

华西证券股份有限公司
关于《关于四川振静股份有限公司重大资产重组有关
事项的问询函》
相关问题之核查意见

中国证券监督管理委员会四川监管局：

根据贵局于 2020 年 3 月 18 日出具的《关于四川振静股份有限公司重大资产重组有关事项的问询函》（川证监公司[2020]9 号）（以下简称“《问询函》”），华西证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）作为本次交易的独立财务顾问，已会同本次交易相关方及中介机构对《问询函》所列问题进行了逐项落实，并出具相关核查意见，现提交贵局，请予审核。

如无特别说明，本核查意见中出现的简称均与《四川振静股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（草案）》中的释义内容相同。

问题

你公司重组《草案》显示，本次交易最终采用收益法确定评估值，评估增值 103,331.51 万元，增值率为 131.15%。根据《草案》披露的测算过程：（1）交易标的预测期内营业收入平均增速 33.82%，显著高于 2019 年营业收入同比增速 15.43%。（2）预测期主要产品营业收入构成发生大幅变动，预测生猪收入占比由 40.35%上升到 74.22%。（3）以标的公司 2018 年、2019 年净利润、扣非净利润为基准，标的公司市盈率显著高于可比公司。同时未来三年平均利润增长率也显著高于可比公司。请结合地区分布、业务和资产规模、行业地位及占有率、可比公司等情况进一步说明收益法评估中上述指标预测的依据及合理性，以及盈利预测高于行业同类公司水平的具体原因及合理性。请独立财务顾问、评估师就上述事项发表意见。

【回复】

一、结合地区分布、业务和资产规模、行业地位及占有率、可比公司等情况进一步说明收益法评估中上述指标预测的依据及合理性

（一）预测期营业收入增长的依据

2019 年，巨星农牧营业收入同比增长 15.43%，预测期内，巨星农牧营业收入的复合增长率为 24.46%，高于 2019 年营业收入增速，主要系随着标的公司高观猪场、福集猪场 2019 年转固投产以及现有 8 个在建猪场的逐步建成投产，未来生猪出栏量将由 2019 年的 22.19 万头逐步增长至 194.00 万头所致，标的公司 2020 年-2024 年的预测出栏量分别为 36.00 万头、73.00 万头、114.00 万头、149.00 万头及 194.00 万头（含育肥猪、保育仔猪和种猪等）。

巨星农牧自 2017 年 9 月开始与 PIC 中国合作，引入 PIC 优质祖代和曾祖代种猪，对自身的种群体系进行优化，加大培育力度扩大种群规模并同时开始新建种猪场。2019 年，巨星农牧的高观猪场与福集猪场转固投产，另有叙永后山、泸县方洞等 8 个种猪场已开始动工。待上述猪场全部完工并实现满产之后，巨星农牧的种猪存栏规模将预计可提高至 67,900 头，年生猪出栏量预计可增长至 194 万头（含育肥猪、保育仔猪和种猪等）。因此，巨星农牧的收入增长是由其自身生产规模的增加形成的。

（二）预测期营业收入结构变化的依据

预测期内，巨星农牧主要产品营业收入构成发生大幅变动，生猪收入占比将由 40.35% 上升到 74.22%，主要原因系巨星农牧未来业务发展重心将聚焦于生猪养殖业务。如上所述，随着标的公司新建猪场投产，产能释放，生猪销售量将实现迅速增长，带动标的公司收入增长，而饲料产品和鸡产品的对外销售收入预计将保持稳定，因此，预计生猪业务收入占比将大幅提高。

（三）指标预测的合理性

1、国家政策大力支持生猪规模化养殖产业

猪肉是我国第一大肉类消费品，生猪生产是我国农业的重要组成部分，关系到国计民生和社会稳定，对国民经济和社会发展都具有重要意义，一直受到国家重点扶持。中共中央、国务院自 2004 年以来，连续 17 年发布“一号文件”，对畜牧业的发展战略、发展方向、发展方针以及支持畜牧业发展的措施做出了重要部署。

2019 年以来，受疫情等因素影响，我国猪肉供应较为紧张，价格上涨较快。根据农业农村部对 400 个县定点监测，2019 年 10 月生猪存栏环比下降 0.6%，同

比下降 41.4%；能繁母猪存栏环比增长 0.6%，同比下降 37.8%。

2020 年 2 月，习近平总书记对全国春季农业生产工作作出重要指示，强调要加快发展生猪生产，切实解决面临的困难，确保实现恢复生产目标；国务院总理李克强也指出，加快生猪补栏扩能，把加大扶持养殖场户的政策落到位。

为稳定生猪生产，促进转型升级，增强猪肉供应保障能力，国家密集出台了一些保障政策：

1、2019 年 9 月，国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》，明确猪肉自给率目标为 95%左右，到 2022 年，养殖规模化率达到 58%左右；到 2025 年，养殖规模化率达到 65%以上；

2、2019 年 9 月，自然资源部发布《自然资源部办公厅关于保障生猪养殖用地有关问题的通知》，落实和完善了生猪养殖政策，简化用地手续、降低用地成本、提高用地取得效率。

3、2019 年 9 月，生态环境部、农业农村部发布了《关于进一步规范畜禽养殖禁养区划定和管理促进生猪生产发展的通知》，要求落实工作责任，坚决、迅速取消排查中发现的超出法律法规的禁养规定和超划的禁养区。对违反法律法规限制养猪业发展和压减生猪产能的情况，要立即进行整改。

4、2019 年 9 月，发改委、农业农村部发布了《关于做好稳定生猪生产中央预算内投资安排工作的通知》，对实施生猪规模化养殖场建设补助项目，中央预算内投资对 2020 年底前新建、改扩建种猪场、规模猪场、禁养区内规模养猪场（户）异地重建等给予一次性补助。

5、2019 年 12 月，农业农村部发布了《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》，明确生产恢复目标：今年要尽快遏制生猪存栏下滑势头，确保年底前止跌回升，确保明年元旦春节和全国“两会”期间猪肉市场供应基本稳定；确保 2020 年年底产能基本恢复到接近常年的水平，2021 年恢复正常。

上述政策的发布和实施，为生猪养殖行业的健康发展提供了充分保障和支持。

2、四川省生猪生产和政策支持情况

巨星农牧主要从事畜禽养殖与饲料生产，并计划在未来大力发展生猪养殖业务，业务的区域性特征较为显著。巨星农牧的生猪业务主要在四川省内开展。根

据《全国生猪生产发展规划（2016-2020 年）》对未来全国生猪发展的布局规划，四川省属于重点发展区域，是我国猪肉供给的核心区域之一，生猪出栏量连续多年位居全国前列。根据公开数据，2016 年到 2018 年，四川省生猪出栏量在 6,600 万头到 6,900 万头之间，但受疫情影响，2019 年生猪出栏量明显下降，全省的生猪出栏量仅有 4,852 万头。根据《四川省促进恢复生猪生产八条举措》，四川省 2020 年要恢复生猪出栏数量至 6,000 万头，《四川省“十三五”农业和农村经济规划》中指出，力争全省生猪出栏基本稳定在 7,200 万头。未来四川省在产能恢复过程中，生猪养殖业务具有广阔的增长空间。

2019 年 8 月和 12 月，四川省政府相继出台《关于印发促进生猪生产保障市场供应九条措施的通知》和《促进生猪恢复生产八条措施》，政策中明确提出：“完善现代生猪良繁体系，大力推进生猪标准化养殖……小农户养猪是我省生猪养殖的重要组成部分，要加大对中小养殖户的政策扶持和技术支持力度，鼓励农户积极选留优良母猪，提高生物安全意识，健全社会化服务体系，通过龙头企业、专业合作社等新型经营主体，把中小养殖户带入现代养殖业发展轨道，提高抗风险能力”；“鼓励各地用好用活产业扶贫资金，通过“公司+农户（贫困户）”等方式，建设一批标准化养殖场。”

上述鼓励性政策的出台，有利于巨星农牧生猪业务的持续增长。

3、标的公司业务和资产规模可以支持未来的快速发展

巨星农牧目前已与世界知名种猪公司和养猪技术服务公司建立紧密合作关系；同时，巨星农牧重视自主创新，拥有一支遗传育种基因工程、兽医学、动物营养学等专业博士、硕士在内的高素质员工队伍，拥有发明专利、实用新型专利超过 80 项，通过上述资源整合和自主创新奠定了巨星农牧在行业中的技术优势。

巨星农牧已搭建了“种+料+管理”的先进养殖体系，形成了从猪场选址及建设、基因选种育种、饲料原材料采购及生产、营养方案设计研发、生产管理、养户开发及管理的人才梯队和标准化工作流程。目前已经与政府签订协议，完成了 7 个生猪养殖基地的布局，已落实的土地储备可满足 10 万头以上种猪场的建设需求。

截至 2019 年 12 月 31 日，巨星农牧现有在建猪场 8 个，其中 5 个预计于 2020 年投产，可存栏种猪 2.16 万头，新增育肥猪产能超 50 万头；其他 3 个种猪场预计将于 2022 年投产，可存栏种猪 2.34 万头。上述新建猪场全部投产后，标的公

司种猪规模可增加到 6.79 万头以上，年生猪出栏量预计可增长至 194 万头（含育肥猪、保育仔猪和种猪等）。

4、标的公司行业地位和市场占有率情况

巨星农牧是以生猪养殖为主的大型畜禽养殖企业，经过十余年规模化猪场管理的实践，积累了丰富的养殖管理经验，已形成生猪养殖行业较为完整的一体化产业链，是四川省集种猪、饲料、商品猪生产于一体的农业产业化重点龙头企业之一，先后荣获“中国畜牧行业百强优秀企业”、“四川省科学技术进步一等奖”等荣誉。同时，巨星农牧为中国畜牧业协会猪业分会副会长单位，巨星农牧总经理唐春祥先生为中国畜牧业协会副会长。

我国生猪养殖行业长期以农户散养为主，行业的规模化程度及行业集中程度相对较低。2018 年，行业规模最大企业温氏股份生猪出栏量在 2,229.70 万头左右，市占率仅为 3.21%，第二大企业牧原股份出栏 1,101.10 万头左右，市占率仅为 1.59%。

2018 年度，巨星农牧的生猪出栏量占全国出栏总量的 0.034%，在四川省市场占有率为 0.36%。

未来一段时间内，行业集中度和养殖规模化的快速提升都将是必然发展趋势，大型规模化养殖企业具有广阔的成长空间。

5、同行业可比公司出栏量增长情况

与巨星农牧收入构成较为接近的同行业上市公司主要为牧原股份、温氏股份、新五丰、天邦股份和正邦科技（生猪产品收入占营业收入的比例均在 30%以上）。其 2016 年至 2019 年的生猪出栏量如下表所示：

单位：万头

序号	上市公司简称	2016 年度出栏量	2017 年度出栏量	2018 年度出栏量	2019 年度出栏量
1	天邦股份	58.01	101.42	216.97	243.94
2	新五丰	44.67	49.23	68.48	-
3	正邦科技	226.45	342.25	553.99	578.40
4	牧原股份	311.40	723.70	1,101.10	1,025.33
5	温氏股份	1,712.73	1,904.17	2,229.70	1,851.66

注：新五丰 2019 年度的生猪出栏量尚未披露。

根据上表，可比公司都在加大生猪养殖业务规模，2016 年-2018 年出栏量均

呈快速增长趋势，部分上市公司 2019 年出栏量有所减少主要是受到疫情影响。整体而言，大型规模化养殖企业的快速扩张、行业集中度不断提升是行业的必然发展趋势。

综上，随着标的公司高观猪场、福集猪场 2019 年转固投产以及现有 8 个在建猪场的逐步建成投产，标的公司营业收入也将快速增长，相关指标预测具有合理性。

二、本次交易作价与行业同类公司的比较情况

（一）本次交易市盈率与同行业可比公司的比较情况

1、标的公司市盈率情况

本次交易中，巨星农牧 100%股权的交易价格为 182,000 万元，以巨星农牧 2018 年、2019 年净利润、扣非净利润为基准，市盈率计算结果如下表所示：

项目	2018 年度	2019 年度
巨星农牧 100%股权的交易价格（万元）	182,000.00	
巨星农牧归属于母公司股东的净利润（万元）	1,390.17	10,978.59
对应市盈率（倍）	130.92	16.58
巨星农牧扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润（万元）	997.63	13,200.35
对应市盈率（倍）	182.43	13.79

2、与可比公司比较情况

以可比公司 2018 年、2019 年净利润、扣非净利润为基准，计算其市盈率的结果如下：

序号	证券代码	上市公司简称	市盈率 PE (LYR)	市盈率 PE (LYR, 扣非)	市盈率 PE (TTM)	市盈率 PE (TTM, 扣非)
1	002124.SZ	天邦股份	-25.44	-22.03	120.40	120.40
2	600975.SH	新五丰	-146.42	-114.85	63.61~95.41	57.41~82.12
3	002157.SZ	正邦科技	205.69	178.60	23.44	23.44
4	002714.SZ	牧原股份	369.00	415.93	31.39	32.33
5	300498.SZ	温氏股份	45.10	45.61	12.84	12.84
平均值			206.59	213.38	50.33~56.69	49.28~54.22
巨星农牧			130.92	182.43	16.58	13.79

注 1：市盈率 PE (LYR) = 可比上市公司 2019 年 12 月 31 日收盘价 * 当日总股本 / 2018 年（扣除非经常性损益后）归属于上市公司股东的净利润

注 2：市盈率 PE（TTM）=可比上市公司 2019 年 12 月 31 日收盘价*当日总股本/2019 年（扣除非经常性损益后）归属于上市公司股东的净利润

注 3：除牧原股份外，其余可比公司的 2019 年度净利润数据来自于其业绩快报或业绩预盈公告，业绩快报中未单独披露扣非净利润的，以其归属于上市公司股东的净利润计算；新五丰的业绩预盈公告披露 2019 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 5,500 万元到 8,250 万元，归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润为 6,390 万元到 9,140 万元。

注 4：市盈率平均值的计算剔除了市盈率为负的上市公司。

根据上表，本次交易中巨星农牧 100%股权交易作价对应的 2018 年和 2019 年市盈率均低于可比公司平均水平。

（二）巨星农牧的利润增长率与同行业公司的比较情况

1、巨星农牧报告期及预测期前三年净利润情况

报告期内及预测期前三年，巨星农牧的净利润水平及其增长率如下表所示：

单位：万元

项目	报告期		预测期		
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
净利润	1,451.62	10,903.97	15,752.26	15,872.41	25,965.48
净利润增长率	-	651.16%	44.46%	0.76%	63.59%

报告期内，受益于生猪市场价格上涨，巨星农牧 2019 年度的净利润较 2018 年度增长 651.16%。预测期第一年至第三年，巨星农牧的净利润增长率分别为 44.46%、0.76%、63.59%，未来三年复合增长率为 33.54%，主要系巨星农牧未来业务发展重心将聚焦于生猪养殖业务，生猪销售量在预测期内将实现快速增长，带动标的公司利润持续增长。

2、净利润增长率与可比公司比较情况

由于可比上市公司未披露盈利预测情况，选取其过去三年净利润增长情况与巨星农牧进行比较：

单位：万元

序号	上市公司简称	2017 年度净利润	2018 年度净利润	2019 年度净利润	2019 年净利润增长率	净利润复合增长率
1	天邦股份	26,214.10	-57,196.43	12,087.94	扭亏为盈	-32.09%
2	新五丰	4,491.20	-3,583.83	5,500~8,250	扭亏为盈	10.66%~35.53%
3	正邦科技	52,574.65	19,342.34	169,733.91	777.53%	79.68%
4	牧原股份	236,552.94	52,020.88	633,645.81	1,075.37%	60.77%
5	温氏股份	675,111.90	395,743.53	1,390,567.19	251.38%	43.52%

序号	上市公司简称	2017 年度净利润	2018 年度净利润	2019 年度净利润	2019 年净利润增长率	净利润复合增长率
平均值					701.42%	32.51%~37.48%
巨星农牧					651.16%	33.54%

注 1：上市公司净利润数据为当年归属于上市公司股东的净利润。除牧原股份外，其余可比公司的 2019 年度净利润数据来自于其业绩快报或业绩预盈公告。

注 2：巨星农牧净利润复合增长率为其未来三年的预测净利润复合增长率。

由上表可知，巨星农牧报告期内的净利润增长趋势与可比上市公司一致，未来三年预测净利润复合增长率与可比上市公司过去三年的复合增长率也基本一致。

3、毛利率与可比公司比较情况

产品毛利率方面，预测期内，巨星农牧生猪产品的销售毛利率逐年下降，具体情况如下表所示：

单位：万元

项目	报告期		预测期		
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
生猪业务收入	36,785.16	50,800.39	79,160.00	131,012.00	187,704.00
生猪业务成本	33,684.43	34,054.48	56,419.16	103,376.86	149,292.48
毛利率	8.43%	32.96%	28.73%	21.09%	20.46%
预测期均值			23.43%		

2017 年至 2019 年，可比上市公司的生猪产品毛利率的情况如下表所示：

序号	上市公司简称	2017 年度	2018 年度	2019 年度	三年均值
1	天邦股份	23.46%	6.57%	-	15.02%
2	新五丰	14.46%	3.61%	-	9.04%
3	正邦科技	14.41%	7.93%	-	11.17%
4	牧原股份	30.03%	9.83%	37.05%	25.64%
5	温氏股份	24.80%	12.32%	-	18.56%
当年平均值		21.43%	8.05%	37.05%	22.18%

由上表可知，报告期内，巨星农牧生猪业务的毛利率与同行业上市公司较为接近；预测期前三年，巨星农牧生猪业务的毛利率平均值与同行业上市公司生猪养殖业务过去三年的平均毛利率水平也较为接近。

综上，巨星农牧 100%股权交易作价对应的 2018 年和 2019 年市盈率均低于可比公司平均水平，未来三年净利润增长率以及毛利率水平与行业同类公司基本

一致，盈利预测具有合理性。

三、独立财务顾问核查意见

独立财务顾问查阅了生猪产业政策，查阅可比上市公司的年度报告、业绩快报、生猪销售简报等公告文件，计算可比公司的毛利率、利润增长率、市盈率等数据，取得了标的公司的审计报告、评估报告、在建项目的批复文件、土地租赁合同等文件。

经核查，独立财务顾问认为：巨星农牧预测期内营业收入增长、营业收入结构的变化以及净利润增长主要系其预测期内生猪销售量快速增长所致，相关指标预测具有合理性；本次交易巨星农牧 100%股权交易作价对应的 2018 年和 2019 年市盈率均低于可比公司平均水平，巨星农牧未来三年净利润增长率以及毛利率水平与行业同类公司基本一致，盈利预测具有合理性。

（此页无正文，为《华西证券股份有限公司关于<关于四川振静股份有限公司重大资产重组有关事项的问询函>相关问题之核查意见》之签章页）

财务顾问主办人：

朱捷

朱捷

邵伟才

邵伟才

