

乌拉圭RONDATEL S. A. 公司及LIRTIX S. A. 公司

股东全部权益价值项目

估值报告

北方亚事咨评字[2018]第01-086号



北京北方亚事资产评估事务所(特殊普通合伙)
BEIJING NORTH ASIA ASSET ASSESSMENT FIRM (Special General Partnership)

二零一八年四月二十日



目 录

声 明	1
估值报告摘要	2
估值报告正文	4
一、委托人、被评估单位和业务约定书约定的其他评估报告使用者	4
二、评估目的	8
三、评估对象和范围	8
四、价值类型选择及其定义	11
五、评估基准日	11
六、评估依据	11
七、评估方法	13
八、评估程序实施情况	14
九、评估假设	17
十、评估技术说明	18
十一、评估结论	57
十二、特别事项说明	58
十三、评估报告使用限制说明	59
十四、评估报告日	59
附 件	60

声 明

一、我们在执行本评估业务中，遵循相关规则，恪守独立、客观和公正的原则。根据我们在评估过程中收集的资料，评估报告陈述的内容是客观的，并对评估报告的合理性承担相应责任；

二、评估对象涉及的相关数据是由委托人、被评估企业填报并经其确认；提供必要资料并保证所提供资料的真实性、合法性、完整性以及恰当使用评估报告是委托人和相关当事方的责任；

三、我们与评估报告中的评估对象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、我们已对咨询报告中的评估对象及其涉及资产进行现场调查；我们已对评估对象及其涉及资产的法律权属状况给予必要的关注，对评估对象及其法律权属资料进行查验，且已提请委托人及相关当事方完善产权以满足出具咨询报告的要求；

五、我们出具的咨询报告中的分析、判断和结论受评估报告中假设和限定条件的限制，评估报告使用者应当充分考虑评估报告中载明的假设、限定条件、特别事项说明及其对评估结论的影响。

乌拉圭 RONDATEL S.A. 公司及 LIRTIX S.A. 公司 股东全部权益价值项目 估值报告摘要

北方亚事咨评字[2018]第01-086号

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）（以下简称“北方亚事”或“我所”）接受新大洲控股股份有限公司的委托，根据会计准则和国家关于资产评估管理的有关准则、规定的要求，本着客观、独立、公正、科学的原则，采用公认的资产评估方法对乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司股东全部益的市场价值采用收益法进行了评估。评估目的是为新大洲控股股份有限公司管理层准备财务报告提供价值参考依据。

评估人员在清查核实的基础上，依据资产评估准则及其它有关资产评估法规，实施了必要的评估程序，收集了相关资产的权属性法律文件和必要的财务数据。在此基础上，根据本次评估目的，对新大洲控股股份有限公司委托评估的乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司股东全部权益在评估基准日2017年12月31日所表现的市场价值作出了公允反映，现将咨询结果报告如下：

截止于评估基准日2017年12月31日，乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司股东全部权益的市场价值为9,341.54万美元。

在使用本评估结论时，提请相关当事方关注以下事项：

本咨询结论系对估值基准日评估对象市场价值的反映。咨询结果依据本报告所述原则、依据、前提、方法、程序得出，咨询结论只有在上述原则、依据、前提存在的条件下，以及委托人和被估值单位提供的所有原始文件都是真实、合法的条件下成立。咨询结果没有考虑将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方可能追加付出的价格等对其估值结果的影响，也未考虑国家宏观经济政策发生变化、有关法规政策变化以及遇有自然力或其它不可抗力对资产价格的影响。

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）地址：北京市西城区广内大街6号枫桦豪景A座
电话：010-83557569 传真：010-83543089 E-mail: bfys@ien.com.cn 邮编：100053

咨询报告的所有权归估值机构所有，除按规定报送有关政府管理部门或依据法律需公开的情形外，未经许可，报告的全部或部分内容不得提供给任何单位和个人，也不得见诸于公开媒体。

在使用本咨询结论时，提请报告使用者关注报告正文所披露的特别事项，并在利用本报告自行决策时给予充分考虑。

以上内容摘自资产评估报告正文，欲了解本评估项目的全面情况，请认真阅读报告正文全文。

乌拉圭 RONDATEL S.A. 公司及 LIRTIX S.A. 公司 股东全部权益价值项目 估值报告正文

北方亚事咨评字[2018]第01-086号

新大洲控股股份有限公司：

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）（以下简称“北方亚事”或“我所”）接受贵公司的委托，根据有关法律、法规、国家会计准则和资产评估准则的规定，按照必要的评估程序，以企业的持续经营和公开市场为前提，采用收益法，对乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司股东全部权益在2017年12月31日的市场价值进行了估算。现将估值情况及估值结果报告如下：

一、委托人、被评估单位和业务约定书约定的其他评估报告使用者

本次评估的委托人为新大洲控股股份有限公司，被评估单位为乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司，业务约定书约定的其他评估报告使用者为法律、法规规定的其他使用者。

（一）委托人概况

名称：新大洲控股股份有限公司

住所：海口市桂林洋开发区

法定代表人：陈阳友

注册资本：81406.40 万元

企业类型：其他股份有限公司(上市)

经营范围：摩托车工业村开发；旅游业综合开发；农业综合开经营；摩托车及发动机配件的生产经营；室内外装饰装修工程施工；高科技开发；普通机械配

件、电子产品、五金工具、交电商业、日用百货、文体用品、纺织品、橡胶制品、建材、矿产品（专营除外）、化工原料及产品（专营除外）、农副产品的销售；农用机械及其配件、内燃机及其配件生产经营；食品经营。

新大洲控股股份有限公司创建于1988年，是一家以制造业和煤炭产业为主体的上市公司。公司于1992年改制为股份制企业，并于1994年在深圳证券交易所成功挂牌上市。如今，新大洲在全国范围内拥有近万名核心员工，截至2014年末，公司资产总额达44.66亿元，净资产21.85亿元，累计创税27.01亿元。另外，合营企业新大洲本田和新大洲能源科技公司总资产43.67亿元，净资产19.66亿元，累计创税35.85亿元。新大洲旗下现已拥有摩托车制造、电动车制造、飞机零部件制造、游艇制造、煤炭采掘、煤化工、物流等几大产业。

（二）被评估单位概况

1. RONDATEL S. A. 公司

（1）简介

RONDATEL S. A. 公司是依据乌拉圭法律于1983年8月10日成立。注册地址在乌拉圭蒙得维的亚，成立日期1982年1月15日，注册日期1983年8月10日，注册号为1456。

主要经营业务为牛、羊屠宰，保鲜肉、冷藏肉、冷冻肉、冷却肉销售，以及冷藏、剔骨、包装、冷冻等加工业务。

公司授权资本乌拉圭比索100,000,000.00元，已缴资本乌拉圭比索228,262,914.98元。

（2）历史沿革

1) 1982年1月，公司设立

1982年1月15日，RONDATEL S. A. 在乌拉圭蒙得维的亚市注册成立，并于1983年8月10日进行了登记，实缴资本为14,389.65乌拉圭新比索。

2) 1983年4月，第一次增资

1983年4月11日，公司将资本金从14,389.65乌拉圭新比索增加至15,000乌拉圭新比索。

3) 1992年10月，第二次增资

1992年10月1日，经公司股东大会同意，新发总额为35,000新比索，公司的实收资本额增加至50,000新比索。

4) 2015年6月，股权转让

2015年6月26日，原股东将其持有的本公司100%股权全部转让给Pacific Ocean Cattle Holding Limited。

本次转让后，公司股权结构如下所示：

股东名称	出资额（乌拉圭比索）	出资比例（%）
POC	50	100.00
合 计	50	100.00

5) 2015年12月，资本公积转增股本

2015年12月29日，经公司股东大会决议，同意将资本公积合计乌拉圭比索228,262,864.98元全部转增股本，公司的股本增加至228,262,914.98比索。

本次转增后，公司股权结构如下所示：

股东名称	出资额（乌拉圭比索）	出资比例（%）
POC	228,262,914	100.00
合 计	228,262,914	100.00

6) 2017年11月股权转让

2017年11月30日，Pacific Ocean Cattle Holding Limited完成了将其持有的本公司100%股权转让给Foresun Lartin American Investment and Holding S. L.的股权转让手续。

2. LIRTIX S. A. 公司

(1) 简介

1993年8月6日，LIRTIX S. A. 在乌拉圭蒙得维的亚市注册成立，1993年9月7日，Lirtix公司在乌拉圭蒙得维的亚注册登记。

主要经营业务为冷藏、剔骨、包装、冷冻等加工业务。

(2) 历史沿革

1) 1993年8月，公司设立

1993年8月6日，LIRTIX S. A. 在乌拉圭蒙得维的亚市注册成立，公司初始发行

股份总数为120,000股，实缴30,000乌拉圭比索，1993年9月7日，Lirtix公司在乌拉圭蒙得维的亚注册登记。

2) 2006年11月，增资

2006年11月23日，Lirtix召开临时股东大会，将其实收资本增加至600,000比索。

3) 2015年6月，股权转让

2015年6月26日，原股东将其持有的本公司100%股权全部转让给Pacific Ocean Cattle Holding Limited。

本次转让后，公司股权结构如下所示：

股东名称	出资额（乌拉圭比索）	出资比例（%）
POC	600,000	100.00
合 计	600,000	100.00

4) 2017年股权转让

2017年11月30日，Pacific Ocean Cattle Holding Limited完成了将其持有的本公司100%股权转让给Foresun Lartin American Investment and Holding S.L.的股权转让手续。

3. 财务及经营状况

乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司2017年和2016年度公司财务、经营情况：

RONDATEL S.A. 公司

财务指标	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产（美元）	25,595,621.72	32,071,987.68
总负债（美元）	13,244,881.70	19,845,353.41
股东权益（美元）	12,350,740.02	12,226,634.27
经营业绩	2017年	2016年
营业收入（美元）	57,178,603.00	59,016,126.23
营业成本（美元）	49,843,003.60	48,353,813.72
利润总额（美元）	1,346,195.04	4,987,546.93
净利润（美元）	968,396.04	4,061,665.93

LIRTIX S.A. 公司

财务指标	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产（美元）	6,928,185.39	6,504,674.30

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）地址：北京市西城区广内大街6号枫桦豪景A座
电话：010-83557569 传真：010-83543089 E-mail: bfys@ien.com.cn 邮编：100053

总负债（美元）	2,305,571.03	2,234,721.25
股东权益（美元）	4,622,614.36	4,269,953.05
经营业绩	2017年	2016年
营业收入（美元）	3,423,753.00	2,309,541.00
营业成本（美元）	2,804,921.65	2,388,909.66
利润总额（美元）	449,271.34	-275,287.26
净利润（美元）	352,662.31	-385,562.26

4、重要的会计政策

公司实行企业会计准则，会计年度采用公历年度，记账基础是权责发生制。采用账龄分析法计提应收账款。固定资产采用直线法计提折旧。增值税按应税收入的22%的税率计算（部分指定商品（如国内销售牛肉）适用税率为10.00%），企业所得税按应纳税所得额的25%计缴，INAC税金按肉类产品销售价格的0.7%的税率计算，FIV税金按牛、羊及其肉制品FOB出口价格的1%的税率计算。

（三）其他评估报告使用者

本评估报告的其他使用者为国家法律法规规定的其他报告使用者。

二、评估目的

按照资产评估业务约定书，本次评估系确定乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司股东全部权益在评估基准日的市场价值，为新大洲控股股份有限公司管理层准备财务报告提供价值参考依据。

三、评估对象和范围

（一）评估对象和范围

本次评估对象为乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司股东全部权益市场价值。

评估范围为乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司未经审计的全部资产及负债。

截至2017年12月31日，纳入本次评估范围的资产和负债具体情况如下：

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）地址：北京市西城区广内大街6号枫桦豪景A座
电话：010-83557569 传真：010-83543089 E-mail: bfys@ien.com.cn 邮编：100053

乌拉圭公司模拟合并资产负债表

单位：美元

科目名称	账面价值	科目名称	账面价值
流动资产		流动负债：	
货币资金	4,316,653.00	短期借款	7,450,000.00
交易性金融资产		交易性金融负债	
应收票据	118,513.00	应付票据	1,918,223.00
应收账款	2,733,337.53	应付账款	1,596,867.00
预付款项	103,124.00	预收款项	468,397.00
应收利息		应付职工薪酬	1,559,272.00
应收股利		应交税费	571,049.00
其他应收款	379,020.53	应付利息	30,157.00
存货	3,199,186.00	应付股利	844,290.29
		其他应付款	15,491.41
其他流动资产	2,222,521.00	其他流动负债	-2.00
流动资产合计	13,072,355.06	流动负债合计	14,453,744.70
非流动资产：		非流动负债：	
长期应收款		长期借款	
长期股权投资		应付债券	
投资性房地产		长期应付款	
固定资产	18,589,365.05	专项应付款	
在建工程	852,468.00	预计负债	
工程物资		递延所得税负债	1,096,708.03
固定资产清理		其他非流动负债	
生产性生物资产		非流动负债合计	1,096,708.03
油气资产		负债合计	15,550,452.73
无形资产		所有者权益：	
开发支出		实收资本	8,079,688.00
商 誉		资本公积	3,592,128.00
长期待摊费用		减：库存股	
递延所得税资产	9,619.00	盈余公积	166,440.00
其他非流动资产		未分配利润	5,135,098.38
非流动资产合计	19,451,452.05	所有者权益合计	16,973,354.38
资产总计	32,523,807.11	负债和所有者权益总计	32,523,807.11

（二）实物资产

本次评估范围的实物资产包括存货、固定资产、在建工程。

1. RONDATTEL S. A. 公司：

（1）存货：包括在产品 and 产成品等。在产品为已经下料，但还未切割的二分体；产成品为切割包装完成的各种肉类产品。上述存货分别存放于成品库和排酸

车间。企业存货周转速度较快，在库时间非常短。

(2) 房屋建筑物、构筑物包括办公室、设备间、屠宰线、排酸间、包装间等，分布于厂区内。部分房屋类资产构建时间较早，房屋的状况较好，不影响正常使用。

(3) 机器设备主要为冷冻机、风机、剥皮机、分割设备等，分布于各车间内。设备的购置时间较短，使用状况良好。

(4) 运输设备为办公、运输用车。购置时间较短，使用状况良好。

(5) 电子设备主要为各类仪器、电脑等，分布于各办公室内。购置时间较短，使用状况良好。

(6) 土地共3宗相邻土地，面积共910,179.00m²。

(7) 在建工程包括生产车间改造工程和进口设备与安装工程，工程项目分布于厂区内。

2. LIRTIX S.A. 公司：

(1) 房屋建筑物、构筑物包括办公室、排酸库、速冻间、饭堂、澳洲罐(水池)等，分布于厂区内。部分房屋类资产构建时间较早，房屋的状况较好，不影响正常使用。

(2) 机器设备主要为冷冻机、风机、分割设备等，分布于各车间内。设备的购置时间较短，使用状况良好。

(3) 电子设备主要为监控系统、电脑、打印机等，分布于各办公室内。购置时间较短，使用状况良好。

(4) 土地共3宗相邻土地，土地总面积107,171.13m²。

(5) 在建工程为进口设备与安装工程，工程项目分布于厂区内。

(三) 企业申报的账面记录或者未记录的无形资产
企业未申报无形资产。

(四) 被评估单位未申报表外资产
无。

四、价值类型选择及其定义

本次评估是为新大洲控股股份有限公司准备财务报告所涉及的乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司股东全部权益提供价值参考，因此采用持续经营前提下的市场价值作为选定的价值类型。

五、评估基准日

根据资产评估业务委托协议的约定，本次评估的评估基准日为2017年12月31日。

本次评估工作中所采用的价格及其他参数均为评估基准日的标准。以2017年12月31日作为评估基准日，主要是根据委托人会计报告的需要确定的。

六、评估依据

（一）行为依据

新大洲控股股份有限公司与北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）签署的《资产评估业务约定书》。

（二）法规依据

1. 国务院[1991]91号令《国有资产评估管理办法》；
2. 《中华人民共和国公司法》（2013年12月28日中华人民共和国第十二届全国人民代表大会常务委员会第六次会议修订）；
3. 《中华人民共和国资产评估法》（2016年7月2日中华人民共和国第十二届全国人大常委会第二十一次会议通过）；
4. 其他相关法律、法规、通知文件等。

（三）准则依据

1. 《资产评估基本准则》财资〔2017〕43号；
2. 《资产评估职业道德准则》中评协〔2017〕30号；

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）地址：北京市西城区广内大街6号枫桦豪景A座
电话：010-83557569 传真：010-83543089 E-mail: bfys@ien.com.cn 邮编：100053

3. 《资产评估执业准则——资产评估程序》中评协〔2017〕31号；
4. 《资产评估执业准则——资产评估报告》中评协〔2017〕32号；
5. 《资产评估执业准则——资产评估委托合同》中评协〔2017〕33号；
6. 《资产评估执业准则——资产评估档案》中评协〔2017〕34号；
7. 《资产评估执业准则——不动产》中评协〔2017〕38号；
8. 《资产评估执业准则——机器设备》中评协〔2017〕39号；
9. 《资产评估机构业务质量控制指南》中评协〔2017〕46号；
10. 《资产评估价值类型指导意见》中评协〔2017〕47号；
11. 《资产评估对象法律权属指导意见》中评协〔2017〕48号；
12. 《以财务报告为目的的评估指南》中评协〔2017〕45号；
13. 《资产评估执业准则——无形资产》中评协〔2017〕37号；
14. 《企业会计准则》（财会〔2006〕3号）。

（四）权属依据

1. 乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司《企业法人营业执照》；
2. 乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司章程；
3. 车辆行驶证；
4. 土地公正证；
5. 主要设备购置合同及发票；
6. 相关业务合同及发票；
7. 其他产权证明文件。

（五）取价依据

1. 北京科学技术出版社的《资产评估常用数据及参数手册》（第二版）；
2. 被评估企业2016-2017年审计报告、财务决算报表；
3. 委托人提供的企业情况说明和未来收益预测表；
4. 国家有关部门发布的统计资料和技术标准资料；
5. 评估机构收集的其它有关资产评估技术信息及各种技术参数资料；
6. 被评估企业相关人员访谈记录；
7. 其他与评估有关的资料。

七、评估方法

（一）评估方法的选择

根据本次评估的资产特性、评估目的及所选择的价值类型的要求采用收益法确定股东全部权益市场价值。

（二）收益法简介

收益法是指通过将评估单位预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估思路。收益法中常用的两种具体方法是股利折现法和现金流量折现法。

本次评估根据《资产评估准则——企业价值》，采用现金流折现方法对被评估单位的价值进行估算。现金流折现方法(DCF)是通过估算企业未来预期现金流和采用适宜的折现率，将预期现金流折算成现时价值，估计企业价值的一种方法。

1. 评估模型

本次评估的是乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司股东全部权益市场价值，公式如下：

公式1：股东全部权益价值＝企业整体价值－付息负债价值

公式2：企业整体价值＝企业自由现金流现值＋溢余及非经营性资产价值－非经营性负债价值

公式3：企业自由现金流＝净利润＋折旧与摊销＋资产减值损失－资本性支出－营运资金净增加额

针对被评估单位管理层及相关人员的访谈，结合其所处行业特点、自身竞争优势劣势以及未来发展前景的分析，乌拉圭公司具有较好的市场竞争力及持续经营能力，因此，本次评估的预测期按无限年期；在此基础上采用分段法对现金流进行预测，即将预测范围内公司的未来净现金流量分为详细预测期的净现金流量和稳定期的净现金流量。

由此，根据上述公式1至公式3，本次评估采用的模型公式为：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{A_i}{(1+r)^i} + \frac{A_n \times (1+g)}{(r-g) \times (1+r)^n} + \sum C - D$$

式中：P 评估对象的市场价值

A_i 未来第 t 个收益期的预期收益额

A_t 永续年预期收益额

r 折现率

t 收益预测折现期

i_t 未来第 t 个收益期的折现期

g 永续期增长率

n 详细预测期的年限

ΣC 基准日存在的溢余资产及非经营性资产(负债)的价值

D 基准日付息债务价值

2. 各参数确定方法简介

(1) F_t 的预测主要通过对乌拉圭公司的历史业绩、相关业务的经营状况,以及所在行业相关经济要素及发展前景的分析确定。

(2) 收益法要求评估的企业价值内涵与应用的收益类型以及折现率的口径一致,本次评估采用的折现率为加权平均资本成本(WACC)。

(3) 详细预测期的确定

根据对被评估单位管理层的访谈结合市场调查和预测,综合考虑乌拉圭公司成立时间、经营阶段、市场开拓情况、生产经营状况、营运能力、行业的发展状况和税收政策,取5年作为详细预测期,此后为稳定收益期。即详细预测期截止至2022年,期后为永续预测期。根据乌拉圭近几年通货膨胀率为7.5%,本次永续预测期考虑5%的永续增长。

(4) 通过与乌拉圭公司充分沟通与讨论,并对企业经营情况及账务情况进行分析,分别确定评估基准日存在的非经营性或溢余性资产(负债)、付息债务,并根据各资产、负债的实际情况,选用合适的评估方法确定其评估值。

八、评估程序实施情况

北京北方亚事资产评估事务所(特殊普通合伙)接受新大洲控股股份有限公司的委托,为新大洲控股股份有限公司管理层准备财务报告提供价值参考而涉及

的乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司股东全部权益市场价值进行了评估。评估人员对纳入评估范围内的资产和负债进行了必要的核实及查对，查阅了有关账目、产权证明及其他文件资料，完成了必要的评估程序。在此基础上根据本次评估目的和委估资产的具体情况，采用合理的方法对乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司在评估基准日的全部资产和负债进行了评定估算。整个评估过程包括接受委托、评估准备、现场清查核实、评定估算、评估汇总及提交报告等，具体评估过程如下：

（一）初步了解此次经济行为及委估资产的有关情况，明确评估目的、评估范围和对象，与委托方及被评估单位共同确定评估基准日；根据资产评估规范要求，布置资产评估申报表、准备资料清单。

（二）前期准备

评估人员根据被评估单位的资产类型及被评估单位涉及的资产量组建了评估项目小组，并对评估人员简单地介绍了项目情况和评估计划。

（三）资产核实及现场尽职调查

根据被评估单位提供的评估申报资料，评估人员对申报的全部资产和负债进行了必要的清查、核实，对企业财务、经营情况进行系统调查。尽职调查主要分为六个方面，即被评估单位基本情况调查、业务与技术调查、财务调查、资产清查与核实、业务发展目标调查和风险因素及其他重要事项调查。

1. 实物资产清查过程

指导企业相关资产管理人员在资产清查的基础上，按照评估机构提供的“资产评估明细表”、“资产调查表”、“资料清单”及其填写要求，进行登记填报，同时收集被评估资产的产权归属证明文件和反映状态等情况的文件资料。

2. 审查和完善各单位提供的资产评估明细表

评估人员通过查阅有关资料，了解涉及评估范围内具体对象的详细状况。然后，审查各类资产评估明细表，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，检查资产评估明细表有无漏项等，根据调查核实的资料，对评估明细表进行完善。

3. 现场实地勘察

在资产核实工作中，评估人员针对不同的资产性质、特点及实际情况，采取了不同的资产核实方法。

4. 查验产权证明文件资料

对评估范围内的房屋、土地、设备和车辆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。

5. 现场尽职调查

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访谈对企业的经营业务进行调查，主要内容如下：

了解企业历史年度权益资本的构成、权益资本的变化，分析权益资本变化的原因；

了解企业历史年度经营情况及其变化，分析营业收入变化的原因；

了解企业历史年度主营成本的构成及其变化；

了解企业其他业务构成，分析各业务对企业营业收入的贡献情况；

了解企业历史年度利润情况，分析利润变化的主要原因；

收集了解企业各项生产指标、财务指标，分析各项指标变动原因；

了解企业未来年度的经营计划、投资计划等；

了解企业的税收及其他优惠政策；

收集企业所在行业的有关资料，了解行业现状、区域市场状况及未来发展趋势；

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。

（四）评定估算

对收集的评估资料进行必要分析、归纳和整理，形成评定估算的依据；根据评估对象、价值类型、评估资料收集情况等相关条件，选择适用的评估方法，选取相应的公式和参数进行分析、计算和判断，形成初步评估结果。

（五）内部审核、征求意见及出具报告

项目负责人在完成一审后，将报告初稿提交公司审核，审核包括二级审核、三级审核。经过公司内部审核后，将评估结果与委托人及被评估单位进行沟通和

汇报。根据沟通意见进行修改、完善后，将正式评估报告提交给委托人。

九、评估假设

由于被评估单位各项资产所处宏观、企业经营环境的变化，必须建立一些假设以充分支持所得出的评估结论。在本次评估中采用的评估假设如下：

（一）前提假设

1. 交易假设：资产评估得以进行的一个最基本的前提假设，它是假定评估对象已经处在交易过程中，评估师根据待评估对象的交易条件等模拟市场进行估价。

2. 公开市场假设：假设被评估资产拟进入的市场条件是公开市场。公开市场是指充分发达与完善的市场条件，指一个有自愿的买者和卖者的竞争性市场，在这个市场上，买者和卖者的地位是平等的，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易行为都是在自愿的、理智的，而非强制或不受限制的条件下进行的。

3. 持续使用假设：持续使用假设首先设定被评估资产正处于使用状态，包括正在使用中的资产和备用的资产；其次根据有关数据和信息，推断这些处于使用状态的资产还将继续使用下去。

（二）一般假设

1. 国家现行的宏观经济不发生重大变化；

2. 被评估单位所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

（三）特殊假设

1. 假设乌拉圭公司能够按照企业管理层规划的经营规模和能力、经营条件、经营范围、经营方针进行正常且持续的生产经营；

2. 假设乌拉圭公司所有与营运相关的现金流都将在相关的收入、成本、费用在一年内均匀发生；

3. 假设财务预测期所基于的会计政策与公司目前所采用的会计政策在所有重大方面一致；

4. 假设乌拉圭公司的主要管理人员、管理理念及管理水平无重大变化，核心管理人员尽职尽责；

5. 假设乌拉圭公司能够按照规划，按时完成2018年的冷库扩建，扩大公司的产能；

6. 假设评估基准日后被评估单位的现金流入为均匀流入，现金流出为均匀流出。

当前述假设条件出现较大变化时，本评估结果一般会失效。评估人员根据资产评估的要求，认定这些前提、假设条件在评估基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化时，评估人员将不承担由于前提、假设条件改变而推导出不同评估结果的责任。

十、评估技术说明

（一）乌拉圭宏观经济分析

乌拉圭（西班牙语：República Oriental del Uruguay），位于南美洲东南部，乌拉圭河与拉普拉塔河的东岸，北邻巴西，西界阿根廷，东南濒大西洋。全境面积176215平方公里。南纬33°，西经56°。1825年8月25日从巴西帝国的统治下独立。境内大部分地势平坦，农牧业发达。乌拉圭因优美的自然风光和安定的社会环境，故被誉为“南美瑞士”；又因其形似宝石而又盛产紫晶石，被誉为“钻石之国”。乌拉圭的人均国内生产总值非常的高，人均生活水平也是南美洲前茅，是一个中等发达水平的国家。乌拉圭经济主要是以出口农业为主，在二十世纪初因大量出口农产品到欧洲等各地，令其一度成为南美洲富裕的国家。

1. 经济概况

乌拉圭在拉美处于中等发展水平。经济规模较小，产业结构单一，依赖出口，能源依赖进口。农牧业较发达，主要生产并出口肉类、羊毛、水产品、皮革和稻米等。工业以农牧产品加工业为主。服务业占国民经济比重较高，以金融、旅游、物流、交通业为主。

乌拉圭实行自由市场经济政策，积极参与地区经济一体化。2008年国际金融

危机爆发后，乌政府积极应对，保持经济稳定增长。穆希卡政府执政以来，注意保持宏观经济政策的延续性，重视宏观调控，控制财政支出，加强金融监管，优化债务结构，着力加强服务业，打造物流中心。当前乌经济总体运行平稳，联合国拉美经济委员会预测2013年乌经济增长率将达到3.8%。

乌拉圭以农牧产品加工业为主，包括肉类加工、榨油、酿酒、制糖及罐头、面粉、牛乳、干酪加工等，其次是纺织业，主要加工羊毛、生产棉纺和化纤产品。2009年全国共有工业企业13853家，工业部门劳动力12.79万人，占总劳动人口20%，工业制造业出口额41.44亿美元。2011年工业总产值1936.71亿比索，约合100.49亿美元，约占国内生产总值的21.5%。

乌拉圭能源依赖进口，2011年能源消耗总量为357.5万吨石油当量，其中石油、电力和煤炭分别占44%、22.4%和14.6%。原油全部依赖进口，2011年进口原油117.74万吨。电力以水力发电为主，近52.2%电力从邻国购买，2011年发电量为9357千兆瓦时。

2. 农林畜牧

农牧业在国民经济中占重要地位，农牧产品大部分供出口。2011年农牧业产值1109.19亿比索，占国内生产总值的12.3%。农牧业从业人口16.7万，约占总就业人口的10.5%。2009年全国农业用地1486.4万公顷，其中可耕地面积164万公顷，固定耕种面积3.3万公顷，灌溉面积21.8万公顷。牧业用地面积1319.1万公顷，牧场50576家，肉类、羊毛、皮革等传统产品出口占出口总额的1/3以上，是世界第六大稻米出口国。

3. 旅游业

乌政府重视发展旅游业，旅游业发达。境外游客主要来自阿根廷、巴西、巴拉圭和智利等周边国家。埃斯特角和首都蒙得维的亚是主要旅游地。2011年到乌外国游客296万人次，同比增长22.9%，旅游外汇收入15.3亿美元。

4. 交通运输

交通运输业以公路运输为主，大部分由政府控制。

公路：总长8781公里，其中水泥路328公里，沥青路7514公里，沙砾路939公里。2011年全国机动车保有量为160.45万辆，生产汽车1.39万辆，销售5.5万辆。

铁路：总里程2993公里，除11公里复轨铁路外，其余均为窄轨铁路。2011年全国铁路客运量59.4万人次，货运量1106.04万吨。

水运：内河航运为重要运输手段，航线总长1250公里。海运不发达。蒙得维的亚港是乌拉圭最大的港口，此外还有科洛尼亚、派桑杜、埃斯特角、萨尔托等港口。2011年蒙得维的亚港进港船只5087条，集装箱吞吐量750.2万吨，货物吞吐量1129.8万吨，全国港口货物吞吐量287.49万吨，客运量278.04万人次。

空运：有两家主要的航空公司。普卢纳（Pluna）公司负责国际航线，与阿根廷、巴西、智利、巴拉圭、玻利维亚、西班牙等国通航。2012年7月，该公司由于严重的资金问题宣布无限期停运，乌议会随即通过破产清算草案并宣布其破产。塔穆（Tamu）公司负责国内航线。首都的卡拉斯科国际机场是国内最大机场，派桑杜、里韦拉、萨尔托、梅洛、阿蒂加斯、埃斯特角及杜拉斯诺等地均有机场。2011年全国航空客运量221.71万人次，货运量3.11万吨。

（二）中国宏观经济

由于目前乌拉圭RONDATEL S.A. 公司及LIRTIX S.A. 公司对中国的销售占比很大，故本次评估中需对中国的宏观经济进行分析。

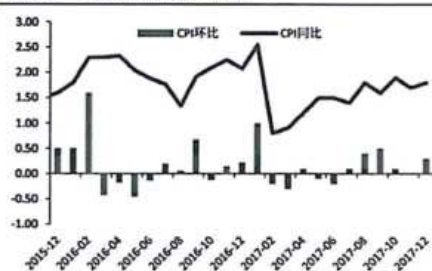
2017年，中国GDP达到827122亿元，首次超过80万亿元。GDP同比增长6.9%，比上年加快0.2个百分点，实现了2010年以来经济增长首次提速。出口回暖是经济增速回升的关键力量。2017年全年，我国固定资产投资增速与消费增速与上年相比都有所下降，只有出口增速是由上年的负增长转为正增长。出口对经济增长的拉动作用也由2016年负0.5个百分点转为2017年前三季度的正拉动0.3个百分点。

1. 食品价格上涨推动CPI 环比涨幅季节性回升

12 月份 CPI 环比上涨 0.3%，增速出现回升，主要由于食品价格显著上涨，符合季节性规律，2013-2016 年同期环比涨幅均值为 0.34%，与今年 12 月份的通胀水平大体相当。分项数据方面，食品价格环比上涨1.1%，较上月提升 1.6个百分点，为 CPI 环比上涨的主要贡献项；同比下降 0.4%，降幅收窄 0.7个百分点。非食品价格环比上涨 0.1%，涨幅连续 3个月稳定在 0.1%；同比上涨 2.4%，回落 0.1个百分点。非食品中，消费品价格环比涨幅提升 0.4个百分点至 0.5%，服务价格环比上涨 0.1%，消费品价格上涨成为非食品价格小幅上行的主要动力。

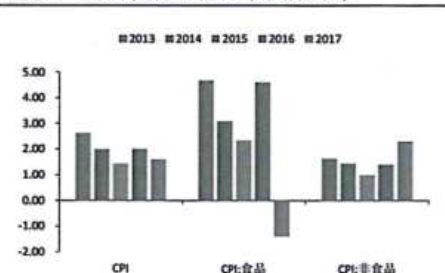
食品价格则出现负增长，远低于 2013-2016年食品价格 3.7%的平均涨幅，主要源于猪肉价格处于下行区间以及鲜菜价格下降较多的拖累，从而成为拉低 2017 年整体 CPI 增速的主要因素。

图表1: CPI 环比与同比涨幅



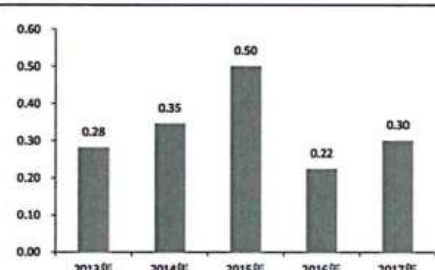
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图表2: 2017 年食品价格 15 年来首次下降



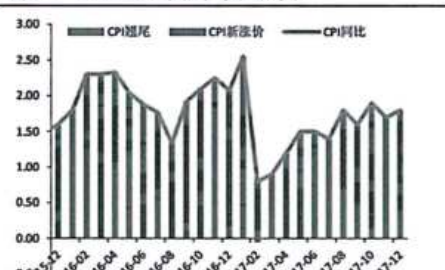
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图表3: 历年 12 月份 CPI 环比涨幅



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图表4: CPI 翘尾因素与新涨价因素

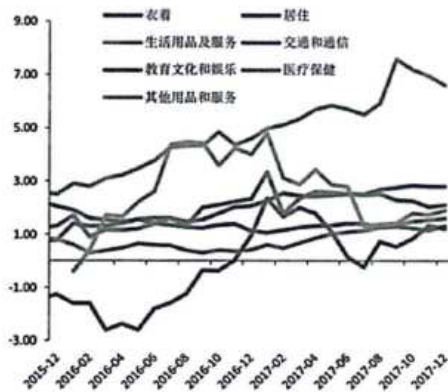


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

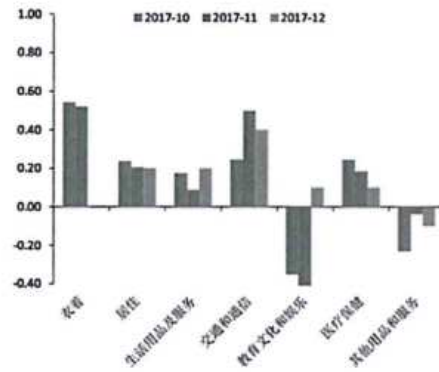
2. 非食品

消费品成主要上行动力 非食品价格环比上涨 0.1%，增速上月持平；其中，消费品价格环比上涨 0.5%，较上月提升 0.4个百分点，为非食品价格环比上涨的主要推动力，服务价格小幅反弹，环比上涨 0.1%，提升 0.2个百分点。从细分项来看，医疗保健价格环比上涨0.1%，较上月略有放缓；教育文化和娱乐价格环比上涨 0.1%，结束连续两个月的下跌；衣着价格和上月持平，符合季节性规律；居住价格环比上涨 0.2%，增速与上月持平；交通和通信价格环比上涨 0.4%，原油价格上涨推升交运成本；生活用品和服务价格环比上涨 0.1%，略有放缓；其他用品和服务价格环比下降 0.1%。

各类非食品价格同比涨幅



近3个月各类非食品价格环比涨幅



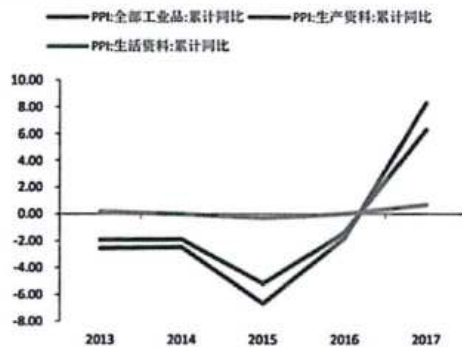
3. PPI 环比涨幅小幅回升

油价、黑色涨价领涨 12 月份 PPI 环比上涨 0.8%，较上月提升 0.3 个百分点，同比上涨 4.9%，收窄 0.9 个百分点，其中，新涨价因素占 4.9 个百分点。大宗商品价格涨势趋缓，叠加基数抬升的影响，同比涨幅有所收窄。

分行业看，石油和天然气开采业产品价格环比上涨 3.7%，石油加工、炼焦及核燃料加工业产品价格环比上涨 2.9%，在国际油价回升背景下继续领涨国内工业品；煤炭开采和洗选业产品环比小幅回落 0.3%，价格趋于稳定；化学原料及化学制品制造业产品上涨 1.4%，和上月持平；黑色金属冶炼及压延加工业价格环比上涨 3.4%，黑色金属矿采选业环比上涨 1.9%，增速均显著提升；有色矿采选业价格环比上涨 0.1%，有色金属冶炼及压延加工业价格环比下跌 1.5%，增速均继续放缓。进入冬季后环保限产力度不会降低，工业品价格整体能够维持，走势上趋于稳定，但结构上可能出现一定分化，石油石化产业链价格可能仍会上行。

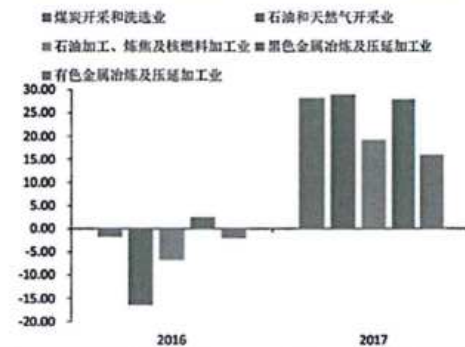
2017 年 PPI 结束负增长，走出了长达 5 年的通缩，全年涨幅 6.3%。分项来看，生产资料价格上涨 10.1 个百分点至 8.3%，为 PPI 上涨主要贡献项，其中，采掘工业涨幅 20.7%，原材料工业涨幅 11.5%，这两项为推动生产资料价格上涨的主要动力。2017 年以来随着供给侧结构性改革和环保限产政策的推进，上中游周期行业价格普涨。

2017年PPI显著上行



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

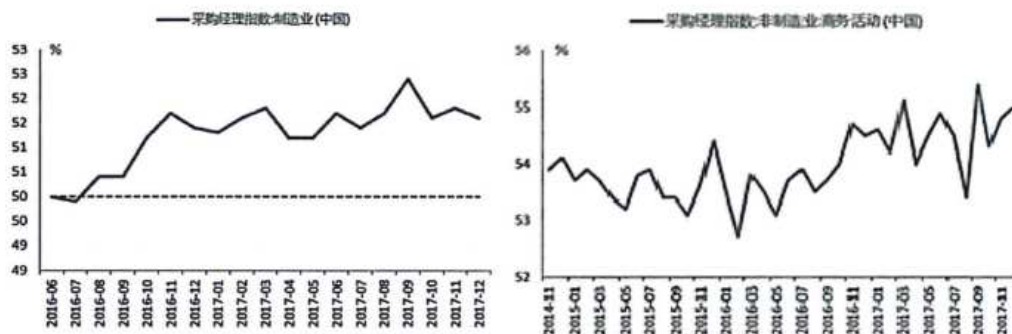
2017年PPI涨幅前5的行业分布



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4. PMI指数全年稳健走好趋势

2017年12月31日, 国家统计局、中国物流与采购联合会公布了2017年12月中国采购经理指数(PMI)数据: 官方制造业综合PMI为51.6%, 比上月回落0.2个百分点; 非制造业商务活动PMI指数为55.0%, 比上月回升0.2个百分点。



全年制造业稳健收官, 供需格局持续改善: 自2016年8月制造业PMI回升到50%的荣枯线以来, 制造业景气度持续向好。2017全年维持在51%以上, 个别月份甚至达到52.4%的高点。整体来看, PMI指数呈现“升一降一”的窄幅波动, 全年中枢约为51.6%。降库存和高价格成为制造业的年度关键词, 考验企业管理运营能力: 生产经营活动的合理化安排, 高波动的订单需求并没有对生产造成极大的干扰, 综合来看制造业仍是处于降库存消化积压订单的阶段。与此同时, 2017年此起彼伏的价格上涨也对于制造业价格指数造成了极大的影响, 主要原材料购进价格指数连续多期在60%左右, 出厂价格虽也有所抬升, 但幅度和持续性远不及原材料端。尤其是下半年叠加环保限产, 原材料价格持续走高, 两者的价格指数差基本保持

在6pct以上。在这样的情况下，管理运营能力相对较优的大型企业也就有了比较优势。

非制造业景气度不减，业务活动预期不低：与制造业类似，2017年非制造业商务活动指数也呈现出“升一降一”的波动，但景气度中枢维持在54.6%附近，远高于制造业的表现。与此同时，业务活动预期指数虽然也出现了频繁的波动，整体维持在60%以上。综合来看，非制造业的稳健向好态势更为明确，再细分建筑业和服务业则各有特色。

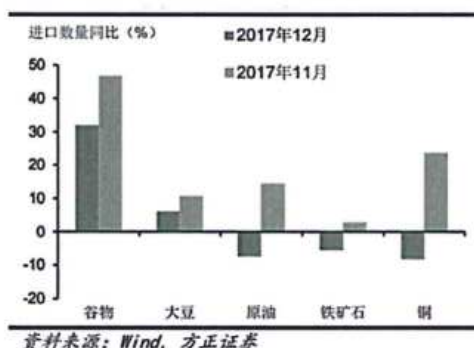
5. 出口稳健增长

2017年12月中国出口同比增速10.9%，略高于预期10.8%，进口同比增速4.5%，远低于预期15.1%；贸易顺差546.85亿美元，远超预期370亿和前值402.1亿。全年出口和进口增速分别为7.9%和15.9%，均为2015年来首次转正。

12月中国出口依然保持稳健增长



12月中国主要进口商品数量增速回落



从2017年全年来看，进出口均告别了此前连续两年的负增长，共同反映出2017年中国经济和全球经济的同步复苏。

6. 金融数据全面回落

12月，M2货币供应同比8.2%，预期9.2%，前值9.1%。社会融资规模11400亿，预期15000亿，前值由16000亿修正为15982亿。新增人民币贷款5844亿，预期10000亿，前值11200亿。

12月末，M2余额167.68万亿元，同比增长8.2%，增速分别比上月末和上年同期低0.9个和3.1个百分点；狭义货币(M1)余额54.38万亿元，同比增长11.8%，增速分别比上月末和上年同期低0.9个和9.6个百分点；流通中货币(M0)余

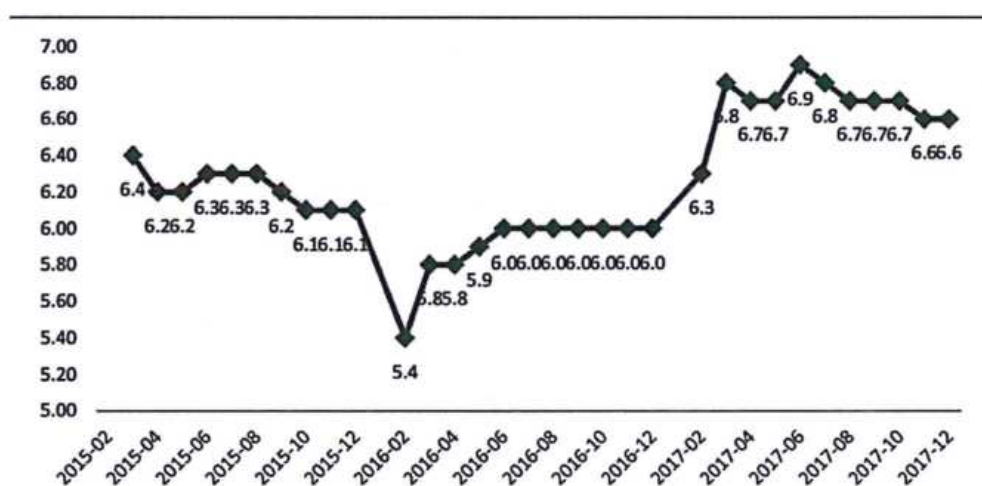
额7.06万亿元,同比增长3.4%。全年净投放现金 2342 亿元。

2017 年社会融资规模存量为 174.64 万亿元,同比增长 12%。其中,对实体经济发放的人民币贷款余额为 119.03 万亿元,同比增长 13.2%;对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.48万亿元,同比下降5.8%;委托贷款余额为 13.97万亿元,同比增长5.9%;信托贷款余额为 8.53 万亿元,同比增长 35.9%;未贴现的银行承兑汇票余额为 4.44 万亿元,同比增长 13.7%;企业债券余额为 18.37 万亿元,同比增长 2.5%;非金融企业境内股票余额为 6.65 万亿元,同比增长 15.1%。

7. 工业规模加大

2017年,全国规模以上工业增加值比上年实际增长6.6%,增速比上年加快0.6个百分点,创新2014年以来新高。12月份,规模以上工业增加值同比增长6.2%,环比增长0.52%。随着冬季的全面来临,对电力、热力、燃气的需求大增,公用事业同比增长8.2%,是拉动工业增加值的主要因素。

工业增加值累计同比增速 (%)



总的来说2017 年经济平稳收官,预计 2018 年稳中有降。四季度 GDP 同比 6.8%,经济平稳收官,全年 GDP 同比 6.9%,比去年提升 0.2个百分点。三大需求中外贸超预期是重要原因,而消费和投资仍录得下滑,微观上工业改善、价格维持高位、预期好转等积极因素明显。综合来看,2018年外需持续改善和内需预期的好转仍对经济构成支撑,但高基数效应下预计仍稳中有降,经济虽然边际转

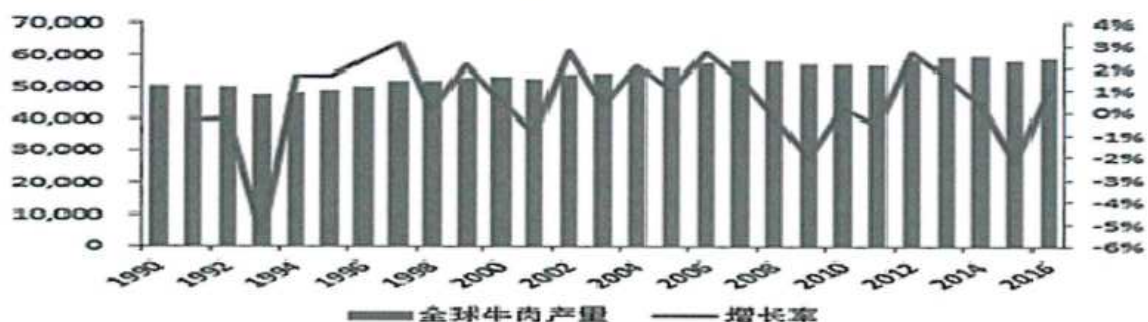
弱但韧性大的特征越来越明显，内生性优化和动力转化，高增长向高质量迈进逐步显现。货币政策由于对经济的容忍度的提升叠加防范化解风险政策的实施难以放松，流动性整体中性趋紧的格局仍将延续；财政政策仍将积极但在政府债务约束加大之下预计更加向扶贫和环保等领域精准发力。

（三）企业所处行业 and 市场需求分析

1. 全球牛肉市场

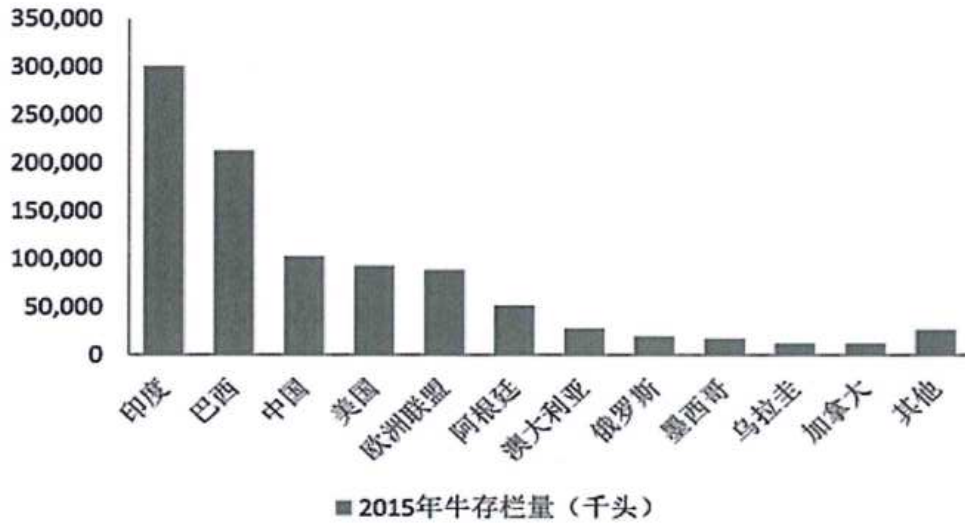
牛是世界上分布最广泛、存栏量最多的大型牲畜之一，且牛肉也是受众群体最大的肉类品种之一。全球牛肉产量从 90 年代开始基本保持稳定，目前产量接近 6000 万吨，1990-2016 年全球牛肉产量复合增长率仅为 0.6%。

全球牛肉产量基本保持稳定（单位：千吨）

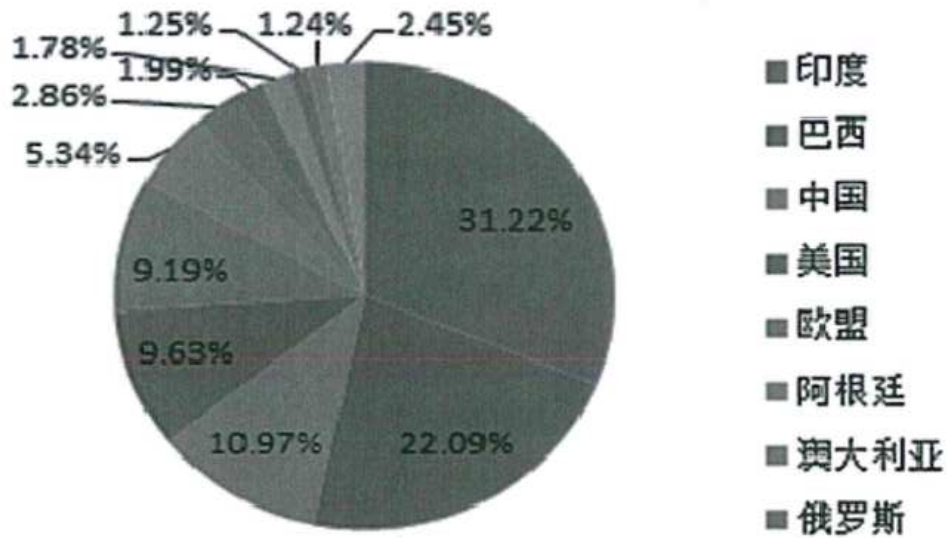


根据美国农业部统计，2015 年全球活牛存栏量接近 10 亿头，活牛存栏量近几年基本保持稳定。活牛存栏主要集中在印度（31%）、巴西（22%）、中国（11%）、美国（9.6%）、欧盟（9.2%）、阿根廷（5.3%）、澳大利亚（2.9%）等国家和地区。

2015 年全球活牛存栏量

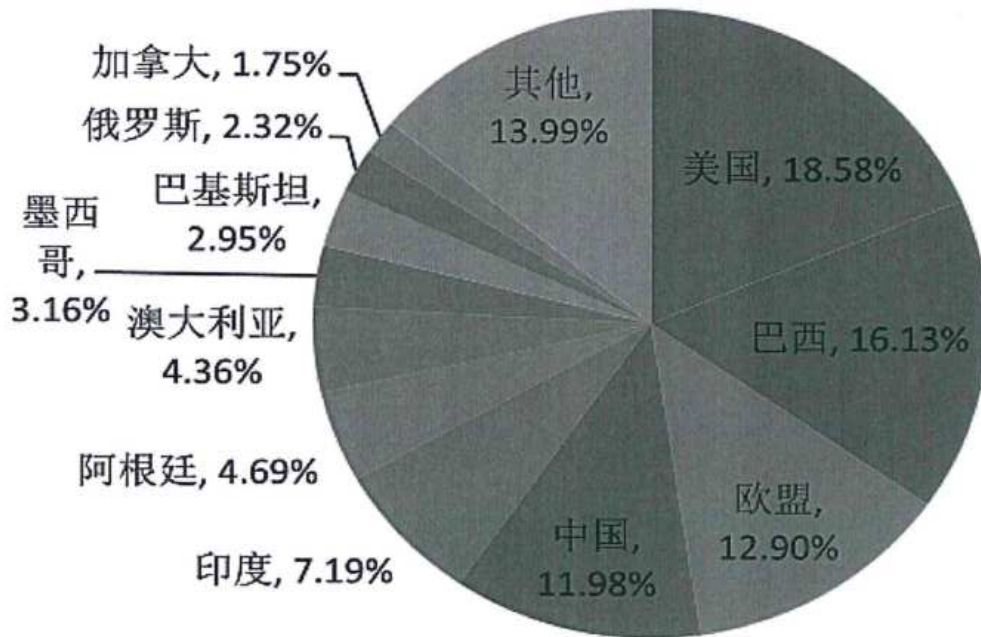


2015 年全球活牛存栏量占比



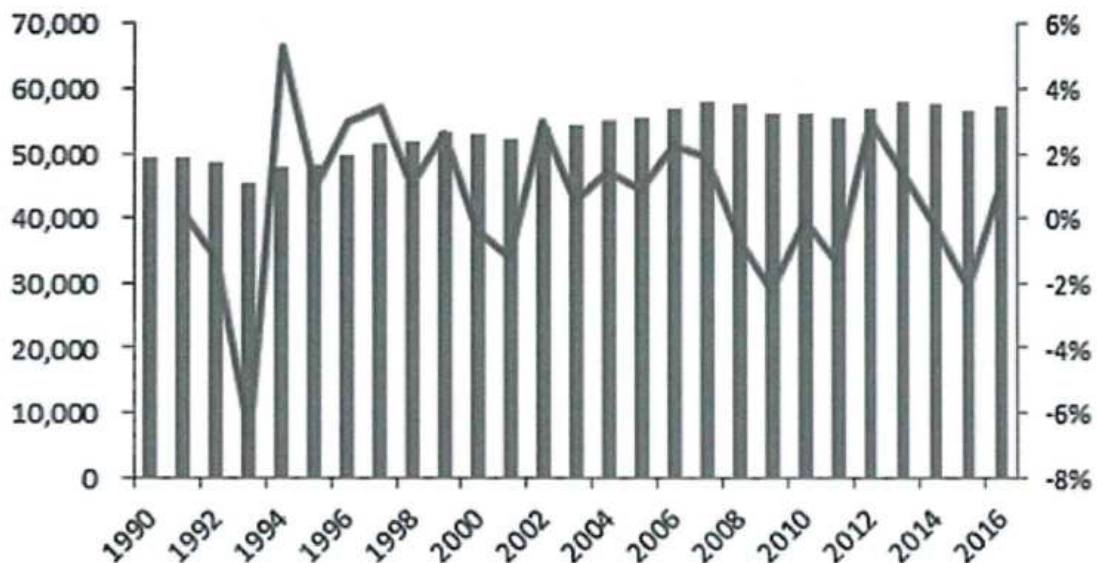
由于牛源分布的集中度较高，牛肉的产量也主要集中在美国、巴西、欧盟、中国等国家，其中美国产量最高，其次为巴西、欧盟、中国等国家。印度由于宗教原因，牛源数量多但屠宰形成的牛肉产量相对不高，仅排名第五。

2015 年各国牛肉及小牛肉产量占全球比重



2015 年全球牛肉消费量达到 5647 万吨，90 年代起全球牛肉消费也基本保持稳定，1990-2016 年年复合增长率为 0.57%，基本和牛肉产量保持一致，全球牛肉供需保持平衡。

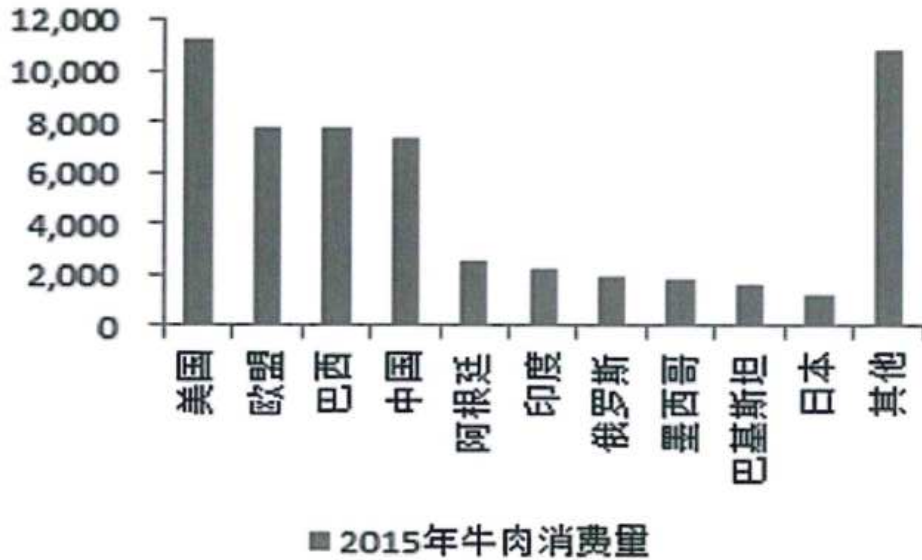
全球牛肉消费量基本保持稳定（单位：千吨）



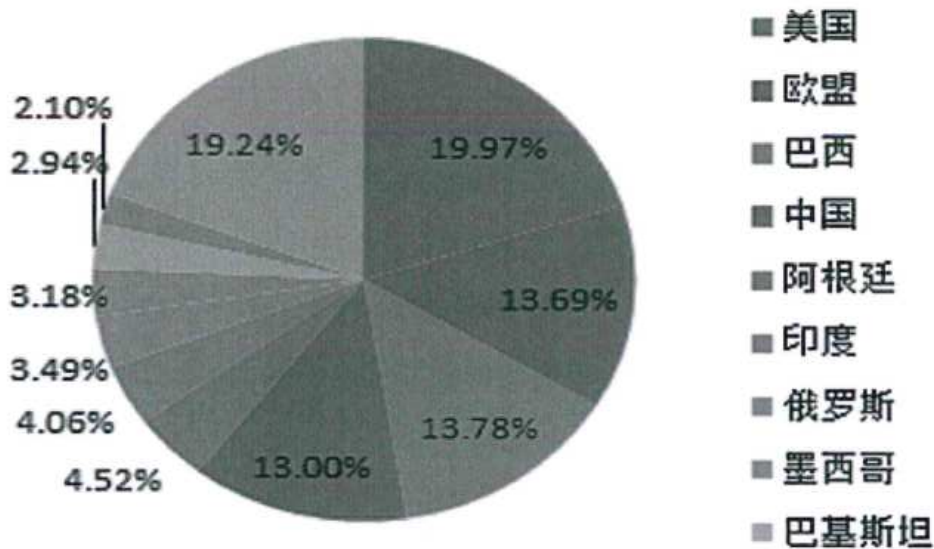
欧美国家由于其传统的牛肉食用习惯，具有较高的消费占比，美国、欧盟排

名前 2 位。而中国作为传统猪肉消费大国，牛肉消费由于价格较高受众相对较少，中国消费总量在全球中占比位居第四。

2015 年各国牛肉消费量（单位：千吨）



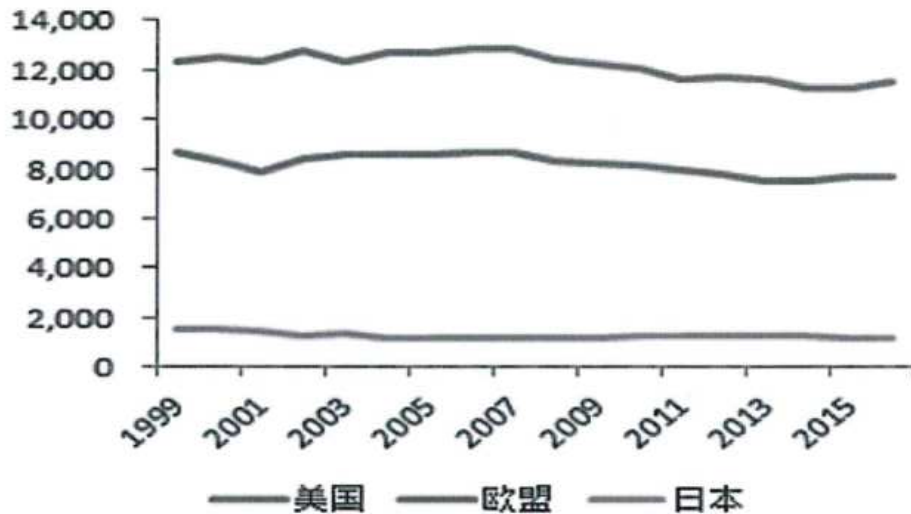
2015 年各国牛肉消费量占比



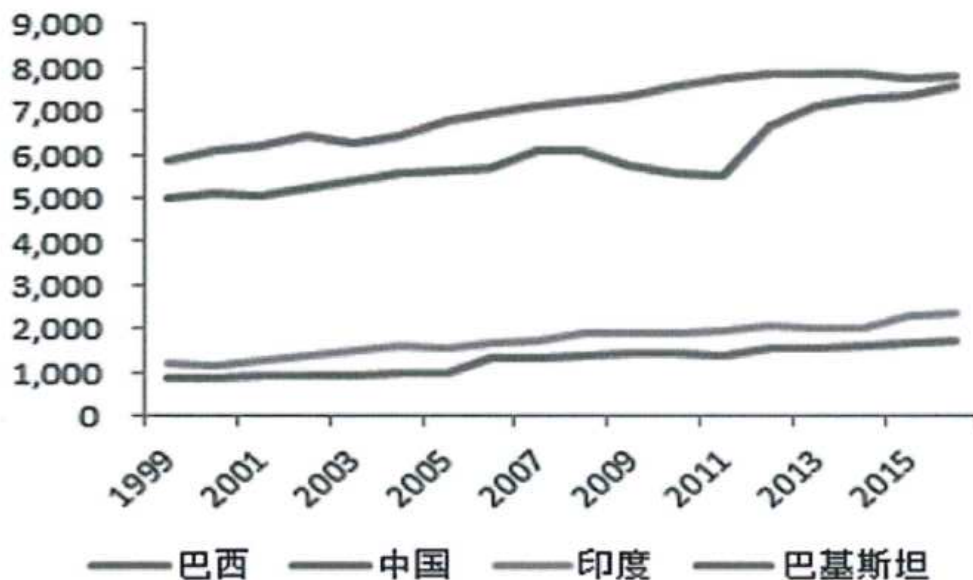
从各国牛肉消费量来看，美国、欧盟、日本等发达国家消费量平稳下行，占总消费量的比例分别由1999 年的 23%、16%、2.8%下降到 2016 年的 21.7%、14.5%、2.2%。随人均收入上升及肉类消费结构升级，巴西、中国、印度、巴基斯

坦等发展中国家消费量逐步上升，占总消费量的比例分别由 11%、9.4%、2.3%、1.6%上升至 2016 年的 14.7%、14.3%、4.4%、3.2%。

发达国家牛肉消费量下降（单位：千吨）

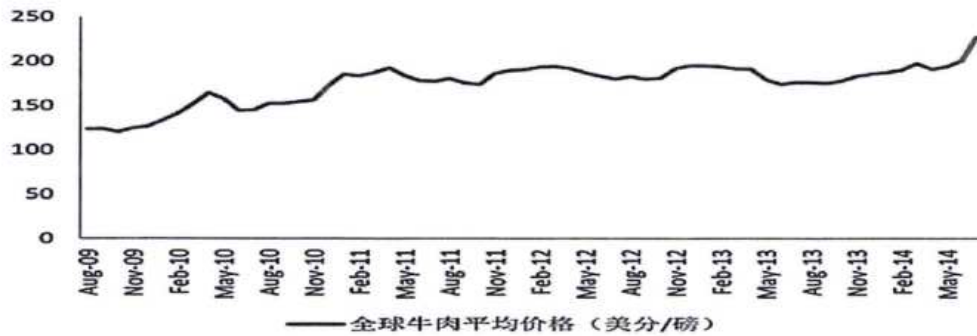


发展中国家牛肉消费量上升（单位：千吨）



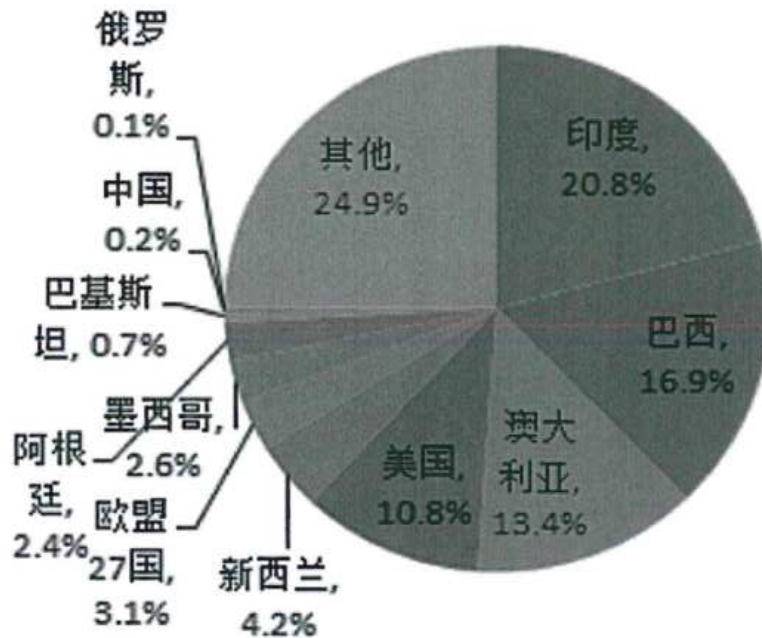
全球牛肉产销率较高，旺盛的需求拉动价格逐步上涨，2009 年之后，牛肉消费由低端向中高端升级。2009-2014 年牛肉价格逐渐震荡上扬，尤其在 2013-2014 年价格上升明显。

2009-2014 年牛肉价格震荡上涨

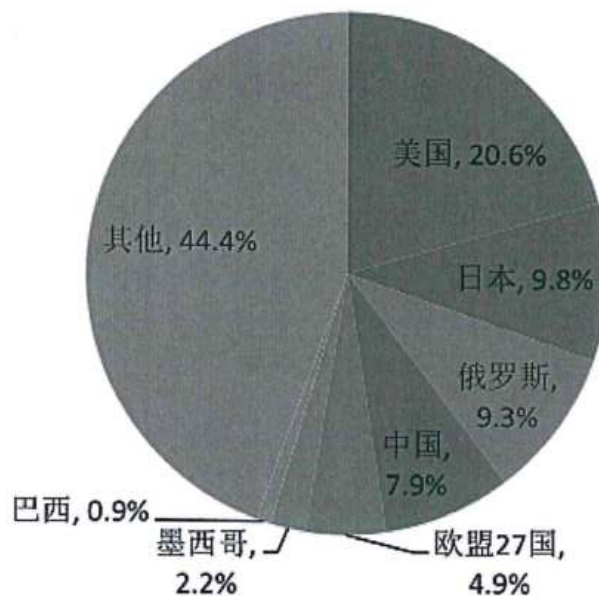


2015 年牛肉出口主要国家为印度、巴西、美国等国家，澳大利亚、新西兰虽然从产量来看不能进去全球前五，却是出口领先的国家。牛肉进口主要国家为美国、日本、俄罗斯、中国等，中国为第四大进口国，对牛肉进口需求较高，且进口量呈快速上升趋势。

2015 年全球牛肉出口占比



2015 年全球牛肉进口占比



2. 2016年乌拉圭行业状况

乌拉圭是南美一个东南边的国家。人口343万人，1.8万生活在首都蒙特维多和其周边地区。大概88%的人口是欧洲移民。人均国内生产总值大约为\$15,000美元并且该国的贫穷率较低（占9.7%的人口）以及社会贫富差距计量数据（基尼指数：42）低于其他拉丁美洲国家。

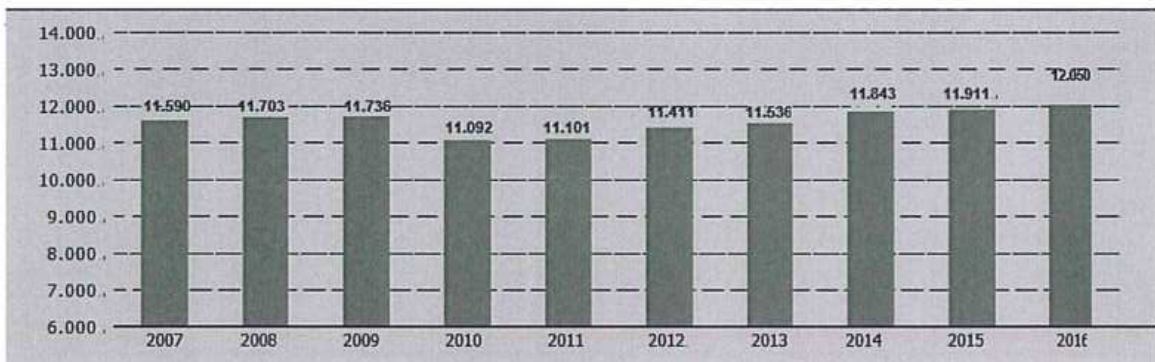
乌拉圭牛羊养殖场占地170万公顷，几乎为国土面积的96%，养牛业是乌拉圭畜牧业的主题，存栏量维持在1200万头，牛存栏量/人口为3.6/1。

牛畜牧业截至2016年6月30日情况如下：

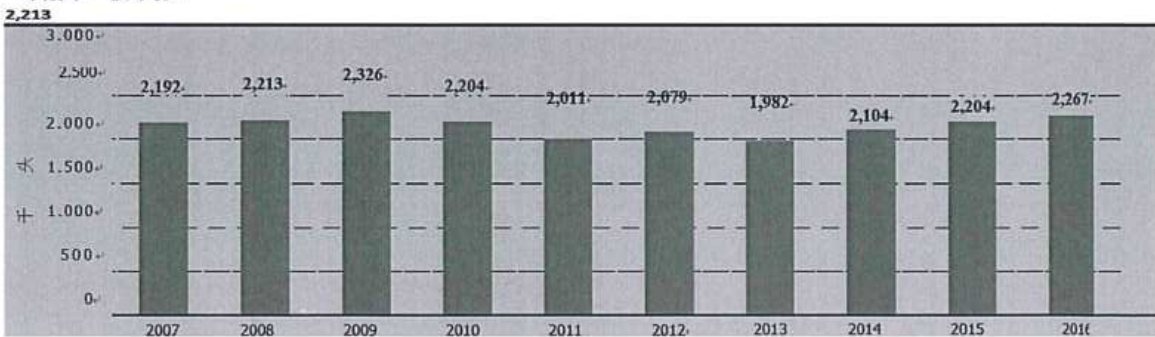
千头

按种类和年龄	2014	%	2015	%	2016	%
公牛 ^{a)}	171 ^{a)}	1.4 ^{a)}	172 ^{a)}	1.4 ^{a)}	179 ^{a)}	1.5 ^{a)}
繁殖用牛 ^{a)}	4,262 ^{a)}	36.0 ^{a)}	4,248 ^{a)}	35.7 ^{a)}	4,233 ^{a)}	35.1 ^{a)}
肥育母牛 ^{a)}	408 ^{a)}	3.4 ^{a)}	432 ^{a)}	3.6 ^{a)}	493 ^{a)}	4.1 ^{a)}
母牛总数 ^{a)}	4,669 ^{a)}	39.4 ^{a)}	4,680 ^{a)}	39.3 ^{a)}	4,726 ^{a)}	39.2 ^{a)}
1-2 年阉割公牛 ^{a)}	1,170 ^{a)}	9.9 ^{a)}	1,174 ^{a)}	9.9 ^{a)}	1,101 ^{a)}	9.1 ^{a)}
2-3 年阉割公牛 ^{a)}	795 ^{a)}	6.7 ^{a)}	821 ^{a)}	6.9 ^{a)}	889 ^{a)}	7.4 ^{a)}
1-3 年阉割公牛总数 ^{a)}	1,967 ^{a)}	16.6 ^{a)}	1,994 ^{a)}	16.7 ^{a)}	1,990 ^{a)}	16.5 ^{a)}
3 年以上阉割公牛 ^{a)}	478 ^{a)}	4.0 ^{a)}	515 ^{a)}	4.3 ^{a)}	578 ^{a)}	4.8 ^{a)}
阉割公牛总数 ^{a)}	2,445 ^{a)}	20.6 ^{a)}	2,509 ^{a)}	21.1 ^{a)}	2,568 ^{a)}	21.3 ^{a)}
1-2 年小母牛 ^{a)}	1,219 ^{a)}	10.3 ^{a)}	1,270 ^{a)}	10.7 ^{a)}	1,297 ^{a)}	10.8 ^{a)}
2 年以上小母牛 ^{a)}	494 ^{a)}	4.2 ^{a)}	527 ^{a)}	4.4 ^{a)}	570 ^{a)}	4.7 ^{a)}
小母牛总数 ^{a)}	1,714 ^{a)}	14.5 ^{a)}	1,798 ^{a)}	15.1 ^{a)}	1,867 ^{a)}	15.5 ^{a)}
小牛 ^{a)}	2,844 ^{a)}	24.0 ^{a)}	2,753 ^{a)}	23.1 ^{a)}	2,711 ^{a)}	22.5 ^{a)}
总数	11,843	100.0	11,911	100.0	12,050	100.0

 资料来源：MGAP - DICOSE^{a)}

 牛家畜 - 截至 6 月 30 日/ 2007 - 2016^{a)}

 资料来源：MGAP - DICOSE^{a)}

牛屠宰截至2016年6月30日情况如下：

 牛屠宰 - 按年份^{a)}


牛屠宰 - 按屠宰场

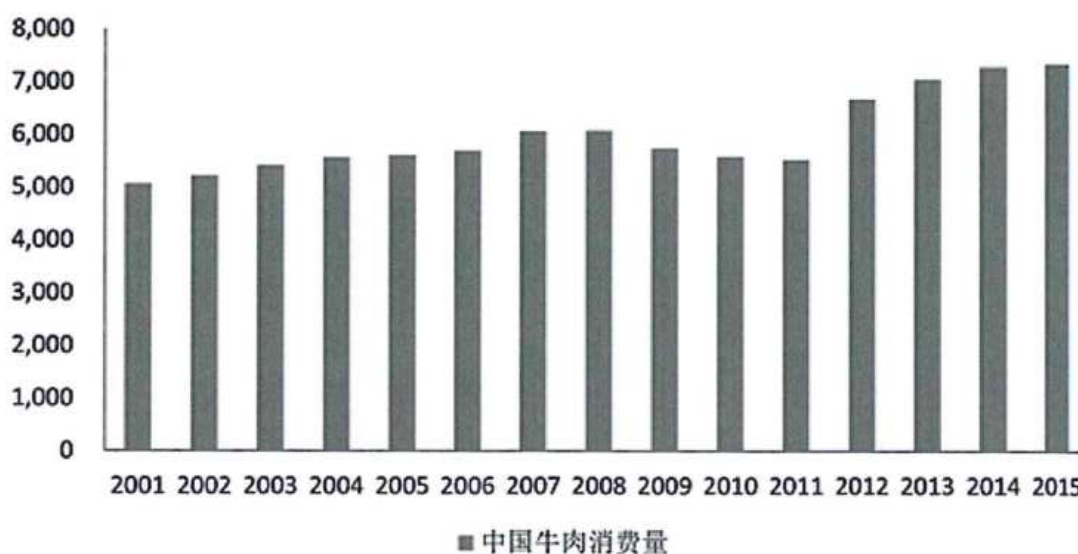
屠宰场	阉割公牛	母牛	小牛	未阉割公牛	总数
BREEDERS PACKERS URUGUAY 股份公司	102.306	75.621	6	1.377	179.310
PULSA 股份公司	82.644	80.273	1	1.421	164.339
FRIGORIFICO TACUAREMBO 股份公司	85.059	76.998	17	1.928	164.002
FRIGORIFICO LAS PIEDRAS 股份公司	104.554	39.287	102	517	144.460
FRIGORIFICO CANELONES 股份公司	56.083	79.273	84	2.376	137.816
FRIGORIFICO SAN JACINTO-NIREA 股份公司	63.690	65.604	5	1.362	130.661
ESTABLECIMIENTOS COLONIA 股份公司	54.396	60.340	138	1.332	116.206
ONTILCOR 股份公司 (FRIG. MATADERO PANDO)	62.667	46.655	563	1.406	111.291
FRIGORIFICO CARRASCO 股份公司	55.412	52.584	1	398	108.395
CLEDINOR 股份公司	56.583	45.972	6	1.479	104.040
INALER 股份公司	60.975	41.454	2	792	103.223
FRIGORIFICO CASABLANCA 股份公司	20.050	57.256	365	515	78.186
BILACOR 股份公司	52.527	23.920	4	523	76.974
CHIADEL 股份公司	49.519	26.408	12	421	76.360
ERSINAL 股份公司	47.566	24.356	445	1.068	73.435
LORSINAL 股份公司	45.002	27.610	352	453	73.417
COPAYAN 股份公司	10.432	51.452	325	544	62.753
RONDATTEL 股份公司	13.108	47.518	12	1.310	61.948

注：数据来源乌拉圭牛业统计年鉴

3. 2016中国牛肉行业市场现状及发展前景预测

2015年我国牛肉消费量达到 735 万吨。由于走私牛肉猖獗，我国牛肉消费实际增长率预计在 10% 以上。

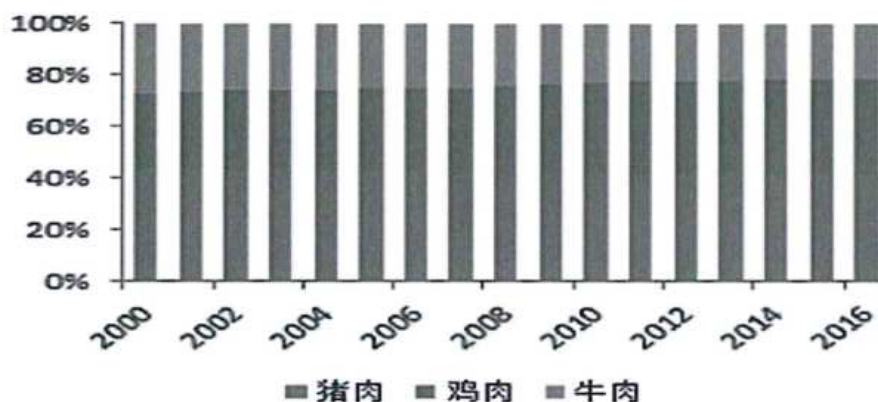
中国牛肉消费需求旺盛（单位：千吨）



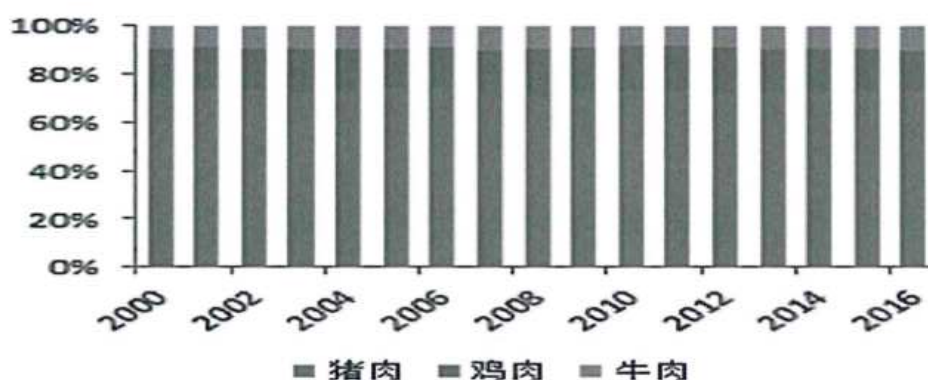
我国牛肉占肉类消费比例仅为世界的 1/2。从全世界来看，牛肉占猪鸡牛肉

的比例在持续下降，从2000 年的 27%下降到 2016 年的不到 22%，这个可能主要与牛肉本身供给偏紧相关。我国目前肉类消费主要是猪肉，牛肉占猪鸡牛肉的比例仅为 10%，占比仅为世界水平的 1/2 不到。

世界牛肉占肉类消费比例

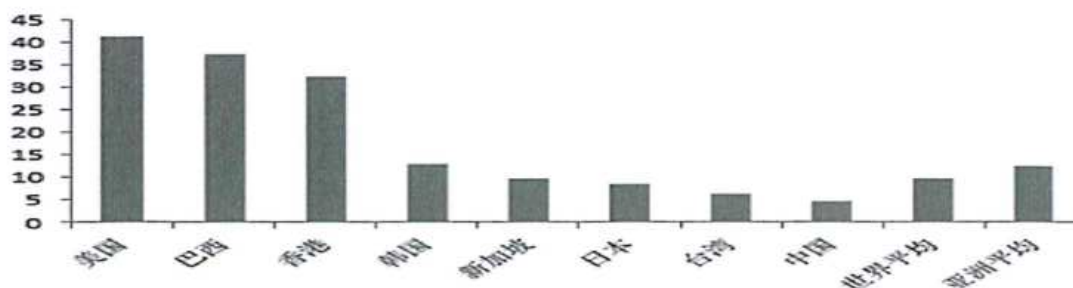


我国牛肉占肉类消费比例



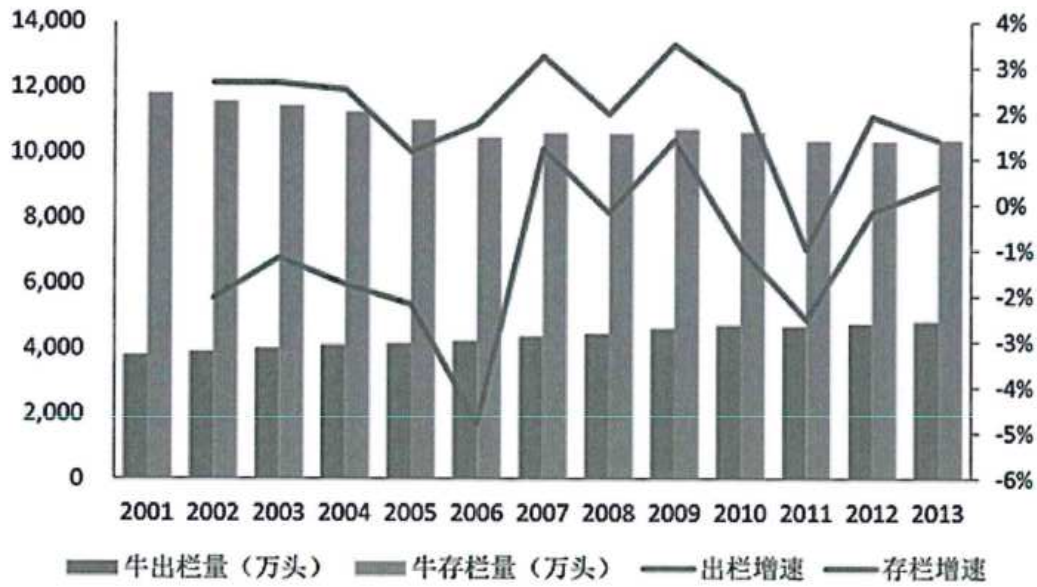
我国牛肉人均消费量约 5kg，仅为世界均值的 1/2，亚洲均值的 40%，我国牛肉有较大的发展空间。假设我国牛肉人均消费达到世界均值 10kg，则总消费量接近 1500万吨，以每公斤 60 元计算，则未来我国牛肉消费市场有望达到 9000 亿元。

国内牛肉人均消费量仅为世界均值的 1/2 (2013年牛肉人均消费量 (kg))



近年来，我国活牛存栏量呈下降趋势，活牛出栏量缓慢上升，这主要因为出栏率的提高。目前我国活牛出栏率已超过 46%，而国际合理水平仅为 28%。出栏率提高虽然短期内小幅增加牛肉供给量，但长期则加速我国活牛存栏量的下降，损害牛肉产业发展根基——牛源，牛肉后续供给潜力不足。

我国牛存栏量有所下降，出栏量缓慢上升

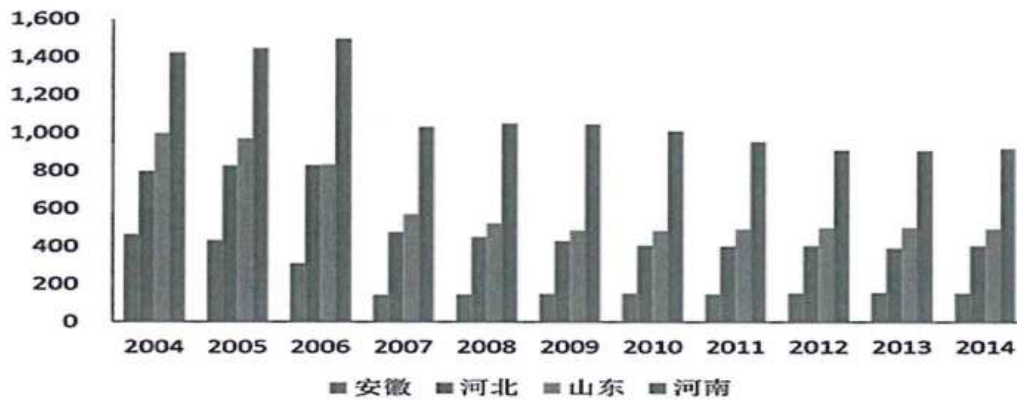


我国肉牛饲养由西北牧区向农业经济优势区域转移，已形成东北、中原、西北、西南四个肉牛产业带。2013 年四大肉牛优势产区存栏量占全国肉牛存栏量的 73.55%，其牛肉产量占全国牛肉产量的 84.5%。目前，我国肉牛主产区的活牛存栏量也下滑严重。

2013 年我国肉牛四大优势产区的生产情况

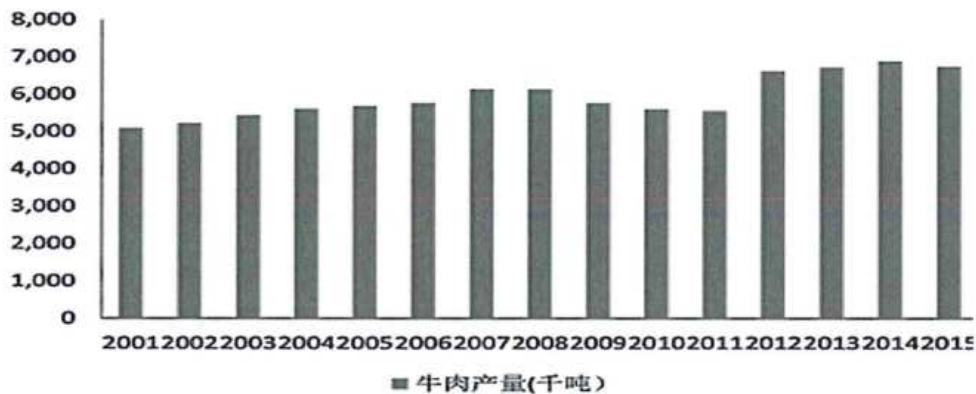
产区	包括省份	存栏占比 (%)	牛肉产量占比 (%)
中原	山东、河南、河北、安徽	18.79%	32.52%
东北	吉林、黑龙江、辽宁、内蒙古	18.40%	26.71%
西南	四川、云南、贵州、重庆、广西	26.33%	14.70%
西北	新疆、甘肃、陕西、宁夏	10.04%	10.57%

山东、河北、安徽和河南等国内肉牛主产区存栏量下滑（单位：千头）

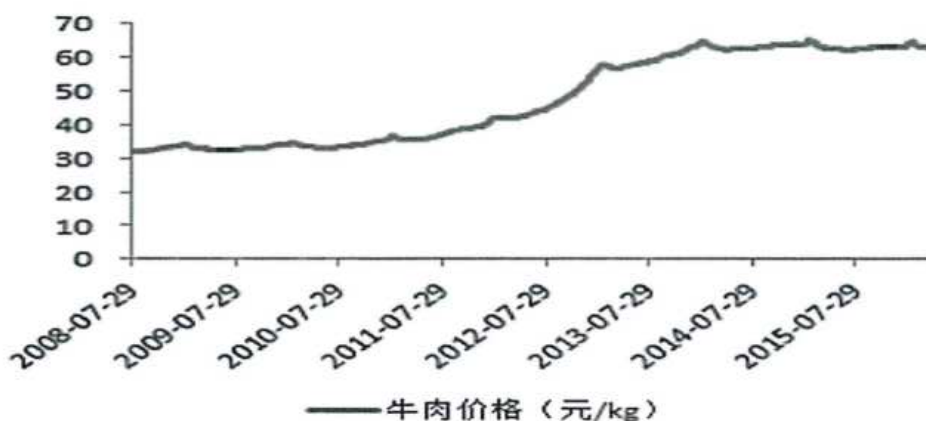


近几年我国牛肉产量基本保持稳定，基本在 670 万吨左右，难以满足快速增长的牛肉需要。2014年，我国牛肉产量占国内肉类产量的比例达到 8%。我国牛肉的供不应求导致牛肉价格快速飙升，价格从 2010 年 30 多元/公斤上升到目前的 60 多元/公斤，牛肉价格几乎翻倍。

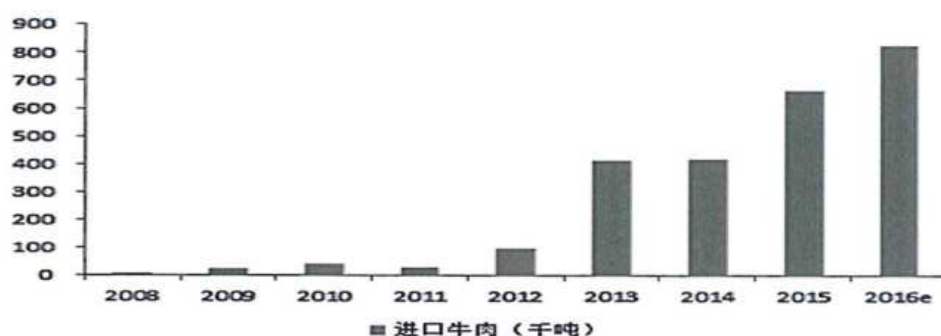
我国牛肉产量基本稳定（单位：千吨）



我国牛肉价格快速上升（单位：元/kg）

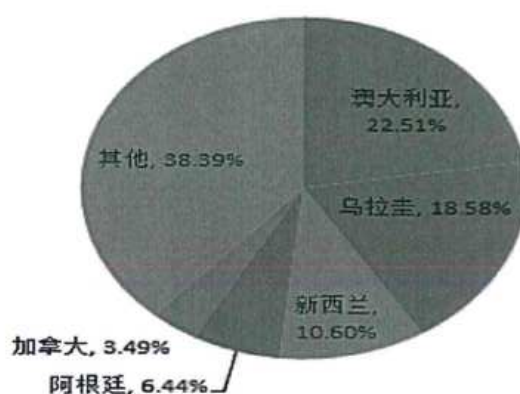


我国进口牛肉快速增长（单位：千吨）

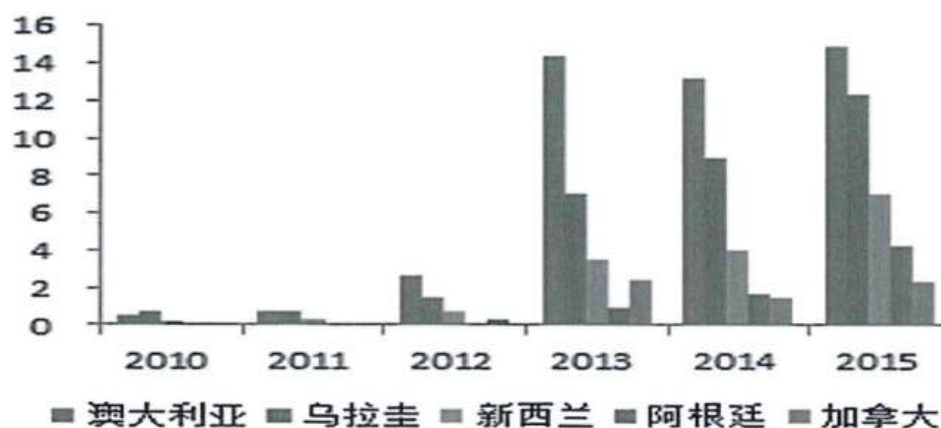


目前我国允许从澳大利亚、新西兰、加拿大、乌拉圭、阿根廷、哥斯达黎加、智利、墨西哥、匈牙利、巴西等国家进口牛肉。2015 年澳大利亚仍是我国牛肉进口量最大的国家，但是占比已从之前的 40%-50%下降到去年底的 23%；其次分别为乌拉圭、新西兰等。

我国进口牛肉量国家占比



我国从各国进口牛肉量（单位：万吨）

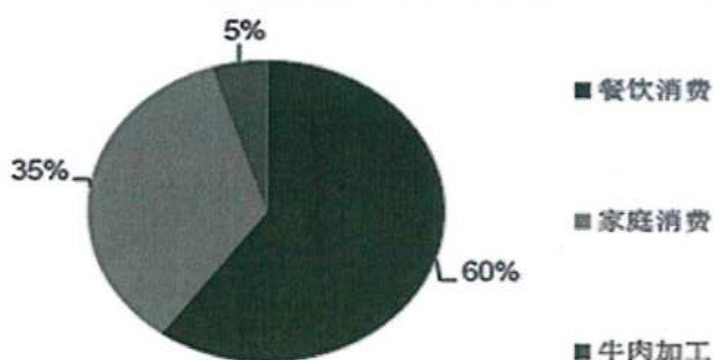


注：数据来源中国产业信息网

4. 2016年中国牛肉需求分析

我国居民长久以来呈现“重猪肉、轻牛羊”的饮食结构，消费者更倾向于购买食用猪肉补充动物性蛋白。2014年，中国肉类及其制品国内居民消费4772万吨左右，较2013年增长7%，其中牛肉消费729.7万吨，占我国肉类总消费的15%左右；2014年，中国国内肉类及其制品人均消费量为34.89千克，其中牛肉人均消费量仅为4千克。

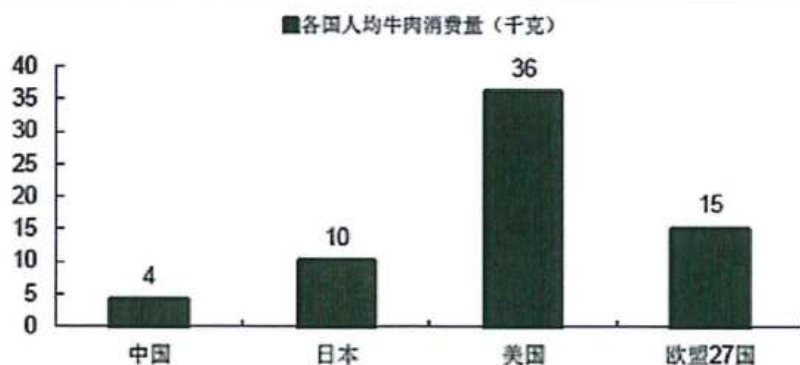
餐饮消费是牛肉消费的主渠道



资料来源：美国农业部 安信证券研究中心

中国居民牛肉消费低于欧美发达国家及部分东亚国家，2014年中国牛肉人均消费4千克，仅为日本的40%，美国的11.1%。

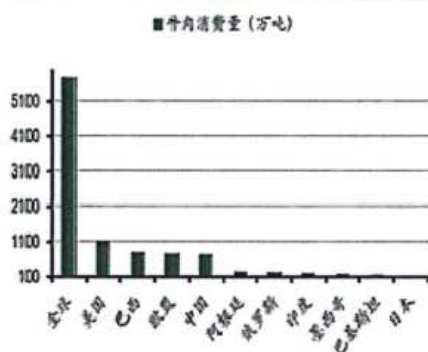
中国人均牛肉消费量偏低



资料来源：美国农业部 安信证券研究中心

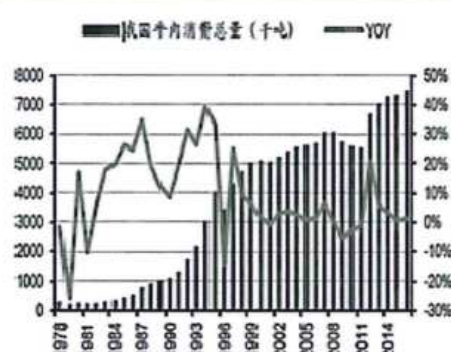
我国是全球第三大牛肉消费国，仅次于美国、巴西。随着中国居民收入的增加、生活水平提高，牛肉的消费量呈现增长的趋势。特别是中国城镇化带来了城乡人口二元结构的调整，城市常住人口的膨胀带来牛肉高档肉消费的增加，2014年，中国城镇化水平高达54.8%。预估到2020年，中国城镇化水平将突破60%。2010年中国城镇消费者人均牛肉消费是农村的4.02倍，高于同期猪肉的1.44倍。西餐文化在我国饮食习惯中的渗透，各个地区消费牛肉的群体也逐渐扩大，此外，我国目前约有2000多万穆斯林少数民族，这些人群属于牛羊肉的刚性消费群体。因此，我国牛肉总体的消费需求增长较快。2000年，我国牛肉消费总量约510.2万吨，到2014年，我国牛肉消费总量增长至729.8万吨，复合增长率为3%，在2012年以来保持年均4.5%的增长率增长。

2014年全球主要国家牛肉消费量(万吨)



资料来源:美国农业部 安信证券研究中心

我国牛肉消费总量(千吨)



资料来源:美国农业部 安信证券研究中心

5. 欧美对乌拉圭牛肉的需求

乌拉圭地处南美温带气候带的南部，一年四季上千万头的牛羊肉在绿草幽幽的潘帕斯草原上自由自在地吃草。整个地域风景如画，以优美的自然风光和安定的社会环境，被誉为“南美瑞士”。

乌拉圭牧草资源十分丰富，政府及行业机构每年都投入大量资金保护牧场。乌拉圭无污染的土壤和水源、充足的阳光照射，形成了广阔而肥美的大草原，牛羊都可自行觅食。

近年来，一些养牛发达国家通过推行一系列的饲料加工技术，提高了养牛业的经济利益，而乌拉圭依然保持着科学的管理和天然牧草饲料相结合的模式。在

新出生的小牛饲料中也不使用任何的抗生素、激素和其他动物蛋白，在国际上树立了自己的“无污染”的牛羊肉品牌。

每一头肉牛在6月龄前，都需要在牛耳上打孔插入耳标，耳标同时包含着射频身份识别码，记录这牛肉的出生、成长、血缘关系、牧场及去向信息。乌拉圭肉类协会(INAC)开发了一套完整的可追溯系统，系统收集了肉牛的身份码信息、屠宰加工信息、成品信息、运输信息，这一系列完整的信息称为肉类工业电子信息系统(SEIIC)。

乌拉圭农业部(GMAP)对全国牛肉加工厂实行屠宰许可证制度，只对完整信息记录的加工厂发放许可证书，对合格的出口牛肉加工厂发放原产地证书，阻止了劣质肉品进入流通市场。

由于欧洲对乌拉圭牛肉的认可，欧洲成为乌拉圭牛肉最主要的出口国家。

(四) 企业竞争优势分析

1. 地域优势：乌拉圭经济和财政部长达尼洛·阿斯托里介绍，当前，在全世界增长乏力的背景下，乌拉圭实现了稳定的经济发展，在2007-2016年的时间内，实现了年均国内生产总值4.2%的增长，在拉美地区仅次于秘鲁。过去的10年间，乌拉圭外商直接投资占GDP的比重达到5.3%，利润再投资比重达到61%，在拉美地区仅次于墨西哥。

阿斯托里表示，乌拉圭具有良好的商业环境和战略优势。首先，乌拉圭经济增长持续稳定，坚持可持续发展战略，政府扮演的是一个支持者的角色，为经济增长提供良好稳定的环境。其次，乌拉圭的政治环境非常开放，一直鼓励企业打开眼界“走出去”，号召全民参与到经济贸易的发展中，特别是加强与中国的合作。

“在乌拉圭经营的外国公司，主要来自于南美洲和欧洲，为乌拉圭的贸易发展带来了机遇。在过去的20年中，贸易投资给乌拉圭带来了巨大的机会，但最重要的是带来了资金。在吸引外资方面，乌拉圭是超过其他南美国家的。目前，中国是我们在亚洲最主要的商品出口目的地。”此外，阿斯托里介绍，乌拉圭目前已经实现了90%的光纤入户，拥有全拉丁美洲最高的互联网普及率，互联网下载速度也是拉美地区最快。

巴斯克斯总统表示，乌拉圭占据了良好的地理位置，是企业通往拉美地区的门户。“乌拉圭地理位置优势显著，制度和政治非常稳定，人力资源的素质很高。同时乌拉圭也是一个门户，可以通往拉美地区的巨大市场，满足2.5亿人的需求。”他说。

2. 基建、第三产业藏商机

世界物联网大会执行主席何绪明接受《中国对外贸易》杂志记者专访时表示，乌拉圭具有良好的、透明的法律法规保障体系，全免税优势，地处南美重要的门户要地的地理优势。目前，乌拉圭正在积极推动基础设施建设的发展，涵盖能源、公路、通信、铁路、港口、物流及农业等各个领域，将更加有利于乌拉圭当地新经济产业的快速发展，进一步加强了乌拉圭与中国的贸易关系，拓宽了彼此的合作领域。

巴斯克斯总统表示，中乌两国经济互补性强，双方在农业、基础设施建设等领域合作空间广阔。为了确保乌拉圭经济的增长和市场的可持续性，要先推动基础设施投资计划，涵盖包括能源、道路、通信、铁路、港口、社会住房等各个领域。为了促进基础设施建设的发展，乌拉圭已经投入了12.37亿元，其中1/3将通过公私合营的模式来实现，其余的2/3可以采用其他的形式。“目前，乌拉圭非常需要外国投资者帮助我们进行基础设施建设，改善目前的基础设施状况，进行基础设施的升级。我们把基础设施建设设定为未来政府努力的目标，希望与中国企业有更多的合作。”

近年来，乌拉圭一直在进行生产结构的调整，实行多元化的产业结构政策。阿斯托里表示，乌拉圭的第三产业非常具有活力，并且一直在增长，给予了使经济结构更加多元化的机会，物流、旅游业、交通运输业都为整个经济的发展带来了巨大的活力。他认为，这些得益于乌拉圭长期以来重视技术的发展，重视人民教育程度以及培训业的发展。因此，乌拉圭在服务业领域的出口量是非常大的，第三产业为GDP增长的结构调整作出了很大贡献。

此外，阿斯托里表示，乌拉圭的税收政策对于外商投资者非常友好。“我们针对外商投资有100%的退税政策，在其他的贸易标准上也提供了很多优惠政策，免收增值税、进口税和财产税，这三种税收是投资者最关心的。除了免税之外还

对产品出口按照离岸价值的百分比进行退税。

3. 市场渠道优势：公司目前取得的出口资质包含：中国、美国、欧盟、俄罗斯、以色列等牛肉消耗大国，并且目前除日本的出口资质正在办理中，基本上大部分牛肉消耗大国均可以进行出口。乌拉圭目前得以将产品出口到超过 101 个国家，其多元化的战略被证明成功地最大限度地提高了牛肉的价值。

中国的牛肉需求量预期将从 2014 年的 700 万吨增长至 2018 年 850 万吨。荷兰拉博银行（Rabobank）预计进口量的年均增长率将保持在 10-15%的水平（拉博银行 2014 年报告）。中国牛肉进口量剧增（单位：千吨）零售价格变化（2000-2014 年）在供应方面，全球牛和饲料产量的中长期增长取决于两个基本的驱动因素：更多可利用的土地和生产力的增长。很多发达地区，比如欧盟、日本和韩国，在可供利用的土地和水方面都面临严峻挑战。此外，亚洲人口的不断增长现在和将来都成为扩大牛和饲料产量的制约因素

4. 区位优势：乌拉圭处于南美回归线上，盛产葡萄美酒、紫水晶和牛羊肉，乌拉圭的牛养殖和牛肉业在其建国之前就已经发展起来，在过去 100 年间成为推动经济和社会发展的主要动力之一。经过一个多世纪的发展和增长，通过采用经过良好改良的英国牛种、遗传改良、高产量的牧种、放牧管理以及现代化的工业流程，使牛养殖业一直处于工业生产力的前沿。

通过这些努力，牛养殖业的成本竞争力已在全球处于领先地位，同时该国的温和气候也使常年放牧成为可能。凭借相对密集的牛养殖区、平坦的地形以及发展非常完善的卡车运输网络，乌拉圭的运输费用也非常低。

5. 政策优势：乌拉圭政府对出口采取增值税不征不退、消费税减免等政策，并且鼓励外国进行投资。

乌拉圭是实行总统制的民主共和国。总统通过全国选举直接产生，任期五年，不得连任。如果在选举中没有任何总统候选人获得 51%的绝对多数票，获得选票数在前二位的候选人将进行第二轮竞选。该国划分为 19 个地区或州，地方长官均通过选举产生。

乌拉圭政府实施行政、立法和司法三权分立的制度。行政部门由总统及其内阁部长负责。立法部门包括由 31 名成员组成的参议院和由 99 名成员组成的众

议院。司法部门由最高法院领导。这三个部门均按照宪法授予的职责独立行使权力。

乌拉圭的所有主要政党都支持经济改革和自由贸易。该国有三个主要政党/政治联盟，但是没有一个政党占据压倒性优势，自 1990 年以来这三个政党都至少有过一次执政经历。政党之间的共识度很高，因此公众对于公共机关和政府机关的信任度一直远远高于该地区的其他国家。各个政党的概况如下：

红党（Colorado）：传统上代表农村地区和工人阶级。二十世纪九十年代，该党开始逐渐支持小政府和减少国家管制。

国民党（Blanco）：主要受农村选民支持的政党，通常被认为是该国最保守的政党，坚定支持企业自由。

进步联盟-广泛阵线（EP-FA）：支持有限自由贸易和私营企业的左派联盟，但是倾向于实施所得税，作为重新分配财富和增加社会消费的手段。来自进步联盟-广泛阵线的塔瓦雷·巴斯克斯（Tabare Vazquez）在 2015 年赢得总统竞选，并于 2015 年 3 月 1 日就任总统。进步联盟-广泛阵线自 2004 年以来一直在该国执政，尽管属于左派联盟，其经济政策已变成鼓励商业和外国投资的实用型经济政策。

（五）收益法估值预测及估算过程

对乌拉圭公司未来财务数据预测，根据公司主要市场对公司产品的需求状况、公司所属行业的现状与前景、公司的发展趋势，分析了企业面临的优势与风险，尤其是所面临的市场环境和未来的发展前景及潜力，并参考企业编制的未来发展规划，经过综合分析确定的。

1. 企业未来自由现金流量的预测

（1）主营业务收入预测

截止评估基准日公司的产品主要是内销和中国销售，2016 年中国销售占销售额的 75.60%，2017 年中国销售占销售额的 73.33%。

目前乌拉圭公司的屠宰、排酸、速冻能力、冷藏能力已达到 500 头/天。根据公司的规划，2018 年将投资 200 万美元进行冷藏能力的扩建，计划在 2018 年底完成扩建，扩建后公司生产能力将达到 700 头/天。

根据被评估单位提供的统计数据，每头牛的重量为 475.31 kg，胴体率为 50.22%，出肉率为 73%，牛后部位重量占比为 52%，牛前部位重量占比为 48%，每头牛可售内脏重量占比 4.68%，每头牛肉骨粉重量占比 16.74%，每头牛体脂重量占比 8.65%，每头牛牛皮重量占比 6.72%。

2018 年被评估单位已获得 285 吨美国出口配额，但在现场工作日由于前期和美国客户结算方式未能达成一致，销售数量和时间尚不明确，故在 2018 年对美国 and 欧盟的销售不进行预测。未来公司将根据公司的计划提高对欧美的产品出口，未来公司近四成的牛肉制品将销往欧美，内贸保持在每天 80 头牛和相应内脏等副产品及全部牛皮的销售，其余牛肉产品和内脏等副产品销售到中国。

原有市场产品的销售价格主要根据历史情况确定。欧美市场的产品价格主要参考阿根廷同业公司对欧美市场产品的销售价格确定。

目前销往中国的牛肉单价为 4.74 美元/kg，乌拉圭国内的牛肉单价为 3.01 美元/kg，内脏的平均单价为 2.61 美元/kg，肉骨粉的平均单价为 0.08 美元/kg，体脂的平均单价为 0.16 美元/kg，牛皮的平均单价为 40 美元/kg，欧洲分割品的综合平均单价为 5.80 美元/kg，美国犹太分割品的综合平均单价 6.09 美元/kg。

具体预测数据见下表：

项目名称	未来数据预测（单位：美元）					
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	永续年
中国	96,449,615.58	83,415,883.74	83,415,883.74	83,415,883.74	83,415,883.74	83,415,883.74
内贸	13,222,343.78	13,222,343.78	13,222,343.78	13,222,343.78	13,222,343.78	13,222,343.78
欧洲分割品		12,105,025.10	18,157,537.66	24,210,050.21	30,262,562.76	30,262,562.76
美国犹太分割品		11,732,562.79	17,598,844.19	23,465,125.59	29,331,406.98	29,331,406.98
内脏	6,025,319.51	6,694,799.45	7,364,279.40	8,033,759.34	8,703,239.29	8,703,239.29
肉骨粉	659,770.27	733,078.08	806,385.89	879,693.70	953,001.50	953,001.50
体脂	681,841.44	757,601.60	833,361.76	909,121.92	984,882.08	984,882.08
牛皮	2,237,382.90	2,485,981.00	2,734,579.10	2,983,177.20	3,231,775.30	3,231,775.30
主营业务收入	119,276,273.48	131,147,275.56	144,133,215.52	157,119,155.48	170,105,095.44	170,105,095.44
增长率（%）	108.60%	9.95%	9.90%	9.01%	8.27%	

（2）主营业务成本预测

主营业务成本包括原材料（活牛）、职工薪水和社保、动力、产品包装、折旧、销售税金和其他材料、其他消耗等。

各项目根据2017年的价格（单耗）并考虑一定的增长进行预测。原材料（牛）

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）地址：北京市西城区广内大街6号枫桦豪景A座
电话：010-83557569 传真：010-83543089 E-mail: bfys@ien.com.cn 邮编：100053

的购买单价根据2017年情况和2018年1-2月份收牛情况以及企业为稳定购牛采用市场中间价格进行预测；职工的薪水考虑5%的增长进行预测；社保按照社保占职工薪水的13%进行预测；动力单耗按照年增长率为1%进行预测；包装、其他材料、其他消耗按照年增长率为1%进行预测；其他服务按照其他服务占主营业务收入的比例进行预测，该比例按照年增长率为3%进行预测。税率为0.70%的INAC税金和1%的FIV税金，FIV税金为外销收税，INAC税金为内销收税。

主营业务成本预测见下表：

项目名称	未来数据预测（单位：美元）					
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	永续年
原材料（牛）	82,800,000.00	92,000,000.00	101,200,000.00	110,400,000.00	119,600,000.00	119,600,000.00
薪水	6,087,248.01	6,391,610.41	6,711,190.93	7,046,750.47	7,399,088.00	7,399,088.00
社保	765,671.02	803,954.57	844,152.29	886,359.91	930,677.90	930,677.90
动力	1,184,579.49	1,329,361.43	1,476,920.54	1,627,297.91	1,780,535.13	1,780,535.13
包装	849,869.55	953,742.50	1,059,607.91	1,167,495.26	1,277,434.40	1,277,434.40
其他材料	325,185.88	364,930.82	405,438.14	446,719.11	488,785.16	488,785.16
其他消耗	954,260.41	1,070,892.24	1,189,761.27	1,310,900.60	1,434,343.74	1,434,343.74
折旧	634,922.29	701,588.95	701,588.95	701,588.95	701,588.95	701,588.95
其他服务	6,678,986.71	7,564,026.03	8,562,390.73	9,613,849.68	10,720,690.02	10,720,690.02
税金	1,142,454.52	1,260,418.75	1,389,532.36	1,518,645.96	1,647,759.57	1,647,759.57
主营业务成本	101,423,177.87	112,440,525.68	123,540,583.13	134,719,607.87	145,980,902.88	145,980,902.88
成本/收入（%）	85.0%	85.7%	85.7%	85.7%	85.8%	85.8%

（3）税金及附加预测

税金及附加包括市政税和其他税费，本次评估根据2017年税金及附加占营业收入的占比来预测。据此公司未来年度内的税金及附加预测如下表：

税金及附加预测表

单位：美元

税金及附加	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	永续年
	77,529.58	85,245.73	93,686.59	102,127.45	110,568.31	110,568.31

（4）销售费用预测

销售费用为公司日常销售部门及销售中发生的各项费用支出，包括出口销售费用、国内销售费用和冷藏服务费用。未来主要根据历史上2016年和2017年各费用占相应收入的平均占比进行预测。

销售费用历史数据如下表：

项目名称	近期历史数据（单位：美元）		均值
	2016 年	2017 年	
出口销售费用	1,830,655.00	1,939,849.00	
占外销收入比例	4.11%	4.32%	4.22%
国内销售费用	15,594.00	-	
占内销收入比例	0.11%	0.00%	0.05%
冷藏服务费用	506,461.00	683,221.00	
占收入比例	0.86%	1.20%	1.03%
合 计	2,352,710.00	2,623,070.00	
占收入比例	3.99%	4.59%	

销售费用预测结果如下表：

项目名称	未来数据预测（单位：美元）					
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	永续年
出口销售费用	4,321,264.45	4,811,216.79	5,348,170.29	5,885,123.78	6,422,077.28	6,422,077.28
国内销售费用	9,087.12	9,221.84	9,356.55	9,491.26	9,625.97	9,625.97
冷藏服务费用	1,227,756.95	1,349,949.78	1,483,619.10	1,617,288.42	1,750,957.73	1,750,957.73
合 计	5,558,108.52	6,170,388.40	6,841,145.93	7,511,903.46	8,182,660.99	8,182,660.99
占收入比例	4.66%	4.70%	4.75%	4.78%	4.81%	4.81%

（5）管理费用预测

管理费用为公司日常管理发生的各项费用支出，包括公司管理部门工资薪酬、审计和法律的专业费用、水费、交通费、办公费和资产税等。2017 年管理费用占收入的 6.26%，未来随着对欧美的产品销售，公司的收入将有大幅度的提高，管理费用占收入的比重将有明显的降低。对管理费用中的各项支出主要根据历史数据进行预测。

管理费用历史数据如下表：

项目名称	近期历史数据（单位：美元）	
	2016 年	2017 年
专业服务费	34,957.00	56,853.00
水费	34,947.00	18,544.00
安全费用	41,468.00	48,034.00
其他费用（Lirtix）	15,834.00	19,585.00
工资薪酬	1,561,788.00	1,589,946.00
专业咨询费	582,772.00	731,423.00
折旧与摊销	229,097.36	239,050.45
交通费用	125,298.00	33,619.00
其他办公费用	384,708.00	844,075.00
合 计	3,010,869.36	3,581,129.45

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）地址：北京市西城区广内大街6号枫桦豪景A座
电话：010-83557569 传真：010-83543089 E-mail: bfys@ien.com.cn 邮编：100053

占收入比例	5.10%	6.26%
-------	-------	-------

未来预测中，专业服务费、水费、安全费用、专业咨询费参照 2017 的情况进行预测；其他费用和交通费在 2017 的基础上按照增长率 1%进行预测；工资薪酬在 2017 年的基础上按照增长率 2%进行预测；折旧按照企业折旧政策进行预测。

管理费用预测结果如下表：

项目名称	未来数据预测（单位：美元）					
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	永续年
专业服务费	56,853.00	56,853.00	56,853.00	56,853.00	56,853.00	56,853.00
水费	18,544.00	18,544.00	18,544.00	18,544.00	18,544.00	18,544.00
安全费用	48,034.00	48,034.00	48,034.00	48,034.00	48,034.00	48,034.00
其他费用（Lirtix）	19,780.85	19,978.66	20,178.44	20,380.23	20,584.03	20,584.03
工资薪酬	1,621,744.92	1,654,179.82	1,687,263.42	1,721,008.68	1,755,428.86	1,755,428.86
专业咨询费	731,423.00	731,423.00	731,423.00	731,423.00	731,423.00	731,423.00
折旧与摊销	239,050.45	239,050.45	239,050.45	239,050.45	239,050.45	239,050.45
交通费用	33,955.19	34,294.74	34,637.69	34,984.07	35,333.91	35,333.91
其他办公费用	844,075.00	844,075.00	844,075.00	844,075.00	844,075.00	844,075.00
合 计	3,613,460.41	3,646,432.67	3,680,059.00	3,714,352.43	3,749,326.25	3,749,326.25
占收入比例	3.03%	2.78%	2.55%	2.36%	2.20%	2.20%

（6）财务费用预测

根据企业提供的历史财务费用数据，基准日短期借款余额为745万美元，我们假定2018年及以后年度，公司的短期借款维持745万美元保持不变。借款利率参照目前一年期银行借款基准利率（2.5%）计算，则未来年度的财务费用为18.63万美元。

（7）所得税费用的预测

公司执行的企业所得税税率为25%，未来公司的企业所得税税率采用25%进行预测。

（8）年固定资产折旧及无形资产摊销额的预测

根据公司固定资产计提折旧的方式，评估人员对存量固定资产和无形资产，按照企业现行的折旧年限和摊销年限、已计提折旧和摊销的金额进行了测算。根据公司扩大产能的规划，2018 年公司将投入 200 万美元进行冷库的扩建，未来预测中将根据目前公司固定资产计提折旧的方式进行测算。折旧预测结果如下表：

单位：美元

资产类型	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	永续年
固定资产折旧合计	873,972.74	940,639.40	940,639.40	940,639.40	940,639.40	940,639.40

(9) 追加资本的预测

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下，所需增加的营运资金和超过一年期的长期资本性投入。如经营规模扩大所需的资本性投资（购置固定资产或其他非流动资产），以及所需的新增营运资金及持续经营所必须的资产更新支出等。即本报告所定义的追加资本为：

追加资本=资本性支出+资产更新+营运资金增加额

资产更新=持续经营需要的周期性资产投入

1) 资产更新及资本性支出

本次评估中，在持续经营假设前提下，公司的经营期按无限年期考虑，为了维持公司的正常运转，其固定资产和无形资产达到经济寿命年限和使用年限后将做更新，固定资产的更新和无形资产的购置在企业的存续期以周期的形式不断重复，结合公司资产情况，未来持续经营所需要的更新性投资支出基本与企业正常折旧周期保持一致。未来公司资本性支出主要是扩大产能的房屋扩建，根据公司规划，在 2018 年将支出 200 万美元用于冷库的扩建。资本性支出预测数据见下表：

单位：美元

资产类型	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	永续年
固定资产购建/更新/改造	873,972.74	940,639.40	940,639.40	940,639.40	940,639.40	940,639.40
用于新增生产能力方面的支出	2,000,000.00					
合计	2,873,972.74	940,639.40	940,639.40	940,639.40	940,639.40	940,639.40

2) 营运资金增加额估算

营运资金增加是指公司在不改变当前主营业务条件下，为保持公司的持续经营能力所需的营运资金增加额，如维持正常生产经营所需保持的现金量、产品存货购置所需资金量、客户应付而未付的业务款项等所需的资金以及应付的款项等。

通过测算营运资金占营业收入来预测未来资金的需求情况。经对历史数据的分析和未来经营情况的了解，未来最低现金保有量根据公司的实际情况来确定。

营运资金追加=本年度营运资金需求-上年度营运资金需求

应收账款周转天数：出口到中国是 25%预付款，到岸后确认收入，尾款是到中国口岸后电汇结算，船期约 60 天；出口欧洲是 50%预付款，尾款是到货物上船后确认收入同时结算尾款；出口美国犹太是 100%预付款，故总体应收账款周转天数少于 30 天。本次评估应收账款周转天数保守测算为 30 天。

应付账款：乌拉圭支付养牛户购牛款的账期一般是 7 天到 45 天，视牛只和价格决定。公司惯例是约 40%的购牛款在 7 天内支付，60%的购牛款在 35 天后支付，故总体应付账款周转天数一般不超过 24 天。本次评估应付账款周转天数为 24 天。

存货周转天数：根据公司屠宰排酸能力，一般 7 天装柜出货，分割品按产品囤集装箱，根据各年销往中国、内贸和欧美的销量、船期和收入确认方式计算加权存货周转天数。

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
加权天数	39	31	17	19	17

最低现金保有量：根据公司访谈了解到，公司维持正常经营的最低现金保有量为一个月的付现成本。

营运资金预测数据见下表：

单位：美元

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营运资金占用额	23,136,984.60	22,942,439.16	20,695,591.51	22,991,681.85	24,379,658.34
营运资金追加额	18,187,076.07	-194,545.44	-2,246,847.65	2,296,090.34	1,387,976.49

（10）营业外收入和营业外支出

本次评估考虑到营业外收支发生的内容及金额有较大的不确定性，因此本次评估不对该项目进行预测。

（11）未来年度公司自由现金流的预测

根据上述分析，乌拉圭公司未来年度的经营性自由现金流量如下表所示：

项目名称	未来预测					
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	永续年
营业收入	119,276,273.48	131,147,275.56	144,133,215.52	157,119,155.48	170,105,095.44	170,105,095.44
营业成本	101,423,177.87	112,440,525.68	123,540,583.13	134,719,607.87	145,980,902.88	145,980,902.88
税金及附加	77,529.58	85,245.73	93,686.59	102,127.45	110,568.31	110,568.31
销售费用	5,558,108.52	6,170,388.40	6,841,145.93	7,511,903.46	8,182,660.99	8,182,660.99
管理费用	3,613,460.41	3,646,432.67	3,680,059.00	3,714,352.43	3,749,326.25	3,749,326.25
财务费用	186,250.00	186,250.00	186,250.00	186,250.00	186,250.00	186,250.00
资产减值损失						
投资收益						
营业利润	8,417,747.11	8,618,433.07	9,791,490.87	10,884,914.28	11,895,387.02	11,895,387.02
营业外收入						
营业外支出						
利润总额	8,417,747.11	8,618,433.07	9,791,490.87	10,884,914.28	11,895,387.02	11,895,387.02
所得税	2,094,817.78	2,154,608.27	2,447,872.72	2,721,228.57	2,973,846.76	2,973,846.76
净利润	6,322,929.33	6,463,824.80	7,343,618.15	8,163,685.71	8,921,540.27	8,921,540.27
加：折旧/摊销	873,972.74	940,639.40	940,639.40	940,639.40	940,639.40	940,639.40
加：税后利息支出	139,687.50	139,687.50	139,687.50	139,687.50	139,687.50	139,687.50
毛现金流	7,336,589.57	7,544,151.71	8,423,945.06	9,244,012.61	10,001,867.17	10,001,867.17
减：资本性支出	2,873,972.74	940,639.40	940,639.40	940,639.40	940,639.40	940,639.40
减：营运资金增加额	18,187,076.07	-194,545.44	-2,246,847.65	2,296,090.34	1,387,976.49	
净现金流量	-13,724,459.24	6,798,057.74	9,730,153.30	6,007,282.87	7,673,251.28	9,061,227.77

2. 未来收益年限的估测

本次评估中，被评估单位依法可以永续运营，因此被评估单位采用永续年期作为收益期。但实际操作时分为两个阶段，第一阶段为2018年至2022年12月31日，预测期为5年；第二阶段为2023年1月1日至永续经营期。

3. 折现率

折现率又称期望投资回报率或资产收益率，就是将未来有限期的预期收益换算成现值的比率。

加权资本成本（WACC）计算过程：

WACC（Weighted Average Cost of Capital）代表期望的总投资回报率。它是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

在计算总投资回报率时，第一步需要计算截至评估基准日，股权资金回报率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步，计算加权平均股权回报率和债权回报率。

(1) 股权回报率确定

由于被评估单位不是上市公司，其折现率不能直接计算获得，并且乌拉圭国内股票市场中没有肉类食品加工行业的上市公司。因此本次评估采用选取风险累加法估算被评估企业期望投资回报率。

$$Re = R_f + MRP + RP_{\text{行业}} + RP_s$$

其中：

Re —— 投资回报率

Rf —— 无风险回报率

MRP —— 市场风险超额回报率

RP_{行业} —— 行业风险超额回报率

RP_s —— 企业规模风险超额回报率

1) 无风险回报率Rf的确定

长期国债的收益率经常被用来作为无风险回报率，本次评估选取乌拉圭长期美元国债收益率作为无风险报酬率，经查询，乌拉圭长期美元国债收益率在评估基准日为4.29%（数据来源：Bloomberg）。

2) 市场风险超额回报率MRP

本次评估采用公认的成熟市场（美国市场）的风险溢价进行调整，具体计算过程如下：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家补偿额

①成熟股票市场的选择成熟的股票市场通常是指股票市场是成熟的。即具备理性的投资者和规范的市场规则，股票有足够多的样本，且是充分分散的，同时应该具有足够长的可靠的历史数据。国际资本市场上，对于欧洲股票市场，尽管像德国、意大利和法国等国的经济是成熟的，但它们的股票市场却并不具备这种特征，原因是它们的股票市场通常为少数大公司主导，股市交易并不频繁。通常认为美国是一个成熟的市场而且具备足够长的可靠的历史数据。

成熟股票市场的基本补偿额：根据Damodaran Online在2018年1月的最新研究成果，2017年成熟股票市场的基本补偿额取1928-2017年美国股票与国债的算术平均收益率5.08%。

②国家风险补偿额：根据国际权威评级机构美国穆迪投资服务公司公布的债务评级乌拉圭的债务评级为Baa2，转换为国家风险补偿额为2.19%。

根据上述测算思路和公式，计算确定2017年12月31日市场风险超额回报率MRP为7.27%。

3) 行业风险超额回报率R_{Pi}

行业风险，是指由行业性市场特点、投资特点、开发特点因素造成的不确定性带来的风险。被评估单位属于肉类食品行业，根据《2016valuation Handbook——Guide to Cost of Capital》统计数据，类似行业的风险溢价为-1.81%。因此，本次评估中行业风险超额回报率取值-1.81%。

4) 企业规模风险超额回报率R_{Ps}

在考虑一个单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的特有风险所产生的超额收益。公司的特有风险目前国际上比较多的是考虑公司的规模对投资风险大小的影响公司资产规模小、投资风险就会增加，反之，公司资产规模大，投资风险就会相对减小，企业资产规模与投资风险这种关系已广泛被投资者接受。

在国际上有许多知名的研究机构发表过有关文章详细阐述了公司资产规模与投资回报率之间的关系。如美国的Ibbotson Associate 在其SBBI 每年度研究报告中就有类似的论述，经查询《2016valuation Handbook——Guide to Cost of Capital》，公司的R_{Ps}为2.60%。

5) 股权回报率Re 的确定

根据上述确定的参数，则权益资本成本计算如下：

$$\begin{aligned} Re &= R_f + MRP + R_{Pi} + R_{Ps} \\ &= 4.29\% + 7.27\% + (-1.81\%) + 2.60\% \\ &= 12.35\% \end{aligned}$$

综上，股权收益率取为12.35%

(2) 债权回报率R_d的确定

由于被评估单位采购活牛、销售产品均使用美元结算，故本次评估采用乌拉圭当地美元贷款的平均利率作为债权回报率，经调查，评估基准日乌拉圭美元贷款利率为4.26%。

Fecha de publicación en el Diario Oficial	Fecha de entrada en vigencia			Empresas Grandes y Medianas
23-Nov-2017	1-Dec-2017	Tasa media		4.26%
		capital	Tope Tasa	6.6030%
		<2.000.000 UI	Tope Mora	7.6680%
		capital	Tope Tasa	8.0940%
		>=2.000.000 UI	Tope Mora	9.3720%
27-Dec-2017	1-Jan-2018	Tasa media		4.27%
		capital	Tope Tasa	6.6185%
		<2.000.000 UI	Tope Mora	7.6860%
		capital	Tope Tasa	8.1130%
		>=2.000.000 UI	Tope Mora	9.3940%
25-Jan-2018	1-Feb-2018	Tasa media		4.25%
		capital	Tope Tasa	6.5875%
		<2.000.000 UI	Tope Mora	7.6500%
		capital	Tope Tasa	8.0750%
		>=2.000.000 UI	Tope Mora	9.3500%
26-Feb-2018	1-Mar-2018	Tasa media		4.24%
		capital	Tope Tasa	6.5720%
		<2.000.000 UI	Tope Mora	7.6320%
		capital	Tope Tasa	8.0560%
		>=2.000.000 UI	Tope Mora	9.3280%

(3) 资本结构D/E的确定

本次评估采用行业平均资本结构作为被评估单位的目标资本结构，首先查询南美洲同行业上市公司的财务数据，发现在南美洲共有3家上市公司从事肉类食品加工业务。

序号	单位名称	证券代码	注册地	交易所
1	Jbs Sa	JBSS3. BZ	巴西	巴西圣保罗证交所指数
2	Marfrig Global Foods Sa	MRFG3. BZ	巴西	巴西圣保罗证交所指数
3	Minerva Sa	BEEF3. BZ	巴西	巴西圣保罗证交所指数

通过查询数据库，这3家公司2017年12月31日的资本结构如下：

单位：百万美元

序号	证券代码	带息债务合计D	总市值E
1	JBSS3. BZ	17216. 50	7271. 60
2	MRFG3. BZ	1883. 70	176. 90
3	BEEF3. BZ	2900. 50	537. 10

数据来源：Bloomberg

由上表可见这3家上市公司的D/E平均值为2. 76，资本结构异常。

考虑到被评估单位自身资本结构不是稳定经营期的目标资本结构，并且乌拉圭当地没有类似行业的上市公司，其次，被估值单位的经营及财务管理受中国企

业的约束，因此可以参照中国肉类食品加工行业的目标资本结构。经查询，目前A股市场从事该行业的上市公司有11家，其中3家的上市时间较短，应予剔除。

金额单位：人民币万元

序号	证券代码	证券简称	带息债务	总市值
1	000895.SZ	双汇发展	61,050.16	258,426.20
2	002330.SZ	得利斯	3,426.27	293,832.01
3	002515.SZ	金字火腿	8,471.25	983,974.70
4	002695.SZ	煌上煌	3,355.27	442,729.26
5	002696.SZ	百洋股份	10,265.33	635,717.40
6	002702.SZ	海欣食品	15,422.56	797,750.77
7	002726.SZ	龙大肉食	319,642.56	895,531.65
8	600073.SH	上海梅林	346,754.70	7,835,378.46

数据来源：Bloomberg

经计算，平均 $E/(D+E) = 0.9301$ ， $D/(D+E) = 0.0699$

（4）总资本加权平均回报率WACC的确定

股权期望回报率和债权回报率可以用加权平均的方法计算总资本加权平均回报率，权重采用目标资本结构比例。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$r = Re \frac{E}{E+D} + Rd \frac{D}{E+D} (1-T)$$

其中：

r = 加权平均总资本回报率；

E = 基准日股权价值；

Re = 期望股本回报率；

D = 基准日付息债权价值；

Rd = 债权期望回报率；

T = 企业所得税率25%；

$$r = 12.35\% \times 93.01\% + 4.26\% \times 6.99\% \times (1-25\%) = 11.71\%$$

（5）被估值企业折现率的确定

根据上述计算得到被估值企业总资本加权平均回报率为11.71%，故我们以11.71%作为被估值公司的折现率。

4. 股东全部权益价值的估算

(1) 经营性资产价值

经营性资产价值=明确的预测期期间的现金流量现值+永续年现金流量现值

经营性资产价值按以下公式计算：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{A_i}{(1+r)^i} + \frac{A_t \times (1+g)}{(r-g) \times (1+r)^n}$$

式中：P：企业权益自由现金流现值；

A_i：企业第i年的权益自由现金流；

A_t：永续年权益自由现金流；

i：为明确的预测年期；

g：永续年增长率；

r：年折现率。

详细计算内容如下表所示：

经营性资产价值测算表

单位：美元

项目名称	未来预测					
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	永续年
净现金流	-13,724,459.24	6,798,057.74	9,730,153.30	6,007,282.87	7,673,251.28	9,061,227.77
折现年限	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
折现系数	0.9461	0.8470	0.7582	0.6787	0.6076	9.5072
净现金流量现值	-12,985,217.12	5,757,670.02	7,377,165.95	4,077,142.59	4,661,923.98	86,146,887.89
现金流现值和	95,035,573.31					

(2) 溢余资产价值的确定

溢余资产是指与公司收益无直接关系的，超过公司经营所需的多余资产。

通过对乌拉圭公司的资产和财务状况的了解，企业无溢余资产。

(3) 非经营性资产价值的确定

非经营性资产是指与企业经营性活动无直接关系的资产（负债）。

本次评估中，通过现场核查得知，截至评估基准日非经营性资产主要有：

资产：

1) 其他流动资产2,222,521.00美元；

2) 闲置土地1,874,200.00美元，RONDATTEL S.A.公司闲置面积约650,179.00

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）地址：北京市西城区广内大街6号枫桦豪景A座
电话：010-83557569 传真：010-83543089 E-mail: bfys@ien.com.cn 邮编：100053

m²，LIRTIX S. A. 公司闲置土地面积约81,450.06 m²。

负债：

- 1) 应付利息30,157.00美元；
- 2) 应付股利844,290.29美元；
- 3) 递延所得税负债1,096,708.03美元。

以上非经营性资产评估值如下表：

单位：美元

名 称	账面净值	评估值
其他流动资产	2,222,521.00	2,222,521.00
闲置土地	1,874,200.00	5,578,500.00
应付利息	30,157.00	30,157.00
应付股利	844,290.29	844,290.29
递延所得税负债	1,096,708.03	1,096,708.03
合 计	2,125,565.68	5,829,865.68

(3) 付息债务

截至评估基准日，公司承担的付息债务为7,450,000.00美元。

(4) 股东全部权益价值

股东全部权益价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产价值-付息债务

=95,035,573.31+5,829,865.68-7,450,000.00

=93,415,439.00（美元、取整）

5. 收益法评估结果

在持续经营假设前提下，经采用收益法评估，乌拉圭公司股东全部权益价值为9,341.54万美元。

十一、评估结论

根据国家有关法规的规定，遵循独立、客观、公正的评估原则，在对所评估的资产进行必要的勘查、核实、抽查以及产权核实的基础上，对乌拉圭RONDATEL S. A. 公司及LIRTIX S. A. 公司于评估基准日的股东全部权益价值进行了评估，评估结论

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）地址：北京市西城区广内大街6号枫桦豪景A座
电话：010-83557569 传真：010-83543089 E-mail: bfys@ien.com.cn 邮编：100053

如下:

截止于评估基准日2017年12月31日,经收益法评估后乌拉圭RONDATEL S.A.公司及LIRTIX S.A.公司股东全部权益价值为9,341.54万美元。

十二、特别事项说明

本评估报告存在如下特别事项,提请报告使用者予以关注:

(一) 本报告的结论是反映委托评估对象在外部宏观经济环境不发生变化等假设前提下,于评估基准日所表现的本报告所列明的评估目的下的评估价值。

(二) 本报告是在委托人及相关当事方提供基础文件数据资料的基础上做出的。提供必要的资料并保证所提供的资料的真实性、合法性、完整性是委托人及相关当事方的责任;资产评估师的责任是对评估对象在评估基准日特定目的下的价值进行分析、估算并发表专业意见。

(三) 委托人及相关当事方对所提供的评估对象法律权属等资料的真实性、合法性和完整性承担责任;资产评估师的责任是对该资料及其来源进行必要的查验和披露,不代表对本次委估资产的权属提供任何保证,对评估对象法律权属进行确认或发表意见超出注册资产评估师执业范围,提请报告使用人关注本报告中披露的有关产权瑕疵事项对评估结论的影响。

(四) 对企业存在的可能影响资产评估的瑕疵事项,在企业委托时未作特殊说明而评估人员执行评估程序一般不能获知的情况下,评估机构及评估人员不承担相关责任。

(五) 报告中的分析、意见和结论只在报告阐明的假设前提及限制条件下有效,它们代表评估人员不带有偏见的专业分析、意见和结论。

(六) 评估基准日后,若资产数量及作价标准发生变化,对评估结论造成影响时,不能直接使用本评估结论,须对评估结论进行调整或重新评估。评估机构对评估基准日后的资产、负债以及市场情况的变化不承担任何责任,亦没有义务就评估基准日后发生的事项或情况修正评估报告。

十三、评估报告使用限制说明

(一) 本报告的结论是根据前述的原则、依据、评估假设、方法、程序得出的，并只有在上述原则、依据、评估假设存在的条件下方能成立。

(二) 本报告及相应的结论系对委估资产于评估基准日市场价值的反映，只能用于本报告载明的评估目的和用途。

(三) 估值报告只能由估值报告载明的报告使用者使用。

(四) 本估值报告书的所有权归估值机构所有，未征得本估值机构同意，估值报告的内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

十四、评估报告日

本估值报告正式提出日期为零一八年四月二十日。

十五、资产评估专业人员签名和资产评估机构印章

估值专业人员：



估值专业人员：



北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）

二零一八年四月二十日

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）地址：北京市西城区永定门内大街6号极棒豪景A座
电话：010-83557569 传真：010-83543089 E-mail: bfys@ien.com.cn 邮编：100053

附 件

附件一：评估机构营业执照及资质

附件二：委托人及被评估企业营业执照复印件

附件三：委托人及被评估企业承诺函