

估值报告目录

第一部分 估值机构声明	1
第二部分 估值报告摘要	2
第三部分 估值报告正文	5
一、委托方、估值对象和委托方以外的其他估值报告使用者	5
二、交易背景	12
三、估值目的	14
四、估值对象和估值范围	14
五、价值类型及其定义	24
六、估值基准日	25
七、估值依据	25
八、估值方法	27
九、估值程序实施过程 and 情况	30
十、估值假设	32
十一、估值说明	34
十二、估值结论	91
十三、特别事项说明	92
十四、估值报告使用限制说明	93
十五、估值报告日	94
第四部分 附件	96

估 值 机 构 声 明

一、我们在执行估值工作中，遵循了相关法律法规，恪守独立、客观和公正的原则；根据我们在执业过程中收集的资料，估值报告陈述的内容是客观的，并对估值结论合理性承担相应的法律责任。

二、估值对象涉及的资产、负债清单由委托方、被估值单位申报并经其签章确认；所提供资料的真实性、合法性、完整性，恰当使用估值报告是委托方和相关当事方的责任。

三、我们与估值报告中的被估值单位没有现存或者预期的利益关系；与相关当事方没有现存或者预期的利益关系，对相关当事方不存在偏见。

四、我们已对估值报告中的估值对象及其所涉及资产进行现场调查；我们已对估值对象及其所涉及资产的法律权属状况给予必要的关注，对估值对象及其所涉及资产的法律权属资料进行了查验，并对已经发现的问题进行了如实披露，且已提请委托方及相关当事方完善产权以满足出具估值报告的要求。

五、我们出具的估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制，估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件、特别事项说明及其对估值结论的影响。



上海财瑞资产评估有限公司

SHANGHAI CAI RUI ASSETS EVALUATION CO.,LTD

湖南大康国际农业食品股份有限公司拟股权收购行为涉及的 Belagrícola

Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A. 和 Landco

Administradora de Bens e Imóveis S.A 模拟合并股东全部权益价值估值报告

沪财瑞评报（2017）2014 号

摘 要

一、委托方：湖南大康国际农业食品股份有限公司

二、估值报告使用者：根据评估业务约定书的约定，本次经济行为涉及的委托方及国家法律、法规规定的报告使用者，为本估值报告的合法使用者。

三、被估值单位：Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A.和 Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A

四、估值目的：股权收购

五、估值基准日：2016 年 12 月 31 日

六、估值对象及估值范围：估值对象为 Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A.和 Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A按中国准则编制的模拟合并股东全部权益，估值范围为估值对象涉及的 Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A.和 Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A模拟合并的全部资产及负债，包括 Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A. 和 Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A 截止 2016 年 12 月 31 日模拟汇总资产负债表反映的流动资产、非流动资产及负债，估值申报表所列示的经审计后

账面净资产为人民币 97,308.70 万元。

七、价值类型：本次估值的价值类型为投资价值

八、估值方法：本次估值遵照中国有关资产评估的法律、法规和参照中国资产评估准则，遵循独立、客观、公正的原则，依据委估资产的实际状况、有关市场交易资料和现行市场价格标准，采用收益法和市场法进行估值。估值结论依据收益法。

九、估值结论：Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A.和 Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A 在估值基准日 2016 年 12 月 31 日的模拟合并股东全部权益账面价值为人民币 97,308.70 万元，估值价值为雷亚尔 152,799.50 万元，根据基准日汇率：1 美元 = 3.253 雷亚尔，估值价值折算为美元 46,971.88 万元；按 1 美元 = 6.937 人民币换算，Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A.和 Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A 模拟合并的股东全部权益价值取整为人民币 325,844 万元，增值人民币 228,535.30 万元，增值率约 234.86%。（股东全部权益价值人民币大写：叁拾贰亿伍仟捌佰肆拾肆万元整）。

十、影响估值结论的特别事项：

1、本估值结论的成立，是依据 Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A.和 Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A 提供的对未来经营情况的预测，经过与管理层的沟通，我们判断预测是可信的。但我们不能保证将来其完全可以按照预测计划实现；如果发生实际运行情况与预测结果不符，则必然会影响本估值报告的最终结果，提请报告使用者充分关注该事项包含的风险。

2、Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A.和 Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A 的控股子公司 DBR Investimentos e Serviços Ltda.持有的房地产中，有 35 处不动产分别设定了抵押，另有部分设备类资产也一并设定了抵押，作为贷款债务到期偿付的担保；此外，被估值单位及其子公司拥有的房地产中有 7 处受让的房地产登记的所有人尚未变更为被估值单位及其子公司的名字。

3、截至估值人员现场勘查日，Belagrícola Comércio e Representações de Produtos

Agrícolas S.A.存在其作为被告方的、目前正在进行的诉讼一共 450 起, 涉案金额合计 188,771,577.66 雷亚尔; Belagricola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A. 作为原告的案件有 784 起, 涉案金额合计 372,961,133.81 雷亚尔。由于审计已将可能产生的诉讼赔偿在估值基准日报表中体现, 故本次估值未考虑报表外可能产生的其他因诉讼产生的或有负债。

4、本次估值时基于被估值单位现有的业务发展情况, 在计算投资价值时考虑了如下因素: 委托方此次股权收购后, 将有约 1.25 亿美元留在被估值单位内作为未来营运资金使用; 委托方利用其在融资方面的经验以及能力, 将通过提供更具竞争优势的中国乃至国际金融机构的融资方案以协助被估值单位实现资本结构优化, 降低目前较高的融资借款利率水平; 委托方将在巴西建立统一的农资采购平台和销售平台, 帮助被估值单位提高采购和销售的议价能力。另股权购买协议中 VAM 规定的或有付款因需要根据被估值单位期后实际经营的情况才有可能发生, 且金额无法确定, 故本次未考虑该笔或有付款中对被估值单位的增资事项对估值结论的影响。

5、根据本次买卖双方签订的股权购买协议, 被估值单位在交易完成后需支付买卖双方所有的交易费用, 由于该笔费用不是企业正常经营产生的费用, 且将于基准日之后发生, 故在本次估值结果中未考虑该笔费用支出对被估值单位价值的影响。

十一、估值结论使用有效期: 自 2016 年 12 月 31 日至 2017 年 12 月 30 日。

十二、本估值报告日为 2017 年 08 月 14 日。

以上内容摘自估值报告正文, 欲了解本估值项目的全面情况, 应认真阅读估值报告正文。



湖南大康国际农业食品股份有限公司拟股权收购行为涉及的
Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A.和
Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A
模拟合并股东全部权益价值估值报告

沪财瑞评报（2017）2014 号

正 文

湖南大康国际农业食品股份有限公司：

上海财瑞资产评估有限公司接受贵公司的委托，根据有关法律、法规和参照中国资产评估准则、资产评估原则，采用收益法和市场法，按照必要的估值程序，对湖南大康国际农业食品股份有限公司或其全资子公司拟股权收购行为涉及的 Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A. 和 Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A 股东全部权益在 2016 年 12 月 31 日的投资价值进行了估值。现将估值情况报告如下：

一、委托方、估值对象和委托方以外的其他估值报告使用者

（一）委托方概况

名称：湖南大康国际农业食品股份有限公司

企业类型：股份有限公司（上市、自然人投资或控股）

股票代码：002505

法定代表人：彭继泽

住 所：湖南省怀化市鹤城区鸭嘴岩工业园 3 栋

统一社会信用代码：914312001888896722

注册资金：人民币 5,485,372,200 元整

经营范围：农产品进出口贸易；农产品贸易咨询服务；农副产品、禽畜产品、种畜禽苗、饲料、畜牧机械、五金、矿产品、纺织品、化工产品（不含危险品及监控化学品）

销售（以上项目需专项审批的，审批合格后方可经营）。以下由分支机构经营：农产品、农副产品、粮油、畜禽产品、乳制品、食品加工及进出口贸易；牲畜养殖及相关技术咨询服务；生猪屠宰；自由产地租赁；道路运输代理；货物配载信息服务；仓储、装卸、搬运服务。

成立如期：1997 年 1 月 21 日

经营期限：长期

截至 2016 年 12 月 31 日，公司前十名股东情况如下：

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	上海鹏欣（集团）有限公司	992,478,300	18.09%
2	拉萨经济技术开发区厚康实业有限公司	984,640,800	17.95%
3	上海中科合臣化学有限责任公司	787,700,100	14.36%
4	吉隆和汇实业有限公司	267,791,700	4.88%
5	吉隆县晶浩信息咨询有限公司	267,791,700	4.88%
6	上海兰月生物科技中心（普通合伙）	236,316,300	4.31%
7	益阳晶鑫新能源科技实业有限公司	157,565,100	2.87%
8	陈黎明	130,992,225	2.39%
9	刘红波	118,126,800	2.15%
10	上海凯威创业投资发展中心（有限合伙）	78,751,200	1.44%
-	合计	4,022,154,225	73.33%

（二）被估值单位概况

1、被估值单位 1：Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A.

（以下简称 Bela 公司）

（1）注册登记情况

企业性质：股份有限公司

注册地：巴西

主要办公地点：Rua João Huss, No. 74, Subsolo, Gleba Fazenda Palhano, Zip Code 86.050/490, in the City of Londrina, State of Paraná.

注册资本：雷亚尔 157,800,000.00 元

成立日期: 1985 年 11 月 1 日

注册号(NIRE): 41.200.707.802

商业登记号 (CNPJ): 79.038.097/0001-81

(2) 公司股权沿革概况

1) Bela 公司设立于 1985 年 10 月 19 日。设立时, Belagícola 的股本为 20,000,000.00 新克鲁塞罗, 共计 20,000,000 股。其中 João 持有 10,000,000 股, João Colofatti 持有 10,000,000 股, 各占 Belagícola 股本的 50%。

2) 1990 年 7 月 16 日, 由于货币转换公司股本变为 20.00 克鲁塞罗, Belagícola 股本增加至 300,000.00 克鲁塞罗, 共计 300,000 股。其中 João 和 João Colofatti 各持有 150,000 股, 各占 Belagícola 股本的 50%。

3) 1991 年 5 月 20 日, Belagícola 股本增加至 5,500,000.00 克鲁塞罗, 共计 5,500,000 股。其中 João 和 João Colofatti 各持有 2,750,000 股, 各占 Belagícola 股本的 50%。

4) 1993 年 10 月 11 日, 由于货币转换公司股本变为 5,500.00 鲁塞罗雷亚尔, Belagícola 股本增加至 570,000.00 鲁塞罗雷亚尔, 共计 570,000 股。其中 João 和 João Colofatti 各持有 285,000 股, 各占 Belagícola 股本的 50%。

5) 1994 年 2 月 1 日, Belagícola 股本增加至 6,000,000.00 鲁塞罗雷亚尔, 共计 6,000,000 股。其中其中 João 和 João Colofatti 各持有 3,000,000 股, 各占 Belagícola 股本的 50%。

6) 1995 年 2 月 14 日, 由于货币转换公司股本变为 2,181.82 雷亚尔, Belagícola 股本增加至 20,000.00 雷亚尔, 共计 20,000 股。其中 João 和 João Colofatti 各持有 10,000 股, 各占 Belagícola 股本的 50%。

7) 2002 年 2 月 22 日, João Colofatti 将 3,332 股股本转让给 João, 同时, Belagícola 股本增加至 200,000.00 雷亚尔, 共计 200,000 股。其中 João 持有 133,320 股, 占 Belagícola 股本的 66.7%; João Colofatti 持有 66,680 股, 占 Belagícola 股本的 33.3%。

8) 2004 年 10 月 11 日, João Colofatti 将 13 股股本转让给 Orlando Dorigo Andreo, João 将 66,653 股股本转让给 Orlando Dorigo Andreo。本次股本转让后, João 持有 Belagícola 66,667 股股本, 持股比例为 33.3335%; João Colofatti 持有 Belagícola 66,667 股股本, 持股比例为 33.3335%; Orlando Dorigo Andreo 持有 Belagícola 66,666 股股本, 持股比例为 33.333%。

9) 2005 年 1 月 11 日, Belagícola 股本增加至 2,000,000.00 雷亚尔, 共计 2,000,000

股。其中 João 持有 666,667 股，持股比例为 33.33335%；João Colofatti 持有 666,667 股，持股比例为 33.33335%；Orlando Dorigo Andreo 持有 666,666 股，持股比例为 33.3333%。

10) 2005 年 10 月 24 日，Orlando Dorigo Andreo 将 666,666 股股本转让给 João。本次股本转让后，Orlando Dorigo Andreo 不再为 Belagícola 股东；João 持有 Belagícola 1,333,333 股股本，持股比例为 66.67%；João Colofatti 持有 Belagícola 666,667 股股本，持股比例为 33.33%。

11) 2005 年 12 月 22 日，João 将 666,666 股股本转让给 Carlos Barbosa Andreo，同时，Belagícola 股本增加至 16,000,000.00 雷亚尔，共计 16,000,000 股。其中 João 持有 5,333,333 股，占 33.33333125%；João Colofatti 持有 5,333,334 股，占 33.3333375%；Carlos 持有 5,333,333 股，占 33.33333125%。

12) 2006 年 11 月 1 日，Belagícola 股本增加至 27,000,000.00 雷亚尔，共计 27,000,000 股。其中 João、João Colofatti、Carlos 各持有 9,000,000 股，各占公司股本的 33.33%。

13) 2011 年 2 月 11 日，Belagícola 股本增加至 103,500,000.00 雷亚尔，共计 103,500,000 股。其中 João 持有 85,000,000 股，持股比例为 82.1256%；João Colofatti 持有 9,000,000 股，持股比例为 8.6957%；Carlos 持有 9,500,000 股，持股比例为 9.1787%。

14) 2011 年 8 月 30 日，João Colofatti 赠与 1,800,000 股给 Sandra Regina Andreo Colofatti Augusti，赠与 3,600,000 股给 João，同时，João Colofatti 将 3,600,000 股股本转让给 João。上述股本变化后，João 持有 Belagícola 92,200,000 股，持股比例为 89.08%；Carlos 持有 9,500,000 股，持股比例为 9.18%；Sandra Regina Andreo Colofatti Augusti 持有 1,800,000 股，持股比例为 1.74%。

15) 2011 年 9 月 8 日，Sandra Regina Andreo Colofatti Augusti 将持有的 1,800,000 股股本转让给 João。上述股本转让后，João 持有 Belagícola 94,000,000 股，持股比例为 90.82%；Carlos 持有 9,500,000 股，持股比例为 9.18%。

16) 2013 年 1 月 25 日，Carlos 将持有的 9,500,000 股股本转让给 Andreo Participações Societárias Ltda。上述股本转让后，João 持有 Belagícola 94,000,000 股，持股比例为 90.82%；Andreo Participações Societárias Ltda 持有 9,500,000 股，持股比例为 9.18%。

17) 2013 年 3 月 22 日，João 将持有的 94,000,000 股股本转让给 Colofatti Participações Societárias Ltda。上述股本转让后，Colofatti Participações Societárias Ltda 持有 Belagícola 94,000,000 股，持股比例为 90.82%；Andreo Participações Societárias Ltda

持有 9,500,000 股，持股比例为 9.18%。

18)2013 年 5 月 27 日，标的公司股本增加至 103,800,000.00 雷亚尔，共计 103,800,000 股。其中 Colofatti Participações Societárias Ltda.持有 94,000,000 股，持股比例为 90.56%；Andreo Participações Societárias Ltda.持有 9,500,000 股，持股比例为 9.15%；João、Carlos、Flávio 各持有 100,000 股，各占公司股本的 0.096%。

19)2013 年 7 月 9 日，Belagrícola 股本增加至 113,300,000.00 雷亚尔，共计 113,300,000 股。其中 Colofatti Participações Societárias Ltda.持有 94,000,000 股，持股比例为 82.97%；Andreo Participações Societárias Ltda.持有 19,000,000 股，持股比例为 16.77%；João、Carlos、Flávio 各持有 100,000 股，各占公司股本的 0.089%。

20)2013 年 12 月 27 日，Belagrícola 股本增加至 141,150,000.00 雷亚尔，共计 141,150,000 股。其中 Colofatti Participações Societárias Ltda.持有 94,000,000 股，持股比例为 66.59%；Andreo Participações Societárias Ltda.持有 46,850,000 股，持股比例为 33.19%；João、Carlos、Flávio 各持有 100,000 股，各占公司股本的 0.071%。

21)2015 年 2 月 3 日，Belagrícola 股本增加至 156,830,000.00 雷亚尔，共计 156,830,000 股。其中 Colofatti Participações Societárias Ltda.持有 94,000,000 股，持股比例为 59.94%；Andreo Participações Societárias Ltda.持有 62,530,000 股，持股比例为 39.87%；João、Carlos、Flávio 各持有 100,000 股，各占公司股本的 0.063%。

22)2016 年 12 月 30 日，Belagrícola 股本增加至 157,800,000.00 雷亚尔，共计 157,800,000 股。其中 João 持有 93,102,000 股，持股比例为 59%；Flavio 持有 26,873,340 股，持股比例为 17.03%；Carlos 持有 26,873,340 股，持股比例为 17.03%；Gisele 持有 9,373,320 股，持股比例为 5.94%；Ana 持有 1,578,000 股，持股比例为 1%。

截至估值基准日，被估值单位股权结构如下：

序号	股东名称	所持股份（股）	每股面值（雷亚尔）	占比
1	João	93,102,000	1	59%
2	Flavio	26,873,340	1	17.03%
3	Carlos	26,873,340	1	17.03%
4	Gisele	9,373,320	1	5.94%
5	Ana	1,578,000	1	1%
合计	157,800,000			100%

(3) 公司组织架构及人员情况

1) 公司组织架构

Bela 公司拥有完善的组织架构以及经验丰富的管理团队,高级管理人员均具有深厚的巴西农业领域背景。公司实行 CEO 总负责制,下设市场部、财务部、交易和风险管理部、技术部等职能部门。

2) 公司人员情况

Bela 公司在估值基准日拥有正式员工约 1600 名,其中拥有一支由 200 名农业顾问组成的技术团队。

(4) 公司主营业务情况

Bela 公司是巴西较大的几家大豆、玉米采购平台和农业生产资料经销平台之一,主要经营场所位于巴西东南部巴拉纳州和圣保罗州的 Londrina、PR/SP、Ponta Grossa 和 Itapeva 这 4 个地区,拥有广泛的知名度,与当地超过 12,000 个农业生产者保持多年紧密的业务合作关系,在上述地区占有稳定的市场份额。

作为粮食贸易平台,Bela 公司 2015 年度的粮食采购量达到约 290 万吨,拥有总储存能力约为 120 万吨的 37 个粮食仓库。在生产资料经销业务上,Bela 公司拥有 57 家零售店,向农户提供种子、农药、化肥等多种产品的一站式的生产资料采购方案,同时拥有一支 200 名农业顾问组成的技术团队向农户提供技术支持和咨询服务,服务范围覆盖 370 余万公顷的种植面积。此外,Bela 公司拥有种子加工厂,主要生产大豆和小麦种子。

2、被估值单位 2: Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A (以下简称 Landco 公司)

(1) 注册登记情况

企业性质: 股份有限公司

注册地: 巴西

主要办公地点: Rua João Huss, No. 74, Subsolo, Gleba Fazenda Palhano, Zip Code 86.050/490, in the City of Londrina, State of Paraná.

注册资本: 雷亚尔 50,000 元

成立日期: 2016 年 12 月 16 日

注册号(NIRE): 35.230.200.388

商业登记号 (CNPJ): 26.778.061/0001-78

(2) 公司历史概况

Landco 公司成立于 2016 年 12 月 16 日, 股东及持股比例如下:

序号	股东名称	所持股份 (股)	每股面值 (雷亚尔)	占比
1	João	29,500.00	1	59.00%
2	Carlos	8,515.00	1	17.03%
3	Flavio	8,515.00	1	17.03%
4	Gisele	2,970.00	1	5.94%
5	Ana	500.00	1	1.00%
合计	50,000.00			100.00%

截至估值基准日, 该公司股权结构未发生变化。

(3) 公司人员情况

Landco 公司的人员均为 Bela 公司编制内人员。

(4) 公司主营业务情况

Landco 公司主要是将直接持有或通过长期投资单位持有的房地产出租给 Bela 公司而取得租金收入。

3、近二年 (含估值基准日) 模拟汇总资产、经营状况

近二年 (含估值基准日) 模拟汇总资产、负债、所有者权益情况:

单位: 雷亚尔千元

	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
资产总额	2,226,617	1,849,135
负债总额	1,596,182	1,393,506
所有者权益	630,435	455,629

近二年 (含估值基准日) 模拟汇总经营情况:

单位: 雷亚尔千元

	2015 年度	2016 年度
主营业务收入	2,936,973	2,637,363
营业利润	29,490	-215,701
净利润	26,162	-133,494

上述 Bela 公司和 Landco 公司 2015 年和 2016 年按中国准则编制的模拟汇总财务数据由毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《审计报告》（毕马威华振审字第 1702567 号）及工作底稿确认。

4、执行的会计政策及相关税率

Bela 公司和 Landco 公司均采用巴西会计准则。

企业所得税：34 %

粮食和农业生产资料的采购、销售免征增值税。

（三）委托方与被估值单位关系

委托方湖南大康国际农业食品股份有限公司或其全资子公司本次拟收购被估值单位 Bela 公司和 Landco 公司股权，股权收购后的持股比例达到 53.99%。

（四）其他估值报告使用者

除与本经济行为相关的股权收购方、被估值单位股东方及法律、法规规定的报告使用者外，无其他估值报告使用者。

二、交易背景

1、响应国家“走出去”发展战略

自 2013 年国务院《政府工作报告》中明确提出：“加快实施‘走出去’战略，鼓励各类企业开展对外投资和跨国经营”以来，中国企业对外投资及海外并购的鼓励性政策日趋完善；2014 年国务院《政府工作报告》中指出：“推进对外投资管理方式改革，实行以备案制为主，大幅下放审批权限”，鼓励中国企业“在走出去中提升竞争力”，2014 年 3 月出台的《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》要求：“简化海外并购的外汇管理，改革外汇登记要求，进一步促进投资便利化。优化国内企业境外收购

的事前信息报告确认程序，加快办理相关核准手续”、“落实完善企业跨国并购的相关政策，鼓励具备实力的企业开展跨国并购，在全球范围内优化资源配置”。

根据上述国家战略布署，且在国际贸易及合作日益繁荣的今天，委托方采取“走出去”的发展战略，不仅能够实现全球范围内的资源有效配置，开拓公司的国际视野，而且能够降低公司的采购成本、扩大公司产品的消费群体，利用国内和国外两个市场，完善公司的经销渠道，促进公司海外贸易的开展。

在此背景下，委托方积极进行海外并购项目的筹划与考察，利用其在农产品生产及销售方面的专业优势和行业经验，寻求优质海外资产。本次交易不仅符合上市公司的需求和发展规划，也符合国家“走出去”的发展战略，是全球化时代下的必然选择。

2、粮食安全问题日益严峻

我国是世界第一人口大国，粮食是关系国计民生的重要战略商品，粮食安全始终是关系我国国民经济发展、社会稳定和国家自立的全局性重大战略问题，保证国家粮食安全具有十分重要的意义。目前，我国粮食需求总量仍在持续增长，《国家粮食安全中长期规划纲要（2008-2020）》（以下简称“粮食规划纲要”）中明确指出，预计到2020年我国人均粮食消费量为395公斤，需求总量5,725亿公斤。由于我国人均耕地面积较小、水资源短缺问题严重、农业产业结构性矛盾突出，我国粮食进口依存度逐步加深，农产品进出口贸易呈现逆差，大豆和棉花进口量逐年扩大，主要农副产品价格大幅上涨，成为有碍经济发展和国家安全的重要问题。

目前中国粮食产量的增加还是依靠要素投入，水资源过度开发和环境污染问题突出，且受制于我国土地资源，长期难以实现可持续的粮食供应增长。为应对粮食安全问题带来的挑战，粮食规划纲要中指出，我国粮食供求将长期处于紧平衡状态，要实施农业“走出去”战略，鼓励国内企业“走出去”，从而建立稳定可靠的进口粮源保障体系，保障国内的粮食供应以及提高我国在国际粮食市场的定价话语权。

3、我国玉米和大豆的产量与供给严重不匹配

大豆不仅是我国国民重要的食用蛋白来源，也是主要的压榨油原料，相关豆制品也是国民经济的重要组成部分。目前，我国已经成为全球最大的大豆进口国，2004年至2016年间国内大豆消费量涨幅为162.49%，而在此期间我国国内大豆生产受耕地资源限制、农业结构等因素影响呈现持续萎缩趋势，产量年均降幅约为2.26%，进口的依存度仍在不断提高。2016年度国内大豆消费总计为10,200万吨，而全年大豆进口总量

为 9,082 万吨，进口依存度接近 89%。我国对进口大豆的依赖已经对国家的粮食安全构成威胁，亟需利用国内和国际市场建立稳定可靠的进口保障体系。

我国玉米的消费结构与大豆类似，主要分为三大类：饲料、工业消费和食用，其中玉米作为饲料原粮进行的消费占最大比重，约占总产量的 60%左右。与此同时，中国玉米的需求量也在不断上升，至 2017 年 1 月底，我国玉米进口总量为 15.9 万吨，相比去年同期的 0.8 万吨，增长了 18.4 倍。加之国内近几年提出了减少玉米种植面积的政策调整方向，我国玉米种植产量逐年递减，处于持续萎靡状态。我国对进口大豆和玉米的依赖亟需通过实施“走出去”战略，利用国内、外市场建立稳定的国际直接粮食交易平台和保障体系。

巴西为全球主要的大豆和玉米出口国。本次交易拟通过股权收购方式进一步扩大在巴西大豆、玉米市场的市场份额。被估值单位为巴西主要的几家大豆、玉米采购平台和农业生产资料经销商平台之一的 Bela 公司和 Landco 公司，通过收购并拥有控股权这一方式，使其与委托方已控股的 Fiagril Ltda.公司形成统一的平台，扩大在巴西大豆和玉米市场的市场份额，有效促进国内对巴西大豆资源的管理和掌控，同时完成委托方实现“全球资源、中国市场”的发展战略，实现纵向一体化，降低经营成本，发挥协同效应，获取足够的议价能力，逐步打破嘉吉、邦吉、路易达孚等国际粮食对南美大豆和玉米的生产和贸易垄断，加强国家粮食安全体系，为国内大豆和玉米消费提供更为安全稳定的采购来源。

三、估值目的

根据湖南大康国际农业食品股份有限公司提供的《重大资产重组交易进程备忘录》，本估值目的是为满足湖南大康国际农业食品股份有限公司或其全资子公司收购被估值单位 Bela 公司和 Landco 公司股权(收购后持股比例达到 53.99%)的需要，对 Bela 公司和 Landco 公司的模拟合并股东全部权益价值进行估算，并提供股东全部权益价值参考。

四、估值对象和估值范围

本次估值对象是 Bela 公司和 Landco 公司模拟合并股东全部权益，估值范围为估值对象涉及的 Bela 公司和 Landco 公司模拟合并的全部资产及负债，包括 Bela 公司和

Landco 公司截至 2016 年 12 月 31 日模拟汇总资产负债表反映的流动资产、非流动资产及负债等，其在估值基准日经模拟汇总的资产类型和账面金额列表如下：

资 产 类 型	账面金额（人民币千元）
流动资产	1,682,925
货币资金	150,295
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	122,520
应收账款净额	416,887
预付账款	53,709
其他应收款净额	15,804
应收利息	6,508
存货	846,802
一年内到期的非流动资产	17,752
其他流动资产	52,648
非流动资产	2,266,274
可供出售金融资产	508
长期应收款	198,538
投资性房地产	27,764
固定资产	1,732,109
在建工程	18,373
无形资产	30,798
长期待摊费用	13,137
递延所得税资产	149,894
其他非流动资产	95,153
资产总计	3,949,199
流动负债	2,209,839
短期借款	378,063
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	115,733
应付账款	1,124,395
预收款项	235,203
应付职工薪酬	19,200
应交税费	21,148
应付利息	18,089

其他应付款	28,303
一年内到期的非流动负债	269,705
非流动负债	766,273
长期借款	692,396
长期应付款	21,050
预计负债(非流动)	8,363
其他非流动负债	44,464
负债合计	2,976,112
股东权益合计	973,087

货币单位折算为雷亚尔的账面金额列表如下:

资 产 类 型	账面金额 (雷亚尔千元)
流动资产	787,997
货币资金	70,373
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	57,368
应收账款净额	195,199
预付账款	25,148
其他应收款净额	3,047
应收利息	7,400
存货	396,499
一年内到期的非流动资产	8,312
其他流动资产	24,651
非流动资产	1,061,138
可供出售金融资产	238
长期应收款	92,962
投资性房地产	13,000
固定资产	811,026
在建工程	8,603
无形资产	14,420
长期待摊费用	6,151
递延所得税资产	70,184
其他非流动资产	44,554
资产总计	1,849,135

流动负债	1,034,714
短期借款	177,021
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	54,190
应付账款	526,476
预收款项	110,129
应付职工薪酬	8,990
应交税费	9,902
应付利息	8,470
其他应付款	13,252
一年内到期的非流动负债	126,284
非流动负债	358,792
长期借款	324,201
长期应付款	9,856
预计负债(非流动)	3,916
其他非流动负债	20,819
负债合计	1,393,506
股东权益合计	455,629

资产负债的类型、账面金额明细情况详见资产清查估值明细表。

上述按中国准则编制的模拟汇总账面金额由毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)出具的《审计报告》(毕马威华振审字第 1702567 号)及工作底稿确认。

被估值单位主要办公场所位于 Rua João Huss, No. 74, Subsolo, Gleba Fazenda Palhano, Zip Code 86.050/490, in the City of Londrina, State of Paraná., 该房产属于 L.L.Participação e Investimento Ltda.所有, 租赁期自 2014 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日。

主要资产的基本情况

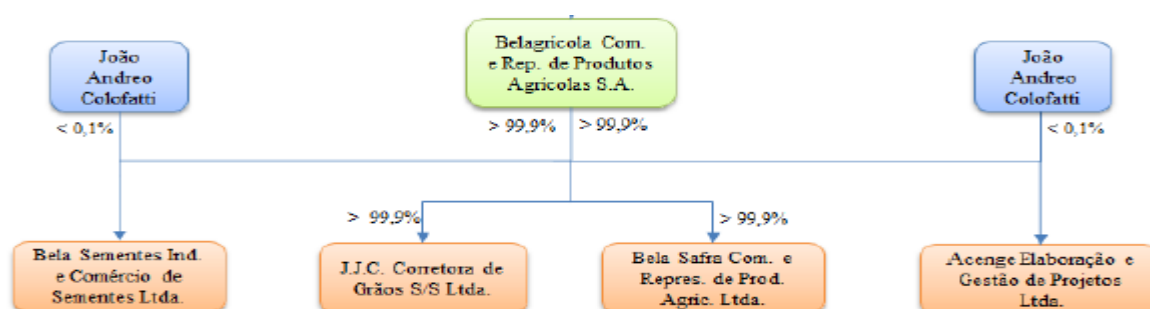
(1) 存货账面值 396,499 雷亚尔千元, 主要系库存的农药、化肥、种子等生产资料和库存谷物, 上述存货均处于可正常使用和销售状态。

(2) 投资性房地产账面值 13,000 雷亚尔千元, 为经营场所的办公用房、仓库、谷仓及所占土地, 上述房地产目前处于正常使用状态。

(3) 固定资产账面值 811,026 雷亚尔千元, 其中房屋和土地资产系企业自有的办公用房及所占土地; 设备类资产分别为机器设备、运输设备和电子办公类设备。上述设备目前处于正常使用状态。

(4) 被估值单位在估值基准日持有下列长期投资单位的股权，具体如下：

Bela 公司长期投资单位如下图：



序号	被投资单位名称	投资比例	企业级次
1	Bela Sementes Indústria e Comércio de Sementes Ltda.	99.9%	二级
2	J.J.C. Corretora de Grãos S/S Ltda	99.9%	二级
3	Bela Safra Comércio e Representações de Produtos Agrícolas Ltda.	99.9%	二级
4	Acenge Elaboração e Gestão de Projetos Ltda.	99.9%	二级

注：上述长期投资单位的其他股东均为 Bela 公司的大股东 João。

长期投资单位主要情况：

①Bela Sementes Indústria e Comércio de Sementes Ltda.：

企业性质：有限责任公司

注册地：巴西

总部地址：Rodovia PR 445 - Km 26.2, s/n, Lote 2, Zona Rural, Zip Code 86.125-000, in the City of Tamarana, State of Paraná

注册资本：雷亚尔 38,298,118.00 元

成立日期：2016 年 4 月 18 日

注册号(NIRE): 41.208.375.876

商业登记号 (CNPJ): 24.692.714/0001-76

② J.J.C. Corretora de Grãos S/S Ltda.

企业性质：有限责任公司

注册地：巴西

总部地址：Avenida José Manoel dos Reis, No. 369, Centro, Zip Code 86130-000, in the City of Bela Vista do Paraíso, State of Paraná.

注册资本: 雷亚尔 15,000 元

成立日期: 2006 年 8 月 9 日

注册号(NIRE): 78.302.684/0001-73

商业登记号 (CNPJ): 08.246.820/0001-70

③ Bela Safra Comércio e Representações de Produtos Agrícolas Ltda.

企业性质: 有限责任公司

注册地: 巴西

总部地址: Avenida Independência, No. 1090, room 01, Centro, Zip Code 86.130-000, in the City of Bela Vista do Paraíso, State of Paraná.

注册资本: 雷亚尔 100,000 元

成立日期: 2006 年 11 月 1 日

注册号(NIRE): 41.205.812.159

商业登记号 (CNPJ): 08.403.711/0001-19

④ Acenge Elaboração e Gestão de Projetos Ltda.

企业性质: 有限责任公司

注册地: 巴西

总部地址: Rodovia PR 323, Km 426.5, s/n, Barracão 1, Água do Cerne, Zip Code 86.170-000, in the City of Sertãoópolis, State of Paraná.

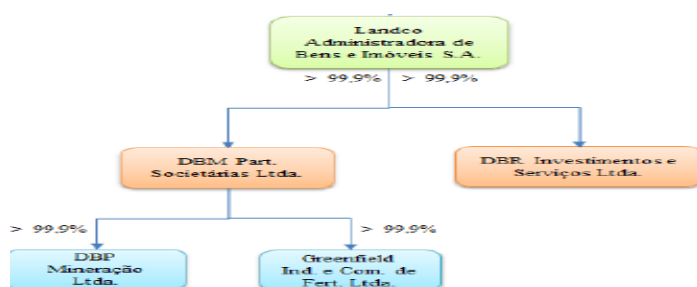
注册资本: 雷亚尔 50,000.00 元

成立日期: 2011 年 11 月 9 日

注册号(NIRE): 41.207.215.921

商业登记号 (CNPJ): 14.616.870/0001-02

Landco 公司长期投资如下:



序号	被投资单位名称	投资比例	企业级次
----	---------	------	------

1	DBR Investimentos e Serviços Ltda.	99.9%	二级
2	DBM Participações Societárias Ltda.	99.9%	二级
3	DBP Mineração Ltda.	99.9%	三级
4	Greenfield Ind.e Com. de Fert. Ltda.	99.9%	三级

注：上述长期投资单位的其他股东均为 Landco 公司的大股东 João。

① DBR Investimentos e Serviços Ltda.

企业性质：有限责任公司

注册地：巴西

总部地址：Rua Martim Francisco, No. 298, room 11-B, Santa Cecília, Zip Code 01.226-000, in the City of São Paulo, State of São Paulo.

注册资本：雷亚尔 400,031,970.00 元

成立日期：2005 年 5 月 23 日

注册号(NIRE): 35.228.433.320

商业登记号 (CNPJ): 07.409.975/0001-17

② DBM Participações Societárias Ltda.

企业性质：有限责任公司

注册地：巴西

总部地址：Rua João Huss, No. 74, room 3, Gleba Fazenda Palhano, Zip Code 86.050-490, in the City of Londrina, State of Paraná.

注册资本：雷亚尔 17,103,170.00 元

成立日期：2013 年 11 月 6 日

注册号(NIRE): 41.207.745.661

商业登记号 (CNPJ): 19.283.171/0001-01

③ DBP Mineração Ltda.

企业性质：有限责任公司

注册地：巴西

总部地址：Fazenda Capão Derrubado, s/n, Zip Code 35.701-970, in the City of Sete Lagoas, State of Minas Gerais.

注册资本：雷亚尔 1,000,000 元

成立日期：1975 年 7 月 21 日

注册号(NIRE): 31.210.142.00-1

商业登记号 (CNPJ): 18.455.022/0001-01

④ Greenfield Ind.e Com. de Fert. Ltda.

企业性质：有限责任公司

注册地：巴西

总部地址：Rua João Huss, No.74, Sala 04, Gleba Fazenda Palhano, Zip Code 86.050/490, in the City of Londrina, State of Paraná.

注册资本：雷亚尔 50,000 元

成立日期：2014 年 2 月 20 日

注册号(NIRE): 41.207.799.524

商业登记号 (CNPJ): 19.715.156/0001-87

(5) 无形资产账面值 14,420 雷亚尔千元，具体为企业外购软件 9,795 雷亚尔千元和勘探权 4,625 雷亚尔千元。

另有无账面值的商标和域名，具体如下：

商标 21 项，处于申请或已生效状态，具体明细如下：

序号	商标证书编号	申请日期	商标内容	所有人	状态
1	826002790	2003/10/22	BELAGRÍCOLA	Bela公司	生效
2	906611164	2013/08/09		Bela 公司	生效
3	906611237	2013/08/09		Bela 公司	生效

4	906620201	2013/08/12		Bela 公司	生效
5	906687802	2013/08/28		Bela 公司	申请被 退回
6	908865597	2015/01/15		Bela 公司	申请中
7	909373060	2015/05/13		Bela 公司	申请中
8	910939624	2016/04/22	Belasafra	Bela 公司	申请中
9	911077103	2016/05/24		Bela 公司	申请中
10	911077120	2016/05/24	Sementes Belagrícola	Bela 公司	申请中
11	906477913	2013/07/08		Bela 公司	申请中
12	906477875	2013/07/08		Bela 公司	申请中
13	905828992	2013/01/29		Bela 公司	申请中

14	905828925	2013/01/29		Bela 公司	申请中
15	906591490	2013/08/05	Bela Foods	Bela 公司	申请中
16	906591570	2013/08/05	Bela Foods	Bela 公司	申请中
17	911076999	2016/05/24	Bela Sementes	Bela Sementes Indústria e Comércio de Sementes Ltda.	申请中
18	908210892	2014/09/01		DBP Mineração Ltda.	申请中
19	908210965	2014/09/01		DBP Mineração Ltda.	申请中
20	908211015	2014/09/01	DBP MINERAÇÃO	DBP Mineração Ltda.	申请中
21	908211082	2014/09/01	DBP MINERAÇÃO	DBP Mineração Ltda.	申请中

域名 9 项，均处于有效期内，具体明细如下：

序号	域名	申请日期	到期日期	所有人
1	belagricola.agr.br	2013/09/12	2017/09/12	Bela 公司
2	belagricola.com.br	2000/10/23	2017/10/23	Bela 公司
3	belagricolagroup.com.br	2013/09/12	2017/09/12	Bela 公司
4	belasementes.com.br	2016/05/24	2018/05/24	Bela 公司
5	belassistencia.com.br	2013/09/12	2017/09/12	Bela 公司
6	graosbelagricola.com.br	2013/09/12	2017/09/12	Bela 公司
7	grupobelagricola.com.br	2013/09/12	2017/09/12	Bela 公司
8	insumosbelagricola.com.br	2013/09/12	2017/09/12	Bela 公司
9	sementesbelagricola.com.br	2013/09/12	2017/09/12	Bela 公司

五、价值类型和定义

委托方湖南大康国际农业食品股份有限公司拟通过收购巴西较大的几家大豆及玉米和农业生产资料经销平台之一的 Bela 公司和 Landco 公司股权的方式扩大在巴西大豆、玉米市场的份额，预计在收购完成后委托方将对 Bela 公司和 Landco 公司未来的良好发展做出了进一步的规划和具体支持措施。

按照双方的初步构想：

1、营运资金的支持

本次委托方的投资主要是收购被估值单位股权的方式。通过明晰的交易架构、股权购买协议（SPA）和协议附件的相关约定，提出将收购被估值单位部分股权，其中的增资款用于未来年度经营的发展。在上述事项中，预计将有约 1.25 亿美元留在被估值单位内作为未来营运资金使用，另股权购买协议中 VAM 规定的或有付款因需要根据被估值单位期后实际经营的情况才有可能发生，且金额无法确定，故本次未考虑该笔或有付款中对被估值单位的增资事项对估值结论的影响。

2、融资渠道

在当前巴西的经济以及政治环境下，巴西市场的流动性约束明显，金融机构通常会要求高比例的贷款担保。故本次交易完成后，委托方将利用其在融资方面的经验以及能力，并通过提供更具竞争优势的中国乃至国际金融机构的融资方案以协助被估值单位实现资本结构优化，降低目前较高的融资借款利率水平和完善企业资本结构至合理水平。

3、建立统一的农资采购平台

Bela 公司的生产资料以及部分供应商与 Fiagril 有重合之处，收购完成后可以利用大康打造统一采购平台，汇总两者生产资料的采购需求，与生产资料供应商直接进行谈判，加强议价能力；根据各公司、地区和客户的不同需求，调剂与优化库存以及流动资金。

4、打造完整的贸易平台

收购 Bela 公司能带来粮食采购和贸易上的规模效益，有助于推进大康打造完整的国际贸易平台，包括建立完善的风险管控、物流系统和直接出口功能，加强议价能力。

依据该收购背景、未来发展规划及本次估值目的，考虑了被估值单位在未来年度的经营中将获得委托方提供的财务协同和经营协同因素，并鉴于在估算过程中考虑并使用了仅适用于特定投资者的特定估值资料和经济技术参数，故确定本次估值的价值类型为投资价值。

投资价值是指估值对象对于具有明确投资目标的特定投资者或者某一类投资者所具有的价值估计数额，亦称特定投资者价值。

本报告所称“投资价值”，是指所约定的估值对象与范围在本报告约定的价值类型、估值假设和前提条件下，按照本报告所述程序和方法，仅为本报告约定估值目的服务而提出的估值意见。

六、估值基准日

本项目估值基准日是 2016 年 12 月 31 日。此基准日是委托方在综合考虑估值对象的资产规模、工作量大小、预计所需时间、合规性等因素的基础上确定的。

七、估值依据

本次估值参照以下评估依据

（一）法规依据

- 1、《中华人民共和国资产评估法》（2016 年 7 月 2 日中华人民共和国主席令第 46 号）
- 2、《中华人民共和国公司法》（中华人民共和国 2013 年主席令第 8 号）
- 3、《中华人民共和国证券法》（中华人民共和国 2013 年主席令第 43 号）
- 4、《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会 2011 年 9 月）
- 5、《境外投资管理办法》（2014 年 8 月 19 日商务部第 27 次部务会议审议通过）
- 6、《国有资产评估管理办法》（中华人民共和国国务院 1991 年第 91 号令）

（二）准则依据

- 1、《资产评估准则——基本准则》（财企[2004]20 号）
- 2、《资产评估职业道德准则-基本准则》（财企[2004]20 号）
- 3、《资产评估准则——评估报告》（中评协[2011]230 号）
- 4、《资产评估准则——评估程序》（中评协[2007]189 号）
- 5、《资产评估准则——业务约定书》（中评协[2011]230 号）
- 6、《资产评估价值类型指导意见》（中评协[2007]189 号）

- 7、《资产评估准则——不动产》（中评协[2007]189号）
- 8、《资产评估准则——机器设备》（中评协[2007]189号）
- 9、《资产评估准则——企业价值》（中评协[2011]227号）
- 10、《投资性房地产评估指导意见》（中评协[2009]211号）
- 11、《资产评估准则——无形资产》（中评协[2008]217号）
- 12、《关于修改评估报告等准则中有关签章条款的通知》（中评协[2011]230号）
- 13、《资产评估职业道德准则——独立性》（中评协[2012]248号）
- 14、巴西税收政策和法规
- 15、巴西会计准则
- 16、中国会计准则

（三）经济行为依据

湖南大康国际农业食品股份有限公司提供的《重大资产重组交易进程备忘录》

（四）权属依据

- 1、Bela公司和Landco公司注册登记证、章程
- 2、Bela公司和Landco公司主要资产相关证明文件
- 3、各类交易合同及其他合同或协议

（五）取价及参考依据

- 1、委托方提供的本次交易的股权购买协议（SPA）和协议附件
- 2、未来对Bela公司和Landco公司发展规划
- 3、被估值单位提供的财务会计、生产经营统计方面的资料
- 4、被估值单位提供的以前年度的财务报表、审计报告
- 5、委托方、被估值单位提供的未来年度经营收益、盈利预测有关资料
- 6、与委托方、被估值单位有关部门的相关访谈等
- 7、巴西中央银行公布的雷亚尔兑美元基准汇价；中国外汇管理局公布的人民币兑美元基准汇价
- 8、《资产评估常用数据与参数手册（第二版）》（北京科学技术出版社）

9、Bloomberg 资讯金融终端

10、Wind 资讯金融终端

11、雅虎财经网站信息

12、《投资价值评估》（国务院国资委产权管理局投资价值评估课题组，中国市场出版社）

13、《投资估价》（[美]Damodaran 著，[加]林谦译，清华大学出版社）

14、《价值评估：公司价值的衡量与管理（第3版）》（[美]Copeland, T.等著，郝绍伦，谢关平译，电子工业出版社）

15、Damodaran 官方网站公布的市场数据

16、巴西有关部门发布的统计资料和技术标准资料

17、估值人员现场勘查记录、市场询价和参数资料

八、估值方法

企业价值估值的基本方法主要有资产基础法、收益法和市场法。

这三种估值方法分别从资产途径、收益途径和市场途径分析和估算估值对象的价值。在估值中究竟选择哪种方法，主要考虑经济行为所对应的估值目的和确定的价值类型，综合企业的经营和资产情况、特点，以及委托方的要求和资料、参数的来源等因素，选用适用的估值方法。

（一）估值方法适用性分析及选择

1、市场法是通过分析交易案例的成交价格 and 交易条件，与估值对象作比较调整，进而估算出企业股东权益价值的一种估值方法。

根据本次估值的资产特性，估值对象从事大豆、玉米和小麦采购、农业生产资料经销业务，从资产规模和经营业务等特性分析，可以从各国资本市场中找到合适的同行业可比上市公司，并可以取得可比参数，所以本次对企业价值的估值适宜采用市场法。

2、收益法是指通过将估值对象预期收益资本化或折现以确定估值对象价值的估值方法。它是根据企业未来预期收益，按适当的折现率将其换算成现值，并以此收益现值作为股东全部权益的估值价值。

经过调查了解被估值单位实际经营状况，被估值单位收入、成本和费用之间存在比

较稳定的配比关系，未来收益可以预测并能量化，企业具备持续经营条件；与获得收益相对应的风险也能预测并量化，因此符合收益法选用的条件。

3、资产基础法是指在合理对企业各项资产价值和负债进行估值的基础上确定估值对象价值的估值方法。它是以重置各项生产要素为假设前提，根据委托估值的分项资产的具体情况选用适宜的方法分别评定估算各分项资产的价值并累加求和，再扣减相关负债估值，得出股东全部权益的估值。

本次估值目的是股权收购，价值类型为投资价值。一方面，资产基础法从企业购建角度反映的是购买资产的价值。但对于对企业真正产生收益或收益产生具有贡献，但不符合会计准则资产定义或尽管符合但难以准确计量的经济资源，资产基础法不能充分反映其价值，而且较难衡量企业各单项资产之间的配置和各项资源要素有机组合可能产生的价值。同时，资产基础法的结果未能从整体上体现出收购完成之后被估值单位所获得各类协同效应。故鉴于资产基础法本身的局限性，本次估值将不选择资产基础法进行估值。

综上所述，参照资产评估相关准则要求，根据估值目的，本次估值的价值类型为投资价值，不仅关注被估值单位未来的盈利能力，更考虑了委托方对被估值单位在未来的经营的规划和支持因素，估值人员通过对估值对象的现场勘查、调查及其相关资料的收集和分析，本次将采用收益法和市场法分别进行估值。最终将收益法估值结论作为被估值单位投资价值的参考依据，同时采用市场法对收益法估值结论进行验证。

（二）估值方法的具体应用

1、收益法

收益现值法是指将预期收益资本化或者折现，确定估值对象价值的估值方法。

收益现值法的基本原理是资产的购买者为购买资产而愿意支付的货币量不会超过该项资产未来所能带来的期望收益的折现值。

（1）收益法估值思路及模型

本项目采用的现金流量折现法是指通过估算估值对象未来预期的净现金流量并采用适宜的折现率折算成现值，借以确定估值对象价值的一种估值技术思路。本次估值选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型，其基本计算公式如下：

$$E = B - D \quad (1)$$

式中：

E: 被估值单位的股东全部权益价值

B: 被估值单位的企业价值

D: 被估值单位的付息债务价值

$$B = P + \sum C_i \quad (2)$$

P: 被估值单位的经营性资产价值

$\sum C_i$: 被估值单位基准日存在的不参与盈利预测的长期股权投资、其他非经营性或溢余性资产、负债的价值

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (3)$$

式中:

R_i : 被估值单位未来第 i 年的净现金流 (企业自由现金流量)

R_{n+1} : 被估值单位永续期的净现金流 (企业自由现金流量)

r : 折现率

n : 被估值单位的未来预测期。

(2) 收益年限, Bela 公司和 Landco 公司具备持续经营的条件, 正常情况下按公司章程经营, 企业经营期限无明确约定。本次估值在预测确定企业经营收益时, 企业经营正常, 没有发现限定年限的特殊情况, 也没有发现影响企业继续经营的资产及其他情况。则根据本次估值假设, 收益年限定为无限期。

(3) 预期年收益额, 根据委托方提供的在股权收购后对被估值单位未来的发展规划、企业提供未来经营期内的预测指标, 通过了解企业的财务计划、经营计划和投资计划, 分析企业在未来年度中的收益、成本和费用变化趋势及预期年限内对收益有重大影响因素, 测算预期年限内的企业净现金流量。

(4) 折现率, 折现率是将未来收益折成现值的比率, 它反映资产与其未来营运收益现值之间的比例关系。本次采用 WACC 确定折现率。

2、市场法

企业价值估值中的市场法, 是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较, 确定估值对象价值的估值方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。根据本次项目特点及可收集到的资料情况, 确定采用上市公司比较法。

①分析被估值单位的基本状况。主要包括其所在的行业、经营范围、规模、财务状

况等。

②确定可比上市公司。参考企业应在营运上和财务上与被估值单位具有相似的特征，这是选择参考企业的基本原则。

③分析、比较被估值单位和可比上市公司的主要财务指标。主要包括资产规模、盈利能力、营运能力、偿债能力、成长能力等多方面的财务指标。

④对可比上市公司选择适当的价值乘数，并采用适当的方法对其进行修正、调整，进而估算出被估值单位的价值乘数。

由于被估值单位在基准日发生较大亏损，无法用利润类比率进行测算，故本次选取市净率（PB）和收入乘数（EV/S）。

⑤根据被估值单位的价值乘数，在考虑缺乏市场流通性折扣的基础上，最终确定被估值单位的股权价值。

九、估值程序实施过程 and 情况

本次估值程序主要分五个阶段实施。

（一）接受委托阶段

2017 年 3 月 16 日，湖南大康国际农业食品股份有限公司启动 Bela 公司和 Landco 公司估值项目，正式确定上海财瑞资产评估有限公司为本项目的估值机构，确定 2016 年 12 月 31 日为估值基准日。之后我公司与委托方签署了资产评估业务约定合同，明确了估值目的、估值范围和估值对象。

（二）前期准备阶段

接受委托后，针对本项目的特点，为了保证估值质量，统一估值方法和参数，结合以往从事估值工作的经验和估值范围内不同类型资产的特点，拟定了《估值项目计划书》。

上海财瑞资产评估有限公司成立了估值项目小组（简称估值小组），确定了该项目的负责人，并根据被估值单位资产量大小、资产分布和资产价值特点，组建估值队伍。同时，针对本项目的特点和公司拟定的操作方案对估值小组成员进行培训。

指导被估值单位清查资产并提供相关资料，以及填报估值相关表格，检查核实资产

和验证被估值单位提供的资料。

（三）开展资产核实和现场调查工作阶段

在企业如实申报资产并对委估资产进行全面自查的基础上，估值人员对纳入估值范围内的全部资产和负债进行了调查，对企业财务制度、主要经营业务、经营情况进行系统调查，并通过与企业管理层及有关人员的访谈了解企业未来的生产经营计划。现场调查工作时间为 2017 年 3 月 25 日-2017 年 4 月 8 日。

实物资产清查过程如下：

1、指导企业相关的财务与资产管理人员在资产清查的基础上，按照估值机构提供的资料清单和相关表格，进行登记填报，同时收集委估资产的产权归属证明文件、采购和销售合同和反映性能、状态、经济技术指标等情况的文件资料。

2、审查和完善被估值单位提供的相关资料。

估值人员通过查阅有关资料，了解涉及估值范围内具体对象的详细状况。然后，审查各类资产明细情况，检查有无填列不全、资产项目不明确现象，并根据经验及掌握的有关资料，检查资产清查清单有无漏项，根据调查核实的资料，对资产清单进行完善。

3、现场实地调查。

估值人员对申报的存货和固定资产进行现场勘查和了解。对企业主要资产如种子生产工厂、规模较大的仓储中心和商店进行实地勘查，了解其生产运作情况。

4、查验产权证明文件资料。

对估值范围内房地产的产权资料进行查验，对权属资料不完善、权属资料不清晰的情况，提请企业核实。

现场调查工作如下：

评估人员通过收集分析企业历史经营情况和未来经营规划以及与管理层、农户、供应商和收购商访谈，对企业的经营业务进行调查，主要内容如下：

- 1、了解企业的资本结构、人员规模和结构、年销售额、经营模式、资金管理、人员管理、风险管理、客户情况和农业技术发展情况；
- 2、了解企业市场地位，企业在行业中的地位，企业所占市场份额等；
- 3、了解企业主要资产状况（房地产状况、主要设备状况、无形资产状况等）；
- 4、了解企业债权、债务及回收情况；

- 5、了解企业存货的核算方法，以及是否存在失效、变质、残损等情况；
- 6、了解企业的产品构成，分析各业务对企业销售收入的贡献情况；
- 7、了解企业历史年度收入、利润情况，分析收入、利润变化的主要原因；
- 8、了解企业未来年度的经营计划、投资计划等；
- 9、了解企业的税收及其他优惠政策；
- 10、了解企业的溢余资产和非经营性资产的内容及其资产状况；
- 11、了解农户、供应商和收购商与被估值单位历史合作情况及对未来的规划。

（四）评定估算、汇总阶段

2017年4月10日至2017年7月24日，基本完成了估值计算及进行初步数据核对工作。估值人员在现场依据估值机构针对本项目特点制定的操作方案，结合企业情况确定各类资产的作价方案，选择适当的估值方法，全面搜集市场信息，明确各类资产的具体估值参数和价格标准，开始评定估算工作，并陆续录入计算机；估值小组全面汇总资产估值初步结果、进行估值结论分析、撰写报告，提交项目负责人进行审核。

（五）内部审核和与委托方等进行沟通汇报，出具报告阶段

根据评估公司内部审核制度，由总师室对估值小组提交的估值报告、估值计算表和工作底稿进行全面审核，并重点安排估值数据链接的稽核工作。在审核工作结束后，估值小组对估值报告进行修改完善，同时与委托方进行了沟通，最后经总经理审核后出具正式报告。

十、估值假设

估值人员参照资产评估相关准则的要求，认定以下假设条件在估值基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化时，估值人员将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结果的责任。

（一）一般假设

1、交易假设

交易假设是假定所有委估资产已经处在交易的过程中，估值人员根据委估资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是资产估值得以进行的一个最基本的前提假设。

2、特定投资者假设

本次估值的价值类型是投资价值，收益法估值结果针对的是特定投资者的特定投资目的，在估算过程中考虑并使用了仅适用于特定投资者的特定估值资料和经济技术参数。

3、资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据委估资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定估值方法、参数和依据。

(二) 特殊假设

1、假定被估值单位的收入、成本、费用于年度内均匀发生，并能获得稳定收益，未来年度的应收款项均能收回；

2、假设本次股权收购能够根据已签订的《投资协议》顺利实现；

3、假设本次股权收购工作完成后的企业经营期间，收购方与被估值单位在客户管理、资源管理、业务拓展、企业文化等方面进行完全融合，从而保证因双方在法律法规、会计税收制度、商业惯例、经营理念、企业文化等经营管理环境方面存在的差异不会对被估值单位未来年度经营产生较大不利影响；

4、假设本次股权收购工作完成后，被估值单位自身的资源、收购方所提供的融资渠道优势、销售业绩的提升、成本费用的控制和优化、内部管理等方面的经营优化安排可以如期实现；

5、假设委托方在收购被估值单位后进行投后管理运营，并建立统一的农资采购平台和粮食贸易平台；

6、假设估值基准日后被估值单位涉及业务所处国家和地区的政治、经济和社会环境、宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；

7、假设和被估值单位相关的赋税基准及税率、政策性征收费用等在估值基准日后不发生重大变化；

8、假设本次不考虑估值基准日后被估值单位所在国家和地区可能存在的不可抗力因素（如自然灾害、特殊的气候情况和战争等）对被估值单位的经营造成重大的不利影响；

9、假设估值基准日后尚未了结的民事诉讼、劳动诉讼、税务诉讼、社会保障诉讼等案件不会对被估值单位在未来年度的经营产生重大影响；

10、假设在估值基准日后大宗农产品价格、利率与汇率价格之间不产生变动；

11、假设估值基准日后 Bela 公司和 Landco 公司采用的会计政策与核算方法和编写本估值报告时所采用的会计政策与核算方法在重要方面保持一致；

12、假设估值基准日后委托方的股权收购款在 2017 年 11 月前顺利到位；

13、假设估值基准日后被评估单位融资渠道畅通，能够获得未来年经营发展所需的资金借款；

本估值报告假设对估值范围内有形资产的现场勘查情况，与其经济使用寿命基本相符。本次估值未对该等资产的技术数据、技术状态、结构、附属物等进行专项技术检测。

本估值结论在上述假设条件下在估值基准日时成立，当上述假设条件发生较大变化时，本估值机构将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

十一、估值说明

（一）巴西宏观经济分析

2016 年巴西经济呈现全面下滑之势。2016 年巴西国内生产总值（GDP）为 6.26 万亿雷亚尔，人均国内生产总值为 30407 雷亚尔，比 2015 年减少了 4.4%。其中：农牧业下跌 6.6%，工业下跌 3.8%，服务业下跌 2.7%，采矿业下降 2.9%。失业率为 11.5%，全国有 1180 万人失业。通胀率虽低于 2015 年的 10.67%，但仍高达 6.29%。经济危机导致家庭消费下降 4.2%。而固定资产投资也下降 10.2%，投资率占 GDP 的 16.4%，创 1996 年以来新低。

至 2017 年 3 月，深陷危机的巴西经济已出现复苏迹象。通胀率不断下降，基准利率不断降低，外贸顺差增加，宏观经济不断改善。金融市场预计巴西 2017 年经济将“止跌回升”轻微增长 0.49%，2018 年将增长 2.39%。

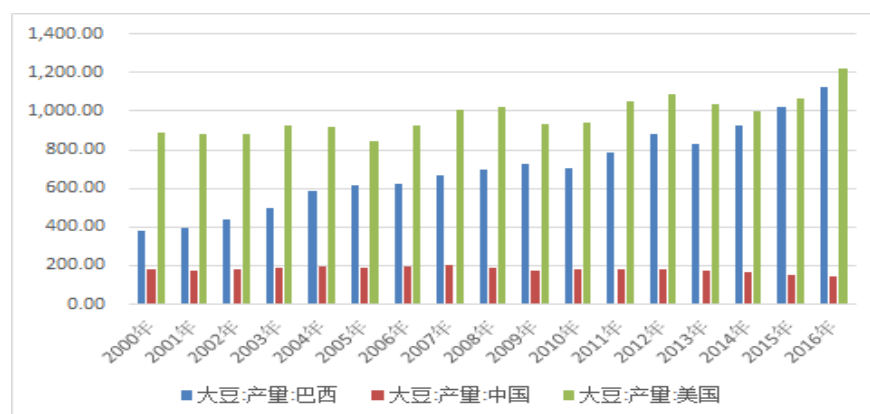
（二）全球大豆市场分析

近十余年来，美国与巴西的大豆产量全球领先，且近几年来巴西大豆产量逐年保持较高的增长趋势，主要得益于种植面积的扩大、物流条件的持续改善以及农业高科技带

来的产量提升。

目前巴西生产的主要农作物包括大豆、玉米、小麦等，其中大豆产量位于世界第二，出口量位于世界第一；玉米产量位于世界第三，出口量位于世界第二，农业资源丰富。

2000-2016 年中国、美国、巴西大豆产量情况（单位:十万吨）

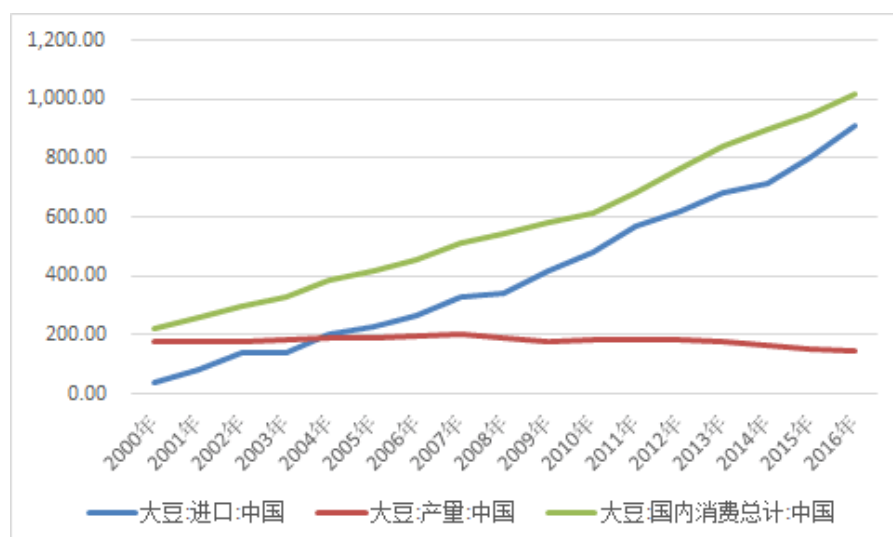


数据来源：美国农业部，Wind 资讯

在中国，大豆以及大豆制品是我国的传统食品，是膳食结构中动物蛋白、植物蛋白及食用植物油的重要来源。2000 年-2016 年，我国国内大豆消费总量呈现较快的增长趋势。然而，受耕地资源限制、农业结构调整以及自然灾害破坏等原因，我国大豆种植面积逐年减少，国内大豆产量从 2000 年的 1,792 万吨下降至 2016 年的 1,450 万吨，导致国内大豆供给呈现不断萎缩的状态。

国内大豆供需严重失衡的状态导致了我国对进口大豆的依赖，且由于种植面积少、大豆成本较高等原因在短期内难以改善，因而供需缺口不断扩大。2016 年度，国内大豆消费总计为 10,200 万吨，而全年大豆进口总量为 9,082 万吨，进口依存度接近 89%。

2000 年-2016 年中国大豆产量、进口及国内消费情况（单位：十万吨）



数据来源：美国农业部、Wind 资讯

当前，国产大豆成本高、市场竞争力较弱，而大豆属于市场化程度较高的农产品品种，大豆进口量的飙升直接冲击国内大豆产业。在此情形下，拓展海外产业链，通过投资的方式进入粮食主产地巴西，将有利于对大豆货源的掌控和管理，并逐步打破国际四大粮商对南美大豆生产和贸易的垄断，建立稳定的进口粮源保障体系，提升保障国内粮食安全的能力。

综合分析，鉴于我国逐步解决粮食安全问题、缓解大豆的产量与供给严重不匹配的情况，委托方通过海外并购方式，拟将进入全球大豆第二大生产国和出口国的巴西市场，建立起大豆采购基地，深入国际大豆贸易，从而增强国际大豆定价话语权，最终打破国际四大粮商巨头对我国大豆市场的贸易垄断，增强大豆来源的稳定性和贸易的主动权，对国家具有较强的战略意义，同时对委托方具有良好的发展前景。

（三）巴西农业市场分析

1、被估值单位所在区域农业发展情况

（1）基本情况

巴西是全球大豆和玉米的主要生产和出口国，2016 年巴西的大豆产量 1.12 亿吨，玉米产量 1 亿吨，大豆及玉米产量分别为全球第二和全球第三，其中大豆产量仅次于美国，玉米产量仅次于美国和中国。近十年来巴西粮食产量以每年 6% 的速度递增。

巴西粮食产业上游集中度较低，本土企业主导种植环节；而在粮食及其副产品的加工和出口环节集中度较高，跨国企业在供应、压榨和出口环节具有领先地位。

（2）巴拉纳州和圣保罗州农业市场概述

被估值单位的客户主要位于巴拉纳州北部和圣保罗州南部。该区域处于巴西的西南地区。东濒大西洋，属于热带气候，该区域的气候和土壤成分为农业发展提供了良好的条件。故该地区是巴西的主要传统产粮区，其中巴拉纳州是巴西第一大玉米生产地和第二大大豆生产地。

该区域近十余年来大豆及玉米的产量不断增长，一方面得益于农产品种植面积在市场刺激下不断增长，另一方面主要系科学种植带来的单位产量提升。因此，该区域的单位产量在巴西境内一直保持在较高水平，平均粮食亩产水平约高于巴西全国水平 10% 左右。近几年大豆种植面积和亩产的年平均增长率分别为 3.2% 和 2.5%。

该地区的农户构成

该区域的生产者大部分系生产规模在 100-300 公顷左右的中小型农户，自有资金普遍不足，需要靠借款或以物易物的方式购买种植所需的生产资料及支付农业生产的相关费用。

该地区的粮食储备

该地区为传统的粮食种植区，储备能力较为充足，可以满足逐年上升的产能的需要。

该地区的物流状况

大部分粮食出口集中于南部港口，主要集中在 Santos、Paranaguá 和 São Francisco 这三个港口，相对于中北部产粮地区，该地区由于距离港口距离近、基础设施及交通条件较好，故物流成本相对较低。

该地区的耕地状况

目前该地区除了农耕用地外，还有大面积的牧场。随着农产品价格的上涨，将刺激更多的牧场转为农地，未来几年区域种植面积和产量均将稳步增长。根据圣保罗联邦产业研究机构 FIESP 预计 2016-2025 年东南地区的农作物产量将年均增长 3.1%。

(3) 区域农业市场发展主要特征

①种植环节分散

该地区农业的主要生产者为本土企业，采用自有农田经营或农田租赁经营的模式，农业生产集中度偏低，约 90%的生产者为种植面积在 1,000 公顷及以下的中小型农户。这类生产者一般会将加工、出口和分销等下游业务外包给大型公司，而诸如种子、化肥、农药等生产资料的供应则主要依赖于具有技术和投资优势的大型跨国企业。农业生产者高度分散且各自产量不高，使得粮食来源难于掌控，而本地经销商与生产者之间存在天然的信任关系，对于试图掌控货源的竞争者建立了较高的进入壁垒。

②市场竞争格局

巴西农产品出口市场竞争格局高度集中，四大国际粮商占巴西大豆、玉米等粮食出口市场份额的 50%以上，而主要的大豆贸易公司同时也占据了大豆压榨行业的重要地位，四大粮商占有巴西总压榨能力的 30%以上。完善的产业链有利于发挥协同效应、降低各环节成本、提升获利空间，国际四大粮商已经深入拓展至农资供应、粮食收购、物流、贸易、加工及品牌食品销售等一体化产业链，近年来开始不断向产业链上游转移，争夺对粮食的管控权。

③基础设施建设

巴西平均有 53%的粮食通过公路、36%通过铁路、11%通过水路运输，基础设施建设的落后是巴西农业发展的最大阻碍。目前，该地区的农产品主要从南部港口出口，运输距离较近，故物流成本较低。

④粮食储存能力充足

虽然巴西的粮食储存能力跟不上农产品产量增加的速度，该缺口预计近 4,000 万吨，但大部分储存设施都集中在南部地区。粮食要达到储存设施需经过长距离的运输，而且在到达港口之前通常会储存在中介公司或合作社位于城市中心的仓库中。

⑤种植面积扩张趋势

南美地区虽然土地资源丰富，但整个农业运作和服务体系并不成熟。根据世界银行资料，巴西土地面积约为 850 万平方公里，其中养殖牧场占比约为 26%，而耕地面积占比仅为 8.69%。一方面，巴西等国政府紧缩对农业的信贷，农户在投入生产时往往缺乏购买农资的资金，另一方面巴西的基础设施建设较为滞后。随着农业金融服务与物流体系的不断完善，刺激了种植面积不断增长。

上述几项特征中，被估值单位与当地中小农户建立了长久的合作关系，并与农业生产资料的本地经销商关系良好，随着农户未来种植面积和产量的逐年提高，另依靠当地较低的物流优势和充足的存储能力优势，被估值单位在未来发展中具有较大的优势。

(4) 巴西产成品市场各环节分析

①商业化

巴西缺乏有效的粮食期货交易市场，交易由买卖双方直接完成，虽然一般会有经销商作为中间人参与其中，但没有中央市场和套利机会。购买粮食最常用的工具是远期合约，提前约定价格与数量，交货时付款。

根据参与者不同，大豆的商业化过程分为以下几种情况：

一级市场：由生产者向收粮商/合作社、大豆工业公司或出口商直接出售。

二级市场：通过中介（中间人或中等规模的经销商）向出口商或工业公司出售产品。

三级市场：指向国外市场出口。

绝大多数情况下，中间人或中等规模的经销商都会介入大豆的商业化过程。

②交通及物流环节

巴西平均有 53%的粮食通过公路、36%通过铁路、11%通过水路运输。交通基础设

施落后已被视为巴西农业发展的最大阻碍。大豆及玉米生产集中在巴西南部和中西部地区，其中西部距离南部港口较远。交通基础设施的缺乏导致运费成本显著增加。

2007 年巴西提出国家物流与运输计划，拟在 2025 年以前投资 2,000 亿美元用于改善交通基础设施，以增强巴西在国际上的竞争力。

③压榨环节

高度集中。主要的大豆贸易公司同时也是压榨行业的市场领导者，邦吉、嘉吉、ADM 和路易达孚占有巴西总压榨能力的 30%以上。

压榨设施与能力

巴西的税收体系有利于大豆出口，而不利于豆粕及豆油。

75%的豆油和 47%的豆粕都用于国内消费而非出口，压榨厂多集中在更接近终端消费者的城市附近而非港口附近。装机产能为每天 17.3 万吨。

④出口贸易环节

高度集中，四大国际粮商占巴西粮食及大豆出口的 50%以上。贸易公司更关注产业链下游环节（储存和分销）而非种植环节。

近年来，大的出口商和贸易商开始争夺对粮食的管控权，均试图向产业链上游转移。

小型的本地储存公司和中等规模经销商与生产者有着紧密的信任关系，新入参与者难以与之竞争。

生产环节参与者高度分散且各自产量不高，难以管理。

主要港口：Santos 港、Paranaguá 港和 São Francisco 港都位于巴西东南部，合计承担巴西大豆出口总量的 57%以上。

⑤农业生产资料供应环节

种子：巴西大豆种子供应领域，主要系掌握技术并有能力投资于研发与改良的跨国公司参与；

肥料和农业化学产品：巴西的土地酸性较高而天然养分含量较低，当地的耕地需要不同程度和类型的肥料以保证作物的收成。因此，肥料是巴西农业种植中的一个重要环节；巴西有超过 50%的肥料依赖进口；

⑥种植环节

主要生产者是本土企业；商业模式包括自有农田经营和租赁农田经营；

集中度较低，个体生产者对市场价格的影响很有限；

较小规模的生产者一般会将加工、出口和分销等下游业务外包给较大的公司。

（5）产成品市场的未来发展

①未来年度农产品产量有望进一步提高

尽管整体经济表现不佳，但是农作物丰收以及充足的鸡肉和牛肉供应无疑是巴西经济中少有的亮色，2015 年农业是巴西经济中唯一增长的行业，增幅达到 1.8%。巴西农业部下属的国家商品供应公司（CONAB）发布 2017 年 4 月份供需报告，预计 2017 年巴西玉米产量将比上年产量提高 37.5%；大豆产量较上年度增长 15.4%。

②农作物种植面积高速扩张

农业是巴西少有的具有国际竞争力的行业。从 1990 年代起，政府就减少补贴，取消出口关税，同时加大农业研究投入。农户也予以回应——农作物种植面积快速扩张，投资大幅增加，这使得巴西农户跻身全球生产效率最高的农户行列。

综合分析，无论从国家层面还是从行业层面，未来年度对于被估值单位都将处于有利地位，通过委托方股权收购对企业的营运资金进一步增加和补充、与委托方已控股的巴西当地农业企业 Fiagril 形成统一采购和销售平台，这些都将促使企业的收入规模快速扩大，经营收益较往年也会有明显提升。

（四）估值对象经营分析

1、公司经营情况介绍

Bela 公司成立于 1985 年，成立至今主要从事：粮食收购、农业生产资料经销和种子生产销售三大业务。

（1）农业生产资料经销业务

被估值单位是巴西主要的几家农业生产资料经销平台之一，主要经营场所位于巴西东南部的巴拉纳州和圣保罗州的 Londrina、PR/SP、Ponta Grossa 和 Itapeva 这 4 个地区，上述地区在巴西农业生产资料经销市场所占的市场份额较为稳定。在农业生产资料销售方面，被估值单位在当地的市场份额约为 10%。客户以中小农户居多，现有大部分客户从被估值单位的采购量占其总需求量的比例不高。

被估值单位运营以物易物的交易模式已有三十余年的经营历史。以物易物交易是农业生产资料经销业务中一种较为普遍的交易模式，即向农户提供农业生产资料，并折算成约定金额的大豆、玉米、小麦等农作物进行回收。被估值单位在各区拥有 57 家零售店。

1) 被估值单位向农户销售生产资料

由于历史因素等影响，巴西紧缩对农业生产者的信贷资源，农户在投入生产时，往往缺乏购买农业生产资料的资金，且融资能力较为有限，被估值单位利用这一市场契机，开展以物易物的交易模式。

在农产品种植之初，被估值单位将其经销的农药、种子、化肥等物资以信用销售的方式交付给农户，农户承诺以未来一定数量的粮食产出来偿付生产资料的赊销款以及相应的资金占用成本。受益于这一业务模式，一方面被估值单位经销的生产资料建立了稳定的销售渠道，另一方面将农资供应与农业金融服务相结合，通过锁定土地未来收获产量降低向农户的赊销信用风险、提高综合回报水平。

2) 农业生产资料采购

被估值单位与众多农业生产资料供应商建立了密切的合作关系，通过零售网络向农户提供种子、农药、化肥等一站式农资采购解决方案。主要生产资料供应商包括德国巴斯夫公司、瑞士先正达公司等国际顶级供应商。

被估值单位农业生产资料前五大供应商

农药	1  2  3  4  5 
肥料	1  2  3  4  5 
种子	1  2  3  4  5 

被估值单位通过规模化的直接采购、进口和现金支付的方式获取价格折扣，并通过与供应商协商付款期限最大限度地减少营运资金需求。

3) 营运资本及信贷风险管理

营运资本管理以及信贷风险管理是以物易物交易模式能否成功运营的关键因素。标的公司的营运资本主要来源于银行信贷、供应商及贸易商融资等。被估值单位利用农户提供的 CPR 或其他抵押物向银行申请借款，从而获得成本更低的资金，赚取利差收益，

被估值单位也因此承担了农户违约的信贷风险。

被估值单位业已建立了较为完善的风险评估体系，通过信贷风险委员会的严密评估与决策，将以物易物交易的坏账率控制在较低水平。信贷风险委员会由被估值单位首席财务官领衔，其组成人员包括农业生产资料经销业务总监、风险控制总监以及信贷经理。信贷风险委员会对所有的以物易物交易基于综合性的数据和指标进行分析和评估，并决定每个借款主体的信用风险敞口。信贷风险委员会将根据农户的个人情况要求其提供相应的抵押物或质押物。

4) 客户忠诚计划

2015 年，为了应对粮食收成减产以及信贷风险加剧等不利影响因素，被估值单位出台新的“客户忠诚计划”，该计划将客户分为三个等级：小型客户、中型客户和大型客户：

客户类型	从 Bela 公司购买农资比例
小型客户	30%以下
中型客户	30%至 60%
大型客户	60%以上

该客户忠诚计划随新的粮食生产资料套装产品共同推出，即将一篮子农业生产资料进行打包，对不同的粮食配备一系列农业生产资料并同时提供技术服务与咨询服务。目前被估值单位共推出 14 种农资产品套装。

5) 粮食作物交付与出售

在以物易物的交易模式中，农户到收获季节按照预先签署的协议完成粮食交付，在此交易过程中不存在任何现金流转。被估值单位随即向粮食贸易商或其他巴西国内消费者出售粮食作物。部分客户或贸易商会向被估值单位预付部分现金，为被估值单位提供部分营运资金。

(2) 粮食收购业务

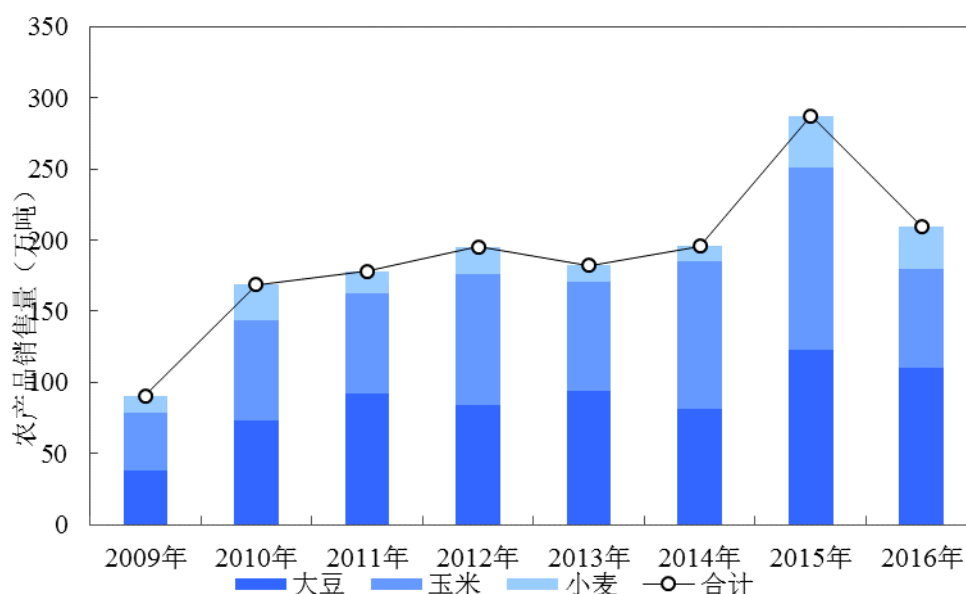
被估值单位是巴西较大的几家综合性粮食收购平台之一，运营范围覆盖巴拉纳州和圣保罗州的 Londrina、PR/SP、Ponta Grossa 和 Itapeva 这 4 个地区，属于巴西主要农作物产区。

1) 粮食的采购模式

作为本地粮食采购商，被估值单位通过生产资料经销、农业金融服务以及农业技术服务等方式，与超过 12000 名农业生产者建立了紧密的信任与联系。被估值单位拥有约 200

名资深的农业技术人员组成的专业团队，覆盖约 370 万公顷的近郊及农村区域，收购的大豆、玉米、小麦等粮食作物均直接来源于种植农户。2015 年被估值单位大豆采购量约 123 万吨，玉米采购量约 128 万吨，小麦采购量约 37 万吨，除 2016 年受自然灾害原因农户减产导致采购量大幅下降外，2009-2015 年的粮食采购数量呈现较强的增长趋势。

2009 至 2016 年 Bela 公司农产品贸易量



被估值单位粮食采购模式分为预设采购、现货采购和远期采购三种模式。预设采购模式通常与以物易物交易直接相关，是指被估值单位与农户在种植或生长阶段通过向其赊销生产资料并预先设定作为偿付赊销款及相应资金占用成本的粮食采购数量，目前约 35% 的采购量来自于预设采购。现货采购是指通过现款现货的方式，在任意时间按照市场价格向农户进行采购，约 15% 的采购量来自于现货采购。远期采购是指被估值单位与农户约定在未来确定时点按照确定价格和数量交付粮食的采购方式，农户承担粮食价格波动风险，被估值单位约 50% 的采购量来自于远期采购。

通过搜集 IMEA 数据，以及内部数据系统，2014 年-2016 年农季被估值单位业务涉及的产量信息情况如下。

项目	产量(千吨)	
	玉米	大豆
	2014-2015 农季	
巴西	84,672	96,228
巴拉纳州	15,862	17,210

项目	产量(千吨)	
	玉米	大豆
占巴西总量	19%	18%
巴拉纳州北部和圣保罗州南部	5,818	5,659
被估值单位	1,160	1,142
占地区份额	20%	20%
	2015-2016 农季	
巴西	66,694	95,434
巴拉纳州	14,484	16,844
占巴西总量	22%	18%
巴拉纳州北部和圣保罗州南部	4,586	5,072
被估值单位	699	1,072
占地区份额	15%	21%

被估值单位业务主要覆盖巴西巴拉纳州北部和圣保罗州南部，对当地的大豆和玉米市场分别拥有 21%和 15%的占有率，较该地区同行业公司具有较大的领先优势。

2) 粮食的仓储模式

总体上看，巴西的粮食储存能力跟不上农产品产量增加的速度，产能的持续上升使得粮食企业存在较大的粮食储备缺口，缺少足够的储备能力将限制粮食出售的灵活性，拥有足够的粮食储备能力有利于灵活选择销售的最佳时机和合同类型。被估值单位目前拥有 37 个粮食仓库，其中 35 个系自有仓库，其余系租赁仓库，总贮藏能力约为 120 万吨。粮食仓储网络均分布在重要的物流线公路沿线，其粮食收购业务主要通过其运营的仓库流转，由于其业务覆盖范围内的地区均为传统粮食种植省份，各粮食收购商在周边已建成充足的仓库，故被估值单位计划未来通过租赁方式继续新增仓储能力以提升市场竞争能力。

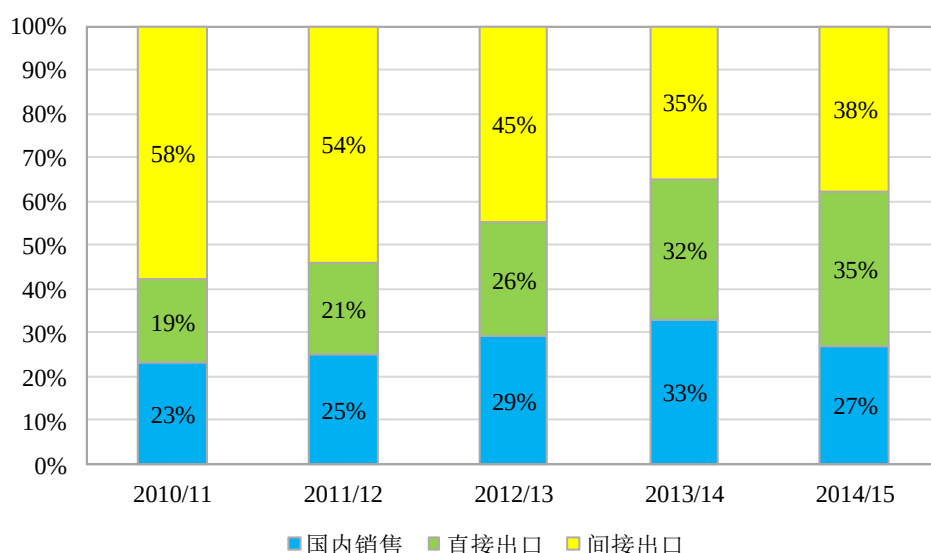
3) 粮食的销售模式

目前，巴拉纳州和圣保罗州的农产品出口主要集中于巴西东部的 Paraná 港，该港为巴西最大深水港，是巴西东南地区的交通枢纽。同时，巴拉纳州和圣保罗州的交通较为发达，公路、铁路网络、河道运输及港口基建完备。被估值单位粮食仓储网络位于高速

公路沿线，可以灵活选择运输线路和方式对农产品进行物流和出口。未来，随着基础设施建设不断完善，物流网络和运输效率还将进一步提高。未来，随着基础设施建设不断完善，物流网络和运输效率还将进一步提高。

被估值单位的粮食销售渠道主要包括直接出口、间接出口和巴西市场销售。近年来，被估值单位直接出口的销售收入占比从 19%迅速提升至 2015 年的 35%，表明被估值单位对销售渠道的掌控能力逐步增强。间接出口是指被估值单位将粮食运送至可办理海关出口的国际粮商，并最终实现粮食出口销售，间接出口销售收入比例逐渐降低，显示出被估值单位正在减少对国际粮商的渠道依赖。此外，被估值单位约 27%的粮食销售收入来源于巴西国内市场，主要系为国内大豆加工制品企业供应大豆原材料以及为动物蛋白行业供应玉米饲料。

2010/11-2014/15 收获季被估值单位农产品销售渠道



(3) 种子生产销售业务

Bela 公司的控股子公司 Bela Sementes Indústria e Comércio de Sementes Ltda.拥有种子生产工厂。与同类产品相比，该厂生产的种子质量较好，而价格基本持平，具有较强的性价比优势。目前约 70%的产品供应 Bela 公司。

2、公司人员情况

公司主要股东 João Andreo Colofatti 为公司的创始人，拥有超过 30 年行业从业经验。

首席执行官 Flávio Barbosa Andreo 曾在对冲基金工作多年，拥有多年的资本运营和企业管理经验。

Fabio Jacob: 曾任瑞信集团固定收益与大宗商品流通部主管, 现任 Bela 公司首席财务官, 负责财务、信贷业务及投资者关系。

Alberto Araujo: 拥有深厚的工程与法律背景, 现任 Bela 公司首席运营官, 主管公司运营事务。

Fernando Abraao: 现任 Bela 公司商业与上游采购总监。

目前公司人员约 1600 人, 其中拥有一支由 200 名农业顾问组成的技术团队。

3、公司模拟汇总资产负债和经营情况

2015 年至 2016 年中国会计准则下经模拟汇总口径的资产负债和经营收益情况:

单位: 雷亚尔千元

项目名称	2016 年	2015 年
流动资产	787,997	1,225,674
货币资金	70,373	86,581
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	57,368	221,605
应收账款净额	195,199	257,585
预付账款	25,148	61,934
其他应收款净额	7,400	12,809
应收利息	3,047	6,953
存货	396,499	492,414
一年内到期的非流动资产	8,312	62,381
其他流动资产	24,651	23,412
非流动资产	1,061,138	1,000,943
可供出售金融资产	238	195
长期应收款	92,962	103,080
投资性房地产	13,000	13,000
固定资产	811,026	813,550
在建工程	8,603	13,552
无形资产	14,420	6,684
长期待摊费用	6,151	6,337
递延所得税资产	70,184	-
其他非流动资产	44,554	44,545
资产总计	1,849,135	2,226,617
流动负债	1,034,714	1,399,238
短期借款	177,021	304,735
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	54,190	56,450
应付票据		-
应付账款	526,476	586,057
预收款项	110,129	190,559
应付职工薪酬	8,990	9,430

应交税费	9,902	6,915
应付利息	8,470	17,317
其他应付款	13,252	3,924
一年内到期的非流动负债	126,284	223,851
非流动负债	358,792	196,944
长期借款	324,201	151,151
长期应付款	9,856	1,929
应付股利		3,928
预计负债(非流动)	3,916	2,523
递延所得税负债		12,368
其他非流动负债	20,819	25,045
负债合计	1,393,506	1,596,182
股东权益合计	455,629	630,435
营业收入	2,637,363	2,936,973
营业成本	2,448,296	2,553,426
营业税金及附加	21,619	11,959
销售费用	117,791	197,588
管理费用	181,828	174,790
财务费用	- 31,047	181,531
资产减值损失	37,909	17,047
加: 公允价值变动收益	-161,978	101,315
投资收益	85,310	127,543
营业利润	-215,705	29,490
加: 营业外收入	7,030	2,508
减: 营业外支出	1,066	882
利润总额	-209,737	31,116
所得税费用	-76,243	4,954
净利润	-133,494	26,162

(1) 盈利能力

经营收入 2016 年有所降低, 营业利润在 2016 年发生亏损, 这是由于 2016 年当地自然灾害导致农作物大幅减产而使粮食采购成本大幅上升, 说明企业经营受自然灾害的影响较大; 此外, 2016 年巴西进一步授信信贷政策, 流动比率较 2015 年大幅下降导致企业营运资金也较为紧张。而 2012-2015 年, 企业实现净利润范围为雷亚尔 600-4700 万元, 年均净利润为雷亚尔 3,000 万元, 说明企业在天气条件稳定的情况下盈利能力较为稳定。

(2) 周转率能力

企业应收账款周转在近几年平均维持在近 60 天左右, 存货周转平均维持在 90 天左右, 总资产周转率 0.5。本次选取可比上市公司的平均应收账款周转率为 11.52, 平均存货周转率为 5.36, 总资产周转率为 1.54。企业在各项周转率方面均低于行业平均水平,

系由于上市公司经营业务多样，存在部分流通性较高的资产，经营模式与被估值单位也有差异；而被估值单位按以物易物模式下的应收款账期较长、存货中农资产品的库存期也较长，故导致上述指标低于上市公司水平。

（3）债务偿还能力

企业短期借款和长期借款金额较大，并且因缺乏足够的营运资金，无法增加经营收益，故企业目前债务偿还能力较差。

（4）成长能力

除了 2016 年因自然灾害等原因造成收入下降外，企业 2012-2015 年营业收入增长较快，年均增长率高达 20%，特别是 2015 年较上年营业收入增长约 43%，农户数量也逐年提高，说明企业通过积极有效的扩张战略正逐步扩大市场份额，对未来业务规模扩大打下基础。

综上分析公司近几年经营收入稳步增长，资产周转能力偏低，并因利息负担较重，债务偿还风险较高，随着今后新股东进入并对营运资金逐步充实，企业整体经营规模和效益将有较大的提高。

4、SWOT 分析

（1）被估值单位业务分析

被估值单位在其经营地区拥有 37 个粮食仓库和 57 家零售店，粮食收购业务占 20% 左右的市场份额；生产资料销售业务约占 10% 的市场份额，是当地主要的粮食收购企业之一。但被估值单位在生产物资采购、粮食收购和销售业务的市场份额占比不高，具有较大的增长潜力。

（2）竞争对手情况

在巴西粮食收购业务方面，占主要市场份额的是全球四大粮商：即美国阿彻丹尼尔斯米德兰 ADM、美国邦吉、美国嘉吉、法国路易达孚。被估值单位从资产、经营和收益规模上均低于全球四大粮商，但从业务范围和行业分工上并无较大的冲突和竞争。

被估值单位主要的市场竞争者为合作社。与被估值单位最具竞争的公司为一家农户合作社 Cocamar，位于北巴拉纳州，系该区域最大的合作社，每年销售粮食约 200 吨。

合作社的优势主要在于：合作社能够享受巴西政府给予的补贴信贷额度。巴西玉米和大豆产量约 60% 由农户生产，他们有资格获得补贴的农作物融资。但一般最大的信贷

规模上限约为农户所需资金总量的 25%。

一般合作社内部很少有向私营企业的激励政策，赚取的收益更多的分配给合作社成员，而不是留存用于未来的发展所需，导致近几年大量的合作社倒闭。合作社在开发市场方面较私营企业缺少灵活性，他们为了使所有成员（农户）得到公平的待遇，不允许有差异化，这使得在目前的市场环境下处于不利地位。

近两年，随着巴西经济下滑，财政赤字，政府已经逐年削减粮食生产补贴。如 2016 年/2017 年全部补贴信贷的总量较 2015/2016 年下降 7%。同时，2013 年至 2016 年政府对补贴信贷利率提高了约 50%。

同时，合作社的经营策略为通过农资纽带采购销售更多的粮食，而被估值单位的策略为通过与农户形成稳定的粮食采购渠道，增加农资的销售。通过上述的策略，被估值单位中短期目标为提升小农户采购农资的数量，将采购量提升至他们对农资需求的 30%-60%，对于大农户，将农资采购量提升超过 60%。

经上述分析，未来年度因合作社所提供较低质量的差异化服务和补助信贷规模下降，合作社的优势逐年下降，被估值单位将能够从合作社获得更多市场份额。

（3）具体 SWOT 分析

1）优势分析

对于行业和竞争对手分析，被估值单位优势主要体现在：

①行业知名度高。由于被估值单位成立较早，创始人在从事该行业有 30 多年经验，其品牌在行业上下游拥有良好的声誉，并且与 12000 多农户大多保持有 10 年以上的稳定业务关系。

②业务范围齐全。被估值单位目前是巴西当地少数能同时提供农业生产资料、粮商收购和农业技术服务的大型企业，经营策略灵活多样，能较好的满足农户的种植需求。

③技术力量较强。被估值单位有 200 名农业顾问组成的技术团队，可以提供土地面积测量、土质检测和种植策划等技术服务。

④拥有自有仓库。被估值单位拥有 35 个自有仓库和 2 个租赁仓库，且位于主要交通要道附近，具有物流便利和较大的收储能力。区域内已建仓库较多，仓储能力高于生产能力，未来年度可通过租赁仓库，使储能将进一步扩大。

2）劣势分析

近年来被估值单位营运资金频繁处于紧张状态，从而限制了被估值单位业务规模的

扩大。具体分析，由于缺少足够的营运资金，在农业生产资料业务中，无法采购更多的生产资料以提高对现有农户的供应比例，从而导致对于化肥、农业和种子销售难以进一步上涨，且由于多为分期付款方式，故采购成本也较高。在粮食收购业务中，因缺少充足的资金采购生产资料提供给农户，故无法通过以物易物模式扩大粮食采购数量。

3) 机会分析

在巴西整体经济恢复乏力的情况下，农业是巴西最为稳定的产业之一。随着国际农作物价格的上升，将刺激农户扩大种植面积，从而使得市场容量进一步扩大。并且本次交易完成后，通过委托方提供的各方面的支持，将带给企业一系列协同效应，从而有利于企业在业务规模的扩大和经营收益的提升。

4) 威胁分析

未来年度随着行业的良好发展，可能吸引新的投资者加入市场参与竞争，从而加大了对公司保持维护现有市场的难度。

综上分析，被估值单位目前在行业历史较久，因此拥有较好的口碑和知名度，技术能力较强，且能提供全面的业务服务，市场竞争力较强，但因缺乏足够的营运资金支持，导致目前被估值单位无法继续扩大业务规模和提高经营收益。若未来年度能够获得一定的资金支持，被估值单位的经营收益将得到较好的改善和提高。

5、委托方未来对被估值单位的投后管理计划

(1) 建立统一的农资采购平台：被估值单位的生产资料产品以及部分供应商与 Fiagril 有重合之处，收购完成后可以利用大康打造统一采购平台，汇总两者生产资料的采购需求，与生产资料供应商直接进行谈判，加强议价能力；根据各公司、地区和客户的不同需求，调剂与优化库存以及流动资金。

(2) 打造完整的贸易平台：收购被估值单位能带来粮食采购和贸易上的规模效益，有助于推进大康打造完整的国际贸易平台，包括建立完善的风险管控、物流系统和直接出口功能，对接国内农产品销售渠道，通过直接进口大豆的方式满足中国和国际市场上的需求。

根据委托方计划，在未来 2 年内对被估值单位进行投后整合，并与 Fiagril 合作或成立平台进行农资的集中采购和粮食的销售。根据目前两家公司的粮食业务的规模，预计在未来 2-3 年内能够合并达到 1000 万吨以上，预计占巴西粮食收购业务 4%-5% 的市场份额，农资占巴西市场 2-3% 的市场份额。通过与 Fiagril 的合作，将有利于被估值单位

在采购和销售环节中均能提升市场议价能力，降低成本和提升毛利水平。

(3) 提升市场影响力：进一步增加粮食采购能力，未来达到 1,000 万吨或以上，成为巴西市场领先的粮食贸易商，提高与国际大粮商的议价能力，为保障国家粮食安全做出贡献。

(4) 创建统一的融资平台：收购后可创建两个公司统一的融资平台，发挥上市公司融资便利及融资成本优势，降低被评估单位的融资成本，提高被评估单位的资金使用效率和综合竞争力。

(5) 促进技术进步：由于南部地区靠近商业区，农地扩张有限，技术的关注和持续投入可有效提高产出，有助于未来其他区域的扩张。

6、不可抗力因素对被估值单位经营的影响

被估值单位在经营过程中主要受到的不可抗力因素为气候因素。当年的气候会对农业粮食种植和农户的产量产生一定的影响。在近十年的经营过程中，仅 2016 年遇到极其恶劣的气候，导致粮食产量下降，巴西国内粮食市场价格远高于大宗商品 CBOT 价格，对被估值单位产生不利影响。由于对不可抗力的预测超出评估人员的执业水平，故本次评估假设不考虑特殊的气候因素对未来年度被估值单位经营的影响。

(五) 收益法估值说明

1、收益法具体方法和模型的选择

本次对 Bela 公司和 Landco 公司模拟合并股东全部权益价值的估值采取传统的企业自由现金流折现模型进行估值。企业自由现金流折现模型的基本计算公式如下：

$$E = B - D \quad (1)$$

式中：

E：被估值单位的股东全部权益价值

B：被估值单位的企业价值

D：被估值单位的付息债务价值

$$B = P + \sum C_i \quad (2)$$

P：被估值单位的经营性资产价值

$\sum C_i$ ：被估值单位基准日存在的不参与盈利预测的长期股权投资、其他非经营性或溢余性资产、负债的价值

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (3)$$

式中：

R_i ：被估值单位未来第 i 年的净现金流（企业自由现金流量）

R_{n+1} ：被估值单位永续期的净现金流（企业自由现金流量）

r ：折现率

n ：被估值单位的未来预测期。

其中，企业自由现金流量计算公式如下：

企业自由现金流量=净利润+折旧与摊销-资本性支出-营运资金增加额+借款利息费用（1-所得税率）

关于折现率，本次估值采用 WACC 模型计算加权平均资本成本确定折现率：

$$WACC = \frac{E}{D+E} R_e + \frac{D}{D+E} R_d (1-T)$$

WACC：加权平均总资本回报率；

E ：股权价值；

R_e ：期望股本回报率；

D ：付息债权价值；

R_d ：债权期望回报率；

T ：企业所得税率；

其中权益资本成本，本次估值采用资本资产定价模型（CAPM）计算折现率 R_e ：

$$R_e = R_{f1} + \beta \times ERP + R_s + R_c$$

其中：

R_{f1} ：无风险收益率。

ERP ：股权风险超额回报率。 $ERP = R_m - R_{f2}$

R_m ：股权投资收益率。

R_{f2} ：历史无风险收益率。

R_s ：企业规模风险溢价

R_c ：企业其他特有风险溢价

关于 β ：本次在计算 β 系数和 WACC 折现率时均采用企业实际资本结构。

2、收益预测的假设条件

本估值报告收益预测的假设条件详见估值报告第九部分“估值假设”。

本估值报告的估值结论在上述假设条件下在估值基准日时成立，当上述假设条件发生较大变化时，本估值机构将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

3、财务数据分析的选取和引用

本次估值前审计系对 Bela 公司和 Landco 公司 2015 年和 2016 年巴西会计准则下的财务数据进行了模拟汇总，并根据中国会计准则进行调整，最终出具中国会计准则下经审计的模拟财务报表。在巴西准则下，存货科目均按记账日产品市场公允价计量，而在中国准则下，对于存货科目均按历史成本记账，故本次主要因该部分准则差异对营业收入、公允价值变动损益和投资收益科目分别进行了调整。

考虑到采用收益法进行评估中需对历史上多年的财务数据和经营数据进行分析，仅 2015 年和 2016 年两年的财务数据（中国会计准则）可能影响到经营分析的充分性与合理性。并且由于本次系对被估值单位未来年度的现金流进行预测，在巴西会计准则下确认的营业收入、营业成本均能反映企业实际的经营状况，并与未来年度现金流预测的收益内涵相一致，故本次对历史年度的财务数据主要采用巴西会计准则下的财务数据。

4、未来年度企业现金流预测分析

➤ 营业收入的分析和预测

（1）历史年度营业收入情况：

2012 年至 2016 年经审计的营业收入如下表：

单位：雷亚尔千元

项目/年度	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
粮食收购业务	1,283,013.03	1,489,285.97	1,388,435.00	2,173,563	2,222,128
农业生产资料业务	404,525.95	661,851.16	708,325.59	831,140	569,807
销售退回	23,795.00	15,223.00	21,333.00	35,004	34,398
销售税金	4,014.00	8,743.00	6,494.00	10,455	15,232
巴西准则下营业收入合计	1,659,730.00	2,127,171.00	2,068,934.00	2,959,244	2,742,305
经审计按中国会计准则调整	/	/	/	-22,271	-104,942
中国准则下营业收入合计	/	/	/	2,936,973	2,637,363

根据查询 2011 年收入情况，2012 年同比 2011 年增长 12.48%，另经上述数据分析，

2013 年同比 2012 年增长 28.16%，故被估值单位 2012 年和 2013 年度营业总收入逐年提高。2014 年公司因进行市场扩张，所支配的资金数量较紧张而影响了采购规模，故对 2014 年营业收入略有影响。2015 年因扩张策略的效应体现，故营业收入较历史年度有较高的增幅（较 2014 年增幅约为 43%）。2016 年因恶劣的天气气候因素导致当地大豆、玉米大幅度减产，从而导致大豆玉米当地市场价格远高于历年水平，同时也高于芝加哥大宗商品 CBOT 价格，产生价格倒挂情况，故在此情况下，农户不愿意通过以物易物的方式与被估值单位交易，更愿意选择现货市场价格交易，导致被估值单位当年收购和销售粮食数量有所下降。

同时巴西当地银行信贷资金紧缩，公司无法通过大规模提高贷款规模的形式增加营运资金投入粮食收购业务和农业生产资料业务中，故企业在 2016 年缺乏足够的营运资金，导致该年业务量有所下降，特别是农业生产资料业务的收入降幅较大。

（2）粮食收购业务分析和销售收入计算方式

①粮食收购业务分析

粮食收购业务根据产品种类主要分为大豆、玉米和小麦三类农产品。

2012 年至 2016 年巴西会计准则下经审计的粮食收购业务收入情况如下表：

单位：雷亚尔千元

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
大豆 Soybean	767,530.88	1,049,092.88	893,572.00	1,344,639.73	1,542,519.67
玉米 Corn	418,508.54	342,890.90	427,059.00	601,696.53	486,200.24
小麦 Wheat	96,973.61	97,302.19	67,804.00	227,227.00	193,407.59
合计	1,283,013	1,489,286	1,388,435	2,173,563	2,222,128
销售收入增长率	14.70%	16.08%	-6.77%	56.55%	2.23%

2012 年至 2016 年粮食收购业务的销量和占比情况如下表： 单位：千吨

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
大豆 Soybean	838.68	941.28	817.05	1,229.97	1,164.79
玉米 Corn	919.80	767.89	1,034.92	1,272.32	748.24
小麦 Wheat	194.77	115.17	104.55	364.50	267.67
合计	1,953.24	1,824.35	1,956.52	2,866.78	2,180.69
销量增长率	10%	-7%	7%	47%	-24%
大豆 Soybean	42.94%	51.60%	41.76%	42.90%	53.41%
玉米 Corn	47.09%	42.09%	52.90%	44.38%	34.31%
小麦 Wheat	9.97%	6.31%	5.34%	12.71%	12.27%

作为本地粮食采购商，被估值单位通过生产资料经销、农业金融服务以及农业技术服务等方式，与超过 12000 名农业生产者建立了长期的信任与联系。被估值单位拥有约 200 名资深的农业技术人员组成的专业团队，覆盖约 370 万公顷的近郊及农村区域，收购的大豆、玉米、小麦等粮食作物均直接来源于种植农户。被估值单位与农户设定的粮食收购价格共有三种，分别为预订粮食采购价格、现货采购价格和远期采购价格，主要以远期采购价格为主，约占总收购量的 50%。

2015 年被估值单位大豆销量约 123 万吨，玉米采购量约 128 万吨，除 2016 年受天气原因当年大豆和玉米两季减产导致采购量下降外，2012 年至 2015 年的粮食采购数量总体呈现较强的增长趋势，特别是 2015 年销量较 2014 年增长 47%。近几年产品结构中，大豆和玉米的销售量占全部粮食销量的 87%-94%之间，大豆和玉米各自的销量比例相对接近。在销售市场情况方面，主要分内销和出口，2015 年至 2016 年的出口业务量平均约占全部业务量的 45%。

目前被估值单位在巴拉纳州北部和圣保罗州南部等共 165 个城市拥有 37 个粮食仓库。2012 年至 2016 年仓储运能和仓储周转率情况如下表：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
粮仓数量	31.00	35.00	38.00	37.00	37.00
仓储能力	918.60	989.16	1,164.06	1,173.78	1,130.40
仓储周转率	2.13	1.84	1.68	2.44	1.93

根据上表分析，被估值单位历年仓储周转水平有一定波动，2012 年和 2015 年达到 2.13 和 2.44 次，而 2013 年、2014 年和 2016 年均小于 2。周转率水平主要受当年仓储能力和当年度实际销售情况决定。2012 年仓储周转率为 2.13，2013 年较 2012 年周转率有所降低，但销量两年基本持平。周转率下降其主要原因为 2013 年新增粮仓所致。2014 年较 2013 年周转率有所下降的主要原因也是由于粮仓数量增加，仓储能力提升所致。2015 年周转率接近 2.5，高于历年周转率水平，主要原因为企业 2014 年起大力开发其他区域的农户市场，从而使得 2015 年粮食销量大幅提高，因此在仓储能力没有较大变化的情况下仓储周转率有所上升。2016 年仓储周转率下降的主要原因为 2016 年受天气原因农户减产导致被估值单位采购量较 2015 年有大幅下降。

②收入核算方式

粮食收购业务收入公式如下：

粮食收购业务收入=出口营业收入（大豆、玉米、小麦）+内贸营业收入（大豆、玉米、小麦）

其中，出口营业收入=FOB 单价（大豆、玉米、小麦）×出口销量（大豆、玉米、小麦）

FOB 单价= CBOT 单价（芝加哥商品交易所期货合约）

出口销量=收购销售总量×出口比例

收购销售总量=预计当年区域市场销售总量×市场占有率

内贸营业收入=（CBOT 单价（芝加哥商品交易所期货合约）-国内运杂费）×内贸销量（大豆、玉米）

（3）农业生产资料业务分析和营业收入计算公式

①农业生产资料业务分析

被估值单位是巴西主要的几家农业生产资料经销平台之一，主要经营场所位于巴西东南部的巴拉纳州和圣保罗州的 Londrina、PR/SP、Ponta Grossa 和 Itapeva 这 4 个地区。在农业生产资料销售方面，被估值单位在当地的市场份额约为 10%。客户以中小农户居多，现有大部分客户从被估值单位的采购量占其总需求量的比例不高。

被估值单位主要提供的农资产品为化肥、农药和种子。对于部分农户的销售过程中，在农产品种植之初，被估值单位将其经销的农药、种子、化肥等生产资料以信用销售的方式交付给农户，并约定按照农资价格作为借款本金计算相关利息，赚取利息收入。同时利用农户提供的抵押物向银行申请借款，或向农资供应商支付货款信用期内的利息，获得成本更低的资金，赚取差额收益。

被估值单位在各区拥有 57 个零售店。

2012 年至 2016 年巴西会计准则下经审计的农业生产资料营业收入情况如下表：

单位：雷亚尔千元

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
化肥		251,605.61	241,657.57	242,531.85	138,313.07
农药		194,288.03	234,082.91	343,499.80	249,478.10
种子		185,208.53	230,345.11	214,974.54	165,818.00
服务等其他		30,749.00	2,240	30,134	16,198.28
合计	404,525.95	661,851.16	708,325.59	831,140.19	569,807.45
增长率		63.61%	7.02%	17.34%	-31.40%

2012 年至 2015 年农资销售收入逐年增长，2013 年较 2012 年增长率约 64%，2014

年和 2015 年同比增长率分别约为 7%和 17%。2016 年因受天气灾害原因导致农户对农资产品的采购需求下降。在农资产品结构中，因化肥的毛利率低于种子和农药的毛利水平，故在 2014 年至 2016 年间被估值单位调整销售策略，增加了对农药的销售力度，从而提高了农药收入占农资产品收入的比重，进一步改善了农资产品的毛利水平。

②农业生产资料业务收入计算公式

农业生产资料业务收入公式如下：

农业生产资料营业收入=农药、种子、化肥收入

=农药、种子、化肥的市场销售规模×市场占有率

农药、种子、化肥的市场销售规模=上一年农药、种子、化肥的市场销售规模×（1+市场规模增长率）×（1+市场占有率的增长率）

（4）未来年度营业收入的预测

在被估值单位业务的预测中，本次以粮食收购业务为例进行详细介绍。

1）粮食收购业务

①销售量的预测：

2012-2015 年之间因天气状况正常，收货季节粮食收成同预期保持一致，2012 年至 2015 年销量均较为稳定，同时 2014 年因扩张计划的顺利实施，致使 2015 年粮食收购销售数量明显增加，总量高达 287 万吨，较 2014 年增长约 47%。但目前企业因缺少足够的营运资金和承担高额的利息费用，限制了粮食收购业务的发展。因该业务与农业生产资料业务相关联，主要采取以物易物的方式与农户合作，通过提供更多的农户生产资料方面的资金借款来吸引更多的农户成为企业客户，从而能够保障每年设定的粮食采购目标数量。在未来发展过程中，企业通过本次交易背景和目的所获得的优势，提高粮食销售市场占有率，并结合巴西当地未来农地增加发展规划和增加第三方仓库租赁等方式来提高粮食销售量。

a 本次交易背景和交易目的对销量的影响

根据委托方提供的企业未来发展规划和管理层对企业的战略规划，未来年度企业将通过委托方的股权收购行为获得约 1.25 亿美元（不含收购原股东股权款），从而为新增销量所需的营运资金提供了保障。同时未来年度也将根据企业的需要提供营运资金支持。同时，根据本次交易背景分析，因中国目前所面临的粮食安全问题和相应制定的粮食储备战略，在未来年度该行业受国家所支持和扶持，并且行业已经出台了较多的有利

行业发展的鼓励政策,通过与委托方已控股的巴西当地农业企业 Fiagril 形成统一采购和销售平台,提升对被估值单位在市场中的地位 and 采购、销售中的议价能力,通过规模效应降低经营成本,提升市场竞争力,能够吸引更多的农户与被估值单位进行合作,这些都将促使企业的收入规模快速扩大,经营收益较往年也会有明显提升。

b 巴西政府对扩增农地规划对销量的影响

巴西是全球大豆和玉米的主要生产和出口国,2016 年巴西的大豆产量 1.12 亿吨,玉米产量 1 亿吨,大豆及玉米产量分别为全球第二和全球第三,其中大豆产量仅次于美国,玉米产量仅次于美国和中国。近十年来巴西粮食产量以每年 6% 的速度递增。

未来年度农产品产量有望进一步提高。

尽管整体经济表现不佳,但是农作物丰收以及充足的鸡肉和牛肉供应无疑是巴西经济中少有的亮色,2015 年农业是巴西经济中唯一增长的行业,增幅达到 1.8%。巴西农业部下属的国家商品供应公司 (CONAB) 发布 2017 年 4 月份供需报告,预计 2017 年巴西玉米产量将比上年产量提高 37.5%;大豆产量较上年度增长 15.4%。

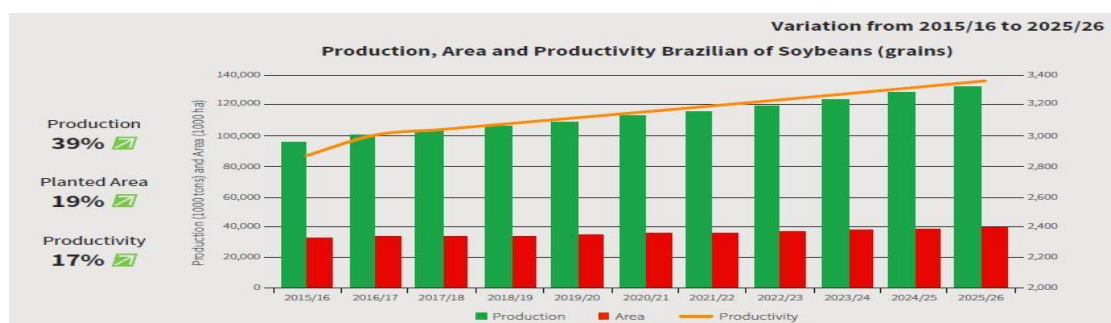
农作物种植面积高速扩张。

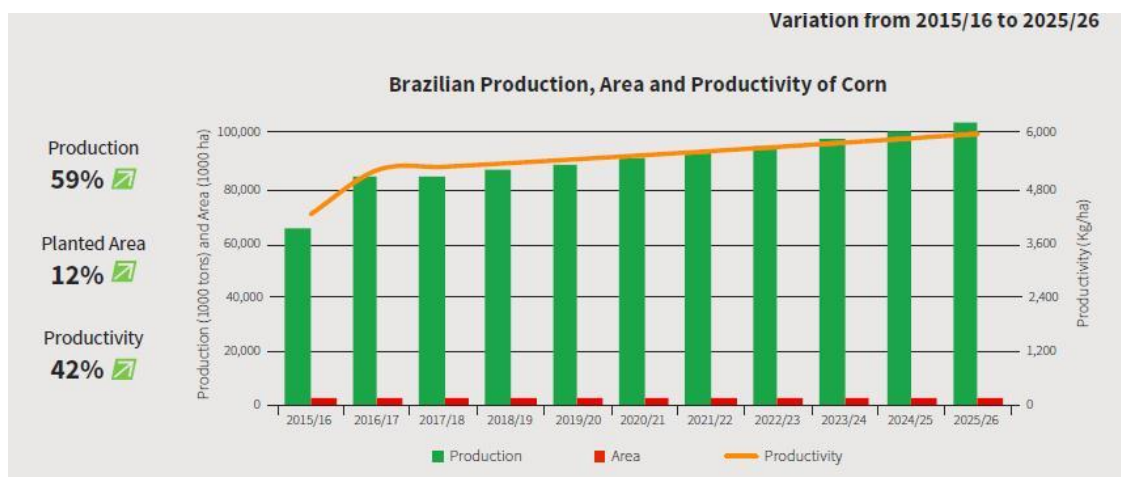
农业是巴西少有的具有国际竞争力的行业。从 1990 年代起,政府就减少补贴,取消出口关税,同时加大农业研究投入。农户也予以回应——农作物种植面积快速扩张,投资大幅增加,这使得巴西农户跻身全球生产效率最高的农户行列。

被估值单位的客户主要位于巴拉纳州北部和圣保罗州南部。该区域处于巴西的东南地区。东濒大西洋,属于热带气候,该区域的气候和土壤成分为农业发展提供了良好的条件。故该地区是巴西的主要传统产粮区,其中巴拉纳州是巴西第一大玉米生产地和第二大大豆生产地。

目前该地区的除了农耕用地外,还有大面积的牧场。随着农产品价格的上涨,将刺激更多的牧场转为农地,未来几年区域种植面积和产量均将稳步增长。根据圣保罗联邦产业研究机构 FIESP 预计 2016-2025 年东南地区的农作物产量将年均增长 3.1%。

巴西 2016 年至 2025 年大豆、玉米的单位产量、种植面积和产量的增长率如下图:





该区域近十余年来大豆及玉米的产量不断增长，一方面得益于农产品种植面积在市场刺激下不断增长，另一方面主要系科学种植带来的单位产量提升。因此，该区域的单位产量在巴西境内一直保持在较高水平，平均粮食亩产水平约高于巴西全国水平 10% 左右。近几年大豆种植面积和亩产的年平均增长率分别保持为 3.2%和 2.5%；玉米种植面积和亩产的年平均增长率分别保持为 0.5%和 2.1%。未来 10 年内大豆和玉米每年的平均市场规模增长率为 3.1%。

c 增加第三方仓库租赁对销量的影响

未来年度被估值单位管理层预计规划通过租赁仓库的方式扩大粮食仓储能力，为扩增的粮食销量提供仓储保障。

被估值单位粮食收购所在区域拥有较多的仓储资源，故未来年度通过租赁第三方粮仓，其仓储能力能够满足业务发展规模。根据管理层具体的规划方案，在 2017 年起至 2025 年新增粮仓 28 个，共新增仓库容量 185 万吨。目前仓库总容量约 113 万吨，考虑新增后总容量将达到 298 万吨。

d 企业目前农户主要以中小型农户为主。随着企业资金的充裕，计划在目前的经营区域内深耕现有潜在客户，通过充沛的营运资金的使用提供给农户一定的融资款，即农业生产资料、定制生产方案、融资服务这 3 类业务的一体化方案，故将逐步扩大目前所在竞争市场的签约农户数量。与此同时，未来年度企业管理层计划降低在农业生产资料业务中向农户借款的利率，降低后的利率水平较同业竞争者低，从而吸引更多的新农户和维护现有农户。

通过搜集 IMEA 数据，以及内部数据系统，2014 年至 2016 年农季标的资产业务涉及的农场面积等信息情况如下。

项目	大豆		玉米	
	面积	产量	面积	产量
	千公顷	千吨	千公顷	千吨
2014/2015 农季 (2014 年 6 月-2015 年 5 月)				
巴西	32,092	96,228	15,692	84,672
巴拉那州	5,224	17,210	2,456	15,862
占巴西总量	16%	18%	16%	19%
北巴拉那和南圣保罗地区	1,759	5,659	998	5,818
Belagricola	-	1,142	-	1,160
占地区份额	-	20%	-	20%
2015/2016 农季 (2015 年 6 月-2016 年 5 月)				
巴西	33,251	95,434	15,922	66,694
巴拉那州	5,451	16,844	2,612	14,484
占巴西总量	16%	18%	16%	22%
北巴拉那和南圣保罗地区	1,809	5,072	1,055	4,586
Belagricola	-	1,072	-	699
占地区份额	-	21%	-	15%

被估值单位业务主要覆盖巴西北巴拉那州和南圣保罗州部分地区，涉及的大豆种植面积达到 180.9 万公顷、玉米种植面积达到 105.5 万公顷，对当地的大豆和玉米市场分别拥有 21%和 15%的占有率，较该地区同行业公司具有较大的领先优势。

由于 2016 年因罕见的恶劣气候导致该年巴拉那州北部和圣保罗州南部的大豆玉米和小麦减产，较 2015 年度减产 16%，被估值单位也受到该因素的影响，2016 年的粮食业务销量萎缩。

根据圣保罗联邦产业研究机构 FIESP 预计，2017 年度因雨水充足，气候情况较佳，大豆、玉米和小麦等农作物产量将比 2016 年大幅上升，回到 2015 年总体产销水平。故本次对 2017 年度的市场规模销量的预计参照 2015 年水平，未来年度被估值单位经营区域的产量增长率综合考虑大豆、玉米平均的种植面积增长率和亩产增长率水平，经计算未来 10 年每年市场总的产量增长率为 3.1%，到 2026 年保持稳定。

项目	2014 年	2015 年	2016 年
市场规模 Market size '000 tons	10,443.39	14,333.92	11,890.35
市场份额 Market share '000 tons	1,956.52	2,866.78	2,180.69

市场占有率 Market share %	18.73%	20.00%	18.34%
----------------------	--------	--------	--------

未来年度被估值单位的粮食销售业务的市场占有率将随着资金注入、规模效应的形成而有所增加。考虑到股权收购款预计在 2017 年下半年注入，故粮食销售的增量趋势在 2018 年起开始逐步体现，市场份额逐年增加。至 2026 年随着市场逐步稳定，与 2025 年保持一致。

经上述分析预测，未来年度粮食产量预测数据如下：

项目	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
大豆、玉米、小麦 市场规模 '000 tons	14,778	15,236	15,709	16,196	16,698
市场规模增长率	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
被估值单位 大豆、玉米、小麦 市场份额 '000 tons	2,985	3,232	3,832	4,740	5,376
市场占有率	20.20%	21.21%	24.39%	29.27%	32.20%
项目	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
大豆、玉米、小麦 市场规模 '000 tons	17,215	17,749	18,299	18,867	18,867
市场规模增长率	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	
被估值单位 大豆、玉米、小麦 市场份额 '000 tons	5,986	6,480	7,015	7,450	7,450
市场占有率	34.77%	36.51%	38.34%	39.49%	39.49%

被估值单位未来年度大豆、玉米和小麦的各自销量比例根据历年平均水平预测，2012 年至 2016 年比例情况如下表：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	平均水平
大豆占比	42.94%	51.60%	41.76%	42.90%	53.41%	47.00%
玉米占比	47.09%	42.09%	52.90%	44.38%	34.31%	44.00%
小麦占比	9.97%	6.31%	5.34%	12.71%	12.27%	9.00%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

2012 年至 2016 年被估值单位大豆、玉米的国内销售和出口销售的比重情况如下表：

	国内销售	出口销售	出口销售占比
2016 年	1,610,435	1,095,236	40%

2015 年	1,660,400	1,362,141	45%
2014 年	1,320,199	747,370	36%
2013 年	1,091,010	1,010,964	48%
2012 年	879,900	848,744	49%

根据企业管理层预计，2017 年及以后年度国内销售和出口销售比重维持在 55%、45%。小麦均为国内销售。

根据上述对整体市场规模、被估值单位市场占有率、各类粮食销售量占比和内销出口占比情况分析，未来年度粮食销量预测如下表： 单位：千吨

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
大豆、玉米、小麦 销量 '000 tons					
其中：大豆	1,403	1,519	1,801	2,228	2,527
内销	772	835	991	1,225	1,390
外销	631	684	810	1,003	1,137
其中：玉米	1,313	1,422	1,686	2,086	2,365
内销	722	782	927	1,147	1,301
外销	591	640	759	939	1,064
其中：小麦	269.00	291.00	345.00	426.00	484.00
合计	2,985.00	3,232	3,832	4,740	5,376
	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
大豆、玉米、小麦 销量 '000 tons					
其中：大豆	2,813	3,046	3,297	3,502	3,502
内销	1,547	1,675	1,813	1,926	1,926
外销	1,266	1,371	1,484	1,576	1,576
其中：玉米	2,634	2,851	3,087	3,278	3,278
内销	1,449	1,568	1,698	1,803	1,803
外销	1,185	1,283	1,389	1,475	1,475
其中：小麦	539.00	583.00	631.00	670.00	670.00
合计	5,986	6,480	7,015	7,450	7,450

②销售单价的预测：

大豆、玉米和小麦的 CBOT 单价依据美国芝加哥期货交易所公布的期货交易价格来确定。由于大豆、玉米和小麦等大宗商品的价格根据不同的月份和交割期而有所波动，故本次取交割期在 2017 年年度的价格行情，从而剔除价格因不同月份产生的波动。根据查询 wind 资讯，大豆在美国的期货交易平均收盘价约为 10.02 美元/蒲式耳，按吨折算价为 368 美元/吨，折合巴西雷亚尔 1198 元/吨；玉米同期的期货收盘价约为 3.8 美元

/蒲式耳，按吨折算价为 140 美元/吨，折合巴西雷亚尔 454 元/吨。小麦同期的期货收盘价约为 4.66 美元/蒲式耳，按吨折算价为 171 美元/吨，折合巴西雷亚尔 557 元/吨。本次估值假设以后年度的价格保持稳定，故以后年度均按上述 CBOT 单价计算。

运杂费的预测，由于目前出口粮食大部分从南部港口出口，主要集中在 Santos 和 Paranaguá。2013 年至 2016 年 6 月的平均运杂费情况如下表： 雷亚尔元/吨

运往 STS 港口	2013	2014	2015	2016	运往 PGA 港 口	2013	2014	2015	2016
Jan	75	80	66	87	Jan	75	80	66	84
Feb	87	91	76	94	Feb	87	91	76	94
Mar	98	91	96	99	Mar	98	91	96	90
Apr	85	81	95	100	Apr	85	81	95	90
May	85	75	99	88	May	85	75	99	84
Jun	94	73	86	70	Jun	94	73	86	70
Jul	99	79	96		Jul	99	79	96	
Aug	100	86	110		Aug	100	86	110	
Sep	94	68	105		Sep	94	68	105	
Oct	81	67	101		Oct	81	67	101	
Nov	81	70	97		Nov	81	70	97	
Dec	81	59	96		Dec	81	59	96	

运杂费等根据 2013-2016 年平均水平雷亚尔 86 元/吨预测。

故经分析计算，大豆国内销售价格雷亚尔 1112 元/吨，玉米价格约雷亚尔 368 元/吨，小麦国内销售价格雷亚尔 471 元/吨。。

则未来年度粮食收购业务收入的预测如下： 单位：雷亚尔千元取整

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
大豆	内贸销量 (千吨)	772	835	991	1,225	1,390	1,547	1,675	1,813	1,926
	外贸销量 (千吨)	631	684	810	1,003	1,137	1,266	1,371	1,484	1,576
	内贸单价 (元/吨)	1,112	1,112	1,112	1,112	1,112	1,112	1,112	1,112	1,112
	出口单价 (元/吨)	1,198	1,198	1,198	1,198	1,198	1,198	1,198	1,198	1,198
	营业收入	1,614,402	1,747,952	2,072,372	2,563,794	2,907,806	3,236,932	3,505,058	3,793,888	4,029,760

	千元										
玉米	内贸销量 (千吨)	722	782	927	1,147	1,301	1,449	1,568	1,698	1,803	1,803
	外贸销量 (千吨)	591	640	759	939	1,064	1,185	1,283	1,389	1,475	1,475
	内贸单价 (元/吨)	368	368	368	368	368	368	368	368	368	368
	出口单价 (元/吨)	454	454	454	454	454	454	454	454	454	454
	营业收入 千元	534,010	578,336	685,722	848,402	961,824	1,071,222	1,159,506	1,255,470	1,333,154	1,333,154
小麦	内贸销量 (千吨)	269	291	345	426	484	539	583	631	670	670
	内贸单价 (元/吨)	471	471	471	471	471	471	471	471	471	471
	营业收入 千元	126,699	137,061	162,495	200,646	227,964	253,869	274,593	297,201	315,570	315,570
粮食业务 营业收入		2,275,111	2,463,349	2,920,589	3,612,842	4,097,594	4,562,023	4,939,157	5,346,559	5,678,484	5,678,484

永续期收入与 2026 年保持一致。

2) 农业生产资料业务收入

该类收入主要包括农业生产资料销售收入、依托于农业生产资料销售的农业融资利息收入以及其它收入。

农业生产资料销售收入：对于农业生产资料业务收入，根据上文分析，未来年度随着种植农地面积的扩大、新增农户数量的增加使得农业生产资料对应的粮食种植面积扩大，农资的需求随着种植面积的扩大而增加。根据巴西当地权威的农业研究机构预测，未来 10 年种植面积增长率为年均 1.9%。

目前与被估值单位在农业生产资料业务上的竞争对手主要为当地大型合作社。农户选择合作社采购农资的主要原因为农资价格低，并且能够获得低息贷款采购农资。但随着 2017 年起政府逐步出台减少农业补助资金和提高借款利率的政策后，合作社的优势受较大影响。

现有大部分客户从被估值单位的农资采购量占其总需求量的比例不高。故被估值单位目前的最新的战略为深度挖掘现有客户市场，通过一系列措施增加现有客户对被估值

单位的忠诚度。如 1) 通过对的产品和服务的绑定, 提供一些列解决方案, 目前已推出 14 种不同方案给予农户选择。通过量身定制方案, 满足农户的需求, 提升产品的附加值。2) 利用本次交易所带来的资本结构和融资成本的优化, 加大对农资采购业务的营运资金投入。一方面通过提高农资采购现款, 并提升对供应商的议价能力, 降低采购成本, 提高农资销售价格竞争力, 另一方面向农户提供更有竞争力的销售授信及更长的信用账期, 并提供销售金额一定比例的融资, 多维度缓解农户在种植期资金紧张的困境, 提升客户忠诚度, 增加以物易物交易规模, 锁定更多的预设粮食采购规模。

根据委托方提供的未来年度的发展规划, 预计在收购被估值单位以后, 通过 2 年时间进行投后整合和运营管理, 并与 Fiagril 合作成立平台, 实现统一采购和销售, 从而增强采购环节和销售环节的议价能力。

综上, 未来年度随着种植面积的稳定增长, 农资市场的规模需求逐年扩大, 故未来年度市场的整体规模将扩大。同时考虑到未来年度标的公司经营战略中通过一系列的 sales 改善与激励措施, 如客户忠诚计划、农业融资服务等加深与客户的合作关系, 提升现有客户对农资业务的采购量, 故标的公司在化肥、农药和种子业务中的市场占有率将提高, 按照预测年度市场规模与标的公司市场占有率测算农业生产资料销售收入。

农业融资利息收入从农业生产资料销售业务中产生的。农户在种植期资金需求较大, 标的公司根据农业生产资料销售规模向农户提供流动性便利, 根据标的公司过往数据, 融资期限视农业生产周期而定, 一般为化肥 8 个月, 农药 5 个月, 种子 7 个月, 农业融资金额与利息待到期后由农户一并以等值的粮食归还。管理层计划给予农户较市场水平一定折扣的优惠利率, 以进一步扩大农资业务规模。故未来根据预测年度化肥、农药和种子的业务收入、融资期限和优惠利率预测利息收入。

其他收入: 主要为农机销售、技术服务的收入。由于该收入占比较小, 本次根据 2013 年至 2016 年的平均收入水平对未来年度该业务收入进行预测。

3) 销售税金和销售退回的预测

由于 2012 年至 2016 年销售税金占营业收入比率基本接近, 平均税金占营业收入比率为 0.37%, 本次销售税金的预测根据该平均税金占营业收入比率进行预测。

被估值单位每年均会产生少部分已销售粮食和农资的退货情况, 经对 2012 年至 2016 年退回情况了解, 销售退回收入占营业收入平均比率约为 1.1%。几年销售退回率逐年上升, 主要系因为被估值单位内部管理中采购的农资和粮食的质检保管方面的管

理尚不到位。未来年度委托方成为被估值单位的控股股东后，将会加大力度完善内控制度，从而能够有效的降低销售退回率，故未来年度销售退回收入占营业收入比率逐年下降到 0.5%合理水平。

未来年度营业收入的预测详见收益法预测表（表 3-1）。

➤ 营业成本的分析预测

（1）历史年度营业成本情况：

2012 年至 2016 年度中国会计准则下经审计、模拟汇总的营业成本如下表：

单位：雷亚尔千元

项目/年度	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
粮食收购业务	1,147,384	1,366,086	1,234,619	1,877,119	2,148,787
农业生产资料业务	248,138	445,292	479,429	548,535	418,406
巴西准则下营业成本合计	1,395,522	1,811,378	1,714,048	2,425,654	2,567,193
经审计按中国会计准则调整	/	/	/	-127,772	-118,896
中国准则下营业成本合计	/	/	/	2,553,426	2,448,296

2012 年至 2016 年巴西会计准则下经审计的粮食收购业务和农资业务成本和毛利率情况如下表：

单位：雷亚尔千元

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
粮食业务					
大豆 Soybean	695,700	982,237	816,458	1,198,403	1,491,374
玉米 Corn	352,743	295,674	364,194	486,224	469,908
小麦 Wheat	98,941	88,175	53,966	192,492	187,506
粮食业务小计	1,147,384	1,366,086	1,234,619	1,877,119	2,148,787
农资业务	248,138	445,292	479,429	548,535	418,406

具体毛利率数据如下表：

项目/年度	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
粮食业务： Soybean	9.36%	6.37%	8.63%	10.88%	3.32%

Corn	15.71%	13.77%	14.72%	19.19%	3.35%
Wheat	10.35%	9.38%	20.41%	15.29%	3.05%
粮食业务毛利率	10.57%	8.27%	11.08%	13.64%	3.30%
农资业务毛利率	38.66%	32.72%	32.32%	34.00%	26.57%
综合毛利率	15.92%	14.85%	17.15%	18.03%	6.39%

经上表两个会计准则下的营业数据分析，在巴西准则下，2012 年至 2016 年间，除 2016 年外，前四年的毛利水平总体呈上升趋势，从 2012 年的 15.92%上涨到 2015 年的 18.03%。2016 年因气候因素导致粮食减产，一方面因为粮食市场供小于求，国内市场价格远高于芝加哥 CBOT 价格，价格产生倒挂，另一方面因被估值单位为了履行与粮食收购方约定的交货量和当初设定的销售价格，以高成本采购国内市场粮食，并按约定销售给客户，导致该年毛利水平异常。经了解，目前正常的毛利水平区间为 16%-17%。

经权威机构预测 2017 年度因较好的气候环境，巴西粮食产量将远高于 2016 年水平，粮食价格将回归正常水平，故行业整体的平均毛利水平和被估值单位的毛利水平将远高于 2016 年，预计接近 2015 年毛利水平。故本次对于预测期 2017 年至 2019 年粮食业务的毛利率按 2015 年及以前年度的平均水平预测。2020 年因与 Fiagril 在采购和销售上的整合，提高了整体的议价谈判能力，将有利于被估值单位降低采购成本，提升毛利水平，预计 2020 年粮食采购毛利率在 2019 年基础上增长 5%，即达到 11.33%，略高于 2019 年毛利率 10.79%。

农资业务中：传统业务 - 各类生产资料在 2017 年至 2019 年的毛利率按 2015 年及以前年度的平均水平预测，2020 年的毛利率在 2019 年基础上增长 3%；此外，农资业务的成本中还包括了农资供应商的赊销利息成本，按各预测年度的赊销金额及历史利率水平进行预测；农资业务中还有少部分人员费用、水电费、维护费用等其他成本，本次按 2013 年至 2016 年发生的平均费用水平预测。

未来年度营业成本的预测详见收益法预测表（表 3-1）。

➤ 营业费用和管理费用的分析预测

1) 2012 年至 2016 年度经审计合并口径下经营费用、管理费用如下表：

单位：雷亚尔千元

项目名称	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
巴西准则:					
人工费用	55,091	67,904	92,723	103,555	113,816
运输费	43,827	63,345	68,487	114,153	69,745
外部服务费	14,633	21,299	11,215	15,137	14,563
能源费	12,132	12,120	15,060	24,870	17,226
折旧摊销	10,152	12,160	15,732	18,790	20,502
营运费用	4,829	6,396	9,584	14,899	16,729
维护费用	3,492	5,040	4,390	11,344	13,972
租赁费用	3,629	4,558	7,188	11,850	12,198
仓储费用	3,345	2,316	2,797	3,456	1,233
坏账准备	5,718	-693	8,464	17,428	22,308
其他费用	677	12,983	30,120	51,450	28,590
合计	157,525	207,428	265,760	386,932	330,882
占营业收入比率	9.49%	9.75%	12.85%	13.08%	12.07%
准则差异调整					
坏账准备	/	/	/	-15,328	-33,252
递延收益审计调整	/	/	/	774	1989
中国准则下合计	/	/	/	372,378	299,619

巴西会计准则下系将销售费用和管理费用合并核算，本次按照该口径预测。

中国会计准则对巴西准则对于销售费用和管理费用的调整主要是坏账准备重分类至资产减值准备。由于预测假设未来年度的款项均能收回，故不对坏账准备进行预测。

本次预测的历史费用水平参照巴西准则下经营管理费用情况。

经营管理费用主要有人员工资、运费、折旧及摊销、仓储费、能源费和维护费用等。

2) 未来年度预测

①人员工资费的预测。根据委托方投后管理规划和企业管理层制定的未来年度预算分析，2017 年下半年和 2018 年将对各部门和人员进行优化整合，适当削减部分员工，预计 2017 年度工资费在 2016 年基础上增长 1%，2018 年度增长率为 3%，2019 年的人员规模将保持稳定，并参考历史年度人员成本增长水平、估值对象计划的增长目标，2019 年工资费增长率 5%，以后年度按该增长水平预测，永续年工资与 2026 年保持一致。

②折旧和摊销的预测：本次折旧和摊销费的预测根据现有资产规模进行预测。对于现有的固定资产和无形资产，其折旧和摊销费根据 2016 年水平预测。

③仓储费用。仓储费用主要为租赁粮仓和经营地所产生的费用。本次根据现有粮仓租赁费用和未来新增仓储能力而发生的粮仓租赁费用分别预测。其中，对于现有租赁粮仓租赁费用的预测，未来年度根据 2016 年费用水平进行预测。对于新增仓储能力所新租赁粮仓，具体预测如下表：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
现有最大仓储量（千吨）	2,760.834	3,055.456	3,232.000	3,832.000	4,740.000
粮仓周转率	2.44	2.50	2.50	2.50	2.50
新增仓储能力（千吨）	92	71	240	363	254
未来年度累计新增仓储总吨数（千吨）	92	162	402	766	1,020
单位粮仓租赁费用（雷亚尔千元/吨）	26.70	26.70	26.70	26.70	26.70
新增仓储租赁费用（雷亚尔千元）	2,451	4,336	10,744	20,442	27,234
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
现有最大仓储量（千吨）	5,376.000	5,986.000	6,480.000	7,015.000	7,450.000
粮仓周转率	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
新增仓储能力（千吨）	244	198	214	174	-
未来年度累计新增仓储总吨数（千吨）	1,264	1,462	1,676	1,850	1,850
单位粮仓租赁费用（雷亚尔千元/吨）	26.70	26.70	26.70	26.70	26.70
新增仓储租赁费用（雷亚尔千元）	33,749	39,025	44,739	49,384	49,384

未来年度租赁费用根据现有租赁粮仓租赁费用与新租赁粮仓费用之和进行预测。

④运输费。运输费主要为粮食收购业务和农资销售业务中发生的运输费用。由于该费用与营业收入成一定正向比例关系，故本次按 2012 年至 2016 年运输费占营业收入的平均费率水平预测未来年度的运输费用。

⑤其他费用如第三方服务费、能源费、维修维护费、其他费用（保险、差旅费、办公费等），与被估值单位的经营业务存在较密切的联系，本次估值结合被估值单位历史年度业务发展情况以及未来的业务开展计划，根据 2012 年至 2016 年费用占营业收入的比例对未来年度进行预测。永续年费用水平与 2026 年保持一致。

未来年度营业费用和管理费用的预测详见收益法预测表（表 3-1）。

➤ 财务费用的预测

1) 2012 年至 2016 年度经审计、模拟汇总口径下财务费用情况如下表:

单位: 雷亚尔千元

项目名称	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
巴西准则:					
利息收入	55,973	91,881	249,582	572,108	321,754
利息支出	101,261	153,546	340,080	688,701	433,648
合计	45,288	61,665	90,498	116,593	111,894
准则差异调整					
公允价值变动和投资收益重分类	/	/	/	64,938	-142,941
中国准则下合计	/	/	/	181,531	-31,047

中国会计准则对巴西准则对于财务费用的调整主要在于公允价值变动和投资收益的重分类调整。由于本次预测假设未来汇率、利率和大宗商品价格与评估基准日不发生变化,故本次汇兑损益不进行预测。

巴西准则下的财务费用主要有利息收入和利息支出。

利息收入为在粮食收购业务和农资业务中向农户收取的利息收入,本次已在营业收入中考虑,不在财务费用中重复预测。

利息支出为支付银行、债权人利息费用。截至估值基准日 2016 年 12 月 31 日,估值对象付息债务总额约为 627,506 雷亚尔千元,综合年利率为 10%。除付息负债外,在粮食收购业务中,被估值单位需向粮食贸易商支付预收货款的利息。本次按照上述情况预测未来年度的借款利息。

本次假设估值基准日后在 2017 年 11 月前委托方投入增资款 1.25 亿美金,同时为弥补资金缺口,被估值单位新增借款 5300 万元美金,共同作为被估值单位未来年度的营运资金参与运营,故未来年度将新增预测该笔借款的利息费用。

未来年度财务费用-借款利息的预测详见收益法预测表(表 3-1)。

➤ 资产减值损失、公允价值变动收益、投资收益预测

由于公允价值变动收益、投资收益科目系按照中国会计准则的要求将巴西会计准则下的营业收入、营业成本和财务费用中,涉及大宗商品和资产的公允价值变动和投资损益的金额重分类至公允价值变动收益、投资收益科目。由于本次对于营业收入中粮食销售价格已按芝加哥 CBOT 市场公允价格预测,故不对公允价值变动收益、投资收益进行

预测。资产减值损失属于非正常性损益，本次不做预测。

➤ 营业外收入和营业外支出预测

由于营业外收入和营业外支出核算的是非经营性、偶然性损益项目，主要为政府临时性补贴和资产处置损益，故本次不做预测。

➤ 企业所得税

企业所得税率为 34%，未来年度按照该税率预测企业所得税。

➤ 利息费用、折旧摊销费用加回预测

本次折旧摊销费用的加回根据经营管理费用中折旧和摊销的预测值确定。

利息费用的加回中不考虑支付给农资供应商和粮食贸易商的利息费用，仅将付息负债扣除所得税费用后加回。

未来年度利息费用、折旧摊销费用加回预测详见收益法预测表（表 3-1）。

➤ 资本性支出的预测

被估值单位现有的固定资产和无形资产折旧摊销年限与实际使用年限较为接近，故对于现有资产日常所需的资本性支出仅为现有固定资产和无形资产的正常更新，支出金额与折旧、摊销金额一致。

未来年度资本性支出的预测详见折旧摊销资本性支出计算表（表 4-1）。

➤ 营运资金增加额的预测

营运资金是指企业经营性流动资产与经营性流动负债的差额，反映的是企业在未来经营活动中是否需要追加额外的现金。企业营运资金主要考虑产品存货购置、代客户垫付购货款（应收、预付账款）等所需的资金以及应付账款等。通常存货、应收账款、预付账款、应付账款和预收账款等科目的金额与收入、成本呈相对稳定的比例关系，因此按各年预测数据确定。由于其他应收款、其他应付款、应付税费、应付职工薪酬等历年变动水平与收入、成本规模无较强的相关性，因此本次考虑营运资金主要通过应收类款项、存货以及应付类款项计算。本报告所定义的营运资本增加额为：营运资本增加额=当期营运资本-上期营运资本

其中，营运资本=应收类款项+待抵扣税金+存货-应付类款项

由于企业主要从事粮食收购、农业生产资料业务，上述业务均需预先支付一定的资金，因此未来参考 2013-2016 年的水平趋势进行预测，即应收款项的周转率 6.78，待抵扣税金周转率 40.87，存货周转率 4.12，应付款项的周转率 4.03，预收款项的周转率 27.89。具体情况如下表：

周转率（次/年）	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	平均值
应收款项	6.89	5.26	7.22	7.85	6.78
待抵扣税金	42.40	36.32	45.52	40.78	40.87
存货	4.59	3.47	3.97	4.91	4.12
应付款项	5.64	3.69	4.06	4.33	4.03
预收款项	39.91	42.81	22.61	18.24	27.89

根据上表中营运资金周转率平均水平，并将未来年度向粮食贸易商收取的 3%货款收入作为营运资金考虑，未来年度营运资金追加的预测如下：

单位：雷亚尔千元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
应收款项	416,501	458,772	547,360	687,542	794,192
待抵扣税金	69,062	76,071	90,760	114,005	131,689
存货	588,670	645,228	768,274	953,587	1,096,211
减：应付款项	601,977	659,813	785,641	975,143	1,120,991
减：预收款项	101,213	111,486	133,013	167,079	192,996
减：粮食贸易商货款收入	68,253	73,900	87,618	108,385	122,928
营运资金	302,789	334,872	400,123	504,527	585,178
营运资金增加额	159,870	32,083	65,250	104,404	80,651
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
应收款项	895,179	974,950	1,054,544	1,119,206	1,119,206
待抵扣税金	148,434	161,661	174,859	185,581	185,581
存货	1,232,277	1,338,222	1,447,647	1,536,609	1,536,609
减：应付款项	1,260,132	1,368,472	1,480,371	1,571,344	1,571,344
减：预收款项	217,536	236,921	256,263	271,977	271,977
减：粮食贸易商货款收入	136,861	148,175	160,397	170,355	170,355
营运资金	661,361	721,265	780,019	827,721	827,721

营运资金增加额	76,183	59,904	58,754	47,702	0
---------	--------	--------	--------	--------	---

未来年度营运资金增加额的预测详见营运资金计算表（表 4-3）。

➤ 基准日后委托方股权收购款的预测

根据本次交易方案、《投资协议》及《第一修正案》，委托方的股权收购款中将对被估值单位进行现金增资约 1.25 亿美元（不含收购原股东股权款），本次考虑将该增资款用来补充未来年度营运资金需求。但由于该笔款属于委托方的权益，故本次在计算未来年度营运资金增加时不扣减该笔增资款带来的影响。

➤ 企业自由现金流的预测

未来年度企业自由现金流的预测详见收益法预测表-企业自由现金流预测。

4、折现率

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定价值的重要参数。公司整体资产估值的折现率，应当能够反映公司创造经营现金流量所面临的风险，包括行业风险、经营风险和财务风险。

WACC（Weighted Average Cost of Capital）代表期望的总投资回报率。它是期望的权益资本回报率和所得税调整后的债权资本回报率的加权平均值，亦即公司的权益成本和债务成本的加权平均值，权重取公司的股权与债权结构。计算公式为：

$$WACC = R_e \times \frac{E}{D+E} + R_d \times \frac{D}{D+E} \times (1-T)$$

式中：WACC 为加权平均总投资回报率；

E 为权益资本；

D 为付息债权资本；

Re 为权益资本期望回报率；

Rd 为债权资本回报率；

T 为企业所得税率。

（1）权益资本回报率的计算

在这里，我们使用资本资产定价模型来估算公司权益资本的期望回报率。

资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model“CAPM”）。CAPM 是通常估算投资

者收益要求和求取公司股权成本的方法。

$$R_s = R_f + \beta \times RPm + R_s + R_c$$

①定无风险收益率 (Rf)

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小。所以我们选择基准日不考虑通胀因素巴西国债利率 4.84% (名义利率 11.42%-通货膨胀率 6.58%)

②企业风险系数 β 的确定

查阅可比上市公司的有财务杠杆风险系数，根据各对应上市公司的资本结构将其还原为无财务杠杆风险系数。

通过 Bloomberg 系统，查询出可比上市公司截止到目前 5 年 (周) 的有财务杠杆的 β 系数，通过公式： $\beta_L = [1 + (1 - T)D/E]\beta_u$ ；(β_L 为有财务杠杆的风险系数， β_u 为无财务杠杆的风险系数)，将各可比上市公司有财务杠杆 β 系数转换成无财务杠杆 β 系数。

具体数据见下表：

序号	可比上市公司名称	股票代码	β_L	D/E	β_u
1	Bunge Limited	BG US Equity	0.577	65.26%	0.434
2	GrainCorp Limited	GNC AU Equity	0.556	67.70%	0.318
3	Marubeni Corporation	8002 JP Equity	1.045	238.01%	0.365
4	Olam International	OLAM SP Equity	0.580	242.63%	0.297
5	Wilmar International LTD	WIL SP Equity	0.906	110.67%	0.472
平均值			0.3772		

D/E: 本次结合基准日被估值单位实际资本结构和 2017 年增资款和新增借款对资本结构进行综合考虑。经计算 D/E 为 93%。

则根据上述计算得出企业风险系数 $\beta_L = [1 + (1 - T)D/E]\beta_u = [1 + (1 - 34\%) \times 93\%] \times 0.3772 = 0.6087$ 。

③市场风险溢价 RPm 的确定

目前国际上有一种较流行的测算美国以外的资本市场的股权风险溢价的方法，该方法由美国纽约大学斯特恩商学院著名金融学教授、估值专家 Aswath Damodaran 提出，是通过在成熟股票市场 (如美国) 风险溢价的基础上加上国家风险溢价，得到巴西市场

的风险溢价。具体计算过程如下：

RP_m （巴西股票市场风险溢价）=成熟股票市场的风险溢价（美国市场）+国家风险溢价

美国股票市场是世界上成熟股票市场的最典型代表，Aswath Damodaran 采用 1928 年至今美国股票市场标准普尔 500 指数和国债收益率数据，计算得到截至目前美国股票与国债的算术平均收益差为 5.69%。

国家风险溢价采用国家信用违约互利价差的方法。

对于巴西市场的信用违约风险利差，Aswath Damodaran 根据彭博数据库（Bloomberg）发布的最新世界各国 10 年期 CDS（信用违约互换）利率，计算得到世界各国相对于美国的信用违约风险息差。其中，美国的信用违约风险息差为 0.38%，巴西的信用违约风险息差为 3.59%，当前扣除美国的信用违约风险息差后的巴西 10 年期 CDS 利率为 3.21%。由于相对于成熟市场，新兴国家的股权市场风险更高，故在该国的基础利差上提高违约利差的比率来提高国家风险溢价。经查阅 Aswath Damodaran 最新提供的“Relative Equity Volatility”数据表得知，该比率为 1.23。则

$$\begin{aligned}\text{巴西针对美国的国家风险溢价} &= 3.21\% \times 1.23 \\ &= 3.95\%\end{aligned}$$

RP_m （巴西股票市场风险溢价）=成熟股票市场的风险溢价（美国市场）+国家风险溢价

$$\begin{aligned}&= 5.69\% + 3.95\% \\ &= 9.64\%\end{aligned}$$

即当前巴西市场的权益风险溢价 RP_m 约为 9.64%。

④企业规模风险溢价 R_s 的确定

根据 Morningstar (ex-Ibbotson Associates)信息和被估值单位目前资本规模情况综合分析，被估值单位规模对应的规模风险溢价为 3%。

⑤企业其他特有风险溢价 R_c 的确定

由于测算风险系数时选取的为上市公司，相应的证券或资本在资本市场上可流通，而纳入本次评估范围的资产为非上市资产，与同类上市公司比，该类资产的权益风险要大于可比上市公司的权益风险。结合行业地位、经营能力、抗风险能力等因素，公司目前有大量借款，高额的财务费用增加了企业财务风险。故本次对其他特有风险溢价 R_c 取值为 1%。

⑥权益资本成本 R_e 的确定

根据上述确定的参数，则权益资本成本计算如下：

$$\begin{aligned} R_e &= R_f + \beta_L \times R_{Pm} + R_s + R_c \\ &= 4.84\% + 0.6087 \times 9.64\% + 3\% + 1\% \\ &= 14.71\% \end{aligned}$$

(2) 债务资本回报率的确定

①债务资本成本 R_d 的确定

本次估值中对于债务资本成本 R_d 的参照同收益法中借款费用的预测。根据短期借款、长期借款的权重计算得出综合借款利率为 10%。

②所得税

估值基准日巴西的法定所得税率为 34%。

(3) 综合以上，根据上述计算的资本结构，折现率计算如下：

$$\begin{aligned} WACC &= R_e \times \frac{E}{D+E} + R_d \times \frac{D}{D+E} \times (1-T) \\ &= 52\% \times 14.71\% + 48\% \times (1-34\%) \times 10\% \\ &= 10.82\%, \text{ 本次取整为 } 11\%。 \end{aligned}$$

5、经营性资产价值的确定

预测期内各年净现金流按年中均匀流入流出考虑，将各年的净现金流量折现到 2016 年 12 月 31 日现值，加总后得出预测期的经营性资产价值为 2,614,877 雷亚尔千元。

6、溢余资产和非经营性资产价值

经分析，截止估值基准日企业无溢余资产，但拥有非经营性资产和负债，具体分析如下：

(1) 无形资产中有采矿权，账面值 4,625 雷亚尔千元，经了解被估值单位尚未开展该类业务，故本次按非经营性资产将其剥离，并按账面值确认。

(2) 可供出售金融资产账面值 238 雷亚尔千元，递延所得税资产账面值 70,184 雷亚尔千元，预计负债账面值 3,916 雷亚尔千元，以上款项未参与经营，本次将其剥离，并按账面值确认。

非经营性资产和负债情况表

单位：雷亚尔千元

项目	账面值	估值
非经营性资产		

加：无形资产	4,625	4,625
加：递延所得税资产	70,184	70,184
加：可供出售金融资产	238	238
小计：	75,047	75,047
非经营性负债		
减：预计负债	3,916	3,916
小计	3,916	3,916

7、付息债务

截止估值基准日企业付息债务共计 627,506 雷亚尔千元。

8、增资款

收益法预测了估值基准日后增资款美元 1.25 亿元参与未来年度的经营,本次将该部分增资款折现并扣减,金额为 372,458 雷亚尔千元。

9、基准日后新增借款

基准日后新增借款 5300 万美金,折合雷亚尔 172,409 千元。本次将该部分增资款折现并扣减,金额为 158,049 雷亚尔千元。

10、股东全部权益价值结论

根据以上估值工作, Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A. 和 Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A 的模拟合并股东全部权益价值为:

股东全部权益价值=经营性资产价值+非经营性资产和负债-付息负债-基准日后增资款

$$=2,614,877 + 75,047 - 3,916 - 627,506 - 158,049 - 372,458$$

$$=1,527,995 \text{ 雷亚尔千元}$$

截至估值基准日,巴西雷亚尔兑美元汇率中间价为 3.253,则按美元计价的估值结论为美元 46,971.88 万元;人民币兑美元中间价为 6.937,故经汇率换算,Bela 公司和 Landco 公司的模拟合并股东全部权益价值取整为人民币 325,844 万元。

(六) 市场法估值说明

1、估值方法技术思路

根据《资产评估准则-企业价值》的要求,市场法应当选择与被估值单位有可比性的公司或者案例。本次估值确定的可比上市公司选择原则如下:

- ① 同处一个行业，受相同经济因素影响；
- ② 企业业务结构和经营模式类似；
- ③ 企业成长性可比，增长能力相当；

本次估值根据彭博（Bloomberg）和雅虎财经查询的数据，选取了全球范围内规模以上的 5 家农产品行业上市公司，具体如下：

序号	代码	公司名字	交易所
1	BGN	Bunge Limited	纽约证券交易所
2	GNC.AX	GrainCorp Limited	澳大利亚证券交易
3	8002.T	Marubeni Corporation	东京证券交易所
4	032.SG	Olam International	新加坡证券交易所
5	F34.SG	Wilmar International LTD	新加坡证券交易所

2、选择并计算 5 家可比上市公司的价值比率

上市公司比较法通常可以采用的指标有市盈率（PE）、市净率（PB）、收入乘数（EV/S）、价值—EBITDA 比率（EV/EBITDA）。

由于被估值单位在基准日发生较大亏损，无法用利润类比率进行测算，故本次选取市净率（PB）和收入乘数（EV/S）。

3、市场法公式

采用市场法，估算被估值单位股权价值的基本模型为：

$$E = (EV - D + M) \times (1 - d) \times (1 + m) + C \quad (1)$$

其中：EV（企业价值）为：

$$EV = EVb / S^*b \times (Z \times G) \times S^* \quad (2)$$

其中：EV - 被估值单位企业价值

EVb - 可比上市公司企业价值；

S*b - 可比上市公司价值比率的分母（S、E、EBITDA）

Z-资本市场及国家因素修正系数

G - 个别因素修正系数；

S* - 被估值单位价值比率的分母金额（S、E、EBITDA）。

D: 基准日估值对象的付息债务价值；

M: 基准日估值对象溢余货币资金；

d: 股权缺少流通性折扣率；

m: 控制权溢价;

C: 估值对象在基准日存在的非经营性或溢余性资产（负债）的价值。

基本步骤:

(1) 根据本次被估值单位和可比上市公司的实际情况, 确定采用企业价值 (EV) /净收入 (S) 以及股权价值 (P) /净资产 (B) 二种指标。并根据公开市场数据分别计算 5 家可比上市公司的价值比率。

(2) 其次, 对可比上市公司的价值比率进行以下几个方面修正调整

①资本市场及国家因素修正

②个别因素修正 (包括盈利能力、边际分析、营运能力、资本结构以及增长能力)

(3) 根据可比上市公司修正后的价值比率, 按照平均权重得到平均价值比率, 并结合目标公司参数计算出企业价值估值结论;

(4) 然后剔除有息负债与现金及现金等价物净额, 得出全流通股权价值。

(5) 考虑到可比上市公司均为上市公司, 需对目标公司的股权价值进行缺少流动性折扣调整以及控制权溢价的调整, 得到初步股权价值估值结论。

(6) 在初步企业价值估值结论的基础上, 对被估值单位非经营性、溢余资产进行调整得到最终估值结论。

4、可比上市公司及被估值单位简介

(1) 可比上市公司简介

①Bunge Limited

Bunge Limited (邦吉集团), 1818 年成立于荷兰的阿姆斯特丹市, 是一家世界领先的农业和食品公司。该公司致力于整合全球农业、食品业供应链和生产链, 为世界 60 多亿人口提供产品与服务。邦吉的业务涵盖化肥、农业、食品业、糖业和生物能源。这些产业之间紧密关联, 形成了一体化的产业链运营模式, 使其能够把产品和服务从农田一直延伸到零售货架。其一体化的供应和生产链能够以更合理的价格向世界各国和各地的消费者提供高品质食品, 该公司致力于通过其完善的全球产业链和营销网络为世界各国和各地提供综合性的粮食安全解决方案。

②GrainCorp Limited

GrainCorp Limited 是一家国际领先的农业和食品配料的公司, 业务跨越四大洲, 供应的客户遍及 30 多个国家。公司主营业务: 粮食仓储, 装卸, 销售和麦芽及油籽加工业务。从 2002 年起, GrainCorp 与美国嘉吉公司合作, 购买和销售小麦, 大豆, 大麦,

高粱，每年油菜籽超过 450 万吨，为国内和国际客户提供服务。

③Marubeni Corporation

Marubeni Corporation (丸红株式会社) 是日本具有代表性的大型综合商社，自 1858 年创立以来，至今已有一百四十多年的历史。公司总部设在东京和大坂，资本金 1940 亿日元，是日本五大综合商社之一。公司主要从事国内、进出口贸易、国际间商品技术服务贸易。业务范围：同世界各国、各地区广泛开展一般性贸易进出口业务；开展转口贸易、补偿贸易、租赁业务等多种形式的贸易活动。该公司全球粮食采购量约为 2000 万吨/年，是日本国内最大的粮商巨头。

④Olam International Limited

Olam International Limited 是一家总部设于新加坡并在新加坡上市的全球性及上下游齐全的供应链管理公司。在欧洲、南北美洲、亚洲及非洲等 60 个国家采购，处理，分销及销售精选农业大宗产品。该公司在全球腰果，非洲酪脂树坚果及大咖啡豆市场独佔鳌头，亦是可可豆、棉、稻米、糖、木材及芝麻的重要国际供应商。

⑤Wilmar International Ltd.

Wilmar International Ltd.是多元化的全球跨国公司，世界最大的粮食、食用油及农产品供应商、贸易商之一，年营业额 100 多亿美元。Wilmar International Ltd.收购了郭氏集团的全部食用油以及相关业务。公司旗下拥有“金龙鱼”、“胡姬花”、“福临门”、“鲁花”这些在中国市场均占有一席之地之的食用油品牌。

⑥ 被估值单位 Bela 公司和 Landco 公司

Bela 公司是巴西主要的几家大豆、玉米采购平台和农业生产资料经销平台之一，主要经营场所位于巴西东南部巴拉纳州和圣保罗州的 Londrina、PR/SP、Ponta Grossa 和 Itapeva 这 4 个地区，拥有广泛的知名度，与当地超过 12,000 个农业生产者保持紧密的业务合作关系，通过以物易物的交易模式在上述地区占有稳定的市场份额。

作为粮食贸易平台，Bela 公司 2015 年度的粮食采购量达到约 290 万吨，拥有总储藏能力约为 120 万吨的 37 个粮食仓库。在生产资料经销业务上，Bela 公司拥有 57 家零售店，向农户提供种子、农药、化肥等多种产品的一站式生产资料采购方案，同时拥有一支 200 名农业顾问组成的技术团队向农户提供技术支持和咨询服务，服务范围覆盖 267 余万公顷的种植面积。此外，Bela 公司拥有种子加工厂，主要生产大豆和小麦种子。

5、估值过程

➤ 价值比率的选取

根据被估值单位和可比上市公司的实际情况，本次市场法选择收入乘数（EV/S）和 P/B 二种比率。另被估值单位在估值基准日由于受恶劣天气的影响发生较大亏损，与近几年的历史经营情况发生较大偏差，为更合理的反映企业的历史情况，本次对被估值单位和可比上市公司均选取 2015 年和 2016 年的平均数据进行比较。

➤ 价值比率的计算

为了保证数据的一致性，本次通过彭博（Bloomberg）直接获取了 2015 年度和 2016 年度的各价值比率，具体如下：

序号	代码	公司名字	价值比率					
			EV/Net Sales			P/B		
			2015 年	2016 年	2 年平均	2015 年	2016 年	2 年平均
1	BG.N	Bunge Limited	0.34	0.34	0.34	1.69	1.56	1.63
2	GNC.AX	GrainCorp Limited	0.69	0.64	0.67	1.14	1.03	1.08
3	8002.T	Marubeni Corporation	0.23	0.53	0.38	0.80	0.75	0.77
4	032.SI	Olam International	0.83	0.88	0.85	1.05	1.20	1.13
5	F34.SI	Wilmar International Ltd	0.71	0.71	0.71	0.91	1.09	1.00

对于 2016 年价值比率计算的口径为分子采用估值基准日 2016 年 12 月 31 日的股权价值或者 EV 数据，分母采用最近一期的财务报告数字（部分公司的财务报告截止日不是标准的 12 月 31 日）。

➤ 修正系数的选取

由于可比上市公司所处的资本环境（上市地点）不同，所处的市场环境（国家）不同，因此需要对这部分差异进行修正。

同时对于相对成熟的企业，影响其价值的因素主要为盈利水平、增长水平、营运能力水平、资本结构以及面临的风险。本次估值将分别从上述几方面对各对比公司进行修正。

对于各修正因素调整系数，本次以被估值单位作为比较基础和调整目标，因此将被估值单位各指标系数均设为 100，可比上市公司各指标系数与被估值单位比较后确定，劣于被估值单位指标系数的则调整系数小于 100，优于标的公司指标系数的则调整系数大于 100。

总体的修正原则：根据可比上市公司与被估值单位的对比因素的差异进行对比，根据修正系数的调整将差异矢量化（修正系数的调整原则主要为保证矢量化的均值接近目

标公司基数), 同时根据各项指标修正的幅度进行限制, 合计因素修正不超过 20, 以防止修正幅度过大的问题。

(1) 资本环境及市场环境差异修正因素

资本环境修正因素主要选取各可比上市公司所在交易所或当地主要交易指数近五年的平均波动率, 以反映各上市地点资本市场间的差异。

根据可比上市公司所在的上市地点, 本次估值共选择了 5 项指数以代表资本市场间的差异, 具体如下:

序号	指数	指数波动率
1	纽约 NYA	1.68%
2	日经 225	2.93%
3	澳洲标普 200	1.77%
4	富时新加坡 STI	1.66%
5	圣保罗 IBOVESPA	3.17%

上述指数数据选自 WIND 资讯提供的各大指数前复权的收盘价, 波动率计算口径为指数收益率的周波动率。

市场差异修正主要指的是由于被估值单位经营的主要市场的地域性差异, 造成其在风险以及市场环境上的差异, 从而导致对企业价值的影响。

本次估值主要通过历史年度的平均通胀水平以及国家风险溢价水平进行修正。

通胀水平修正主要通过各国家前 10 年的平均通胀水平进行计算。

国家	CPI (前 10 年均值)
美国	1.89
澳大利亚	2.43
日本	0.27
新加坡	2.29
巴西	6.22

国家风险溢价主要通过穆迪评级得出的 CDS Spread adj for US, 以美国的市场风险溢价为基准 (0.00%) 为标准, 通过信用评级的差异进行计算得出, 具体如下:

国家	穆迪评级	CDS Spread adj for US
United States of America	Aaa	0.00%
Australia	Aaa	0.11%

Japan	A1	0.24%
Singapore	Aaa	0.07%
Brazil	Baa2	3.21%

注：由于 Aswath Damodaran 未给出新加坡对美国的 CDS，经分析，相同评级 AAA 级的国家对美国的 CDS 差异较小，故本次依据评级 AAA 的其他国家对美国的 CDS 平均值确定新加坡对美国的 CDS。

从波动率的角度来说市场波动率越高，则相应的流通性折扣越大（基于 Black-Scholes 期权定价模型），因此通常来说波动率越高，价值比率越低。反之亦然。

从通胀率及国家风险溢价的角度来说通胀率及国家风险溢价越高，则折现率越高，相应的企业价值越低，价值比率越低。反之亦然。

考虑到各指标对价值影响趋同，因此各占 1/3 的权重。

则可比上市公司修正指数=被估值单位修正指数+（被估值单位指标-可比上市公司指标）*100*10，即增加 1%修正+10，下降 1%修正-10。

则根据被估值单位与各可比公司所在市场环境的差异，各修正因素和指数修正情况如下：

	被估值单位	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	可比公司 5
代码		BG.N	GNC.AX	8002.T	032.SG	F34.SG
公司名字		Bunge Limited	GrainCorp Limited	Marubeni Corporation	Olam International	Wilmar International Ltd.
上市交易所	圣保罗证交所	纽约证券交易所	澳大利亚证券交易所	东京证券交易所	新加坡证券交易所	新加坡证券交易所
指数	圣保罗 IBOVESPA	纽约 NYA	澳洲标普 200	日经 225	富时新加坡 STI	富时新加坡 STI
波动率	3.17%	1.68%	1.77%	2.93%	1.66%	1.66%
国家风险溢价	3.21%	0.00%	0.11%	0.24%	0.07%	0.07%
通胀因素 CPI	6.22%	1.89%	2.43%	0.27%	2.29%	2.29%
波动率	33	40	40	35	40	40
国家风险溢价修正指数	34	40	40	40	40	40
通胀因素修正指数	33	40	40	45	40	40
修正指数合计	100	120	120	120	120	120

（2）企业个别因素差异修正

经上述资本市场及国家差异修正后，本次估值对于各对比公司进行个别因素的差异修正。

本次估值主要通过财务指标的差异进行个别因素修正，考虑到各家上市公司所处的区域不同，为了避免计量货币对于修正的影响，因此本次估值均采用标准化的财务指标数据（通过彭博直接获得）进行修正。

在这一阶段的修正中，本次估值主要通过盈利能力、边际分析、营运能力、资本结构以及增长能力五方面进行修正。

其中：盈利能力选取的财务指标为总资产回报率（ROA）。

边际分析选取的财务指标为毛利率（Gross margin）。

营运能力选取的财务指标为总资产周转率（Total Asset Turnover）以及存货周转率（Inventory Turnover）。

资本结构选取的财务指标为静态的 D/E 比率。

增长能力选取的是长期增长率和未来 5 年的增长率。

从选取的各财务指标来说，财务指标越高，相应的企业价值越高，价值比率越高。反之亦然。

考虑到对价值影响趋同效应，对于各大类的指标修正权重合计为100，按照指标数量平均分摊权重。

则可比上市公司修正指数=被估值单位修正指数+（可比上市公司修正因素-被估值单位修正因素）*X，即增加1%修正+X，下降1%修正-X。

上述 X 按照各指标的数量级进行确定。

根据彭博和雅虎财经得到各可比上市公司 2015 年和 2016 年的平均财务数据情况和修正情况如下表：

代码		被估值单位	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	可比公司 5
			BG.N	GNC.AX	8002.T	032.SG	F34.SG
公司名字			Bunge Limited	GrainCorp Limited	Marubeni Corporation	Olam International	Wilmar International LTD
盈利 能力	总资产回 报率 %	-0.06	4.02	0.88	1.13	0.62	2.59
边际 分析	毛利率 %	10.11	5.92	1.04	9.10	10.81	9.88
营运	总资产周	1.37	2.33	1.52	4.09	0.90	1.08

能力	转率						
	存 货 周 转 率	4.44	8.78	10.19	20.97	2.51	5.33
资本结构	静态的 D/E 比率	122.77	68.27	64.01	147.11	233.93	112.27
增长能力	长期增长率%	45.25	7.85	0.42	2.99	3.29	4.58
	未来 5 年的增长率%	104.73	14.13	38.19	21.40	10.00	5.23
盈利能力修正指数	总资产回报率%	100	104	100	101	100	103
	合计	100	104	100	101	100	103
边际分析修正指数	毛利率 %	100	94	90	99	100	100
营运能力修正指数	总资产周转率	50	51	50	53	50	50
	存货周转率	50	51	51	53	50	50
	合计	100	102	101	106	100	100
资本结构修正指数	静态的 D/E 比率	100	98	98	100	107	100
增长能力修正指数	长期增长率%	50	36	34	35	36	37
	未来 5 年的增长率%	50	44	46	45	44	43
	合计	100	80	80	80	80	80

(3) 经资本环境及市场环境差异修正因素、个别因素差异修正后的价值比率

则根据上述资本环境及市场环境差异修正和个别因素差异修正,各可比上市公司修正后的价值比率如下:

代码	被估值单位	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	可比公司 5
		BGN	GNC.AX	8002.T	032.SG	F34.SG
公司名字		Bunge Limited	GrainCorp Limited	Marubeni Corporation	Olam International	Wilmar International Ltd.
原始的EV/S		0.34	0.67	0.38	0.85	0.71

原始的P/B		1.63	1.08	0.77	1.13	1.00
资本环境及市场环境 修正指数	100	120	120	120	120	120
盈利能力修正指数	100	104	100	101	100	103
边际分析修正指数	100	94	90	99	100	100
营运能力修正指数	100	102	101	106	100	100
资本结构修正指数	100	98	98	100	107	100
增长能力修正指数	100	80	80	80	80	80
修正系数		1.0660	1.1693	0.9828	0.9735	1.0113
修正后的EV/S		0.36	0.78	0.37	0.83	0.72
修正后的P/B		1.74	1.26	0.76	1.1	1.01

(4) 价值比率分析

根据上述计算，修正后的各项指标的最大值、最小值、均值、标准差情况如下：

	EV/S	P/B
最大值	0.83	1.74
最小值	0.36	0.76
平均值	0.61	1.17
标准差	0.22	0.13
均值+标准差	0.83	1.30
均值-标准差	0.39	1.04

为了进一步缩小区间范围以保证结果的合理性，本次估值根据区间（均值-标准差，均值+标准差）对测算结果进行筛选。

筛选后的各项指标分析如下：

	EV/S	P/B
最大值	0.83	1.26
最小值	0.72	1.10
平均值	0.78	1.18

通过上述筛选，有效地减少了可比上市公司案例的标准差，结果更合理，因此本次估值按照筛选后的可比上市公司价值比率均值确认。

即 EV/S 价值比率取 0.78，P/B 取 1.18。

➤ 财务报表分析、调整

被估值单位近几年经审计的模拟汇总会计报表如下：

2015 年至 2016 年模拟汇总资产负债表：

单位：雷亚尔千元

项目名称	2016 年	2015 年
流动资产	787,997	1,225,674
货币资金	70,373	86,581
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	57,368	221,605
应收账款净额	195,199	257,585
预付账款	25,148	61,934
其他应收款净额	7,400	12,809
应收利息	3,047	6,953
存货	396,499	492,414
一年内到期的非流动资产	8,312	62,381
其他流动资产	24,651	23,412
非流动资产	1,061,138	1,000,943
可供出售金融资产	238	195
长期应收款	92,962	103,080
投资性房地产	13,000	13,000
固定资产	811,026	813,550
在建工程	8,603	13,552
无形资产	14,420	6,684
长期待摊费用	6,151	6,337
递延所得税资产	70,184	-
其他非流动资产	44,554	44,545
资产总计	1,849,135	2,226,617
流动负债	1,034,714	1,399,238
短期借款	177,021	304,735
以公允价值计量且其变动计入当期损益	54,190	56,450
应付票据		-
应付账款	526,476	586,057
预收款项	110,129	190,559
应付职工薪酬	8,990	9,430
应交税费	9,902	6,915
应付利息	8,470	17,317
其他应付款	13,252	3,924
一年内到期的非流动负债	126,284	223,851
非流动负债	358,792	196,944
长期借款	324,201	151,151
长期应付款	9,856	1,929
应付股利		3,928
预计负债(非流动)	3,916	2,523

递延所得税负债		12,368
其他非流动负债	20,819	25,045
负债合计	1,393,506	1,596,182
股东权益合计	455,629	630,435

2015 年和 2016 年模拟汇总经营收益如下表： 单位：雷亚尔千元

项目 \ 年份	2016 年度	2015 年
营业收入	2,637,363	2,936,973
营业成本	2,448,296	2,553,426
营业税金及附加	21,619	11,959
销售费用	117,791	197,588
管理费用	181,828	174,790
财务费用	- 31,047	181,531
资产减值损失	37,909	17,047
加：公允价值变动收益	-161,978	101,315
投资收益	85,310	127,543
营业利润	-215,705	29,490
加：营业外收入	7,030	2,508
减：营业外支出	1,066	882
利润总额	-209,737	31,116
所得税费用	-76,243	4,954
净利润	-133,494	26,162

由于被估值单位中包含了部分的非经营性资产，因此本次将这部分非经营资产从报表中剥离，作为单独的资产确认并加回评估。

同时针对部分非经营性资产和负债，对报表进行调整，主要如下：

非经营性资产和负债情况表

单位：雷亚尔千元

项目	账面值	估值
非经营性资产	75,047	75,047
无形资产	4,625	4,625
递延所得税资产	70,184	70,184
可供出售金融资产	238	238
非经营性负债	3,916	3,916

预计负债	3,916	3,916
合计	71,131	71,131

具体分析详见收益法说明。

➤ 企业价值估值计算

(1) 基准日溢余货币资金

被估值单位基准日无溢余货币资金。

(2) 带息负债

截止估值基准日企业付息债务共计 627,506 雷亚尔千元。

(3) 流通性修正及控制权修正

本次估值目的为非流通的带有控制权的股权交易，可比上市公司法计算出的结果为流通的无控制权的价值，因此需要考虑流通性折扣及控股权溢价。

由于巴西市场的股权交易流通性折扣及控股权溢价数据无法直接获得，根据以往的一般经验，涉及控股权溢价的比率一般为 20%-30%，流通性折扣也一般为 30%左右，因此两者基本等同，本次估值假设控股权溢价与流通性折扣对估值的影响可以相互抵消，因此本次估值不考虑控股权溢价与流通性折扣对估值的影响。

(4) 少数股东权益调整

由于市场法为合并口径结果，故需要扣除少数股东权益。

本次估值根据基准日报表无少数股东权益，故无需调整。

(5) 非经营性资产、负债调整

经前文分析，非经营性净资产共计 71,131 雷亚尔千元。

则根据上述数据计算，股权价值的估值结论计算如下：

估值结论计算汇总表

单位：雷亚尔千元

项目	EV/S	P/B
修正后的价值比率	0.78	1.18
被估值单位参数（雷亚尔千元）	2,787,168.00	543,032.00
PorEV	2,173,991.04	640,777.76
减：付息负债（EV）（雷亚尔千元）	627,506.00	
股权价值（雷亚尔千元）	1,546,485.04	640,777.76
加：非经营性资产	75,047.00	75,047.00
减：非经营性负债	3,916.00	3,916.00

股东全部权益价值（雷亚尔千元）	1,617,616.04	711,908.76
基准日汇率 美元：雷亚尔	3.253	3.253
股东全部权益价值（美元万元）	49,726.90	21,884.68
基准日汇率 美元：人民币	6.937	6.937
股东全部权益价值（人民币万元）	344,956.00	151,814.00

从结果可以看出，二种价值比率对应的股东全部权益价值具有较大差异。经分析，农产品收购行业对自有资产规模的要求不高，且资产规模与企业收益能力不存在等比例关系，因此 P/B 指标无法合理反映企业的价值。考虑到 EV/S 反映了企业的经营规模水平，而该行业的主要衡量标准就是经营收入，且该指标不受企业资本结构、投资收益、营业外收支、所得税率的影响，使得不同国家和市场的上市公司估值更具可比性，也有利于比较具有不同资本结构公司的估值水平，真正体现了企业运营规模以及对应的价值。因此，本次估值选取 EV/S 比率作为市场法价值比率结果。

采用市场法，Bela 公司和 Landco 公司在估值基准日模拟合并的股东全部权益价值取整为人民币 344,956 万元。

十二、估值结论

（一）估值结论

上海财瑞资产评估有限公司接受湖南大康国际农业食品股份有限公司的委托，根据有关法律、法规，遵循独立、客观、公正的原则，按照必要的估值程序，对被估值单位在估值基准日 2016 年 12 月 31 日的投资价值进行了估值。根据以上估值工作，得出如下估值结论：

采用收益法估值，被估值单位股东全部权益价值为人民币 325,844 万元，增值率约 234.86%。

采用市场法估值，被估值单位股东全部权益价值为人民币 344,956 万元，增值率约 254.50%。

（二）估值结果差异分析及最终结果的选取

市场法是从企业经营情况及整体市场的表现来评定企业的价值，而收益法是立足于企业本身的获利能力来预测企业的价值。因本次价值类型为投资价值，估值中在运用市场法的过程中，对企业价值与企业财务和非财务参数之间的关系难以准确把握和量化，市场法所借助的参照企业，其与被估值单位之间的个体价值关系通过不同的可比参数进行连接，而这些可比企业的经营模式、客户情况、管理模式等由于受条件限制无法获得，因此这些可比公司与被估值单位的差异较难进行精确比较与修正，此外市场法难以找到与本次股权收购后相似的投资者风险偏好，以及协同效应产生的风险与时间相近的案例，从而使市场法估值的精度较差。而收益法估值能够较好的考虑被估值单位未来经营发展情况、收购方提供的相关协同效应（如财务协同和经营协同）对企业经营收益的影响。因此与市场法相比，收益法能更好的体现本次被估值单位的投资价值。

因此，选择收益法估值结论为本次湖南大康国际农业食品股份有限公司拟股权收购行为涉及的被估值单位股东全部权益价值参考依据。以收益法估值结论，得出在估值基准日被估值单位股东全部权益价值为人民币 325,844 万元。

十三、特别事项说明

（一）在估值过程中已发现可能影响估值结论，但非估值人员执业水平和能力所能评定估算的有关事项：

1、本估值结论的成立，是依据 Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A.和 Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A 提供的对未来经营情况的预测，经过与管理层的沟通，我们判断预测是可信的。但我们不能保证将来其完全可以按照预测计划实现；如果发生实际运行情况与预测结果不符，则必然会影响本估值报告的最终结果，提请报告使用者充分关注该事项包含的风险。

2、Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A.和 Landco Administradora de Bens e Imóveis S.A 的控股子公司 DBR Investimentos e Serviços Ltda.持有的房地产中，有 35 处不动产分别设定了抵押，另有部分设备类资产也一并设定了抵押。作为贷款债务到期偿付的担保。

3、截至估值人员现场勘查日，Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A.存在其作为被告方的、目前正在进行的诉讼一共 450 起，涉案金额合计 188,771,577.66 雷亚尔；Belagrícola Comércio e Representações de Produtos Agrícolas S.A.

作为原告的案件有 784 起，涉案金额合计 372,961,133.81 雷亚尔。由于审计已将可能产生的诉讼赔偿在估值基准日报表中体现，故本次估值未考虑报表外可能产生的其他因诉讼产生的或有负债。

4、本次估值时基于被估值单位现有的业务发展情况，在计算投资价值时考虑了如下因素：委托方此次股权收购后，将有约 1.25 亿美元留在被估值单位内作为未来营运资金使用；委托方利用其在融资方面的经验以及能力，将通过提供更具竞争优势的中国乃至国际金融机构的融资方案以协助被估值单位实现资本结构优化，降低目前较高的融资借款利率水平；委托方将在巴西建立统一的农资采购平台和销售平台，帮助被估值单位提高采购和销售的议价能力。另股权购买协议中 VAM 规定的或有付款因需要根据被估值单位期后实际经营的情况才有可能发生，且金额无法确定，故本次未考虑该笔或有付款中对被估值单位的增资事项对估值结论的影响。

5、根据本次买卖双方签订的股权购买协议，被估值单位在交易完成后需支付买卖双方所有的交易费用，由于该笔费用不是企业正常经营产生的费用，故在本次估值结果中未考虑该笔费用支出对被估值单位价值的影响。

（二）本次估值中没有考虑资产的流动性对估值对象价值的影响，也没有考虑控股权和少数股权等因素产生的溢价和折价。

（三）被估值单位在提供资料时未作特殊说明的，而本估值机构的估值人员根据专业经验一般不能获悉及无法收集资料的情况下，本估值机构及估值人员不承担相关责任。

（四）本估值机构及估值人员不对估值委托方和估值对象提供的有关经济行为批文、营业执照、审计报告、各类税种纳税申报表、权证、会计凭证等证据资料本身的合法性、完整性、真实性负责。

（五）本估值报告未考虑估值增减值所引起的税负问题，委托方或估值对象在使用本估值报告为估值目的服务时，应当考虑税负问题，并按照中巴两国有关规定处理。

（六）本次估值是在独立、客观、公正的原则下作出的，本机构及参加估值人员与委托方、估值对象确无任何特殊利益关系，估值人员在估值过程中，恪守职业规范，进行了公正估值。

十四、估值报告使用限制说明

（一）本估值报告只能用于本估值报告载明的估值目的和用途。估值报告使用者应

按有关法律、法规，以及资产评估业务约定书的要求正确、恰当地使用本估值报告，任何不正确或不恰当地使用报告所造成的不便或损失，将由报告使用者自行承担。

（二）估值报告只能由估值报告载明的估值报告使用者使用，估值人员不承担相关当事人决策的责任。本估值结论不应该被认为是对估值对象可实现价格的保证。

（三）未征得估值机构同意，估值报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或者披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

（四）估值结论的使用有效期为一年，自 2016 年 12 月 31 日至 2017 年 12 月 30 日。当估值目的在估值基准日后的一年内实现时，以估值结论作为交易价值参考依据，超过一年，需重新确定估值结论。

（五）如果存在估值基准日期后、有效期以内的重大事项，不能直接使用本估值结论。若资产数量发生变化，应根据原估值方法对资产价值额进行相应调整；若资产价格标准发生重大变化，并对资产估值价值已经产生明显影响时，委托方应及时聘请估值机构重新确定估值价值。

（六）当政策调整对估值结论产生重大影响时，应当重新确定估值基准日进行估值。

十五、估值报告日

估值报告日为 2017 年 08 月 14 日。

谨此报告

(此页无正文)



法定代表人:

孙磊

估值人员: 陈映华

资产评估师
陈映华
31070011

估值人员: 包秋鸣

资产评估师
包秋鸣
31120010

2017年08月14日

联系地址: 上海市延安西路1357号

电话: 021-62261357

传真: 021-62257892

邮编: 200050

E-mail: mail@cairui.com.cn

附 件

(除特别注明的外, 其余均为复印件)

- 一、《重大资产重组交易进程备忘录》
- 二、Bela 公司和 Landco 公司 2015 年、2016 年模拟汇总的《审计报告》
- 三、湖南大康国际农业食品股份有限公司营业执照
- 四、Bela 公司和 Landco 公司设立证书、主要资产产权权属文件
- 五、湖南大康国际农业食品股份有限公司出具的在控股后对被估值单位的措施介绍
- 六、湖南大康国际农业食品股份有限公司承诺函
- 七、Bela 公司和 Landco 公司承诺函
- 八、上海财瑞资产评估有限公司和估值人员的承诺函
- 九、上海财瑞资产评估有限公司资格证书复印件
- 十、上海财瑞资产评估有限公司营业执照复印件
- 十一、本项目估值人员资质证书复印件
- 十二、资产评估业务约定书