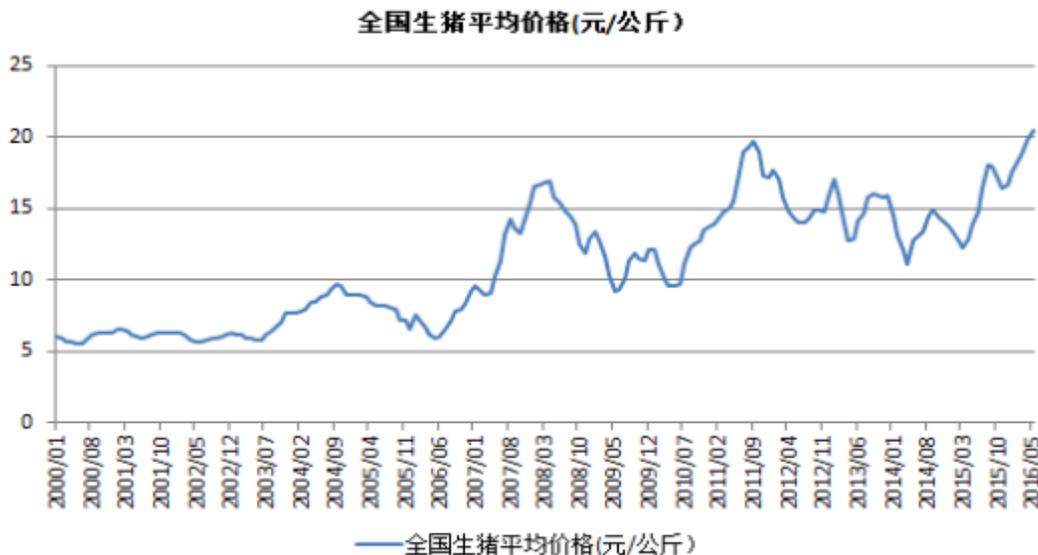
答复：

一、本香农业收益法评估中预测营业收入、毛利率的合理性，及预测毛利率高于报告期水平的合理性

(一) 评估预测收入合理

1、本香农业预期产品销售价格符合市场规律

2000 年 1 月-2016 年 5 月全国生猪平均价格走势



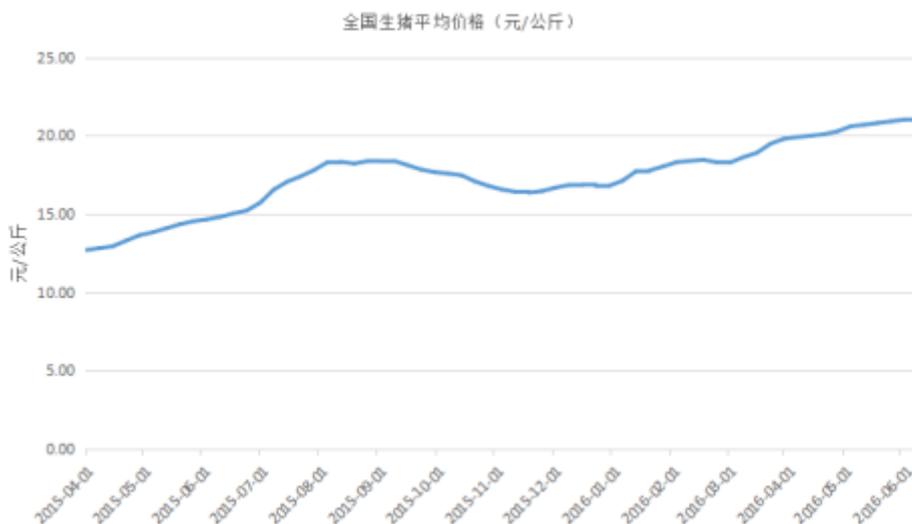
数据来源：中国畜牧业信息网、中国农业部

从上图可以看出，我国生猪价格呈现出较强的周期性波动特征。自 1994 年我国建立畜产品及相关生产资料价格统计公报至今，生猪价格经历了 5 个谷底，

4 个完整周期，大约以 3-4 年左右为一个周期上下波动，期间生猪价格会经历上升、顶峰、下降、低谷、再上升的波动。

从上图可以看出，上一个周期大致从 2010 年 7 月开始至 2014 年 4 月结束，2010 年 7 月至 2015 年 12 月生猪区间价格在 10 元/公斤~20 元/公斤，平均价格在 15 元/公斤左右。

根据国家统计局的数据，2014 年度和 2015 年度，我国生猪出栏量分别为 73,510 万头和 70,825 万头，呈现下降态势。根据农业部的数据，截至 2016 年 5 月，国内能繁母猪存栏量一直持续小幅下滑态势（同比下降 3.6%），创历史最低水平，从而导致生猪供应能力恢复乏力。另外，国家对生猪养殖场的环保要求大幅提升，全国多省市规划禁养区，大量猪场被拆，散户补栏积极性不高，生猪价格近期未出现大幅波动，基于上述原因，生猪价格预计近期维持高位运行态势。以本轮为例：本轮周期自 2014 年 5 月开始，生猪价格开始触底回升，并至 2016 年 5 月一直维持高位，具体情况如下图所示：



综合上述因素，本轮生猪价格周期被拉长，持续时间将超过历史水平，且后期随着规模化猪场的增多，猪价不会出现大幅震荡（2016 年 1 月至 2016 年 8 月生猪价格走势已对此验证，2016 年 4 月全国生猪价格已突破 20 元/公斤，至 2016 年 8 月价格有所下降但仍保持在 18.00 元/公斤以上）。但是无论本轮周期中生猪价格上行期被拉长多少，也会到达峰值，进而步入价格下降阶段，但因国家环保及防疫政策的影响，预期本轮的生猪平均价格将较上一轮有所提升。

因本轮周期目前还处于价格上行阶段，而本轮周期的长短、价格变化幅度等情况价格将随着市场供需情况而变化，无法在未来年度准确地模拟生猪价格走势，因此预测时参照上一轮生猪价格的平均值并结合本轮生猪价格走势的特点，确定未来预测单价为 15.80 元/公斤，该价格从长期角度已剔除周期波动的影响。

2、本香农业未来产能持续增长，营业收入预测具有合理性

本香农业的营业收入来源包为饲料、生猪、屠宰及肉制品、其他四大类，主要收入来源于生猪的销售，经统计，2013 年-2015 年各业务结构（按收入金额）如下：

单位：万元

项目		2013 年	2014 年	2015 年
饲料	收入	2,676.53	5,167.02	2,807.59
	占比	10.43%	12.40%	5.66%
屠宰及肉制品	收入	9,848.00	10,452.68	10,272.69
	占比	38.38%	25.08%	20.72%
生猪产品	收入	13,081.49	25,677.79	36,392.42
	占比	50.98%	61.61%	73.40%
其他	收入	53.56	377.86	106.55
	占比	0.21%	0.91%	0.21%
合计	收入	25,659.58	41,675.37	49,579.24
	占比	100%	100%	100%

由上表可知，本香农业的主要业务为生猪产品、屠宰及肉制品的销售，因此本香农业的生猪产能将是影响收入的重要因素。

随着国家政策的影响，散养农户将不断退出市场，2015 年 4 月后生猪价格上行，生猪市场进入新的上升周期；同时能繁母猪存栏量持续下降，市场景气度将持续，收益于良好的市场预期及经营现金流，本香农业将于 2017 年完成志丹鼎香猪场的 6,500 头母猪猪场、延川永香 3 万头育肥猪场及毕公猪场、黄章保育过渡猪场等项目的后续建设，新增育肥产能 15 万头，即 2016、2017 年本香农业的产能为 35 万头，到 2018 年及以后产能将达到 50 万头。

因生猪产品销售存在一定的销售半径，本香农业的养殖场地集中于陕西省，为了保证销量及提高经营毛利率，本香农业正逐步并有计划地加大屠宰及肉制品业务的比重，在此基础上剔除死亡量之后生猪产品和屠宰及肉制品量预计如下：

单位：万头

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
生猪数量	17.54	16.86	27.20	25.70	24.20
屠宰及肉制品数量	5.00	6.00	7.00	8.50	10.00
合计	22.54	22.86	34.20	34.20	34.20

在此基础上，本香农业的营业收入预测如下：

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
屠宰及肉制品	12,761.22	15,313.47	17,865.71	21,694.08	25,522.44
生猪产品	35,280.84	33,761.56	53,136.20	50,177.20	47,333.20
合计	48,042.06	49,075.03	71,001.91	71,871.28	72,855.64

综上，本香农业收入预测不仅考虑了未来产能的扩张，还考虑了业务结构的变化。

（二）本香农业毛利率预测合理

1、本香农业具备成本优势，历史毛利率较稳定

本香农业与同行业可比上市公司毛利率的情况如下：

单位：%

证券代码	证券简称	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
002714.SZ	牧原股份	38.54	28.07	19.82	7.73	24.62
300498.SZ	温氏股份	22.74	14.52	7.03	12.62	19.57
000735.SZ	罗牛山	20.64	17.49	19.77	14.77	17.78
600975.SH	新五丰	17.21	9.38	7.49	2.40	9.74
002477.SZ	雏鹰农牧	39.30	31.14	25.01	11.61	15.43
002505.SZ	大康农业	15.08	6.03	7.66	-0.78	-0.88
本香农业		20.67	28.59	26.34	21.71	23.70

注：上市公司毛利率情况来源 Wind 资讯，本香农业的毛利率以经审计审定的数据测算。

由上表可知，本香农业各年的毛利率水平较同类上市公司稳定，原因如下：

（1）种猪毛利率较高，有效提升整体毛利率水平

本香农业销售部分种猪，就生猪行业而言，种猪主要用于繁育下一代猪只，在引种、养殖环境、养殖技术等方面均比商品猪的门槛较高，因此，种猪毛利率一般较高。2014年度和2015年度本香农业后备种猪的毛利率分别为56.92%和59.84%，有效提升本香农业毛利率。

本香农业后备种猪毛利率高于同行业可比上市公司牧原股份，主要是由于：

① 种猪所处阶段差异。2014 年和 2015 年牧原股份的种猪均重分别为 87.66 公斤和 73.61 公斤，属于育肥阶段，本香农业后备种猪均重约为 50 公斤，属于仔猪阶段。同一品系猪种，仔猪阶段一般比育肥阶段的毛利率较高（牧原股份仔猪毛利率高于商品猪）；

② 猪源差异。2014 年度和 2015 年度牧原股份种猪的头均营业收入分别为 2,086.13 元和 1,921.67 元，而本香农业头均收入分别为 1,264.73 元和 1,750.82 元，折算为公斤计算，本香农业的每公斤收入高于牧原股份，主要是由于本香农业繁育的种猪为 PIC 系猪，具有产仔多，成活率高的特点，因此价格相比其他猪系偏高，同时，陕西地区猪场较少而猪肉需求较高，本香农业作为当地农头企业，接受度高，其生产的猪系议价能力较强；

③ 饲料来源差异。2014 年度和 2015 年度牧原股份种猪的头均成本分别为 1,004.57 元和 1,017.56 元，而本香农业头均成本分别为 544.89 元和 703.14 元，折算成公斤计算，本香农业的每公斤成本低于牧原股份，主要是由于本香农业种猪的饲料基本是本香农业自产的饲料，内部价格较低所致。

（2）PIC 系猪源有效保证销售价格，提升毛利率水平

本香农业的养殖业务主要是生产和销售优质商品猪和种猪。为了改良品种，本香农业与英国 PIC 公司合作引进国外 PIC 核心曾祖代核心种猪，利用优良种猪的遗传性能，采取杂交优势方法生产种猪和商品猪，并利用天然的环境和先进的饲养管理方法生产出瘦肉率高、体型好、风味独特、无公害的商品猪。

本香农业主要生产“PIC 猪”。PIC 母猪产活仔率：初产猪 10.5 头，经产母猪 11.5 头，产仔率 90%，平均每窝断奶 10 头以上，21 日龄断奶重 6Kg，商品猪出栏 25 头/年·头，母猪年产 2.3 胎，日增重：862g-1038g，100Kg 出栏天数：155 天-140 天，背膘厚 10.3mm。PIC 商品猪，五系配套，生长速度快，158 天可达 110 公斤，屠宰率 82.31%，瘦肉率 72.41%，料肉比 2.78：1。

综上，本香农业生产的 PIC 系母猪产仔多，成活率高，同时 PIC 系商品猪瘦肉率高，肉质细嫩，质量好，因此售价较高，有效提升毛利率水平。

（3）全产业链运营模式有效降低中间成本，提升毛利率水平

本香农业是一家从饲料生产、种猪繁育、商品猪养殖、肉食品屠宰加工销售的全产业链农牧企业。在此模式下，自产自用的饲料降低了养殖环节饲养成本。同时，全产业链模式下，饲料生产、仔猪繁育等环节的毛利下移至育肥猪，故育肥猪毛利相对较高。另外，本香农业屠宰及肉制品加工行业立足中高端产品定位，其中猪肉制品销售价格高于市场同类产品，且由于全产链模式下，前端环节（包括饲料、繁育、育肥环节）的毛利下移叠加，故猪肉制品毛利率相对较高。综上，全产业链运营模式有效降低中间成本，保证了各业务板块的毛利率水平，进而提升了综合毛利率水平。

2、预期毛利率合理

本香农业 2016 年 1-5 月毛利率与同行业可比上市公司 2016 年上半年的毛利率情况如下：

单位：%

证券代码	证券简称	2016 年 1-6 月
002714.SZ	牧原股份	51.37%
300498.SZ	温氏股份	31.54%
000735.SZ	罗牛山	29.13%
600975.SH	新五丰	22.39%
002477.SZ	雏鹰农牧	26.23%
002505.SZ	大康农业	3.32%
平均值		32.13%
本香农业（2016 年 1-5 月综合毛利率）		40.00%

注 1：上市公司毛利率情况来源 Wind 资讯；

注 2：平均值的计算剔除了大康农业异常值；

注 3：本香农业的毛利率为以 2016 年 1-5 月经审计审定的数据测算。

2014 年度和 2015 年度，我国生猪出栏量分别为 73,510 万头和 70,825 万头，呈现下降态势。根据农业部的数据，截至 2016 年 5 月，国内能繁母猪存栏量一直持续小幅下滑态势（同比下降 3.6%），创历史最低水平，从而导致生猪供应能力恢复乏力。另外，国家对生猪养殖场的环保要求大幅提升，全国多省市规划禁养区，大量猪场被拆，散户补栏积极性不高，生猪价格近期未出现大幅波动，基于上述原因，生猪价格预计近期维持高位运行态势。

2016 年上半年同行业可比公司的毛利率水平均较高，其中与本香农业业务结构相似的牧原股份毛利率超过了 50%，本香农业 2016 年 1-5 月的毛利率为

40.00%，而本香农业 2016 年全年的预测毛利率为 29.19%，2016 年的毛利率是能够实现的；在综合考虑本香农业产品结构变化、预期市场变化后，预测期的毛利率在 30%左右，该毛利率低于本香农业 2016 年 1-5 月的毛利率水平，预测具有合理性。

二、本香农业收益法评估中资本性支出的合理性

（一）收益法资本性支出预测情况

本次收益法预测中，评估机构根据本香农业的后续发展规划以及在建工程的具体情况，对资本性支出进行了预测，包括追加投资和资产更新两部分。其中，追加投资为在建工程的后续支出，更新投资为已建成房屋建筑物、机器设备、生物资产的更新支出。追加投资和资产更新预测情况如下：

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
一、追加投资					
固定资产——本部及全资子公司	5,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产——志丹鼎香	4,195.88	0.00	0.00	0.00	0.00
二、资产更新					
固定资产——本部及全资子公司	415.00	415.00	415.00	415.00	415.00
固定资产——志丹鼎香	0.00	10.00	50.00	50.00	50.00
生物资产——本部及全资子公司	1,012.18	1,012.18	1,012.18	1,012.18	1,012.18
生物资产——志丹鼎香	0.00	1,625.00	325.00	325.00	325.00
合计	10,623.05	3,062.18	1,802.18	1,802.18	1,802.18

注：志丹鼎香 2017 年的资本性支出主要为生产母猪的采购支出，因该资产的更新周期较快，故在资产更新中预测。

本香农业的资产更新支出主要为房屋建筑物、机器设备、生物资产的更新支出，其中房屋建筑物及机器设备按照本香农业的历史更新状况进行预测，生物资产根据本香农业母猪淘汰周期进行预测。

本香农业的追加投资系根据在建工程的性质进行预测。

（二）本香农业在建工程情况

截至 2015 年 12 月 31 日，本香农业在建工程包括饲料厂改扩建工程、食品加工改扩建工程、养殖公司改扩建工程和其他，具体情况如下：

单位：万元

项目	2015 年	2014 年	变化幅度	2015 年是否转固
饲料厂改扩建工程	185.32	157.82	17.42%	否
食品加工改扩建工程	3,130.01	2,912.38	7.47%	否
养殖公司改扩建工程	6,695.27	10,159.43	-34.10%	有
其他	149.12	145.17	2.72%	有
合计	10,159.72	13,374.80	-24.04%	

(三) 收益法评估资本性支出预测的合理性

1、饲料厂改扩建工程

饲料厂的扩建工程主要是为了满足养殖需求，该饲料厂的建设需随着养殖规模扩大而建设。根据本香农业现有养殖规模需配套饲料产能为 10 万吨，并通过租用外部饲料场加工饲料，合计产能 13.50 万吨，目前本香农业饲料产能尚未完全利用。根据本香农业未来养殖规模扩大计划，2018 年及以后本香农业的饲料产能达 14.50 万吨即可满足养殖需求。由于未来需求产能与现有产能差异不大，同时新增的饲料产能需求可通过租用加工厂予以实现，因此在预测未来资本性支出时，收益预测中未考虑该饲料厂的后续建设支出。

2、食品加工改扩建工程

受生猪产品的销售半径影响，为延伸产业链，增加肉食品附加值和货架期，强化终端产品市场竞争力，本香农业计划扩建年产 5,000 吨休闲类熟肉食加工车间。本香农业休闲类熟肉食加工项目尚处于开发阶段，目前食品加工主要以生鲜为主，能够满足目前的生产需要，因此在预测未来资本性支出时，收益预测中未考虑该食品加工工程的后续建设支出。

3、养殖公司改扩建工程及其他

养殖公司改扩建工程及其他主要是为了扩大生猪养殖规模，目前养殖在建工程如下：

单位：万元

项目	账面价值	内容及投资金额、工期
毕公猪场育肥 3 舍	699.33	育肥舍恢复性建设，后续需 1,000 万，2016 年完成；资金来源企业通过贷款或其他实现
黄章猪场	960.98	规划建设 6,250 头母猪场，目前仅建成过渡保育舍，后续建设不确定，未考虑后续建设
延川永香猪场	1,379.96	保育育肥猪舍，已完成一半，后续需 4,000 万，2016 年完成。资金来源企业通过贷款或其他实现

志丹猪场	3,804.12	规划建设 6,250 头母猪场，计划 2017 年投产，预算 9,625 万，后续需 5,821 万。资金来源企业通过贷款或其他实现
合计	6,844.39	--

由于黄章猪场后续建设具有不确定性，因此本次收益法预测时仅考虑毕公猪场、延川永香猪场和志丹猪场的后续建设支出。本香农业的在建工程未来资本性支出预测如下：

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	备注
毕公猪场育肥 3 舍	1,000.00		
黄章猪场			
延川永香猪场	4,000.00		
志丹猪场	4,195.88	1,625.00	2017 年为生产母猪采购，已在资产更新中考虑
合计	9,195.88	1,625.00	

本香农业在建项目新增猪场能够引起产能扩张的是志丹猪场的建设，即 6,250 头母猪产仔量（年 15 万头）。

综上，本香农业的资本性支出预测考虑了现有在建工程的背景、工期计划及资金来源，现有产能利用率等因素，并综合考虑了本香农业现有资产的规模、状态，预测具有合理性。

三、评估机构意见

本香农业收益法评估中预测的营业收入和毛利率具有合理性；收益法评估中预测毛利率高于本香农业历史水平具有合理性；本次收益法评估中，充分考虑了本香农业在建工程的具体情况，未来资本性支出的预测具有合理性。

（本页无正文，为《新希望六和股份有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>[161715]号之反馈意见答复》之签章页）

中国注册资产评估师：

中国注册资产评估师：

中发国际资产评估有限公司

年 月 日