

**招商证券股份有限公司关于  
广东温氏食品集团股份有限公司换股吸收合并  
广东大华农动物保健品股份有限公司  
之核查意见**

本核查意见所述的词语或简称与《广东温氏食品集团股份有限公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司暨关联交易报告书》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的涵义。

**中国证券监督管理委员会：**

根据 2015 年 6 月 26 日贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（151227 号）的要求，招商证券股份有限公司作为本次重组被合并方聘请的估值机构（以下简称“被合并方估值机构”）对相关问题进行了核查，并出具了关于广东温氏食品集团股份有限公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司之核查意见，详细内容如下。

问题三：申请材料显示，温氏集团 2 宗土地使用权以划拨方式取得，25 宗集体土地未获得农用地审批手续。请你公司：1) 补充披露上述划拨地的取得过程，是否符合相关规定。2) 结合《国务院关于促进节约集约用地的通知》（国发[2008]3 号）及其他划拨用地政策，补充披露上述资产注入上市公司是否违反相关规定。如涉嫌违反，是否已采取必要措施进行纠正，并披露由此形成的相关费用的承担方式及对标的资产评估值的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

### 一、2 宗划拨土地

#### （一）两宗划拨地基本情况

温氏集团下属子公司河源市温氏禽畜有限公司以划拨方式共获得 2 宗、总面积为 18,270.00 平方米的国有土地使用权（占公司使用土地总面积的 0.01%），该 2 宗国有划拨土地均已办理《国有土地使用证》，具体情况如下：

序号	土地使用权人	编号	坐落位置	类型	用途	面积 (m <sup>2</sup> )	期限	抵押
1	河源市温氏禽畜有限公司	和府国用(2003)第 393 号	阳明镇珊瑚村	划拨	综合用地	4,270	-	无
2	河源市温氏禽畜有限公司忠信分公司	连府国用(2004)第 00095 号	连平县忠信镇司前村水尾地段	划拨	畜牧业用地	14,000	-	无

#### （二）取得划拨地的过程及合规性

面积为 4,270 平方米的划拨地系广东省和平县国土资源局于 2003 年 7 月 18 日以《国有土地使用权划拨批复》（和国土资划拨[2003]第 12 号）划拨给河源市温氏禽畜有限公司使用，用途为办公楼、仓库用地。面积为 14,000 平方米的划拨地系河源市国土资源局于 2002 年 5 月 29 日以《关于连平县忠信镇温氏鸡苗场建设用地的批复》（河国土资（建）字[2002]23 号）划拨给河源市温氏禽畜有限

公司忠信分公司使用，用途为畜牧业用地。

上述 2 宗划拨地的用途不属于《国务院关于促进节约集约用地的通知》（国发[2008]3 号）以及《划拨用地目录》所列明的可以使用划拨土地的范围，不符合划拨地使用的相关政策。

### （三）解决措施

为了解决上述问题，公司已向当地国土部门申请将上述 2 宗划拨土地转为出让土地，但鉴于当地政府目前无建设用地指标，因此，暂无法办理将划拨土地转为出让土地的相关手续。

为了保证公司目前的生产经营不受影响，公司已取得当地国土部门出具的证明，同意公司按现状继续使用该 2 宗划拨土地。公司将继续与当地国土部门沟通，待取得建设用地指标后，积极办理上述划拨地转为出让地的相关手续。如未来在实际经营过程中，因土地性质等原因导致公司无法继续在该等划拨土地上经营业务时，公司将会积极寻找合适的替代场所，将建设在前述划拨土地上的经营场所搬迁至合法物业上继续经营。

同时，对于前述手续存在瑕疵的 2 宗划拨地（占公司使用土地总面积的 0.01%）公司前 50 名自然人股东已连带承诺：如果温氏集团及其控股、全资子公司因其本次重组前所使用、拥有、承包经营、租赁的土地和/或房屋需按有关法律法规完善有关权属、行政许可或备案手续，而被有关政府主管部门处以行政处罚或要求承担其它法律责任，或被有关政府主管部门要求对土地和/或房屋的瑕疵进行整改而发生损失或支出，所有承诺人愿意承担温氏集团及其控股、全资子公司因此而导致的经济损失，以使温氏集团及其控股、全资子公司免受损害。

## 二、25 宗设施农用地

温氏集团及其境内全资及控股子公司有租赁 25 宗集体土地尚待办理畜禽养殖设施农用地审批手续（占公司使用的土地总面积的 1.74%）。截至 2014 年 12 月 31 日，该等 25 宗租赁集体土地未摊销的租赁费合计 1,387,176.52 元，在财务

报表中的“长期待摊费用”科目列示。

针对上述 25 宗尚待办理畜禽养殖设施农用地手续的租赁集体土地，公司已经根据不同土地的情况采取了相应的解决措施，具体如下：

1、有 1 宗、面积为 991,800.00 平方米的集体土地系公司投资新建的养殖场，公司已与出租方签署了用地协议，办理了乡镇政府的备案手续，并取得了当地政府部门出具的待公司项目建设的相关审批手续办理完毕方办理畜禽养殖设施农用地审批手续的证明。该养殖场目前处于正常办理相关建设审批手续的过程中，公司已经取得发改部门的项目备案及林业主管部门关于占用林地的审批决定书，预计 2015 年底前可以办理完毕该宗土地的设施农用地审批手续。

2、有 3 宗、总面积为 189,593.33 平方米的集体土地与出租方签署了用地协议，经当地县级人民政府确认，该土地因未来可能会被征收而暂未办理相关用地手续。为了保证公司生产经营不受影响，公司已经取得当地县级人民政府开具的证明，同意公司在征收前按现状继续使用。如未来该 3 宗土地涉及征收的，则公司将另行选择合法的土地继续开展生产经营。

3、有 1 宗、面积为 129,266.67 平方米的集体土地已签署用地协议且办理了乡镇政府的备案手续，相关县级主管部门的批复手续正在办理过程中；有 3 宗、总面积为 172,866.67 平方米的集体土地已经签署用地协议，乡镇政府的备案手续及相关县级主管部门的批复手续正在办理过程中。上述 4 宗集体土地系公司分别于 2001 年、2003 年、2004 年及 2007 年 4 月期间取得，在公司以承包租赁的方式取得该等集体土地时，公司已经按照当时农村承包土地的相关规定履行了相关程序。

2007 年 9 月 21 日，国土资源部及农业部联合颁布了《关于促进规模化畜禽养殖有关用地政策的通知》（国土资发[2007] 220 号），并根据农业企业的发展及现状，分别于 2010 年 9 月 30 日、2014 年 9 月 29 日先后联合颁布了《关于完善设施农用地管理有关问题的通知》（国土资发[2010]155 号）及《关于进一步支持设施农业健康发展的通知》（国土资发[2014]127 号），对农业企业使用集体土地

的方式、程序及相关要求进行了修订。公司取得该等集体土地的时间在上述规定颁布之前，当地政府按新规定的补充确认手续仍在办理过程中，公司预计在 2015 年年底前可办理完毕。

4、另有 17 宗、总面积 984,226.68 平方米的集体土地虽已签署用地协议，但因当地政府规划调整被列入 畜禽禁养区而无法办理，目前公司已经制定并开始执行搬迁整改计划。

同时，对于前述租赁手续存在瑕疵的 25 宗集体土地（占公司使用的土地总面积的 1.74%），公司前 50 名自然人股东已连带承诺：如果温氏集团及其控股、全资子公司因其本次重组前所使用、拥有、承包经营、租赁的土地和/或房屋需按有关法律法规完善有关权属、行政许可或备案手续，而被有关政府主管部门处以行政处罚或要求承担其它法律责任，或被有关政府主管部门要求对土地和/或房屋的瑕疵进行整改而发生损失或支出，所有承诺人愿意承担温氏集团及其控股、全资子公司因此而导致的经济损失，以使温氏集团及其控股、全资子公司免受损害。

### **三、相关费用的承担方式及对本次资产评估值的影响**

#### **（一）相关费用承担方式**

报告期内，温氏集团及下属子公司在业务运营的同时，持续就划拨用地及集体土地进行纠正与完善，并未因此带来重大费用支出。就温氏集团因上述瑕疵土地整改措施可能产生的费用及/或损失，温氏集团前 50 名自然人股东已连带承诺：如果温氏集团及其控股、全资子公司因其本次重组前所使用、拥有、承包经营、租赁的土地和/或房屋需按有关法律法规完善有关权属、行政许可或备案手续，而被有关政府主管部门处以行政处罚或要求承担其它法律责任，或被有关政府主管部门要求对土地和/或房屋的瑕疵进行整改而发生损失或支出，所有承诺人愿意承担温氏集团及其控股、全资子公司因此而导致的经济损失，以使温氏集团及其控股、全资子公司免受损害。

## （二）划拨用地及租赁集体土地瑕疵对本次交易评估值的影响

本次交易中，合并方温氏集团为非上市公司，无市场价格可以作为公允价值的直接参照，其发行价格是以主要可比公司并结合可比交易作为估值区间参考，并综合考虑了本次交易背景和目的、合并方的总体业务情况、盈利能力、增长前景、抗风险能力等因素而确定，因此，本次交易中合并方发行价格未对上述划拨用地及租赁集体土地瑕疵单独作价考虑；被合并方大华农为 A 股上市公司，历史股票价格是其市场价值的真实反映，以历史股票价格为基础确定换股价格是合理的，本次换股价格在大华农历史股价的基础上给予了合理比例的溢价作为资本市场环境变化等因素的风险补偿。

针对上述划拨用地及租赁集体土地瑕疵的情况：

1、温氏集团划拨用地及租赁集体土地瑕疵情况是由于历史原因形成，且已为有关土地行政主管部门所知悉；上述划拨用地及租赁集体土地仅占公司使用土地总面积的 0.01% 及 1.74%，并不会对公司持续生产经营构成重大不利影响。

2、温氏集团已经取得了当地主管部门出具的同意按现状继续使用的证明，或已经制定并开始执行搬迁整改计划，上述解决措施可有效的消除该等瑕疵对本次吸收合并的实质影响；

3、报告期内，温氏集团及下属子公司在业务运营的同时，持续就划拨用地与集体土地进行纠正与完善，并未发生因此带来的重大费用支出；未来温氏集团及下属子公司将在开展主营业务运营的同时，综合考虑物业瑕疵状况与发展规划，持续推进划拨用地与租赁集体土地的纠正与完善；

4、对于上述划拨用地及租赁集体土地瑕疵，温氏集团前 50 名自然人股东已连带承诺：如果温氏集团及其控股、全资子公司因其本次重组前所使用、拥有、承包经营、租赁的土地和/或房屋需按有关法律法规完善有关权属、行政许可或备案手续，而被有关政府主管部门处以行政处罚或要求承担其它法律责任，或被有关政府主管部门要求对土地和/或房屋的瑕疵进行整改而发生损失或支出，所有承诺人愿意承担温氏集团及其控股、全资子公司因此而导致的经济损失，以使

温氏集团及其控股、全资子公司免受损害。

综合考虑以上情况，上述划拨用地与集体土地瑕疵未影响本次估值相关持续经营假设，其占公司使用土地总面积的比例均较小，且温氏集团前 50 名自然人股东已经出具承诺，承担温氏集团因土地瑕疵整改而发生的经济损失，温氏集团不会因划拨用地与租赁集体土地瑕疵事宜造成重大的现金流支出，因此，上述划拨用地及租赁集体土地瑕疵不会对本次换股价格构成实质性的影响。

#### **四、核查意见**

对于上述划拨用地及租赁集体土地瑕疵对于本次换股价格的影响，本次交易被合并方估值机构认为：上述划拨用地及租赁集体土地瑕疵未影响本次评估相关持续经营假设，其占公司使用土地总面积的比例均较小，且温氏集团前 50 名自然人股东已经出具承诺，承担温氏集团因土地瑕疵整改而发生的经济损失，温氏集团不会因划拨用地瑕疵事宜造成重大的现金流支出，因此本次交易未单独考虑上述划拨用地及租赁集体土地瑕疵对估值的影响。上述划拨用地及租赁集体土地瑕疵不会对本次交易换股价格造成实质性的影响。

问题二十一：申请材料显示，本次交易未进行资产评估，以可比上市公司并结合可比交易作为估值参考基础，温氏集团股东全部权益价值区间为512.56-745.03亿元。请你公司：1）按照《上市公司重大资产重组管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组》的相关规定，在吸收合并草案中补充披露温氏集团估值相关情况，包括但不限于估值方法、参数及其他影响估值结果的指标和因素。2）补充披露本次交易未进行资产评估及估值方法选取的原因，采用的估值方法是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条第三款的规定。3）结合可比公司的可比性、价值比率参数选取依据，补充披露温氏集团估值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充温氏集团估值相关情况，包括但不限于估值方法、参数及其他影响估值结果的指标和因素等

（一）估值的基本情况

1、估值概况

（1）估值对象概况

本次交易中，对温氏集团股东全部权益价值进行了估值。温氏集团前身为1983年创建的新兴县簕竹鸡场，1993年7月26日依照《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）设立的广东温氏食品集团有限公司。截至2014年12月31日，温氏集团注册资本为319,000.00万元，实收资本（股本）为319,000.00万元。温氏集团股本结构较为分散，温鹏程为持有股份最多的单一股东，持有股份104,850,000股，占温氏集团总股本的3.287%。温鹏程等11名自然人股东作为温氏家族成员，合计持有温氏集团股份507,869,531股，占公司总股本的15.92%，为温氏集团的控股股东及实际控制人。温氏集团是一家拥有30多年创业历史的大型畜禽养殖企业，以肉鸡和肉猪养殖为主，以奶牛、肉鸭养殖为辅，同时配套经营畜禽产品加工、农牧设备制造等。



## (2) 估值目的

本次交易为实现温氏集团主业整体上市，打通上下游产业链，实现温氏集团各项业务的长期协同快速发展；规范温氏集团内部治理，有效减少交易双方的关联交易；为温氏集团养殖业务及配套产业提供宝贵的上市平台，有利于夯实资本基础，增强后续融资能力，进一步巩固行业龙头地位，将“温氏模式”复制到更多地区、更多行业，实现长期发展，带动广大农户致富，为上市公司股东创造更大的价值。

为此，本次交易对温氏集团的资产进行估值，目的是为本次吸收合并的定价提供公允、合理的参考。

## (3) 估值基准日

2015年4月23日。

## (4) 估值依据

### 1) 经济行为依据

大华农聘请招商证券、温氏集团聘请中金公司作为本次交易的估值机构。

### 2) 法律法规依据

①《中华人民共和国公司法》（根据2013年12月28日第十二届全国人民代表大会常务委员第六次会议通过）；

②《上市公司重大资产重组管理办法》（中国证券监督管理委员会令第109号）；

③《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》（中国证券监督管理委员会令第73号）；

④《中华人民共和国企业所得税法》（2007年3月16日第十届全国人民代表大会第五次会议通过）；

⑤《关于修改〈中华人民共和国增值税暂行条例实施细则〉和〈中华人民共

和国营业税暂行条例实施细则)的决定》(财政部、国家税务总局令第 65 号);

⑥《企业会计准则——基本准则》(财政部令第 33 号, 2006 年);

⑦有关其他法律、法规、通知文件等。

### 3) 权属依据

①企业法人营业执照;

②企业出资证明(章程、验资报告);

③其他与企业资产的取得、使用等有关的会计凭证及其它资料。

### 4) 取价依据

①委托方及被估值单位提供的财务会计经营方面的资料;

②估值基准日银行存贷款基准利率;

③估值基准日近期国债收益率、同类上市公司财务指标及风险指标;

④国家宏观、行业、区域市场及企业统计分析数据;

⑤wind 资讯金融终端;

⑥估值人员现场勘察记录及收集的其他相关估值信息资料;

⑦与此次资产估值有关的其他资料。

### 5) 其他参考依据

广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)出具的审计报告。

#### (5) 估值结果概述

依据《招商证券股份有限公司关于广东温氏食品集团股份有限公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司之估值报告》、以及《中国国际金融有限公司关于广东温氏食品集团股份有限公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司之估值报告》(以下合称《估值报告》), 估值机构以可比上市公

司并结合可比交易作为温氏集团的估值参考基础，并充分考虑到温氏集团作为非上市公司以及本次交易背景和目的，计算温氏集团股东全部权益价值。

参考《估值报告》，交易各方最后协商确定温氏集团发行价格为 16.30 元/股，对应的温氏集团股东全部权益价值为 520 亿元。温氏集团 2014 年年末归属于母公司所有者权益账面值为 1,454,752.15 万元，本次估值增值了 3,745,247.85 万元，增值率 257.45%。

## 2、估值增值原因分析

截至 2014 年 12 月 31 日，温氏集团合并报表口径下归属于母公司所有者权益账面值 1,454,752.15 万元，本次估值 5,200,000.00 万元，较 2014 年年末归属于母公司所有者权益账面值增值 3,745,247.85 万元，增值率 257.45%。

本次估值增值率较大，其主要的原因在于账面成本只是反映企业资产的历史取得成本，没有准确反映温氏集团人力资本、管理组织文化、研发创新能力、客户资源、与农户的稳定的合作关系等无形资产。而可比公司和可比交易方法的计算是从企业整体的市场价值出发，不但考虑了企业目前现有的资产价值，也综合考虑了市场、将来收益所能带给企业的价值，包含了以上无法量化的无形资产的价值，导致估值增值较大。

本次温氏集团吸收合并大华农交易完成后，温氏集团产业链将进一步得到完善，进一步实现一体化经营的产业集群效益，从而提高温氏集团的盈利能力，并获得更多利润。完整的畜禽养殖产业链有利于增强温氏集团的盈利能力和抗风险能力。并考虑本次交易的背景和目的，本次采取可比公司和可比交易方法估值后温氏集团股东全部权益的投资价值与经审计的账面价值的差异是合理的。

### （二）交易标的估值假设

#### 1、一般假设

##### （1）公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

## （2）持续经营假设

持续经营假设是指以企业持续、正常的生产经营活动为前提，在可以预见的未来，企业将会按当前的规模和状态持续经营下去，不会停业，也不会大规模削减业务。

## 2、特殊假设

（1）本报告假设报告基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

（2）企业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）相关公司在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。

（4）无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

（5）假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

## （三）对交易标的估值方法的选择及其合理性分析

以未来收益为基础的方法是指将预期收益资本化或者折现，确定估值对象价值的一类估值方法。

资产基础法是指以被估值单位估值基准日的资产负债表为基础，合理估值企业表内及表外各项资产、负债价值，确定估值对象价值的一类估值方法。

此外，将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法也广泛用于对交易标的估值。其中常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

温氏集团作为大型畜牧养殖企业，其经营情况受到行业周期性供需变化、动物疫病等因素的影响，产品价格呈现出显著的波动性特征且难以预测，其经营业绩和盈利能力也呈现出较大的波动性，该波动性在温氏集团历史经营业绩中均有体现。因此温氏集团的未来收益具有较多的不确定性，难以进行准确的预测。因缺乏相关的可靠的财务预测数据，本次交易不适合用现金流折现法（收益法）进行估值。

紧密型“公司+农户（或家庭农场）”产业化发展模式是温氏集团的核心竞争优势之一，“公司+农户（或家庭农场）”产业分工合作模式的主要特点为：公司作为农业产业化经营的组织者和管理者，将养殖产业链中的品种繁育、种苗生产、饲料生产、饲养管理、疫病防治、产品销售等环节进行产业整合，由公司与农户（或家庭农场）分工合作，共同完成。其中，合作农户（或家庭农场）负责畜禽的饲养管理环节。在该种模式下，公司无需自身持有大规模无形资产、固定资产以匹配其养殖规模，属于“轻资产”型公司；同时，公司与合作农户（或家庭农场）之间的信任经过多年时间积累，尤其是历次市场低潮检验，已成功建立，是公司经营的重要基础。综上，资产基础法评估难以量化温氏集团所拥有的人力资源、管理能力、与农户稳定牢固的合作关系等各项无形资产的价值，无法完全客观反映温氏集团股东全部权益价值。因此，本次交易不适合用资产基础法进行估值。

为客观反映温氏集团股东全部权益价值，本次交易中主要以可比上市公司方法、可比交易方法作为温氏集团的估值参考基础，并充分考虑到温氏集团作为非上市公司以及本次交易背景和目的，选择可比公司法计算温氏集团股东全部权益价值，最后估值结果为 520 亿元。

本次交易中对温氏集团的估值方法合理，充分考虑了温氏集团作为非上市公司以及本次交易背景和目的，估值合理、定价公允。

#### **（四）估值结果、估值参数选取及理由**

##### **1、具体估值方法和价值比率的选择**

###### **（1）定义和原理**

### ① 可比公司法（即上市公司比较法）

可比公司方法是以与被估值企业相同或相似的上市公司作为可比对象（可比公司）来估算目标企业价值的估值方法。选取可比公司为上市公司，可以计算其股权的市场价值，便于进行市场价值的“对比分析”和计算价值比率，同时上市公司财务数据和其他信息数据容易获得，信息渠道合法、信息可靠性较高，便于进行相关财务分析。

### ② 可比交易法（即交易案例比较法）

可比交易方法是以与被估值企业相同或相似企业的并购或收购交易案例作为对比对象来估算目标企业价值的估值方法。企业之间的合并收购方式通常包括协议方式和公开交易方式，两种方式在成交价格上会产生一些差异。一般认为公开交易方式更可能产生公平交易价格，但也会存在公开交易的成交价格可能不是市场价格，而是对于特定投资者的投资价值。对于非公开的协议交易方式，则可能会存在某些其他因素影响交易价格的公允性。

## （2）估值步骤

估值步骤包括：

① 选择可比对象（可比公司/可比交易）。

② 选择并计算各对比对象的价值比率，所谓价值比率就是企业整体或股权价值除以企业自身一个与价值密切相关参数的比率。

③ 调整/修正各对比对象的价值比率。

④ 从各个对比对象价值比率中协调出一个价值比率作为目标企业的价值比率，主要有算术平均值法/加权平均值法、中间值或众数法、回归分析法以及其他合理的方法。

⑤ 估算目标企业相关参数，计算得出一个结果作为一个估值初步结论。

⑥ 从采用价值比率估算得出的各项结果中综合选择判断合理结果作为最终

估值结论。

⑦针对不同资本市场和股权结构，对估值标的考虑是否需要应用折价/溢价调整，流动性溢价/缺少流动性折扣或控股溢价/少数股权折扣。

## 2、估值假设前提假设

前提包括：

(1) 基本假设前提是宏观层面的政治、经济保持稳定，国家税收和金融政策不作大的变化；

(2) 有一个充分发达、活跃的资本市场；

(3) 在上述资本市场中存在着足够数量的与估值对象相同或相似的参考企业、存在着足够数量的交易案例；

(3) 能够获得参考企业或交易案例的市场信息、财务信息及其他相关资料；

(4) 可以确信依据的信息资料具有代表性和合理性，且在估值基准日是有效的。

## 3、可比公司法具体估值过程

(1) 计算公式

被估值单位市场价值=确定的被估值单位价值比率×被估值单位相应指标

股东全部权益价值=(全投资价值比率×被估值单位相应参数-负息负债+非经营性、溢余资产及营运资金)×(1-缺少流动性折扣)

或：

股东全部权益价值=(股权投资价值比率×被估值单位相应参数+非经营性、溢余资产及营运资金)×(1-缺少流动性折扣)

(2) 可比上市公司范围

温氏集团主要从事畜禽养殖业务，其主要产品为商品肉鸡与商品肉猪，因此其可比公司选取范围为 A 股可比上市畜禽养殖企业。温氏集团以及 A 股可比上市畜禽养殖企业（按照证监会行业分类）2014 年度经营业绩、2014 年 12 月 31 日财务状况以及主要产品情况如下：



证券代码	证券简称	2014 年度营业总收入 (亿元)	2014 年度归属母公司股东的净利润 (亿元)	2014年12月31日资产总计 (亿元)	2014年12月31日归属母公司股东的权益 (亿元)	主营产品名称
000735.SZ	罗牛山	10.0582	0.5099	42.5001	17.0663	海福乐面粉、罗牛山鸡蛋、罗牛山肉联厂、罗牛山生猪养殖、文昌鸡养殖
002234.SZ	民和股份	11.8642	0.6269	21.8977	11.9219	民和鸡苗、民和鸡肉、民和 603 肉仔鸡浓缩饲料等
002299.SZ	圣农发展	64.3606	0.7618	100.3856	31.7999	圣农雏鸡、圣农鸡肉、圣农饲料零售、圣农淘汰种鸡
002321.SZ	华英农业 <sup>注</sup>	-	0.1746	-	-	800 天老鸭煲、华英白条鸭、华英白羽毛、华英冰鲜系列、华英灿烂鸡柳、华英纯鸭血、华英风雅整鸭系列等
002458.SZ	益生股份	8.4192	0.2351	18.2451	7.0394	二元种猪、父母代蛋种雏鸡、父母代肉种雏鸡、商品肉雏鸡、商品猪、饲料、原种猪
002477.SZ	雏鹰农牧 <sup>注</sup>	17.8196	-1.8389	-	-	二元种猪、鸡苗、肉鸡（淘汰种鸡）、商品肉猪、商品仔猪、种蛋
002505.SZ	大康牧业	5.8460	0.1568	65.7732	57.8528	育肥猪、仔猪、种猪、猪饲料
002714.SZ	牧原股份 <sup>注</sup>	-	0.8020	-	-	牧原大约克猪、牧原杜洛克猪、牧原二元母猪、牧原怀孕母猪、牧原三元商品猪、牧原仔猪、牧原长白猪
002746.SZ	仙坛股份	17.3469	0.4434	14.9832	8.0274	鸡肉产品、商品代肉鸡
300106.SZ	西部牧业	7.7138	0.2249	17.4881	6.3274	良种奶牛犊、生鲜乳
300313.SZ	天山生物	1.2194	0.0179	6.1001	3.9525	安格斯种公牛冻精、荷斯坦种公牛冻精、褐牛种公牛冻精、西门塔尔种公牛冻精、夏洛来种公牛冻精
600965.SH	福成五丰	11.0024	0.7143	12.3918	9.2850	福成肥牛、福成活牛养殖、福成牛奶、福成牛肉、福成速食品、福成鲜到家方便菜、福成羊肉

证券代码	证券简称	2014 年度营 业 总 收 入 (亿元)	2014 年度归 属 母 公 司 股 东 的 净 利 润 (亿元)	2014 年 12 月 31 日 资 产 总 计 (亿元)	2014 年 12 月 31 日 归 属 母 公 司 股 东 的 权 益 (亿元)	主营产品名称
600975.SH	新五丰 <sup>注</sup>	-	-0.4896	-	-	晨风鲜肉、新五丰父母代种猪、新五丰活猪养殖、新五丰鱼粉、 新五丰原种猪、新五丰猪饲料

注：截至 2015 年 4 月 22 日，该公司尚未披露 2014 年年度报告，所列示财务数据来自公司发布的业绩预报。

2014 年度，温氏集团实现营业收入 380.40 亿元、归属于母公司股东的净利润为 26.64 亿元；2014 年 12 月 31 日，温氏集团资产总额达 253.37 亿元，归属于母公司股东的权益合计为 145.48 亿元。

由上表可知，截至 2015 年 4 月 22 日，A 股已上市畜牧业公司中，部分公司虽然也属于畜牧行业，但其经营规模、具体业务及产品的构成方面与温氏集团存在较大差异，因此，以主要产品与温氏集团具有相同或相似性作为选取可比上市公司的标准较为合适。温氏集团主要产品为商品肉鸡、商品肉猪，因此选取圣农发展、牧原股份、雏鹰农牧、新五丰、仙坛股份以及民和股份作为可比上市公司。

### （3）价值比率的确定

价值比率是指资产价值与其财务指标或其他特定非财务类型指标之间的一个“比率倍数”。由于可比公司法是要求通过分析可比公司股权或全部投资资本市场价值与各种指标之间的比率倍数来确定被估值单位的比率倍数，然后根据委估企业的参数来估算其股权或全投资资本的价值。因此，比率倍数是可比公司法对比分析的基础。

比率倍数可以是盈利类的指标、收入指标、资产类指标或其他特别非财务类型的指标，针对不同类型的指标可以衍生出不同类型的比率倍数，如盈利类指标衍生出盈利基础价值比率；资产类指标衍生出资产基础价值比率等。

常用的比率倍数包括：

#### ①盈利基础价值比率

盈利基础价值比率是在资产价值与盈利类指标之间建立的价值比率。这类价值比率可以进一步分为全投资价值比率和股权投资价值比率：

$$EV/EBITDA = (\text{股权价值} + \text{债权价值}) / EBITDA$$

$$P/E = \text{股权价值} / \text{税后利润}$$

#### ②收入基础价值比率

收入基础价值比率是在资产价值与销售收入之间建立的价值比率。这类价值比率可以进一步分为全投资价值比率和股权投资价值比率

$$\text{销售收入价值比率} = (\text{股权价值} + \text{债权价值}) / \text{销售收入}$$

$$P/S = \text{股权价值} / \text{销售收入}$$

### ③资产基础价值比率

资产基础价值比率是在资产价值与资产类指标之间建立的价值比率。这类价值比率可以进一步分为全投资价值比率和股权投资价值比率

$$\text{总资产价值比率} = (\text{股权价值} + \text{债权价值}) / \text{总资产价值}$$

$$\text{固定资产价值比率} = (\text{股权价值} + \text{债权价值}) / \text{固定资产价值}$$

$$P/B = \text{股权价值} / \text{账面净资产}$$

本次估值主要计算温氏集团股权价值，因此，资产基础价值比率采用 P/B 比率，收入基础价值比率采用 P/S，盈利基础价值比率采用企业倍数、市盈率（PE）指标。同时，为了回避单个的基础价值比率差异影响，并且考虑报告期内价值波动对估值的影响，本次估值共采用 6 个基础价值比率，其中市盈率、市净率分别计算报告期的均值及 2014 年度的情况。每个价值比率的权重设定如下：

序号	价值比率	价值基础	权重	定义
1	市盈率 (P/E) (2012-2014 年度)	盈利	1/3×1/2×1/2	基准日前 20 个交易日均价 /2012-2014 年度平均基本每股收益
2	市盈率 (P/E) (2014 年度)	盈利	1/3×1/2×1/2	基准日前 20 个交易日均价 /2014 年度基本每股收益
3	市净率 (P/B)	资产	1/3	基准日前 20 个交易日均价 /每股净资产
4	市销率 (P/S) (2012-2014 年度)	收入	1/3×1/2	基准日前 20 个交易日均价 /2012-2014 年度平均每股营业收入
5	市销率 (P/S) (2014 年度)	收入	1/3×1/2	基准日前 20 个交易日均价 /2014 年度基本每股营业收入

序号	价值比率	价值基础	权重	定义
6	企业倍数 (EV/EBITDA)	盈利	1/3×1/2	(股权市值+净负债)/税息 折旧前利润

#### (4) 不同价值比率估值情况

##### 1) 可比上市公司市盈率情况

证券简称	2015年4月 23日前20个 交易日均价 (元/股)	2012-2014平 均基本每股 收益(元/股)	2014年基本 每股收益(元 /股)	2012年度至 2014年度平 均市盈率 (倍)	2014年度市 盈率(倍)
牧原股份	67.68	1.11	0.33	61.15	205.09
圣农发展	17.33	-0.05	0.08	-335.98	207.24
民和股份	12.86	-0.29	0.21	-44.33	61.22
仙坛股份	24.22	0.50	0.37	48.45	65.47
新五丰	15.99	-0.02	-0.21	-799.74	-76.17
雏鹰农牧	15.04	0.15	-0.20	99.82	-75.22
<b>中值</b>	-	-	-	<b>61.15</b>	<b>63.34</b>
<b>平均值</b>	-	-	-	<b>69.52</b>	<b>63.34</b>

数据来源：截至2015年4月22日已披露可比上市公司年报、2014年业绩预告以及万得资讯

注1：其中仅民和股份、仙坛股份及圣农发展2014年财务数据为正式披露年报数据，牧原股份、雏鹰农牧以及新五丰2014年财务数据为业绩预告数据

注2：平均市盈率=2015年4月23日前20个交易日均价/2012年度至2014年度平均基本每股收益

注3：2014年度市盈率=2015年4月23日前20个交易日均价/2014年度基本每股收益

注4：基本每股收益=当期归属于母公司股东的净利润/期末股本

注5：计算可比上市公司平均值及中值时，已剔除明显异常值，包括负值及大于100

①2012-2014年度，温氏集团实现归属于母公司股东的净利润的平均值为19.44亿元：

(i) 取可比上市公司2012年度至2014年度平均市盈率中值(61.15倍)作为参考，温氏集团股东全部权益价值为1,188.73亿元；

(ii) 取可比上市公司2012年度至2014年度平均市盈率平均值(69.52倍)作为参考，温氏集团股东全部权益价值为1,351.50亿元。

②2014 年度温氏集团实现归属于母公司股东的净利润为 26.64 亿元：

取可比上市公司 2014 年度市盈率平均值/中值（63.34 倍）作为参考，温氏集团股东全部权益价值为 1,687.47 亿元。

### 2) 可比上市公司市净率情况

证券简称	2015 年 4 月 23 日前 20 个交易日均价（元 /股）	2014 年 12 月 31 日每 股净资产（元/股）	2014 年 12 月 31 日市 净率（倍）
牧原股份	67.68	8.05	8.41
圣农发展	17.33	3.49	4.96
民和股份	12.86	3.95	3.25
仙坛股份	24.22	6.72	3.60
新五丰	15.99	2.18	7.34
雏鹰农牧	15.04	2.85	5.28
<b>中值</b>	-	-	<b>5.12</b>
<b>平均值</b>	-	-	<b>5.47</b>

数据来源：截至 2015 年 4 月 22 日已披露可比上市公司年报、2014 年业绩预告以及万得资讯

注 1：其中仅民和股份、仙坛股份及圣农发展 2014 年财务数据为正式披露年报数据，牧原股份、雏鹰农牧以及新五丰 2014 年财务数据为业绩预告数据

注 2：2014 年 12 月 31 日市净率=2015 年 4 月 23 日前 20 个交易日均价/2014 年 12 月 31 日归属于母公司股东的每股净资产

截至 2014 年 12 月 31 日，温氏集团归属于母公司股东的权益为 145.48 亿元：

①取可比上市公司市净率中值（5.12 倍），温氏集团股东全部权益价值为 745.03 亿元；

②取可比上市公司市净率平均值（5.47 倍），温氏集团股东全部权益价值为 796.39 亿元。

### 3) 可比上市公司市销率情况

证券简称	2015 年 4 月 23 日前 20 个 交易日均价 （元/股）	2012-2014 年 度平均每股 营业收入（元 /股）	2014 年度每 股营业收入 （元/股）	2012-2014 年 度平均市销 率（倍）	2014 年度市 销率（倍）
牧原股份	67.68	9.15	10.76	7.40	6.29

证券简称	2015年4月23日前20个交易日均价(元/股)	2012-2014年度平均每股营业收入(元/股)	2014年度每股营业收入(元/股)	2012-2014年度平均市销率(倍)	2014年度市销率(倍)
圣农发展	17.33	5.58	7.07	3.10	2.45
民和股份	12.86	3.72	3.93	3.46	3.27
仙坛股份	24.22	15.38	14.52	1.58	1.67
新五丰	15.99	4.91	5.47	3.26	2.92
雏鹰农牧	15.04	2.35	1.90	6.40	7.92
中值	-	-	-	<b>3.36</b>	<b>3.10</b>
平均值	-	-	-	<b>4.20</b>	<b>4.09</b>

数据来源：截至 2015 年 4 月 22 日已披露的可比上市公司年报、2014 年业绩预告以及万得资讯

注 1：其中仅民和股份、仙坛股份及圣农发展 2014 年财务数据为正式披露年报数据，牧原股份、雏鹰农牧以及新五丰 2014 年财务数据为业绩预告数据

注 2：2012-2014 年度平均市销率=2015 年 4 月 23 日前 20 个交易日均价/2012 年度至 2014 年度平均每股营业总收入

注 3：2014 年市销率=2015 年 4 月 23 日前 20 个交易日均价/2014 年度每股营业总收入

①2012-2014 年度，温氏集团实现年均营业总收入为 355.60 亿元：

(i) 取可比上市公司 2012 年度至 2014 年度平均市销率中值（3.36 倍）作为参考，温氏集团股东全部权益价值为 1,193.64 亿元；

(ii) 取可比上市公司 2012 年度至 2014 年度平均市销率平均值（4.20 倍）作为参考，温氏集团股东全部权益价值为 1,493.02 亿元。

②2014 年度，温氏集团实现营业收入 380.40 亿元：

(i) 根据可比上市公司 2014 年度市销率中值（3.10 倍），温氏集团股东全部权益价值为 1,179.25 亿元；

(ii) 根据可比上市公司 2014 年度市销率平均值（4.09 倍），温氏集团股东全部权益价值为 1,555.85 亿元。

#### 4) 可比上市公司企业价值倍数 (EV/EBITDA) 情况

证券简称	2015年4月23日前20个交易日均价	2014年度息税折旧摊销	2014年12月31日净负债	企业价值EV(亿元)	EV/EBITDA(倍)
------	---------------------	--------------	----------------	------------	--------------

	交易日平均 总市值 (亿 元)	前利润 (EBITDA) (亿元)	(亿元)		
牧原股份	160.74	-	-	-	-
圣农发展	158.71	8.06	58.74	217.45	26.98
民和股份	38.95	1.68	6.34	45.29	26.96
仙坛股份	38.39	1.59	5.38	43.77	27.53
新五丰	37.87	-	-	-	-
雏鹰农牧	143.52	-	-	-	-
<b>中值</b>	-	-	-	-	<b>26.98</b>
<b>均值</b>		-	-	-	<b>27.16</b>

注 1: 净负债=负债总额-货币资金

注 2: 截至 2015 年 4 月 22 日, 牧原股份、新五丰及雏鹰农牧尚未披露 2014 年年报, 因此无法获取净负债信息

2014 年度, 温氏集团实现息税折旧摊销前利润 45.31 亿元, 2014 年 12 月 31 日, 温氏集团净负债为 98.81 亿元:

根据可比上市公司 2014 年度企业价值倍数 (EV/EBITDA) 中值 (26.98 倍), 温氏集团股东全部权益价值为 1,123.60 亿元。

根据可比上市公司 2014 年度企业价值倍数 (EV/EBITDA) 平均值 (27.16 倍), 温氏集团股东全部权益价值为 1,131.59 亿元。

#### (5) 不同价值比率股权测算结果

基于上述统计数据, 本次估值将利用各项价值比率的中位数和平均数的加权平均数作为估值适用的价值比率基准数, 以反映行业对价值期望的平均要求。

测算结果表明, 按价值比率平均数和价值比率中位数分别测算的各项价值比率对应的股权价值的加权平均数分别为 1,154.77 亿元、1,113.74 亿元, 本次估值取两者平均数 1,134.25 亿元作为考虑流通性折扣前的市值基数。

序号	价值比率	基准价值比率		股权价值计算 (亿元)				权重
		平均数	中值	基数	计算公式	按平均值 计算结果	按中值结 算结果	



序号	价值比率	基准价值比率		股权价值计算（亿元）				权重
		平均数	中值	基数	计算公式	按平均值计算结果	按中值计算结果	
1	市盈率 (P/E) (2012-2014年度)	69.52	61.15	19.44	基准日前20个交易日均价/2012-2014年度平均基本每股收益	1,351.50	1,188.73	1/3×1/2×1/2
2	市盈率 (P/E) (2014年度)	63.34	63.34	26.64	基准日前20个交易日均价/2014年度基本每股收益	1,687.47	1,687.47	1/3×1/2×1/2
3	市净率 (P/B)	5.47	5.12	145.48	基准日前20个交易日均价/每股净资产	796.39	745.03	1/3
4	市销率 (P/S) (2012-2014年度)	4.20	3.36	355.60	基准日前20个交易日均价/2012-2014年度平均每股营业收入	1,493.02	1,193.64	1/3×1/2
5	市销率 (P/S) (2014年度)	4.09	3.10	380.40	基准日前20个交易日均价/2014年度基本每股营业收入	1,555.85	1,179.25	1/3×1/2
6	企业倍数 (EV/EBITDA)	27.16	26.98	息税折旧摊销前利润45.31亿元,净负债为98.81亿元	(股权市值+净负债)/ 息税折旧前利润	1,131.59	1,123.60	1/3×1/2
加权平均						<b>1,215.45</b>	<b>1,070.78</b>	-

(6) 缺少流动性折扣

市场流动性是指在某特定市场迅速地以低廉的交易成本买卖证券而不受阻的能力。缺乏流动性折扣是相对于流动性较强的投资，流动性受损程度的量化。一定程度或一定比例的缺乏流动性折扣应该从该权益价值中扣除，以此反映市场流动性的缺失。

缺乏市场流通性折扣是企业价值估值中需要经常考虑的一项重要参数。这里所谓的缺乏市场流通性折扣，是建立在由参照上市公司的流通股交易价格而得出得被估值公司价值的基础之上。

目前，国外现有文献对证券流动性价值具体的研究方法主要分为两类：一类是基于流通受限股票研究流动性价值；另一类是基于公司股票 IPO 前后价格变化研究流动性价值。两种研究途径得出的缺乏流动性折扣率区间值在 20%~50% 之间。

可比上市公司的市价是证券交易所挂牌交易价，其股份具有很强的流动性。由于温氏集团是非上市公司，因此在计算股权价值时将缺乏流通性折扣纳入估值计算中。

证券简称	营业收入 (报告期: 2014 年报, 万元)	首发价 格(单 位: 元)	招股公告日	上市交易均 价(90 日) (单位: 元)	首发价格/上 市交易均价 (90 日) -1
牧原股份	260,476.34	24.07	2014 年 1 月 28 日	35.91	-0.3298
圣农发展	643,605.99	19.75	2009 年 10 月 21 日	26.67	-0.2594
民和股份	118,641.74	10.61	2008 年 5 月 16 日	20.58	-0.4844
仙坛股份 <sup>注</sup>	173,468.94	5.28	2015 年 2 月 9 日	22.94	-0.7698
新五丰	130,249.39	9.20	2004 年 6 月 9 日	11.62	-0.2081
雏鹰农牧	176,168.47	35.00	2010 年 9 月 15 日	56.26	-0.3779
<b>平均值</b>					<b>-0.4049</b>
<b>中位值</b>					<b>-0.3539</b>
<b>收入加权平均值</b>					<b>-0.3577</b>

注：截至 2015 年 4 月 22 日，仙坛股份上市交易日不足 90 日

根据上述可比上市公司首发价和上市交易 90 日均价的比价关系，算术平均

数、中位数和收入加权平均数分别为 40.49%、35.39% 和 35.77%。温氏集团在 520 亿元估值的情况下，对应于 54.51% 的流动性折扣，高于可比公司首发价/上市交易 90 日均价所体现的流动性折扣的整体水平。

#### 4、可比交易法估值具体估值过程

##### (1) 可比交易选取：

市场上同行业已完成的可比交易包括 KKR 入股圣农发展、仙坛股份 IPO。

##### (2) 可比交易法估值具体过程：

###### 1) KKR 入股圣农发展

2014 年 8 月 25 日，KKR 与圣农发展签订股份认购协议，以 12.30 元/股认购 2 亿股，股权占比为 18.0034%，该等股份自 2014 年 8 月 25 日起具有 36 个月的锁定期，流动性受到限制，在锁定期内不得转让。根据该认购价格计算，其对圣农发展股东全部权益价值为 136.64 亿元。

①2014 年度，圣农集团营业收入为 64.36 亿元，温氏集团 2014 年度营业收入为 380.40 亿元，以营业收入倍数计算，温氏集团股东全部权益价值为圣农发展 5.91 倍，即温氏集团股东全部权益价值为 807.60 亿元；

②2014 年度，圣农发展基本每股收益为 0.0836 元/股，该入股价格对应市盈率大于 100，不具有参考性；

③以该入股价格对应的 2014 年 12 月 31 日市净率 3.52 倍为参考计算，温氏集团股东全部权益价值为 512.56 亿元。

###### 2) 仙坛股份首次公开发行股票

2015 年 2 月，仙坛股份在深交所完成首次公开发行股票并上市，其首次公开发行市盈率为 22.96 倍（每股收益按照 2014 年经审计的扣除非经常性损益前后孰低的净利润除以发行后总股本计算）；参照该市盈率水平以及 2014 年度温氏集团扣除非经常性损益前后孰低的归属于母公司股东的净利润计算，温氏集团股东全部权益价值为 571.31 亿元。

综上，按照 KKR 入股圣农发展可比交易，温氏集团股东全部权益价值的估值区间为 512.56 亿元至 807.60 亿元，取中位估值为 660.08 亿元；按照仙坛股份首次公开发行股票可比交易，温氏集团股东全部权益价值为 571.31 亿元。取上述可比交易的平均估值，则可比交易法的估值结果为 615.70 亿元。从可比样本数量、估值结果的严谨性出发，样本数量更多、估值结果更低的可比公司法并考虑流动性折扣的 520 亿元估值结果能够较准确反映温氏集团的整体价值；参考可比交易法估值结果，可比公司法的估值结果亦在可比交易法 512.56 亿元至 807.60 亿元的区间内。

## 5、估值结论

在持续经营前提下，参考可比公司法及可比交易法的估值情况，本次交易中温氏集团股东全部权益估值为 520 亿元。

### （五）估值依据的合理性分析

本次交易中，温氏集团发行价格为 16.30 元/股，对应的温氏集团股东全部权益价值为 520 亿元。本次交易主要以可比公司法结合可比交易法作为温氏集团的估值参考基础，可比公司法以可比上市公司的市盈率、市销率、市净率、企业价值倍数作为估值的依据。可比交易法中，参考了同行业可比交易案例的实际交易价格作为估值依据。

#### 1、行业发展趋势分析

温氏集团是一家拥有 30 多年创业历史的大型畜禽养殖企业，以肉鸡和肉猪养殖为主，以奶牛、肉鸭养殖为辅，同时配套经营食品加工、农牧设备制造等产业。随着我国经济和畜禽养殖行业的不断发展，畜禽肉类需求量增加。报告期内，国内鸡肉、猪肉消费量年均复合增长率分别 0.61% 和 4.12%。目前，行业的规模化养殖占比仍然较低，未来随着养殖业现代化进程加快、行业技术水平的不断提高，散养户的退出越来越多，规模养殖企业的发展空间不断增大，公司作为行业龙头企业，兼具行业领先的养殖规模扩张能力和产品安全控制能力，未来发展空

间更为广阔。

## 2、温氏集团报告期及未来财务预测的相关情况

随着我国经济的持续发展以及城市化进程加快，我国肉类消费将持续保持上升态势，这将给温氏集团提供较大的发展空间和机遇。

由于内在规模经济效益及下游需求对规模化养殖企业的产品偏好，畜牧养殖行业生产经营规模化成为发展趋势，规模化扩张速度快的企业将在未来市场发展中占据优势地位。自成立以来，温氏集团凭借自身“温氏模式”，持续提升肉鸡、肉猪养殖规模和产能，目前已经成长为国内肉鸡、肉猪出栏量均居全国总量首位的大型畜牧养殖企业，在未来的行业竞争和扩张中具有明显优势。

根据上述行业发展及业务优势情况，温氏集团未来几年将持续扩大业务规模、提升产能，财务状况及盈利能力将主要表现为以下趋势：

### （1）财务状况趋势

未来几年，温氏集团将保持高速发展态势，以扩大经营规模、提升产能。随着一系列资本性支出项目的实施，公司固定资产规模、存货规模以及生产性生物资产规模都将出现较大幅度的上升。同时，温氏集团近年来业务规模发展迅速，所有者权益随着盈利能力的提升、利润的滚存不断上升，公司抵御风险的能力将进一步加强。

### （2）盈利能力趋势

温氏集团凭借其在行业中所具有显著优势，随着产能进一步提升，其产品销售量将保持上升态势、在行业中的领导地位及品牌效应将进一步巩固。在良好的成本控制环境下，温氏集团的盈利水平将进一步提高，盈利能力也会随着经营规模的扩大而进一步增强。

## 3、上市公司股东、温氏集团股东对估值结果表决情况及二级市场后市表现

### （1）上市公司股东、温氏集团股东对估值结果的表决情况

反映本次交易估值结果的估值报告分别由大华农第三届董事会第五次会议、大华农 2014 年度股东大会，温氏集团第一届董事会第二十五次会议、温氏集团 2014 年度股东大会审议通过。包括温氏集团六千多名股东、以及大华农超过 2 万名股东在内的两家交易对方所有股东中，没有一名股东对估值报告投出反对票，体现两方股东群体对估值结果的高度认可。

## （2）公布交易估值结果后二级市场表现

上市公司公告本次估值结果并复牌后，自 2015 年 4 月 28 日起，上市公司股票连续 18 个交易日涨停。截至 7 月 15 日，上市公司收盘价为 35.12 元。按照本次交易换股比例 1: 0.8070 计算，温氏集团股票价格为 43.52 元，对应温氏集团本次吸收合并前总股本 3,190,000,000 股，温氏集团估值相当于 1,388.29 亿元，大幅高于估值结果，体现出估值结果较谨慎，二级市场投资者对估值结果亦较认可。

综上，温氏集团所处行业发展趋势稳定，温氏集团经营状况良好，未来预测与报告期财务情况不存在较大差异。本估值结果公布后，大华农股东、温氏集团股东、二级市场投资者均对估值结果表示认可。本次估值采取可比上市公司价值比率以及可比交易价格作为估值依据，具有较强可比性，能够较准确反映温氏集团的整体价值，具有合理性。

## （六）后续经营过程中相关变化趋势及其对估值的影响

### 1、产业政策

肉鸡和肉猪养殖行业是农业的重要组成部分，鸡肉和猪肉是我国消费量最大的两个肉类品种。为了缓解鸡肉和猪肉生产的周期性波动，稳定肉鸡和肉猪养殖行业的发展，保证居民的食物供应，改善居民的饮食结构，提高居民生活水平，国家在区域发展、养殖模式、用地支持、税收优惠、资金扶持等方面出台了诸多政策，鼓励鸡肉和猪肉生产企业向专业化、产业化、标准化、集约化的方向发展。如，在《国务院关于支持农业产业化龙头企业发展的意见》中提出

“农业产业化是我国农业经营体制机制的创新，是现代农业发展的方向。农业产业化龙头企业集成利用资本、技术、人才等生产要素带动农户发展专业化、标准化、集约化生产，是构建现代农业产业体系的重要主体，是推进农业产业化经营的关键，支持龙头企业的发展，对于提高农业组织化程度、加快转变农业发展的方式、促进现代农业建设和农民就业增收具有十分重要的作用。”

同时，《农业部关于加快推进畜禽标准化规模养殖的意见》等行业政策，鼓励并引导我国畜牧业从散户养殖为主的格局中逐步向适度规模化的高效经营模式发展。

## 2、经营环境

在温氏集团经营规模不断扩大、产能不断提升的前提下，影响未来财务状况和盈利能力的因素主要为产品市场价格与饲料原材料的市场价格，同时由于主要产品为肉鸡及肉猪产品，突发疫情也会对温氏集团盈利能力造成较大影响。

### (1) 产品市场价格

目前中国肉鸡与肉猪市场的集中程度仍然较低，大量散养户存在“价高进入，价贱退出”的现象，影响市场供给量的长期稳定性，导致行业供需匹配呈现出较大的周期性波动，从而造成产品价格的较大波动性，由此导致短期内产品毛利率水平出现波动。但从长远角度看，温氏集团所处农业行业为民生行业，且作为行业龙头企业，随着销售规模的扩大、产量的增加，这种周期性的波动并不会从实质上改变温氏集团的整体盈利能力。

### (2) 饲料原材料的市场价格

2012 年度、2013 年度以及 2014 年度，随着业务产量的上升，温氏集团对饲料原材料的采购量逐年上升。饲料原料成本占主营业务的成本的比例保持在 70% 左右，占比较高，因此饲料原料的采购价格的波动对温氏集团整体盈利能力影响较大。

由于小麦、玉米、大豆等农产品受到国内和国际粮食播种面积与产地气候等

因素影响较大，一旦播种面积大幅减少或气候反常以及国家农业政策发生重大变化，都将会导致农产品减产并引发价格上涨。

为加强公司在采购过程中的议价能力，温氏集团对大宗品种（玉米、豆粕等）实施集中采购，并利用信息分析共享平台随时分析饲料原料市场行情、提升采购技巧，从而降低饲料原材料的采购价格。同时，温氏集团自主进行饲料原料价值评估与营养研究，在“玉米+豆粕”型配方的基础上，结合各子公司和控股公司所在区域主产的粮食，根据饲料原料数据库中记录的原材料性价比信息，及时有效地调整饲料配方中的主要材料，有效降低饲料成本，以实现对产品成本的有效控制，提升盈利能力。

### （3）突发疫情的影响

畜禽疫病是畜禽养殖行业发展过程中面临的主要风险。禽畜疫病的蔓延加上社会部分言论误导，容易引起消费者心理恐慌，造成整个市场需求的迅速萎缩，致使禽畜养殖企业面临较大的销量与销售价格压力。即使公司自身产品并未出现疫情，经营业绩也将在市场整体陷入低迷的情况下受到负面影响。公司主要产品的销售价格、市场供求及流通均将受到一定冲击，同时，产品市场价格的下降还可能导致公司库存消耗性生物资产出现跌价损失，以上因素均会导致盈利能力短期内出现下降。

但总体而言，大型养殖企业的防疫措施较为完善，且抗风险能力较强。在肉鸡和肉猪疫病防控方面，温氏集团坚持以“预防为主、防治结合、防重于治”为疾病防控原则，从场址选择、场区布局、舍内小环境控制、疫病防御系统、疫病防疫制度等多个方面，建立了完善有效的疫病控制综合体系，以降低自身产品出现疫情的概率，保证盈利能力。

综上，产业政策、宏观环境、疫病防治、环境保护等方面的未来变化趋势不会对温氏集团的估值产生重大不利影响。



### **（七）估值结果敏感性分析**

为客观反映温氏集团股东全部权益价值，本次交易中主要以可比公司和可比交易法作为温氏集团的估值方法，不适合用收益法和资产基础法进行估值，因此，本次交易的估值结果不适用敏感性分析。

### **（八）本次交易的协同效应**

本次温氏集团吸收合并大华农交易完成后，温氏集团产业链将进一步得到完善。温氏集团的主营业务由目前的商品肉鸡、商品肉猪等畜禽的繁育、养殖和销售，扩展至兽用生物制品、兽用药物制剂以及饲料添加剂的研发与生产销售。本次吸收合并完成后，温氏集团将拥有更加完整的畜禽养殖链，获取成本优势。温氏集团本次吸收合并大华农，整合多个生产环节，将进一步实现一体化经营的产业集群效益，从而提高温氏集团的盈利能力，并获得更多利润。

大华农具有较强的研发及生产能力，温氏集团通过本次吸收合并，能够较好的产生协同效应，优化资源配置，降低中间环节成本，提高经营效率，且从源头保证畜禽产品质量。完整的畜禽养殖产业链有利于增强温氏集团的盈利能力和抗风险能力。

### **（九）结合市场可比交易及可比上市公司价值比率，对估值定价公允性的说明**

本次交易中主要以可比上市公司并结合可比交易作为温氏集团的估值参考基础，并充分考虑到温氏集团作为非上市公司以及本次交易背景和目的，参考市场可比交易的实际交易价格，本次估值是合理公允且谨慎的，不存在损害上市公司股东利益的情形。

### **（十）估值基准日至估值报告披露日温氏集团发生的重要变化事项分析**

估值基准日至估值报告披露日，温氏集团未发生对交易作价产生重大影响的变化事项。

## （十一）上市公司董事会对本次交易估值事项意见

按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》的要求，大华农董事会对于本次交易估值机构的独立性、估值假设前提的合理性、估值方法与估值目的的相关性以及估值定价的公允性进行了认真审核，特此说明如下：

1、大华农聘请招商证券承担本次吸收合并的估值工作。招商证券作为本次交易的估值机构，具有从事估值工作丰富的业务经验，能胜任本次估值工作。除因本次聘请外，招商证券还担任大华农的独立财务顾问，招商证券及其估值人员与温氏集团、大华农无其他关联关系，亦不存在现实的及预期的利益或冲突，估值机构具有独立性。

2、估值机构和估值人员所设定的估值假设前提和限制条件均按照国家有关法规与规定进行，遵循了市场的通用惯例或准则，符合估值对象的实际情况，未发现与估值假设前提相悖的事实存在，估值假设前提合理。

3、本次估值的目的是对合并双方的资产进行估值，为董事会分析本次吸收合并的定价的公允性及合理性提供参考。本次估值运用可比公司法、可比交易法等符合市场惯例且符合本次交易实际情况的分析方法，对本次吸收合并价格的合理性进行分析。本次估值工作按照国家有关法规与行业规范的要求，遵循独立、客观、公正、科学的原则，所选用的估值方法合理，估值结果客观、公正地反映了估值基准日估值对象的实际状况，估值方法与估值目的的相关性一致。

4、本次估值实施了必要的估值程序，遵循了独立性、客观性、科学性、公正性等原则，估值结果客观、公正地反映了估值基准日估值对象的实际状况，各类资产的估值方法适当，估值定价具有公允性。

综上所述，大华农本次吸收合并中所选聘的估值机构具有独立性，估值假设前提合理，估值方法与估值目的的相关性一致，出具的估值报告的估值结论合理，估值定价公允。

## **(十二) 独立董事对本次交易估值事项意见**

大华农的独立董事对本次交易估值相关事项发表如下独立意见：

1、大华农与温氏集团本次吸收合并聘请的审计机构与估值机构具有相关资格证书与从事相关工作的专业资质；该等机构与大华农及本次吸收合并之间无关联关系，具有独立性；该等机构出具的审计报告与估值报告符合客观、独立、公正、科学的原则。

2、估值机构招商证券股份有限公司出具的估值报告符合客观、独立、公正、科学的原则。本次估值假设的前提均按照国家有关法规与规定进行，遵循了市场的通用惯例或准则，符合估值对象的实际情况，未发现与估值假设前提相悖的事实存在，估值假设前提合理；本次估值机构所选估值方法恰当，估值结果客观、公正地反映了估值基准日估值对象的实际状况，估值方法与估值目的的相关性一致；本次估值实施了必要的估值程序，遵循了独立性、客观性、科学性、公正性等原则，估值结果客观、公正地反映了估值基准日估值对象的实际状况，各类资产的估值方法适当，本次估值定价具有公允性。

### **二、本次交易中采用的估值方法是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条第三款的规定**

《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条第三款规定：“前二款情形中，评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值；上市公司独立董事应当出席董事会会议，对评估机构或者估值机构的独立性、评估或者估值假设前提的合理性和交易定价的公允性发表独立意见，并单独予以披露。”

基于上文分析，收益法和资产基础法不适合用于本次交易估值。目前采取的可比公司法和可比交易法的估值方法是契合公司实际情况的，且独立董事发表了独立意见并单独披露，未违反《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条第三款的规定。

### 三、核查意见

本次交易被合并方估值机构认为：本次交易采用的估值方法对于《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条第三款的规定未有实质违反，估值方法选取适当，估值结果合理。

**问题二十二：申请材料显示，温氏集团 2012 年 10 月资产基础法评估值为 1,235,392.90 万元，本次交易温氏集团参考可比上市公司并结合可比交易估值为 5,200,000.00 万元。请你公司进一步补充披露两次评估或估值结果存在较大差异的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

#### 一、两次评估或估值结果存在较大差异的原因

##### （一）评估/估值方法不同

2012 年 10 月，温氏集团资产评估的方法为资产基础法，首先估测被评估资产的现行再取得成本（重置成本），然后估测被评估资产业已存在的各种贬值因素，并将其从重置成本中扣除而得到被评估资产价值的评估方法。该方法以在评估基准日重新构建一个与评估对象相同的企业或独立获利实体所需的投资额作为判断整体资产价值的依据，从企业购建角度反映企业的价值。

本次交易中，估值机构充分考虑温氏集团实际经营模式以及业务特点，参考可比上市公司并结合可比交易进行估值。作为畜牧养殖企业，温氏集团采用紧密型“公司+农户”养殖模式，主要产品商品肉鸡及商品肉猪的养殖过程由合作农户（或家庭农场）完成，无需公司自身持有大规模无形资产、固定资产以匹配其养殖规模，温氏集团属于“轻资产”型公司。因此，本次估值中估值机构综合考虑可比公司估值、可比交易定价、市场地位、经营业绩等因素而确定，利用市场上同样或类似资产的近期交易价格，经过直接比较或类比分析以估测资产价值。本次估值将温氏集团与可比较的参考企业即在市场上交易过的可比企业、股权、证券

等权益性资产进行比较，以参考企业的交易价格为基础，加以调整修正后确定其价值。本次交易的估值将原资产基础法评估难以量化温氏集团所拥有的人力资源、管理能力、与农户稳定牢固的合作关系等各项无形资产的价值，不同的估值方法之间的估值结果出现差异是正常的。

## （二）评估/估值基准日不同

2012年10月，温氏集团整体变更为股份有限公司时评估结果为1,235,392.90万元，评估基准日为2012年10月31日；本次交易，估值机构对温氏集团全体股东权益价值估值为5,200,000.00万元，估值基准日为2015年4月23日。两次评估/估值基准日相差约30个月，其间温氏集团业务规模、证券市场情况均发生一定变化。

2012年，温氏集团商品肉猪出栏量为813.89万头，2014年，温氏集团商品肉猪出栏量为1,218.27万头，年均复合增长率达22.35%。同时，2012年至2014年，温氏集团其他业务包括商品肉鸭养殖业务及奶牛养殖业务等均有所发展。整体而言，2014年度较2012年度营业收入增长了13.75%。

此外，两次评估/估值基准日期间，我国证券市场环境也发生了较大变化。2012年底至2015年4月，上证综指上升超过90%，深证成指上升超过60%，创业板指涨幅超过260%，市场估值的基础也发生了一定变化。

## （三）评估/估值目的及背景不同

2012年11月6日，广东温氏食品集团有限公司股东签署《股东会决议》，拟将广东温氏食品集团有限公司整体变更为股份有限公司。该次资产评估仅为公司整体变更并办理相关工商变更登记手续提供净资产价值依据，不涉及股份转让、支付对价等事项且不以主管机关的前置审批为条件。

本次交易为重大资产重组，本次交易估值是在重组完成温氏集团整体上市后成功能实现的价值。通过换股吸收合并的形式，温氏集团将实现整体上市。本次交易的实施以中国证监会审核通过为前提，且以大华农股份作为本次温氏集团发

行股份的交易对价，交易作价需全面综合的考虑公司价值。

#### **（四）评估/估值范围不同**

根据 2012 年资产评估报告，该次评估对象与评估范围为广东温氏食品集团有限公司评估基准日经审计后资产负债表所列示的资产与负债，不包含资产负债表未列示但可能存在的知识产权、商誉等无形资产。该次评估对象仅为温氏集团母公司，对于其下属子公司，其价值作为长期股权投资进行评估。

本次交易中，估值对象与估值范围温氏集团股东全部权益价值。本次估值中，估值机构以参考企业的交易价格为基础，同时以温氏集团合并口径相关数据作为调整参数计算温氏集团股东全部权益价值。

综上所述，由于 2012 年 10 月资产评估及本次交易估值的评估/估值方法、评估/估值基准日、评估/估值背景及目的、以及评估/估值范围均存在一定差异，因此，两次评估/估值结果存在一定差异，且该差异具有合理性。

## **二、核查意见**

本次交易被合并方估值机构认为：2012 年 10 月，温氏集团评估价值是公司整体变更为股份有限公司提供净资产价值依据，对母公司口径的公司资产与负债以资产基础法进行评估得到的结果，与本次交易中对温氏集团的估值系基于不同的评估/估值方法、不同的评估/估值基准日、不同的目的及背景、以及不同的评估/估值范围分别确定的评估/估值结果，两次评估/估值结果存在的差异具有合理性。

**问题二十三：请你公司结合温氏集团具体估值方法，补充披露本次交易未设置业绩补偿及减值测试安排，是否符合我会相关规定。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

**回复：**

## 一、本次交易未设置业绩补偿及减值测试安排符合证监会相关规定

本次交易中，估值机构充分考虑温氏集团实际经营模式以及业务特点后，未采用收益现值法作为估值方法，主要原因如下：1、作为畜禽养殖企业，温氏集团的经营业绩和盈利水平受到行业周期性供需变化、突发疫病等多方面因素的影响，呈现出较为明显的波动性特征，为充分保护中小投资者利益，本次估值未采用收益现值法；2、温氏集团采用紧密型“公司+农户”养殖模式，主要产品商品肉鸡及商品肉猪的养殖过程由合作农户（或家庭农场）完成，在合作农户（或家庭农场）饲养环节无需公司自身持有大规模无形资产、固定资产以匹配其养殖规模，因此，温氏集团属于“轻资产”型公司，资产基础法也无法完全客观反应温氏集团股东全部权益价值。

根据《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条，采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。

本次交易中，温氏集团拟通过向大华农的所有换股股东发行股票交换该等股东所持有的大华农股票，实现温氏集团整体上市。根据本次交易估值机构出具的估值报告，温氏集团本次发行的A股股票的发行价格主要以可比上市公司并结合可比交易作为估值区间参考，以兼顾合并双方股东的利益为原则，同时充分考虑本次交易背景和目的以及温氏集团自身的经营规模、盈利能力、行业地位以及抗风险能力等因素确定，并未采用《上市公司重大资产重组管理办法》中规定的“收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的办法”。因此，本次吸收合并不属于《上市公司重大资产重组管理办法》规定的必须签订补偿协议的情况。

本次吸收合并完成后，接收方将承继及承接大华农的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务；大华农终止上市并注销法人资格；存续公司

内各企业也将通过本次吸收合并整体上市充分实现资源共享和业务整合，打通畜禽养殖和配套产业之间的产业链。根据上述整合思路，温氏集团的主营业务由目前的商品肉鸡、商品肉猪等畜禽的繁育、养殖和销售，扩展至兽用生物制品、兽用药物制剂以及饲料添加剂的研发与生产销售，将拥有更加完整的畜禽养殖链；未来整合后的存续公司与评估基准日时点的温氏集团相比，在业务、资产及财务方面均将产生一定变化。在该种情况下，对存续公司进行资产评估得出的评估结果与此次温氏集团估值结果可比性较弱，难以具备完全的减值测试条件。

综上所述，本次交易未涉及业绩补偿及减值测试安排的情况未违反《上市公司重大资产重组管理办法》相关规定。

## 二、核查意见

本次交易被合并方估值机构认为：

1、温氏集团本次发行的 A 股股票的发行价格主要以可比上市公司并结合可比交易作为估值区间参考，以兼顾合并双方股东的利益为原则，同时充分考虑本次交易背景和目的以及温氏集团自身的经营规模、盈利能力、行业地位以及抗风险能力等因素最终确定，并未采用《上市公司重大资产重组管理办法》中规定的“收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的办法”。因此，本次吸收合并不属于《上市公司重大资产重组管理办法》规定的必须签订补偿协议的情况。

2、本次交易完成后，随着温氏集团与大华农业务、资产、人员等的整合，存续公司的资产、业务及财务均将较估值时点的温氏集团产生一定变化，此外可比公司、可比交易的估值水平在不同时点的不同市场环境下也有一定差异，导致存续公司的后续资产评估结果与估值基准日温氏集团的估值结果可比性较弱，难以具备完全的减值测试条件。

综上所述，本次重组未设置业绩补偿及减值测试安排的情况未违反《上市公司重大资产重组管理办法》的规定。



(本页无正文, 为《招商证券股份有限公司关于广东温氏食品集团股份有限公司  
换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司之核查意见》之签字盖章页)

估值人员: 朱权炼  
朱权炼

肖雁  
肖雁

赖昶希  
赖昶希

