

关于 S.Kidman & Co Ltd 股权收购的

可行性研究报告

湖南大康牧业股份有限公司

2015 年 11 月

# 目录

一、项目概况.....	2
(一) 项目基本情况.....	2
(二) 项目现状.....	2
(三) 项目出让情况.....	5
二、收购方案.....	5
(一) 收购金额.....	5
(二) 收购主体.....	6
(三) 付款方式及交割.....	8
(四) 资金来源.....	9
三、项目投资建设的必要性.....	9
四、项目可行性分析.....	11
五、效益分析与风险分析.....	12
(一) 效益分析.....	12
(二) 项目风险分析.....	19
六、未来发展计划.....	21
七、结论及建议.....	21
附表 1: 资产负债表.....	23
附表 2: 现金流量表.....	24
附表 3: 损益表.....	25
附表 4: 2016 年预算估算表.....	26
附表 5: 标准化实际和预测的 EBITDA .....	27

## 一、项目概况

### （一）项目基本情况

本次收购的项目为 S.Kidman & Co Ltd（以下简称“Kidman 公司”或“目标公司”）80%股权，Kidman 公司的基本信息情况如下：

公司名称：S.Kidman & Co Ltd

公司地址：183 Archer Street, North Adelaide, South Australia 5006, Australia.

主营业务：牛的养殖与销售、牛肉的生产和销售。

公司资本金：24,504,270 澳元

公司股本结构情况如下表：

股东	持股数量（股）	持股比例
Fulham Investments Pty Ltd	3,074,563	26.03%
Warenda Investments Pty Ltd	2,227,407	18.86%
Patricia Kidman Bibby	925,584	7.84%
Joanna Margaret Clover	845,786	7.16%
Gillian Sarah Bourne-Arton	822,463	6.96%
Susan Caroline Cole	821,084	6.95%
Wyeroo Investments Pty Ltd	648,528	5.49%
其他非持股 5%以上股东小计	2,446,858	20.71%
总股本	11,812,273	100.00%

### （二）项目现状

Kidman 公司作为澳洲最大的私有土地拥有者，由 Sidney Kidman 先生在 1899 年创立。公司现运营 10 个大型牧场、1 个育种牧场以及 1 个饲养场，牧场群分布在南澳、西澳、北部领地以及昆士兰州，总面积达到 101,411 平方公里，存栏牛数 15 万头，年产 1.5 万吨牛肉。

目标公司 2015 年度（2014 年 7 月 1 日至 2015 年 6 月 30 日）销售收入 6280

万澳元，剔除牛群公允价值变动损益后的 EBITDA 约为 2921 万澳元，净利润约 2423 万澳元；截至 2015 年 6 月 30 日账面总资产约为 2.3 亿澳元。重新评估后的净资产公允价值约 3.25 亿澳元，其中牛群 1.26 亿澳元、土地及附着物 1.89 亿澳元、车辆设备等固定资产 0.7 亿澳元<sup>1</sup>。

1. 目标公司旗下 10 个牧场以及配套其他设施的基本情况如下：

	区域 (平方千米)	产能 (*AE)	现有牧群 截至 2015 年 3 月	财产市场价值 (万/澳元)
	Area (km <sup>2</sup> )	Capacity (AE)	Current herd as at Mar 15	Property market value A\$' 000
Ruby Plains Station	7,967	24,960	30,621	1,560
Helen Spring Station	10,198	54,450	58,807	5,700
Glengyle Station	5,540	7,735	2,566	1,025
Durrie Station	6,600	9,100	4,685	1,275
Morney Plains Station	6,230	10,695	5,926	1,525
Durrie Station	8,910	20,210	11,336	2,800
Naryilco Station	7,510	11,520	4,645	1,410
Innamincka Station	13,552	12,740	5,918	1,275
Macumba Station	11,063	7,990	5,586	680
*Anna Creek Staion	23,677	13,160	13,190	1,050
Rockybank (育种场)	146	3,300	4,214	800
Tungali Feedlot (饲养场)	18	N/A	3,457	346
Sub total	101,411	175,860	150,951	19,446
Head office property	1,680m <sup>2</sup>	N/A	N/A	285
<b>Total</b>				<b>19,731</b>

注：（1）AE 为近五年的平均值；（2）Anna Creek Station 将由 Kidman 先卖给第三方，并回付给我方（报价约为 1,300 万至 1,500 万澳元之间）

数据来源：Kidman 年审会计事务所 KPMG

2. 目标公司存栏牲畜的基本情况如下：

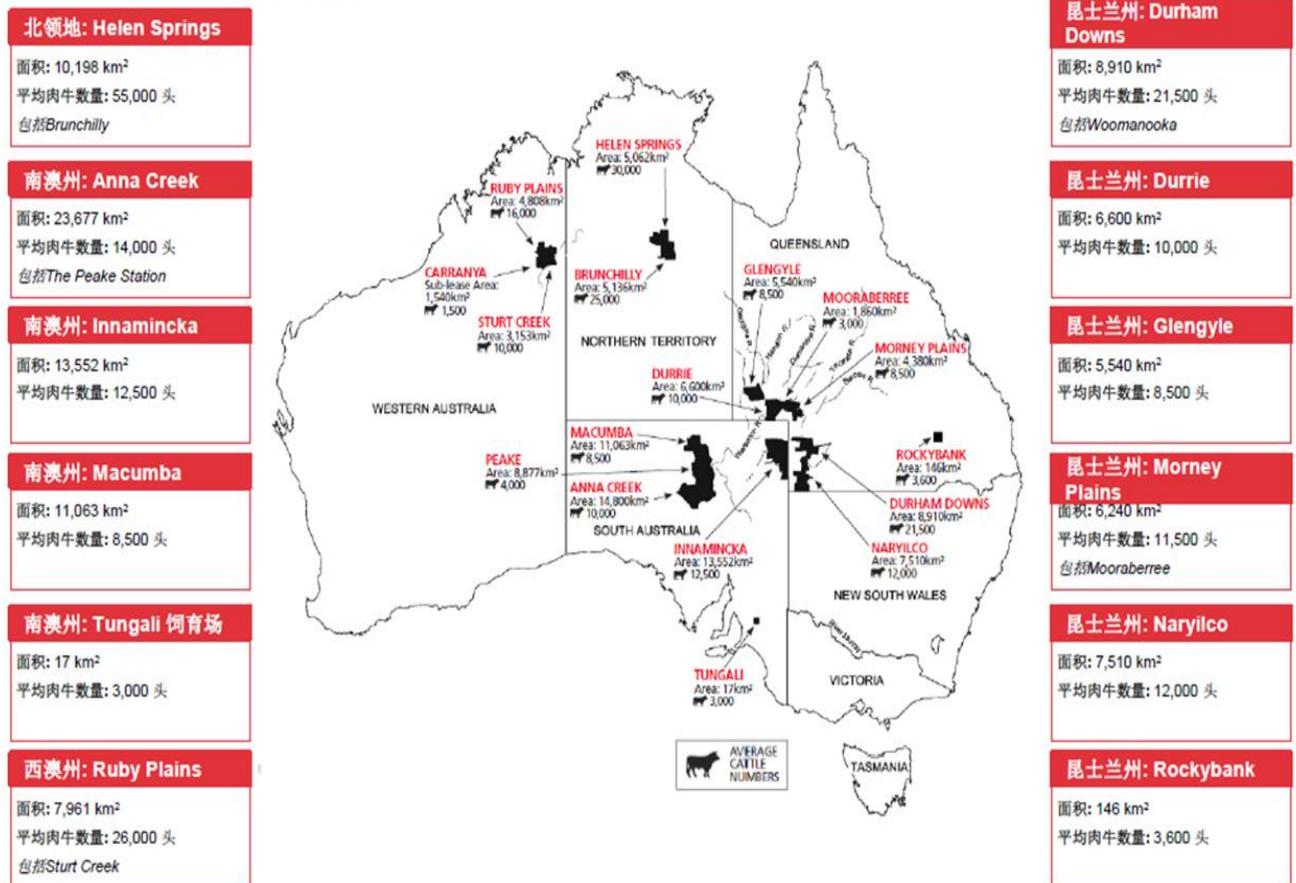
	年龄 (年)	数量 (头)	每头平均价值 (澳元/头)	总价值 (千/澳 元)
	Age (Yrs)	No (head)	\$/ Head	Value A\$' 000
母牛	1-3	44,990	707	31,828
母牛	3-6	33,684	799	26,901
母牛	6+	26,167	805	21,056
绝育母牛	1-2	1,222	741	906
繁殖公牛	1-3	5	3,600	18

<sup>1</sup> 数据来源：Kidman2015 年审计报告。

繁殖公牛	3-6	52	3,058	159
繁殖公牛	6+	19	1,789	34
公牛	1-3	1,627	2,252	3,664
公牛	3-6	1,828	1,720	3,144
公牛	6+	830	1,399	1,161
阉牛	1-3	31,664	849	26,897
阉牛	3-6	3,843	1,188	4,567
小牛	0-1	15,023	287	4,317
烙印牛总计		160,954	774	124,652
非烙印小牛预估总计		3,665	331	1,213
马匹		767	1,046	802
活畜预估总计		165,386	766	126,667

数据来源: Kidman 年审会计事务所 KPMG

### 3. 目标公司牧场的地理分布如下:



### （三）项目出让情况

为维护 Kidman 公司的持续经营，Kidman 家族暨股东决定将目标公司股权整体出售，并通过其财务顾问安永会计师事务所以国际招标的方式，向市场打包进行招投标，招标基本情况如下：

1、出让方：S.Kidman 公司全体股东。

2、出让标的：S.Kidman 公司 100%股权（包含了 10 个大型牧场、1 个育种牧场、1 个饲养场、1 个管理总部、以及牧场拥有的动产、设备和牲畜等资产。）

## 二、收购方案

### （一）收购金额

本次标的公司 100%股权的收购总金额为澳元 3.70 亿元。

由于 Kidman 是澳大利亚最大的私有土地拥有者，本次收购涉及澳大利亚大面积的国土，以及 Anna Creek 农场包含了南澳的部分军事要地，政府出于国家利益的考虑，大康牧业必须确保该收购不触犯澳大利亚国家利益，其中：

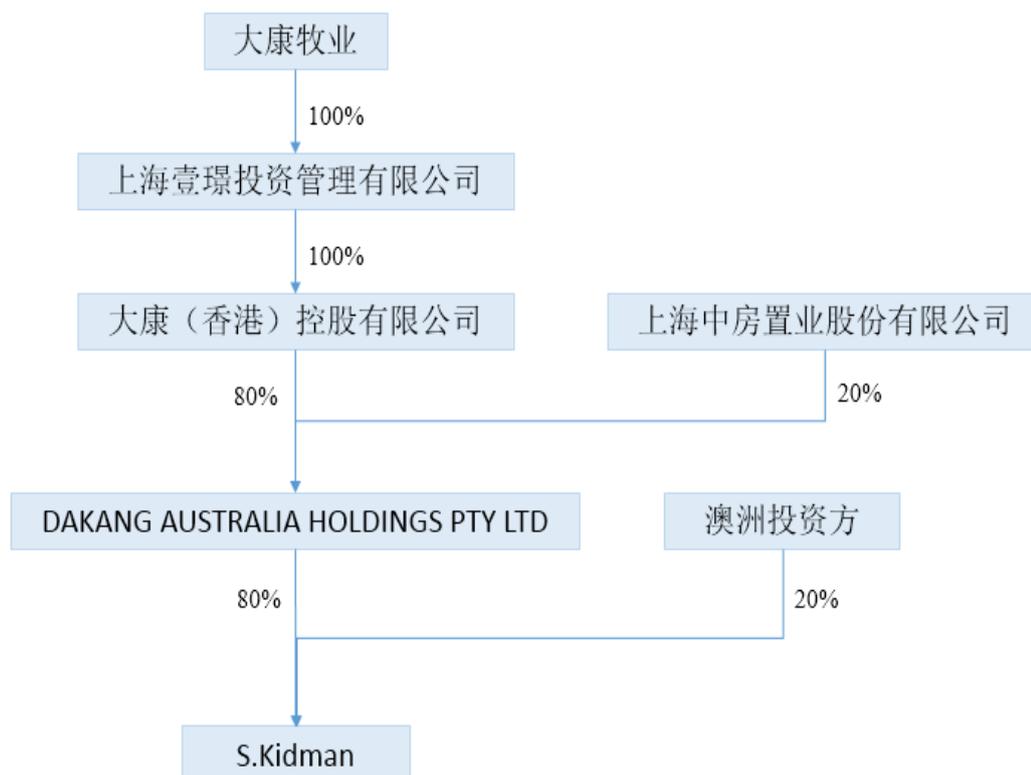
- 大康澳大利亚控股有限公司（Dakang Australia Holding Pty Ltd）（以下简称“大康澳大利亚”）与澳大利亚农资公司（Australian Rural Capital Limited）（一家在澳大利亚证交所（ASX）上市的公众公司，以下简称“ARC”）联合完成此次收购，其中大康澳大利亚收购 Kidman 公司 80%的股权，澳大利亚农资公司收购 Kidman 公司 20%的股权。

- 本次收购将在 Anna Creek 农场被转让后进行，因此 Woomera Prohibited Area（Woomera 军事禁区）将不被触及。

大康澳大利亚是为本次收购而新成立的公司，该公司的股东由湖南大康牧业股份有限公司（以下简称“公司”或“大康牧业”）的全资子公司大康香港控股有限公司（Dakang HK Holding Limited）（“大康香港控股”）与上海中房置业股份有限公司（以下简称“中房置业”）共同组成。其中大康牧业通过大康香港控股持有 80%的股权、中房置业持有 20%的股权。上述金额未包含各项相应的税费，相关的税费按照各自出资比例承担。

## （二）收购主体

本次标的公司 80%的股权由大康牧业与中房置业联合收购，具体投资方案如下图所示：



### 1、大康牧业涉及到投资主体基本情况

#### （1）湖南大康牧业股份有限公司

统一社会信用代码：914312001888896722

法定代表人：彭继泽

住所：怀化市鹤城区鸭嘴岩工业园 3 栋

注册资本：288,703.8000 万元

成立日期：1997 年 1 月 21 日

经营范围：销售政策允许的畜禽产品及其它农副产品、饲料、畜牧机械、五金、矿产品、纺织品、化工产品（不含危险品及监控化学品）；牲畜养殖并提供技术咨询、咨询服务；冻库出租；道路运输代理；货物配载信息服务；仓储理货；装卸搬运服务（以上项目需专项审批的，审批合格后方可经营）。以下由分支机构经营：

生产、加工、进口及销售政策允许的食用农产品、乳制品（含婴幼儿奶粉）、饮料、预包装食品、饲料；屠宰。

主要财务数据（经审计）：

	2014年
营业收入（元）	584,600,053.32
归属于上市公司股东的净利润（元）	15,682,844.32
总资产（元）	6,577,320,742.91
归属于上市公司股东的净资产（元）	5,785,277,686.41

(2) 上海壹璟投资管理有限公司

统一社会信用代码：91310000MA1K30YBXW

法定代表人：彭继泽

住所：中国（上海）自由贸易试验区业盛路188号A-708C室

注册资本：人民币10000.0000万元整

成立日期：2015年10月23日

经营范围：投资管理，实业投资，资产管理（以上除股权投资及股权投资管理），市场营销策划，企业管理咨询，投资咨询，商务信息咨询。【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】

股权结构：大康牧业持股100%

(3) 大康（香港）控股有限公司

英文名称：DAKANG (HK) HOLDINGS LIMITED

地址：RM1606, 16/F CHINA INSURANCE GROUP BLDG NO.139-141 DES VOEUX RD CENTRAL HONG KONG

注册时间：2015年11月3日

登记证号码：65416652-000-11-15-4

注册资本：10,000港元

股权结构：大康牧业持股100%

(4) 大康澳大利亚控股有限公司

英文名称：DAKANG AUSTRALIA HOLDINGS PTY LTD

澳大利亚公司号码：608911388

注册日期：2015年10月23日

注册资金：AUS\$ 100

股权结构：大康牧业持股 80%、中房置业持股 20%

## 2、上海中房置业股份有限公司

统一社会信用代码：91310000631608135X

法定代表人：桂国杰

住所：上海市浦东新区浦东大道 2123 号 3E-1850 室

注册资本：56700.0 万人民币

成立日期：1999 年 9 月 24 日

经营范围：房地产开发与销售，房屋出租，物业管理，装饰装修，建筑工程施工，建筑材料销售；批发非实物方式：预包装食品（含熟食卤味、冷冻冷藏），酒类商品。【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】

股东结构：

股东名称	认缴出资额（万元）	持股比例（%）
上海悦华康健投资管理有限公司	22752.00	40.127
上海宝阳资产经营管理有限公司	27318.00	48.180
上海菊缘房地产发展有限公司	4590.00	8.095
上海建设项目管理有限公司	2040.00	3.598

主要财务指标（经审计）：

	2014 年	2013 年	增减变化
营业收入（元）	522,889,517.41	880,597,273.47	-40.62%
净利润（元）	47,649,995.19	101,096,596.92	-52.87%
归属于母公所有者的净利润（元）	17,060,468.42	102,282,309.21	-83.32%
经营活动产生的现金流量净额（元）	-366,034,094.26	-168,047,200.13	117.82%
总资产（元）	9,220,334,789.99	7,058,612,037.83	30.63%

### （三）付款方式及交割

本次股权转让的款项支付及资产交割按照大康牧业、中房置业、DAKANG AUSTRALIA HOLDINGS PTY LTD 以及 Kidman 公司拟签订的《Bid Implementation Agreement》（投标实施协议）进行支付及交割，该协议的具体内容登载于《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《证券日报》以及巨潮资讯网（www.cninfo.com.cn）的《关于签署附条件生效的〈Bid Implementation

Agreement>的进展公告》（公告编号：2016-037）。

#### （四）资金来源

本次收购的资金均使用大康牧业和中房置业的自有/筹资金支付。Rabobank Australia Limited（“Rabobank”）提供了贷款合同，同意向大康澳大利亚提供总金额\$100,000,000 澳币的贷款，其中\$21,000,000 澳元用于帮助大康澳大利亚购买 Kidman 公司 80%的股权，\$79,000,000 澳元用于收购 Kidman 公司之后的营运资本。

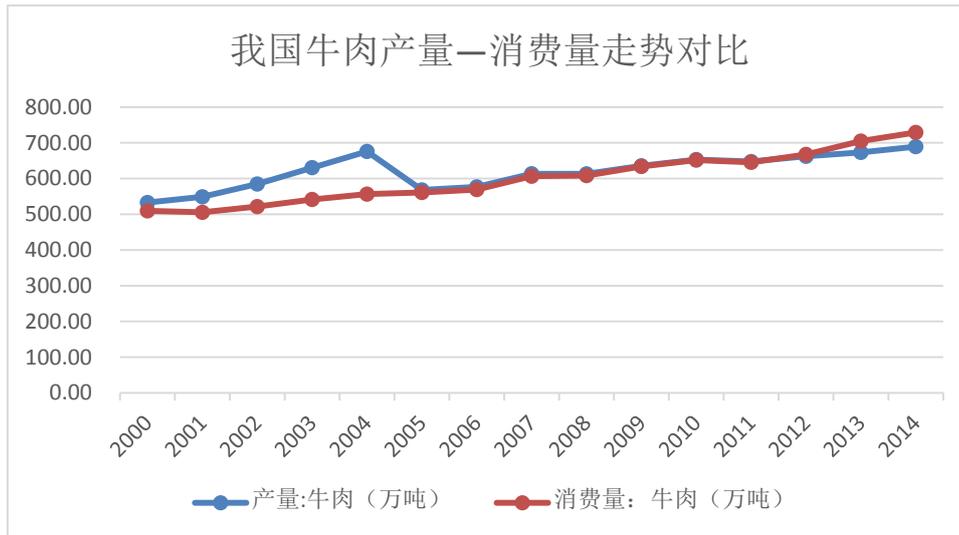
### 三、项目投资建设的必要性

#### 1、拓展海外牛肉资源，满足未来国内牛肉市场需要，扩大企业盈利来源。

近年来，随着牛肉消费量的增加，居民畜产品消费结构也发生了较大变化，打破了以猪肉消费为主的传统需求，其在肉类消费中的比例逐年递增，我国 2000 年至 2014 年牛肉产量及消费量的变化情况如下表：

年份	产量:牛肉 (万吨)	人均消费量:牛肉 (千克)	人口(万人)	消费量:牛肉 (万吨)
2000	532.81	4.02	126,743.00	509.50686
2001	548.85	3.96	127,627.00	505.40292
2002	584.61	4.06	128,453.00	521.51918
2003	630.45	4.19	129,227.00	541.46113
2004	675.87	4.28	129,988.00	556.34864
2005	568.10	4.29	130,756.00	560.94324
2006	576.67	4.33	131,448.00	569.16984
2007	613.41	4.59	132,129.00	606.47211
2008	613.17	4.58	132,802.00	608.23316
2009	635.54	4.75	133,450.00	633.88750
2010	653.06	4.86	134,091.00	651.68226
2011	647.49	4.79	134,735.00	645.38065
2012	662.26	4.93	135,404.00	667.54172
2013	673.21	5.18	136,072.00	704.85296
2014	689.24	5.33	136,782.00	729.04806

数据来源:Wind 资讯、智研数据中心



根据上图显示，我国牛肉消费量保持稳定增长，2012年首次出现供求缺口，且供求缺口不断扩大。受生产成本上升、自然灾害和疫病多发等因素影响，国内牛肉生产增速放缓，市场供应偏紧，同时随着国内人口的增长和国民消费水平的提高，牛肉产品的消费和贸易势必会被推动，加之全球牛肉的供应短缺使得牛肉贸易价格走势亦相当可观。因此，为满足国内牛肉消费需求，寻求海外优质牛肉将成为国内加工企业、餐饮业、居民等消费趋势。公司若能顺利实施本次收购，将有效改善未来盈利空间和水平。

## 2、实施海外发展战略，提高公司核心竞争力，谋求企业长远发展。

公司一直致力于打造国际化的农牧业全产业链和高端动物蛋白质生产、供应企业，本次收购标的为一个均衡化、规模化以及管理专业化的肉牛产业资产，符合公司全球资源对接中国的发展思路，有利于公司构建“乳业、肉类、粮油”加“金融、贸易”三纵两横业务体系。

同时，澳大利亚是全球最大的品质牛肉出口国，本次收购项目为澳洲第四大养殖企业及最大私有土地拥有者，除了可以给公司带来牛肉本身的盈利增长外，同时能够凭借 Kidman 品牌自身的发展效应，在今后优化该牧场的其承载能力、提高牧群生产力，从而稳定长远的发展。

## 3、自贸区红利进一步释放，或成未来进口牛肉新增长点。

随着第二批自贸区福建、广东、天津自贸区正式挂牌，自贸区红利将进一步释放，海关、检验检疫等部门全面优化自贸区的贸易便利化流程，在自贸区平台下进口牛羊肉的通关效率将进一步提速，物流成本优势将更加突出，或将成为未来牛羊肉进口新的增长点。

## 四、项目可行性分析

### （一）本次收购符合国家相关政策鼓励

近年来，我国频频出台鼓励和支持民营企业“走出去”的相关政策。2005年2月，国务院出台了《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》的文件，该文件明确指出，政府应“鼓励和支持非公有制企业扩大出口和‘走出去’，到境外投资兴业，在对外投资、进出口信贷、出口信用保险等方面与其他企业享受同等待遇。”上述国务院文件从中央政府层面表明了我国对民营企业“走出去”的积极态度。2005年8月，我国境外投资主管部门商务部和中国出口信用保险公司很快联合出台了《关于实行出口信用保险专项优惠措施支持个体私营等非公有制企业开拓国际市场的通知》，采取具体措施支持民营企业“走出去”。2007年5月，商务部、财政部、人民银行和全国工商联共同发布了《关于鼓励支持和引导非公有制企业对外投资合作的若干意见》，“鼓励支持和引导非公有制企业通过对外投资、对外承包工程、对外劳务合作等多种形式，积极参与国际竞争与合作，形成一批有较强国际竞争能力的跨国企业”。

在政府政策的支持下，民营经济在我国国民经济中的比重和贡献日益加大，民营企业正在成为我国对外直接投资的主体之一，此次公司的收购计划符合国家对中小企业及民营企业的支持政策，有利于国家海外的战略布局，同时加快公司全球化发展战略。

### （二）本次收购符合公司主营业务发展的需求，有利于提升公司盈利水平

Kidman公司旗下拥有10个大型牧场、1个育种牧场以及1个饲养场，存栏牛数达15万头，年产1.5万吨牛肉。其销售的牛肉大多出口海外，主要包括活畜出口和屠宰肉制品出口。若公司能够顺利完成收购，公司可以借助其较为完善的综合肉牛生产体系，即运用牧群移动管理的灵活方式、结合多样终端销售渠道等，首先进一步提高公司规模经济效益，降低公司成本；其次可迅速提高牧群生产能力，扩大公司主营业务规模；再次在出口其他国家的同时，亦可将部分牛肉产品对接中国市场，打造自身牛肉品牌，提高公司的盈利水平；最后地理性的扩张、品牌效应的发展可以巩固公司在国内的行业地位，有利于提高公司的抗风险能力，符合公司的长远发展。

### （三）Kidman 公司具有战略性优势，符合公司的长期投资计划

#### 1. 资产多样化

Kidman 公司拥有 10 个大型牧场、1 个育种牧场和 1 个饲养场，每个牧场都是澳大利亚农牧产业重要的资产。Kidman 公司发挥其每个牧场的优势，形成了一套战略性的整合型牛肉生产体系，通过增加牛场之间的流动性，及发展多样化的市场路径，最大程度地减少了不利季节对农场的影 响，使公司整体利益得到最大化，

#### 2. 合理的牛群管理及高质量的产品

Kidman 公司在业界内受到广泛的高度认可，不断致力于提供高质量的活牛和牛肉产品，不断进行牛群的开发和整合，其严格的筛选程序确保了牛群的基因优化和繁衍能力。Kidman 公司遵守高于行业规范的标准，由训练有素的工作人员确保其生产符合可持续发展的目标。

#### 3. 基因研发

Kidman 公司在过去八年里致力于投资开发一套综合型内部繁育系统。其独特的跨品种繁育，提高了牛群的整体质量、生育能力和对环境的适应能力。牛群的增重和高质量的肉质，提高了销售价格，增加了公司的市场收入。

#### 4. 经验丰富的管理团队

Kidman 公司的高级经营管理团队在澳大利亚享有良好声誉，具有丰富而广泛的农牧经验，特别是在大型牧场的经营管理方面，该团队的牧场运营模式已相对成熟。公司若顺利完成收购，可承继该公司的优良团队并指派董事对标的公司进行运营管理。

#### 5. 规模效益显著

Kidman 公司发挥大面积的牧场和集中的管理体制的优势，形成了显著的规模效益，以降低单位成本，最大限度的提高生产效率，增加收益。

## 五、效益分析与风险分析

### （一）效益分析

#### 评价依据及基础参数

## 1、评价依据

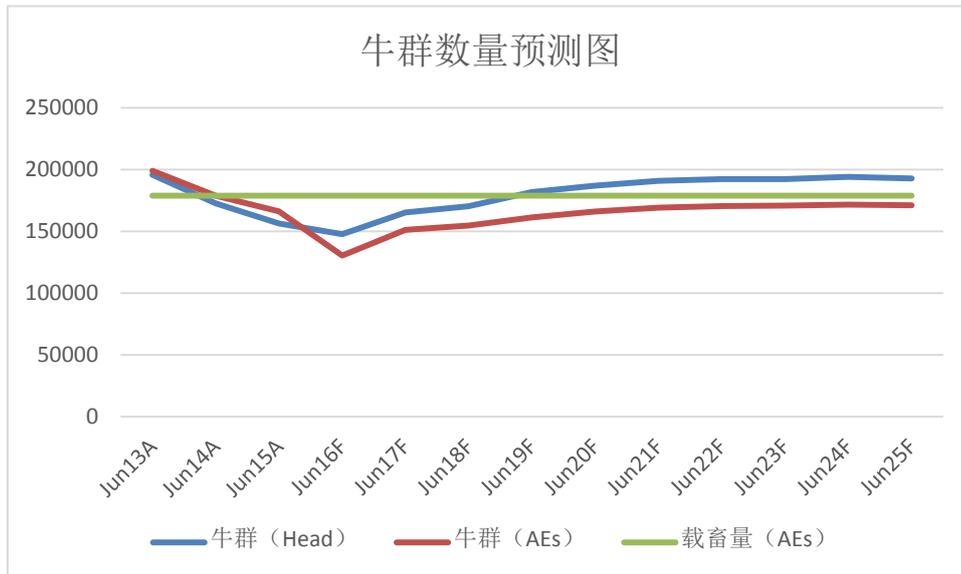
- (1) 澳大利亚当地财务、税收和金融等方面的有关法律、法规和政策；
- (2) 我国有关财务、税收等方面的法规、政策；
- (3) 《建设项目经济评价方法与参数》；
- (4) 尽职调查收集到的相关资料及数据。

## 2、效益分析

本次公司收购 Kidman 公司的项目顾问为 BDO Corporate Finance (QLD) Ltd (立信会计事务所(澳洲昆士兰)，以下简称“BDO”)，本可行性报告中的效益预测均使用 BDO 的假设。

### (1) 牛群数量预测

本可行性报告以 2017 年财务年度为起点预测未来至 2024 年的牛群数量。Kidman 公司在 2016 年的预算中显示意欲出售 2.6 万头种公牛（数量远高于前三年的实际销售量）和 1.7 万头公牛（低于往年），这将导致 2016 年种群数量达到新低。2017 年之后，种公牛的存量栏会保持在低位，随后缓慢增长。因为在假设中，阉割公牛的销售完全取决于幼牛的新增数量，而幼牛又是由种公牛的基数所决定的，因此阉割公牛的销售量会和种公牛的存栏量呈同步增长的趋势。具体预测走势如下图：

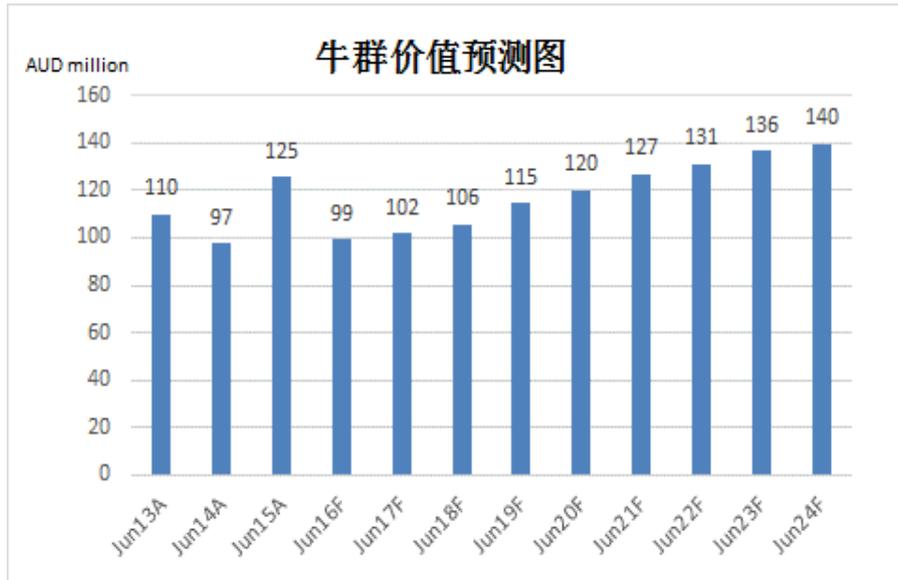


数据来源：EY<sup>2</sup>数据结合我方尽调

### (2) 牛群价值预测

<sup>2</sup> EY: Ernst & Young (安永会计师事务所，简称“EY”)，系 Kidman 公司的招标顾问。

近三年来，牧场的载畜力受干旱气候的影响而下降，因此企业大幅提高了出栏量，这使得小牛和母牛存栏基数处于历史低位，牛群的价值在此期间获得迅速提高，考虑到往后几年干旱气候缓解的可能性，预计今后牛群价值将回归正常水平，但同时由于市场因素的影响，牛群价值会逐年提高，根据 BDO 采用的假设，以 2015 年为基期，假设澳洲 CPI 为 2.5%，牛群实际价格不变，牛群价值会以 2.5% 的涨幅逐年增加，参见下图：



数据来源：EY 数据结合我方尽调

### (3) 烙牛比率

烙牛比率是该财年所打烙印的幼牛占两年或两年以上的育种母牛的比率。在一些情况下，烙牛的比率大于 100%，这是由于不同地区幼牛的生育时间和宰杀育肥母牛的差异所造成。

Ruby Plains 和 Helen Springs 的幼牛生育时间为夏季，100%两年或两年以上的母牛被认为是育种母牛。其他牧场，包括在南澳，因为幼牛的生育时间是一年四季，因此 50%的两年或两年以上的母牛被认为是育种母牛。这将使得一些牧场的烙牛比率偏高；而假设 100%的两年或两年以上的母牛是育种母牛的牧场，其比率则偏为保守。Kidman 公司历史性烙牛比率的数据如下图：

牧场	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	平均
Kidman 总体	75%	44%	64%	61%	73%	68%	60%	59%	63%
Ruby Plains	74%	38%	54%	55%	61%	71%	62%	57%	59%
Helen Springs	79%	19%	76%	54%	67%	70%	62%	63%	61%

<b>Glengyle</b>	90%	67%	61%	68%	99%	65%	79%	65%	74%
<b>Durrie</b>	0%	0%	0%	9%	149%	0%	0%	0%	20%
<b>Morney Plains</b>	100%	70%	51%	71%	119%	81%	76%	69%	79%
<b>Durham Downs</b>	43%	71%	60%	74%	72%	64%	51%	54%	61%
<b>Naryilco</b>	93%	65%	59%	76%	87%	79%	70%	69%	73%
<b>Innamincka</b>	64%	60%	55%	71%	62%	59%	49%	47%	58%
<b>Macumba</b>	84%	83%	104%	71%	95%	79%	71%	40%	78%
<b>Anna Creek</b>	106%	55%	109%	77%	70%	59%	45%	57%	72%

根据以上 2008 年-2015 年的历史数据，我们得出 Kidman 公司所有牧场的烙牛比率的总平均值为 63%。因此，在未来的预测期内（2016 年-2025 年），Kidman 公司的烙牛比率为 63%，参见下图：

烙牛比率历史数据和未来预测



数据来源：EY 数据结合我方尽调

#### (4) 牛群死亡率

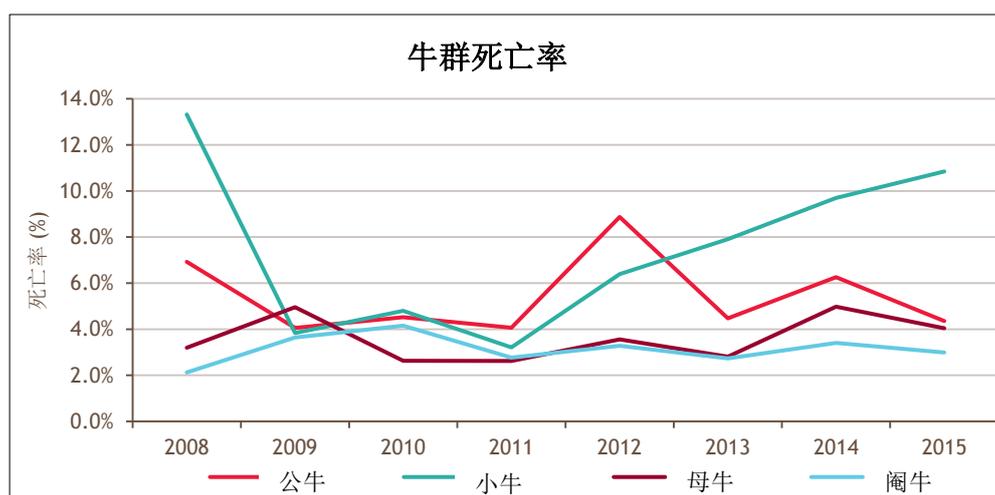
死亡率是根据死亡牛群的数量除以该财年期初和期末平均值计算。因时间差异，死亡率的计算结果可能和实际有小幅度偏差，但均在不影响分析结果的可接受范围之内。Kidman 公司的牛群死亡率与同行业前 25%公司的对比请参见下表。

	<b>Kimberley</b>	<b>Barkly</b>	<b>Channel Country</b>	<b>Lake Eyre</b>
Top 25%	3.0%	4.2%	1.9%	1.9%
Kidman (excl. Outliers)	1.8%	4.5%	3.3%	2.0%

Kidman (incl. Outliers)	3.4%	5.0%	3.9%	2.0%
-------------------------	------	------	------	------

下图显示了 Kidman 公司各农场的不同种类的牛群,其死亡率的十年平均值,以及 Kidman 牛群死亡率的历史性趋势分析。根据死亡率的历史数据,我们得出 Kidman 公司所有牧场的不同种类的牛群死亡率的总平均值,并作为未来的死亡率预测值。

牛群种类	Ruby	Helen	Glen	Durr	Morn	Durh	Nary	Inna	Anna	Macu	Rock	Kidman 总体
母牛	4.40%	3.30%	3.60%	5.10%	3.90%	4.80%	4.40%	4.40%	4.40%	3.60%	8.80%	3.50%
公牛	3.30%	4.10%	7.80%	17.20%	8.40%	7.60%	8.40%	7.90%	8.70%	5.60%	3.20%	5.80%
小牛	1.90%	8.50%	2.80%	13.70%	10.30%	8.00%	5.60%	12.90%	10.40%	12.50%	15.00%	7.20%
阉牛	1.70%	4.50%	2.30%	4.20%	2.60%	3.90%	2.60%	2.90%	1.70%	2.20%	2.80%	3.20%



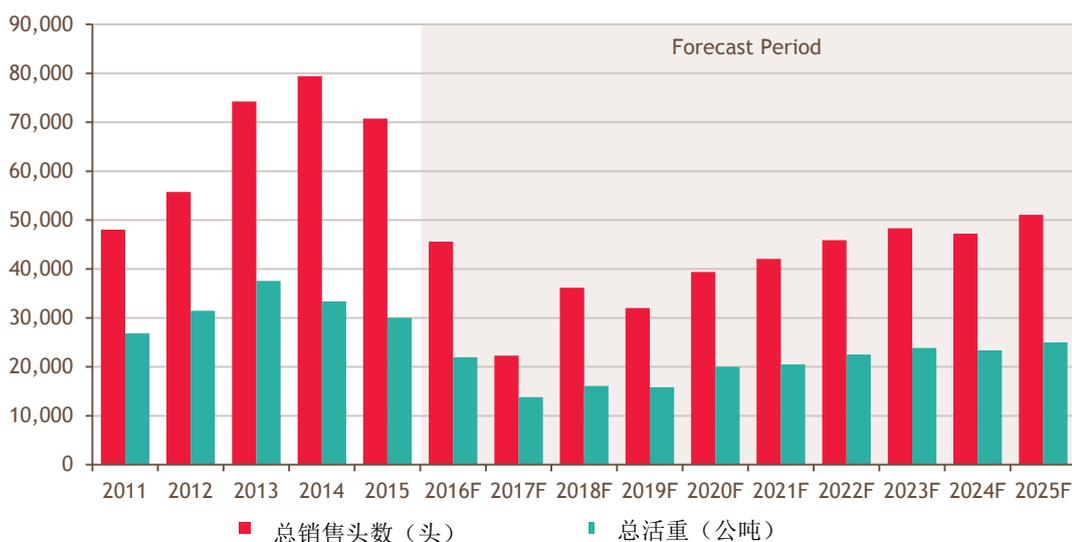
数据来源: EY 数据结合我方尽调

### (5) 牛群的销量

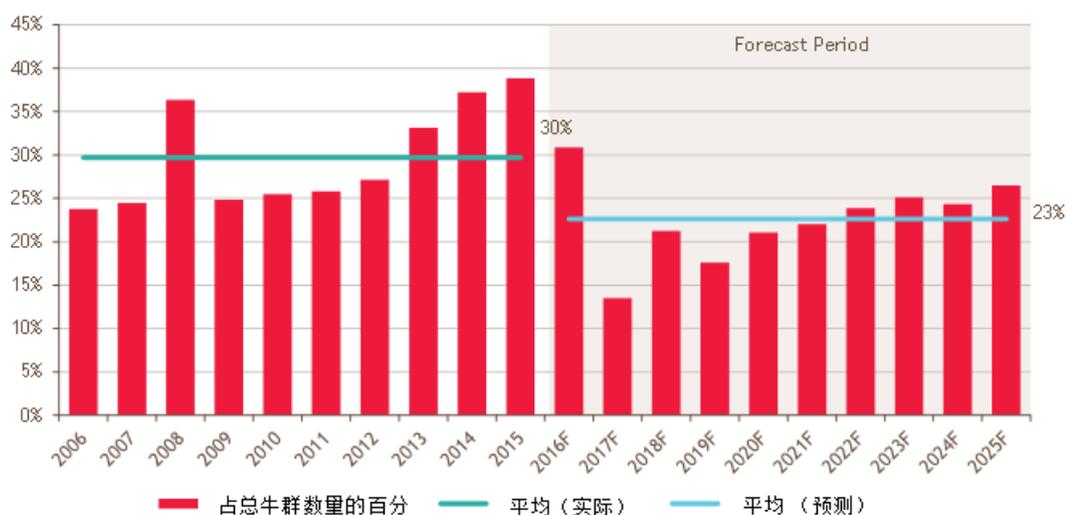
牛群的销量的内部影响因素主要包括牛群结构、烙牛比率、死亡率和成长周期等。下图为 Kidman 公司牛群销量的历史数据以及未来十年的趋势预测。牛群的销量受到季节性影响,呈现较大的波动。在优于平均水平的季节,牧草量充足,控制牛群的销售;相反在低于平均水平的季节,牧草量减少,则增加牛群的销售以确保牛群数量与牧草的份额相匹配。

牛群销售比例为售出的牛群占总存栏牛群的百分比。根据预测,2017 年牛群销量将明显减少,因保留大量的母牛用于繁衍,使牛群数量达到历史平均值。从长期来看,牛群总销售比例保持在平均值 25%左右。

## 牛群总销量



## 牛群销售比例



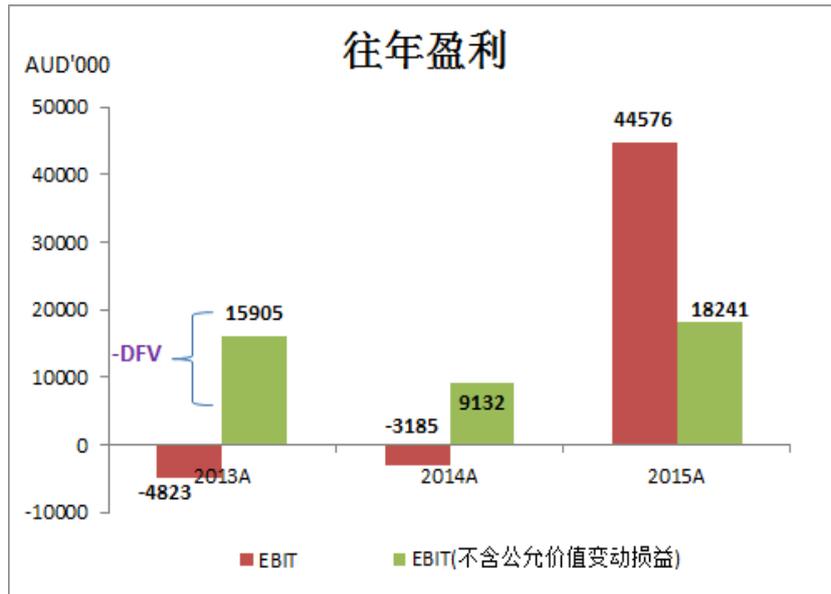
数据来源：EY 数据结合我方尽调

### (6) EBIT<sup>3</sup>预测

由于 2013 年和 2014 年澳洲的牛肉价格处于跌势，使得牛群的公允价值变动呈现负值，2015 年度，牛群公允价值回升，使得盈利大幅增长<sup>4</sup>。剔除公允价值变动损益的影响后，近 3 年 EBIT 为 900 万至 1800 万，Kidman 近三年的盈利状况如下图所示：

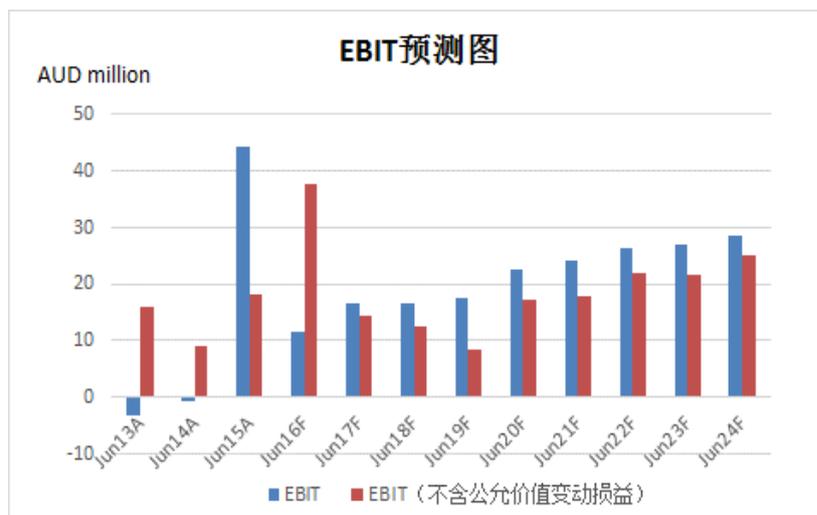
<sup>3</sup> EBIT：税前息前收益

<sup>4</sup> 依据澳洲会计准则，所持生物资产的公允价值变动计入当期损益；在中国会计准则下，该公允价值变动损益应不考虑



数据来源：EY 数据结合我方尽调

根据前面的分析，目前，牛群基数正处于低位，因此未来年度的售牛数量会低于近年，未来3年的EBIT预计为800万至1500万澳元。预计2016年度Kidman的年度运营计划还会售卖约2.6万母牛，导致存栏数量达到历史新低(13万头)。在保守经营的假设下，即补栏/不超杀，恢复到90%载畜量（16年底为72%）需要10年时间。根据前面对牛群数量及价值的预测，未来至2024年的EBIT的年增长率约在3%-4%之间，具体变动情况如下：



数据来源：EY 数据结合我方尽调

#### (7) 收益率预测

假定公司本次的收购价格区间为3.5亿澳元至4.6亿澳元，现对上述收购对价作出了两种投资情境，即出资3.5亿澳元和出资4.6亿澳元，经分析计算，未

来 10 年的平均年投资回报在这两种投资情境下分别为 3.53%和 2.69%，详细数据见下表：

年投资汇报率预测										
(AUD' 000)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2014E	合计
剔除公允价值变动后的净利润	26388	9977	8829	5852	11977	12416	15366	15108	17675	123588
收购	350000	7.5%	2.9%	2.5%	1.7%	3.4%	3.5%	4.4%	4.3%	35.3%
对价	460000	5.7%	2.2%	1.9%	1.3%	2.6%	2.7%	3.3%	3.3%	26.9%

数据来源：EY 数据结合我方尽调

在投入 3.5 亿澳元的情况下，采用自由现金流量法对此次投资项目的净现值（Net Present Value, 简称“NPV”）进行预测，得出如下结果<sup>5</sup>：

现金流估值 (AUD' 000)											
	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	永续增长 3.5%
自由现金流		7424	9984	7878	5927	11695	11904	14736	14537	16929	636528
收购对价	-350000										
WACC	8.5%	IRR=8.38%		NPV=346387							
	10%	IRR=8.38%		NPV=305881							
	11.5%	IRR=8.38%		NPV=270830							

## （二）项目风险分析

本次拟收购的标的资产为海外公司的股权，因为海外收购跨越不同的国家或地区，其面临风险比境内收购更为复杂，面临诸多不确定因素。例如：对澳投资需得到外国投资审批委员会（FIRB）批准。除政治风险、法律风险外，还有诸如市场风险、文化与管理整合风险、财务与会计风险、汇率波动风险等，因此本项目存在与海外收购相关的不确定性风险。

### 1、整合风险

若本次收购完成后，Kidman 公司将成为公司的控股子公司。在整合过程中，文化冲突将成为最大的风险来源，有可能导致企业的品牌在收购的传递过程中发

<sup>5</sup> 注：该测算遵循澳洲会计标准

生减值的风险，主要因素有：一是被收购企业员工、客户、公众的认知度发生变化，继而导致原有员工和客户的流失，企业社会商誉及公众支持力降低；二是原有企业员工和中层管理者接受度的反应，出现对跨国并购的排斥心理；三是品牌忠诚度的重构进展不顺的风险。若在整合过程中处理不当，会给企业带来不可预计的损失。为了防范上述风险给公司带来不必要的损失，以外派+当地聘请相结合的方式对标的公司进行日常运作及管理，将有效规避文化差异带来不利影响；另一方面，以合理健全的薪酬与绩效相结合考核机制，达到稳定标的公司核心团队的效果。

## 2、市场风险

Kidman 公司生产的活牛、牛肉销售价格会受全球牛肉市场价格波动的影响，而影响肉牛价格的主要因素包括：一是全球肉牛库存水平和牛肉市场供需关系；二是全球经济发展的速度，特别是亚洲以及中东地区的经济增长；三是主要牛只出口国与进口国之间的汇率浮动。如果牛肉价格大幅的下滑将对 Kidman 公司的财务状况和经营业绩产生不利影响。目前澳洲牛肉产品市场较为稳定，东南亚地区及国内的牛肉需求增速平稳，因此市场风险产生的交易价格波动影响不大。

## 3、汇率波动风险

本次收购标的的交易价格以澳元为单位，伴随澳元和人民币之间汇率的变动，将造成一定的汇兑风险。同时，由于标的公司的产品会出口至新西兰、东南亚等国家，交易货币币种可能包括新西兰元、美元和日元等，都将会随着相关币种间的汇率波动产生影响。若公司完成对标的公司的收购，标的公司的产品收入、利润均以澳元为单位，若澳元兑人民币汇率变动较大，上市公司的合并利润水平将随之出现汇率折损差额的风险。

## 4、法律政策风险

中国的法律制度与澳洲存在较大差异，如果在此次收购以及以后经营过程中对澳方国家和地区的法律不够了解，会遭到众多方面的法律风险。在已有的跨国收购中，不乏因国外反垄断法较为健全而使中国企业易受审查的案例，此次的收购标的在澳洲也有着较大的影响力，不排除日后受到澳方权力机构的严格监管，比如劳工法、环境法等。为了避免相关法律政策风险给公司带来的损失，公司经营管理层将及时有效地了解澳洲的相关的法律规章制度和文化环境。

## 5、疫病风险

澳洲是肉牛产业中相对的无病区域，其进口的活牛以及牛肉产品需要通过澳洲检验检疫服务部门的严格审查，若发生疫病，需对染病牛只或是疑似与染病动物有接触的牛只进行销毁。如果 Kidman 公司的活牛一定程度地发生疫病，将直接影响其资产状况及营运业绩，同时直接影响牛肉产品的整体对外销售，对公司产生业绩产生不利影响。为了防止疫病的大面积爆发，实行严格有效的卫生防范措施、方案以及生产流程控制将有效减轻疫病发生时带来不利影响。

## 6、管理风险

随着公司境内外业务范围和规模的不断扩大，公司治理水平及管理、技术人才的需求不断增加，公司将面临因人才缺乏导致公司管理不当造成损失的风险。为了满足国际化管理水平的需求，公司将加大人才储备力度，构建企业人才体系。

## 六、未来发展计划

大康澳大利亚和 ARC 将秉承 Kidman 公司的传统，同时积极发展使 Kidman 公司的资本不断扩大。未来的发展计划包括约 1750 万澳元用于基本建设工程的投资，以及 2870 万澳元用于牲畜的投资，目标增加 Kidman 公司活牛承载能力的 34%。该计划预计在本次收购之后的 12 个月内完成，其中包括：

- Helen Springs, Banka Banka 和 Brunchilly 的开发和完善：1520 万澳元；
- Ruby Plains 和 Sturt Creek 的开发和完善：240 万澳元；以及
- 扩大承载量后增加的活牛：287 万澳元。

## 七、结论及建议

综合以上分析，本次收购项目在资金、市场、正常及经济效益等方面均具备了实施条件，若公司能够顺利完成收购的实施工作，将有效提高公司的资产回报率和股东价值，有利于进一步增强公司的核心竞争力，因此本项目具备可行性。

湖南大康牧业股份有限公司

2016年04月28日

附表 1：资产负债表

for period 01/07/2014 to 30/06/2015	
<b>Current Assets 流动资产</b>	
Cash at Bank 现金及现金等价物	20,388,228
Receivables 贸易及其他应收款	3,465,494
Inventories 存货	1,171,646
Livestock 牲畜	44,501,403
<b>Total Current Assets 流动资产总额</b>	<b>69,526,771</b>
<b>Non-Current Assets 非流动资产</b>	
Receivables 贸易及其他应收款	
Investments 投资	
Livestock 牲畜	79,208,921
Property, Plant and Equipment 物业、厂房及设备	81,358,020
<b>Total Non-Current Assets 非流动资产总额</b>	<b>160,566,941</b>
<b>Total Assets 资产总额</b>	<b>230,093,712</b>
<b>Current Liabilities 流动负债</b>	
Payables 贸易及其他应付款	3,247,418
Interest Bearing Liabilities 有息贷款和借贷	
Provision for Dividend 计提股息	11,812,273
Provision for Income Tax 计提所得税	6,681,974
Provision for Employee Entitlements 雇员福利准备	2,580,424
<b>Total Current Liabilities 流动负债总额</b>	<b>24,322,089</b>
<b>Non-Current Liabilities 非流动负债</b>	
Interest Bearing Liabilities 有息贷款和借款	
Deferred Tax Liabilities 递延税负债	30,799,137
Provision for Employee Entitlements 雇员福利准备	1,130,700
<b>Total Non-Current Liabilities 非流动负债</b>	<b>31,929,837</b>
<b>Total Liabilities 负债总额</b>	<b>56,251,926</b>
<b>Net Assets 净资产</b>	<b>173,841,786</b>
<b>Equity 权益</b>	
Contributed Equity 已发行资本	24,504,270
Reserves 准备金	116,909,147
Retained Profits 留存收益	32,428,369
<b>Total Equity 权益总额</b>	<b>173,841,786</b>

数据来源：Kidman2015 年审计报告

附表 2：现金流量表

For the year ended 30 <sup>th</sup> June 2015	
<b>Cash flows from operating activities</b> 经营活动产生的现金流量	
Cash receipts from customers 客户支付的现金流量	72,059,885
Cash paid to suppliers and employees 支付给供应商和雇员的现金	(49,050,640)
Cash generated from operations 运营活动产生的现金	23,009,245
Dividends received 收到的股息	1,529,375
Interest received 已收利息	188,109
Borrowing costs 借款费用	(1,615,146)
Income tax refunded (paid) 所得税退还	150,490
Net cash provided by operating activities 经营活动中提供的现金净额	23,262,073
<b>Cash flows from investing activities</b> 投资活动产生的现金流量	
Proceeds from sale of property, plant and equipment 出售物业、厂房及设备的收益	183,093
Purchase of Rockybank Station 购买 Rockybank Station	-
Acquisition of property, plant and equipment 购置物业、厂房及设备	(2,018,365)
Proceeds from sale of investments 来自出售投资的收益	35,618,418
Acquisition of investment 收购投资	-
Net cash used in investing activities 投资活动中使用的现金净额	33,783,146
<b>Cash flows from financing activities</b> 融资活动产生的现金流量	
Repayments of shareholder's deposits 偿还股东存款	(875,234)
Dividends paid 支付股息	(6,201,443)
Proceeds from (repayments of) bank finance 银行融资的（偿还）收益	(31,000,000)
Net cash provided by (used in) financing activities 融资活动（中使用）提供的现金净额	(38,076,677)
<b>Net increase (decrease) in cash and cash equivalents</b> 现金和现金等价物的净增加额（减少额）	18,968,542
Cash and cash equivalents at 1 <sup>st</sup> July 7月1日的现金和现金等价物	1,419,686
<b>Cash and cash equivalents at 30<sup>th</sup> June</b> 6月30日的现金和现金等价物	<b>20,388,228</b>

数据来源：Kidman2015 年审计报告

附表 3：损益表

For the year ended 30 <sup>th</sup> June 2015	
<b>Revenue from continuing operations 来自持续经营业务的收入</b>	
Livestock sales 牲畜销售	62,798,717
Increase (decrease) in fair value of livestock 牲畜公允价值的增加额（减少额）	26,334,518,
Livestock purchases 牲畜购买	(6,426,737)
Feedlot input 饲养厂投入	(3,774,819)
Freight to market and selling costs 市场运费和销售成本	(6,368,890)
Trading profit 交易利润	72,562,789
Gain (loss) on sale or revaluation of investments 出售或重估投资所得的收益（亏损）	25,200,699
Other income 其他收入	303,905
<b>Operating expenses 营业费用</b>	
Internal freight, fodder and other livestock costs 内部运费、饲料等其他畜牧 费用	(4,678,009)
Maintenance of property, plant and equipment 物业、厂房及设备的维修	(3,746,120)
Operating fuels 操作燃料	(1,967,597)
Employee expenses 雇员费用	(13,069,291)
Depreciation of property, plant and equipment 物业、厂房及设备折旧	(3,247,374)
Other expenses from ordinary activities 日常活动中产生的其他费用	(3,485,898)
Total operating expenses 总营业费用	(30,194,289)
Finance income-dividends and interest receive 融资收入-收到的股利和利息	1,717,484
Finance expenses-interest and borrowing costs 融资费用-利息及借贷成本	(1,615,146)
Net finance costs 净融资成本	102,338
<b>Profit (loss) before income tax 扣除所得税前利润（亏损）</b>	<b>67,975,442</b>
Income tax (expense) benefit 所得税（费用）利益	(17,408,657)
Profit (loss) for the year 该年度利润（亏损）	50,566,785
<b>Other comprehensive income 其他综合收益</b>	
Net change in fair value of available for sale financial assets transferred to profit or loss 转为利润或亏损的可供出售金融资产的公允价值的变动净额	(20,130,412)
Items that may be reclassified subsequently to profit or loss: 此后重新分类为利润或亏损的项目：	
Net change in fair value of available for sale financial assets 可供出售金融资产公允价值的变动净额	
<b>Total comprehensive income for the year 该年度综合收益总额</b>	<b>30,436,373</b>

数据来源：Kidman2015 年审计报告

附表 4：2016 年预算估算表

(\$ '000)	GROUP	ANNA	DURH	DURR	GLEN	HELEN	INNA	MACU	MORN	NARY	ROCKY	RUBY	TUNG
活畜销售	53,355	5,329	2,653	3,078	787	15,466	2,962	2,660	2,803	417	1,224	4,575	11,401
活畜转移	0	0	0	0	0	2,164	0	0	576	0	2,772	3,155	0
活畜购买	-6,522	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-274	-218	-6,030
活畜转入	0	-1,623	-160	-1,617	-120	-1,532	-576	-739	-1,044	-80	-204	-600	-438
饲养厂输入	-3,743	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-3,743
到市运费和销售费用	-4,517	-494	-281	-263	-84	-1,616	-325	-310	-266	-49	-38	-523	-267
活畜公允价值增加	-4,969	1,288	670	2,464	493	-4,329	-1,239	180	-348	593	-1,636	-3,507	382
营业利润	33,605	4,501	2,881	3,662	1,076	10,152	822	1,790	1,721	881	1,843	2,883	1,305
投资重估值的增加或(损失)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收入	74	0	25	3	-1	15	-6	0	0	0	0	2	30
营业费用													
内部运费饲料和其他活畜费用	2,612	30	20	414	10	519	89	19	170	24	649	550	15
土地、厂房设备等资产维护费用	3,523	278	512	145	132	753	355	161	264	217	131	451	55
运营燃料	2,096	143	221	91	74	589	147	86	149	100	111	297	50
员工费用	11,345	1,014	1,072	434	353	2,248	700	576	715	391	336	1,314	253
土地、厂房设备等资产折旧	3,336	266	339	132	144	911	199	184	208	156	249	317	113
日常活动其他支出	3,940	273	506	242	232	717	215	199	259	386	305	581	153
总营业费用	26,852	2,003	2,670	1,459	946	5,737	1,704	1,225	1,763	1,274	1,780	3,510	639
利息收入	153	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
利息费用	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
净财务成本	153	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税前利润	6,979	2,498	237	2,206	129	4,430	-889	565	-42	-393	64	-624	697

数据来源：EY 数据结合我方尽调

附表 5：标准化实际和预测的 EBITDA

	平均 (5 年历史数 据)	5 年平均值 (FY16–FY20)	5 年平均值 (FY21–FY25)	现价格下的稳 定状态牛群
Opening herd 牛群缺口	202, 831	162, 212	189, 125	191, 161
Calves born 出生小牛数	54, 107	44, 746	49, 419	49, 915
Cattle sold 出售牛数	65, 733	35, 733	46, 788	46, 421
Revenues \$' 000 (market prices) 收入 \$' 000 (市场 价格)	\$57, 256	\$46, 218	68, 705	73, 421
Carcase weight equivalent (tonnes) 牛重量 (吨数)	17, 216	9, 431	12, 528	12, 440
Kg/head sold 出售千克/每 头	485	489	496	496
\$/head sold 出售\$/每头	\$871	\$1, 293	\$1, 468	\$1, 361
Normalised revenues 标准 化收入	\$87, 457	\$46, 218	\$68, 705	\$63, 195
Normalised revenues \$/head sold 标准化收入\$/ 每头	\$1, 393	\$1, 293	\$1, 468	\$1, 426
\$/kg sold 出售\$/千克	\$3. 33	\$4. 90	\$5. 48	\$5. 08
Operating costs 营业费用	\$35, 359	\$26, 560	\$32, 106	\$33, 178
Actual EBITDA 实际息税摊 销折旧前利润	\$21, 898	\$19, 658	\$36, 599	\$40, 243
Normalised EBITDA 标准化 息税摊销折旧前利润	\$52, 098	\$19, 658	\$36, 599	\$30, 017

数据来源： EY 数据结合我方尽调