

关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》 (170560号) 资产评估相关问题的核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于2017年4月21日下发的中国证券监督管理委员会170560号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（以下简称“《反馈意见》”）的要求，中联资产评估集团有限公司技术支持中心组织评估项目组对贵会反馈意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本核查意见。

下文中可能涉及的公司名称及相关简称如下：

中国化工农化总公司简称为“中国农化”；湖北沙隆达股份有限公司简称为“沙隆达”或“上市公司”；CNAC INTERNATIONAL PTE. LTD.简称为“农化新加坡”；ADAMA Agricultural Solutions Ltd.简称为“ADAMA”或“标的公司”。

一、《反馈意见》第1条：申请材料显示，本次交易募集配套资金的总金额不超过25亿元，拟用于标的公司ADAMA主营业务相关的项目建设、产品开发和注册登记、支付定向回购B股价款以及本次重组交易相关的中介费用和交易税费。请你公司：1）结合上市公司完成并购后的财务状况、经营现金流量情况、资产负债率、货币资金未来支出计划、融资渠道、授信额度等，补充披露本次交易募集配套资金的必要性。2）补充披露上述投资项目的可行性研究报告，包括但不限于资金需求和预期收益的测算依据、测算过程，并说明合理性。3）以列表形式补充披露募投项目相关备案及审查进展情况、所需资质获得情况、项目实施时间计划表等。4）结合ADAMA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是否包含本次募集配套资金投入产生效益，若包含，说明合理性；若不包含，说明区分募投项目收益的具体措施，并说明可行性。5）募投项目产生的收益对ADAMA业绩承诺实现情况的影响。请独立财务顾问、会计师、律师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）结合ADAMA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是否包含本次募集配套资金投入产生效益，若包含，说明合理性；若不包含，说明区分募投项目收益的具体措施，并说明可行性。

1、收益预测中是否包含本次募集配套资金投入产生效益

本次收益预测中标的公司考虑了淮安农药制剂中心、产品开发和注册、ADAMA固定资产投资等与配套融资相关的项目，但相关资本性支出或解决资金缺口的资金来源为标的公司自有资金或通过银行贷款融资，未考虑使用募集配套资金。

因此标的公司预测现金流中考虑了本次募集配套资金对应的项目未来产生的收益，但不包含本次募集配套资金投入节省的利息支出。

2、区分募投项目收益的措施

针对本次募集配套资金投入产生效益，将按如下方式予以区分：募集资金投入使用后，因募集资金投入会节约标的公司相关借款的利息支出，在扣除所得税的影响后，从而增加标的公司当期的净利润，因此上市公司在对标的公司承诺期内的利润审核时将针对当期募集资金投入对利息支出的节约（考虑所得税的影响）调整业绩承诺期间的净利润数额。计算借款利息支出的节约金额时，利率将参考同期

借款利率水平确定。

本次募集资金对应的项目的实施和所产生的收益都已包含在标的公司管理层制定的盈利预测中。因为本次募投项目包括淮安制剂中心、全球产品开发和注册登记以及固定资产投资，对标的公司未来在中国区域的业务拓展、整体战略规划和全球范围内的业务发展具有重要意义，无论本次配套融资是否获得证监会核准以及成功实施，标的公司都将实施上述募投项目。同时，募投项目属于标的公司正常经营和建设投资计划的一部分，与其他正常生产经营活动及投资项目并无实质差异，因此不需要区分募投项目和标的公司其他生产经营活动所产生的收益。

在本次交易完成后，上市公司将会建立募集资金专户，专款专用，每年度会计师和券商会对募投项目使用情况单独进行核查，并出具募集资金使用情况专项报告。

（二）评估师核查意见

经核查，上市公司对标的公司预测现金流中不包含本次募集配套资金投入产生的效益和未考虑募集配套资金对利息支出的节约进行了分析和披露，其分析和披露具备合理性。

二、《反馈意见》第17条：申请材料显示，1）2013年12月，ADAMA董事会批准了2013年度全球期权激励方案。2）截至2016年9月30日，ADAMA已授予但未行权的期权数量为9,913,262份，对应的行权后可获得股份为3,177,328股普通股；尚可授予的期权数量为2,324,025份，对应的股份为744,880股普通股。3）2013年、2014年和2015年，由于实施该等期权计划而计入ADAMA的管理费用的金额分别为零、798万美元及900万美元。4）在对ADAMA进行评估工作

时，也并未考虑该部分对估值的影响。请你公司补充披露：1）上述股权激励的会计处理，并说明合规性。2）2016年实施期权计划而计入ADAMA的管理费用金额。3）在对ADAMA进行评估工作时，未考虑该期权计提计划对估值的影响的原因以及合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）ADAMA股权激励计划概况

于2014年，ADAMA的薪酬委员会及董事会依据ADAMA的期权计划（“计划”）批准了发行股权激励计划授予ADAMA管理人员及员工。

期权激励计划等分为三部分，每部分行权时间分别为从2014年1月1日起两年后、三年后及四年后。按计划所涉条件，一旦ADAMA全部或部分股票在以色列特拉维夫证券交易所或以色列以外的其他任何证券交易所实现上市，以及完成计划所提及的ADAMA的销售和税息折旧及摊销前利润目标，上述期权可选择全部行权或部分行权。每3.12份期权可兑换一份股权。上述期权激励计划的公允价值按照二叉树模型进行估计，于授予日的公允价值为2,870万美元。

（二）ADAMA实施期权激励的会计处理及计入成本费用的金额

ADAMA的股份支付为以权益结算的股份支付，需要相关职工履行一定期限的服务并在ADAMA达到所约定上述业绩条件（均属于非市场条件）后方可行权。

按照企业会计准则的规定，以股份或其他权益工具作为对价换取职工提供服务时，以授予职工权益工具在授予日公允价值计量。完成等待期内的服务或达到规定业绩条件才可行权的换取职工服务的以权益结算的股份支付，在等待期内的每个资产负债表日，应当以对可

行权权益工具数量的最佳估计为基础，按照权益工具授予日的公允价值，将当期取得的服务计入相关成本或费用和资本公积。在资产负债表日，后续信息表明可行权权益工具的数量与以前估计不同的，应当进行调整，并在可行权日调整至实际可行权的权益工具数量。此外，等待期长度确定后，业绩条件为非市场条件的，在资产负债表日，如果后续信息表明需要调整等待期长度，应对前期确定的等待期长度进行修改。

因此，按照企业会计准则的上述规定，ADAMA在等待期内的每个资产负债表日，根据最新取得的可行权职工人数变动等后续信息对可行权权益工具数量作出最佳估计，以此基础按照权益工具授予日的公允价值，并结合业绩条件（非市场条件）的预计实现情况对等待期长度调整的影响，计算截至当期累计应确认的成本费用金额，再减去前期累计已确认金额，作为当期应确认的成本费用金额，并相应计入资本公积。基于相关职工所服务岗位的不同，ADAMA上述成本费用涉及的财务报表项目包括营业成本、管理费用和销售费用。

于2014年度、2015年度及2016年1月1日至2016年9月30日止9个月期间，ADAMA针对上述期权计划确认的成本费用金额和资本公积金额情况汇总如下：

项目	2016年1月1日至2016年9月30日止9个月期间	2015年度	2014年度
计入成本费用及资本公积金额	136 万美元 (折合人民币 896.46 万元)	900 万美元 (折合人民币 5,603.23 万元)	798 万美元 (折合人民币 4,906.37 万元)
其中：计入管理费用的金额	92 万美元 (折合人民币 605.75 万元)	499 万美元 (折合人民币 3,107.37 万元)	504 万美元 (折合人民币 3,095.98 万元)

2016年末，考虑到上市公司并购ADAMA的重大资产重组项目所取得的进一步进程，截至2016年12月31日，ADAMA预期作为非市场条件之一的ADAMA股票上市已无法实现。因此，在2016年第四季度，

ADAMA冲回了自2014年起对上述计划所确认的全部成本费用及相应资本公积。因而，就2016年度而言，ADAMA针对上述期权计划确认的成本费用和资本公积均为负数，金额为1,698万美元（折合人民币11,279.29万元，以2016年全年平均汇率折合计算），其中计入2016年度管理费用的金额为负数1,002.9万美元（折合人民币6,661.56万元，以2016年全年平均汇率折合计算）。

同时，根据计划的相关规定，如果ADAMA股票上市无法实现而导致上述计划无法实施，ADAMA董事会可以决定实施其他安排。因此，ADAMA针对上述计划被授予人另行确认了1,172万美元(折合人民币7,786.77万元)的负债作为一次性现金补偿，并计入2016年第四季度当期损益，其中：计入2016年度管理费用的金额为748.4万美元（折合人民币4,971.10万元），其余部分计入营业成本和销售费用。针对上述计划被授予人的补偿安排已于2017年3月获得ADAMA董事会正式批准(以上市公司完成并购ADAMA的重大资产重组项目为条件)。

（三）未考虑该期权激励计划对估值影响的原因以及合理性

根据该期权激励方案，只有当ADAMA公司股票在以色列特拉维夫证券交易所或以色列之外的证券交易所上市交易，以及完成方案所提及的ADAMA的销售和税息折旧及摊销前利润目标，上述期权才可选择全部行权或部分行权。

由于上市公司与标的公司的重组交易，标的公司预期作为行权条件之一的“ADAMA公司股票在以色列特拉维夫证券交易所或以色列之外的证券交易所上市交易”已无法实现，被授予的期权无法行权。

截至评估报告出具日，标的公司董事会尚未确定期权计划的调整方案，也未就期权计划的调整方案作出任何决议。评估时无法判断该期权激励计划的调整对估值的影响额，因此未考虑该期权激励计划及

调整对估值的影响，且针对该事项在评估报告中“十一、特别事项说明”之“（四）未决事项、法律纠纷等不确定因素”进行了披露。

（四）评估师核查意见

经核查，上市公司结合期权激励计划的行权条件、截至评估报告日标的公司期权激励计划的替代方案未能确定等情况对评估中未考虑该期权激励计划对估值影响的原因以及合理性进行了分析并进行了补充披露，未考虑该期权激励计划及调整对估值的影响具备合理性。

三、《反馈意见》第18条：申请材料显示，1）截至2016年6月30日，ADAMA归属于母公司股东的账面净资产为1,122,729.80万元，收益法评估增值751,070.42万元，评估增值率为66.90%。2）以2016年6月30日为评估基准日，ADAMA100%股权评估价值为282,573.32万美元，折合人民币1,873,800.22万元。本次交易2015年、2016年预测市盈率分别为20.56倍、25.66倍。请你公司结合ADAMA的行业地位、核心竞争力、市场竞争以及同行业收购案例等情况，补充披露ADAMA评估增值率、市盈率较高的原因以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）ADAMA的行业地位、核心竞争力、市场竞争

近年来，随着全球农作物消费需求增长，尤其是新兴国家人口增长、城镇化发展、中产阶级增加以及生活水平提高，农作物产量需求提高，同时可耕地面积减少、水资源稀缺性导致农药市场产品需求随之增加。农药可以通过除草、杀虫、杀菌提高农作物收成率和生长质量。农药化工产品不仅运用于农作物领域，而且可以应用于防虫防疫的公共卫生领域。农药行业主要由除草剂、杀虫剂和杀菌剂三类产品

构成，按产业链环节又可分为中间体、原药和制剂3个子行业。标的公司主要生产和销售除草剂、杀虫剂和杀菌剂，为跨国农药制剂公司。

农药行业是高度竞争和市场分化的，依据农药活性成分是否受专利保护，可细分为专利产品和非专利产品两大类市场。目前，农药行业的企业分为三大梯队，第一梯队是专利产品研发企业；第二梯队是非专利产品企业，它们规模较大也具有较强的市场竞争力。与专利产品研发企业相比，非专利企业节省了大量研发投入，低成本优势使其能迅速抢占市场；第三梯队以中国、印度等发展中国家农药企业为代表的仿制企业，其规模、技术和资金实力都与第二梯队的仿制企业存在较大差距，处于国际农药市场的低端位置，主要以生产技术含量较低的非专利药为主，在国际市场的定位主要为向国际农药巨头提供廉价的原药产品，而主营制剂的企业，销售区域则基本局限在国内。

根据Phillips McDougall（2015市场产业概览）统计，农化行业大约77%的市场被六大专利性跨国公司占据，分别是巴斯夫（BASF）、拜耳（Bayer）、陶氏（Dow）、杜邦（DuPont）、孟山都（Monsanto）和先正达（Syngenta），其年销售额都在30亿美元以上。作为专利性公司，它们拥有从产品研发、生产到市场终端投放的完整产业链，同时在创新型农药专利上保持壁垒，每年一定收入比例投入产品研发、专利开发，其专利产品和非专利产品市场认可度高。

上述企业及ADAMA在2015年度和2014年度农化产品收入情况如下：

序号	公司名称	2015 年农化产品收入（亿美元）	2014 年农化产品收入（亿美元）	2015 较 2014 增长率
1	先正达	104.60	118.47	-11.71%
2	拜耳	100.89	111.42	-9.45%
3	巴斯夫	64.59	72.32	-10.69%
4	陶氏	49.28	56.86	-13.33%
5	孟山都	43.29	48.97	-11.60%

序号	公司名称	2015 年农化产品 收入（亿美元）	2014 年农化产品 收入（亿美元）	2015 较 2014 增长 率
6	杜邦	30.11	36.90	-18.40%
7	ADAMA	28.84	30.29	-4.79%

数据来源：Phillips McDougall 研究报告

非专利产品市场即标的公司所处细分市场，仍呈现高度的分散性。非专利产品市场由标的公司ADAMA领军，同类的非专利企业还有澳大利亚Nufarm，丹麦Cheminova，印度UPL、Gharda、Rallis，美国Griffin，意大利Sipcam-Oxon、Finagro集团，法国CFPI，匈牙利Chinoi公司以及Nitrokemia公司等。同类非专利产品公司在产业链研发、生产、分销和市场推广等各环节各有侧重，主要针对专利性公司专利产品进行改造和非专利活性成分原药产品进行生产投放。随着专利性公司专利过期，非专利产品市场份额逐步增加，然而非专利市场中，多数公司规模较小导致市场竞争激烈，行业开始出现合并整合趋势，如FMC收购Cheminova，Platform收购Arysta和Chemtura的农化产品业务。

根据Phillips McDougall（2015市场产业概览）统计，ADAMA全球排名第七名，ADAMA是世界最大规模的非专利型农药公司。依据Phillips McDougall关于2016年农作物保护行业总销售量而做出的初步估算，ADAMA2016年全球市场份额在大约为5.76%。根据统计，主要非专利农药制剂企业在2015年度和2014年度农化产品收入情况如下：

序号	公司名称	2015 年农化产品 收入（亿美元）	2014 年农化产品 收入（亿美元）	2015 较 2014 增长 率
1	ADAMA	28.84	30.29	-4.79%
2	FMC	26.15	34.00	-23.09%
3	Nufarm	19.73	23.22	-15.03%
4	Sumitomo Chemical	18.43	20.50	-10.10%
5	Platform	18.29	21.71	-15.75%
6	UPL	18.23	17.55	3.87%

数据来源：Phillips McDougall 研究报告

此外，根据Phillips McDougall统计，在成长性方面，ADAMA收入增长速度在全球前15大农药公司中排名第5。ADAMA在2010年至2015年期间几何平均增长率约为5.8%，具有良好的成长性和发展前景。

序号	公司名称	2015 年农化产品 收入（亿美元）	2010 年农化产品 收入（亿美元）	2010-2015 几何平 均增长率
1	FMC	26.15	12.42	16.1%
2	Wynca	5.69	2.77	15.5%
3	UPL	18.23	10.78	11.1%
4	Monsanto	43.29	28.98	8.4%
5	Adama	28.84	21.80	5.8%
6	Albaugh	9.07	6.89	5.7%
7	Syngenta	104.60	84.47	4.4%
8	Bayer	100.89	81.36	4.4%
9	BASF	64.59	53.42	3.9%
10	Dow	49.28	40.74	3.9%
11	DuPont	30.11	25.05	3.7%
12	Sumitomo Chemical	18.43	15.99	2.9%
13	Nufarm	19.73	20.03	-0.3%
14	Platform	1,829	N.A.	
15	Redsun	565	N.A.	

数据来源：Phillips McDougall 研究报告

近年来ADAMA收入规模增长较为强劲，只有在2009年和2015年与同行业内的其他公司一样由于市场恶化出现下滑。在2005年到2015年十年间，ADAMA的收入年增长率达6.5%，其中2010年至2015年收入年均增长率为5.8%，均超过全球行业平均水平。

	2005-2015 几何平均增长率	2010-2015 几何平均增长率
ADAMA	+6.5%	+5.8%
行业平均	+4.3%	+4.1%

数据来源：Phillips McDougall 研究报告

ADAMA在行业内拥有领军地位，主要得益于其目前拥有的重大竞争优势。其核心竞争力主要有以下几点：

第一，品牌优势。作为全球第七大农药企业，ADAMA在过去几

十年经营中累积起来了良好声誉，以及在不同国家的客户和供应商和ADAMA建立了可以信赖的合作关系。

第二，产品注册登记优势。农药行业需要具备必要的注册登记专业知识，从而开发和利用指定产品。ADAMA在全球各主要市场和地区的注册登记保证其在农药市场的强势地位和业务增长，使其有能力在几乎所有主要市场销售产品，为农户提供全面的作物保护解决方案。面对各国日趋严格的农药监管要求，ADAMA较强的产品注册能力将创造有利的发展条件。

ADAMA在全球拥有七个注册中心，主要分布在欧洲、以色列、美国和亚洲等，在全球100多个国家拥有农药产品注册能力。截至2016年12月31日，ADAMA在全球范围内总共推进了4,800多项产品注册登记，其中在2014年完成了307项新的产品注册登记（不包括已获得注册登记产品的农作物范围拓展），2015年完成了276项新的产品注册登记（不包括已获得注册登记产品的农作物范围拓展），2016年完成了240项新的产品注册登记（不包括已获得注册登记产品的农作物范围拓展）。

第三，一流的研发潜力。在产品开发方面，ADAMA对研发流程的所有层面有着深度认知。ADAMA具有在专利产品专利到期后，尽快将专利保护到期的产品投放市场的专门知识和能力。这种能力构成了ADAMA维持其在全球农作物保护市场中地位的关键因素。

ADAMA投入资金、人力来发展非专利产品的再开发及专利产品开发，包括四个已建成的位于以色列、巴西和印度的先进的化学品研发中心，另外还拥有在中国建设的研发中心。2016年，ADAMA持续对新产品开发和制造进行投入，推出了新型活性成分和配方，并且取得了240项新的注册登记（其中不包括已注册产品针对新农作物的标

签延期)。目前, ADAMA的研究与开发工作主要以推出越来越具差异性的产品为目标。

第四, 原材料采购优势。ADAMA在全球范围来寻找最合适的原材料, 拥有有效的原材料供应系统, 在效率、质量、成本方面都领先对手, 同时还拥有在中国的基础设施。

第五, 产品生产高效。ADAMA在全球部署了自己的生产体系, 在以色列和巴西拥有原药生产加工工厂, 在包括波兰、墨西哥、哥伦比亚、美国、西班牙、意大利、希腊、韩国和印度等地区和国家也拥有多处制剂工厂。ADAMA针对产品的生产及在相关市场的销售取得了各项监管审批和许可。通过多年的产品工业生产过程中积累的广泛知识, 尤其是在化学合成与配方领域的技术知识, 得以确保产品的高质量、高效力和高安全性。

第六, 强大的销售能力。ADAMA拥有的高效且广泛的商业组织, 使其能以最大程度地将公司产品分销给更多潜在客户, 以富有竞争力的条款达成产品生产和营销的各项商业协议, 从而实现密切的本地合作关系, 以及新的营销市场开发。

ADAMA建立了全球范围内的营销和分销网络, 有能力服务遍布于100多个国家的广大客户群。通过这一基础网络和全球占有率, ADAMA能够持续在新兴市场和现有市场开发、引进新产品, 同时管理它们的业务, 以实现效率最大化, 包括通过库存管理、原材料采购和分销。这个网络也使ADAMA具备灵活管理产品组合业务的能力, 从而动态地响应农户需求、天气状况、政府政策法规, 针对每个地理区域的季节情况、政府政策等不同特征进行产品的销售。

第七, 丰富的产品线和完整的产业链。ADAMA拥有丰富的产品线, 针对不同季节和不同农作物进行投放产品, 能够满足客户的众多

需求；而ADAMA的业务遍布开发、生产、采购、营销、渠道和产品登记各个环节，相比其他非专利型农药企业更具有优势。

（二）同行业收购案例

根据Bloomberg相关数据的整理，2010年至今农药市场主要的并购案例及相关情况如下表：

表1 近几年可比交易案例情况

单位：亿美元

序号	公布时间	收购方	标的资产	100%股权对价	企业价值（含净债务）	静态EV/EBITDA	动态EV/EBITDA	静态市盈率	动态市盈率
1	2010-10	中国化工集团公司	ADAMA 60%股权 ⁽¹⁾	24.00	32.73	13.39	12.68	35.66	115.38
2	2011-05	Coromandel	Sabero 73.22%股权 ⁽²⁾	1.20	1.38	16.61	—	51.76	—
3	2014-04	Platform	Chemtura 100%股权	N/A	10.02	9.92	9.73	N/A	N/A
4	2014-08	Platform	Agriphar 100%股权	4.01	4.01	9.78	9.12	16.71	30.85
5	2014-10	Platform	Arysta Lifescience 100%股权	N/A	35.10	11.94	11.74	N/A	N/A
6	2014-09	FMC	Cheminova 100%股权 ⁽³⁾	14.86	18.24	11.70	11.00	27.46	37.37
7	2016-02	中国化工集团公司	Syngenta 100%股权	432.20	463.12	16.69	16.93	26.53	28.62
8	2016-05	Bayer	Monsanto 100%股权	564.07	656.96	13.42	18.70	20.46	30.82
		平均数				12.93	12.84	29.76	48.61
		沙隆达	ADAMA 100%股权	28.26	38.94	8.26	7.43	25.66	19.44

数据来源：Bloomberg、公司年报、官方公告

注：(1)ADAMA 60%股权交易案例中的财务数据剔除了非经常性损益(相关数据摘自 ADAMA2010 年年报);其中 2010 年净利润下降较大主要原因是 ADAMA 于 2010 年一次性计提减值约 1 亿美元引起。至 2011 年恢复正常，2011 年年归母净利润约为 1.21 亿美元;

(2) 根据 Bloomberg 数据，Sabero2011 财年（截止 2012 年 3 月 31 日）净利润、EBITDA 均为负数;

(3) Cheminova 100%股权交易案例中的交易规模根据 Auriga 公告的当地货币数据，以公布日的汇率美元兑丹麦克朗 1: 5.7492 计算；EV/EBITDA 指标为 Bloomberg 摘录的 FMC CFO(Paul W. Graves)的表述，其中静态 EV/EBITDA 为 EV/最近 12 个月 EBITDA 指标，动态 EV/EBITDA 基于交易双方对 2014 年 EBITDA 的估计值。

(4) 本次交易中 ADAMA 的动态市盈率为采用 2016 年实际净利润（剔除 2016 年四季度期权激励计划冲回的影响）进行计算。

根据上表数据统计，ADAMA的静态市盈率和动态市盈率均低于同行业收购案例的平均水平。根据搜集的相关案例情况来看，农药行业的并购一般会关注收购的EV/EBITDA指标，从上表来看，标的公司本次交易的EV/EBITDA倍数低于同行业收购案例的EV/EBITDA平均水平。

（三）补充披露ADAMA评估增值率、市盈率较高的原因以及合理性

本次评估采用收益法评估，标的公司股东全部权益价值为人民币1,873,800.22万元，评估值较账面值1,122,729.80万元增值751,070.42万元，增值率66.90%。评估结论增值较大的原因是：标的公司主要为农药生产与销售，其目前的财务报表反映的账面价值未能完全反映标的公司多年来形成的农业服务经验、生产技术优势、客户资源优势等核心竞争力。

综上，考虑到ADAMA在非专利性农药产品中的领军地位、在行业内多年经营带来的品牌声誉、较强的研发能力、完善的采购-生产-销售体系、多样化的产品，经过比较同行业收购案例情况，本次ADAMA的评估增值具备合理性、市盈率在合理区间。

（四）评估师核查意见

经核查，上市公司结合ADAMA的行业地位、核心竞争力、市场竞争以及同行业收购案例等情况对ADAMA评估增值率、市盈率较高的原因以及合理性进行了分析并进行了补充披露，标的公司的评估增值具备合理性，其市盈率水平在合理区间。

四、《反馈意见》第19条：申请材料显示，ADAMA 2014年、2015年、2016年1-6月主营业务毛利率分别为32.11%、32.24%、

34.24%。预测2017年至2021年，主营业务毛利率分别为32.86%、32.74%、33.08%、34.01%、34.61%。请你公司结合同行业可比公司毛利率情况、ADAMA主要产品预测销售单价、单位成本变动情况等，补充披露ADAMA预测期保持毛利率水平基本不变的依据以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）主要产品预测销售单价、单位成本变动情况

根据标的公司经审计的中国会计准则财务数据，标的公司主要产品（除草剂、杀虫剂、杀菌剂）的销售单价和单位成本的变动情况如下：

表2 标的公司2014-2016年主要产品单价及单位成本情况（中国会计准则）

单位：万美元

主要产品	指标	2016 年	2015 年	2014 年
除草剂	收入	151,633.19	154,119.42	162,042.92
	成本	104,723.17	109,034.72	114,828.41
	销量（t/kl）	193,868	187,200	185,330
	平均销售单价（美元/kg）	7.82	8.23	8.74
	平均销售成本（美元/kg）	5.40	5.82	6.20
	毛利率	30.94%	29.25%	29.14%
杀虫剂	收入	72,452.08	69,071.48	76,204.67
	成本	43,449.00	43,434.21	48,214.86
	销量（t/kl）	129,906	128,045	140,055
	平均销售单价（美元/kg）	5.58	5.39	5.44
	平均销售成本（美元/kg）	3.34	3.39	3.44
	毛利率	40.03%	37.12%	36.73%
杀菌剂	收入	64,028.36	65,486.52	64,968.71
	成本	40,513.40	41,482.68	40,860.15
	销量（t/kl）	56,787	56,122	52,429
	平均销售单价（美元/kg）	11.28	11.67	12.39
	平均销售成本（美元/kg）	7.13	7.39	7.79
	毛利率	36.73%	36.65%	37.11%
合计	收入	288,113.63	288,677.42	303,216.30
	成本	188,685.57	193,951.61	203,903.42

	毛利率	34.51%	32.81%	32.75%
--	-----	--------	--------	--------

由于标的公司国际会计准则至中国会计准则的转换并未影响最终损益，标的公司在收益预测中仍然采用国际会计准则下预测的营业收支。根据标的公司国际会计准则的财务数据，主要产品的销售单价及销售成本情况如下表所示：

表3 标的公司2014-2016年主要产品单价及单位成本情况（国际会计准则）

单位：万美元

主要产品	指标	2016 年	2015 年	2014 年
除草剂	收入	151,346.93	153,866.15	161,784.06
	成本	104,913.15	109,700.53	115,194.67
	销量（t/kl）	193,868	187,200	185,330
	平均销售单价（美元/kg）	7.81	8.22	8.73
	平均销售成本（美元/kg）	5.41	5.86	6.22
	毛利率	30.68%	28.70%	28.80%
杀虫剂	收入	72,394.85	69,019.18	76,154.35
	成本	43,561.47	43,966.17	48,354.94
	销量（t/kl）	129,906	128,045	140,055
	平均销售单价（美元/kg）	5.57	5.39	5.44
	平均销售成本（美元/kg）	3.35	3.43	3.45
	毛利率	39.83%	36.30%	36.50%
杀菌剂	收入	63,993.65	65,463.68	64,940.68
	成本	40,623.42	41,726.95	41,026.72
	销量（t/kl）	56,787	56,122	52,429
	平均销售单价（美元/kg）	11.27	11.66	12.39
	平均销售成本（美元/kg）	7.15	7.44	7.83
	毛利率	36.52%	36.26%	36.82%
合计	收入	287,735.43	288,349.01	302,879.09
	成本	189,098.04	195,393.65	204,576.32
	毛利率	34.28%	32.24%	32.46%

从上表来看，标的公司除草剂、杀菌剂平均单位价格略有下降，杀虫剂平均单位价格在2015年略微下滑后2016年则有所上涨，这主要是由不同国家、不同制剂产品的销售价格以及销售数量的分布所决定的。但近几年由于标的公司产品组合不断优化等因素推动销量增长，和原材料价格走低，导致的采购和单位生产成本有一定幅度下降，而

标的公司则适当小幅下调了部分产品的销售价格以与客户分享上述成本下降的好处。

从毛利率指标来看，ADAMA2015年各类产品毛利率与2014年相比基本保持稳定。2016年ADAMA农化产品毛利率较2015年有所增长，这主要得益于ADAMA2016年销售量的强劲上涨、产品组合不断优化、供应差异化的增强以及生产和采购成本下降等方面的综合影响。

根据标的公司2016年年报显示，由于标的公司的产品组合包括300多种活性成分（active ingredients，以下简称“AI”），每种活性成分对应有多种不同的制剂配方，从而使得标的公司有将近1350种制剂产品。这些产品被销往100多个国家，且在不同国家的销售数量、销售价格和成本都有不同，从而导致主要产品按类别划分后单位价格、单位成本和销售数量的分析显得较为简单和模糊，并且一致性较差。标的公司在经营管理中一般按照AI进行分析，下表为标的公司前5大AI（2016年前5大AI对应的产品销售金额约占标的公司总收入的18%左右）的销售情况：

表4 标的公司2014-2021年前五大活性成分单价及单位成本情况（国际会计准则）

单位：万美元、千吨、美元/kg

活性成分	产品类别	指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年预测	2018 年预测	2019 年预测	2020 年预测	2021 年预测
AI 1	杀虫剂	收入	10,398.03	11,061.38	14,050.11	13,576.02	12,628.28	12,481.09	12,676.79	13,982.85
		成本	4,644.02	4,747.44	4,957.07	5,631.42	5,093.44	5,358.30	5,697.69	6,252.50
		销量	4.57	5.53	4.57	7.24	6.02	6.16	6.48	7.15
		平均销售单价	22.74	20.00	30.73	18.74	20.98	20.26	19.57	19.55
		平均销售成本	10.16	8.58	10.84	7.77	8.46	8.70	8.80	8.74
		毛利率	55.34%	57.08%	64.72%	58.52%	59.67%	57.07%	55.05%	55.28%
AI 2	除草剂	收入	21,737.78	14,855.82	12,704.93	13,068.54	16,942.51	17,772.31	18,669.00	20,490.30
		成本	18,209.89	12,865.32	10,402.44	11,425.20	13,603.32	14,212.70	14,930.71	16,360.54
		销量	52.23	46.82	52.23	49.38	51.74	53.75	56.33	61.79
		平均销售单价	4.16	3.17	2.43	2.65	3.27	3.31	3.31	3.32
		平均销售成本	3.49	2.75	1.99	2.31	2.63	2.64	2.65	2.65
		毛利率	16.23%	13.40%	18.12%	12.57%	19.71%	20.03%	20.02%	20.15%
AI 3	杀菌剂	收入	10,508.95	9,862.28	9,650.74	9,970.76	9,463.98	9,856.44	10,010.42	10,736.67
		成本	4,816.43	5,110.89	4,905.52	4,735.33	4,642.28	4,760.45	5,011.20	5,361.66
		销量	6.21	6.80	6.09	7.02	6.51	6.80	6.76	7.26
		平均销售单价	16.93	14.51	15.85	14.21	14.55	14.50	14.81	14.80
		平均销售成本	7.76	7.52	8.06	6.75	7.13	7.01	7.41	7.39
		毛利率	54.17%	48.18%	49.17%	52.51%	50.95%	51.70%	49.94%	50.06%

AI 4	除草剂	收入	7,792.59	9,130.90	8,940.99	8,857.08	8,585.00	8,865.01	9,343.35	10,307.68
		成本	4,047.31	4,711.65	4,173.42	4,213.83	4,825.58	5,065.80	5,345.50	5,863.50
		销量	4.25	5.30	4.25	5.99	5.15	5.37	5.67	6.23
		平均销售单价	18.32	17.23	21.02	14.80	16.66	16.51	16.49	16.55
		平均销售成本	9.52	8.89	9.81	7.04	9.36	9.43	9.43	9.41
		毛利率	48.06%	48.40%	53.32%	52.42%	43.79%	42.86%	42.79%	43.12%
AI 5	除草剂	收入	11,452.68	9,902.58	9,573.32	9,841.90	10,266.06	10,757.86	11,030.37	11,818.99
		成本	5,573.04	5,230.31	4,452.53	4,787.21	4,762.92	4,939.90	5,131.03	5,471.98
		销量	3.60	3.56	3.60	3.82	3.61	3.69	3.68	3.94
		平均销售单价	31.83	27.78	26.61	25.77	28.45	29.17	29.98	30.00
		平均销售成本	15.49	14.67	12.38	12.53	13.20	13.39	13.94	13.89
		毛利率	51.34%	47.18%	53.49%	51.36%	53.61%	54.08%	53.48%	53.70%
合计		收入	61,890.03	54,812.96	54,920.09	55,314.30	57,885.83	59,732.70	61,729.93	67,336.50
		成本	37,290.69	32,665.61	28,890.99	30,792.98	32,927.54	34,337.16	36,116.13	39,310.18
		毛利率	39.75%	40.41%	47.39%	44.33%	43.12%	42.52%	41.49%	41.62%

分析如下:

AI 1: AI 1为杀虫剂活性成分,标的公司主要从中国采购,在以色列和美国进行制剂生产,主要销售区域为巴西和美国,是一种差异化、高毛利率产品。2015年该产品价格略有下滑主要是受到汇率变动的影响,在假定未来主要市场汇率不变的情况下,标的公司预测其主要产品价格将略有下滑,预测期该活性成分相关的毛利率指标将略有下降。

AI 2: AI 2为除草剂活性成分,一般毛利率在15%~20%左右,标的公司从各种渠道购买,销售在巴西、欧洲、澳大利亚、美国等各地。2014年至2015年平均销售单价下降的主要受到巴西和澳大利亚货币较美元贬值、巴西地区(当年该产品收入占集团比例约36%)销售数量和单位价格下降的影响;2016年平均销售单价进一步下降主要受到巴西(当年该产品收入占集团比例约33%)和澳大利亚(当年该产品收入占集团比例约15%)销售数量和销售价格下降的影响。由于预计市场价格疲软,2017年的毛利率指标仍处于低位,考虑到未来市场的复苏标的公司预计巴西等国家或地区的销售数量将逐渐增加、销售价格也将有一定复苏,从而使得预测期毛利率指标略有回升。

AI 3: AI 3为杀菌剂活性成分,主要通过以色列、巴西生产,截至目前也开始从中国等采购,以各种混配制剂销售至全球各地,在欧洲(主要是德国和法国)销量较大,毛利率较高。2015年该AI平均销售价格相比2014年有所下降,受到欧元汇率相比美元贬值的影响。预测期该AI的平均销售单价以及毛利率与历史期基本相当。

AI 4: AI 4为除草剂活性成分,主要从中国采购,在以色列Agan、哥伦比亚、美国等地进行制剂生产,主要销往北美和南美。历史期平均销售单价的波动主要受到产品售价以及汇率变动的影响,预测期平

均销售单价及毛利率指标略低于历史期水平。

AI 5: AI 5为除草剂活性成分，主要从中国采购、在以色列Agan进行制剂生产，为差异化、高毛利率产品，主要销往欧洲和日本。历史期平均销售单价下滑主要受到欧元贬值的影响，考虑到AI 5独特唯一的特点，预测未来年度销售额将进一步增加，从整体来看，预测期平均销售单价和毛利率与历史期水平基本相当。

（二）企业当前发展情况及毛利率保持基本不变的依据

根据经审计的财务数据，近几年标的公司的销售毛利率整体呈现逐年增长的态势。

表5 ADAMA 2013年-2016年毛利指标

单位：万美元

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	准则
收入	307,942.40	322,467.00	306,715.40	307,394.70	中国会计准则
成本	210,775.20	218,926.40	207,837.10	203,260.30	
毛利率	31.55%	32.11%	32.24%	33.88%	
收入	307,635.50	322,129.80	306,387.00	307,016.50	国际会计准则
成本	210,828.20	219,599.30	209,428.10	203,685.80	
毛利率	31.47%	31.83%	31.65%	33.66%	

注：为保持与预测口径一致，加入国际准则下的历史数据进行对比。

根据ADAMA2016年年报披露，受益于销售量的强劲上涨、产品组合不断优化、供应差异化的增强以及生产和采购成本下降等方面的影响，2016年销售毛利率取得大幅提高。根据ADAMA国际会计准则下的数据，2016年销售毛利率达到33.66%，比2015年同期增加2.01个百分点，且超过预期毛利率水平0.87个百分点。

1、从行业发展来看，未来高效、低毒、低残留的农药产品将得到进一步快速发展

一方面，从环保角度来看，世界农药产品总的发展趋势是开发高活性、高安全性、高效益和环境友好的品种。随着各国环保要求的日益严格，新型低毒、高效农药的上市将陆续替代前期的高毒农药市场。

另一方面，在全球人口的持续增加、不断增加的农作物需求，以及全球有限的农作物可种植面积的状况下，未来进一步催生对高效、低毒、低残留的农药产品的需求。而一般情况下，高效、低毒、低残留的农药产品具有高附加值、高毛利率等特点，从而对未来毛利率水平的基本稳定产生良好的作用。

2、标的公司持续实施差异化产品策略，预计对未来年度的毛利将持续增加贡献

近年来，标的公司一直致力于进一步加强其产品组合，重点提供更多的高附加值的创新和差异化解决方案。这些创新和差异化的解决方案通常基于非专利分子或活性成分，特别是基于复杂分子或活性成分研制的配方和混合物，以及一些ADAMA利用专利注册或者其他知识产权保护自身研发的创新分子或活性成分。根据ADAMA的统计，其独特产品及创新型产品2012年仅占总体产品收入的15%，而进入到2016年该类产品占总体收入已达到23%左右；而差异化新产品对标的公司总体毛利的贡献从2012年的8%增加至2016年的36%，预计在差异化产品策略的驱动下，将进一步增加至2021年的63%。

3、随着中国业务板块以及标的公司与中国农化旗下农化企业业务合作的不断发展，将对标的公司整体成本的降低产生良好的作用

标的公司于2011年10月被农化新加坡收购，从而成为中国农化的控股子公司。随着中国农化整体农化板块的发展，目前ADAMA已与中国化工农化总公司成员企业逐渐形成了良好的业务合作，是目前唯一一家与中国的农化公司进行深度合作的全球性农药公司。此外，标的公司也在不断加强自身的业务能力，2016年ADAMA中国业务规模超过2000万美金，比2015年增长超过一倍。

由于标的公司有一部分农药业务是在中国采购原药，大部分在以

色列生产成制剂后在亚太地区销售，因此历史年度运输成本相对较高、且不利于市场竞争。在此情况下，ADAMA决定在中国投资建设生产工厂和制剂中心，并已开始建设，预计随着新制剂工厂在2019年投产后会有利于成本的节约、对顾客的服务以及灵活的市场调配。

随着上述项目的顺利投产，江苏省优越的地理位置，将使标的公司业务在各方面得到优化——全球供应链条的缩短、库存快速周转、客户服务的改善、减少现有的运输成本（现有路线主要通过以色列对外销售）。下图较为直观地反映了路线的优化过程：

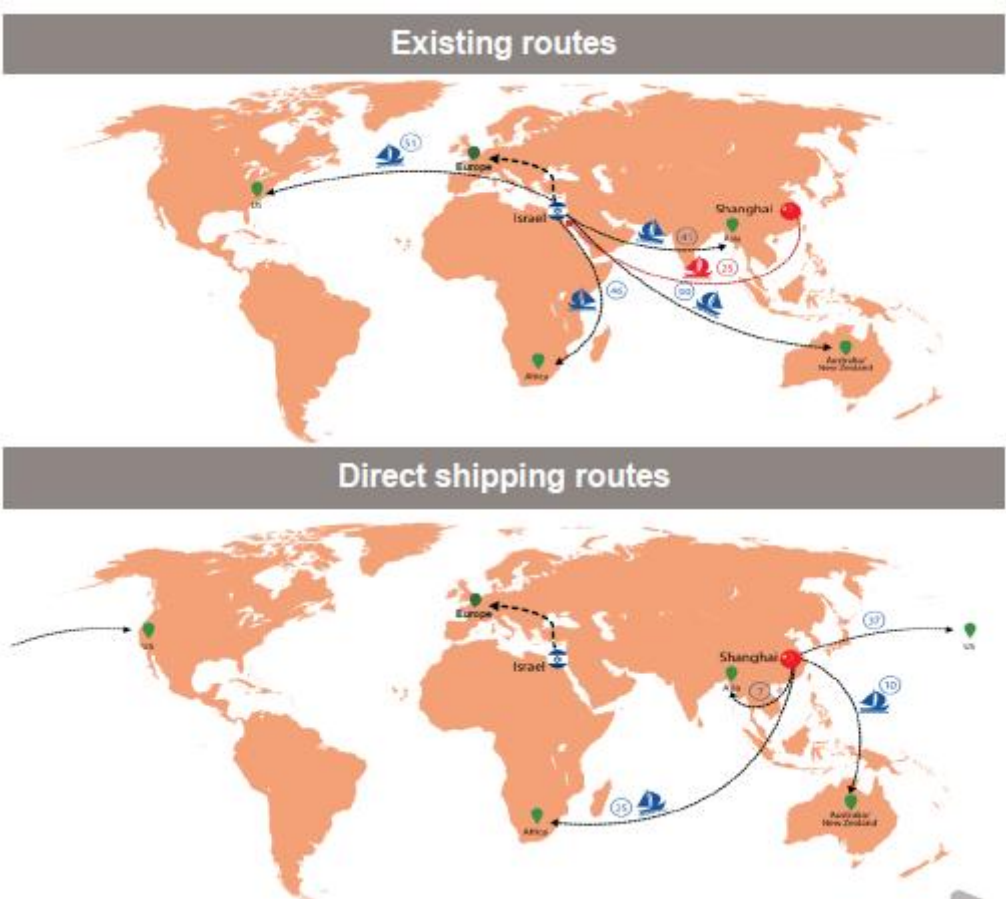


图1 ADAMA运输路线优化图

4、标的资产固定成本的规模化效应的发挥

根据标的公司的估算，目前标的公司整体的产能尚未完全释放，随着农药行业的复苏、标的公司业务的逐步发展，未来年度标的公司的产能利用率将逐步得到提升，从而产生资产的规模化效应，使得产

品的单位固定成本得到降低。

综上，标的公司结合对未来行业发展的分析、企业发展状况、产品组合经营策略以及未来业务规划等方面对未来年度的营业成本进行预测，预测逻辑具备合理性。

(三)结合同行业可比公司毛利率情况分析标的公司毛利率预测的合理性

根据国内外农药制剂类公司的具体情况，以及与标的公司的可比性，整理的可比公司及2013年-2016年毛利率指标如下表所示：

表6 可比公司毛利率水平

公司	2013 年毛利率	2014 年毛利率	2015 年毛利率	2016 年毛利率	报表日
Syngenta	45.63%	45.87%	47.49%	49.12%	12 月 31 日
FMC	38.36%	37.16%	32.82%	36.55%	12 月 31 日
Nufarm	27.37%	25.44%	26.19%	28.72%	7 月 31 日
Platform	-	12.73%*	34.71%	40.22%	12 月 31 日
龙灯化学	38.08%	39.43%	40.71%	42.54%	12 月 31 日
Kumiai Chemical	22.29%	21.47%	21.67%	19.77%	10 月 31 日
American Vanguard	44.81%	37.96%	37.66%	39.61%	12 月 31 日
诺普信	40.86%	38.38%	40.67%	36.73%	12 月 31 日
平均值	36.77%	35.10%	35.24%	36.66%	

数据来源：各公司年报

注：（1）由于 Syngenta、FMC、Nufarm、龙灯化学、Kumiai Chemical 等几家公司定期报告未披露区分除草剂、杀虫剂、杀菌剂的毛利率明细，及农化产品整体的毛利率情况，只能与其公司整体业务毛利率进行比较；

（2）由于拜耳、巴斯夫、陶氏、孟山都、杜邦农药占比相对较小，因此未纳入统计；UPL、Rallis India 在成本费用核算上未区分营业成本和期间费用，因此未纳入统计；

（3）Platform 未披露分产品的毛利率明细，但披露了农化产品整体的毛利率情况，因此与其农化产品的整体毛利率进行比较。Platform 于 2015 年 2 月完成收购 Arysta 公司，从而使得当年农药业务达到 17.42 亿美元，占整体业务比例达 68.50%；2015 年 12 月收购特种化学品公司 Alent，使得 2016 年全年农药业务占比下滑至 50.64%。2015 年以前农药产品占比较小，数据不具有可比性，已在计算 2014 年行业平均值时予以剔除；

（4）American Vanguard 对应数据为其农化产品毛利率；

（5）诺普信对应数据为三大农药产品（杀虫剂、杀菌剂、除草剂）的毛利率；

（6）龙灯化学、Kumiai Chemical、American Vanguard、诺普信等几家公司业务规模相对 ADAMA 较小，且不同于 ADAMA 的全球化经营，其业务范围主要集中在特定区域，如 American Vanguard 业务主要集中在北美，诺普信主要集中在中国等。

从以上可比公司数据来看，行业历史年度销售毛利率水平整体保持稳定状态，稳中略有上升，标的公司毛利率水平与与同行业可比公司毛利率基本接近。结合可比公司销售毛利率状况，标的公司预测期毛利率水平保持基本不变具备合理性。

（四）评估师核查意见

经核查，上市公司结合同行业可比公司毛利率情况、ADAMA主要产品预测销售单价、单位成本变动情况等对标的公司预测期毛利率水平保持基本不变的依据以及合理性进行了分析并进行了补充披露，预测期毛利率水平保持基本不变具备合理性。

五、《反馈意见》第20条：申请材料显示，1) ADAMA预计2016年7-12月营业收入、净利润分别为143,252.37万美元、-2,370.86万美元。2) ADAMA预计2017年至2021年净利润分别为14,767.5万美元、17,332.19万美元、22,241.68万美元、30,747.94万美元、38,869.02万美元，预计2018年至2021年净利润增长速度分别为17%、28%、38%、26%。请你公司：1) 补充披露ADAMA预计2016年7-12月营业收入、净利润的实现情况。2) 结合行业发展情况、主要竞争对手经营情况、主要产品市场规模及份额变动情况、当前生产经营现状、未来生产计划，补充披露预测ADAMA预测净利润的判断依据以及合理性。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

答复：

（一）ADAMA预计2016年7-12月营业收入、净利润的实现情况

1、根据ADAMA经审计的财务报表（中国会计准则）显示，2016年全年实现307,394.70万美元，实现净利润16,467.00万美元，其中归属于母公司股东的净利润为16,232.80万美元，超过标的公司预测净利润2,488.56万美元。

2、按照标的公司预测口径对比

根据标的公司国际会计准则至中国会计准则的转换情况，由于标的公司的营业税金及附加主要为标的公司依据中国会计准则自营业收入、营业成本和销售费用（国际会计准则）账务调整产生，相应的收入成本及销售费用调整额与营业税金及附加总金额一致，不影响最终损益。标的公司在收益预测中仍然采用国际会计准则下预测的营业收入及销售费用。因此，按照国际会计准则口径对比2016年7-12月营业收入及净利润完成情况，具体如下：

表7 2016年7-12月营业收入及净利润完成情况（按国际会计准则对比）

单位：万美元

项目	预测值	实际完成	差额	完成率
收入	143,252.37	140,924.30	-2,328.07	98.37%
净利润	-2,370.86	117.70	2,488.56	
归属于母公司股东的净利润	-2,370.86	117.70	2,488.56	

根据上表可知，标的公司2016年7-12月实现营业收入140,924.30万美元，完成预测目标的98.37%。

（二）结合行业发展情况、主要竞争对手经营情况、主要产品市场规模及份额变动情况、当前生产经营现状、未来生产计划，补充披露预测ADAMA预测净利润的判断依据以及合理性

根据标的公司的相关数据，标的公司2017年-2021年预测的营业收入及净利润情况如下表所示：

表8 标的公司2017年-2021年预测的营业收入及净利润情况

单位：万美元

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业收入	321,251.81	350,378.38	380,996.84	419,123.96	453,992.11
收入增长率	3.80%	9.07%	8.74%	10.01%	8.32%
净利润	14,767.50	17,332.19	22,241.68	30,747.94	38,869.02
净利润增长率	7.45%	17.37%	28.33%	38.24%	26.41%

根据标的公司的经营规划及预测数据，预测期的净利润增长主要

由于收入增长以及毛利率和期间费用占收入比例有所改善等因素的驱动。下表为标的公司预测期的毛利率、期间费用占收入比例等指标情况：

表9 标的公司2017年-2021年各项指标变动情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2017 年至 2021 年变动
销售净利率	4.60%	4.95%	5.84%	7.34%	8.56%	+3.96%
毛利率	32.86%	32.74%	33.08%	34.01%	34.61%	+1.74%
销售费用及管理费用占收入比例	22.75%	22.46%	22.13%	21.75%	21.45%	-1.30%
财务费用占收入比例	3.89%	3.71%	3.34%	2.95%	2.47%	-1.42%

以下从收入、毛利率指标、费用率指标等相关方面具体分析：

1、收入的预测依据及合理性分析

（1）收入预测依据

1）标的公司历史年度经营表现超过行业平均增长，且居同行业可比公司前列

根据标的公司国际会计准则下的相关数据，2000年销售收入为85,629.50万美元，至2015年该公司实现销售收入达306,387.00万美元，年复合增长率约为8.87%。而同期全球作物保护业务收入自2000年的289.44亿美元增长至2015年的512.10亿美元，年复合增长率约为3.88%（根据Phillips McDougall的统计数据）。

由于行业周期原因，2015年农药企业陷入周期低谷，收入均呈现出不同程度的负增长。而标的公司实行了一系列的营销举措，进一步完善其全球营销和分销网络，从而有效地与终端客户直接沟通，推行企业的产品和解决方案，也使得近几年标的公司在主要的农药企业中业绩表现较好。具体如下图所示：

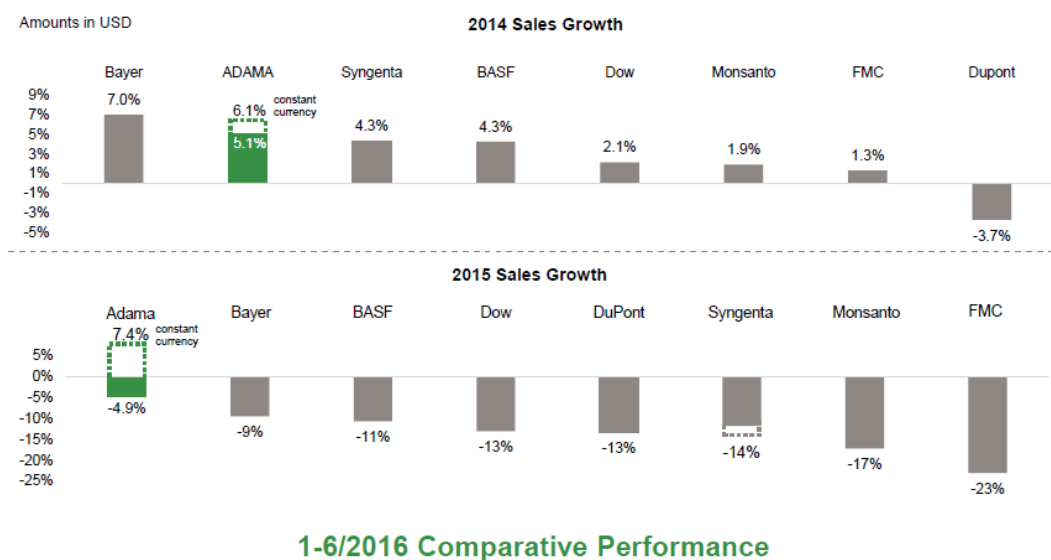
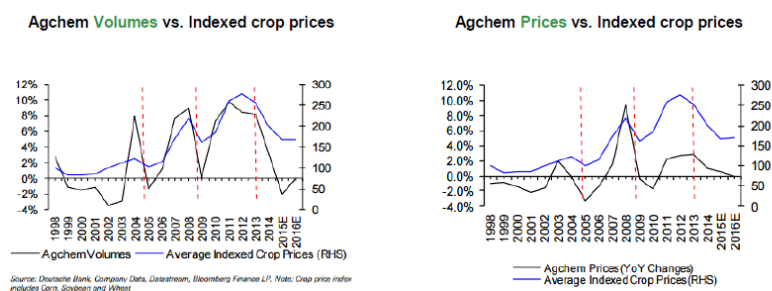


图2 2014年以来标的公司与主要农药企业收入表现对比

注：（1）2014 年 Dow 和 DuPont 的数据为作物保护与种子业务；（2）2015 年 DuPont 的数据为作物保护与种子业务；（3）DuPont 农化业务收入为 J.P.Morgan 的估计数，Dow 的数据反映了出售 AgroFresh business 和收购 Coodetec 的影响，Monsanto 的数据为截止 2016 年 5 月的半年数据，FMC 的数据模拟合并了 Cheminova 收入。

数据来源：ADAMA

2) 由于周期性影响，标的公司预计2016年下半年农作物价格将趋于稳定，之后将逐步回升，从而对农药产品带来有利影响。



Source: Deutsche Bank Pan European Chemicals (December 2015)

图3 农化产品销量和价格与作物价格指数的对比分析及预测

从上图来看，农作物产品价格与农药产品销量以及销售价格的增长存在较为明显的相关性，一般情况下，农作物产品价格上涨将增加农户种植的积极性，从而增加对农药的需求。根据主要研究机构及标的公司管理层的分析，由于周期性影响，标的公司预计2016年下半年农作物价格将趋于稳定，之后将逐步回升，从而对农药产品带来有利影响。

3) 未来农药行业需求分析

尽管农药行业短期内存在波动，但从长期来看农药市场整体将呈现稳步上涨态势。主要原因有如下几点：

①全球人口持续上涨，增加对粮食等农产品的需求，而农产品的生长离不开种子、耕地、农药和化肥等方面

根据世界银行数据，全球人口总数在2000年约为61.18亿，至2015年全球人口增长到73.47亿，增加了近12.29亿人口，年复合增长率1.23%。根据联合国Department of Economic and Social Affairs的报告，预计至2030年全球人口将达到85亿，至2050年将达到97亿，至2100年将达到112亿左右。

随着人口的增长，未来粮食等农作物产量的增长也需要保持同步，而在最大化农作物产量满足人口增长需求的过程中，农药、化肥等将起到举足轻重的作用。

②耕地面积的有限使得种子、农药、化肥等各方面对农作物产量以及单位产量的提高将变得尤为重要

根据主流研究机构的研究，粮食的生产需要依赖耕地资源，耕地资源有限，粮食需求的增长难以完全依靠耕地面积的增长来满足；全球粮食耕种面积2000年为6.7亿公顷，至2013年增长至7.2亿公顷，年均复合增长率0.5%，不仅低于粮食需求增长速度，甚至低于人口增长

速度。这就需提升农业的精细化程度，通过改良种子，提升化肥效能和加强作物生长保护等措施，来提升耕地的单位产量。

而全球气候等环境的多样化，相比以前简单的农业生态系统农作物更容易被病虫害袭击，为了应对人类的需要、保持高水平的粮食产出，就需要持续进行作物保护。（摘自《Crop losses to pests》，Journal of Agricultural Science , 2006）

③环保要求的提高，新型低毒、高效农药的上市将陆续替代前期的高毒农药市场

世界农药产品总的发展趋势是开发高活性、高安全性、高效益和环境友好的品种。近年来各国都加强了对农药行业的环保要求，比如印度农业部要求自2018年1月1日起完全禁止苯菌灵等12种农药、韩国食品医药品安全厅将使用农药残留肯定列表制度、巴西环保署于2017年2月在联邦官方公报上发表了《第2号规范化指令》、乌拉圭牧农渔业部宣布禁止使用甲基谷硫磷等四种高毒产品、我国于2017年2月通过了《农药管理条例（修订草案）》等。日益严格的农药政策要求全球的农药公司都必须不断开发新型低毒、高效农药，预计将带来新的增长点。

4）未来生产经营计划及业务增长的驱动因素分析

根据Phillips McDougall的研究分析（2016年5月），预计2020年全球作物保护市场规模将达到586.20亿美元，标的公司预计的2020年作物保护业务规模将达到39.79亿美元，占全球作物保护市场的6.79%，相比于2016年的市场份额（5.76%）上升约1.03个百分点。在农药行业长期向好、未来行业进入新的增长周期情况下，标的公司将不断基于如下几个方面进一步发展，以实现未来业务的增长以及市场份额的提升：

①历史年度标的公司在产品组合策略、差异化产品策略、直接向农户提供解决方案等的驱动下市场份额得到较大提升，预计随着竞争优势的持续发挥，市场份额将得到有效提高

根据Phillips McDougall和标的公司的作物保护业务数据计算ADAMA作物保护业务市场份额情况，如下图所示：

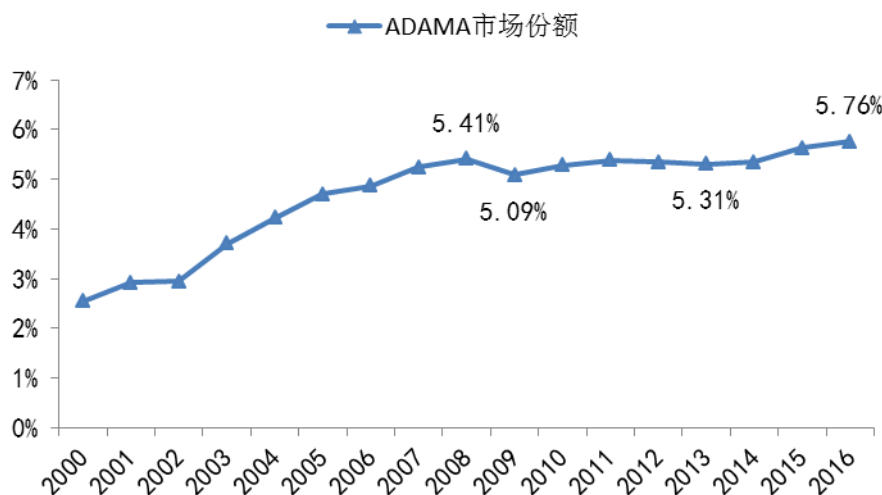


图4 2000-2016年ADAMA作物保护业务市场份额情况

从上图来看，ADAMA在2008年以前市场份额快速上升，2009年-2013年市场份额相对稳定，稳中略有上升；从2013年至2016年来看，市场份额进一步提高，2016年相比2013年增加约0.45个百分点。标的公司在全球拥有七个注册中心，主要分布在欧洲、以色列、美国和亚洲等，在100多个国家拥有农药产品注册能力。标的公司产品定位于安全、低毒、低残留的品种，在未来农药行业复苏、环保趋严的情况下，将具有一定竞争优势。标的公司预计将随着经营策略的持续运行，市场份额将得到进一步提升。

②不断开发新的农药有效成分、新制剂类型，进一步增加产品注册登记，以丰富标的公司的产品混合组合策略（Hybrid Portfolio）。

近年来标的公司将原有的产品组合策略上升至产品混合组合策略（Hybrid Portfolio），为农户提供广泛的、差异化的产品组合，在

此基础上对产品组合进行了划分——主要分为新颖/创新型、差异化、高端非专利产品、低端非专利产品等四类。按照该分类划分的历史年度各产品组合对收入的贡献情况如下表所示：

表10 2012年-2016年标的公司各产品组合对收入的贡献

产品组合类别	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
新颖/创新型产品	8%	8%	8%	8%	9%
差异化产品	7%	10%	12%	12%	14%
高端非专利产品	22%	22%	23%	25%	25%
低端非专利产品	63%	60%	57%	55%	52%

注：新颖/创新型产品，指具有创新分子、创新制剂、独特化学成分、受保护的知识产权以及创新服务等产品，一般呈现出差异化、高毛利率、高附加值、市场首例等特点；差异化产品，指具有注册优势、独特的农业实践、独有市场、一定产品品牌价值等的产品，一般呈现出差异化、高毛利率、高附加值等特征；高端非专利产品，指非差异化、产品毛利率超过 40%、产品价格具有竞争力的产品；低端非专利产品，指非差异化、产品毛利率较低的产品。

标的公司在2016年年初整合了营销和产品战略职能，并建立了一个全新的组织架构，用于帮助公司的商业与产品策略的实施；在创新、研发和注册职能方面，标的公司也采用了新的组织架构，预计将会促进公司研发战略与未来增长引擎发展相一致。2016年标的公司进一步扩张建设研发基础设施，包括在中国南京启动了先进研发中心和以色列Neot Hovav建立全新的全球研发中心等。人员方面，标的公司不断寻求许多关键的资深领导人员的加入，特别是在研究和法规事务方面，为标的公司的团队带来了重要的能力和经验。标的公司计划通过固定资产的投资、产品研发与注册等进一步推行产品组合策略，预计至2021年新颖/创新型产品、差异化产品等产品组合对收入的贡献将分别达14%和19%，从而推动业务收入的增长。

③发展中国市场业务，创造新的业务增长点

根据Phillips McDougall的研究分析（2016年5月），中国作物保护市场自2010年的32.41亿美元增长至2015年53.65亿美元，年复合增长率达到10.61%，预计至2020年中国作物保护市场将达到67.54亿美元，年复合增长率达4.71%。根据标的公司的研究分析，中国农药市

场是一个高度分散且渗透率较低的市场，其中单一公司市场份额不超过10%，而跨国公司合计业务规模仅占整体市场的23%左右，这将有利于ADAMA公司进入并迅速扩张自身的市场份额，同时享受市场高速增长的机遇。

标的公司于2011年10月被农化新加坡收购，从而成为中国农化的控股子公司。随着中国农化整体农化板块的发展，目前ADAMA已与中国化工农化总公司成员企业逐渐形成了良好的业务合作，是目前唯一一家与中国的农化公司进行深度合作的全球性农药公司。此外，标的公司也在不断加强自身的业务能力，2016年ADAMA中国业务规模超过2000万美金，比2015年增长超过一倍。

市场方面，标的公司将中国市场进行了细分，并根据对各个地区市场的分析，有针对性地制定了市场的开展计划。预计在2016年底销售网络覆盖中国的19个省、自治区或直辖市，预计至2019年业务将基本覆盖中国所有的省、自治区或直辖市。

生产和研发设施方面，标的公司已在南京建立全球研发中心，便于引进国内外先进技术；标的公司正在江苏淮安建设制剂工厂，并拟在江苏淮安建设多用途合成工厂。随着上述项目的顺利投产，江苏省优越的地理位置，将使标的公司业务在各方面得到优化——全球供应链条的缩短、库存快速周转、客户服务的改善、减少现有的运输成本（现有路线主要通过以色列对外销售），从而进一步增加标的公司的竞争优势。

（2）结合行业发展情况分析标的公司收入预测的合理性

1）行业当前发展状况

由于较多国家分销商库存较高、美元的强势、主要商品作物价格的疲软、草甘膦价格疲软，以及尽管亚洲季风有所改善但厄尔尼诺现

象仍然影响着多个国家，根据Phillips McDougall的估计(2017年3月)，2016年全球作物保护（农药）市场规模达到499.20亿美元，同比下降2.5%。根据标的公司公布的2016年年报显示，2016年作物保护业务收入达28.77亿美元(ADAMA作物保护业务收入占总收入比例约94%)，比2015年减少0.2%，超过全球平均增速约2.3个百分点。

对比2000年-2016年全球作物保护与ADAMA作物保护业务，ADAMA业务发展情况与全球作物保护业务发展趋势基本一致，除个别年份ADAMA业务增速较全球市场增速略低之外，ADAMA业务增速基本快于全球市场增速水平。具体如下图所示：

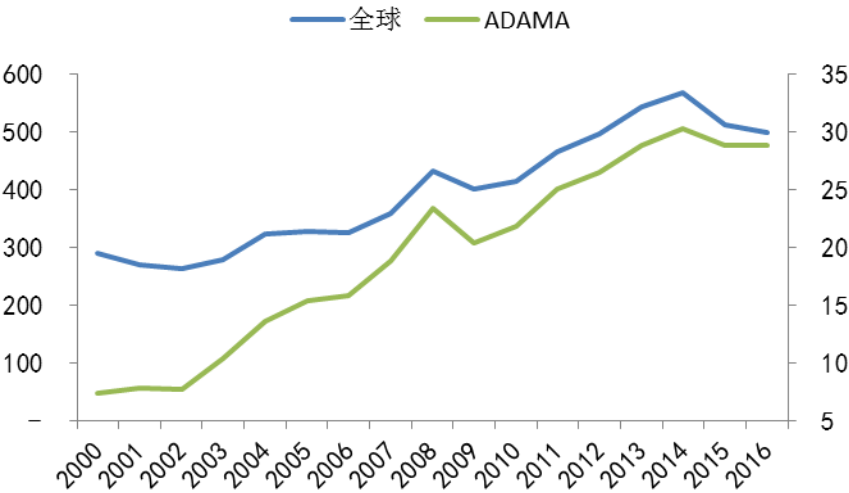


图5 2000-2016年全球市场与ADAMA作物保护业务规模对比

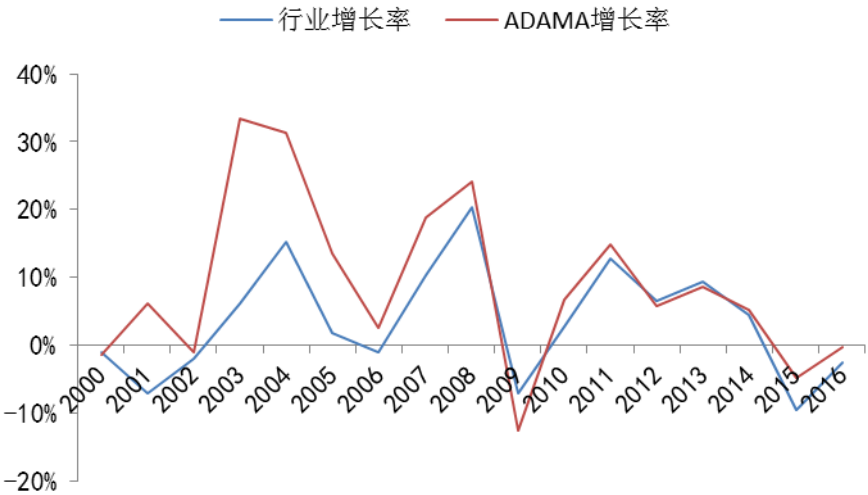


图6 2000-2016年全球市场与ADAMA作物保护业务增速对比

数据来源：The newsletter of PhillipsMcDougall – AgriService, ADAMA年报

2) 行业周期发展情况

农药行业的周期性与农产品的价格较为相关，根据1992年以来的主要农作物产品价格走势与农药行业增长率对比来看，在农作物产品价格上涨阶段，农药行业增速一般会有所加快。详见下图：

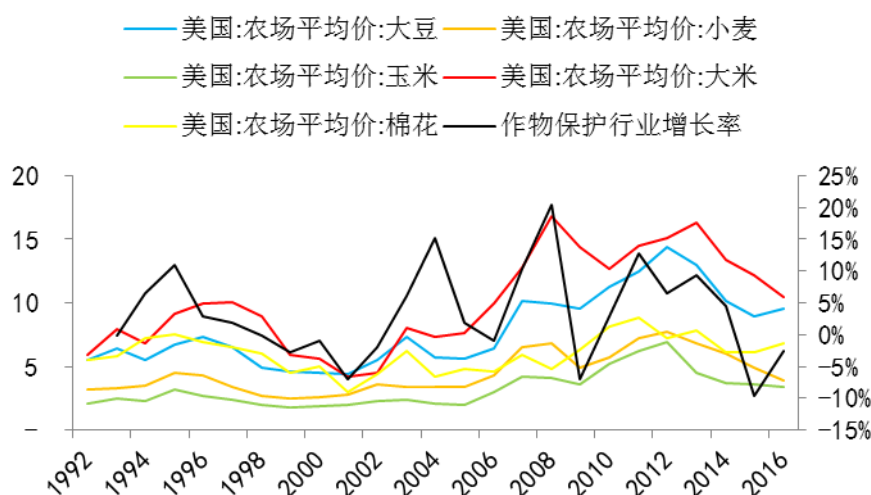


图7 1992年以来农作物价格与作物保护行业增长率

数据来源：美国农业部，PhillipsMcDougall

注：大豆、小麦、玉米平均价单位为“美元/蒲式耳”，大米平均价单位为“美元/英担”，棉花平均价为“美元/0.1 磅”。

由于行业周期的研究一般需要对大量的历史数据进行分析，现有的关于行业周期的分析并不多。根据查询：

①Phillips McDougall在2015年8月的一份市场研究报告中，对常规作物保护市场的增长按照每10年进行了统计分析，统计分析结果如下表所示：

表11 1960年以来常规作物保护市场年增长情况

Period	Average Sales Growth % per annum	
	Real Terms	Nominal
1960-1969	+10.2	+12.3
1970-1979	+7.6	+15.9
1980-1989	+2.5	+5.9
1990-1999	+0.1	+2.5
2000-2009	-0.8	+6.2
2010-2014	+7.8	+8.2

②《山东农药信息》（2013年11期）中的一篇文章《农药行业周期性增长明显》中提到“有统计显示，农药需求周期一般在3年到5年左右，每两个“小年”后会出现一个‘大年’。”

③根据查询，国内外主要行业研究机构认为行业在2015、2016年处于萧条期，随着农产品价格企稳或反弹，预计2017年开始农药行业将逐步开始复苏，进入上升的周期。具体情况如下表所示：

表12 主要研究机构对农药行业的研究观点

序号	研究机构	时间	研究报告名称	观点
1	长城证券	2017年4月	从全球大型农药公司财报看国内农药行业投资机会	全球农药市场历经两年熊市，已现曙光：2016年，全球农用农药销售额为499.85亿元，同比下滑2.5%，但降幅较2015年的-8.5%大幅收窄。全球农药销售额已持续了两年负增长，但2016年下半年特别是四季度，全球前十大农药企业中，除杜邦和富美实以外，其他8家公司的收入同比变化已出现降幅收窄或由负转正，其中：先正达、巴斯夫、陶氏化学、安道曼和纽发姆的农药业务收入增速已实现正增长；拜耳和孟山都的农药业务收入降幅已大幅收窄。我们判断：全球农药市场在经历了2015年和2016年的持续萧条后，目前已开始触底回暖，行业已初现曙光。
2	Phillips McDougall	2017年3月	2017年作物保护市场展望	农作物产品价格对农业收入有重大影响，也因此影响作物保护产品的投入。2013和2014年玉米和大豆的大丰收以及2014年小麦的丰收，导致了作物库存的高涨和农产品价格的下降，从而影响2015-2016年农业的盈利能力。基于全球各地区的种植面积、库存、农产品价格等综合考量，预计全球市场将在2017年有积极增长，增速可能在1%~2%之间。
3	中信建投	2017年3月	农药行业深度：农药景气周期	一方面，原油价格与农产品价格历来有比较高的相关性，原油价格步入上涨通道，农产品价格大概率触底反弹；小麦、大麦、玉米、大米、花生的价格已近10

			重启，细分农药标的起飞	年来的价格底部，未来大概率触底回升，而大豆、菜籽油、糖、棉花、橡胶等价格在近期回升，表明价格底部基本探明。国际农产品行情的好转，有助于对农药需求形成底部支撑；另一方面，全国农作物总播种面积的增长速度虽然持续下滑，但是 2015 年已经达到历史最高的 166000 千公顷，预计 2016 年有望达到 167000 千公顷，播种面积的持续增加表明农药的刚性需求比较稳定，底部安全边际构筑明显。
4	东北证券	2017 年 3 月	基础化工周报：农药行业需求回暖，密切关注成长股反弹	出口需求回暖叠加补库存周期，推荐农药板块。2016 年末以来，全球农产品价格逐步回暖，食品价格指数触底反弹。同时，跨国公司库存处于低位，将刺激 2017 年农药需求大幅回暖。
5	东北证券	2017 年 3 月	农药复苏大势所趋，细分品种迎爆发拐点	农药行业大势上升，2017 年全行业复苏可期。需求端的农产品价格以及全球食品价格指数均出现触底反弹迹象，且国际农化巨头去库存阶段已基本结束，进入新一轮补库存周期。
6	兴业证券	2016 年 12 月	布局三大主线，迎接农药行业景气复苏	海外农化巨头去库存接近尾声，后续全球粮价有望底部向上，带动农药需求恢复增长。农药行业景气历经近两年多低迷之后，海外巨头去库存渐近尾声，行业需求引来恢复性增长。中长期视角来看，我们分析作物价格与农药行业经营变化高度相关，目前全球粮价处底部区域，后续在油价企稳向上、全球大豆及玉米供需格局改善背景下，粮价有望底部向上。

从上述行业周期性分析来看，标的公司预测其自 2017 年开始作物保护业务收入增速逐渐恢复，与主要研究机构的观点基本一致。

（3）结合标的公司当前生产经营现状分析标的公司收入预测的合理性

根据标的公司国际会计准则下的财务数据，2016 年标的公司实现销售收入约 30.70 亿美元，同比增长 0.2%，基本实现 2016 年的收入预计目标，主要得益于标的公司不断加大市场渗透力度、发布新产品和差异化产品、优化产品组合。具体到各地区的情况如下：

表13 标的公司2016年销售额分布情况

单位：亿美元

分地区	2016 年	2015 年	以美元固定汇率	以美元实际汇率
-----	--------	--------	---------	---------

			折算的变动率	折算的变动率
欧洲	10.42	11.16	-0.7%	-6.7%
北美	6.04	5.73	+5.9%	+5.5%
拉美	7.39	7.36	+0.4%	+0.5%
亚太	2.92	2.73	+10.1%	+6.9%
印度、中东及非洲	3.93	3.66	+11.4%	+7.5%
合计	30.70	30.64	+3.2%	+0.2%

1) 欧洲地区

以美元实际汇率折算，欧洲地区2016年的销售额比2015年同期减少了6.7%；若以美元固定汇率折算，欧洲地区2016年的销售额则减少0.7%，主要受到上半年较为寒冷的气候条件的影响以及销售成本降低引起的产品销售价格下降的影响，其中大部分不利影响被高毛利率产品的销量增长所抵消。

2016年欧洲地区的气候条件较为严峻、西欧收成欠佳、农业市场持续低迷，但标的公司在大部分欧洲市场仍然表现较好，并继续推出新产品和差异化产品。全年经营亮点主要包括：①由于东欧油菜及谷物对除草剂的需求旺盛，秋季谷物除草剂产品组合的表现尤为优异，包括CODIX[®]（特殊广谱型除草剂混配）、TRINITY[®]（供谷物防治杂草且由三种活性成分合成的特殊混配）和HEROLD[®]（供冬小麦和冬大麦使用的差异化广谱型除草剂）。此外，2016年第4季度市场对RACER[®]（领先的向日葵除草剂）、OPTIMUS[®]（谷物的植物生长调节剂）以及MAVRIK[®]（特殊的广谱型杀虫剂）等的需求也较为稳固。②在乌克兰，标的公司通过提供金融解决方案帮助农户在波动的软性大宗商品和货币市场上寻求稳定性和可预测性，从而得到较好发展。

2) 北美

按美元实际汇率折算，北美地区2016年的销售额与去年同期相比提高了5.5%；若以美元固定汇率折算，北美地区的销售额在全年则提高了5.9%。销售额增长主要系高毛利率的产品销量大幅提高所致。

2016年标的公司继续推动其产品组合开发工作，年内推出了其专有的杀线虫剂——Nimitz[®] Pro G；新注册了众多有望2017年在美国市场面世的产品，比如CORMORAN（用于苹果和梨的特殊混合杀虫剂）；此外，标的公司在2016年进一步扩大其从沙隆达和安邦为美国市场采购产品的力度，除了目前已上市的PARAZONE[®]和ETHEPHON外，标的公司正准备推出ACEPHATE 97（乙酰甲胺磷）。未来，标的公司将继续提高其业务品质，将产品组合转型为差异化更高的高附加值产品，通过重视关键客户和作物来推动标的公司的市场份额得到提升，同时降低当地制剂制造成本。

3）拉美

以美元实际汇率折算，与去年同期相比，2016年销售额提高了0.5%；若以美元固定汇率折算，拉美的销售额在2016年则提高了0.4%。全年销售额的微增主要由于高毛利率产品的销售量上升所致，但销售成本的下降导致销售单价的下滑抵消了部分增长。主要经营情况如下：

2016年巴西农化市场整体有所下滑，但标的公司通过改善产品组合仍然实现了增长，2016年四季度在巴西境内销售的众多关键产品取得良好的业绩，其中包括独特的混合杀虫剂GALIL[®]、生物刺激剂产品组合（比如ExpertGrow[®]，一种三重功效高效产品）；2016年，标的公司在巴西充分落实了其SOMAR分销计划，旨在为标的公司的分销商提供支持，增强客户亲近关系，同时推广公司的关键产品。

此外，虽然在2016年第4季度农业市场条件仍颇具挑战性，但标的公司在阿根廷、厄瓜多尔、智利、哥伦比亚以及哥斯达黎加的业务均取得增长。其中：BREVIS[™]（创新专利产品，有利于培养出个头更大且更均匀的水果）在智利表现优异；NIMITZ[™]（专有杀线虫剂）

在墨西哥取得良好的业绩。

4) 亚太地区

按美元实际汇率折算，2016年全年销售额相比2015年提高了6.9%；若按美元固定汇率折算，亚太地区2016年销售额则比去年提高10.1%。亚太地区的增长主要是由于2016年全年（澳大利亚和新西兰尤为明显）以及第4季度（尤其在东南亚部分区域）销售量大幅提升所致。

亚太地区全年共推出了40个新产品，第四季度共获得了8个新产品，包括SKOPE[®]（在澳大利亚注册，用于棉花作物昆虫控制的独特混配）、CORMORAN[™]（在澳大利亚注册，用于苹果和梨中控制咀嚼和吸吮害虫的独有混配）、PLETHORA[®]（在韩国注册，用于水果的差异化杀虫剂产品）以及BREVIS[®]（在新西兰注册，用于水果）；此外，在澳大利亚，标的公司成功推出了Reef Aware应用程序（为种植甘蔗的农户开发的数字决策支持工具），在BOBCAT[®]i-MAXX[™]（新型差异化甘蔗除草剂产品）的强劲表现中发挥了重要作用。

具体到中国市场：

2016年标的公司进一步建设与其商业运营相关的基础设施、发布标的公司品牌、招聘并培训销售团队、确定市场进入方式以及建立领导团队等，上述工作也产生了较好的结果，销售额在全年得到大幅增加。

截至目前，标的公司即将完成位于淮安的全新、先进的全球制剂与包装中心的建设，预计将在未来几个月内启动运营；于2015年在南京开设的研发中心则进一步扩大了业务，增加了团队成员并丰富了更先进的产品。预计上述中心将成为标的公司在中国和全球发展的重要基础。

2016年标的公司与中国农化旗下其他经营实体的合作也得到进一步发展，标的公司的全球商业网络进一步扩大了自中国农化旗下其他经营实体采购活性成分（或原药）的规模，全年采购量同比增长超过一倍。此外，标的公司和中国农化旗下实体的销售团队将在2017年携手合作，进一步发展农化业务。

5) 印度、中东及非洲

按美元实际汇率折算，该地区2016年销售额相比去年同期增长了7.5%；以美元固定汇率折算，销售额在全年则提高了11.4%。主要由于持续推出新产品和差异化产品，销量大幅提高所致（主要在印度）。

尽管气候条件严峻、印度卢比、南非兰特和土耳其里拉等币种贬值，但标的公司不断优化其产品组合，并推出适用于甘蔗的差异化除草剂产品——TAMAR[®]，为标的公司第四季度在印度取得较好业绩提供了支撑；在土耳其市场上，标的公司主要受益于用于甜菜的产品组合以及自2015年该产品发布后的良好态势。

从标的公司当前生产经营现状来看，整体经营表现良好，也有较多亮点，基本符合标的公司的预期。

（4）结合主要竞争对手经营情况分析标的公司收入预测的合理性

近两年农药市场低迷主要受到行业周期的影响，与前几大农药企业相比，近三年（2014年-2016年）ADAMA农药业务收入增长表现较好，增长率居行业前列，体现了其在行业中较为领先的市场地位和经营能力。具体如下：

表14 2014年-2016年全球主要农药企业作物保护收入及增长情况

单位：亿美元

序号	公司名称	2014 年		2015 年		2016 年	
		收入规模	同比增长	收入规模	同比增长	收入规模	同比增长

1	Syngenta	118.47	3.80%	104.60	-11.71%	100.41	-4.01%
2	Bayer	111.42	6.95%	100.89	-9.45%	94.78	-6.06%
3	BASF	72.32	4.18%	64.59	-10.69%	61.67	-4.52%
4	Dow Agro Sciences	56.86	2.95%	49.28	-13.33%	46.36	-5.93%
5	Monsanto ⁽¹⁾	48.97	1.94%	43.29	-11.60%	34.96	-19.24%
6	DuPont	36.90	3.71%	30.11	-18.40%	28.74	-4.55%
7	ADAMA	30.29	5.32%	28.84	-4.79%	28.77	-0.24%
8	FMC ⁽²⁾	34.00	4.71%	26.15	-23.09%	22.75	-13.00%
9	Nufarm ⁽³⁾	23.22	1.09%	19.73	-15.03%	21.32	8.06%
10	Sumitomo Chemical	20.50	1.49%	18.43	-10.10%	-	-
11	Platform ⁽⁴⁾	21.71	-	18.29	-15.75%	18.16	-0.72%
12	UPL ⁽⁵⁾	17.55	9.21%	18.23	3.87%	-	-

注：（1）Monsanto 数据为截止当年 11 月末的 12 个月数据；（2）FMC 的数据包含其收购的 Cheminova；（3）Nufarm 数据为截止次年 1 月末的 12 个月数据；（4）Platform 数据包含其收购的 Arysta，其中 Platform 于 2014 年收购 Chemtura、Agriphar 以及 Arysta。根据 Phillips McDougall 的研究报告，仅能查询到 Arysta 的销售数据，数据显示 Arysta 于 2014 年实现收入约 15.99 亿美元比 2013 年（销售金额达 15.01 亿美元）增长 6.5%；（5）由于 UPL 尚未公布完整版年报，根据 UPL2016 年度（截止 2017 年 3 月 31 日的 12 个月）财务数据，UPL 整个农化板块 2016 年实现收入 1,619.60 亿印度卢比（按 2017 年 3 月 31 日美元兑印度卢比折算，约 24.97 亿美元），同比增长 15.93%。

数据来源：Phillips McDougall，公司年报

从2016年可比公司的经营情况来看，除Monsanto作物保护业务进一步下滑外，其余公司业务下降幅度都有所收窄，部分公司（如Nufarm）甚至实现了正的增长，一定程度上证明了农药行业开始呈现企稳或复苏迹象。

（5）结合标的公司主要产品市场规模及份额变动情况分析标的公司收入预测的合理性

下表统计了2013年以来标的公司主要产品市场规模及份额情况：

表15 2013年以来标的公司主要产品市场规模及份额情况

单位：百万美元

所属	产品分类	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
ADAMA	除草剂	1,593	1,618	1,539	1,513
	杀虫剂	712	762	690	724

	杀菌剂	572	649	655	640
	作物保护业务合计	2,876	3,029	2,883	2,877
全球	除草剂	23,689	24,135	21,644	-
	杀虫剂	14,907	16,147	14,330	-
	杀菌剂	13,986	14,674	13,713	-
	其他	1,626	1,699	1,523	-
	作物保护业务合计	54,208	56,655	51,210	49,920
市场份额	除草剂	6.72%	6.70%	7.11%	-
	杀虫剂	4.77%	4.72%	4.82%	-
	杀菌剂	4.09%	4.43%	4.77%	-
	作物保护业务合计	5.31%	5.35%	5.63%	5.76%

注：2013 年、2014 年全球除草剂、杀虫剂、杀菌剂及其他的市场规模依据 Phillips McDougall 统计的除草剂、杀虫剂、杀菌剂及其他占比计算得出；2016 年全球按产品分类的数据尚未公布。

数据来源：Phillips McDougall，ADAMA 年报

数据显示，2013年以来标的公司作物保护业务占全球总体市场份额逐年有所增加，具体到主要产品来看：标的公司的除草剂、杀虫剂的市场份额在2013-2014年基本稳定，2015年得到快速增长；杀菌剂的市场份额在2013年-2015年逐年快速增加。由于2016年全球分产品类别的市场规模尚未公布，依据Phillips McDougall（2017年3月）对全球作物保护业务市场规模的估算，标的公司的作物保护业务市场份额进一步得到提高。

综上所述，标的公司结合其历史发展情况、对行业复苏的分析、对行业长期需求和发展趋势的判断以及未来自身业务增长的驱动因素等对标的公司未来业务收入进行预测，结合行业及主要竞争对手最新发展情况、标的公司当前生产经营现状、标的公司的主要产品市场

份额变动情况等，标的公司预测其未来业务随着行业的复苏、差异化产品策略和竞争优势的持续保持、中国业务的快速发展等因素而实现业务增长的逻辑具备合理性。

2、毛利率指标的预测依据及合理性分析

参见《反馈意见》第19条的答复。

3、销售费用及管理费用占收入比例的合理性分析

根据标的公司的相关数据，标的公司2017年-2021年预测的销售费用与管理费用合计以及占收入比例情况如下表所示：

表16 ADAMA预测期间销售费用与管理费用合计占收入比例情况

单位：万美元

年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	321,251.81	350,378.38	380,996.84	419,123.96	453,992.11
销售费用与管理费用合计	73,089.68	78,698.26	84,318.37	91,161.86	97,377.07
占收入比例	22.75%	22.46%	22.13%	21.75%	21.45%

(1) 历史期销售费用与管理费用情况

根据经审计的财务数据，ADAMA2013年至2016年的销售费用与管理费用合计占收入比例如下表所示：

表17 ADAMA 2013年至2016年销售费用与管理费用合计占收入比例

单位：万美元

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
收入	307,942.40	322,467.00	306,715.40	307,394.70
销售费用及管理费用合计	66,469.00	70,701.80	65,569.00	67,933.30
占收入比例	21.58%	21.93%	21.38%	22.10%

由于ADAMA一直坚持费用控制，历史年度销售费用与管理费用合计以及占收入比例相对稳定，标的公司根据对行业的分析及生产经营计划，预计未来年度销售费用与管理费用合计规模将逐年增长，而由于行业复苏原因，2017年-2018年的销售费用与管理费用合计占收入比例相对较高，随着业务的增长、费用控制措施的持续进行以及费用中固定成本的规模效应等原因，预测期该比例将有所下降。总体而

言，预测期的销售费用与管理费用合计占收入比例与历史期水平基本相当。

（2）结合同行业费用率情况说明预测的合理性

经筛选整理，根据主要的可比公司（包括Syngenta、FMC、Nufarm、Platform、龙灯化学、Kumiai Chemical、American Vanguard、诺普信等，该等公司农药业务占总业务比例超过50%）公布的年度报告相关数据进行计算，可比公司销售费用与管理费用合计占收入比例情况如下表所示：

表18 可比公司与ADAMA的销售费用及管理费用合计占收入比例情况

公司	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	报表日
Syngenta	31.43%	31.96%	33.76%	36.25%	12 月 31 日
FMC	19.54%	21.98%	26.91%	20.44%	12 月 31 日
Nufarm	20.21%	20.23%	21.17%	22.93%	7 月 31 日
Platform	-	-	36.20%	33.68%	12 月 31 日
龙灯化学	30.22%	28.27%	32.68%	17.17%	12 月 31 日
Kumiai Chemical	18.02%	16.72%	15.58%	16.15%	10 月 31 日
American Vanguard	30.34%	36.09%	34.69%	34.52%	12 月 31 日
诺普信	31.04%	26.95%	34.23%	44.89%*	12 月 31 日
平均值	25.83%	26.03%	29.40%	28.25%	
ADAMA	21.58%	21.93%	21.38%	22.10%	

注：（1）Platform 于 2015 年 2 月完成收购 Arysta 公司，从而使得当年农药业务达到 17.42 亿美元，占整体业务比例达 68.50%；由于 2015 年 12 月收购特种化学品公司 Alent，2016 年全年农药业务占比下降至 50.64%。2015 年以前农药产品占比较小，数据不具可比性。

（2）部分公司研发费用单独列示在损益表或利润表中，科目设置一般为“Research and development expenses”，在计算上述比例时将该研发费用一并计算在内。

（3）诺普信 2016 年公司股票期权与限制性股票激励计划终止实施及注销后，原本应在剩余等待期内确认的股份支付费用 2.23 亿在 2016 年加速提取，在计算销售费用及管理费用合计占收入比例时剔除了股份支付的影响。

上表中Syngenta（先正达）为专利型农药公司，着重于新农药的开发，研发费用占收入比率较大，其2016年研发费用占收入比率达到10.16%，而ADAMA历史期和未来期的研发费用占收入比例基本保持在1%左右；Platform于2014-2016年期间并购活动较多（年报显示2014年并购有两起，金额分别为10.4亿美元和3.7亿美元；2015年并购有三

起，金额分别为17.4亿美元、2.39亿美元、35亿美元；2016年并购有
一起，金额为1.24亿美元），在完成并购和业务整合方面会对费用有
一定影响；诺普信为发展农业互联网，于2015年推出了“田田圈”互
联网生态圈，但该公司“对农业互联网的急躁冒进、投入过大”（摘
自诺普信2016年年报），使得2015、2016年销售费用和管理费用增加
较多。若不考虑Syngenta、Platform、诺普信等公司，则可比公司2013
年-2016年销售费用和管理费用合计占收入比例的平均水平分别为
23.67%、24.66%、26.21%、22.24%，与标的公司销售费用和管理费
用合计占收入比例基本接近。

从整体来看，ADAMA历史年度和预测期间的销售费用与管理费
用合计占收入比例在可比公司水平范围内。

4、财务费用预测的合理性分析

标的公司预计的财务费用主要为利息支出、套保费用、利息支出
和其他财务费用及损失等。预测数据如下：

表19 可比公司与ADAMA在2013-2016年度的费用率对比

单位：万美元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
贷款及债券相关利息支出	11,571.81	11,866.87	11,619.08	11,471.74	10,643.39
与 CPI 变动相关的债券利息支出	1,378.31	1,653.97	1,653.97	1,605.33	1,508.03
套保费用	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他费用及损失	1,700.00	1,700.00	1,800.00	1,850.00	1,900.00
利息收入	-3,157.75	-3,215.27	-3,335.77	-3,553.69	-3,828.73
合计	12,492.37	13,005.58	12,737.29	12,373.37	11,222.70

标的公司预计随着未来行业的复苏、标的公司业务增长，标的公
司未来现金流将有所改善，因此预计贷款及债券相关利息支出与历史
期利息支出规模基本相当，根据标的公司现金流的测算情况来看，财
务费用规模的预测逻辑具备合理性。

综上所述，标的公司结合对收入、毛利、费用等各方面的分析对未来年度的净利润进行预测，结合行业发展、主要产品市场份额变动、竞争对手经营状况及相关指标等情况的分析，相关预测依据具备合理性。

（三）评估师核查意见

经核查，上市公司补充披露了ADAMA预计2016年7-12月营业收入、净利润的实现情况，并结合行业发展情况、主要竞争对手经营情况、主要产品市场规模及份额变动情况、当前生产经营现状、未来生产计划等对ADAMA预测净利润的判断依据以及合理性进行了分析并进行了补充披露，标的公司预测净利润的判断依据具备合理性。

（此页无正文，为《关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>（170560号）资产评估相关问题的核查意见》之盖章页）

中联资产评估集团有限公司

2017年5月12日