

本资产评估报告依据中国资产评估准则编制

新大洲控股股份有限公司拟对合并
Rondatel S.A. 公司及Lireix S.A. 公司形成的商誉
进行减值测试项目涉及的资产组可回收价值
资产评估报告

北方亚事评报字[2020]第01-196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)

二零二零年四月十九日

目 录

声 明	1
资产评估报告摘要	2
评估报告正文	4
一、委托人及其他资产评估报告使用人	4
二、评估目的	7
三、评估对象和评估范围	8
四、价值类型	9
五、评估基准日	10
六、评估依据	10
七、评估方法	12
八、评估程序实施过程 and 情况	15
九、评估假设	18
十、评估过程	19
十一、评估结论	63
十二、特别事项说明	63
十三、资产评估报告使用限制说明	65
十四、资产评估报告日	65
十五、资产评估专业人员签名和资产评估机构印章	66
附 件	67

声 明

（一）本资产评估报告依据财政部发布的资产评估基本准则和中国资产评估协会发布的资产评估执业准则和职业道德准则编制。

（二）委托人或者其他资产评估报告使用人应当按照法律、行政法规规定和资产评估报告载明的使用范围使用资产评估报告；委托人或者其他资产评估报告使用人违反前述规定使用资产评估报告的，资产评估机构及其资产评估专业人员不承担责任。

（三）资产评估报告仅供委托人、资产评估委托合同中约定的其他资产评估报告使用人和法律、行政法规规定的资产评估报告使用人使用；除此之外，其他任何机构和个人不能成为资产评估报告的使用人。

（四）资产评估报告使用人应当正确理解和使用评估结论，评估结论不等同于评估对象可实现价格，评估结论不应当被认为是对其评估对象可实现价格的保证。

（五）资产评估报告使用人应当关注评估结论成立的假设前提、资产评估报告特别事项说明和使用限制。

（六）资产评估机构及其资产评估专业人员遵守法律、行政法规和资产评估准则，坚持独立、客观、公正的原则，并对所出具的资产评估报告依法承担责任。

新大洲控股股份有限公司拟对合并
Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司形成的商誉
进行减值测试项目涉及的资产组可回收价值
资产评估报告摘要

北方亚事评报字[2020]第01-196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”）接受宁波恒阳食品有限公司的委托，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，本着独立、客观、公正的原则，采用公认的资产评估方法对RONDATEL S.A.公司及LIREIX S.A.公司主营业务经营性资产组的可回收价值进行了评估，评估目的是为母公司新大洲控股股份有限公司管理层准备财务报告进行商誉减值测试提供价值参考依据。

评估人员在清查核实的基础上，遵循独立、客观、公正、科学的原则，依据资产评估准则及其它有关资产评估法规，实施了包括视频考察、市场调研、评定估算等必要的评估程序。在此基础上，根据上述特定的评估目的，我们对新大洲控股股份有限公司委托评估的RONDATEL S.A.公司及LIREIX S.A.公司主营业务经营性资产所形成的资产组在评估基准日2019年12月31日所表现的可回收价值提出如下评估意见：

可回收价值在本报告中定义为被评估资产在被评估企业现有管理者管理、运营下，在被评估资产的寿命期内可以预计的未来经营净现金流量的现值和被评估资产市场价值（公允价值）减去处置费用净额的孰高者。

截止评估基准日2019年12月31日，经评估后RONDATEL S.A.公司及LIREIX S.A.公司主营业务经营性资产形成的资产组未来净现金流量的现值为美元2,025.12万元，公允价值减处置费用后的净额为美元2,372.84万元，根据孰高原则，确定资产组的可回收价值为美元2,372.84万元。

根据资产评估委托合同的要求，本报告及其结论仅能用于本报告已明示的评估目的，而不能用于其他目的。

本报告评估结论有效期为一年，即自2019年12月31日至2020年12月30日有效。

以上内容摘自北方亚事评报字[2020]第01-196号评估报告，欲了解本评估项目的详细情况，请详细阅读评估报告全文。



新大洲控股股份有限公司拟对合并
Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司形成的商誉
进行减值测试项目涉及的资产组可回收价值
评估报告正文

北方亚事评报字[2020]第01-196号

宁波恒阳食品有限公司：

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”）接受贵公司的委托，根据国家会计准则和有关资产评估的规定，本着客观、独立、公正、科学的原则，按照公认的资产评估方法，对Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司主营业务经营性资产所形成的资产组的可回收价值进行了评估，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进行商誉减值测试提供价值参考依据。评估人员按照必要的评估程序对委估资产于2019年12月31日的可回收价值作出了公允反映。现将资产评估情况及评估结果报告如下：

一、委托人及其他资产评估报告使用人

本次评估的委托人为新大洲控股股份有限公司子公司宁波恒阳食品有限公司，被评估单位为Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司，委托人以外的报告使用人为执行新大洲控股股份有限公司审计业务的会计师事务所、中国注册会计师及法律法规规定的使用人。

（一）委托人及被评估单位简介：

[委托人简介]

企业名称：宁波恒阳食品有限公司（以下简称“宁波恒阳”）

住 所：北仑区梅山盐场1号办公楼十一号1180室

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

法定代表人：陈阳友

公司类型：有限责任公司（自然人投资或控股的法人独资）

统一社会信用代码：91330206MA2826945T

设立日期：2016年06月16日

经营期限：2016年06月16日至永续期

经营范围：食品经营：预包装食品、散装食品的批发、零售；初级农副产品、鲜活水产品、水果、蔬菜、生鲜肉品、冷藏肉、冷冻肉的批发、零售；动物屠宰加工场所经营（限分支机构经营）；自营和代理各类货物和技术的进出口业务（除国家限定公司经营或禁止进出口的货物及技术）；道路货运经营：道路货物运输；普通货物仓储服务；信息技术研究开发；计算机软硬件的技术推广、技术咨询、批发、零售。

[被评估单位简介]

1、Rondatel S.A. 公司

（1）简介

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

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月设立

1982年1月15日，Rondatel S.A. 公司在乌拉圭蒙得维的亚市注册成立，并于1983年8月10日进行了注册登记，实缴资本为乌拉圭比索 14,389.65 元。

2) 1983年4月第一次增资

1983年4月11日，公司将资本金从乌拉圭比索 14,389.65 元增加至乌拉圭比索 15,000 元。

3) 1992年10月第二次增资

1992年10月1日, 经公司股东会同意, 新发总额为乌拉圭比索35,000元, 公司的实收资本额增加至乌拉圭比索50,000元。

4) 2015年6月股权转让

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

5) 2015年12月资本公积转增股本

2015年12月29日, 经公司股东会决议, 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, 公司的股本增加至乌拉圭比索228,262,914.98元。

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RONDATEL S.A.公司100%股权转让给Foresun Lartin American Investment and Holding S.L.的股权转让手续。

截止本次评估基准日, RONDATEL S.A.公司股东及股权结构如下表。

股东名称	出资额(乌拉圭比索)	出资比例(%)
Foresun Lartin American Investment and Holding S.L.	228,262,914.98	100.00
合 计	228,262,914.98	100.00

2、Lireix S.A.公司

(1) 简介

LIRTIX S.A.公司是依据乌拉圭法律于1993年8月6日成立。注册地址在乌拉圭蒙得维的亚, 注册日期1993年9月7日。

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月设立

1993年8月6日, Lireix S.A.公司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, 实缴乌拉圭比索30,000元, 1993年9月7日, Lireix S.A.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，Lireix S.A.公司召开临时股东会，将其实收资本增加至乌拉圭比索600,000元。

3) 2015年6月股权转让

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

4) 2017年11月

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

截止本次评估基准日，LIRTIX S.A.公司股东及股权结构如下表。

股东名称	出资额（乌拉圭比索）	出资比例（%）
Foresun Lartin American Investment and Holding S.L.	600,000	100.00
合 计	600,000	100.00

(二) 公司执行的会计制度

公司以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照乌拉圭当地会计准则进行编制，合并会计报表时按照中国会计准则进行调整编制。

主要税种和税率

税种	计税依据	税率（%）
增值税	按税法规定计算的销售货物和应税劳务收入为基础计算销项税额，在扣除当期允许抵扣的进项税额后，差额部分为应交增值税	22.00
企业所得税	按应纳税所得额计缴	25.00
资产税	按年末所属税务部门核定应税净资产公允价值	1.50

二、评估目的

按照相关会计准则核算的要求，本次评估系确定Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司主营业务经营性资产所形成的资产组在评估基准日的可回收价值，为母公司新大洲控股股份有限公司管理层准备财务报告进行商誉减值测试提供价值参考依据。

三、评估对象和评估范围

为了明确本次评估的相关事项，确保评估报告符合《企业会计准则第8号—资产减值》的相关要求，评估人员与审计人员、新大洲控股股份有限公司和Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司管理层就下列事项进行了讨论，并取得了一致的意见：

Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司管理层提出，根据会计准则的相关规定将主营业务经营性资产（无现金无付息负债）认定为一个资产组。评估人员与审计人员经过多次讨论，认为Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司主营业务明确并且单一，且Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司为项目公司，Rondatel S.A.公司从事活牛屠宰及牛肉产品的分割，Lireix S.A.公司从事牛肉产品分割、包装及储藏，Lireix S.A.公司分割的牛肉来源于Rondatel S.A.公司，原材料供应具有相对独立性，同时该主营业务的产品直接与市场衔接，由市场定价，符合资产组的相关要件。另一方面，企业内不再存在另外符合上述条件的经营业务，因此评估人员最后确定将Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司主营业务经营性资产（无现金无付息负债）认定为一个资产组，并以该资产组为基础进行相关商誉的测试。

根据相关规定，与商誉减值测试相关的资产组或资产组组合，应当是能够从企业合并的协同效应中受益的资产组或资产组组合。

资产评估对象界定为Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司的主营业务经营性资产所形成的资产组，涉及的资产范围为委托人指定的RONDATEL S.A.公司及LIREIX S.A.公司2019年12月31日的资产负债表所反映的全部主营业务经营性有形资产和可确认的无形性资产组成的资产组（不包含营运资本及非经营性资产）。由于本次评估中将Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司主营业务经营性资产认定为一个资产组，故将Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司提供的财务数据通过模拟合并予以列示。

截至2019年12月31日，纳入本次评估范围的资产组具体情况如下：

固定资产净额 15,799,852.88 美元

在建工程净额765,291.08 美元；

无形资产净额13,986,148.48 美元;

商誉2,204,160.90美元: (按基准日汇率折算)

资产组总计32,755,453.34 美元。

四、价值类型

根据《以财务报告为目的的评估指南》，执行以财务报告为目的的评估业务，应当根据会计准则或者相关会计核算与披露的具体要求、评估对象等相关条件明确价值类型。会计准则规定的计量属性可以理解为相对应的评估价值类型。

根据《企业会计准则第8号—资产减值》的相关规定，本次评估需要测算资产组的可收回金额，因此根据本次商誉减值测试的评估目的，本次评估选择的价值类型为可回收价值（或可收回金额）。

根据《企业会计准则第8号—资产减值》及《以财务报告为目的的评估指南》的相关规定，可回收价值（或可收回金额）等于资产预计未来现金流量的现值或者公允价值减去处置费用的净额孰高者。

资产预计未来现金流量的现值是指资产组基于特定实体现有管理模式下在未来持续使用过程中和最终处置时预计可能产生的现金流量，选择恰当的折现率对其进行折现后的金额。

根据《企业会计准则第39号—公允价值计量》，公允价值，是指市场参与者在计量日发生的有序交易中，出售一项资产所能收到或者转移一项负债所需支付的价格。

以公允价值计量相关资产或负债，应当假定出售资产或者转移负债的有序交易在相关资产或负债的主要市场进行。不存在主要市场的，应当假定该交易在相关资产或负债的最有利市场进行。根据评估人员与管理层、审计师的沟通，管理层确定本次减值测试中所涉及的公允价值的主要市场（最有利市场），除非特别说明，是指中国（大陆地区）的产权交易市场。

本次资产评估中所采用的相关市场参数、交易数据以及成交案例等均是上述主要市场（最有利市场）上的有效数据或发生的交易案例。

处置费用包括与资产处置有关的法律费用、相关税费、搬运费以及为使资产达到可销售状态所发生的直接费用等。”

五、评估基准日

根据资产评估委托合同的约定，本次评估的评估基准日为2019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2019年12月31日作为评估基准日，主要是根据委托人财务报告的需要确定的。

六、评估依据

（一）经济行为依据

宁波恒阳食品有限公司与北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）签署的资产评估委托合同。

（二）法规依据

- 1、国务院[1991]91号令《国有资产评估管理办法》；
- 2、《中华人民共和国资产评估法》（第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十一次会议于2016年7月2日通过, 2016年12月1日起施行）；
- 3、《中华人民共和国公司法》（根据2018年10月26日第十三届全国人民代表大会常务委员会第六次会议《关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》第四次修正）；
- 4、中国证券监督管理委员会《会计监管风险提示第8号》；
- 5、其他相关法律、法规、通知文件等。

（三）准则依据

- 1、财政部财资〔2017〕43号《资产评估基本准则》（2019年10月1日起施行）；
- 2、中国资产评估协会中评协〔2017〕30号《资产评估职业道德准则》（2019年10月1日起施行）；
- 3、中国资产评估协会中评协〔2018〕36号《资产评估执业准则——资产评估

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@icn.com.cn 邮编：100053

程序》(2019年1月1日起施行);

4、中国资产评估协会中评协(2018)35号《资产评估执业准则——资产评估报告》(2019年1月1日起施行);

5、中国资产评估协会中评协(2017)33号《资产评估执业准则——资产评估委托合同》(2019年10月1日起施行);

6、中国资产评估协会中评协(2018)37号《资产评估执业准则——资产评估档案》(2019年1月1日起施行);

7、中国资产评估协会中评协(2018)38号《资产评估执业准则——企业价值》(2019年1月1日起施行);

8、中国资产评估协会中评协(2019)35号《资产评估执业准则——资产评估方法》(2020年3月1日起施行);

9、中国资产评估协会中评协(2017)45号《以财务报告为目的的评估指南》(2019年10月1日起施行);

10、中国资产评估协会中评协(2017)46号《资产评估机构业务质量控制指南》(2019年10月1日起施行);

11、中国资产评估协会中评协(2017)47号《资产评估价值类型指导意见》(2019年10月1日起施行);

12、中国资产评估协会中评协(2017)48号《资产评估对象法律权属指导意见》(2019年10月1日起施行);

13、《中国资产评估协会资产评估报告统一编码管理暂行办法》(中评协(2018)44号);

14、财政部令第33号《企业会计准则》(2007年1月1日起实施,2014年7月23日修订)。

(四)权属依据

1、新大洲控股股份有限公司营业执照、公司章程;

2、Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司的相关登记证;

3、Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司提供的有关协议、合同、会计报表、会计凭证及与评估有关的其他资料;

- 4、Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司提供的房产、土地相关的权属证明；
- 5、Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司主要设备购置合同及发票；
- 6、2019年12月31日的资产负债表、损益表及其他财务资料。

(五)取价依据

- 1、被评估单位2017-2019年审计报告及评估基准日财务报表；
- 2、被评估单位提供的企业情况说明和未来收益预测表；
- 3、国家有关部门发布的统计资料和技术标准资料；
- 4、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。

(六)其他依据

- 1、委托人及被评估单位承诺函；
- 2、被评估企业提供的《收益预测申报明细表》；
- 3、被评估企业相关人员访谈记录；
- 4、其他与评估有关的资料。

七、评估方法

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以及《以财务报告为目的的评估指南》的相关规定，资产减值测试应当估计其可收回金额，然后将所估计的资产可收回金额与其账面价值比较，以确定资产是否发生了减值。

资产的可收回金额根据被评估资产的寿命期内可以预计的未来经营净现金流量的现值和被评估资产市场价值（公允价值）减去处置费用和相关税费后净额两者之间较高者确定。

(一)资产组预计未来净现金流量现值的确定方法

根据可回收价值类型定义的要求，资产组预计未来净现金流量现值应该采用资产组在现有管理层经营管理下，在未来资产寿命期内可以产生的经营现金流量的现值。

预计未来现金流量应当以企业管理层批准的最近财务预算或者预测数据为基础，通常最长不得超过5年，除非企业管理层能够证明更长的期间是合理的。

企业自由现金流量折现值=明确的预测期期间的自由现金流量现值+明确的预测期之后的自由现金流量现值

预测期内每年自由现金流量=息税折旧摊销前利润 (EBITDA)-资本性支出-净营运资本变动

明确的预测期之后的自由现金流量=预测期内最后一年息税折旧摊销前利润 (EBITDA)-永续期资本性支出

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估折现率选取税前加权平均资本成本 (WACCBT)。

公式： $WACCBT = Re \times E / [(D+E) \times (1-T)] + Rd \times D / (D+E)$

式中：Re：权益资本成本

Rd：债务资本成本

T：所得税率

$E/(D+E)$ ：股权占总资本比率

$D/(D+E)$ ：债务占总资本比率

其中： $Re = R_f + \beta \times ERP + R_s$

Re：股权回报率

R_f ：无风险回报率

β ：风险系数

ERP：市场风险超额回报率

R_s ：公司特有风险超额回报率

(二) 资产组的公允价值减去处置费用后净额的确定方法

《企业会计准则》第8号要求“资产的公允价值减去处置费用后的净额，应当根据公平交易中销售协议价格减去可直接归属于该资产处置费用的金额确定；不存在销售协议但存在资产活跃市场的，应当按照该资产的市场价格减去处置费用后的金额确定。资产的市场价格通常应当根据资产的买方出价确定；在不存在销售协议和资产活跃市场的情况下，应当以可获取的最佳信息为基础，估计资产的公允价值减去处置费用后的净额，该净额可以参考同行业类似资产的最近交易价格或者结果进行估计。企业按照上述规定仍然无法可靠估计资产的公允价值减去

处置费用后的净额的，应当以该资产预计未来现金流量的现值作为其可收回金额”。

如果根据企业会计准则第8号前三款无法可靠估计资产的公允价值减去处置费用后的净额，则按中国资产评估协会发布的《以财务报告为目的的评估指南》（中评协[2017]45号）第十九条“当不存在相关活跃市场或缺乏相关市场信息时，资产评估师可以根据企业以市场参与者的身份，对单项资产或资产组的运营做出合理性决策，并适当地考虑相关资产或资产组内资产的有效配置、改良或重置的前提下提交的预测资料，参照企业价值评估的基本思路和方法，分析和计算单项资产或资产组的公允价值。”的规定，可以采用企业价值评估中的方法得出资产组的公允价值。

处置费用根据有序变现的原则确定。有序变现在此定义为：企业的资产变现由资产所有人主导，选择适当时机有计划有步骤地组织实施资产变现行为，资产所有人在实施清算变现过程中没有外力胁迫和时间的要求。

本次评估中，依据评估目的和持续经营的基本假设，考虑所评估资产特点，首先采用收益法对确定的经营性资产形成的资产组未来预计产生的现金流量现值进行估算。然后，测试组成资产组的公允价值扣除处置费用后的净额，再减去基准日营运资本金额。

收益法，是指通过将被评估企业预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估方法，它适用资产评估中将利求本的评估思路。本次评估中，资产组未来收益是以Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司整个企业未来年度内模拟合并的企业自由现金流量作为依据，经采用适当折现率折现加总后计算得出经营性资产价值，然后再减去基准日营运资本后，得到经营性资产组（评估对象）公允价值。即：

评估对象公允价值=企业自由现金流量折现值-基准日营运资本

企业自由现金流量指的是归属于股东和债权人的现金流量。其计算公式为：

企业自由现金流量=净利润+折旧与摊销+利息费用×（1-所得税率）-资本性支出-净营运资金变动

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估折现率选取税后加权平均资

本成本（WACC）。

公式： $WACC = K_e \times E / (D+E) + K_d \times D / (D+E) \times (1-T)$

式中：Re：权益资本成本

Rd：债务资本成本

T：所得税率

E/(D+E)：股权占总资本比率

D/(D+E)：债务占总资本比率

其中： $Re = R_f + \beta \times ERP + R_s$

Re：股权回报率

Rf：无风险回报率

β ：风险系数

ERP：市场风险超额回报率

R_s：公司特有风险超额回报率

处置费用是指可以直接归属于资产处置的增量成本，包括与资产处置有关的法律费用、相关税费、搬运费以及为使资产达到可销售状态所发生的直接费用等，但是财务费用和所得税费用等不包括在内。处置费用包括与资产处置有关的公证费、中介机构服务费及其他不可预见费用，但是财务费用和所得税费用等不包括在内。公证费按照资产组公允价值评估值的1.5%估计；中介机构费用按照中介机构的收费标准进行计算，中介机构包括律师事务所、会计师事务所、资产评估机构；其他不可预见费用按照资产组公允价值评估值的0.5%估计。

八、评估程序实施过程 and 情况

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）接受宁波恒阳食品有限公司的委托，为其母公司新大洲控股股份有限公司管理层准备财务报告进行商誉减值测试提供价值参考而涉及的Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司主营业务经营性资产所形成的资产组的可回收价值进行了评估。评估人员对纳入评估范围内的资产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Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司主营业务经营性资产所形成的资产组进行了评定估算。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、评估对象和范围，与委托人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，并向评估人员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，评估人员于2020年1月10日至2020年4月10日对申报的资产组进行了必要的清查、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、设备、车辆及其他无形资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。

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：

(1) 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；

(2) 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；

(3) 了解企业历史年度主营成本的构成及其变化；

(4) 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；

(5) 了解企业历史年度利润情况，分析利润变化的主要原因；

(6) 了解企业各项生产指标、财务指标，分析各项指标变动原因；

(7) 了解企业未来年度的经营计划、投资计划等；

(8) 了解企业的税费种类、税率及其他优惠政策；

(9) 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；

(10) 了解企业的溢余资产和非经营性资产、非经营性负债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，将报告初稿提交机构内部审核，审核包括二级审核、三级审核。经过机构内部审核后，将评估结果与委托人及被评估单位进行沟通 and 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

由于被评估的资产组所处宏观、行业和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、持续经营假设：持续经营假设是假定被评估企业的经营业务合法，并不会出现不可预见的因素导致其无法持续经营，被评估资产现有用途不变并原地持续使用。

（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；

3、假设企业的经营管理人员能恪尽职守，企业继续保持现有的经营管理模式持续经营。

（三）特殊假设

1、本次评估以本资产评估报告所列明的特定评估目的为前提；

2、本次评估的各项资产均以评估基准日的实际存量为前提，有关资产的现行市价以评估基准日的有效价格为依据；

3、在可预见经营期内，未考虑公司经营可能发生的非经常性损益，包括但不限于以下项目：处置长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产、其他长期资产产生的损益以及其他营业外收入、支出；

4、假设企业正常经营所需的相关批准文件能够及时取得；
5、假设评估过程中涉及的重大投资或投资计划可如期完成并投入运营；
6、假设评估过程中设定的特定销售模式可以延续；
7、假设评估对象所涉及资产的购置、取得、建造过程均符合国家有关法律法规规定；

8、假设评估基准日后被评估资产组形成的现金流入为每年年末流入，现金流出为每年年末流出；

9、本次评估未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评估价值的影响，也未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。

评估人员根据资产评估的要求，认定这些前提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条件的改变而得出不同评估结果的责任。

十、评估过程

（一）预计未来现金流量的现值

在持续经营前提下，我们采用收益法对预计未来现金流量的现值进行了测算。即按照企业资产组保持现有状态在有限年期内（2020年～2024年）经营过程中所产生的预计未来现金流量（EBITDA），选择恰当的折现率（税前）对其进行折现后的金额加以确定。

1、评估方法简介

现金流量的现值（即收益法）是基于一种普遍接受的原则。该原则认为一个企业的整体价值或资产组价值可以用企业或资产组未来现金流的现值来衡量。收益法评估中最常用的为折现现金流模型，该模型将资产经营产生的现金流用一个适当的折现率折为现值。

运用收益法，即运用现金流的折现法通常分为如下四个步骤：

（1）预期未来一段有限时间的正常经营净现金流量；

(2) 采用适当折现率将现金流折成现值，折现率应考虑相应的形成该现金流的风险因素和资金时间价值等因素；

(3) 确定该有限时间段后（永续期）的资本性支出；

(4) 将现金流现值相加，确定资产组的市场价值。

收益法的基本计算原理可由下式推导出：

$$R = \frac{P_1 - P_0 + DCF_1}{P_0}$$

其中：

R：为期望投资回报率；

P₀：为期初投资市场价值；

P₁：为一年后投资的市场价值；

DCF₁：为第一年年内的经营现金收益。

由上述公式我们可以得出下式：

$$P_0 = \frac{DCF_1}{1+R} + \frac{P_1}{1+R}$$

上述公式的含义是期初投资的市场价值等于第一年持有投资的经营现金收益的现值加期末投资市场价值的现值。

将上式进一步推广可以得到下列一般公式：

$$P_0 = \frac{DCF_1}{1+R} + \frac{DCF_2}{(1+R)^2} + \frac{DCF_3}{(1+R)^3} + \Lambda + \frac{DCF_n}{(1+R)^n}$$

$$\text{或： } P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{DCF_i}{(1+R)^i}$$

上式实际上是收益法评估的基本公式，该基本公式可以解释为期初投资的市场价值等于存续持有期间经营现金收益的现值和加上期末终值的现值。n为经营年限，本次评估假设资产组收益期为永续。

评估中通常采用自由现金流折现模型。对于全部投资资本，上式中

DCF=EBITDA-资本性支出-营运资金追加额

=净利润+所得税+利息支出+折旧及摊销-资本性支出-营运资金追加额

=主营业务收入-主营业务成本-税金及附加-期间费用(销售费用、管理费

用、财务费用)+利息支出+折旧及摊销-资本性支出-营运资金追加额。

2、财务报表的审查与调整

所谓财务报表的审查与调整是指评估人员对被评估企业提供的财务报表进行必要的审查，对其资产和收益项目根据评估的特殊需要进行必要的分类或调整。

由于本次评估对象为Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司的主营业务经营性资产所形成的资产组，涉及的资产范围为委托人指定的Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司2019年12月31日的资产负债表所反映的全部主营业务经营性非流动资产组成的资产组，因此需将非主营业务经营性资产排除。

非经营性资产在这里是指对上述主营业务没有直接“贡献”的资产。企业不是所有的资产对主营业务都有直接贡献，有些资产可能对主营业务没有直接“贡献”，如非控制的长期股权投资、在建工程及一些闲置资产等。企业的长期投资是企业将自身的资产通过让渡给其他人拥有或使用，而收取投资收益。上述投资收益与自身的主营业务没有直接关系，因此作为针对企业主营业务来说为非经营性资产。非经营性资产的另一种形态为暂时不能为主营业务贡献的资产或对企业主营业务没有直接影响的资产，如在建工程、长期闲置资产等。

3、宏观和行业发展状况及发展趋势分析

(1) 宏观分析

2019年以来，全球宏观经济整体上呈疲弱态势。美欧日等主要发达经济体经济进一步放缓，多数新兴经济体经济增长也出现放慢迹象。分领域看，世界工业增长低缓，贸易表现低迷，影响世界经济增长的不确定因素依然较多，下行压力持续加大。

国际货币基金组织已连续多次下调全球经济增长率。最新报告已将2019年全球经济增速预期下调至3%，为2008年国际金融危机以来最慢增速，也是2017年以来最严重下降。国际货币基金组织多次强调关税壁垒冲突上升、贸易和地缘政治风险不确定性以及发达经济体结构性因素导致了全球经济下行压力在2019年凸显。

IMF全球经济与贸易增长预测

	2018	2019E	2020E
全球产出	3.6	3	3.4
发达经济体	2.3	1.7	1.7
美国	2.9	2.4	2.1
欧元区	1.9	1.2	1.4
日本	0.8	0.9	0.5
英国	1.4	1.2	1.4
新兴市场和发展中经济体	4.5	3.9	4.6
中国	6.6	6.1	5.8
印度	6.8	6.1	7
世界贸易额（货物和服务）	3.6	1.1	3.2
进口			
发达经济体	3	1.2	2.7
新兴市场和发展中经济体	5.1	0.7	4.3
出口			
发达经济体	3.1	0.9	2.5
新兴市场和发展中经济体	3.9	1.9	4.1

数据来源：IMF、钢联数据

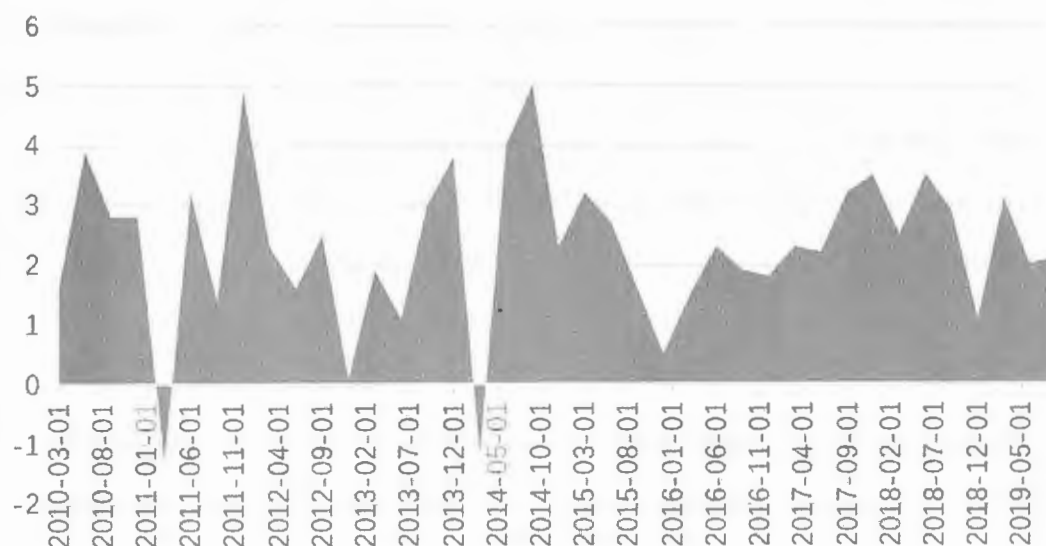
随着近期美国和各国的经济和贸易动向让人感到些许安慰，全球经济放缓趋势正在改善。

1) 美国：经济从“一枝独秀”到持续放缓

2018年，全球经济下行的同时，美国经济“一枝独秀”；但自2019年以来，美国经济开始持续放缓，相对强势的表现正逐步弥合，美联储货币政策也经历了“加息&缩表-停止加息-降息&重新扩表”的大转向。与此同时，期限利差倒挂、企业债务高企、失业率创新低、贸易形势缓和、美国大选在即等因素交织下，市场对于美国经济及美联储货币政策的判断产生较大分歧。

根据美国国家经济研究局（NBER）发布的调查显示，截至今年12月为止，美国经济持续扩张已达126个月，创下美国经济史上扩张最长纪录。而自2010年初到2019年12月底的这十年间，也是美国从未出现经济衰退的首个十年纪录，出乎不少经济学家们的意料。

美国不变价GDP：年化环比（季）



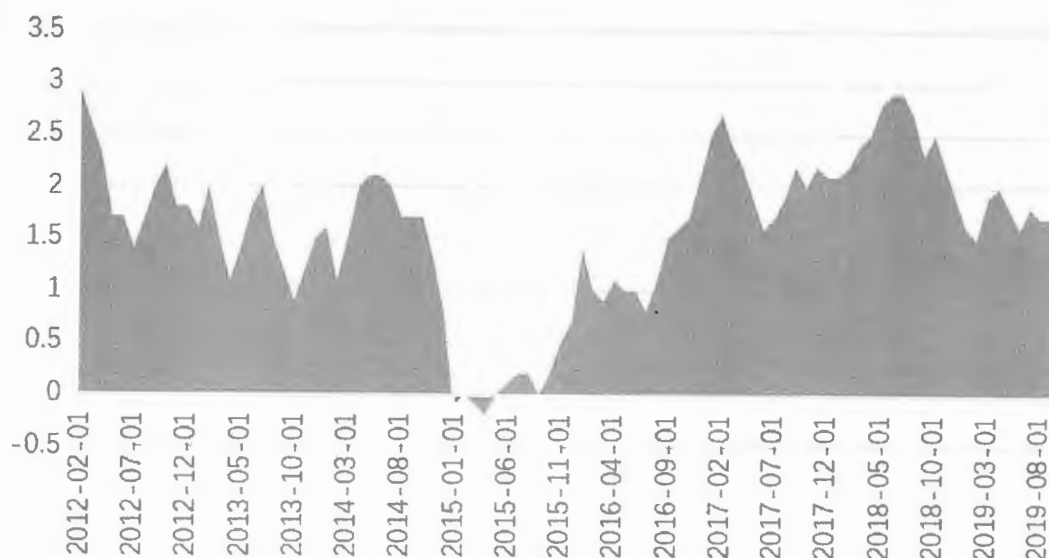
12月20日公布的美国第三季度实际GDP年化季率终值录得2.1%，前值和预期都为2.1%；同时公布的美国第三季度核心PCE物价指数年化季率终值录得2.1%，预期为2.1%，美国第三季度实际个人消费支出季率终值录得3.2%，前值和预期都为2.9%。

美国第三季度经济增速有所提高，并且有迹象表明，在强劲的劳动力市场的支撑下，年末经济或多或少保持了适度的增长速度，夏季时金融市场对经济衰退的担忧已经消退。

经济学家对美国第四季度GDP年化增长率的预期从最低的1.3%到最高的2.3%不等。尽管美国经济增长一直都相对表现强劲，但经济学家预计，今年的经济增速不会实现美国现任政府3.0%的目标。

在通胀层面，尽管通货膨胀率小幅上升，但美国11月通胀依旧疲软，美联储作为政策参考依据的核心PCE物价指数仍低于目标水平。

美国CPI: 同比 (月)



在过去的一年里,美国整体CPI略有下降。截至10月的12个月平均为1.79%,从2018年11月至2019年4月的6个月平均为1.85%,为1.73%。从去年11月的2.2%到今年2月的1.5%,今年的增长幅度为0.7%,但这两个数据都来自上半年,而5月至10月的下半年增长幅度仅为1.6%至1.8%。

美国11月个人消费支出(PCE)物价指数环比增长0.2%,与预期和10月前值一致;同比增长1.5%,略高于预期的增幅1.4%和前值1.3%。剔除波动较大的食品和能源后,核心PCE物价指数环比增长0.1%,与预期和前值一致;同比增长1.6%,与前值趋同,并高于预期增幅1.5%。

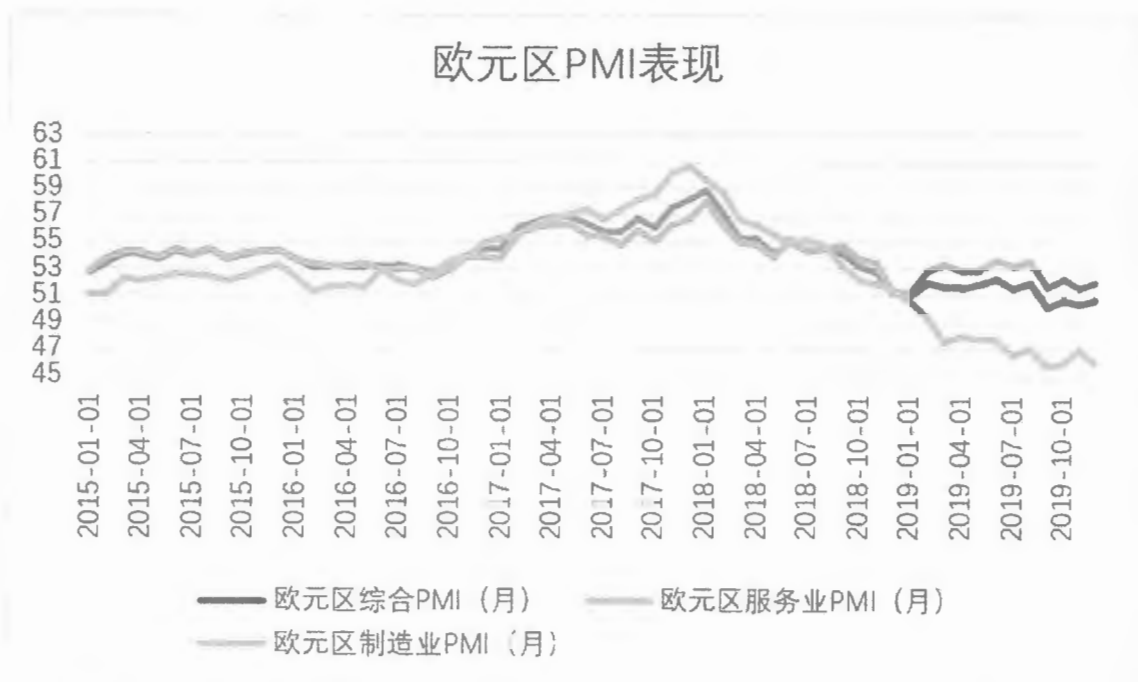
虽然消费者支出在劳动力市场的助力下保持良好,通胀低迷、制造业疲软、商业投资回撤、全球经贸环境不明朗,依旧是美国经济面临的风险。

12月美联储预测2020和2021年美国实际GDP增速分别为2.0%、1.9%,但最终实际情况可能大幅低于预期。一旦经济出现明显的放缓迹象,美联储将迅速调整其政策立场以及对经济前景的评估,并采取进一步宽松的措施。

2) 欧元区: 经济表现2013年来最差

2019年临近结束,但欧元区私营经济部门增长仍近乎陷于停滞,工厂生产也饱受贸易不确定性的打击。12月16日,欧元区公布的12月制造业采购经理人指数

(PMI)初步估值不及市场预期,且低于上月水平。分析人士指出,这给欧元区制造业走出衰退蒙上了阴影,2020年欧元区经济前景不容乐观。

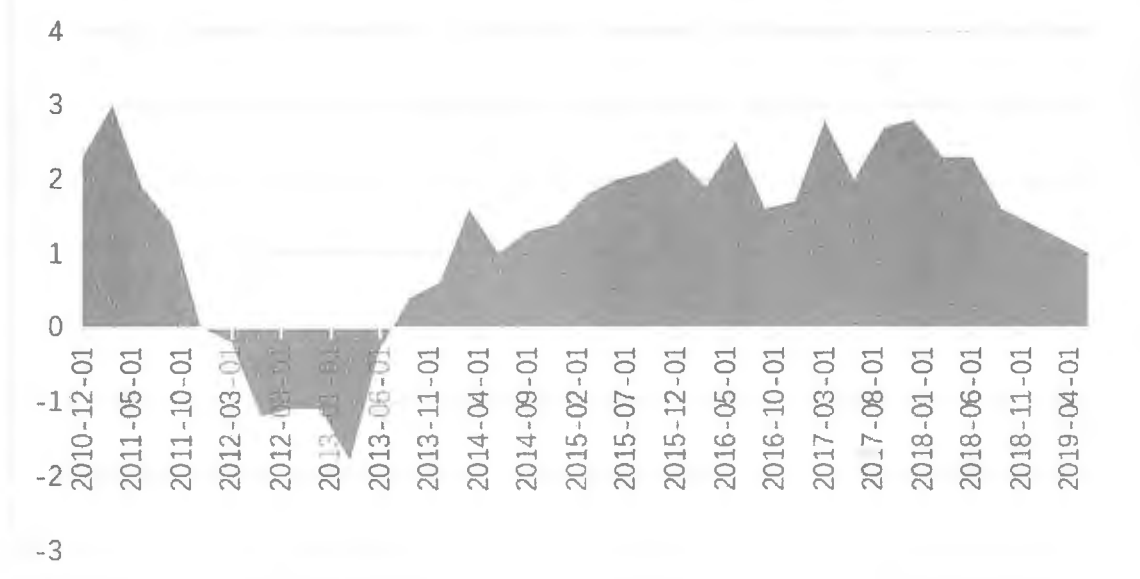


欧元区12月制造业PMI初值由11月的46.9降至45.9,暴跌至两个月新低,同时也低于市场预期的47.3,为连续第11个月低于象征景气荣枯线的50。虽然欧元区制造业衰退加剧,但服务业表现令人稍感欣慰。12月服务业PMI初值由11月的51.9劲升至52.4,为四个月以来最高,超越市场预估的52。

欧洲央行12月12日召开今年最后一次货币政策会议,决定维持欧元区关键利率及相关前瞻性指引不变,继续实施9月推出的一揽子宽松货币政策。在欧元区经济增长和通胀持续疲软的背景下,明年欧洲央行货币政策转向的可能性较低。

欧洲央行发布的12月经济报告指出,尽管三季度欧元区0.2%的经济增速略高于此前预期,但全球贸易依然低迷、各种不确定因素依然持续,经济疲弱状况将延续至四季度及2020年初。欧央行预计2019年欧元区经济增速为1.2%;2020年将略降至1.1%,较9月的预测值下调0.1个百分点;2021年和2022年有望加快至1.4%。

欧元区不变价GDP：同比（季）



欧洲央行预计2019年欧元区通货膨胀率为1.2%；2020年为1.1%，上调0.1个百分点，主要考虑了近期原油价格上涨的变动；2021年和2022年通胀率将缓慢上涨至1.4%和1.6%。

由于预期财政政策将有所放宽，欧央行预计2020年和2021年欧元区财政赤字率分别为0.9%和1.1%，均上调0.1个百分点；政府债务占GDP的比重分别为83.4%、82.3%，上调0.9个和1.1个百分点。

3) 日本：下行压力持续累积

2019以来，日本出口低迷，对其经济造成很大压力，“安倍经济学”的作用正在减弱。前不久，其出台了一项超2000亿美元的刺激计划，且通过了2020年规模创纪录的预算案。尽管如此，机构对于日本2020年的经济前景，仍然感到不乐观。

过去两个月的数据显示，这个全球第三大经济体遭受了双重打击。出口正在下降，这一趋势由贸易问题引发。此外，日本将消费税从8%提高到10%后，日本国内零售商的日子也不好过。

日本CPI及失业率表现



日本内阁府发布的修正数据显示,今年第三季度日本实际国内生产总值(GDP)按年率计算增长1.8%,低于二季度的2.0%和一季度的2.6%。

日本总务省12月20日发布的统计报告显示,今年11月日本剔除生鲜食品后的核心消费价格指数(CPI)为102.2,比去年同期上升0.5%。据总务省推算,如果排除消费税上调和日本10月起实行的幼儿教育、保育服务无偿化政策影响,11月核心CPI实际同比涨幅仅为0.2%,是两年多以来的最低值。

新兴市场主要经济体制造业PMI



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

为使日本经济摆脱通货紧缩风险，日本政府和央行于2013年1月确立了2%的通胀目标。日本央行行长黑田东彦希望通过实施超宽松货币政策，用两年左右完成这一任务。但六年多过去了，日本距离2%的通胀目标仍然遥远。

迫于经济放缓的压力，12月初，日本首相宣布了一项用于支持经济增长的刺激计划。值得一提的是，这份计划总规模约26万亿日元。计划草案称，该计划将使实际经济增长提高约1.4个百分点，会在未来数年内实施并发挥提振经济的作用。但是，日本经济因消费税上调而受到的伤害，却需要一段时日来恢复，大规模的刺激措施，可能并不能让日本经济在2020年就恢复元气。

IMF将全球第三大经济体2019年的增长预期从0.9%下调至0.8%。IMF表示，日本明年的经济增速将进一步放缓至0.5%，与该国的潜在增长率相匹配。

IMF称日本或面临的下行风险包括，弱于预期的全球经济增长、日元升值、低利率环境下银行和保险公司增加投资所带来的金融市场波动加剧。

3) 新兴经济体：“鸽声”嘹亮

2019年，新兴经济体国家普遍“鸽声嘹亮”。印度央行先后降息五次，幅度高达135个基点；巴西央行连续降息四次，幅度为200个基点；俄罗斯央行也先后五次降息；马来西亚、新西兰和菲律宾等多国央行更是开启了2016年以来的首次降息。

新兴市场对宽松货币政策的拥护表明，随着美国和欧元区等发达地区的央行因担心没有进一步降息的空间而退居二线之际，新兴市场仍有能力来支撑其需求。

国际货币基金组织（IMF）预测，明年新兴市场和发展中国家的消费者价格将上涨4.8%，低于2011年的7%。在美联储（FED）推迟进一步放松货币政策之际，从俄罗斯到土耳其的新兴市场国家却都在降低利率，此举可能提振全球经济。12月13日，俄罗斯央行年内连续第五次降息，并表示，由于通胀率继续低于目标水平，它将考虑在明年上半年采取更多行动。12月12日，土耳其和乌克兰央行则均将基准利率下调了200个基点。巴西将关键利率降低了0.5个百分点至历史低点4.5%。而远高于预期的通胀飙升，是印度央行12月意外暂停降息的原因。今年以来，印度央行已连续5次降息，降息幅度达135个基点。巴西央行正在结束货币宽松周期，其基准利率已降至4.5%的历史最低水平。尽管投资者仍在争论该利率是否会再下

调25个基点，但他们大多认为，到2020年底，该利率应该会维持在当前水平不变。至少在未来几年，巴西的通胀预期仍将保持在官方目标之内。在经历了近三年令人失望的经济表现后，这个拉美最大经济体的增长势头也在增强，但复苏依然缓慢。

近期新兴市场经济数据表现出比较好的走势，许多国家的PMI已经出现了一定的企稳回升迹象。基于降息对经济的提振、全球贸易问题出现一定程度的缓解等因素，新兴市场在2020年整体表现或向好。

4) 中国经济分析

① 房地产投资快速增长，基建、制造业低速增长

2019年1-11月份，全国固定资产投资（不含农户）533718亿元，同比增长5.2%，较上年同期回落0.7个百分点。

基建方面：2019年1-11月，我国基础设施投资同比增长4%，增速较上年同期提高0.3个百分点。基建投资增速仍处于历史较低水平，主要以下几个原因：今年减税降费力度较大，财政收支平衡压力突出，对基建资金支持不足；在地方政府隐性债务受到严控的局势下，今年允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，但基建项目营利性较低，专项债拉动效果并不明显。

房地产方面：2019年房地产开发投资快速增长，商品房销售低速增长。2019年1-11月，房地产开发投资同比增长10.2%，增速较上年同期高0.5个百分点；商品房销售面积同比增长0.2%，增速较上年同期低1.2个百分点。

中原地产研究中心统计，今年全国房地产调控次数已达575次，远超去年全年450次。受房住不炒和棚改退潮影响，房地产销售景气度下滑，三四线城市降温相对明显。不过，销售端尚未明显传导至投资端，主要是去年房企土地购置增长较快，今年增加施工强度追赶工期，支撑房地产投快速增长。

制造业方面：2019年制造业投资增长低迷，主要是企业效益不佳，降低企业投资热情。2019年1-11月，制造业投资同比增长2.5%，增速较上年同期回落7个百分点。

2019年1-11月我国制造业增加值同比增长5.9%，增速较上年同期回落0.7个百分点。2019年1-10月，制造业利润总额41291.4亿元，同比下降4.9%。今年企业仍

处于“去库存”周期，供需两弱，价格不振，效益不佳，影响投资积极性。不过，高技术产业呈现快速发展。

②工业生产存在下行压力，高技术制造业保持较快增长

今年外部环境依然复杂，国内经济结构性矛盾突出，工业生产存在下行压力。2019年1-11月，全国工业增加值同比增长5.6%，增速较上年同期回落0.7个百分点。今年采矿业生产增速回升，但制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业生产增速放缓。

2019年1-11月，采矿业增加值同比增长4.9%，增速较上年同期提高2.8个百分点。其中，黑色金属矿增加值同比增长13.3%。制造业增加值同比增长5.9%，增速较上年同期回落0.7个百分点。装备制造业增加值增速低于上年同期。计算机电子、专用设备、通用设备、汽车等行业增速分别为8.9%、7.0%、4.1%、0.7%，分别较上年同期回落4.5、3.7、3.2和5.2个百分点。高技术制造业增加值同比增长8.9%，增速高于全部规模以上工业。医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业同比分别增长12.6%、10.8%，增速均明显高于全部规模以上工业。

③消费增长快于投资增长，消费升级态势持续

2019年1-11月份，社会消费品零售总额372872亿元，同比增长8.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额337951亿元，增长9.0%。汽车类零售总额同比下降1.1%，拖累总体消费增速。从内部结构看，日用品类保持比较快的增长，消费升级态势也在持续，像化妆品类商品和体育娱乐用品商品销售分别增长了16.8%和20.1%，居民消费总体还是比较活跃的。同时，当前消费从过去的以实物消费为主逐步向更多的服务消费方向转变。初步核算，目前服务消费占到全部居民最终消费支出比重大概50%左右。消费的发展对中国经济拉动作用将越来越明显。

④我国外贸出口呈现较强韧性

2019年1-11月份，我国货物进出口同比增长2.4%。其中，出口同比增长4.5%；进口同比持平。在全球贸易保护主义升温，全球经济增长放缓的背景下，我国外贸出口仍维持正增长，体现较强韧性。

2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，预计中国经济增长保持在6%左右。（以上摘自中国经济形势报告网）

(2) 行业分析

1) 全球牛肉市场

根据美国农业部数据，全球牛存栏量在2014年最高实现10.08亿头，但2015年存栏量数据下滑2.85%。之后几年，存栏量逐渐恢复，2018年存栏量达到10.0亿千头，到2019年存栏量数据将接近到2014年水平。

2014-2019年全球肉牛存栏量走势

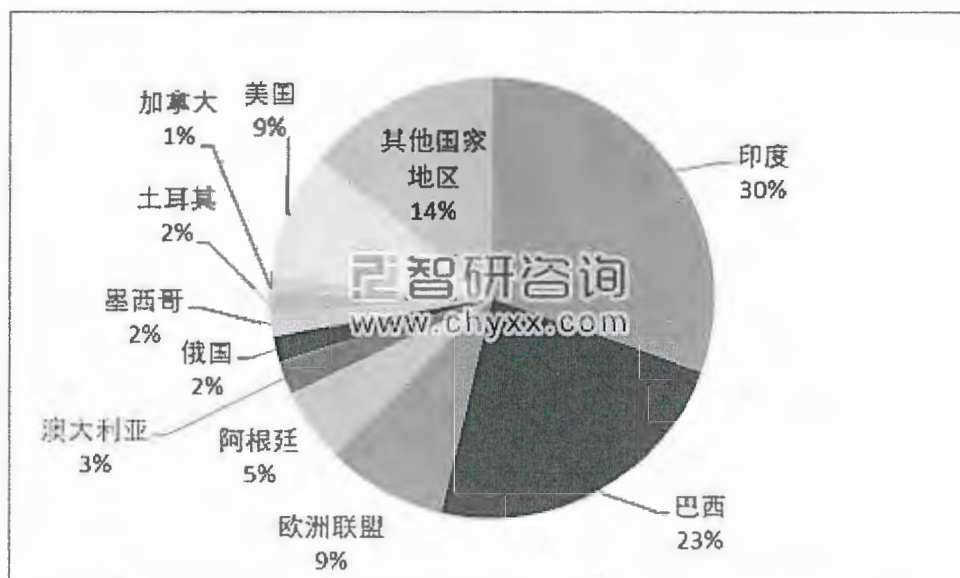


注：截止到每年10月为一个统计财年。

资料来源：USDA

2018年主要的肉牛存栏量国家中，印度全球肉牛存栏量数据最高，占比高达30%，巴西第二，占比23%，以后依次为欧盟、阿根廷、澳大利亚。

2019 年全球肉牛存栏量分布情况



资料来源：USDA

预计到2020年印度存栏量为3.1亿头，巴西2.4亿头，欧美0.9亿头。

2012-2019年全球主要国家牛存栏量统计（千头）

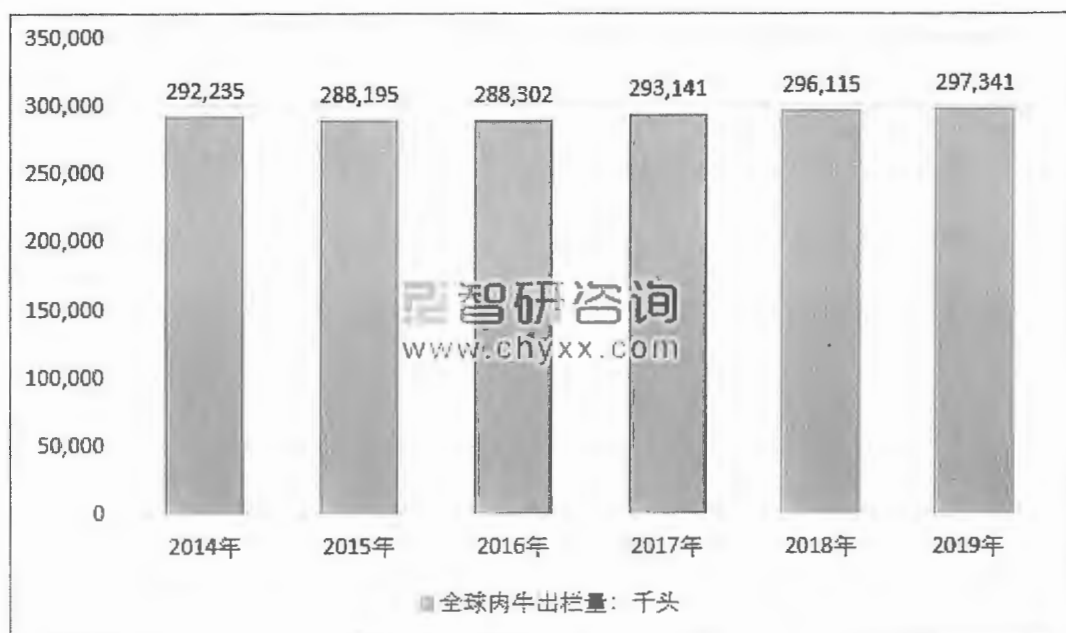
国家	2014	2015	2016	2017	2018	2019
印度	300,600	301,100	302,600	303,600	305,000	306,500
巴西	207,959	213,035	219,180	226,045	232,350	238,150
欧洲联盟	87,619	88,106	89,152	89,152	88,439	87,290
阿根廷	51,545	51,545	52,565	53,515	53,715	54,215
澳大利亚	29,291	29,102	27,413	24,971	25,500	25,200
俄国	19,564	19,152	18,879	18,638	18,564	18,500
墨西哥	17,760	17,120	16,615	16,190	16,584	16,815
土耳其	14,533	14,345	14,128	14,222	14,500	14,990
加拿大	12,050	11,610	11,610	11,535	11,575	11,520
其他	75,956	44,598	44,152	44,311	44,353	44,383
美国以外其他国家	919,877	890,193	896,569	901,652	907,430	912,263
美国	88,526	89,143	91,918	93,705	94,399	95,000
总计	1,008,103	979,636	988,187	995,357	1,001,829	1,007,263

资料来源：USDA

全球肉牛畜出栏量数据变化趋势类似与存栏量数据，在2015年出现短期小幅下滑之后，全球肉牛出栏量一直维持着增长的趋势，2018年实现2.96亿头，2019年增长至2.97亿头。

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: bfyas@ien.com.cn 邮编：100053

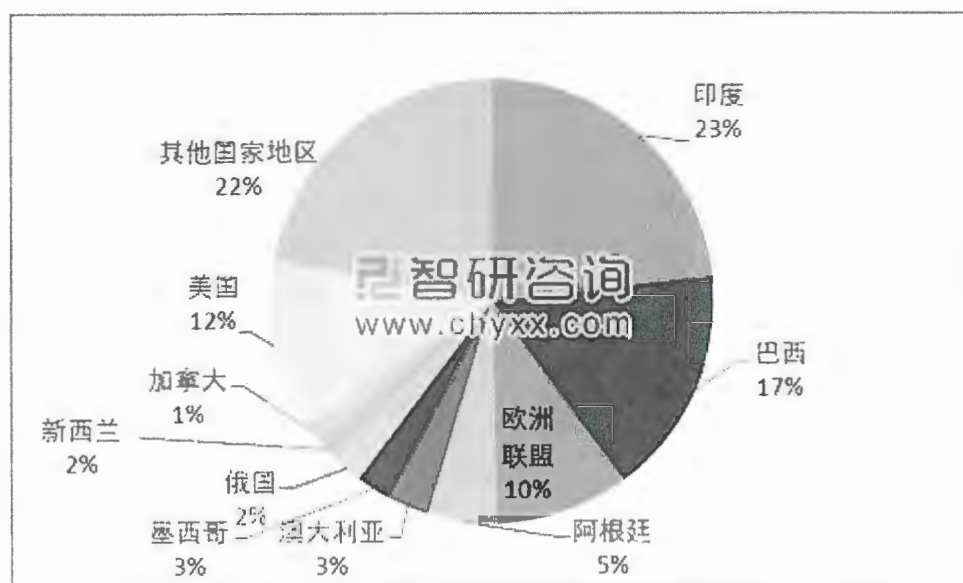
2014-2019 年全球肉牛出栏量走势



资料来源：USDA

全球肉牛出栏量分布集中度较存栏量数据更低，出栏量CR3为50%，存栏量CR3为62%。

2018 年全球肉牛出栏量分布情况



2019年印度出栏量达到0.69亿头，巴西0.507亿头，欧盟轻微下降0.289亿头。

2014-2019年全球肉牛出栏量（千头）

国家	2014	2015	2016	2017	2018	2019
印度	66,000	67,000	67,500	68,200	68,700	69,000
巴西	49,600	48,220	48,250	48,735	49,500	50,700
欧洲联盟	29,280	29,900	30,100	29,180	29,000	28,900
阿根廷	13,300	14,200	14,000	14,200	14,700	14,300
澳大利亚	11,063	9,394	6,600	9,050	9,000	8,800
墨西哥	6,750	6,850	7,100	7,485	7,700	7,900
俄国	6,670	6,620	6,600	6,705	6,700	6,760
新西兰	5,440	5,040	5,060	4,728	4,850	4,766
加拿大	4,496	4,198	4,272	4,358	4,340	4,340
美国以外其他国家	258,713	254,108	253,209	257,333	259,615	260,666
美国	33,522	34,087	35,093	35,808	36,500	36,675
总计	292,235	288,195	288,302	293,141	296,115	297,341

资料来源：USDA

肉牛出栏率是肉牛每年出栏量在存栏量中所占的百分率，这个指标经常用来反应一个国家或地区，肉牛养殖产业发展水平。

从总体数据看，全球出栏率数据总体维持着上升的趋势，说明肉牛养殖产业化水平稳步提升。

2012-2017年全球肉牛出栏率走势图

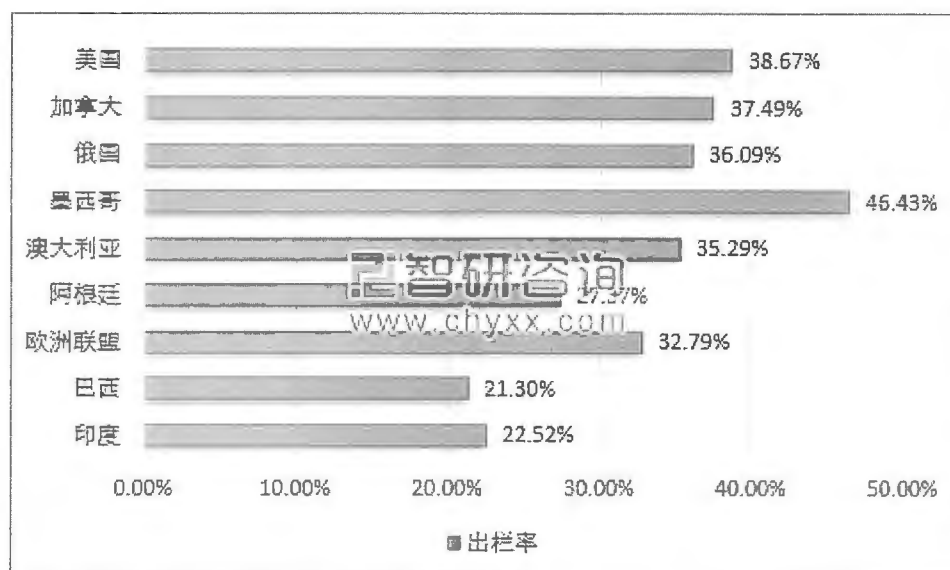


资料来源：USDA

从国家地区数据来看，墨西哥拥有较高的出栏率，达到46.43%，其次为美国38.67%，加拿大37.49%，俄国36.09%。

而印度与巴西出栏率分别为22.52%，21.305%，显示出较大的反差，在存栏量与出栏量数据方面，两个国家居于首位，而两者的出栏率的数据却排名靠后。这正说明，两国虽然在规模方面具有明显优势，但在肉牛养殖产业化，专业化方面却存在明显的劣势。

全球主要国家肉牛出栏率对比分析



资料来源：USDA

2) 2020 年全球牛肉市场展望

2019年末的时候业内都十分看好2020年牛肉市场的前景，但是2020年第一个月的种种迹象表明，市场情况可能会很快发生变化。美国和中国之间的贸易协定，以及一种公共卫生流行病——新型冠状病毒肺炎（Corona Virus）将在今年左右中国牛肉市场。美国经济将在2020年陷入衰退。而欧盟仍将坚持自己的传统——一次制定近十年的预算，但是英国退欧事件是其中一个重要的不稳定因素；其他发展中国家尤其是中东的不稳定，将给世界经济和贸易带来更大的挑战。

①美国

2019年，尽管来自其他蛋白质来源的竞争加剧，但美国牛肉市场需求仍然保持稳定。预计2020年美国牛肉出口将增长6%，国内需求将依旧保持强劲。然而，

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: bfysh@ien.com.cn 邮编：100053

如果美国经济陷入衰退，这可能会对消费市场产生连锁反应。美国农业部评论员表示：业内均比较担心澳大利亚干旱及大火对美国进口的澳洲牛肉有影响，但实际上这只占美国市场总量很小的一部分。美国也是一个主要的牛肉出口国，新的中美第一阶段贸易协定对牛肉出口的规定更加宽松，虽然还有许多细节尚未敲定，但中国已经同意扩大其进口美国牛肉的份额。鉴于中国消费者对美国牛肉的喜爱，如果价格上具有一定的竞争力，那么美国牛肉将在2020年对中国市场产生巨大的影响。

②澳大利亚

澳大利亚的森林大火持续不断，给澳大利亚的土地造成了巨大的破坏，这也导致了牲畜供应的收紧，因此澳大利亚上了全球各个国家的头条新闻。澳大利亚的火灾面积相当于纽约中的曼哈顿，各个报道中展示了大量牛群无草可吃的惨烈照片。森林大火给居民的生活也造成了巨大的障碍。据媒体广泛报道，有10亿动物在大火中丧生，保守的估计是，澳大利亚的牛肉产量将下降5%。

由于国际贸易受到澳大利亚牛群数量和生产情况的影响很大，而澳大利亚想要维持当前贸易水平将非常困难，从而为新西兰等其他牛肉出口国家提供了占据一定市场份额的机会。一些牛肉进口国家，比如美国，甚至中国，已经在考虑其他的进口肉源。

③南美洲

巴西的生态环境在2019年也经历了巨大的破坏。由于博尔索纳罗总统的民族主义政策，他坚持开发亚马逊雨林地区用于农作物和牛的生产，措施越来越激进。这意味着巴西牛肉产量在2020年将至少增长3.5%，中国很可能会消纳他增加出来的大部分产能。但是由于博尔索纳罗对保护亚马逊雨林的意向不强，使巴西与欧盟的关系陷入僵局，这可能导致欧盟拒绝与南共市（由巴西、阿根廷、巴拉圭和乌拉圭组成）达成贸易协议。但博尔索纳罗不太可能改变政治方向，而巴西也正在努力在世界农业贸易上成为一个更重要的角色。

因为中国的需求十分强劲，其他南美国家，特别是阿根廷和乌拉圭，也将成为中国的重要供应国。

④欧洲联盟

欧盟是一个非常重要的牛肉消费市场，但有强烈迹象表明，整个西欧的牛肉消费正在下降。新的消费习惯，特别是在年轻人中，肉类消费一直在低水平徘徊，这直接影响到欧洲的需求。以英国为例，2019年牛肉需求下降了10%，部分是因为饮食习惯的改变，部分是因为经济问题。

在欧盟严格的食品安全标准和生产要求的规范下，欧洲生产商无法在成本和规模上与南美地区的生产商展开竞争，而欧盟对中国出口基数较低，预计2020年将有所增长，但是在中国取得的贸易增量，仍无法弥补整个欧洲大陆由于需求降低产生的缺口。另外，俄罗斯牛肉已经获准出口到中国，成为第26个有资格向中国出售牛肉的国家。

⑤中国

如果不提及非洲猪瘟对国内市场的影响，就不可能准确的判断中国的牛肉需求前景。根据荷兰合作银行（Rabobanks）的第四季度牛肉报告，猪肉短缺不仅将消费者推向了包括牛肉在内的其他蛋白质，而且其他肉类价格上涨意味着牛肉价格相对低廉。2018年10月，牛肉零售价格为猪肉价格的2.8倍。2019年10月，仅为0.6倍。中国国内肉牛产业显然尚未完全做好飞速发展的准备，以追赶2020年中国牛肉市场需求的巨大增长速度。

因此，从中国的角度来看，由于猪肉价格的上涨，牛肉与猪肉相比，性价比更高，牛肉消费增长的强劲势头似乎还会持续。但是，考虑到新型冠状病毒肺炎对国内经济的冲击，相对于前几年一季度的消费额度，今年一季度消费额预计会大幅下降。有人估计春节期间损失了1万亿元人民币。封锁持续的时间越长，人们呆在家里的时间越长，对牛肉市场的负面影响就越大。进口到中国的牛肉在很大程度上依赖于零售/酒店和餐厅。要弄清这种病毒的真正影响可能还需要几个月的时间，但它肯定会降低或抑制今年中国牛肉的总消费量。

综上所述，世界上都在面对动物蛋白的供应缺口，而南美正处于左右这个市场供给的最有利位置。什么因素可能影响这种情况？在需求方面，如果到2020年第三季度或第四季度生猪数量恢复，牛肉的性价比自然会下降。另外，由于中美

贸易挑战不断，再加上正好赶上美国临近大选，中国经济可能也会受到一定的影响。

在供给方面，气候变化、政治动荡或国际压力都可能会对巴西的农牧业扩张模式产生影响，但估计在2020年的影响不大，可能要过几年才能扭转博尔索纳罗的亚马逊扩张政策。

中国国内牛肉产量增长的潜力仍然非常巨大。几年内中国牛肉市场还是会飞速发展的，现在进入中国牛肉市场仍然是好时机。

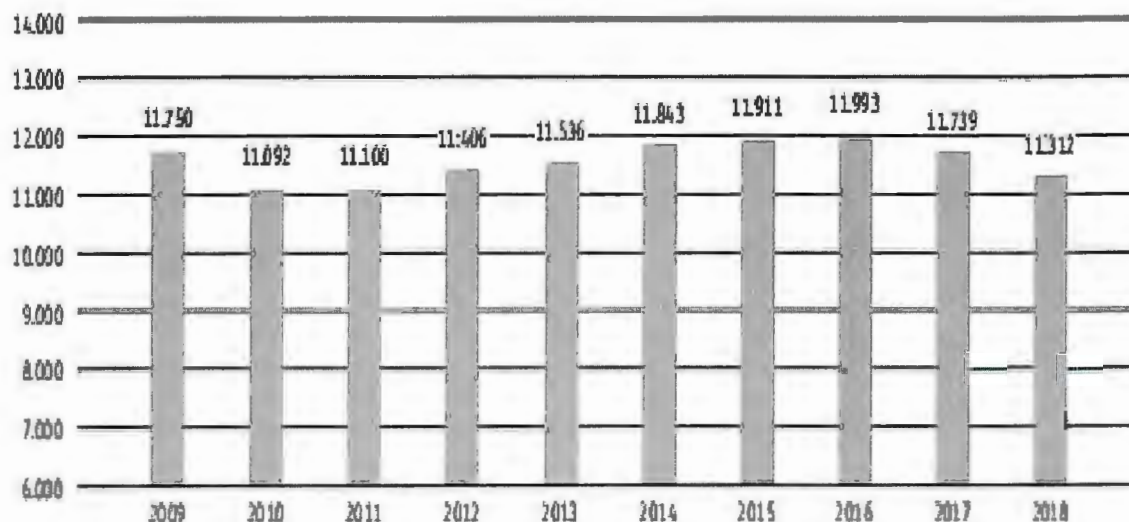
3) 乌拉圭行业状况

乌拉圭是处于南美东南边的国家。人口343万人，1.8万人生活在首都蒙得维的亚及其周边地区。约88%的人口是欧洲移民。人均国内生产总值约\$15,000美元，该国的贫穷率较低（占9.7%的人口），社会贫富差距（基尼指数：42）低于其他拉丁美洲国家。

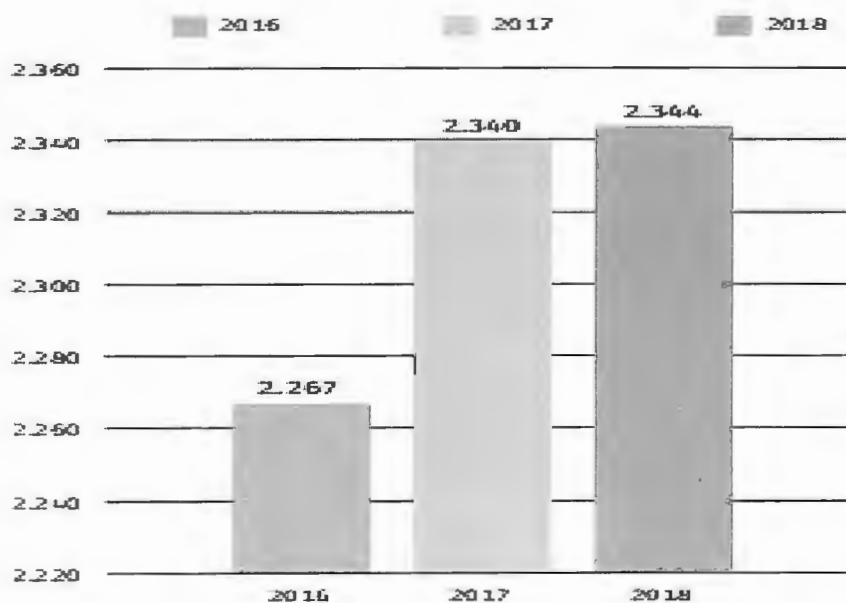
乌拉圭牛羊养殖场占地170万公顷，几乎为国土面积的96%，养牛业是乌拉圭畜牧业的主题，存栏量维持在1200万头，牛存栏量/人口为3.6/1。

牛品种	千头					
	2016	%	2017	%	2018	%
公牛	174	1,5	174	1,5	174	1,5
母牛	4.215	35,1	4.295	36,6	4.258	37,6
育肥母牛	490	4,1	451	3,8	480	4,2
1-2年阉割牛	1.095	9,1	987	8,4	846	7,5
2-3年阉割牛	884	7,4	787	6,7	662	5,9
大于3年阉割牛	573	4,8	569	4,8	483	4,3
1-2年小母牛	1.293	10,8	1.255	10,7	1.181	10,4
大于2年小母牛	568	4,7	519	4,4	469	4,1
小牛	2.702	22,5	2.702	23,0	2.758	24,4
共计	11.993	100,0	11.739	100,0	11.312	100,0

乌拉圭牛家畜存栏 千头 2009-2018



乌拉圭牛屠宰头数 千头 2016-2018情况如下:

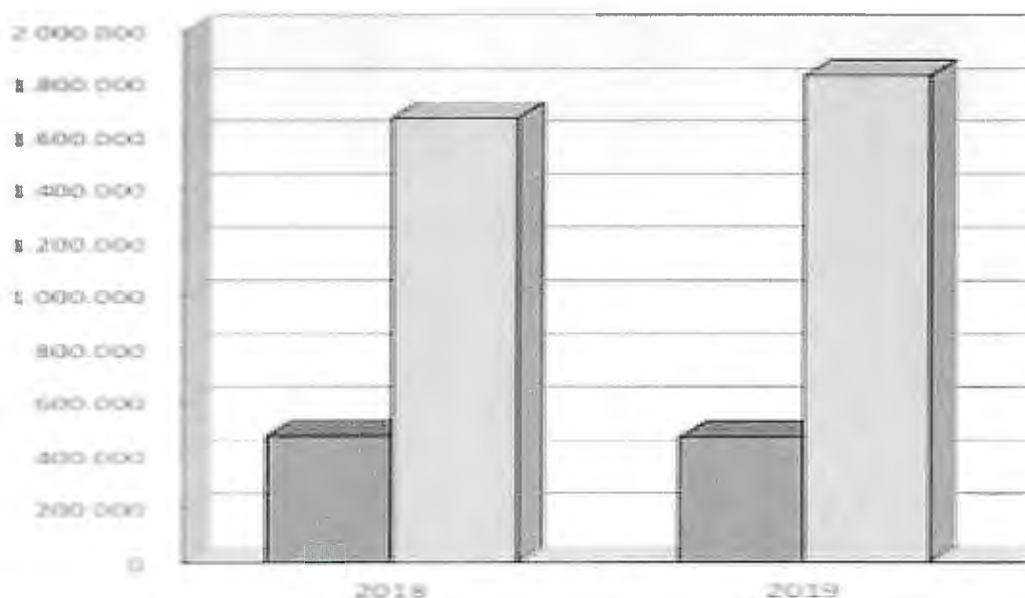


乌拉圭牛屠宰2018 - 按屠宰场

2018各屠宰场屠宰头数	阉牛	母牛	小牛	公牛	共计
BREEDERS PACKERS URUGUAY S.A.	114.361	75.286	1	1.528	191.176
FRIGORIFICO LAS PIEDRAS S.A.	136.772	43.710	56	606	181.144
FRIGORIFICO TACUAREMBO S.A.	98.376	77.628	71	3.779	179.854
FRIGORIFICO CANELONES S.A.	61.616	100.252	13	2.004	163.885
FRIGORIFICO CARRASCO S.A.	64.392	94.171	8	1.302	159.873
INALER S.A.	67.293	64.773	33	1.010	133.109
ONTILCOR S.A. (FRIG. MATADERO PANI	80.542	47.179	1.616	1.611	130.948
ESTABLECIMIENTOS COLONIA S.A.	56.105	58.607	130	2.206	117.048
PULSA S.A.	47.539	63.568	40	1.154	112.301
FRIGORIFICO SAN JACINTO-NIREA S.A.	56.082	49.404	4	1.052	106.542
CLEDINOR S.A.	46.983	36.630	40	768	84.421
CHIADEL S.A.	45.121	33.127	68	715	79.031
BILACOR S.A.	46.449	31.455	73	553	78.530
FRIGORIFICO CASABLANCA S.A.	24.493	51.146	711	583	76.933
LORSINAL S.A.	39.026	33.116	182	1.198	73.522
ERSINAL S.A.	45.071	25.665	134	937	71.807
SIRSIL S.A.	27.627	41.120	79	522	69.348
COPAYAN S.A.	12.207	40.023	306	580	53.116
FRIGOCERRO S.A.	3.473	26.350	58	3.360	33.241
RONDATEL S.A.	7.411	23.467	24	1.150	32.052
ARROYAL SOCIEDAD ANONIMA	4.582	21.944	4.453	322	31.301
ARDISTAR S.A.	7.026	21.074	1.663	16	29.779
SUC. CARLOS SCHNECK S.A.	534	23.593	290	4.257	28.674
SOMICAR S.A.	691	19.262	74	385	20.412
SIMPLIFY S.A.	577	17.501	716	59	18.853
OFERAN S.A.	4.493	12.810	16	115	17.434
CLADEMAR S.A.	427	13.443	-	158	14.028
CRAVEA LEMA MIRIAN ZULMA	2.385	3.823	4.682	17	10.907
MATADERO LOS OLIVOS SOC. COL.	2.674	5.130	943	292	9.039
FRIGORIFICO CUAREIM LTDA.	2.183	5.575	70	1.042	8.870
LUCHASOL S.A.	514	3.790	507	32	4.843
INTENDENCIA MUNICIPAL DE ARTIGAS	869	3.512	426	-	4.807
MATADERO MERCEDES S.A.	518	3.336	28	-	3.882
LINERIM S.A.	624	2.998	65	55	3.742
LA TABLADA S.R.L.	425	3.019	112	64	3.620
FRIGORIFICO MARTINEZ S.R.L.	1.107	2.012	129	30	3.278
SIDERCOL S.A.	242	2.311	2	20	2.575
共计	1.110.810	1.181.810	17.823	33.482	2.343.925
占比	47,4	50,4	0,8	1,4	100,0

乌拉圭2018-2019出口情况

出口吨（深色）、出口千美元（浅色）



注：数据来源于乌拉圭牛业统计年鉴

4、企业优劣势分析

（1）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，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。

2)2019年11月，民族党候选人路易斯·阿尔韦托·拉卡列·波乌在总统选举第二轮投票中战胜执政联盟“广泛阵线”候选人马丁内斯，当选总统，将于2020年3月1日就职，任期5年。拉卡列·波乌总统表示，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。”

3)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。

4) 市场渠道优势：公司目前具有向中国、美国、欧洲、以色列、智利、俄罗斯、香港、南美、中东、北非等二十多个国家市场进行销售的资质，其多元化的战略最大限度的提高了牛肉的价值。

5) 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。

6) 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。

乌拉圭政府实行政治、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。

6) 对外贸易：在国民经济中占有重要地位，外贸总额约占国内生产总值的1/3。乌历届政府均强调以外贸带动经济发展，采取鼓励出口及市场多元化政策。现政府除加强与本地区国家经贸关系外，积极开拓北美和亚太市场。2018年乌主要出口目的地为中国、巴西、欧盟和美国；主要进口来源地为中国、巴西和阿根廷。主要出口产品为纸浆、大豆、肉类、乳制品、木材和大米；主要进口产品为汽车、服装、鞋、塑料、汽车配件和电话等。近年外贸情况如下（单位：亿美元）：

	2014	2015	2016	2017	2018
出口额	91.17	89.67	83	90.58	90.88
进口额	110.77	85.47	73.87	73.95	76.35
差额	-19.6	4.2	9.13	16.63	14.53

（2）劣势分析

公司处于市场扩张期，对资金的需求较大，而融资渠道单一，资金压力巨大；经营过程中可能会受到干旱等自然环境的影响；近年人工成本不断上升，牛的采购成本也有所上涨；由于中国与乌拉圭法律制度、文化的差异，公司经营过程中需要遵守乌拉圭当地的法律法规，且经营、管理等需要尊重当地的文化差异。

5、乌拉圭公司财务状况分析

乌拉圭公司财务状况如下表：

乌拉圭公司近年资产负债表

单位：万元

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
流动资产				
货币资金	419.15	431.67	362.43	26.84
应收票据	31.14	11.85	209.60	

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

新大洲控股股份有限公司拟对合并Rondatel S.A. 公司及
Lireix S.A. 公司形成的商誉进行减值测试项目涉及的资产组可回收价值资产评估报告

应收账款	1,022.52	273.33		206.31
预付款项	7.68	10.31	9.39	4.99
其他应收款	55.93	37.90	172.48	498.14
存货	300.16	319.92	246.84	197.66
其他流动资产	133.17	222.25	149.46	66.56
流动资产合计	1,969.75	1,307.24	1,150.20	1,000.51
非流动资产:				
固定资产	1,631.50	1,858.94	1,877.20	1,803.65
在建工程	256.24	85.25	68.35	76.53
递延所得税资产	0.18	0.96	10.40	2.20
非流动资产合计	1,887.92	1,945.15	1,955.95	1,882.37
资产总计	3,857.67	3,252.38	3,106.56	2,882.88
流动负债:				
短期借款	1,430.67	745.00	830.00	240.00
应付票据	255.02	191.82	345.37	304.23
应付账款	178.54	159.69		57.48
预收款项	4.62	46.84	103.83	528.81
应付职工薪酬	127.88	155.93	132.76	142.37
应交税费	44.15	57.10	15.31	21.01
应付利息	4.75	3.02		
应付股利		84.43		
其他应付款	1.55	1.55	412.28	1,161.64
流动负债合计	2,047.17	1,445.37	1,831.70	2,455.53
非流动负债:				
递延所得税负债	160.84	109.67	108.14	117.41
非流动负债合计	160.84	109.67	108.14	117.41
负债合计	2,208.01	1,555.05	1,947.69	2,572.95
所有者权益:				
实收资本	807.97	807.97	807.97	807.97
资本公积	359.21	359.21	359.21	359.21
盈余公积	0.50	16.64	26.23	26.23
未分配利润	481.98	513.51	-34.54	-883.47
所有者权益合计	1,649.66	1,697.34	1,158.87	309.94
负债和所有者权益总计	3,857.67	3,252.38	3,106.56	2,882.88

注：将Rondatel S.A. 公司及Lireix S.A. 公司认定为一个资产组，故将Rondatel S.A. 公司及Lireix S.A. 公司在财务状况及财务预测等相关表述中合并称为“乌拉圭公司”，且相关的财务数据模拟合并。下文相同。

乌拉圭公司近年损益表

单位：万元

项目/年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
一、营业收入	5,901.61	5,717.86	3,245.41	3,919.81
减：营业成本	4,843.32	4,922.42	3,206.65	4,243.44
营业税金及附加	4.38	3.38	9.57	10.55
销售费用	235.27	262.31	175.57	192.85
管理费用	301.09	358.11	364.86	322.33
财务费用	47.57	-7.61	32.32	23.98
资产减值损失	-6.31	-0.21	47.96	-35.42
投资收益	-4.24	0.13		
二、营业利润	472.06	179.59	-591.52	-837.92
加：营业外收入	1.04		1.89	0.58
减：营业外支出	1.88	0.05	7.85	1.03
三、利润总额	471.23	179.55	-597.49	-838.95
减：所得税费用	103.62	47.44	-21.93	18.37
四、净利润	367.61	132.11	-575.55	-857.32

乌拉圭公司财务状况分析表

单位：%或倍

项目	2017 年	2018 年	2019 年	前三年平均
财务效益状况				
净资产收益率(%)	7.89	-40.30	-116.74	-49.71
总资产报酬率(%)	3.72	-18.10	-28.63	-14.34
主营业务利润率(%)	13.85	0.90	-8.53	2.08
资产运营状况				
总资产周转率(次)	1.61	1.02	1.31	1.31
流动资产周转率(次)	3.49	2.64	3.65	3.26
存货周转率(次)	15.88	11.32	19.09	15.43
应收款项周转率(次)	8.28	11.71	17.27	12.42
偿债能力状况				
资产负债率(%)	47.81	62.70	89.25	66.59
已获利息倍数	-23.04	-17.19	-33.54	-21.59
速动比率(%)	68.31	49.32	32.70	50.11
发展能力状况				
销售(营业)增长率(%)	-3.11	-43.24	20.78	-23.18
资本积累率(%)	2.89	-31.72	-73.26	-11.42

从上面数据可以看出，近三年企业经营状况不佳，主要为肉牛市场不正常所

致，在2019年主营业务利润出现上涨趋势，资产负债率也相对于2018年出现下降，说明企业在大的环境下经营向好，因此在未来企业会逐步恢复经营业绩。

6、收益预测说明

（1）主营业务收入预测

乌拉圭公司近几年收入的产生源自产品出口、产品内销取得的收入及取得的出口退税收入。出口产品按大类分为去骨分割品、带骨产品、带骨四分体、去骨四分体、脂肪及副产品，内销产品按大类分为去骨分割品、带骨产品、副产品、牛皮及其他。由于环保设备更新改造未完成，根据环保局批复，各年日屠宰量最多为250头，历史上每日屠宰量都能超过250头，因此在预测 2020年及以后年度日屠宰量按环保局批复250头核算；一年按照365天计算，剔除周末及节假日，同时考虑新冠疫情的影响，2020年按照100天预计，同时结合公司目前经营情况及资金情况，预计2021年为160天，2022年为170天，2023年及以后各年屠宰天数为180天。牛的平均重量为480Kg，公司试验数据得出产综合出肉率为77.57%。根据2018年、2019年的产出率及出口产品、内销产品中各大类产品占出口产品、内销产品总量的比重预计预测期出口产品和内销产品各大类产品的销量。

2019年初，为了筹措生产所需资金，公司与国内客户签订了几个长期合同，预收了较多的款项。但是由于2019年活牛采购价格呈现单边上涨的趋势，而销售价格被锁定，导致销售价格全年偏低。再加上产能跟不上合同要求的产能，所以导致合同一再延期交割，更加剧了成本倒挂的情形。2019年活牛价格相比2018年上涨超过20%，但是公司全年的综合销售价格比2018年上涨不到5%。目前2019年市场不理性因素已经不复存在，公司原签订的低价合同或撤销或协商调整了价格，目前执行的合同是按2019年底重新协商的价格。同时，2020年公司调整了产品布局，提高毛利率较高的冰鲜产品和小包装产量（鲜品和小包装产品比同类冻品价格高20%以上），

因此，2020年肉价按照2019的售价并结合2020年牛价上涨比率15%计算。公司未来主营业务收入预测表如下所示：

乌拉圭公司未来主营收入预测表

单位：万元

序号	业务项目	未来数据预测（美元）					
		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	终值
1	主营业务入	3,092.20	5,061.32	5,501.34	5,958.92	6,095.97	6,095.97
产品 出口 总价	去骨分割品	1,856.60	3,038.89	3,303.08	3,577.82	3,660.11	3,660.11
	带骨产品	229.06	374.93	407.53	441.42	451.58	451.58
	带骨四分体	96.34	157.68	171.39	185.65	189.92	189.92
	脂肪	24.20	39.61	43.05	46.63	47.70	47.70
	副产品	151.41	247.82	269.37	291.77	298.48	298.48
	合 计	2,357.61	3,858.93	4,194.42	4,543.29	4,647.79	4,647.79
产品 内销 总价	去骨分割品	102.37	167.57	182.13	197.28	201.82	201.82
	带骨产品	307.35	503.07	546.81	592.29	605.91	605.91
	副产品	209.76	343.33	373.18	404.22	413.52	413.52
	牛皮	12.88	21.07	22.91	24.81	25.38	25.38
	其他	36.78	60.20	65.43	70.87	72.50	72.50
2	合 计	669.14	1,095.24	1,190.46	1,289.48	1,319.14	1,319.14
3	出口退税收入	65.46	107.15	116.46	126.15	129.05	129.05
	合 计	3,092.20	5,061.32	5,501.34	5,958.92	6,095.97	6,095.97

（2）主营业务成本预测

主营业务成本主要核算内容为原材料（牛）、佣金、运费、人工费、社保、消耗、服务（检查管道、其他服务）、包装物、折旧。原材料（牛）为购进的各种活体牛，采购成本按照预测期屠宰量并结合2020年平均购置单价确定；预测期佣金、运费、消耗及包装物费用按照2018年单位屠宰量的耗用额，结合预测期的屠宰量确定；人工费根据企业人力资源部门确定的业务人员人数变化、现有工资水平、效益工资增长情况，并结合通货膨胀等综合计算确定；折旧费按企业评估基准日现有固定资产，按照全投资口径，按各类资产经济寿命年限综合计算确定。

公司未来营业成本预测表如下所示：

乌拉圭公司未来主营成本预测表

单位：万元

序号	产品明细项	未来数据预测					
		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	终值
1	主营业务成本	2,604.56	4,198.78	4,552.90	4,920.90	5,029.26	5,029.26
1-1	原材料（牛）	1,828.58	2,993.01	3,253.22	3,523.81	3,604.86	3,604.86
1-2	佣金	14.92	24.42	26.54	28.75	29.41	29.41

新大洲控股股份有限公司拟对合并Rondatel S.A.公司及
Lireix S.A.公司形成的商誉进行减值测试项目涉及的资产组可回收价值资产评估报告

1-3	运费	62.42	99.87	106.11	112.35	112.35	112.35
1-4	人工费及社保	460.59	753.89	819.43	887.59	908.00	908.00
1-5	消耗	88.71	145.21	157.83	170.96	174.89	174.89
1-6	服务（检查管道、其他服务）	29.53	29.53	29.53	29.53	29.53	29.53
1-7	包装物	51.89	84.93	92.31	99.99	102.29	102.29
1-8	折旧	67.93	67.93	67.93	67.93	67.93	67.93
合 计		2,604.56	4,198.78	4,552.90	4,920.90	5,029.26	5,029.26

（3）税金及附加预测

税金及附加包括内销附加税和动检费。内销附加税按照内销收入总额的0.70%缴纳，动检费按照实际屠宰量2美元/头计征。据此公司未来年度内的税金及附加预测如下表：

乌拉圭公司未来税金及附加预测表

单位：万元

序号	明细项	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	终值
1	内销附加税	4.68	7.67	8.33	9.03	9.23	9.23
2	动检费	5.00	8.00	8.50	9.00	9.00	9.00
3	税金及附加合计	9.68	15.67	16.83	18.03	18.23	18.23

（4）销售费用预测

乌拉圭公司销售费用主要核算内容为出口销售费用、国内销售费用、冷藏服务费用、运输和称重费、海关和港口费、报关员佣金、外贸费用、外国佣金及其他销售费用。对于运输和称重费、海关和港口费、报关员佣金、外贸费用、外国佣金及其他销售费用按照2019年单位屠宰量的耗用额，结合预测期的屠宰量确定；对于一次性发生或偶然发生，以后不会重复出现的费用项目，在进行预测时予以剔除。

乌拉圭公司未来销售费用预测明细表

单位：万元

序号	费用明细项	未来预测数据					
		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	终值
1	运输和称重费	8.84	14.15	15.03	15.92	15.92	15.92
2	海关和港口费	8.74	13.99	14.86	15.73	15.73	15.73
3	报关员佣金	13.41	21.46	22.80	24.15	24.15	24.15
4	外贸费用	98.84	158.14	168.03	177.91	177.91	177.91

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

新大洲控股股份有限公司拟对合并Rondatel S.A.公司及
Lireix S.A.公司形成的商誉进行减值测试项目涉及的资产组可回收价值资产评估报告

5	外国佣金	4.33	6.94	7.37	7.80	7.80	7.80
6	销售费用	1.21	1.93	2.06	2.18	2.18	2.18
合 计		391.81	135.38	216.61	230.15	243.69	243.69

（5）管理费用预测

乌拉圭公司管理费用主要核算内容为维修费、水电费、安保费用、办公费用、工资薪酬、专业咨询费、折旧与摊销、交通费用及其他费用。其中，折旧费基于企业评估基准日现有固定资产，按资产的经济寿命年限计算确定；工资薪酬根据企业人力资源部门确定的人员人数变化、现有工资水平、效益工资增长情况，并结合通货膨胀等综合计算确定。

乌拉圭公司未来管理费用预测明细表

单位：万元

序号	费用明细项	未来预测数据					
		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	终值
1	维修费	5.82	5.95	6.09	6.23	6.37	6.37
2	水电费	1.90	1.94	1.99	2.03	2.08	2.08
3	安保费用	4.91	5.03	5.14	5.26	5.38	5.38
4	办公费用	2.00	2.05	2.10	2.14	2.19	2.19
5	工资薪酬	170.66	180.90	191.75	203.26	215.45	215.45
6	专业咨询费	74.82	76.55	78.31	80.11	81.95	81.95
7	折旧与摊销	23.91	23.91	23.91	23.91	23.91	23.91
8	交通费用	3.44	3.52	3.60	3.68	3.77	3.77
9	其他	106.82	109.28	111.79	114.36	116.99	116.99
合 计		394.28	409.11	424.67	440.98	458.09	458.09

（6）财务费用预测

本次根据企业未来现金流情况，同时结合历史贷款情况，对财务费用预测如下：

序号	费用明细项	未来预测数据					
		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	终值
1	财务费用	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00

（7）所得税费用的预测

乌拉圭公司按25%的税率征收企业所得税，具体如下：

乌拉圭公司未来所得税费用预测明细表

单位：万元

项目名称		未来预测					
		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	终值
利润总额		-79.70	193.14	248.79	307.32	318.70	318.70
所得税	25%	0.00	28.36	62.20	76.83	79.68	79.68

注：利润总额计算过程详见后文。

(8) 固定资产折旧及无形资产摊销额的预测

通过深入了解企业采用的固定资产折旧政策，在企业财务人员提供的折旧费用计算表的基础上，确定固定资产折旧额。无形资产为其他无形资产，按尚存收益年限进行摊销。

乌拉圭公司未来折旧与摊销明细表

单位：万元

资产类型	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	终值
固定资产折旧合计	91.84	91.84	91.84	91.84	91.84	91.84

(9) 营运资金增加额的预测

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款(应收款项)等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化，提供他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，获取商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收款和其他应付款核算内容绝大多数为关联方的或非经营性的往来；应交税金和应付工资等多为经营中发生，且周转相对较快，拖欠时间相对较短、金额相对较小，估算时假定其保持基准日余额持续稳定。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金(最低现金保有量为1个月的付现成本)、存货、应收款项、应付款项等主要因素。本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中：

营运资金=最低现金保有量+存货+应收款项-应付款项

应收款项=营业收入总额/应收款项周转率

存货=营业成本总额/存货周转率

应付款项=营业成本总额/应付款项周转率

根据评估对象的历史经营的资产和损益、收入和成本费用的统计分析以及对未来经营期内各年度收入与成本的估算结果，按照上述定义，可得到未来经营期内各年度的最低现金保有量、存货、应收款项以及应付款项等及其营运资金增加额。

应收款项周转天数：乌拉圭公司实际备货、装箱及发货一般为三周左右，在发货后收到销售货款。本次评估应收款项周转天数测算为21天。

存货周转天数：乌拉圭公司从养牛户够牛到屠宰、分割、排酸等，至最终发出货物，持续时间为一月左右。本次评估存货周转天数测算为30天。

应付款项：乌拉圭公司支付养牛户购牛款的账期一般是30天到45天。本次评估应付款项周转天数测算为37.5天。

与主营业务相关的公司的存货周转率、应收款项周转率、应付款项周转率根据实际运营过程中客观的周转率予以确定。在用价值（value in use）假设条件下，针对评估对象资产组中不包括营运资本，因此预测期第一年营运资本需全额投入。

营运资金增加额的预测

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
销售收入合计	3,092.20	5,061.32	5,501.34	5,958.92	6,095.97
销售成本合计	2,604.56	4,198.78	4,552.90	4,920.90	5,029.26
期间费用	567.35	669.39	699.65	730.69	748.01
营业税费	9.68	15.67	16.83	18.03	18.23
销售费用	135.38	216.61	230.15	243.69	243.69
管理费用	394.28	409.11	424.67	440.98	458.09
财务费用	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00
完全成本	3,171.91	4,868.17	5,252.55	5,651.60	5,777.27
非付现成本	91.84	91.84	91.84	91.84	91.84
折旧 摊销	91.84	91.84	91.84	91.84	91.84
付现成本	3,080.07	4,776.34	5,160.71	5,559.76	5,685.41

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：010-83513089 E-mail: bfyss@en.com.cn 邮编：100053

新大洲控股股份有限公司拟对合并Rondatel S.A.公司及
Lireix S.A.公司形成的商誉进行减值测试项目涉及的资产组可回收价值资产评估报告

最低现金保有量	256.67	398.03	430.06	463.31	473.79
存 货	200.49	323.21	350.47	378.80	387.14
应收款项	180.38	295.24	320.91	347.60	355.60
应付款项	325.57	524.85	569.11	615.11	628.66
营运资本	311.97	491.63	532.33	574.60	587.87
营运资本增加额	311.97	179.66	40.69	42.27	13.26

(10) 资本性支出

资本性支出是为了保证企业生产经营可以正常发展的情况下，企业每年需要进行的资本性支出，主要包括资产正常更新支出及新增投资支出。根据《企业会计准则-资产减值》，减值测试中不需要考虑新增投资支出。但每年需要进行机器设备正常维修更新支出及电子设备的重置支出，支出金额按加权资金成本年金化。

乌拉圭公司未来资本性支出的预测

单位：万元

序号	费用明细项	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	永续年
1	维持现有产能的支出	27.33	27.33	27.33	27.33	27.33	27.33
2	合 计	27.33	27.33	27.33	27.33	27.33	27.33

7、折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估价值的重要参数。由于被评估企业不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次评估采用选取对比公司进行分析计算的方法估算被评估企业期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数 β (Levered Beta)；第二步，根据对比公司资本结构、对比公司 β 以及被评估公司资本结构估算被评估企业的期望投资回报率（税前），并以此作为折现率。

(1) 对比公司的选取

在本次评估中对对比公司的选择标准如下：

- ◆对比公司近年为盈利公司；
- ◆对比公司必须为至少有两年上市历史；
- ◆对比公司在沪深交易所发行人民币 A 股；
- ◆对比公司所从事的行业或其主营业务与被评估单位相近或相类似。

根据上述四项原则，我们选取了 8 家上市公司作为对比公司，分别为双汇发

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 83537569 传真：010 83533089 E-mail: brys@163.com 邮编：100053

展、得利斯、金字火腿、煌上煌、百洋股份、海欣食品、龙大肉食及上海梅林。

(2) 加权平均资金成本的确定 (WACCBT)

WACCBT (Weighted Average Cost of Capital Before Tax) 代表期望的总投资回报率。它是期望的股权回报率 (税前) 和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) 股权回报率的确定

为了确定股权回报率, 我们利用资本资产定价模型 (Capital Asset Pricing Model or “CAPM”)。CAPM 是通常估算投资者收益要求并进而求取公司股权收益率的方法。它可以用下列公式表述:

$$Re = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

其中:

Re——股权回报率

Rf ——无风险回报率

β ——风险系数

ERP——市场风险超额回报率

R_s ——公司特有风险超额回报率

分析 CAPM 我们采用以下步骤:

第一步: 确定无风险收益率

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, 可以忽略不计。

无风险报酬率反映的是在本金没有违约风险、期望收入得到保证时资金的基本价值。本次评估选取 5 年期以上美国国债收益率作为无风险报酬率, 经查询, 美国 5 年期以上国债收益率在评估基准日为 3.36%。

第二步: 确定股权风险收益率

ERP 为市场风险溢价, 即通常指股市指数平均收益率超过平均无风险收益率 (通常指长期国债收益率) 的部分。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，通过查询美国的风险收益率为 9.64%。

第三步：确定对比公司相对于股票市场风险系数 β (Levered Beta)。

β 被认为是衡量公司相对风险的指标。投资股市中一个公司，如果其 β 值为 1.1 则意味着其股票风险比整个股市平均风险高 10%；相反，如果公司 β 为 0.9，则表示其股票风险比股市平均低 10%。因为投资者期望高风险应得到高回报， β 值对投资者衡量投资某种股票的相对风险非常有帮助。

目前中国国内 Wind 资讯公司是一家从事 β 的研究并给出计算 β 值的计算公式的公司。本次评估我们选取 Wind 资讯公司公布的 β 计算器计算的 β 值。（指数选取沪深 300 指数）。对比公司含资本结构因素的 β 见下表：

可比上市公司资本结构查询表

对比公司名称	股票代码	付息负债(D)	债权比例	股权公平市场价值(E)	股权价值比例	含资本结构因素的 β (Levered β)	剔除资本结构因素的 β (Unlevered β)	所得税税率(T)
双汇发展	000895.SZ	437,140.51	5.06%	8,198,627.01	94.94%	0.7719	0.7422	25%
得利斯	002330.SZ	18,000.00	5.51%	308,730.00	94.49%	0.7233	0.6930	25%
金字火腿	002515.SZ	-	0.00%	496,004.83	100.00%	0.9107	0.9107	25%
煌上煌	002695.SZ	9,340.00	1.24%	743,585.13	98.76%	0.9727	0.9624	15%
海欣食品	002702.SZ	-	0.00%	211,534.40	100.00%	1.0171	1.0171	25%
龙大肉食	002726.SZ	191,134.00	22.21%	669,415.53	77.79%	0.6808	0.5607	25%
上海梅林	600073.SH	245,664.32	23.56%	797,070.05	76.44%	0.8819	0.7163	25%
百洋股份	002696.SZ	114,626.59	34.56%	217,025.57	65.44%	1.3339	0.9206	15%
对比公司平均值			11.52%		88.48%		0.8154	

经计算，可比上市公司剔除资本结构因素的 β (Unlevered β) 平均值为 0.8154。

第四步：确定目标资本结构比率

我们采用可比公司的资本结构，计算过程如下：

$$D/(E+D)=11.52\%$$

$$E/(E+D)=88.48\%$$

第四步：估算被评估企业在上述确定的资本结构比率下的 Levered Beta

我们将已经确定的被评估企业资本结构比率代入到如下公式中，计算被评估企业 Levered Beta：

$$\text{Levered Beta} = \text{Unlevered Beta} \times [1 + (1-T) D/E]$$

式中：D：债权价值；

E：股权价值；

T：适用所得税率（取25%）；

经计算，乌拉圭公司的含资本结构因素的 Levered Beta 等于：

$$\beta = 0.8154 \times [1 + (1-25\%) \times 11.52\% / 88.48\%] = 0.8950$$

第五步：估算公司特有风险收益率 R_s

企业特有风险收益率 R_s 表示非系统性风险，是由于被评估单位特定的因素而要求的风险回报。与同行业上市公司相比，综合考虑被评估单位的行业风险、企业经营规模、市场知名度、竞争优势、资产负债情况等，企业特定风险=行业风险+规模风险+其他风险。

①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《2017valuation 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%。

②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《2017valuation Handbook——Guide to Cost of Capital》，公司的 RPs 为 2.60%。

③市场主体在竞争中面临的其他风险可以区分为三大类：

A、自然和社会风险

自然灾害、个人或社会团体的某些行为，如水灾、火灾、偷盗、战争等，都可能给某些市场主体造成重大的经济损失，形成自然或社会风险。本次评估假设不存在不可抗力因素，故该风险不予考虑。

B、经营风险或市场风险

企业在投资、生产和销售等市场经济活动中，都会因为决策依据的信息不完全、决策手段不完善、决策执行不及时和不充分、以及竞争的加剧等原因而蒙受经济损失，形成经营风险。本次被评估单位已取得相关的许可及备案资质，如不存在重大变动前提下该风险不会发生。

C、政策风险

政策风险：指政府有关证券市场的政策发生重大变化或是有重要的法规、举措出台，引起证券市场的波动，从而给投资者带来的风险。

自然或社会风险一般地说是可以运用概率方法进行预测的，是属于可保险的风险，能通过投保而节制和转移；经营风险与经营者的主观因素和市场运行状态相关，其可能的损失及其程度无法测算，是不可保险的风险，从而不能通过投保而转移，只能通过改善经营决策和经营活动而降低损失的可能程度。本次评估假设宏观经济和行业环境稳定，故不考虑政策风险。

基于上文所述因素的影响，本次评估中对公司特定风险收益率取 0.79%。

第六步：计算现行股权收益率

将恰当的数据代入 CAPM 公式中，我们就可以计算出对被评估企业的股权期望回报率。

$$Re = R_f + \beta \times ERP + R_s = 3.36\% + 0.8950 \times 9.64\% + 0.79\% = 12.77\%$$

2) 债权回报率的确定

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 4.03%。

3) 税前总资本加权平均回报率的确定

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。权重评估对象实际股权、债权结构比例。税前总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$WACC_{BT} = \frac{Re}{1 - T} \cdot \frac{E}{E + D} + Rd \cdot \frac{D}{E + D}$$

其中：

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：010-83513089 E-mail: bcyshen.com.cn 邮编：100053

WACCBT= 税前加权平均总资本回报率；

E= 股权价值；

Re= 期望股本回报率；

D= 付息债权价值；

Rd= 债权期望回报率；

T= 企业所得税率；

WACCBT=12.77%/(1-25%)×88.48%+4.03%×11.52%=15.53%

4) 折现率的确定

根据上述计算得到被评估单位总资本加权平均回报率为15.53%，故我们以15.53%作为折现率。乌拉圭公司超过70%的产品出口至中国，按照中国的通货膨胀率，在永续期考虑2.82%的恒增长。

8、预计未来现金流量现值评估结果

预测期内各年净现金流按照年终流入流出考虑，将收益期内各年的净现金流按照加权资本成本折到2019年12月31日现值，从而得出资产组的未来现金流量现值。

计算结果详见下表：

乌拉圭公司未来现金流量现值计算表

单位：万元

项目名称	未来预测					
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	终值
营业收入	3,092.20	5,061.32	5,501.34	5,958.92	6,095.97	6,095.97
营业成本	2,604.56	4,198.78	4,552.90	4,920.90	5,029.26	5,029.26
毛利率(%)	15.77%	17.04%	17.24%	17.42%	17.50%	17.50%
税金及附加	9.68	15.67	16.83	18.03	18.23	18.23
销售费用	135.38	216.61	230.15	243.69	243.69	243.69
管理费用	394.28	409.11	424.67	440.98	458.09	458.09
财务费用	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00
资产减值损失						
投资收益						
营业利润	-79.70	193.14	248.79	307.32	318.70	318.70
营业外收入						
营业外支出						
利润总额	-79.70	193.14	248.79	307.32	318.70	318.70

新大洲控股股份有限公司拟对合并Rondatel S.A.公司及
Lireix S.A.公司形成的商誉进行减值测试项目涉及的资产组可回收价值资产评估报告

所得税	0.00	28.36	62.20	76.83	79.68	79.68
净利润	-79.70	164.78	186.59	230.49	239.03	239.03
加：利息支出	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00
加：折旧及摊销	91.84	91.84	91.84	91.84	91.84	91.84
息税折旧摊销前利润	40.14	312.98	368.62	427.16	438.54	438.54
减：资本性支出	27.33	27.33	27.33	27.33	27.33	27.33
营运资金增加（减少）	311.97	179.66	40.69	42.27	13.26	
净现金流	-299.17	105.99	300.60	357.56	397.94	411.21
折现年限	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	
折现系数	0.8656	0.7492	0.6485	0.5613	0.4858	3.9292
净现金流量现值	-258.95	79.41	194.93	200.69	193.33	1,615.72
现金流现值和						2,025.12

则 Rondatel S.A. 公司及 Lireix S.A. 公司资产组未来现金流量的现值合计为美元 2,025.12 万元。

（二）公允价值减处置费用

1、公允价值

（1）评估方法简介

根据《以财务报告为目的的评估指南》第十九条第三款：当不存在相关活跃市场或者缺乏相关市场信息时，资产评估专业人员可以根据企业以市场参与者的身份，对单项资产或者资产组的运营作出合理性决策，并适当地考虑相关资产或者资产组内资产有效配置、改良或重置前提下提交的预测资料，参照企业价值评估的基本思路及方法，分析及计算单项资产或者资产组的公允价值。

本次评估采用收益法对评估对象的公允价值进行测算，评估方法（原理）详见“（一）预计未来现金流量的现值”一节开始的介绍，差异在于运用企业价值评估的基本思路、并合理考虑相关资产或者资产组内资产有效配置、改良或重置时，不必局限于当前的产能规模和产品结构，评估专业人员还可以根据企业以市场参与者的身份，对单项资产或者资产组的运营作出合理性决策，在评价管理层提交的产能升级、产品结构调整等措施合理性的基础上，利用盈利预测资料计算出经营性资产价值，然后减去营运资金，得到无现金无付息负债（无营运资本）的资产组公允价值。

1) 主要公式

$$A=P-W \quad (1)$$

式中:

A: 资产组公允价值;

W: 基准日营运资金;

P: 经营性资产价值

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{DCF_i}{(1+r)^i} + \frac{DCF_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (2)$$

式中:

DCF_i: 评估对象未来第 i 年的预期收益 (自由现金流量);

r: 折现率;

n: 评估对象的未来经营期;

2) 收益指标

本次评估, 使用企业自由现金流作为经营性资产的收益指标, 其基本定义为:

DCF=净利润+折旧摊销+利息支出×(1-所得税税率)-资本性支出-营运资金追加额

(2) 收益预测说明

经与管理层充分讨论, 由于目前企业资金情况, 企业未来没有明确的追加投资或扩产计划, 目前的产品结构也已经过长期优化, 短期内不可能做出调整, 因此, 评估对象公允价值测算中的盈利预测与前一种方法中的数据基本相同, 只有一个参数需要做出调整: 折现率。

(3) 折现率的确定

1) 加权平均资金成本的定义 (WACC)

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税后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。

以上两个步骤在前一种方法中已计算确定。

2) 总资本加权平均回报率的确定

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。权重评估对象实际股权、债权结构比例。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

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

其中：

WACC= 加权平均总资本回报率；

E= 股权价值；

Re= 股本期望回报率；

D= 付息债权价值；

Rd= 债权期望回报率；

T= 企业所得税率；

$$WACC = 12.77\% \times 88.48\% + 11.52\% \times 4.03\% \times (1 - 25\%) = 11.65\%$$

3) 折现率的确定

根据上述计算结果，我们以11.65%作为折现率r。

(4) 经营性资产价值的确定

预测期内各年净现金流按照年终流入流出考虑，将收益期内各年的净现金流按照折现率折到2019年12月31日现值，从而得出经营性资产的价值。

乌拉圭公司经营性资产价值计算表

单位：万元

项目名称	未来预测					
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	终值
营业收入	3,092.20	5,061.32	5,501.34	5,958.92	6,095.97	6,095.97
营业成本	2,604.56	4,198.78	4,552.90	4,920.90	5,029.26	5,029.26
毛利率(%)	15.77%	17.01%	17.24%	17.42%	17.50%	17.50%
税金及附加	9.68	15.67	16.83	18.03	18.23	18.23
销售费用	135.38	216.61	230.15	243.69	243.69	243.69
管理费用	394.28	409.11	424.67	440.98	458.09	458.09
财务费用	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00
资产减值损失						

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：010-83537569 传真：010-83543089 E-mail: bnyss@en.com.cn 邮编：100053

新大洲控股股份有限公司拟对合并Rondatel S.A. 公司及
Lireix S.A. 公司形成的商誉进行减值测试项目涉及的资产组可回收价值资产评估报告

投资收益						
营业利润	-79.70	193.14	248.79	307.32	318.70	318.70
营业外收入						
营业外支出						
利润总额	-79.70	193.14	248.79	307.32	318.70	318.70
所得税	0.00	28.36	62.20	76.83	79.68	79.68
净利润	-79.70	164.78	186.59	230.49	239.03	239.03
加：税后利息	21.00	21.00	21.00	21.00	21.00	21.00
加：折旧及摊销	91.84	91.84	91.84	91.84	91.84	91.84
毛现金流	33.14	277.62	299.43	343.33	351.86	351.86
减：资本性支出	27.33	27.33	27.33	27.33	27.33	27.33
营运资金增加（减少）	311.97	179.66	40.69	42.27	13.26	
净现金流	-306.17	70.63	231.40	273.72	311.27	324.53
折现年限	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	
折现系数	0.8957	0.8022	0.7185	0.6435	0.5764	6.7119
净现金流量现值	-274.22	56.66	166.26	176.15	179.41	2,178.23
现金流现值和						2,482.49

2、处置费用的确定

处置费用包括与资产处置有关的公证费、中介机构服务费及其他不可预见费用，但是财务费用和所得税费用等不包括在内。公证费按照资产组公允价值评估值的1.5%估计；中介机构费用按照中介机构的收费标准进行计算，中介机构包括律师事务所、会计师事务所、资产评估机构；其他不可预见费用按照资产组公允价值评估值的0.5%估计。

处置费用=公证费+中介机构服务费+其他不可预见费用

$$=37.24+60+12.41$$

$$=109.65 \text{（万美元）}$$

3、资产组公允价值减处置费用的评估结果

根据前面的计算结果，可以得到资产组公允价值减处置费用的结果如下：

资产组公允价值减处置费用=资产组公允价值-处置费用

$$=2,482.49-109.65$$

$$=2,372.84 \text{（万元）}$$

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，经过认真的调查研究、评定估算和数据处理，完成了我们认为必要的评估程序，在此基础上对Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司资产组于评估基准日的可回收价值进行了评估，评估结论如下：

截止评估基准日2019年12月31日，经评估后Rondatel S.A.公司及Lireix S.A.公司主营业务经营性资产形成的资产组未来净现金流量的现值为美元2,025.12万元，公允价值减处置费用后的净额为美元2,372.84万元，根据孰高原则，确定资产组的可回收价值为美元2,372.84万元。

十二、特别事项说明

本评估报告使用者应对特别事项对评估结论产生的影响予以关注。

(一) 引用其他机构出具的报告情况

无。

(二) 权属资料不全面或者存在瑕疵的情形

无。

(三) 评估程序受到限制的情况

由于新冠疫情影响，未进行现场勘查。但是进行了必要的资料收集和视频访谈，同时也把相关情况上报给证监局和交易所。在疫情结束后，评估人员对现场进行补充勘查，在后期现场勘查过程中发现有重大差异和变化的，我机构及时出具调整说明，并进行公告。

(四) 评估资料不完整的情况

无。

(五) 评估基准日存在的法律、经济等未决事项

无。

(六)担保、租赁及其或有资产负债等事项与评估对象的关系

无。

(七)评估基准日至评估报告日之间可能对评估结论产生影响的事项

1、评估基准日期后事项系评估基准日至评估报告日之间发生的重大事项，截止评估报告日，未发生需披露的重大事项。

2、在评估基准日后，当被评估资产因不可抗力而发生拆除、毁损、灭失，往来账款产生坏账等影响资产价值的期后事项时，不能直接使用评估结论；

3、发生评估基准日期后重大事项时，不能直接使用本评估结论。在本次评估结果有效期内若资产数量发生变化，应根据原评估方法对评估价值进行相应调整。

(八)本次资产评估中对未来收入的预测，已经考虑了新冠疫情的影响。企业管理层也同时做好了疫情结束后恢复生产的相应准备。

(九)需要说明的其他问题

1、本评估报告是在独立、客观、公正的原则下做出的，遵循了有关的法律、行政法规和资产评估准则的规定。我事务所及所有参加评估的专业人员与委托人及有关当事人之间无任何特殊利害关系，评估人员在整个评估过程中，始终恪守职业道德规范。

2、本评估报告中涉及的有关企业经营的一般资料、产权资料、政策文件及相关资料由委托人及被评估单位负责提供，对其真实性、合法性由委托人及被评估单位承担相关的法律责任，资产评估专业人员执行资产评估业务的目的是对评估对象的价值进行估算并发表专业意见，对评估对象的法律权属确认或发表意见超出了资产评估的执业范围，因此评估机构不对评估对象的法律权属提供保证。

3、对企业存在的可能影响资产评估价值的瑕疵事项，在企业委托时未作特殊说明而资产评估专业人员已履行评估程序仍无法获知的情况下，资产评估机构及资产评估专业人员不承担相关责任。

4、评估报告附件与报告正文配套使用方为有效。

十三、资产评估报告使用限制说明

(一)本资产评估报告使用范围：

1、本资产评估报告只能由资产评估报告载明的委托人或其他资产评估报告使用人使用。

2、本资产评估报告只能用于资产评估报告载明的评估目的和用途。

3、本资产评估报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开的媒体，法律、法规规定以及委托人与本资产评估机构或与相关当事方另有约定的除外。

4、本资产评估报告评估结论自评估基准日起壹年内使用有效，本资产评估报告的使用有效期自评估基准日至2020年12月30日止。

(二)委托人或者其他资产评估报告使用人未按照法律、行政法规规定和资产评估报告载明的使用范围使用资产评估报告的，资产评估机构及其资产评估专业人员不承担责任。

(三)除委托人、资产评估委托合同中约定的其他资产评估报告使用人和法律、行政法规规定的资产评估报告使用人之外，其他任何机构和个人不能成为资产评估报告的使用人。

(四)资产评估报告使用人应当正确理解评估结论。评估结论不等同于评估对象可实现价格，评估结论不应当被认为是对其评估对象可实现价格的保证。

十四、资产评估报告日

资产评估报告日为资产评估专业人员评估结论形成的日期，本资产评估报告日为2020年4月19日。



十五、资产评估专业人员签名和资产评估机构印章

北京北方亚事资产评估事务所
(特殊普通合伙)



资产评估师：
签名并盖章



资产评估师：
签名并盖章



中国·北京市

二零二零年四月十九日

附 件

附件一：评估机构营业执照、评估师职业资格登记证书复印件

附件二：委托人及被评估企业营业执照

附件三：委托人及被评估企业承诺函

附件四：被评估单位审计报告