

关于对湖南大康国际农业食品股份有限公司的 重组问询函的答复

22、报告书披露，对交易标的分别采用收益法和市场法进行评估，并以收益法估值结论作为标的公司股东全部权益价值参考依据，以 2016 年 12 月 31 日为评估基准日，交易标的的全部权益价值为 326,787 万元，增值率约 235.83%。请补充披露以下内容：

(1) 你公司曾于 2016 年完成对 **Fiagril Ltda** 的现金收购，根据收购方案，**Fiagril Ltda** 预估值为 216,830 万元，增值率为 5,185%。**Fiagril Ltda** 与本次交易标的主营业务类似，请结合 **Fiagril Ltda** 截至目前的经营业绩、业绩承诺完成情况，以及与本次评估在估值模型、未来预期现金流、折现率等方面的差异情况等，进一步说明本次评估增值的主要原因及合理性；

答：①**Fiagril Ltda** 截至目前的经营业绩、业绩承诺完成情况：

HDPF（为 **Fiagril Participacoes S.A** 的控股母公司）自合并日 2016 年 8 月至 2017 年 4 月实际已累计实现净利润人民币 17,807.26 万元（2017 年 5 月-6 月财务数据尚未整理完毕，由于农季影响，业绩可能会有较大波动，前述财务数据未经审计不能代表 **Fiagril** 全年业绩实现情况），估值报告中对该公司 2016 年 6 月-2017 年 5 月农季净利润预测值为雷亚尔 10,478 万元，按 5 月末汇率 1 雷亚尔=2.1068 元人民币，折算为人民币 22,075 万元。由于业绩承诺是 2017 年至 2019 年的平均 EBITDA，目前承诺期尚未结束，尚无法计算平均 EBITDA 数据，故暂无法对业绩承诺完成情况进行比较。

②**Fiagril Ltda** 与本次标的公司在估值模型、未来预期现金流和折现率方面的差异情况说明：

估值模型：

Fiagril Ltda 与本次标的公司（**Belagícola** 和 **Landco**）均采用的现金流量折现法，通过估算估值对象未来预期的净现金流量并采用适当的折现率折算成现值，从而确定估值对象的投资价值。两次估值的现金流量折现法均选用企业自由现金流折现模型，折现率采用 WACC（加权资本成本）。故 **Fiagril Ltda** 与本次标的公

司在估值模型上无差异。

预期现金流：

Fiagril Ltda 和标的公司在未来预测企业自由现金流中均将各自交易背景中股东投入的增资款考虑在未来年度盈利预测中，并在测算得出的经营性资产价值后扣减该增资款。但标的公司和 Fiagril Ltda 在各自的估值基准日的资产负债率水平和资本结构方面均存在一定的差异。具体情况如下： 单位：千元雷亚尔

	标的公司	Fiagril Ltda
资产	1,849,135	2,280,368
负债	1,393,506	2,255,268
净资产	455,629	25,100
资产负债率%	75.36	98.90
付息负债	627,506	1,523,397
D/E 资本结构 %	138%	6069%

资本结构中，标的公司资产负债率 75.36%，远低于 Fiagril Ltda 资产负债率水平，更接近行业水平。Fiagril Ltda 的 D/E（付息负债账面值/所有者权益账面值）比率为 6069%，也远高于标的公司增资前的 D/E 水平 138%。由于 Fiagril Ltda 的负债率较高，资本结构远高于行业水平，借款还款压力较大，但企业具有明确的还款计划，故在预测企业现金流和折现率中，考虑了在未来预测年度进行付息负债的还款情况。而本次标的公司的资本结构和资产负债率处于较合理水平，再考虑到后续的股东增资款将进一步改善自身的资本结构，合理匹配未来年度经营规模的扩大和经营收益的增加，故未来年度预测不改变该资本结构水平，未考虑付息负债的还款，保持估值基准日的付息负债规模。

在 Fiagril Ltda 估值中，根据交易目的和委托方提供的关于被估值单位未来年度发展规划，委托方在未来年度将提供融资渠道（中国的银行）和贷款担保给被估值单位，预计贷款利率将比基准日的巴西市场借款利率水平要大幅下降，故在利息费用预测中考虑该因素。而在本次标的公司估值中因无明确的融资渠道的规划，故本次按估值基准日企业自身实际的综合借款利率水平对财务费用进行预测。

折现率：

在计算折现率时，由于 Fiagril Ltda 的付息负债规模与其净资产规模差异过大，故无法采用企业自身净资产和未来股东增资款测算资本结构，因此采用了行

业的平均资本结构比例，增资款贡献在营运资金补充里计算考虑。而本次标的公司自身的资本结构较合理且较接近行业平均水平，故本次折现率测算时，采用了在自身资本结构基础上考虑增资款优化后的资本结构。由于 Fiagril Ltda 和标的公司在资本结构方面存在差异性，估值人员在计算折现率时对公司情况进行具体分析，从而使两家公司的折现率计算口径存在一定的差异。Fiagril Ltda 和标的公司的折现率数据对比如下：

项目	标的公司	Fiagril Ltda
无风险收益率 (Rf)	4.84%	3.48%
资本结构 D/E	93% (考虑增资优化后的资本结构)	115.45% (行业平均资本结构)
企业风险系数 β	0.6087	0.9927
市场风险溢价 RP_m	9.64%	9.64%
企业规模风险溢价 R_s	3%	3.74%
其他特有风险溢价 R_c	1%	2.5%
权益资本成本 R_e	14.71%	19.29%
债务资本成本 R_d	10%	2016 年 1-5 月取 7.43%， 2016/2017 年至以后年度取 6.24%
WACC	11%	2016 年 1-5 月取 12%， 2016/2017 年至以后年度的取 11%

上述折现率计算表中：无风险收益率的差异是由于巴西在不同时点的国债收益率变动所致。企业风险系数 β 、企业规模风险溢价 R_s 、其他特有风险溢价 R_c 的差异则主要是由于资本结构差异产生的联动差异，由此导致两家公司的权益资本成本 R_e 产生较大差异。债务资本成本 R_d 的差异系两家公司综合借款利率的差异导致的。由于 Fiagril Ltda 和标的公司在资本结构方面存在差异性，估值人员在计算折现率时对公司情况进行了具体分析，计算得出的折现率结果有所差异。

综上，本次标的公司增值主要是考虑了大康在投后产生的经营协同、管理协同和财务协同。通过注入的增资款将补充标的公司的资金水平改善其资本结构，为其扩大经营规模奠定基础；通过建立统一的平台，将提高标的公司内部管理效率，并在采购和销售两方面提高议价能力，从而提高其未来年度的盈利水平。

(2) 大豆、玉米和小麦销售单价的预测取交割期在 2017 年年度的价格行情。请结合大豆、玉米和小麦近三年走势、目前市场走势以及市场可比交易案

例价格选取情况等，补充披露本次销售收入预测中销售单价选取的合理性，是否充分考虑了上述农产品价格变动的风险及不确定性，并就农产品价格变动对标的资产评估值的影响程度进行敏感性分析；

答：由于大宗商品价格同时受到国际上大宗商品的供需情况、各国利率和汇率等多方面因素影响，而在估值预测中，对于未来年度对利率和汇率无法合理准确的进行预测分析。故本次对大豆、玉米和小麦的 CBOT 价格预测系通过对历史年度和未来行情走势的综合分析进行预测。

经查阅 wind 资讯数据库，2014 年至 2017 年 6 月间大豆、玉米和小麦的 CBOT 期货收盘均价情况如下表：

年度/价格	CBOT 大豆均价（美元/蒲式耳）	CBOT 玉米均价（美元/蒲式耳）	CBOT 小麦均价（美元/蒲式耳）
2014 年度	11.99	4.18	5.90
2015 年度	9.38	3.81	5.09
2016 年度	9.84	3.61	4.42
2017 年 1-6 月	9.87	3.69	4.37
近三年均价	10.40	3.87	5.14

根据上表分析，三年中大豆、玉米和小麦的 CBOT 价格总体上呈现下降趋势，大豆和玉米分别在 2015 年和 2016 年跌至价格最低点，自 2017 年开始有所回升。虽然小麦在 2017 年上半年的均价低于 2016 年均价，但目前正呈上升趋势，见下表：

日期	CBOT 小麦均价（美元/蒲式耳）
2017 年 1 月	4.24
2017 年 2 月	4.45
2017 年 3 月	4.36
2017 年 4 月	4.29
2017 年 5 月	4.35
2017 年 6 月	4.54

本次估值取交割期在估值基准日后的各期货在估值基准日的 CBOT 收盘均价作为预测单价，该价格低于近三年的平均价格水平，另考虑到 CBOT 均价在 2017 年存在回升的趋势，故估值人员认为以此价格作为未来年度的预测单价是较为谨慎的。

由于市场可比交易案例价格信息披露不充分，因此较难获取市场可比交易案例所采用的价格信息，故无法与可比交易案例的价格进行比较。

敏感性分析：

变动率	标的公司股东全部权益 评估结论（万元）	变动额（万元）	变动率
CBOT 价格上涨 10%	341,149	15,305	4.70%
CBOT 价格上涨 5%	333,493	7,649	2.35%
估值报告采用的 CBOT 价格	325,844		
CBOT 价格下降 5%	318,188	-7,656	-2.35%
CBOT 价格下降 10%	310,798	-15,046	-4.62%

根据上表，当农产品价格上涨 10%时，对估值结论影响+4.70%；当农产品价格下降 10%时，对估值结论影响-4.62%。

（3）交易标的 2014 年至 2016 年的市场占有率分别为 18.73%、20.00%和 18.34%，2017 年预计市场占有率为 20.20%，且预计以后每年市场占有率稳步增长，至 2026 年达到稳定，市场占有率达到 39.49%。请结合行业地位、议价能力、市场竞争环境等补充披露交易标的未来年度市场占有率预测的合理性和可实现性。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

答：标的公司的发展战略为深度挖掘现有客户的潜力，从而快速地扩大市场份额，基于标的公司的核心竞争力，其未来年度市场占有率预测的合理性和可实现性分析如下：

（1）客户关系和资金驱动为获取农产品供应链组织市场份额的核心要素

巴西农产品供应链体系主要包括农资供给、农作物种植、收购及仓储、压榨及深加工、国内运输及出口贸易等环节。在农业生产资料投入环节，巴西农产品的种植主要依赖于掌握核心技术能力的国际农业生产资料制造商。而在巴西等粮食主产区，粮食的生产以本地家庭农场为主，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。另一方面，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，占据了主要的港口出口量。

标的公司通过生产组织与仓储物流控制大宗农产品的货源，通过银行借款、供应商或贸易商融资等方式获得业务运营的资金，通过资金规模的扩大来驱动业务体量的增长，以及通过金融工具对冲由于汇率波动和大宗农产品价格波动造成的风险。由于历史、经济等因素影响，巴西政府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,且其融资能力较为有限,Belagrícola 利用这一市场契机,开展以物易物的交易模式,以物易物是 Belagrícola 的核心供销模式之一。在农产品播种季节,Belagrícola 将农药、种子、化肥等农业生产资料以赊销的方式交付给农户,约定以农资销售金额按照账期计算相关利息,在收获季节一并折算为一定数量的农作物进行偿付,并以农户所耕种土地的未来产出作为担保和抵押。依托于这一模式,Belagrícola 将农资销售服务与农业金融服务相结合,提高自身利润率。另一方面,Belagrícola 通过锁定收获季节可收到的农产品数量保证了农产品贸易业务中农产品的供应,并通过抵押担保的方式降低了收获季节农产品的回收风险。

由于巴西农产品供应链体系的行业特性以及运营模式,能够建立与农业生产者的长期信任关系及紧密的合作关系、拥有强大调动营运资金能力的服务商及贸易商将能够占有更多的市场占有率。

(2) 标的公司在本地市场具有完善的网络和良好的客户关系基础

标的公司是巴西主要的大豆、玉米贸易平台和农业生产资料销售平台之一,总部位于巴西巴拉纳州,业务遍布巴拉纳州北部、圣保罗州南部和圣卡特琳娜州北部共 165 个城市,拥有 37 个农产品仓库和 57 家零售店,拥有超过 200 名农业专家,向农户提供种子、农药、化肥等一站式的农业生产资料采购方案,建立了完善的销售体系与粮食收购、仓储、物流和出口的完整产业链布局。依托优质的产品质量与服务以及分布广泛的零售点及粮仓,再加上 Belagrícola 采取的农业金融、农业技术顾问等服务的差异化竞争战略,与超过 12000 名农业生产者建立了紧密的信任与长期稳定的客户关系,为其未来年度扩大业务规模奠定了坚实的基础。

作为根植于巴拉纳州数十年的农业公司,依托其农资销售业务中与农户建立的长期合作关系与强大的农产品储存能力,其农产品贸易业务在当地有较大的市场份额。2014/2015 年农季和 2015/2016 年农季,在巴拉纳州北部和圣保罗州南部,Belagrícola 的大豆收购业务的市场占有率分别为 20%和 21%,玉米收购业务的市场占有率分别为 20%和 15%,较该地区同行业公司具有较大的领先优势。

(3) 本次交易后带来的资金优势将降低成本同时为农户提供更多定制化服务加强合作深度

由于标的公司的商业模式以及所处产业链的特点,业务体量增长的核心驱动

要素为资金规模。标的公司在本次交易后中，预计将有约 1.78 亿美元留在标的公司内作为未来营运资金使用，从而优化标的公司的负债结构，降低融资成本，为其业务的发展提供较低成本的资金支持。

一方面标的公司将能通过优化使用资金，降低从供应商处采购的赊销成本，提高对供应商的议价能力以降低采购成本，从而使其对农户的销售价格更有竞争力，吸引农户向标的公司增加采购；另一方面鉴于农户在种植期资金需求较大，标的公司将更多地采取以物易物的方式与农户合作，或根据农业生产资料销售规模向农户提供流动性便利并收取相应利息作为收入，从而缓解农户资金紧张的困境，加强和农户的合作深度，从而带动农业生产资料业务的增长，保障标的公司向农户在未来年度粮食的采购数量，最终增加粮食业务的市场占有率。

（4）与 Fiagril 整合后的协同效应与规模效应为 Belagricola 带来成本优势与市场地位

根据大康农业对投后管理的计划，将把标的公司与 Fiagril 在采购和贸易环节进行整合，打造一个完整统一的采购和贸易平台，从而带来农资采购和粮食贸易上的规模效益。

在采购平台方面，两家公司将在生产资料采购方面进行整合，形成统一的采购平台。随着采购需求的增加，将有助于平台议价能力的大幅提高，从而降低标的公司的采购成本，为农业生产资料业务取得更大的成本优势。

在贸易平台方面，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，标的公司占其中的 40%，即约 400 万吨。预计两家公司合计的销售量占巴西粮食收购业务 4%-5% 的市场份额，占巴西农资市场 2-3% 的市场份额，标的公司将成为巴西市场重要的粮食贸易商。

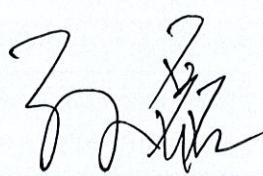
（5）专业的团队与灵活多样定制化的服务优势有助于在变化的市场中获得更多的竞争优势

标的公司在业务开展中主要面临来自国内同类型企业的竞争，其主要竞争来源于巴西当地合作社，如 Coamo 和 Cocamar。近两年随着巴西经济下滑，财政赤字扩大，巴西政府已经逐年削减粮食生产补贴，从而导致合作社得到政府补贴的优势正逐年降低。合作社在开发市场方面也缺少灵活性，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，影响了农户与其合作的积极性。

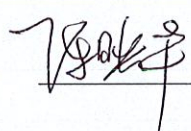
综上，标的公司在当地市场具有领先的市场地位，与农户建立了长期合作关系，已建立起了完善的销售网路和仓储能力，本次交易完成后标的公司的资金实力加强，能够获取更大的规模优势并为客户提供更多服务，因此标的公司以深度挖掘现有客户的潜力为未来发展战略，稳步提升市场份额具有可实现性。

估值人员认为标的公司通过引进上市公司的投资，将更好的发挥上述竞争优势，从而深度挖掘现有客户的业务潜力，保证其市场占有率的稳步提高。

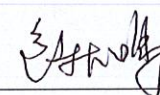
（此页无正文，为《上海财瑞资产评估有限公司关于对湖南大康国际农业食品股份有限公司的重组问询函的答复》的签字页）

法定代表人： 

孙磊

签字评估师： 

陈映华



包秋鸣


上海财瑞资产评估有限公司
2017 年 8 月 30 日