

中联资产评估集团有限公司关于
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》
（171110 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 7 月 7 日出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（171110 号）的要求，中联资产评估集团有限公司评估项目组对贵会的反馈意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估有关问题出具了本核查意见，现将具体情况汇报如下：

1、（原问题 9）申请材料显示，标的资产圣农食品在 2016 年 12 月增资，引入嘉兴金台等 6 名新股东，该次增资新增出资金额为 16,000 万元，其中新增注册资本 2,100 万元，其余 13,900 万元计入资本公积，该次增资时对应圣农食品 100%股权价值为 176,000 万元，低于本次交易价格 202,000 万元。该次增资未进行盈利预测，也未按照收益法进行评估或者考虑市盈率等量化指标。请你公司结合标的资产业务发展情况、增资时标的资产的经营业绩等，进一步补充披露嘉兴金台等股东增资时对标的资产估值的具体依据及与本次交易估值之间差异的具体原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、嘉兴金台等股东增资时对标的资产估值的具体依据及与本次交易估值之间差异的具体原因及合理性

（一）嘉兴金台等股东增资时对标的资产估值的具体依据

2016 年 9 月，沈阳中和、福建德润、苏州天利、天津峰德、上海映雪、嘉兴金台签署协议，拟向圣农食品增资 16,000 万元。该次增资后，沈阳中和、福建德润、苏州天利、天津峰德、上海映雪、嘉兴金台合计持有圣农食品 9.08% 股权，对应圣农食品 100% 股权价值为 176,000 万元。

如报告书披露，该次增资价格主要系依据圣农食品 2015 年的盈利情况、增资当时的实际经营情况和未来业务发展需要并经各方友好协商确定，当时并未对

圣农食品进行盈利预测，亦未按照收益法进行评估或者考虑预测市盈率等量化指标。

2012-2014 年期间，鸡肉制品行业受到“速成鸡”事件、“H7N9 流感”事件、福喜事件等多个突发特殊性事件的连续影响，圣农食品的业务开展及盈利情况也随之有所波动，2015 年以来，上述事件对圣农食品的影响逐渐减弱。同时，随着圣农食品进一步拓展客户，与百胜中国旗下各子品牌深入合作，成功通过麦当劳的供应商资质审核，并积极拓展牛肉、猪肉等产品品类，圣农食品的业务得到快速增长。

基于自身业务发展需要，圣农食品于 2016 年开始与投资者接洽进行融资。本次参与增资的部分投资者对肉制品行业及圣农食品的盈利情况、经营情况等长期跟踪，高度认可圣农食品的品牌及管理层丰富的行业经验及管理水平，该次增资价格主要系通过各方友好协商确定，故未使用收益法进行评估，亦符合私募投资市场惯例。

经审计，2015 年圣农食品实现净利润 5,854.51 万元，扣非净利润 5,404.31 万元，圣农食品 100%股权价值 176,000 万元对应 2015 年的净利润市盈率为 30.06 倍，对应 2015 年的扣非净利润市盈率为 32.57 倍。

在 2016 年 9 月各方签署增资协议时，A 股同行业可比上市公司市盈率水平情况如下：剔除异常值后的对应 2015 年的净利润市盈率平均值为 34.55 倍，对应 2015 年的扣非净利润市盈率平均值为 39.23 倍。虽然圣农食品在与投资者协商增资估值时，并未使用收益法评估或考虑预测市盈率等量化指标，但各投资者在向圣农食品表达投资意向之前，基于对行业、公司的长期跟踪，对公司未来的发展空间已有比较深入的理解，同时也借鉴了当时 A 股可比公司的市盈率等量化估值指标并考虑适当的一二级市场估值差异后，向圣农食品表达了意向投资额以及估值。圣农食品则根据自身长期发展和短期融资需要，对投资者的投资意向进行了汇总和梳理，并经过各方的协商确定了最终的估值水平和投资额度。

单位：万元

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE	
			2015A 净利润	2015A 扣非净利润

300498.SZ	温氏股份	15,604,514.82	23.51	25.49
000895.SZ	双汇发展	7,786,746.84	17.63	19.83
002515.SZ	金字火腿*	1,008,885.57	400.50	524.86
002695.SZ	煌上煌*	813,930.20	125.54	139.37
002726.SZ	龙大肉食	726,501.12	62.50	72.39
002330.SZ	得利斯*	657,118.00	295.52	401.89
平均值			154.20	197.30
平均值（排除异常值）			34.55	39.23

数据来源：Wind，截至 2016 年 9 月 30 日

注：上述标有*为异常值

（二）本次交易估值之间差异的具体原因

如报告书披露，本次交易系上市公司为实现产业链延伸布局及一体化整合而收购圣农食品，本次交易作价以中联评估正式出具的评估报告所载明的标的资产评估价值作为定价的参考依据。中联评估结合企业的盈利预测使用收益法评估方法对其进行评估，所得评估值为 202,030.39 万元。经友好协商，交易各方确定标的资产的交易价格为 202,000.00 万元。本次交易中，上市公司及中介机构对于圣农食品的经营现状、竞争优势、未来持续盈利能力做了深入的研究分析，由于圣农食品营业收入、盈利能力自 2016 年底以来取得了较为显著的增长，本次交易价格相比 2016 年 9 月增资时交易价格有所提升。2017 年第一季度及上半年，圣农食品经营情况如下：

圣农食品 2017 年 1-3 月实现营业收入 48,749.48 万元，相比 2016 年 1-3 月的营业收入 31,468.81 万元，增长 54.91%，实现情况良好。

圣农食品 2017 年 1-6 月实现营业收入 97,425.44 万元，相比 2016 年 1-6 月的营业收入 67,809.58 万元，增长 43.68%。圣农食品 2017 年 1-6 月的毛利率为 21.10%，相比 2016 年同期，有所提升。

（三）本次交易估值的合理性

从市场上可比公司估值水平来看，圣农食品本次交易估值对应市盈率低于市场平均水平，本次交易定价具有合理性。

如报告书披露，圣农食品 2017 年预测净利润为 15,557.47 万元。根据上市公司与业绩补偿义务人签署的《业绩承诺与补偿协议的补充协议》，标的公司 2017 年预测扣非净利润为 14,507.47 万元。经审计，2016 年标的公司实现净利润 10,665.36 万元，扣非净利润 9,492.80 万元。标的作价 202,000 万元对应 2017 年净利润市盈率 12.98 倍，对应 2017 年的扣非净利润市盈率 13.92 倍，对应 2016 年的净利润市盈率 18.94 倍，对应 2016 年的扣非净利润市盈率 21.28 倍。

如报告书披露，本次交易公告时，A 股同行业可比上市公司市盈率水平情况如下：剔除异常值后的对应 2017 年的净利润市盈率为 18.04 倍，对应 2016 年的净利润市盈率平均值为 20.66 倍，对应 2016 年的扣非净利润市盈率平均值为 23.03 倍，均高于本次交易的市盈率。因此，本次交易估值具有合理性。

单位：万元

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE		
			2016A 净利润	2016A 扣非净利润	2017E 净利润
300498.SZ	温氏股份	12,185,181.49	9.96	10.30	11.82
000895.SZ	双汇发展	6,698,103.32	14.68	16.31	13.71
603345.SH	安井食品*	866,536.44	48.84	53.51	41.17
002726.SZ	龙大肉食	875,732.44	37.34	42.50	28.59
002695.SZ	煌上煌*	878,424.67	94.27	103.64	67.92
002515.SZ	金字火腿*	857,858.46	382.99	772.84	200.43
002840.SZ	华统股份*	471,322.75	55.25	64.11	39.61
002330.SZ	得利斯*	417,162.00	503.29	-745.55	192.81
平均值			143.33	39.71	74.51
平均值（剔除异常值）			20.66	23.03	18.04

数据来源：Wind，截至 2017 年 5 月 19 日

注：上述标有*为异常值

二、中介机构核查意见

经核查，上市公司补充披露了圣农食品 2016 年 9 月增资与本次交易估值之间存在差异的合理性及本次交易估值的合理性，评估师认为，上述分析具有合理性

2、(原问题 21) 申请材料显示, 1) 圣农食品 2015 年、2016 年主营业务收入分别为 117,707.88 万元、147,803.25 万元, 增幅为 25.6%。收益法评估预测期 2017 年—2021 年营业收入增长率分别为 34.1%、22.7%、18.9%、13.4%和 10.5%。同时预测期 2017 年—2021 年毛利率分别为 19.88%、19.86%、20.00%、20.02%和 20.05%。请你公司: 1) 结合截至目前圣农食品实现的业绩情况, 进一步补充披露圣农食品 2017 年预测营业收入及净利润的可实现性。2) 结合圣农食品所处行业的发展态势、竞争情况、行业周期、疫情影响、鸡肉产品消费情况以及与主要客户合约的稳定性等, 补充披露圣农食品预测期营业收入增长的具体依据和可实现性。3) 结合主要产品销售定价模式及主要原材料鸡肉价格变化趋势, 补充披露圣农食品预测期毛利率总体呈现稳步上升的预测依据和可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、结合截至目前圣农食品实现的业绩情况, 进一步补充披露圣农食品 2017 年预测营业收入及净利润的可实现性

(一) 2017 年 1-6 月利润实现情况

基于经审计数据, 圣农食品 2017 年 1-6 月实现营业收入 97,425.44 万元, 占 2017 年全年预测营业收入 198,246.90 万元的 49.14%, 相比 2016 年 1-6 月的营业收入 67,809.58 万元增长 29,615.86 万元, 增长率为 43.68%。

基于经审计数据, 圣农食品 2017 年 1-6 月实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润为 8,680.32 万元, 占 2017 年全年预测扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润 14,507.47 万元的 59.83%, 相比 2016 年 1-6 月的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润 3,756.02 万元增长 4,924.27 万元, 增长率为 131.10%。详见下表。

单位: 万元

年度	2016 年 1-6 月	2017 年 1-6 月	2017 年预测	同比增长率	盈利预测完成率
收入	67,809.58	97,425.44	198,246.90	43.68%	49.14%
扣除非经常性损益	3,756.02	8,680.32	14,507.47	131.10%	59.83%

年度	2016 年 1-6 月	2017 年 1-6 月	2017 年预测	同比增长率	盈利预测完成率
后归属于母公司股东净利润					

（二）在手订单统计

截至 2017 年 5 月 16 日，圣农食品预计可于 2017 年确认营业收入的订单（包括订单、框架协议、采购意向等，部分未明确单价的采购意向结合历史销售情况进行估算）合计 204,794.58 万元，占 2017 年预测收入（含税）221,659.78 万元的 92.39%。考虑到部分客户未能取得相关的在手订单资料，因此 2017 年在手订单覆盖率较高。

总体来看，2017 年主营业务收入和净利润具有较强的可实现性。

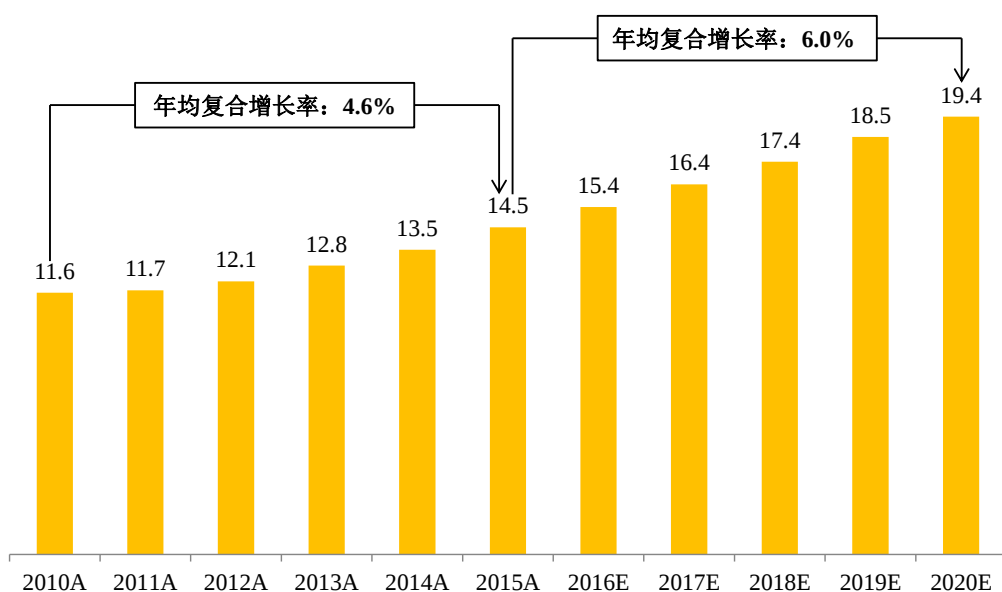
二、结合圣农食品所处行业的发展态势、竞争情况、行业周期、疫情影响、鸡肉产品消费情况以及与主要客户合约的稳定性等，补充披露圣农食品预测期营业收入增长的具体依据和可实现性。

（一）行业情况

我国目前肉类产品中加工制品所占比重仍有较大提升空间。根据中国肉类协会的统计，我国用于加工肉制品的肉类占比约 17%，而发达国家这一比例约为 80%至 90%。因此，肉类加工制品是未来肉类产品形态的主要发展方向。

根据 Frost & Sullivan 咨询服务机构的统计数据，2010 年至 2015 年，中国的肉制品消费量以 4.6%的年均复合增长率稳定增长。由于人均可支配收入增加、中产阶级群体崛起、餐饮连锁企业受到欢迎等因素，预计中国的肉制品消费量将自 2015 年的 1,450 万吨增至 2020 年的 1,940 万吨，年均复合增长率约为 6.0%。

中国肉制品消费量（百万吨）



数据来源：Frost & Sullivan

此外，优化肉类消费结构也是世界性的发展趋势。鸡肉制品脂肪含量更低、蛋白质及氨基酸含量更高，更符合现代社会对健康饮食的追求。在我国肉类消费结构中，鸡肉将是未来肉类消费的主要增长点之一。特别是白羽肉鸡产品，具备生长速度快、料肉比较低、肉质优良等优势，未来消费量将有较大增长空间。

（二）竞争情况

不同的肉制品细分品类和不同的销售渠道均有行业相对领先的企业。整体而言，肉制品深加工市场规模较大，行业集中度较低，规模化企业占比较低，未来还存在较大的行业整合空间。

在出口日本市场，圣农食品主要面临其他中国出口企业以及泰国出口企业的竞争。根据中国国家认证认可监督管理局于 2017 年 4 月 1 日更新的名单，目前中国在日本注册热加工禽肉企业（工厂）共有 105 家，拥有对日本出口热加工禽肉制品的资质。除圣农食品是南方出口企业外，其他主要出口企业大多集中在以山东为主的北方地区，以青岛九联、山东凤祥、正大食品等为代表。

在国内肉制品市场，肯德基、必胜客、麦当劳等大型餐饮连锁企业以及沃尔玛、家乐福、永辉超市、华润万家、世纪联华等大型商超的供应商均需要经过严

格筛选，并通过客户全面的供应商资质审核、接受客户定期或不定期的实地检查等。在国内鸡肉制品领域中，以圣农食品、山东凤祥、正大食品、泰森食品为首的企业占据重要市场地位。在其他肉制品细分领域中，以中粮肉食、双汇发展、龙大肉食、荷美尔等为首的企业深耕猪肉产品领域，而目前国内牛肉制品领域的竞争格局则较为分散。

（三）行业周期

虽然深加工肉制品价格会存在一定幅度的波动，但深加工肉制品的销售与经济周期相关性不明显，行业不具有明显的周期性特征。

（四）疫情影响

如果 H7N9 流感等疫情发生，可能影响消费者心理，进而导致圣农食品下游需求萎缩，产品价格下降，对鸡肉制品企业的经营构成不利影响。但是，自 2013 年 3 月底爆发的“H7N9 流感”事件以来，随着圣农食品形成多元化的销售渠道及产品组合，其盈利能力已经逐渐回升，盈利规模也大幅上升。2016 年，圣农食品的净利润率提升至 7.18%，净利润超过 1 亿元，高于上述事件发生前的 2012 年水平，未来盈利情况也较为明朗；此外，尽管 2017 年第一季度 H7N9 流感疫情较往年同期更为严重，但并未对鸡肉制品公司的业绩造成重大影响。圣农食品 2017 年第一季度实现营业收入 48,749.48 万元、净利润 4,308.55 万元，较去年同期分别增长 54.91%、94.86%；毛利率为 19.52%，与去年同期 19.19%的毛利率水平基本持平。

圣农食品以及圣农发展形成了严格的管理体系和预防措施，使得圣农食品、圣农发展自成立以来未发生过重大疫情。2017 年 3 月 24 日，中华人民共和国农业部发布第 2509 公告，正式宣布圣农发展通过了肉鸡无高致病性禽流感隔离区验收评估，成为全国首批两个肉鸡无高致病性禽流感生物安全隔离区之一。因此“H7N9 流感”疫情对圣农食品的业绩无重大不利影响。

（五）主要客户合约的稳定性

圣农食品的前五名客户有：百胜咨询（上海）有限公司、日本食品、日本贸易、天津顶巧餐饮服务咨询有限公司、夏晖（上海）贸易有限公司、上海工业对

外贸易公司。除夏晖（上海）贸易有限公司以外，主要客户保持了长期稳定的合作关系，开始合作时间详见下表。

公司名称	开始合作时间
百胜咨询（上海）有限公司	2007 年
日本食品	2010 年
日本贸易	2010 年
天津顶巧餐饮服务咨询有限公司	2012 年
夏晖（上海）贸易有限公司	2016 年
上海工业对外贸易公司	2014 年

自 2016 年合作以来，圣农食品与夏晖（上海）贸易有限公司保持了良好的合作关系，并且双方签署了框架协议，预计 2017 年的采购金额较 2016 年的采购金额有较大幅度的增长。综上，圣农食品的主要客户具有较强的稳定性。

（六）预测期营业收入增长的具体依据和可实现性

圣农食品的主要销售渠道包括：大型餐饮连锁企业、出口（主要是日本市场）、农贸批发市场、大型连锁超市、食品加工企业、电子商务等渠道。本次盈利预测的营业收入是企业根据目前的经营状况、市场销售情况及近期的销售单价等因素综合分析的基础上进行的，预测情况见下表。

单位：万元

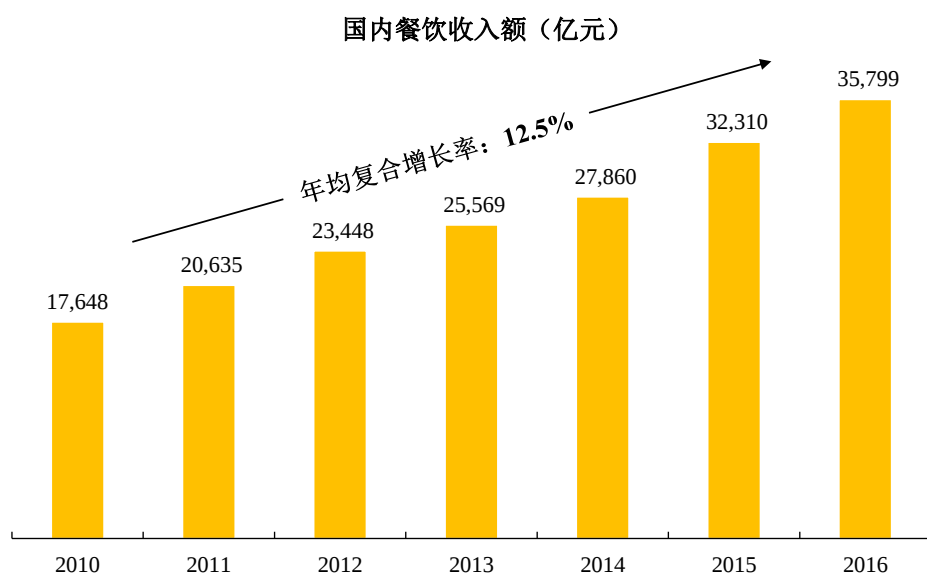
项目/年度		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
合计	收入	198,246.90	243,342.47	289,430.50	328,226.76	362,537.74
	增长率		22.75%	18.94%	13.40%	10.45%
国内餐饮	收入	123,631.01	150,052.75	174,976.39	196,114.52	211,400.87
	增长率		21.37%	16.61%	12.08%	7.79%
海外出口 （日本）	收入	34,699.67	38,500.00	42,400.00	43,000.00	43,500.00
	增长率		10.95%	10.13%	1.42%	1.16%
农批	收入	19,248.43	26,947.80	35,032.15	45,541.79	59,204.33
	增长率		40.00%	30.00%	30.00%	30.00%
商超	收入	7,824.10	11,289.62	15,718.63	19,105.51	22,752.93
	增长率		44.29%	39.23%	21.55%	19.09%

项目/年度		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
食品加工	收入	9,719.47	12,389.38	15,752.21	17,699.12	17,699.12
	增长率		27.47%	27.14%	12.36%	0.00%
其他渠道	收入	2,431.83	3,470.54	4,858.75	6,073.44	7,288.12
其他业务	收入	692.38	692.38	692.38	692.38	692.38

1、国内餐饮

2015 年及 2016 年，圣农食品国内餐饮板块实现营业收入分别为 68,943.33 万元、94,851.46 万元，同比增长 37.58%。圣农食品国内餐饮渠道合作的品牌主要有：肯德基、麦当劳、德克士、汉堡王、棒约翰等。

作为肉制品加工行业的主要终端消费渠道，餐饮业处于持续发展阶段。2016 年，国内餐饮收入额达到 35,799 亿元，较 2015 年增长 10.8%；其中，连锁餐饮企业的营业额达到 1,527 亿元，较 2015 年增长 9.7%。



数据来源：国家统计局

目前，肯德基、麦当劳、必胜客等大型连锁餐饮企业正将门店下沉到二、三线城市。德克士、汉堡王、永和大王等快餐品牌也在国内快速发展。以肯德基为例，2013 年其在中国拥有门店 4,563 家，而 2016 年门店数增长至 5,224 家，年化复合增长率近 5%。随着连锁餐饮企业的持续扩张，国内深加工肉制品的销量

将进一步提升。主要客户未来年度的发展情况如下：

（1）根据机构对百胜中国的预测，预计 2017 年、2018 年、2019 年、2020 年将营业收入分别为 69.10 亿美元、73.53 亿美元、77.78 亿美元及 84.24 亿美元，增长率分别为 2.8%、6.4%、5.8%及 8.3%，复合增长率为 5.79%。

（2）截止 2016 年底，麦当劳在中国市场共有 2391 家门店。未来麦当劳将在中国市场大规模发展加盟店模式，减少直营餐厅数量。麦当劳计划在中国每年新开 250 家店，到 2020 年中国将成为麦当劳第二大市场。

（3）截止 2016 年底，德克士在中国市场约有 2300 家门店。根据其未来规划，2017 年预计增加到 2500 家，未来预计平均每年会增加约 200 家新店。

圣农食品将重点拓展新客户，包括互联网客户饿了么、百度外卖、美团等，以及中式餐饮真功夫、小南国，西式餐饮包括达美乐、乐凯撒等。圣农食品已经达成框架性合作协议的新客户包括真功夫、小南国、饿了么、蜀海、味千等，预计 2017 年合计 5,000 万元的销售额增量。预计 2018 年新客户能够增长 20%，贡献 6,000-7,000 万元的销售额增量。

此外，餐饮企业目前普遍都面临门店租金成本和人工成本不断上升的挑战。作为统一的加工和配送中心，食品深加工企业可以发挥中央厨房的作用，有助于简化餐厅店内厨房加工环节，提升餐饮企业的标准化、规模化水平，从而节约成本、提高效率。随着营改增的推行，餐饮企业也更有动力从直接采购肉类原料向采购肉类深加工制品转变。受益于上述多个因素，餐饮企业对于深加工肉制品的需求将持续增加。

2、海外出口

从历史年度来看，中国对日本的鸡肉熟制品出口量连续十余年均保持在每年 22 万吨左右，受到 2014 年福喜事件的影响，日本订单部分转移到泰国，中国对日本的鸡肉熟制品出口数量持续下降，从 2013 年的 22.1 万吨下降到 2016 年的 16.3 万吨，下降了 26.2%。2017 年以来对日鸡肉熟制品出口情况有了回暖的趋势，这两年间转去泰国的客户订单陆续转回国内市场，日本的大客户纷纷回归国内开发新品，中国对日本的鸡肉制品出口订单正逐步增加。经统计，圣农食品日本市

场 2017 年 1-6 月的销量合计 6,543.36 吨，比 2016 年 1-6 月的销量 5,191.05 吨增长了 26.05%。从全国出口量整体的数字来看，日本从中国进口的鸡肉熟制品在 2017 年的 3 月也出现了同比和环比的双增长，2017 年 3 月份日本从中国进口的鸡肉熟制品是 14,836 吨，比 2017 年 2 月份增加了约 6,800 吨；比去年同期相比增加了约 3,300 吨。

并且，圣农食品 2017 年拓展了新客户 Foodlink Corporation（隶属日本三菱集团），由于客户对于产品规格和质量要求较高，预计 2017 年供给量一般，但将成为未来一个主要的增长点。

3、农批

从客户数来看，全国大约有 20 万个农贸市场，即使按每个市场有 2 家批零点的客户，中国最少有 40 万家的农贸批发客户。圣农食品目前管控的客户数约在 2000 家左右，约占全国市场的 0.5% 份额。圣农食品在农贸超市的可发展空间较大。圣农食品结合市场发展情况制定了详细的发展战略如下：

（1）总体策略

通过精细化管理推进区域的层级化管理，将市场细分为核心市场、重点市场、潜力市场，不断深化经销架构，提升渠道及核心终端的掌控力度。

通过建立流通大单品来实现渠道品牌渗透、调整产品结构及建设盈利性产品。

通过终端品牌店和品牌专柜的建立，以其作为平台开展推广活动，提升消费者的品牌认识度，从而提升产品溢价能力。

（2）区域成长策略

A. 建立以光泽为中心的福建、浙江、广东、江西四省的核心精耕样板市场；长江以南 15 省市为重点市场；北方区其它市场为潜力市场。

B. 深化精耕区域的经销架构（分为城区型和县域型）：根据 GDP、人口数及业态分布情况将四省经销商划分为市地级和县域型经销商；预计 2017 年农批经销商将较 2016 年增长 200% 以上；每个精耕省区的经销商客户将达到 40 家以上、掌控有效二阶客户和核心终端将达到 800 家以上。

C. 推进长江以南 11 省市的地市级经销商布局，同步做好对地市级二阶客户、核心终端和县域二阶客户的管理，完善经分销构架的建设；为下一步的精耕管理提供基础保障。

D. 架构北方潜力市场省级经销架构、完善地市级分销体系的建设。

E. 2017 年以核心四省建立精耕核板市场为主，同时架设好长江以南其它 11 省市的地市经分销和县域二阶客户；2018-2019 年推进 11 省市的精耕管理和北方部分市场的地市经分销架构。2020-2025 年进行全国市场的精耕管理落地。

（3）成长分析

2017-2021 年圣农食品预计增加 7830 家二阶客户，2021 年二阶客户数将达到 10100 家，二阶客户中老客户的单点产出从 2017 年的 6.25 万元/年增加至 2021 年的 6.54 万元/年。销售增长主要来自二阶客户的增加，单点产出的提升。

4、商超

从销售额角度来看，全国超市的年鸡肉熟食销售额约在 20 亿元左右、肉类生鲜销售额约 6 亿元。结合圣农食品 2016 年 6,000 万元的销售额，圣农食品在商超肉类领域占比约 2%的份额。圣农食品结合市场发展情况制定了详细的发展战略如下：

（1）总体策略

A. 通过营运管理体系的搭建和物流体系的建设，经营和管控全国十大核心商超客户系统；

B. 通过精细化业务管理体系建设和营运商体系建设，深化二三线市场核心商超门店的管理；

C. 通过对十大核心商超客户系统的管控，不断增加及优化产品结构，以达到业绩和利润的提升。

D. 通过终端品牌专柜的建设、推广活动的开展，提升品牌力影响力，从而提升产品的销量和产品溢价能力。

（2）2017 年成长策略

A. 聚焦 4 个业务核心

核心市场 2 个：华南、福建；核心城市 5 个：深圳、广州、福州、上海、重庆；核心系统 3 个：沃尔玛、永辉、家乐福；核心品类 2 个：生鲜小包装系列、熟食用调理品。

B. 培育 4 个业绩增长点

重点市场 2 个：华东、西南；重点城市 5 个：厦门、武汉、成都、合肥、北京；潜力系统 1 个：大润发；潜力品类 1 个：牛肉调理品。

(3) 成长分析

2017-2021 年圣农食品预计增加 1460 家超市分销网点，2021 年超市分销网点数将达到 2997 家，单店产出从 2017 年的 4.76 万元/年增加至 2021 年的 8.74 万元/年。销售增长主要来自分销网点增加，单店产出提升，以及新品增加。

5、食品加工

2015 年及 2016 年，圣农食品的食品加工客户板块实现营业收入分别为 656.94 万元、4,335.75 万元。食品加工客户的主要产品是鸡肉丝，主要客户是上海顶禾贸易有限公司和漳州市鑫阳食品有限公司。收入快速增长的主要原因是：圣农食品于 2014 年启动市场调研，随着客户的积累，业务实现快速发展。

2012 年随着肉松饼销售火热，食品加工客户对鸡肉丝的需求开始明显提升。并且随着拉丝蛋糕等新品的开发，烘焙面包糕点的鸡肉丝用量持续增长，预计鸡肉丝的用量将保持 25% 的稳步增长。

综上，圣农食品结合各渠道的发展现状、下游客户的发展情况、经营战略等估算的营业收入具有可实现性。

三、结合主要产品销售定价模式及主要原材料鸡肉价格变化趋势，补充披露圣农食品预测期毛利率总体呈现稳步上升的预测依据和可实现性。

(一) 销售定价模式

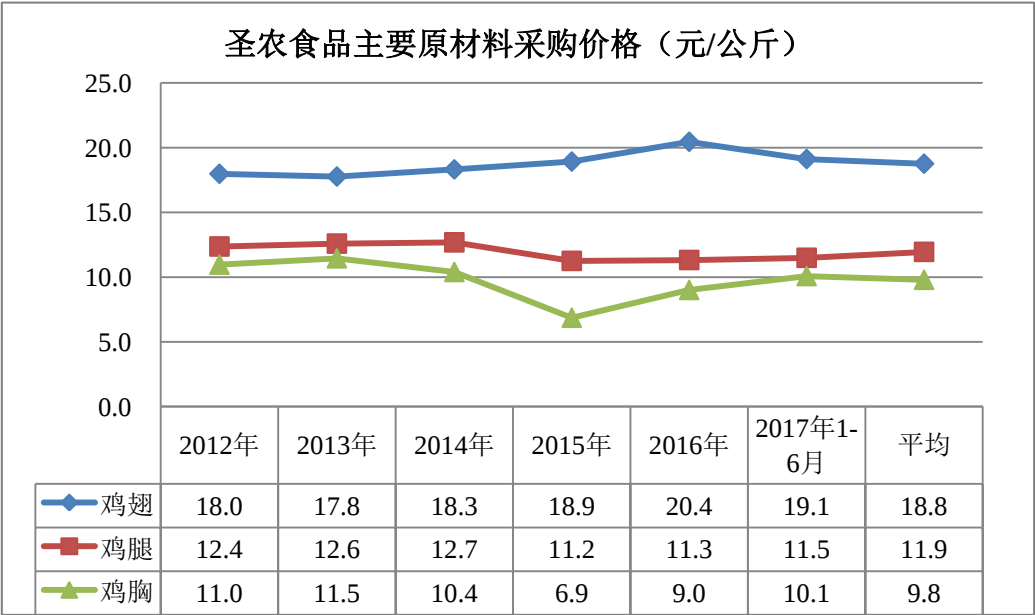
各销售渠道产品定价模式基本相同，产品定价采用成本加成定价法，即：按产品单位成本加上一定比例的利润确定产品价格。具体而言，产品研发中心根据

产品配方表制作样品，根据样品耗用原材料情况核算产品预估成本，并提交至销售部业务员。销售业务员以产品预估成本为基础，根据不同产品销售渠道、产品规格、产品质量等，确定不同的利润率（成本加成率）并向客户报价，经双方协商后确定销售价格。

（二）主要原材料鸡肉价格变化趋势

结合最近五年一期的采购数据来看，圣农食品采购的主要原材料为鸡翅、鸡腿、鸡胸肉。最近五年一期主要原材料的平均采购单价详见下表。数据显示，从五年的采购情况来看，最近一期主要原材料采购价格基本处于历史平均水平。从主要原材料耗用情况来看，2017 年 1-6 月鸡翅、鸡腿、鸡胸的平均耗用单价为 19.2 元/公斤、11.6 元/公斤、9.8 元/公斤，同样基本处于历史平均水平。

单位：元/公斤



（三）毛利率预测的依据和可实现性

圣农食品的营业成本为：主要原料、辅助原料、包装材料、燃料及动力、直接人工成本、折旧及其他制造费用等。2015 年-2016 年，圣农食品主要原料及辅助原料占营业成本的比例约为 78%。

工资的预测：本次盈利预测结合企业人员招聘计划和岗位编制，并参考历史年度人员成本水平、企业计划的增长目标进行估算。

折旧的预测：按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日固定资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额。

原料等其他费用预测：本次盈利预测结合该等费用历史年度的支出情况及变动情况等进行估算。本次盈利预测的营业成本综合考虑了各销售渠道近期的毛利水平、产能变动情况等因素。

圣农食品 2015 年、2016 年的主营业务成本分别为 96,292.99 万元、118,771.07 万元，若剔除折旧的影响主营业务成本占主营业务收入的比例分别为 79.34%、78.23%。未来年度营业成本的预测情况详见下表。随着规模效应的体现，圣农食品的毛利率存在一定的上涨空间，并且盈利预测的成本（剔除折旧影响）占比与历史年度基本一致，是谨慎合理的。另外，圣农食品 2017 年 1-6 月的毛利率为 21.10%，高于盈利预测稳定年毛利率 20.05%。

单位：万元

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
主营业务收入	197,554.52	242,650.09	288,738.13	327,534.38	361,845.36
主营业务成本	158,253.62	194,425.78	230,961.90	261,929.18	289,254.70
主营业务成本(扣除折旧)	154,098.61	189,477.87	225,876.06	256,843.34	284,168.87
占比	78.00%	78.09%	78.23%	78.42%	78.53%

四、中介机构核查意见

经核查，公司结合圣农食品目前实现的业绩情况补充披露了 2017 年预测营业收入及净利润具有较强的可实现性；结合圣农食品所处行业的发展态势、竞争情况、行业周期、疫情影响、鸡肉产品消费情况以及与主要客户合约的稳定性等补充披露了预测期营业收入具有可实现性；结合圣农食品主要产品销售定价模式及主要原材料鸡肉价格变化趋势补充披露了圣农食品预测期毛利率总体呈现稳步上升具有可实现性。评估师认为，上述分析具有合理性。

3、（原问题 22）申请材料显示，本次交易收益法评估预测圣农食品 2017 年—2021 年营运资本增加额分别为 3,071.53 万元、7,142.36 万元、7,294.54 万元、6,158.24 万元和 5,441.50 万元。请你公司结合圣农食品预测期营业收入及相关的资产负债科目预测情况，补充披露营运资本增加额的预测依据及合理性。请独

立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、营运资金预测情况

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款(应收款项)等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。

估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金(最低现金保有量)、存货、应收款项和应付款项等主要因素。

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中：

营运资金=经营性现金+存货+应收款项-应付款项

应收款项主要包括应收账款、应收票据、预付账款以及与经营业务相关的其他应收账款等诸项。应付款项主要包括应付账款、应付票据、预收账款以及与经营业务相关的其他应付账款等诸项。

根据对圣农食品经营情况的调查，以及经审计的历史经营的资产和损益、收入和成本费用的统计分析以及对未来经营期内各年度收入与成本的估算结果，按照上述定义，可得到未来经营期内各年度的经营性现金(最低现金保有量)、存货、应收款项以及应付款项等及其营运资金增加额。预测结果见下表（另附 2016 年的相关数据）。

单位：万元

项目/年度	2016 年实际	2017 年预测	2018 年预测	2019 年预测
销售收入合计	148,495.63	198,246.90	243,342.47	289,430.50
销售成本合计	119,358.61	160,811.44	197,429.78	234,443.49
项目/年度	2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日

最低现金保有量	4,731.82	6,332.35	7,764.07	9,236.16
存货	30,208.74	34,583.11	42,458.02	50,417.95
应收款项	15,477.61	20,366.45	24,999.24	29,733.99
应付款项	22,058.23	29,718.98	36,486.28	43,326.65
营运资金	28,359.94	31,562.92	38,735.05	46,061.45
营运资本增加额		3,202.98	7,172.13	7,326.41
营运资金占营业收入的比例	19.10%	15.92%	15.92%	15.91%

(续)

项目/年度	2020 年预测	2021 年预测	2022 年预测
销售收入合计	328,226.76	362,537.74	362,537.74
销售成本合计	265,802.21	293,477.02	293,477.02
项目/年度	2020 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日	2022 年 12 月 31 日
最低现金保有量	10,486.35	11,589.20	11,589.20
存货	57,161.77	63,113.34	63,113.34
应收款项	33,719.64	37,244.50	37,244.50
应付款项	49,121.94	54,236.42	54,236.42
营运资金	52,245.80	57,710.61	57,710.61
营运资本增加额	6,184.35	5,464.81	0.00
营运资金占营业收入的比例	15.92%	15.92%	15.92%

二、营运资金增加额预测的预测依据及合理性

结合 2016 年应收账款、应付款项、存货等周转率，本次收益法模型考虑到 2016 年底存在如下事项故对营运资金占营业收入的比例进行调整，未来年度的营运资金均以调整后的比例进行估算：

1、圣农食品主要客户的结算方式通常为月结，由于 2016 年 12 月的营业收入占全年的比重高达 10.06%，明显高于 2015 年 12 月的占比 7.80%，因此，2016 年底的应收账款相对偏高。

2、圣农食品生产及供货周期一般约为两个月，由于 2017 年 1 月的营业收入占全年预测收入的比重高达 10.64%，明显高于 2015 年 1 月、2016 年 1 月的占比 7.38%、8.37%，因此，2016 年底存货的规模相对偏高。

3、圣农食品主要供应商的结算方式通常为月结，由于存货规模偏高，应付账款规模偏高。

另外，圣农食品 2016 年 12 月实现营业收入约 1.5 亿元（年化收入约为 18 亿元），故 2016 年营运资金占上述收入的比例为 15.75%，略低于估值模型中未来年度营运资金占收入的比例。

从期后经营情况来看，圣农食品 2017 年 1-6 月实现营业收入约为 97,425.44 万元，占 2017 年预测收入 198,246.90 万元的 49.14%。营业收入已接近 50%，而 2017 年上半年营运资金的月度平均规模约为 2.64 亿元，显著低于 2017 年营运资金估算的金额，因此营运资金的估算是谨慎合理的。

三、中介机构核查意见

经核查，上市公司补充披露了营运资金追加额预测的详细情况及依据，并结合特殊事项分析了未来年度营运资金追加额预测的合理性。评估师认为，上述分析具有合理性。

4、（原问题 23）申请材料显示，本次交易收益法评估 2017 年采用折现率为 11.16%，2018 年及以后年度采用折现率为 11.04%。请你公司：1）结合近期可比交易案例，补充披露收益法评估中折现率选取的合理性。2）就营业收入、毛利率和折现率变化对标的资产评估值的影响作敏感性分析。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、折现率选取的合理性

（一）可比交易案例情况

结合最近两年证监会重组委审核的标的资产情况来看，与圣农食品业务类似的肉制品加工企业案例较少，详见下表。过会并购案例的折现率基本处于 10%-12% 之间。本次评估选取的折现率（11.04%-11.16%）处于上述区间范围内，折现率的选取基本合理。

上市公司	股票代码	标的资产	主营业务	折现率
天康生物	002100	天康控股 100%股权	饲料、兽药、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售等	11.88%
双汇发展	000895	德州双汇等公司	生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售等	10.41%-10.97%

（二）折现率取值的合理性分析

评估人员采用资本资产加权平均成本模型（WACC）计算折现率，在折现率计算过程中考虑到标的资产在融资条件、资本流动性以及治理结构等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，选取公司特性风险调整系数为2%。最终，计算得到标的资产的权益成本为12.94%-13.16%；折现率（WACC）为11.04%-11.16%。

本次评估所选取的折现率指标——资本资产加权平均成本（WACC）与企业总资产报酬率从本质上来讲同为反映企业整体投资资本回报率的指标，同行业可比上市公司2014年度、2015年、2016年度总资产报酬率（ROA）的情况如下：证监会-农副食品加工全行业（剔除负数）分别为8.29%、8.41%、8.13%，可比公司（剔除负数）分别为9.05%、9.42%、9.49%。本次评估中确定的折现率，高于同行业可比上市公司历史三年的平均总资产收益率水平9.32%，并且高于整个农副食品加工行业上市公司历史三年的总资产收益率水平8.28%，折现率的选取是合理的。

二、主要指标对评估值影响的敏感性分析

（一）营业收入变动与评估结果变动的相关性

根据收益法测算的数据，假设营业收入按照一定幅度变动而其他条件不变的前提下，考虑营业收入与营业成本、费用、税金等联动关系，营业收入与评估结果的变动分析如下：

营业收入变动	评估结果（万元）	评估结果变动（万元）	评估结果变动率
10%	230,003.09	27,972.70	13.85%
5%	216,015.20	13,984.80	6.92%
0%	202,030.39	0.00	0.00%

-5%	188,045.44	-13,984.95	-6.92%
-10%	174,056.91	-27,973.48	-13.85%

（二）毛利率变动与评估结果变动的相关性

根据收益法测算的数据，假设毛利率按照一定幅度变动而其他条件不变的前提下，毛利率与评估结果的变动分析如下：

毛利率变动	评估结果（万元）	评估结果变动（万元）	评估结果变动率
10%	245,754.23	43,723.84	21.64%
5%	223,886.33	21,855.94	10.82%
0%	202,030.39	0.00	0.00%
-5%	180,189.69	-21,840.70	-10.81%
-10%	158,368.94	-43,661.45	-21.61%

（三）折现率变动与评估结果变动的相关性

根据收益法测算的数据，假设折现率按照一定幅度变动而其他条件不变的前提下，折现率与评估结果的变动分析如下：

折现率变动	评估结果（万元）	评估结果变动（万元）	评估结果变动率
10%	178,441.80	-23,588.60	-11.68%
5%	189,660.04	-12,370.35	-6.12%
0%	202,030.39	0.00	0.00%
-5%	215,735.96	13,705.57	6.78%
-10%	231,000.60	28,970.21	14.34%

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，对比可比公司及同行业可比交易案例情况，圣农食品收益法评估中折现率取值具有合理性。

（此页无正文，仅为《中联资产评估集团有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>（171110 号）资产评估相关问题的核查意见》的签字盖章页）

中联资产评估集团有限公司

年 月 日