
沃克森（北京）国际资产评估有限公司

关于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》（163126号）资产评估相关问题的答复

中国证券监督管理委员会：

根据唐人神集团股份有限公司于2016年11月18日收到的中国证券监督管理委员会[163126]号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》，我公司对贵会提出的问题进行落实分析，履行了必要的核查程序，现对相关事项答复如下：

一、问题二

申请材料显示，本次交易配套融资募投项目均取得相关备案通知，上述募投项目投资金额中包含 2,695 万元的建设期利息，龙华农牧收益法评估考虑了塘冲养殖建设项目带来的现金流量，该项目以龙华农牧自有资金可完成达产建设，收益法评估预测现金流未考虑本次募集配套资金投入产生的效益。请你公司 1）补充披露除备案程序外，本次交易配套融资募投项目是否还需要履行其他政府审批程序，如需要，补充披露相关进展，及是否存在法律障碍。2）本次交易配套融资募投项目资金需求测算包含建设期利息的原因及合理性。3）结合龙华农牧自有资金可完成上述塘冲项目达产建设的情况，补充披露该项目作为募投项目的必要性。4）结合龙华农牧收益法评估现金流量、资本性支出、资产结构等参数的预测情况，补充披露收益法评估预测现金流未考虑本次募集配套资金投入产生效益的表述的准确性，及募投项目产生的收益对龙华农牧业绩承诺实现情况的影响。请独立财务顾问、会计师、律师和评估机构核查并发表明确意见。

回复：收益法评估预测现金流未考虑本次募集配套资金投入产生效益

根据预测的企业自由现金流量，2016 年 4 月至 2020 年，龙华农牧企业自由现金流量预测数可分别达到：

单位：万元

项目	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
企业自由现金流量	1,413.06	3,568.74	2,724.15	4,983.36	8,762.11

由上表可知，2016 年 4 月至 2020 年，龙华农牧自由现金流累计可达到 21,451.42 万元，能够完全覆盖塘冲项目 10,084.87 万元的资本性支出投资额。本次估值并未考虑以募集配套资金的投入来进行建设。

本次收益法评估时，龙华农牧（目标公司）是基于评估基准日的业务规模和未来业务发展计划进行预测的，预测现金流时不以募集配套资金投入为前提。另外，由于本次交易中发行股份及支付现金购买资产部分并不以配套募集资金的成功为前提，评估师采用收益法对龙华农牧进行估值时，不能假设龙华农牧相关建设项目的资金来源于本次配套募集资金，否则若本次配套募集资金项目募集失败，则会对龙华农牧未来现金流量产生影响，从而影响估值的合理性，因此，预测现金流中未包含募集配套资金投入带来的收益。

二、问题十六

申请材料显示，龙华农牧评估预测销售量逐年提高，主要由于秩堂及塘冲项目的陆续建成。销售单价逐年下降，2019年开始反弹，毛利率变动趋势与销售价格一致。请你公司：1）结合最新业绩情况，补充披露龙华农牧2016年预测营业收入、净利润、销售量及销售价格等参数的可实现性。2）结合报告期及历史生猪价格变动情况，补充披露龙华农牧评估预测生猪销售价格的合理性，与生猪价格波动周期是否一致。3）结合上述项目的建设进度，补充披露龙华农牧收益法评估预计生猪销售数量的合理性。4）结合报告期销售价格与毛利率的关系，补充披露龙华农牧收益法评估毛利率的合理性。请独立财务顾问和评估机构核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合最新业绩情况，补充披露龙华农牧 2016 年预测营业收入、净利润、销售量及销售价格等参数的可实现性

根据龙华农牧提供的 2016 年 1-10 月未经审计的财务报表及相关销售数据，

龙华农牧 2016 年 1-10 月的业绩完成的情况具体如下：

项目	2016 年全年预测 金额	2016 年 1-10 月 实现值	2016 年 1-10 月实际 完成金额完成额占 全年预测金额比例
营业收入（万元）	22,706.37	16,395.72	72.21%
净利润（万元）	6,730.18	7,164.69	106.46%
销售量（头）	120,785	95,035	78.68%
销售价格（元/千克）	17.03	21.85	128.35%

2016 年 1-10 月，龙华农牧实现营业收入 16,395.72 万元，占全年预测营业收入的 72.21%；销售量达 95,035 头，占全年预测数的 78.68%；销售均价为 21.85 元/千克，是全年预测的平均销售价格的 128.35%；实现净利润 7,164.69 万元，占全年预测数的 106.46%，已超额完成预测净利润。故龙华农牧 2016 年的销售价格和净利润等具有可实现性。

（二）结合报告期及历史生猪价格变动情况，补充披露龙华农牧评估预测生猪销售价格的合理性，与生猪价格波动周期是否一致。

1、报告期及历史生猪价格变动情况

我国生猪价格呈现较强的周期性波动特征。这主要是因为我国生猪养殖业一直以农户散养为主，规模化养殖占比很低。散养户一般根据当时的商品猪市场价格来安排生产，容易因市场价格的短期变化改变生产决策，在较长的养殖周期后，对整个市场产生长期的影响。

当商品猪价格高时，利润提高使得散养户积极性提高，选留更多的种猪补栏，增加商品猪饲养量，同时高额利润及低进入门槛吸引更多的农户进入生猪养殖行业；在新一轮商品猪经过种猪选育、种猪扩繁、商品猪育肥的完整生产流程后，大量的商品猪出栏流入市场，形成供大于求的市场格局，商品猪市场价格开始下跌。

当商品猪市场价格下跌到养殖户的盈亏平衡点之下，养殖户大面积亏损，大量养殖户减少种猪的选留，还有不少散养农户承受不住损失“割肉离场”，退出生

猪养殖行业；新一轮养殖周期过去后，商品猪供给大量减少，生猪市场将出现供不应求的局面，商品猪价格又重新上涨，价格的上涨又将刺激散养农户，将商品猪市场价格带入下一个波动周期。

因此，我国生猪价格呈现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

数据来源：中国畜牧业信息网农业部。

本轮猪周期在经历了 2014 年及 2015 年一季度的低迷之后，自 2015 年第二季度开始，猪价开始触底回升。2015 年生猪平均价格达到 14.79 元/千克，同比上涨 16.70%，2016 年伊始，生猪价格持续增长，至 2016 年 6 月达到历史高位。虽然 2016 年 6 月以后全国生猪平均价在 2016 年上半年价格的基础上有所下调，但相对仍处于高位区间。进入 2016 年 11 月，全国生猪平均价格开始回升。2016 年 1-11 月全国平均生猪价格为 18.81 元/千克。具体情况如下图所示：



数据来源：同花顺 iFinD。

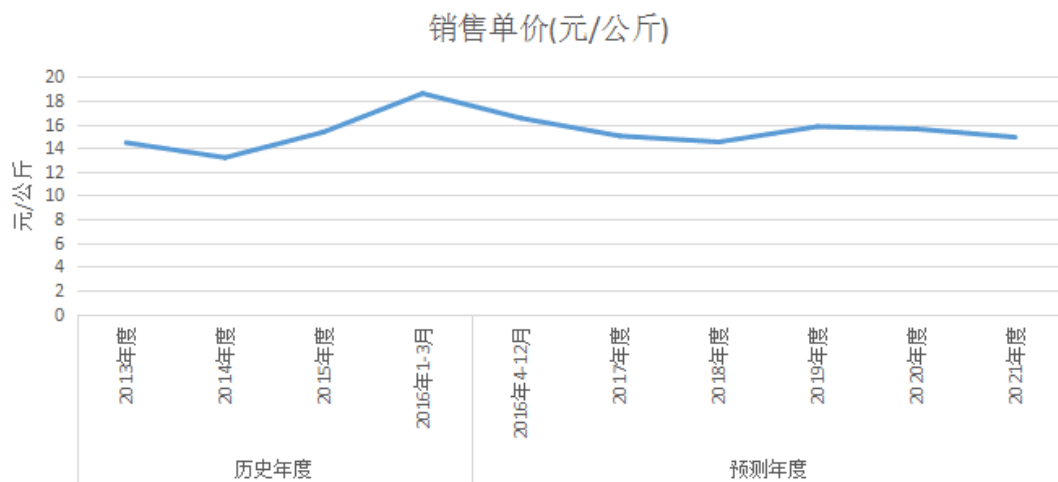
根据国家统计局数据，2014 年度、2015 年度，我国生猪出栏量分别达到 73,510 万头、70,825 万头，呈现下降态势；根据农业部数据，截至 2016 年 3 月，国内能繁母猪存栏量一直持续小幅下滑态势，创历史最低水平，并至 2016 年三季度末持续维持在 3,760 万头的水平，从而导致生猪供应能力恢复乏力；另外，国家对生猪养殖场的环保要求大幅提升，全国多省市规划禁养区，大量猪场被拆，散户补栏积极性不高，生猪价格近期未出现大幅波动，基于上述原因，生猪价格仍维持高位运行态势。

本轮猪周期被拉长，持续时间将超过历史水平，且后期随着规模化猪场的增多及行业集中度的逐步提高，猪价不会出现大幅震荡，因此预计生猪行业将长期维持相应景气度。

2、龙华农牧评估预测生猪销售价格的合理性，与生猪价格波动周期基本一致

以 2016 年 3 月 31 日为评估基准日，评估机构对未来生猪销售价格作出如下预测：2016 年下半年生猪销售价格将在上半年价格的基础上有所下调，但相对仍处于高位区间；2017 年将随着存栏母猪的增加，市场供应量增加，价格下调幅度将加大；2018 年在 2017 年价格基础上有小幅降低；2019 年考虑到前二年价格的大幅下调，预计价格将回升，随后 2020 年、2021 年价格又分别在前一年价格基础上有所下调。具体生猪销售价格预测如下表所示：

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
价格（元/千克）	17.03	15.00	14.50	15.80	15.60	14.90



(1) 生猪销售价格预测充分考虑历史行业周期的特点，具备合理性

我国居民对生猪需求较为稳定，但生猪养殖行业内散养农户占比较高，容易受价格及当期收益影响扩大或减少生猪饲养量，且扩产与减产往往呈现群体性的无序性。而生猪的饲料周期、生长周期较为稳定，无法人为控制，散户的无序行为导致生猪在短期处于供需不平衡，价格呈现周期性波动。

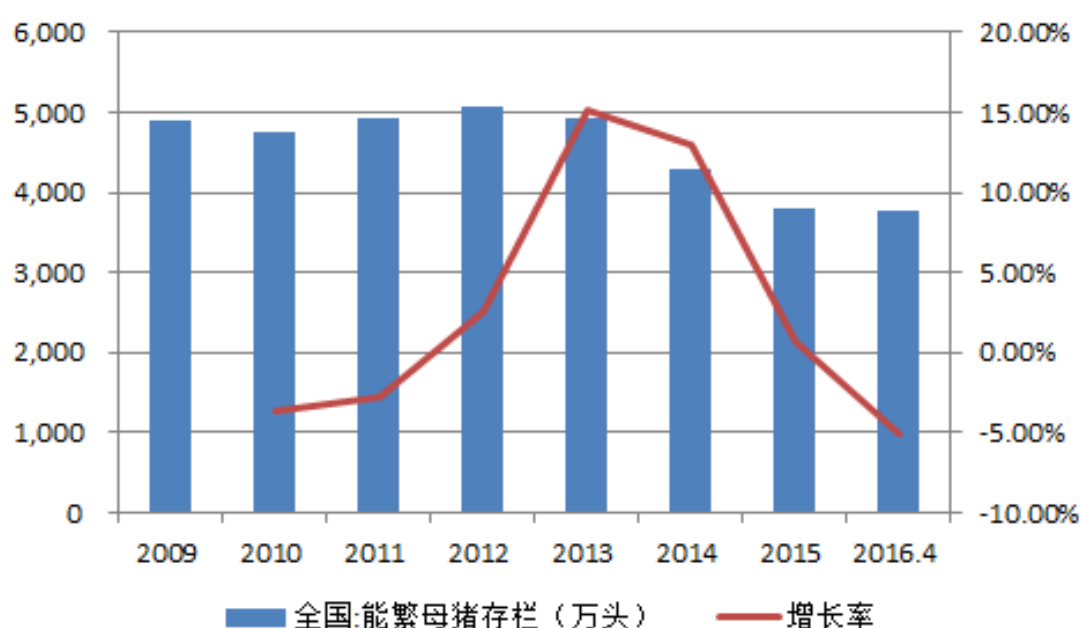
从历史行业周期看，一个完整的生猪价格波动周期基本上持续三年到四年。2011 年生猪价格暴涨使得散养农户大量扩产，生猪供应量持续攀升。2012 年后，生猪行业进入一个新的下降周期，2014 年生猪平均价格为 12.67 元/千克。受生猪价格长期低迷的影响，大量散养农户因亏损较大而退出行业，从而使生猪供应量出现较大幅度的降低。2015 年 4-5 月份以来，我国生猪价格快速上涨，从 4 月份平均价格 12.91 元/千克，上涨至 8 月份平均价格 18.12 元/千克，9、10 月份有所回落。2016 年初再次攀升高位，2016 年 6 月生猪平均价格达 20.31 元/千克。生猪价格的持续上涨，将带动养殖场与养殖农户的补栏积极性。随着存栏母猪的增加，市场供应量增加，2017 年，生猪价格将进入下降通道，2018 年继续下降，2019 年价格回升，随后 2020 年、2021 年价格又分别在前一年价格基础上有所下调。

因此，本次预测将 2016 年的生猪价格作为本轮猪周期的高位，充分考虑了历史行业周期特点，具备合理性。

(2) 生猪销售价格预测充分利用生猪生长自然特点和全国能繁母猪存栏量指标，具有合理性

根据生猪生长的自然特点，能繁母猪存栏量与未来 10-12 个月的生猪供应量存在一定的对应关系，是生猪价格的先行指标。我国最近几年能繁母猪存栏量具体情况如图所示：

我国年末能繁母猪存栏量及增长情况



如上图所示，2011 年开始，全国能繁母猪存栏量逐年上升，相应地，2012 年起由于生猪供给增多，生猪价格进入下行通道。2013 年，全国能繁母猪存栏量处于高位，之后逐年下降，相应地，2014 年生猪价格低迷，至 2015 年 4 月生猪价格开始上涨。由于全国能繁母猪存栏量一直保持环比下降态势且绝对数量持续维持在 3,760 万头的历史最低位，因此，2016 年生猪的供应量仍偏紧，生猪销售价格将继续维持相对高位。2016 年 4 月，全国能繁母猪存量自 2013 年 9 月以来首度出现环比上升，因此，预测 2017 年以后的生猪价格将进入下降通道，具有合理性。

(3) 生猪销售价格预测充分考虑未来行业发展趋势，具备合理性

从行业的发展趋势看，一方面，散养农户的资金和技术无法与大规模养殖场竞争，抗风险能力较弱，容易亏损；另一方面，国家对生猪养殖场的环保要求大幅提升，散养农户无法达到环保要求。因此，未来散养农户逐步退出生猪养殖行业，大规模养殖场将逐步增加。而大规模养殖场产量稳定性较高，将有效平抑未来猪周期的波动程度。因此，本次评估预测，未来生猪价格波动幅度不大，符合行业发展趋势，具备合理性。

（4）评估基准日后的市场情况证实生猪销售价格预测具备合理性和谨慎性

从评估基准日后的市场情况来看，2016 年 3-6 月全国平均生猪价格为 20.15 元/千克，2016 年 1-11 月全国平均生猪价格为 18.81 元/千克，均高于龙华农牧评估的 2016 年预测生猪销售价格 17.03 元/千克，具备合理性和谨慎性。

综上，龙华农牧评估预测生猪销售价格充分利用生猪生长自然特点和全国能繁母猪存栏量指标，充分考虑历史行业周期的特点和未来行业发展趋势，具有合理性。就评估基准日后的市场情况来看，龙华农牧评估预测生猪销售价格与生猪价格波动周期基本一致。

（三）结合上述项目的建设进度，补充披露龙华农牧收益法评估预计生猪销售数量的合理性

根据评估收益法预测结果，预测期内，龙华农牧生猪销售预测如下：

单位：头

项目	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
十里冲	80,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
秩堂	15,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
塘冲		20,000	40,000	80,000	120,000	120,000
合计	95,000	170,000	190,000	230,000	270,000	270,000

前述预测既充分考虑到了猪肉消费市场情况，又考虑到了龙华农牧的具体情况，具备合理性，具体分析如下：

1、猪肉消费市场简况

从我国居民肉类消费习惯和经济发展形势来分析，国内猪肉市场出现新的如下趋势：

一是生猪产销区对接更加紧密。长江三角洲、珠江三角洲和环渤海等经济发

达地区产业结构调整步伐加快，三产业比重提高，养猪业向内地主产区转移，全国产区、销区更趋明显，销区生猪调入量逐年增加。

二是国内消费量呈刚性增长。虽然肉类消费结构发生了变化，猪肉消费比重有所下降，但在相当长的时期内，猪肉仍将是我国肉类消费中的第一大品种，绝对消费量持续增长。在未来的 10-30 年内，中国的人口还要增加，人均猪肉的消费量也将增加。2015 年 12 月 27 日全国人大常委会审议通过关于修改《中华人民共和国人口与计划生育法》的决定，明确从 2016 年 1 月 1 日起在全国统一实施两孩政策，这也将为国内的猪肉长远消费市场带来强有力的需求。

农业部市场预警专家委员会发布《中国农业展望报告（2016-2025）》预计，猪肉消费稳中有增。受猪肉产量略降和猪肉进口量预期增加影响，2016 年猪肉总消费量和人均占有量预计分别较上年降 0.30%和 0.80%，分别为 5,530 万吨和 40 公斤/（人·年）。未来 10 年，随着生活水平的提高、消费观念的改变以及消费市场需求的优化，城镇居民猪肉消费稳中有增，农村居民未来消费增长空间较大，精深加工猪肉产品消费将明显上升，肉类消费结构呈现多样化，猪肉消费需求将进一步从“量”的满足转向“质”的提高。“十三五”期间，中国猪肉消费量年均增 1.20%，预计 2020 年将达到 5,880 万吨，较 2015 年增长 6.50%。“十四五”期间，受经济增长和人口增加等因素影响，猪肉消费量增速加快，年均增 1.50%，2025 年达到 6,320 万吨，较 2020 年增 5.80%，人均占有量达到 44.70 公斤/（人·年），较 2020 年增 4.90%。展望期间（2016-2025 年），猪肉总消费量和人均猪肉占有量年均增速分别为 1.30%和 1.00%。

三是市场对猪肉及产品品质要求更高。随着人民生活的不断改善，人们对猪肉及其产品品质要求越来越高，安全卫生的无公害猪肉已显示出很好的市场前景。

四是市场流通方式发生变化。当前，冷鲜肉、分割肉及猪肉制品的花色品种越来越多，其占猪肉消费量的比重越来越大，专卖店、连锁店、超市等销售方式正在快速兴起。

总之，我国养猪行业饲养基数大，消费需求多，市场发展潜力巨大。

2、龙华农牧情况

随着散养农户不断退出市场，2015 年 4 月以来生猪价格持续好转，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。受益

于良好的市场预期及良好市场行情增加的现金流，龙华农牧在十里冲养殖场的基础上，新增 3 个养殖场计划，包括年 3 万头产能的秩堂养殖场，年 12 万头产能的塘冲养殖场，年 12 万头产能的东冲养殖场。

年出栏量 3 万头的茶陵县秩堂基地养殖场在评估基准日已完工；公司于 2015 年 11 月开始实施建设的茶陵县塘冲基地 12 万头无公害生猪养殖建设项目已分别通过茶陵县发改局备案及茶陵县环保局的环评审批，公司计划在 2016 年-2019 年间陆续建成、投产，并于 2020 年实现完全达产。

龙华农牧为提升产能规模，亦大幅补充种猪数量。截至 2016 年 6 月末，龙华农牧拥有母种猪 8,998 头，在预测期内逐步增加补充至 12,500 余头。

根据 1 头母猪年均生产 2-2.2 胎次、每胎次产猪仔 10 头计算，2016 年及以后年度产量不会存在障碍。

由于猪肉基本是标准产品，品牌溢价较低，市场需求量大；且龙华农牧采用自育自繁自养的集约化模式，生猪品相佳、出肉率高，生猪出栏即可完成销售。

评估机构在预测塘冲养殖场达产周期，充分考虑了行业内养殖场达产周期及龙华农牧投资建设能力，龙华农牧的现金流能够覆盖塘冲的预测达产期，因此预测期产销量预测具备合理性。

（四）结合报告期销售价格与毛利率的关系，补充披露龙华农牧收益法评估毛利率的合理性

1、龙华农牧预测期销售价格较为谨慎合理

依据反馈意见十六之回复之“（二）结合报告期及历史生猪价格变动情况，补充披露龙华农牧评估预测生猪销售价格的合理性，与生猪价格波动周期是否一致。”部分所述，龙华农牧评估预测生猪销售价格充分利用生猪生长自然特点和全国能繁母猪存栏量指标，充分考虑历史行业周期的特点和未来行业发展趋势，具有合理性。就评估基准日后的市场情况来看，龙华农牧评估预测生猪销售价格与生猪价格波动周期基本一致。

2、龙华农牧毛利率预测合理

（1）毛利率预测值的变化符合猪周期的变化

基于前述价格预测，并结合收益法评估结果，2015 年至 2021 年，龙华农牧各期育肥猪销售价格及其毛利率关系如下表所示：

项目	历史年度			评估预测期					
	2015 年	2016 年 1-3 月	2015-201 6 年 3 月	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
育肥猪 价格	15.34	18.59	16.05	16.50	15.00	14.50	15.80	15.60	14.90
育肥猪 毛利率	26.25%	44.44%	30.82%	33.45%	26.03%	20.74%	25.68%	24.66%	21.08%

注：2015 年、2016 年 1-3 月及 2015 年-2016 年 3 月的数据为历史数据；此处历史年度的销售价格和毛利率均指育肥猪产品的相应指标，与会计报表主营业务收入毛利率、营业总收入毛利率的口径有区别。

由上表可知，预测期内，龙华农牧 2016 年 4-12 月的育肥猪预测毛利率最高值为 33.45%，2017 年及以后预测年度的育肥猪预测毛利率均低于龙华农牧历史年度 2015 年毛利率（26.25%）、2016 年 1-3 月毛利率（44.44%）以及 2016 年 4-12 月毛利率（33.45%）；从预测值的变动趋势来看，前述预测值在猪周期顶点处（2016 年）达到最高值，随后下降，在猪周期最低点处（2018 年）达到最低值，随后上升，与猪周期猪价变动趋势一致，因此毛利率的预测值具备一定合理性。

（2）毛利率预测值的变化充分体现了生猪价格变动幅度的影响

生猪价格的变动对于毛利率的变动具有重大影响，主要体现为：生猪价格的下降幅度远远小于生猪产品毛利率的下降幅度。而本次评估预测时，除个别年份外，预测期内毛利率降低幅度均大于销售价格降低幅度，符合前述特征，具体举例说明如下：

①预测期育肥猪销售价格及毛利率与 2015-2016 年 3 月对应数据比较情况

元/千克

项目	2015-2016 年 3 月	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
育肥猪价格	16.05 (比较基准)	16.50	15.00	14.50	15.80	15.60	14.90
价格变动幅度	-	2.80%	-6.54%	-9.66%	-1.56%	-2.80%	-7.17%

育肥猪毛利率	30.82% (比较基准)	33.45%	26.03%	20.74%	25.68%	24.66%	21.08%
毛利率变动幅度	-	8.53%	-15.54%	-32.71%	-16.68%	-19.99%	-31.60%

由上表可知,与 2015-2016 年 3 月销售价格比较,本次评估预测期内,除 2016 年 4-12 月毛利率变动幅度为增幅外,其余年度均为毛利率降低幅度大于销售价格降低幅度。

②预测期育肥猪销售价格及毛利率与 2016 年 1-3 月对应数据比较情况

元/千克

项目	2016 年 1-3 月	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
育肥猪价格	18.59 (比较基准)	16.50	15.00	14.50	15.80	15.60	14.90
价格变动幅度	-	-11.24%	-19.31%	-22.00%	-15.01%	-16.08%	-19.85%
育肥猪毛利率	44.44% (比较基准)	33.45%	26.03%	20.74%	25.68%	24.66%	21.08%
毛利率变动幅度	-	-24.73%	-41.43%	-53.33%	-42.21%	-44.51%	-52.57%

由上表可知,与 2016 年 1-3 月销售价格比较,本次评估预测期内,均为毛利率降低幅度大于销售价格降低幅度。

综上,经比较可知,除个别年份外,预测期内毛利率降低幅度均大于销售价格降低幅度,因此毛利率预测值具备一定谨慎合理性。

三、问题十七

申请材料显示,龙华农牧收益法评估资本性支出金额较大,评估折现率为 12.2%。请你公司:1)结合募投项目资金需求测算情况,补充披露龙华农牧收益法评估资本性支出的合理性。2)结合近期可比交易案例,补充披露龙华农牧收益法评估折现率选取的合理性。请独立财务顾问和评估机构核查并发表明确意见。

回复:

(一)结合募投项目资金需求测算情况,补充披露龙华农牧收益法评估资本

性支出的合理性

1、募投项目资金需求测算情况

由于本次收益法评估时，龙华农牧（目标公司）是基于评估基准日的业务规模和未来业务发展规划进行预测的，预测现金流时不以募集配套资金投入为前提。故本次塘冲基地的资本性支出主要是按照可行性研究报告中预计的建设投资额确定。

根据《湖南龙华农牧发展有限公司塘冲基地 12 万头无公害生猪养殖建设项目可行性研究报告》，塘冲项目建设所需总资金为 16,306.67 万元，其中，项目建设投资为 10,904.87 万元，建设期利息为 1,347.50 万元，流动资金为 4,054.30 万元。

塘冲项目建设投资 10,904.87 万元，主要由建筑工程费 6,196.45 万元、设备购置费用 1,824.94 万元、安装工程费 450.00 万元、引种费 820.00 万元、工程建设其他费用 715.88 万元及基本预备费 897.60 万元，共六部分组成。

2、龙华农牧收益法评估资本性支出的合理性

资本性支出系用于购买或生产使用年限一年以上的耐用品所需的支出，对于此类支出可先进行资本化，并在后续多个会计期间进行折旧或摊销。塘冲项目中，建筑工程费、设备购置费用、安装工程费、引种费、工程建设其他费用及基本预备费均符合上述特征，属于资本性支出，合计金额为 10,904.87 万元。

预测期内，龙华农牧资本性支出的构成如下：

金额：万元

项目	2016 年 4-12 月	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
房屋建筑物	401.78	677.22	747.30	817.38	887.47	887.47
机器设备	17.58	101.80	132.10	138.63	146.84	147.90
运输设备	16.01	21.35	21.35	21.35	21.35	21.35
电子办公设备	30.27	40.36	40.36	40.36	40.36	40.36
其他资产	799.28	501.47	1,086.94	1,146.53	296.25	344.20
工程项目投资	-	-	-	-	-	-
塘冲基地投资	881.11	1,889.60	2,016.97	2,016.97	1,008.49	-

项目	2016 年 4-12 月	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
其他零星工程 投资	62.98	-	-	-	-	-
合计	2,209.02	3,231.80	4,045.02	4,181.22	2,400.75	1,441.26

注：上表中：①房屋建筑物、机器设备、运输设备和电子办公设备的资本性支出是由两部分构成：A.基准日既有固定资产原值按照会计政策计算的折旧额；B.基准日后新增固定资产原值（含塘冲基地建设形成的固定资产）按照会计政策计算的折旧额。本次评估是基于公司的折旧摊销额能够满足公司现有资产及未来新增资产的更新支出来考虑。②其他资产资本性支出主要是生产性生物资产的投资，是根据公司预计需要新增及更新的生产性生物资产测算。③零星工程资本性支出预计为 360.00 万元，截止评估基准日已投资 297.02 万元（账列其他非流动资产 253.97 万元，在建工程 43.05 万元），本次将预计尚需发生的 62.98 万元作为资本性支出。

由上表可知，评估机构预测，加上截止基准日（2016 年 3 月 31 日）塘冲项目业已投入的 2,271.72 万元，塘冲项目的资本性支出（即“塘冲基地投资”栏）合计将达到 10,084.87 万元。

前述评估机构预测“塘冲基地投资”的资本性支出与可研估算的塘冲项目 10,904.87 万元的建设投资额相差 820.00 万元，造成前述差额的原因为评估机构并未将塘冲项目的引种费（820.00 万元）在“塘冲基地投资”这一单项科目中予以测算并列示，而是在龙华农牧的“其他资产”的资本性支出（生产性生物资产）中予以测算。

综上，龙华农牧的资本性支出预测考虑了塘冲项目资本性支出估算情况等因素，相关数据具有匹配性，因此前述预测具有合理性。

（二）结合近期可比交易案例，补充披露龙华农牧收益法评估折现率选取的合理性

根据公开披露信息，近期市场上同类或相似的收购项目中，折现率的选取情况如下：

收购方	目标公司	估值基准日	涉及行业	交易方式	折现率
中捷资源投资股份有限公司	江西金源农业开发有限公司	2016.6.30	农产品	非公开发行股票收购股权	10.99%
海南珠江控股股份有限公司	北京京粮股份有限公司	2016.5.31	农产品	重大资产置换及发行股份购买资产	11.30%
西王食品股份有限公司	Kerr Investment Holding Corp	2016.5.31	食品加工与肉类	重大资产购买	9.24%
新希望六合股份有限公司	杨凌本香农业股份有限公司	2015.12.31	食品加工与肉类	发行股份购买资产	11.42%
北京三元食品股份有限公司	北京艾莱发喜食品有限公司	2015.9.30	食品加工与肉类	重大资产购买	11.80%
平均					10.95%

由上表可知，近期市场上同类或相似的收购项目中所选取的折现率平均值为10.95%。而本次交易选取的折现率 12.20%不仅高于前述项目所采用的折现率的平均值，同时还高于其中的最高值。

同时，本次评估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）计算得到折现率。资本资产加权平均成本（WACC）与企业总资产报酬率（ROA）从本质上来讲同为反映企业整体投资资本回报率的指标。本次拟注入资产选取的折现率为12.20%，高于 2015 年度畜牧业平均总资产报酬率 6.69%，折现率的选取是较为谨慎合理的。

证券代码	证券简称	2015 年度总资产报酬率 ROA（%）
000735.SZ	罗牛山	3.0077
002234.SZ	民和股份	-13.7348
002299.SZ	圣农发展	-2.1753
002321.SZ	华英农业	2.3616
002458.SZ	益生股份	-19.7631
002477.SZ	雏鹰农牧	4.9121

002505.SZ	大康农业	0.6980
002714.SZ	牧原股份	12.7858
002746.SZ	仙坛股份	1.9453
300106.SZ	西部牧业	3.0940
300313.SZ	天山生物	-4.8301
300498.SZ	温氏股份	23.2829
600965.SH	福成股份	13.5694
600975.SH	新五丰	1.2083
平均值		1.88%
平均值（剔除负值后）		6.69%

综上，结合近期可比案例，本次交易中收益法评估中折现率的选取谨慎合理。

【本页无正文，为《沃克森（北京）国际资产评估有限公司关于中国证券监督管理委员会[163126]号<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>资产评估相关问题的答复》签章页】

注册资产评估师：

注册资产评估师：

沃克森（北京）国际资产评估有限公司

年 月 日