

北京中企华资产评估有限责任公司

《关于湖南新五丰股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易草案的审核意见函》相关问题的回复

上海证券交易所：

在接到贵所《关于湖南新五丰股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易草案的审核意见函》（上证公函【2017】2252 号）后，我公司就审核意见函所提意见逐项进行了认真核查及分析。现就审核意见函中涉及的与资产评估相关的问题说明如下，请贵所审核：

问题 4、草案披露，预测期内正处于生猪行业周期中猪价下滑时期，在对标的资产母公司进行收益法评估时，假设预测期各类猪产品价格回落幅度均在 10%以内。草案披露 2015 年至 2017 年 1-6 月期间，以原种猪为例，其价格上涨达到 50%以上。与此同时，根据生猪价格对评估价值的敏感性分析，生猪单价每下滑 5%，标的资产的评估估值将会下降 18.81%。请公司补充披露：（1）预测期内对猪产品价格的预测依据；（2）对猪产品价格的预测是否符合猪产品价格的变化规律和幅度的特征；（3）对猪产品价格的预测依据及结论是否符合谨慎性原则。请独立财务顾问及评估师发表意见。

问题 4-1、预测期内对猪产品价格的预测依据；

回复：

评估师对本次重组交易标的天心种业出具了《湖南新五丰股份有限公司重大资产重组项目所涉及的湖南天心种业股份有限公司股东全部权益价值评估报告》，其中对天心种业（母公司）销售的原种猪、二元种猪、商品猪、淘汰种猪、仔猪等主要生猪产品的价格的预测情况如下：

项目	单位	2017 年 1-6 月（实际）	2017 年 7-12 月（预测）	2017 年度（预测）	2018 年度（预测）	2019 年度（预测）	2020 年度（预测）	2021 年度（预测）
1、种猪								
1.1 原种猪	元/头	3,674.10	3,526.95	3603.56	3,385.98	3,337.01	3,360.87	3,370.38

1.2 二元种猪	元/头	2,023.28	1,942.00	1984.14	1,864.00	1,789.00	1,789.00	1,789.00
2、仔猪	元/公斤	49.48	47.50	48.58	45.60	43.78	43.78	43.78
3、商品猪	元/公斤	15.82	15.18	15.52	14.57	13.99	13.99	13.99
4、淘汰种猪	元/公斤	9.78	8.00	8.84	7.68	7.37	7.37	7.37

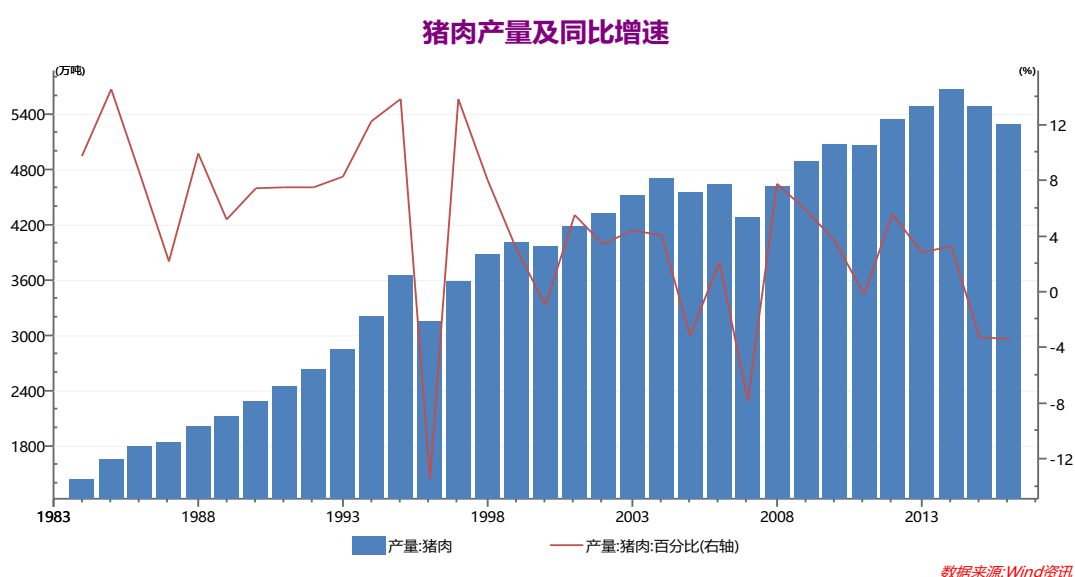
天心种业各类生猪产品的价格预测以 2017 年 1-6 月的平均单价为基础，其中：1、2017 年 7-12 月的单价预测较 2017 年 1-6 月单价下降 4%；2、2018 年单价较 2017 年 7-12 月下降 4%；3、2019 年单价较 2018 年下降 4%。

主要预测依据如下：

1. 行业现状

(1) 养殖规模

由于饮食习俗原因，猪肉是我国居民的主要肉食，生猪饲养历史悠久。据国家统计局生猪饲养规模化程度统计数据，2013 年至今，猪肉产量一直维持在 5,000 万吨以上，2013 年至 2016 年猪肉产量分别是 2013 年 5,493 万吨、2014 年 5,671 万吨、2015 年 5,487 万吨、2016 年 5,299 万吨，占世界猪肉总产量的一半有余。自 2015 年国内猪肉产量开始下滑，2015 年与 2016 年分别比上年下降超过 3%。具体如下：



(2) 生产过程

生猪市场涉及到千家万户和社会的方方面面，消费猪肉的居民高度关注。

生猪的生产必须经过繁育母猪、产仔、育肥三个阶段才能完成一次循环，这个过程至少要用一年半到两年的时间。由生猪养殖周期可以看出，猪肉的价格直接受生猪价格及生猪存栏量的影响，而生猪的价格主要由仔猪的价格和数量决定，仔猪的数量又依赖于能繁母猪存栏量。

(3) 全国养猪形势分析

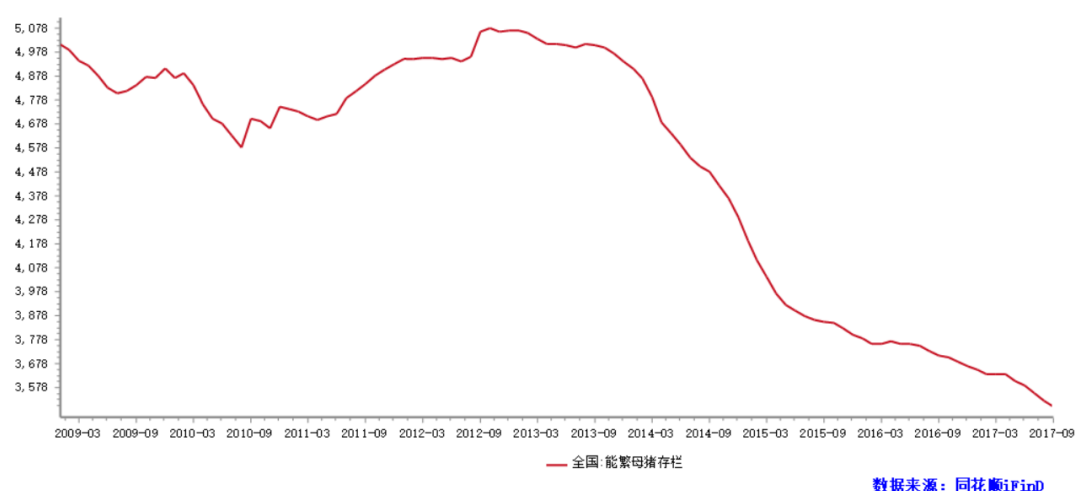
A. 环保政策

自 2015 年开始实施的《中华人民共和国环境保护法》、2016 年出台的《“十三五”生态环境保护规划》以来，生猪养殖禁养限养步伐加快，国家强调要大力推进畜禽养殖污染防治，划定禁止建设畜禽规模养殖场(小区)区域，加强分区分类管理，以废弃物资源化利用为途径，整县推进畜禽养殖污染防治；要求 2017 年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户。

受环保政策影响，各地不符合环保要求的猪场开始禁养、整改、拆迁，从而导致了生猪养殖场地减少，能繁母猪、仔猪、生猪的存栏量均大幅下降。

B. 能繁母猪存栏量仍然在减少

作为生猪供给的主要指标，能繁母猪存栏量自 2013 年以来持续降低。



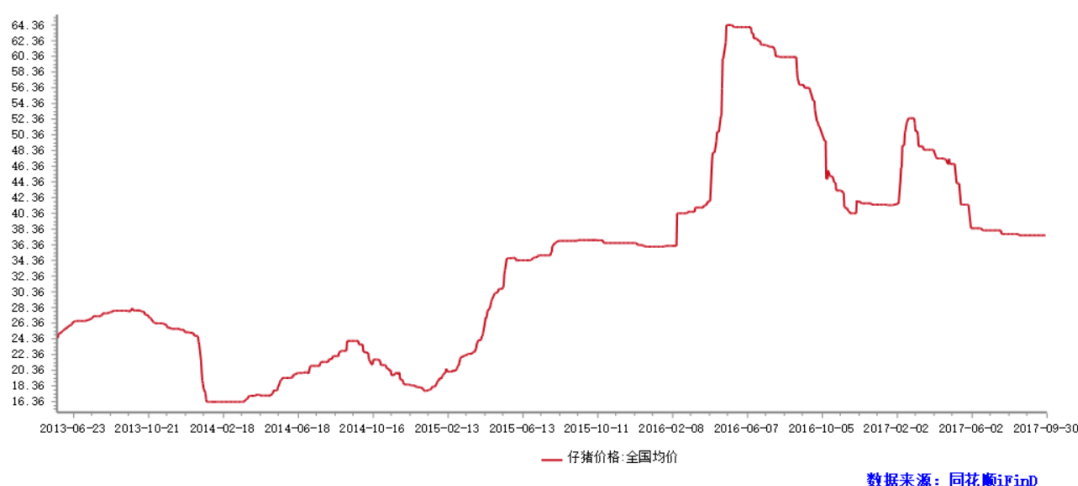
受新一轮的环保政策的影响，全国各地退养、清栏现象频出，能繁母猪存栏数量逐渐下降。截至 2017 年 9 月末全国能繁母猪存栏 3,498 万头，处于 2013 年以来的历史低位。

受能繁母猪存栏量下降影响，生猪存栏量也在下降，从而导致的生猪的供

给不足。

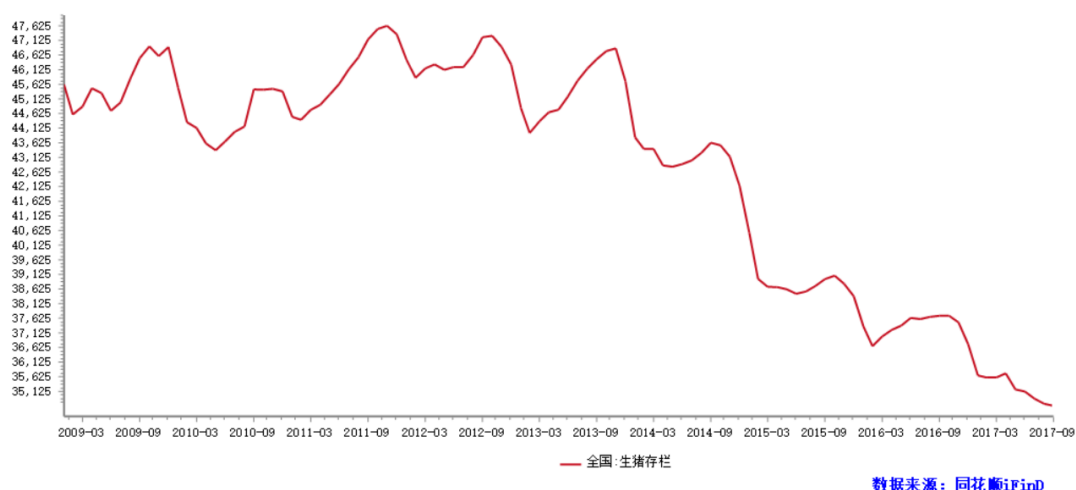
C. 仔猪价格仍然处于高位

受环保政策、能繁母猪存栏量等因素影响，仔猪的价格虽然有所回调，但仍处于相对高位。



D. 生猪存栏量屡创新低

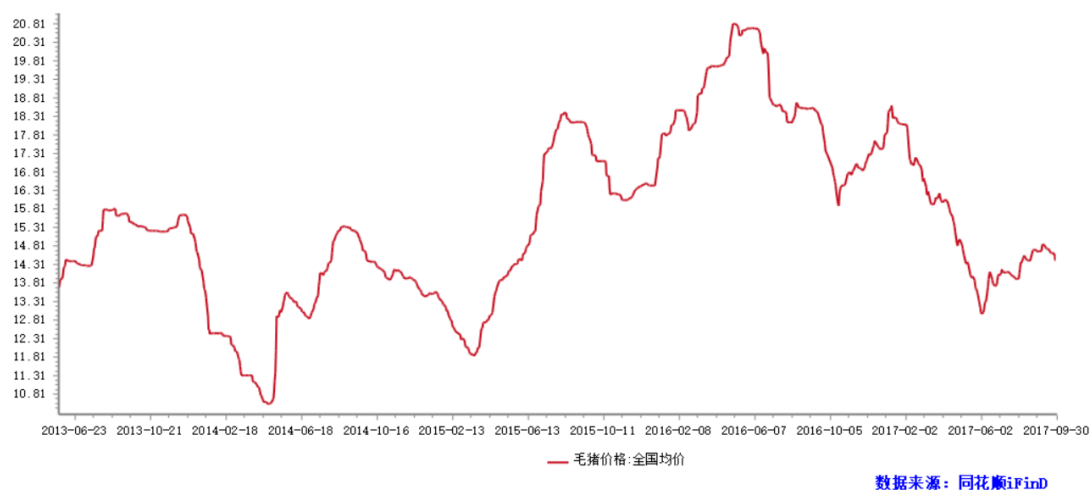
受环保压力、能繁母猪存栏量、仔猪供给等因素影响，生猪存栏量屡创新低，处于近年来的低位，截至 2017 年 9 月末，生猪存栏量仅为 34,629 万头，生猪的供给仍处于紧张状态。



E. 商品猪的销售价格情况

商品猪的销售价格自 2016 年 5 月达到 20.81 元/千克的高位后，呈现下跌趋势，至 2017 年 6 月到近期低点 12.98 元/千克。但自 2017 年 6 月以来，商品猪

的销售价格呈现上升趋势。



2. 发展前景分析

(1) 产业结构方面

我国除规模化较高的猪场和后来兴建的一些猪场设施较好以外,很多小规模猪场的设备老化,结构不合理,无法提供现代化猪场所需的良好环境。生猪饲养存在实用技术不足、畜牧管理人才缺口大和科技推广普及落后制约因素。近几年国内规模化养猪发展迅速,目前基础母猪超过 500 头、年出栏一万头以上的大型猪场约有 3,000 多个。随着中国经济及规模化养猪的快速发展,规模化养猪所占比例快速增加,传统的农村散养猪所占比例快速减少,同时养猪产业化进程明显加快,集约化集团化养猪企业逐年增多,这将是养猪业未来发展的必然趋势。规模化养猪在猪场选址、建设、设备等方面都有一定的规范标准,生物安全、防疫条件好,有利于疫病控制及生产水平的提高。在未来几年,国内大规模猪场(万头以上)和农村散养户(小规模 50—500 头)同时并存情况可能依旧会持续一段时间。

(2) 产业政策方面

2017 年政策趋紧,中央一号文件提出稳定生猪生产,优化南方水网地区生猪饲养区域布局,对北京、上海等大城市和江苏、浙江、湖北、湖南、广东等南方水网地区做出相应政策限制,引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移。同时也存在利好政策,国家的一系列惠农政策,尤其是有关养猪业的优惠政策如能繁母猪补贴、生猪标准化规模养殖场(小区)建设、生猪调出大县奖励和畜牧良

种补贴等扶持政策，有力地促进了规模养猪业合理的发展。

(3) 产业市场行情

生猪价格经历 2016 年全年高位盘旋后，国内母猪存栏量在 3,800 万头左右，数量依旧偏低，反映出饲养户补栏意愿并不太高。规模化的养殖建设需要一年时间，引进母产仔猪，再将仔猪养成商品猪，需要大约两年的时间，生猪价格的拐点往往发生在母猪补栏数量激增的时候。2018 年之后，生猪价位或将步入新的周期。生猪饲养市场的多变性仍然难以掌握，尤其是过去几年生猪饲养市场复杂多变、无规律可循、难以预测，造成生猪饲养风险很大。由于生猪饲养企业步入强化技术装备支撑、突破瓶颈制约、提高现代化生产水平阶段，又伴随政府逐年加大扶持力度，总体来看，生猪饲养行业发展前景良好。

3. 行业竞争情况

随着国内经济的高速发展，产业结构调整加快步伐。过去许多高盈利行业正在走向微利时代。近几年许多从事其他行业的企业开始进入养猪业，其中包括一些外资企业如高盛公司等。许多金融企业、房地产老板、煤老板等纷纷染指养猪业，如重庆南方集团、山西许多煤矿老板等。一些粮食及饲料企业、屠宰企业、食品企业也都延伸产业链进军养猪业，如中粮、希望、正大、雨润、双汇等集团公司。这些大企业大公司均在搞规模化养猪，促进了我国规模化养猪的进程，同时也促进了中国养猪业生猪市场的稳定。这些大生猪饲养巨头在饲养方式、发酵床菌种的选择、生猪饲养的品种、饲料的选择品种上具有较大优势。中小生猪饲养企业面临国内和国外较为激烈的行业竞争压力。这里需强调的是，过去几年乃至未来几年内，因规模养猪快速发展而增加的出栏量还抵消不了因散户退出而减少的出栏量。全国养猪规模总量不会有大幅度增加，养猪市场不会出现严重的供大于求。

问题 4-2、对猪产品价格的预测是否符合猪产品价格的变化规律和幅度的特征；

回复：

天心种业结合生猪的价格周期、目前能繁母猪存栏量、生猪存栏量等行业指标对预测期的生猪产品价格进行了预测，该预测符合标的公司各类生猪产品价格

的变化规律和幅度的特征，说明如下：

1. 生猪的周期性特征

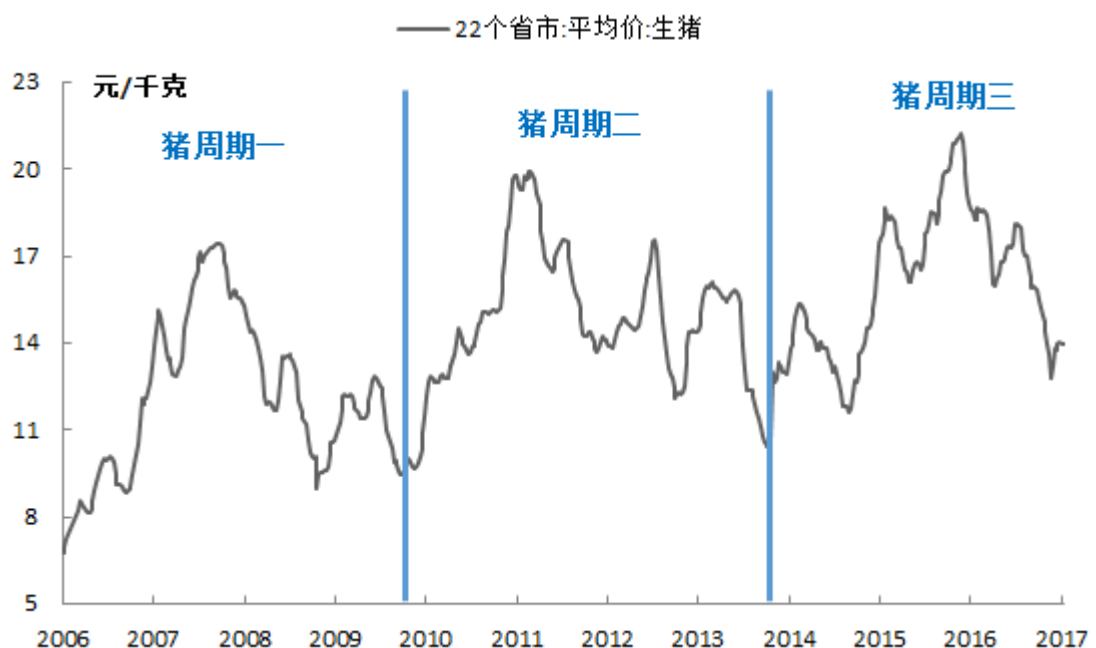
(1) “猪周期”一般为 3-4 年，从价格高点至价格低点一般 2 年左右

在我国生猪养殖结构中，中小养殖户占比仍然偏高，其对价格更加敏感，容易因市场价格的短期变化改变生产决策，导致市场供给出现周期性波动，从而引起生猪价格周期性变化，也就是常说的“猪周期”。

当生猪价格不断上升，受到高养殖利润驱使，中小养殖户补栏积极性提高，增加种猪补栏和商品猪饲养量，从而带动能繁母猪和商品猪价格上涨。随着新一轮商品猪经过选育、扩繁和育肥的完整生产流程后，生猪供给不断上升，直到供过于求，生猪价格达到顶点，猪价开始下行。

当生猪价格不断下降，养殖户补栏积极性降低，大量中小养殖户减少能繁母猪留种，降低新一轮商品猪育肥数量，能繁母猪和仔猪价格走低。随着低迷行情的延续，养殖户不断退出，商品猪供应减少，至到生猪产品供不应求，猪价到达低点，猪价开始上行。

除了上述由于生产决策引起的价格变动之外，上游原材料的价格变化，相关扶持政策的改变以及进口猪肉的数量都将引起生猪价格的波动。



数据来源：中国畜牧业信息网

从我国生猪价格的历史数据来看，“猪周期”一般为 3-4 年，从 2006 年算起，我国已经经历了 2 个完整的“猪周期”。第一个猪周期是从 2006-2010 年，猪价由 6.76 元/千克涨至 17.40 元/千克然后降到 9.63 元/千克；第二个猪周期是从 2010-2014 年，猪价由 9.63 元/千克上升至 19.92 元/千克然后跌至 10.45 元/千克。

此外，每一轮“猪周期”，从价格高点至低点一般在 2 年左右，且到达低点后价格反弹速度较快。

(2) 生猪价格呈整体向上态势，并上下波动呈现出“猪周期”，但每轮“猪周期”的低点均比上一轮周期低点高

生猪行业虽然存在猪周期，但生猪价格整体呈向上趋势，并且价格上下波动形成周期，但每轮“猪周期”的低点均比上一轮周期低点高。

若从 2006 年开始计算“猪周期”，第一个猪周期（2006-2010 年）生猪价格最低为 6.76 元/千克，第二个猪周期（2010-2014 年）生猪价格最低为 9.63 元/千克，第三个猪周期（2014 年以来）截至目前生猪价格最低为 10.45 元/千克。

(3) “猪周期”出现低点时，国家会出台产业政策进行扶持，以保护养殖行业的利益

生猪养殖业是农业的重要组成部分，猪肉是大多数城乡居民的主要副食品。为缓解生猪生产的周期性波动，防止生猪价格过度波动，保持合理的价格水平，稳定生猪养殖业发展，在猪粮比价低于 6：1 左右时，国家和各地政府一般会启动干预措施，出台产业政策进行扶持，对生猪养殖行业给予保障。

如 2009 年国家发改委等 6 部门联合制定并发布《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》，2011 年，国务院办公厅制定并发布了《关于促进生猪生产平稳健康持续发展防止市场供应和价格大幅波动的通知》（国办发明电〔2011〕26 号）。

因此，国家一系列政策的出台缓冲了商品猪市场价格的波动幅度，降低了生猪养殖行业的利润波动浮动。

(4) 同一个“猪周期”中，生猪价格取决于能繁母猪的存栏量、生猪的存栏量等因素

生猪的生产必须经过繁育母猪、产仔、育肥三个阶段才能完成一次循环，这个过程至少要用一年半到两年的时间。

由生猪养殖周期可以看出：

- A. 猪肉的价格直接受生猪价格及生猪存栏量的影响；
- B. 生猪的价格主要由仔猪的价格和数量决定；
- C. 仔猪的数量又依赖于能繁母猪存栏量。

因此，生猪价格取决于能繁母猪的存栏量、生猪的存栏量等因素。

2. 对交易标的生猪产品价格的预测符合生猪产品价格的变化规律和幅度的特征

本次对交易标的生猪产品价格的预测符合生猪产品价格的变化规律和幅度的特征，具体原因如下：

(1) 生猪周期一般3-4年，且从周期的最高价格至最低价格一般在2年左右，且到达低点后价格反弹速度较快。本次预测从2016年中猪价高峰拐点开始，未来持续下跌至2019年底，假设连续三年下降，符合猪产品价格历史周期性变化的规律并相对谨慎；

(2) 本次预测以2017年1-6月均价作为基准参考价格，其中商品猪的参考基准价格为15.82元/千克，该基准参考价格处于行业平均价格水平。2014年猪周期以来，2014年的行业低点10.45元/千克，2016年的行业高点20.81元/千克的平均水平，本次预测从2016年中猪价高峰拐点开始，未来持续下跌至2019年底，较企业2017年上半年平均销售单价累计下跌11.5%左右，较企业2016年平均销售单价累计下跌超过22%（以商品猪为例），符合价格周期变化幅度特征。

(3) 本次预测商品猪在2019年的均价为13.99元/千克，若按10%的区间波动，则2019年的商品猪预测价格区间将为12.59-15.39元/千克，该区间最低价12.59元/千克，略高于前一周期的低点10.45元/千克，符合行业猪价的变化特点。

问题 4-3、对猪产品价格的预测依据及结论是否符合谨慎性原则。

回复：

1、本次预测假设本轮“猪周期”从高点至低点持续 3 年半，较为谨慎

生猪周期一般 3-4 年，且从周期的最高价格至最低价格一般在 2 年左右，且到达低点后价格反弹速度较快。本次预测从 2016 年中猪价高峰拐点开始，未来持续下跌至 2019 年底，假设连续三年下降，与历史行业周期相比，较为谨慎；

2、本次预测的基准价格处于 2014-2016 年上升猪周期的平均价格，较为谨慎

本次预测以 2017 年 1-6 月均价作为基准参考价格，其中商品猪的参考基准价格为 15.82 元/千克，该基准参考价格处于行业平均价格水平。2014 年猪周期以来，2014 年的行业低点 10.45 元/千克，2016 年的行业高点 20.81 元/千克的平均水平，且本次预测是假设生猪价格持续下降至 2019 年，相对谨慎。

3、与同行业对商品猪价格的预测相比，本次预测相对谨慎

根据唐人神收购龙华农牧的评估报告对商品猪价格的预测，本次对交易标的的商品猪价格预测较为谨慎。

天心种业与龙华农牧商品猪销售单价预测情况：

单位：元/千克

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
龙华农牧	商品猪单价	15.00	14.50	15.8	15.6	14.9
	单价变动幅度	-9.09%	-3.33%	8.97%	-1.27%	-4.49%
天心种业	商品猪单价	15.18	14.57	13.99	13.99	13.99
	单价降幅	-4.00%	-4.00%	-4.00%	0.00%	0.00%

4、根据目前的生猪销售情况，本次预测相对谨慎

按照目前的环保政策进一步从严、能繁母猪存栏量下降、仔猪价格稳定、生猪存栏量下降等指标判断，商品猪的价格在 2017 年 6 月下降至 12.98 元/千克后持续上升，且预计未来会进一步提高。

从实际运行看，根据农业部 2017 年 10 月 17 日上午举行新闻发布会，农业

部市场与经济信息司司长唐珂通报了三季度重点农产品市场运行情况看,根据随着生猪生产规模化程度不断提高,生猪产业应对市场风险的回旋余地和调控能力增强,虽然三季度生猪和能繁母猪存栏逐月下降,但由于生产性能提高、出栏活重增加,猪肉供应得到了保障。2017 年三季度,猪肉批发均价为每公斤 20.14 元。市场也有所回暖,8 月份猪肉价格结束了长达半年的下跌后开始回升,月均批发价每公斤为 20.16 元,环比涨 2.0%;9 月份猪肉批发价格每公斤 20.49 元,环比涨 1.6%。农业部市场与经济信息司司长唐珂指出因环保拆迁以及养殖利润下降导致部分养殖户退出,产能恢复速度缓慢并处于低位,将对四季度猪价形成支撑,后期猪价预计稳中略降,整体波动幅度不大。

因此,根据目前的生猪销售情况,本次预测相对谨慎。

5、根据企业目前的销售和运营情况,本次预测相对谨慎。

企业三季度管理层提供的合并报表显示企业实现营业收入 5,357.62 万元。2017 年 7-12 月预测收入 9,429.18 万元,三季度实现了 2017 年下半年预测营业收入的 56.82%。三季度企业实现净利润 1,753.51 万元,2017 年 7-12 月预测净利润 3,071.50 万元,三季度实现了 2017 年下半年预测净利润的 57.09%。天心种业三季度整体实现营收情况优于预测水平。据企业销售数据显示,母公司 2017 年三季度商品猪的平均销售单价为 15.55 元,相对于上半年平均单价 15.82 元下浮 1.71%,相对于 2017 年下半年预测单价为 15.18 元上浮 2.44%。基准日后的市场情况较预测乐观也体现了本次对猪产品价格的预测依据及结论符合谨慎性原则。

核查意见

评估师核查后认为,对猪产品价格的预测符合猪产品价格的变化规律和幅度的特征,对猪产品价格的预测依据及结论符合谨慎性原则。故预测期天心种业及其主要子公司产品价格的预测是谨慎的和相对合理、客观的。

（本页无正文，为北京中企华资产评估有限责任公司关于《湖南新五丰股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易草案的审核意见函》（上证公函【2017】2252 号）相关问题的回复之签字盖章页）

资产评估师：



石来月

资产评估师：



郁宁

北京中企华资产评估有限责任公司

