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二次反馈意见通知书》

[161715]号之反馈意见答复

签署日期：二〇一六年十一月

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn 中国证监会指定信息披露网站

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 9 月 30 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二次反馈意见通知书》[161715]号（以下简称“《反馈意见》”），我公司对《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。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn 中国证监会指定信息披露网站

问题三：反馈回复材料显示:1）我国生猪价格每一次市场波动轨迹、特点等均不同，收益法评估重要参数无法精确预计，导致收益法评估结果不确定性较大。A股市场多个可比案例采用市场法进行评估。2）本香农业收益法评估结果低于市场法评估结果。3）生猪价格的周期性和全国及周边爆发大规模疫病风险具有不可控性，本香农业的经营业绩可能存在一定的波动，但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）列举近三年畜牧行业可比并购案例采用的评估方法，结合前述可比案例情况、本香农业收益法评估结果与市场法评估结果的差异、收益法评估结果的可实现性等，进一步补充披露本次交易采用市场法评估结果作为作价依据的合理性。2）结合本香农业的行业风险，进一步补充披露本次交易对方未进行业绩承诺的安排与本香农业的经营风险是否相匹配，是否有利于保护上市公司和中小股东的权益。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、本次交易采用市场法评估结果作为作价依据的合理性

（一）近 3 年畜牧行业上市公司可比并购案例情况

从 2013 年 1 月至 2016 年 4 月底，畜牧行业披露完成交割的上市公司可比并购案例主要有 11 宗，具体情况如下：

单位：万元

序号	上市公司简称	项目名称	标的企业名称	标的企业主营业务	发生日期	定价基准日	标的企业净资产	全部股权定价	市净率 PB	定价描述
1	金新农	收购武汉天种畜牧股份有限公司32.2844%股权	武汉天种畜牧股份有限公司	生产和销售“天种牌”杜洛克、大约克、长白三个品种的瘦肉型种猪。现有存栏母猪近 2 万头，年出栏生猪 35 万头，其中种猪约 10 万头	2016 年 4 月	2016/3/31	30,396.02	60,018.68	1.97	**协商定价。**以武汉天种最近一期（2016 年 3 月 31 日）净资产为基础，综合考虑其土地等特定资产价值，双方共同协商同意，公司收购湖北天种持有的武汉天种 26.4957%股权交易对价为 15,903.33 万元。公司收购湖北天种及俞裕国等 12 位自然人股东合计持有的武汉天种 32.2844%股权交易对价合计为 19,376.67 万元
2	大北农	收购重庆日泉农牧有限公司 33.33%股权（增资方式）	重庆日泉农牧有限公司	生猪养殖、销售；（在许可证有效期限及范围内从事经营）。畜牧相关技术的研制、开发和转让；果	2016 年 3 月	2016/1/31	11,511.25	36,005.40	3.13	**协商定价。**根据日泉农牧提供的净资产 1.15 亿元为估值依据和日泉农牧的优势及发展目标、规划，双方在充分协商后，公司向日泉农牧增资不超过 1.8 亿，对应

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn 中国证监会指定信息披露网站

序	上市公	项目名称	标的企业名	标的企业主营业务	发生日	定价基	标的企业	全部股权	市净	定价描述
				蔬种植、销售；销售：饲料、复合肥。						出资额不超过 4344 万元，占股比例不超过 33.33%
3	大北农	大北农对广东德兴增资	广东德兴食品股份有限公司	食品销售;动物饲养(猪)；淡水养殖；收购：生猪，活鸡；货运经营；饲料生产、加工、销售；货物进出口、技术进出口	2015 年 12 月	2015/10/31	15,771.68	57,040.00	3.62	**协商定价。**公司以货币资金人民币 4,960 万元认购甲方新增加的注册资本 407.61 万元，占甲方本次增资扩股后注册资本的 8%。
4	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	醴陵市黄鹤生态农业发展有限公司	生态农业、养殖业、种植业；大棚蔬菜生产、开发；生物制品的研发；绿化工程设计、施工；沼气生产及销售	2015 年 12 月	2015/9/30	1027.91	3,003.00	2.92	**参考评估结果。**公司以 600.6 万元分别收购张坚、张健騑、张叮叮、陈东明合计持有的醴陵黄鹤公司 20%的股权，以 3,999.996 万元对醴陵黄鹤公司进行增资扩股。
5	大北农	大北农收购益阳市佳华生态农业开发有限公司全部股权	益阳市佳华生态农业开发有限公司	种猪、育肥猪养殖、苗木、果树及有机肥加工及销售	2015 年 12 月	2015/10/31	288	288.00	1.00	**协商定价。**公司以 3591 万元收购益阳佳华的全部股权，其中 288 万元作为股权转让款，剩余 3303 万由大北农种猪通过借款或增资的形式支付给益阳佳华，再由益阳佳华通过偿还债务的形式支付给债权人，全部以现金支付。
6	金新农	金新农对新大牧业增资	河南省新大牧业有限公司	家畜禽养殖(限纯种长白、大约克种猪、二元母猪凭证经营)，花木种植，蔬菜种植，饲料销售。杜洛克种猪生产。	2015 年 6 月	2014/12/31	4,277.78	20,000.00	4.68	**协商定价。**以新大牧业 2014 年审计报告为基础，各方协商确认新大牧业 100%股权现有价值为人民币 2 亿元。
7	大北农	大北农收购长风农牧部分股权	安徽长风农牧科技有限公司	一家以种猪研发育种为核心，集生猪养殖、生猪屠宰、肉制品深加工、农业科技、技术研发及经营销售为一体的现代化农牧企业	2015 年 5 月	2014/12/31	13,538.69	16,204.19	1.20	**协商定价。**结合长风农牧审计及资产评估结果（19,078.67 万元，未公告评估报告），以 2014 年 12 月 31 日归属于母公司所有者权益约 1.2 倍进行估值
8	大华农	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	广东温氏食品集团股份有限公司	温氏集团是一家拥有三十多年创业历史，以肉猪、肉鸡养殖为主，以奶牛、肉鸭养殖为辅，以食品加工、农牧设备制造为产业链配套的大型畜禽养殖企业	2015 年 8 月	2014/12/31	1,454,800.00	5,200,000.00	3.57	参考招商证券股份有限公司和中国国际金融有限公司出具的估值报告，交易各方最后协商确定温氏集团发行价格为 16.30 元/股，对应的温氏集团股东全部权益价值为 520 亿元。
9	罗牛山	毕国祥收购天津宝迪农业科技股份有限公司 19.16%股	天津宝迪农业科技股份有限公司	种猪繁殖；牲猪养殖、销售；饲料加工；果树种植销售	2014 年 1 月	2012/12/31	60,168.42	100,052.19	1.66	**协商定价。**本次股份转让交易价格系交易双方以中兴财光华会计师事务所有限责任公司出具的《审计报告》（中兴财光华审会字[2013]7386 号)为基础，结合

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn 中国证监会指定信息披露网站

序	上市公	项目名称	标的企业名	标的企业主营业务	发生日	定价基	标的企业	全部股权	市净	定价描述
		权								天津宝迪农业科技股份有限公司的经营状况协商确定。
10	金新农	收购清远佳和农牧有限公司20%股权	清远佳和农牧有限公司	现有黄金铺良种猪场（黄金铺华侨农场内）、石角镇民安宏泉猪场和新桥村宏光猪场，共存栏基础母猪 4500 头，年出栏量超过 10 万头。	2013年12月	2013/10/31	3681.79	4,000.00	1.09	**协商定价。**本次交易标的为自然人邓书文持有的清远佳和 20%的股权及股东权益。以 2013 年 10 月 31 日为本次交易的基准日，根据清远佳和 2013 年 10 月 31 日资产负债表，以 2013 年 10 月 31 日清远佳和账面净资产作为交易参考依据，经双方协商最终确定本次交易的价格为 800 万元
11	康达尔	收购厦门牧业实业有限公司100%股权	厦门牧业实业有限公司	“生猪、畜禽饲养；批发、零售：饲料”	2013年1月	2012/10/31	691.87	4,832.54	6.98	**依据评估结果定价**

注：发生日期是指交割前最后一次公告披露日期。

上述 11 宗案例中，8 宗案例基本均为参考标的企业基准日报表净资产并结合上市公司的发展战略协商定价，另外 3 宗为参考或依据评估报告、估值报告定价，此 3 宗并购案例评估情况如下：

1、2013 年 1 月康达尔收购厦门牧业实业有限公司（以下简称“厦门牧业”）100%股权项目，并购依据评估结果定价。深圳市天健国众联资产评估土地房地产估价有限公司对厦门牧兴实业有限公司的资产情况进行了评估，并于 2013 年 1 月 15 日出具了资产评估报告（深国众联评报字[2012]第 3-003 号），本次资产评估基准日为 2012 年 10 月 31 日，此次评估主要采用资产基础法及收益法，采用收益法定价。厦门牧业净资产账面价值为 691.87 万元，评估后股东全部权益价值为 4,832.54 万元，股权转让价格依据评估结果确定为 4,832.54 万元，定价市净率倍数分别为 6.98 倍。

2、2015 年 4 月广东温氏食品集团股份有限公司（以下简称“温氏集团”）换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司项目，广东温氏食品集团股份有限公司股东全部权益价值参考招商证券股份有限公司和中国国际金融有限公司出具的估值报告确定，估值方法为市场法。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，最后以市净率测算的结果

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn 中国证监会指定信息披露网站

确定估值区间。本次换股吸收合并中，温氏集团本次发行价格为16.30元/股（除息前），对应的温氏集团股东全部权益价值为520亿元，对应2014年12月31日发行前归属母公司股东的每股净资产的市净率为3.57倍。

3、2015年12月唐人神收购醴陵市黄鹤生态农业发展有限公司（以下简称“醴陵黄鹤公司”）股权项目，并购参考评估报告定价。沃克森（北京）国际资产评估有限公司对醴陵黄鹤公司的股东全部权益在2015年9月30日的市场价值进行了评估，评估结构分别采用资产基础法及收益法两种方法进行评估，并选取收益法评估结果作为最终评估结论，两个项目的评估报告均采用了资产基础法和收益法进行评估，并均选用收益法评估结果作为评估结论，醴陵黄鹤公司净资产账面价值为1,027.91万元，评估后股东全部权益价值为3,184.38万元，唐人神以600.6万元分别收购醴陵黄鹤公司20%的股权，股东全部权益交易定价为3,003.00万元，交易定价市净率倍数分别为2.92倍。

综上可以看出，畜牧业上市公司可比并购案例大多参考标的企业净资产及自身发展战略进行交易定价，在参考或依据评估结果定价的并购案例中亦有采用市场法进行评估定价的。

（二）本香农业收益法评估结果与市场法评估结果的差异及两种方法的合理性分析

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

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn 中国证监会指定信息披露网站

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，因此市场法评估结果较收益法评估结果更为可靠。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。

（三）市场法评估结果具有合理性

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。而近 3 年畜牧行业可比并购案例定价亦大多以标的企业净资产为主要的参考指标。

本次采用市场法评估时选取的可比并购实例的市净率如下：

上市公司名称	项目名称	发生日期	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	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 12 月	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	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

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn 中国证监会指定信息披露网站

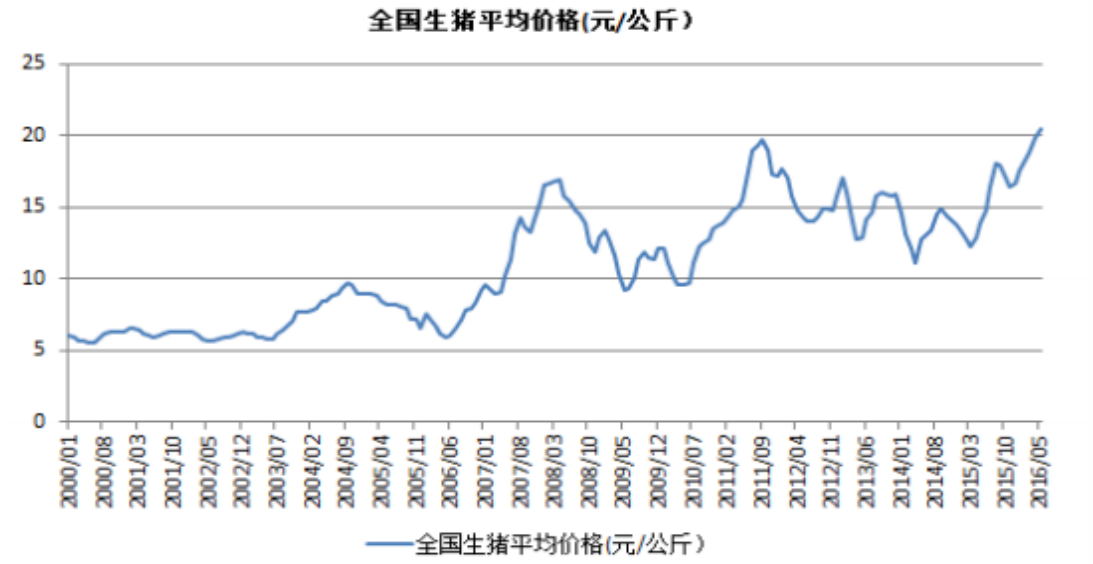
中位数，不存在重大差异，因此本次交易选用市场法评估结果作为本次交易的定价依据具有合理性。

二、本次交易对方未进行业绩承诺的安排与本香农业的经营风险相匹配，有利于保护上市公司和中小股东的权益

（一）我国生猪养殖行业周期性较强，标的公司无法合理预测未来业绩

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。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。

2000 年 1 月-2016 年 5 月全国生猪平均价格走势图



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，生猪价格难以准确预测，从而难以对标的资产各年及周期内的业绩进行准确预测，导致承诺业绩的可操作性和合理性较弱，亦难以取得交易对方的认可。

（二）本次交易属整合式收购，标的公司按照上市公司的战略及经营策略开展经营

本次交易是上市公司布局西北地区生猪养殖业务的重要突破，是上市公司执行既定战略的重要布局，交易完成后上市公司将开展全方位的整合，赋予标的公

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn 中国证监会指定信息披露网站

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，按照经营权与经营风险承担主体的匹配性的原则，未要求交易对方承诺业绩。

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。

因此，考虑到本次交易对上市公司战略布局的重要意义，以及并购后由上市公司实施全方位的整合并主导战略方向及经营策略，如要求交易对方承担经营风险，将与其经营职权不匹配。因此，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。

作为整合性收购而非财务性收购，本次交易完成后，上市公司将在业务、资产、财务、人员和机构等方面对本香农业进行整合，具体如下：

1、业务整合

本次交易完成后，本香农业将被纳入上市公司的统一管理体系中，在生猪养殖方面，新希望将利用成熟的管理经验以及领先的生猪养殖技术，提升本香农业的养殖水平，降低养殖成本，进一步提升盈利能力。在饲料和屠宰及肉制品加工方面，新希望将发挥自身在该领域的优势，统一管理本香农业的生产，提高生产效率，降低综合成本。同时新希望支持“本香”品牌建设与发展，在食品与消费端支持本香农业发力，拓展终端新品市场提升“本香”品牌力。

2、资产整合

本次交易完成后，本香农业未来重要资产的购买和处置、对外投资、对外担保等事项须按照标的公司《公司章程》的规定，履行股东决策程序，并报请上市公司批准。上市公司将遵照《深圳证券交易所股票上市规则》、《公司章程》等相关法规和制度履行相应程序。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn 中国证监会指定信息披露网站

3、财务整合

本次交易完成后，上市公司将向本香农业指派财务负责人，把自身规范、成熟的财务管理体系引入本香农业的日常财务工作中，并根据本香农业自身经营特点，协助其搭建符合上市公司标准的财务管理体系。同时，上市公司将进一步统筹本香农业的资金使用和外部融资，降低运营风险和财务风险。

作为上市公司的控股子公司，本香农业在财务规范、管理制度方面与上市公司统一标准，按照上市公司要求及时向上市公司报送财务报表和提供会计资料，上市公司按照内部审计的规定对本香农业实施审计监督。

4、人员整合

本次交易完成后，上市公司将向本香农业派驻 2 名董事、1 名总经理（由本香农业董事会过半数选举产生）和 1 名财务负责人，控制本香农业的决策以及执行上市公司的战略。同时，上市公司将逐步把本香农业员工管理纳入整个上市公司的员工管理体系中，以最终实现本香农业的员工招聘、离职、调派、培训等在上市公司的统一安排下执行。

5、机构整合

本次交易完成后，上市公司将根据监管部门的相关规定、上市公司对于控股子公司的管理要求并结合本香农业的经营特点，对其组织架构、内部管理制度进行适当的完善。本香农业日常运作、经营将严格按照《公司法》、《证券法》、上市公司对子公司管理的相关制度、本香农业公司章程及监管机构的规定执行。

综上所述，本次交易完成后，上市公司将主导本香农业的战略、地区布局和经营策略调整，除周期性风险及疫情风险等养殖行业常规经营风险外，经营策略及战略的风险主要来自上市公司，要求交易对方承诺业绩，与经营风险的来源不符。因此，本次交易未安排业绩承诺，与本香农业未来经营风险的主要来源相匹配。

（三）本次交易保留了燕君芳剩余 30%股权，有利于交易对方与上市公司利益的一致性，有利于保护上市公司及中小股东权益

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

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn 中国证监会指定信息披露网站

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。该等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。

综上所述，本次交易未进行业绩承诺的安排与本香农业的经营风险来源相匹配，有利于保护上市公司和中小股东的权益。

经核查，本公司认为：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；本次交易属整合式收购，未进行交易对方进行业绩承诺，符合经营权与经营风险承担主体相匹配的原则，并暂时保留了交易对方持有的部分股权，有利于保护上市公司和中小股东的权益。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn 中国证监会指定信息披露网站

（本页无正文，为《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二次反馈意见通知书>[161715]号之反馈意见答复》之签章页）

中国注册资产评估师：王丽丽

中国注册资产评估师：王丽华

中发国际资产评估有限公司

2016 年 11 月 7 日

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn 中国证监会指定信息披露网站