

北京中企华资产评估有限责任公司

关于天广中茂股份有限公司

重组问询函的回复

北京中企华资产评估有限责任公司

二〇一七年四月

北京中企华资产评估有限责任公司

关于天广中茂股份有限公司

重组问询函的回复

深圳证券交易所中小板公司管理部：

贵所 2017 年 3 月 29 日下发的《关于对天广中茂股份有限公司的重组问询函(中小板重组问询函(需行政许可)【2017】第 15 号)》已收悉，北京中企华资产评估有限责任公司作为本次评估机构，本着勤勉尽责、诚实守信的原则，就问询函所提问题，逐条进行了认真核查及回复，具体情况如下文：

2、根据《预案》，神农菇业 2014 年、2015 年及 2016 年 1-9 月的净利润分别为 1,404.46 万元、-223.91 万元和 1,029.93 万元。神农菇业的股东池茂连等承诺神农菇业 2017 至 2020 年扣除非经常性损益后的净利润分别为 7,270.54 万元、9,742.92 万元、13,567.91 和 17,010.49 万元。请补充披露以下内容：

(3)根据《预案》，神农菇业 2015 年及 2016 年 1-9 月因海鲜菇产量无法满足客户订单需求而外购部分海鲜菇贴牌销售。请结合神农菇业过往经营和业绩情况、海鲜菇的产能情况、海鲜菇销售价格的变动情况等详细说明神农菇业上述业绩承诺较报告期业绩增幅较大的原因、作出上述业绩承诺的具体依据、合理性及可实现性，请独立财务顾问、资产评估师核查并发表明确意见。

【回复】

一、神农菇业过往经营和业绩情况

1、营业收入持续增长

神农菇业是一家研发、生产、销售及加工食用菌的一体化菌菇服务商，是国内最大的海鲜菇生产厂家，2014 年、2015 年和 2016 年 1-9

月的营业收入分别为 12,552.18 万元、16,062.03 万元和 14,586.66 万元。报告期内营业收入一直保持增长趋势。2015 年相比 2014 年增长 3,509.85 万元，增幅 27.96%，2016 年 1-9 月份相比 2015 年 1-9 月份增长 8,763.92 万元，增幅 66.44%。报告期内，神农菇业营业收入持续增长主要为产能扩大和生产技术提高。其中产能扩大是指郑坊乡峰岭村产业园的瓶栽生产线于 2014 年年中正式建成并投产；生产技术提高是指袋栽生产线和瓶栽生产线的单产和成品率持续提高。

(1)2015 年至 2016 年 1-9 月袋栽单产和成品率信息如下：

单位：kg/袋

2015 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
成品率	96.69%	95.88%	97.28%	93.59%	93.86%	93.34%	96.72%	95.87%	96.50%	96.21%	96.83%	96.01%
平均单产	0.3099	0.3148	0.3201	0.3194	0.3439	0.3734	0.3582	0.3853	0.3322	0.3482	0.4104	0.4303
2016 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月			
成品率	94.71%	95.57%	95.22%	94.82%	94.98%	95.49%	95.34%	95.53%	94.41%			
平均单产	0.4337	0.4462	0.4461	0.4759	0.4637	0.4646	0.4503	0.4678	0.4591			

(2)2015 年至 2016 年 1-9 月瓶栽单产和成品率信息如下：

单位：kg/瓶

2015 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
成品率	93.41%	94.16%	96.38%	97.58%	94.37%	97.59%	97.01%	96.02%	97.37%	96.78%	98.02%	97.37%
平均单产	0.2932	0.2944	0.2804	0.2514	0.2499	0.3094	0.2894	0.2649	0.2662	0.3036	0.3771	0.3945
2016 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月			
成品率	95.65%	96.63%	93.13%	98.51%	96.69%	89.90%	93.03%	97.14%	98.55%			
平均单产	0.3534	0.3621	0.3637	0.3412	0.3740	0.3753	0.3883	0.3896	0.3863			

报告期内，神农菇业与同行业可比上市公司的营业收入增长趋势比较如下：

单位：万元

公司	2014 年度	2015 年度		2016 年前三季度	
	营业收入	营业收入	同比增长率	营业收入	同比增长率
众兴菌业	38,349.73	47,952.02	25.04%	41,603.92	29.85%
雪榕生物	88,837.54	101,900.10	14.70%	67,057.34	1.28%
行业均值			19.87%		15.57%
神农菇业	12,552.18	16,062.03	27.96%	14,586.66	66.44%

数据来源：巨潮资讯网

神农菇业报告期内的营业收入增长率显著高于行业平均水平，主要是因为企业的产能进一步扩大，生产技术进一步提高。

2、报告期毛利率波动较大，评估基准日毛利率保持增长

神农菇业 2014 年至 2016 年 1-9 月份的毛利率情况如下表：

年份	2014 年度	2015 年度	2016 年前三季度
毛利率	27.81%	15.80%	20.85%

2015 年，神农菇业的毛利率水平有较大幅度的下降，主要是因为 2014 年的收入主要由袋栽生产线所贡献，企业于 2014 年年中将瓶栽生产线正式建成并开始规模生产，开始投产的瓶栽生产线技术为企业的第一条瓶栽生产线，单产和产品率受到企业的生产技术的影响，一直保持较低水平，拉低了 2014 年和 2015 年的业务毛利率，尤其是对 2015 年业务毛利率影响最大，随着企业的生产经验的积累，袋栽和瓶栽生产技术均迅速提高。袋栽的单产从 2015 年 1 月的 0.3099 kg/袋提高到 2016 年 9 月的 0.4591 kg/袋，瓶栽的单产从 2015 年 1 月的 0.2932 kg/瓶提高到 2016 年 9 月的 0.3863kg/瓶，随着企业的单产和成品率的进一步提高，企业的毛利率将会保持有较大幅度的提高。

3、报告期净利润波动较大，评估基准日净利润增长强劲复苏

神农菇业 2014 年至 2016 年 1-9 月份的净利润情况如下表：

单位：万元

年份	2014 年度	2015 年度	2016 年前三季度
净利润	1,410.62	-220.25	1,044.31
净利润率	11.24%	-1.37%	7.16%

受到瓶栽生产线投产的影响，神农菇业 2015 年的净利润从盈利变为亏损，但是随着生产技术的提高，产能的进一步提高，神农菇业 2016 年前三季度实现 1,044.31 万元净利润，净利润增长较大。

二、海鲜菇的产能情况

1、企业历史年度的产能情况如下表：

单位：吨

项目	2015 年	2016 年 1-9 月
设计产能(吨)	23,100.00	18,780.00
实际产量(吨)	16,158.56	16,848.57

注：2015 年的产量较低主要是因为郑坊乡峰岭村产业园在 2014 年建成，2015 年因瓶栽技术掌握不熟练，企业单产较低，实际产量较设计产能差异较大。

2、未来年度的产能分析和预测：

(1)未来年度设计产能分析:

设计产能=装瓶数/装袋数×单产×成品率

1)未来年度装袋数和装瓶数分析:

近年来,越来越多的企业投入海鲜菇的生产,为保证市场份额,企业也预计将在未来几年持续扩产,神农菇业是全国最大的海鲜菇生产企业,日产能约为70吨,即日产能为10.00万瓶和7.16万袋(含子公司)。评估基准日,企业正在建设二期工程,根据企业的可行性研究报告显示,二期工程设计产能约为119吨/天,产品为海鲜菇,整个二期工程建设期为2016年11月至2019年5月,预计将在2017年、2018年、2019年陆续达产,2017年、2018年、2019年陆续达产的新增产能分别为5+2万瓶/天、13万瓶/天、13万瓶/天。一期工程的瓶栽生产线设计日产能原为12万瓶,因对菌种培养周期预期过高,导致一期培养房建筑面积过少,使得瓶栽生产线无法达到最大产能,企业将通过二期工程第一阶段中扩大培养房的建筑面积以及提高空间利用率等手段将一期工程的产能完全释放。企业未来年度的袋栽和瓶栽产量如下:

单位:瓶/袋

项目	2016年10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
袋数	6,044,356.00	25,800,000.00	25,800,000.00	25,800,000.00	25,800,000.00	25,800,000.00
瓶数	9,019,628.00	48,000,000.00	80,400,000.00	127,200,000.00	158,400,000.00	158,400,000.00
合计	15,063,984.00	73,800,000.00	106,200,000.00	153,000,000.00	184,200,000.00	184,200,000.00

注:2016年10-12月预测数据根据企业实际数据进行预测。

2)未来年度单产和成品率分析:

①企业未来年度的单瓶/袋材料重量、单产和产品率分析

a. 未来年度单瓶/袋材料重量分析

根据企业历史年度的材料重量进行统计,单袋材料重量约为0.605kg,单瓶材料重量约为0.465kg,未来年度以该材料重量作为未来年度的单袋材料重量和单瓶材料重量,具体如下:

单位:kg

项目	2016年10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
单袋材料重量	0.605	0.605	0.605	0.605	0.605	0.605
单瓶材料重量	0.465	0.465	0.465	0.465	0.465	0.465

b.未来年度单产和产品率分析

根据企业历史年度的单产和成品率的变化趋势以及企业现阶段的新研发的技术成果表明企业未来年度仍能保持着单产和成品率的持续增长，根据企业管理层预测，预计未来年度的单产和成品率及单瓶/袋产品重量等信息如下：

单位：千克/瓶(袋)

项目	2016年10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
单袋装单产	0.470	0.485	0.490	0.495	0.500	0.505
单瓶装单产	0.406	0.420	0.430	0.440	0.450	0.460
单袋数成品率	95.09%	97.00%	97.50%	98.00%	98.50%	98.50%
单瓶数成品率	97.53%	98.50%	98.50%	98.50%	98.50%	98.50%
单袋产品重量	0.45	0.47	0.48	0.49	0.49	0.50
单瓶产品重量	0.40	0.42	0.42	0.43	0.44	0.45

注1：2016年10-12月预测数据根据企业实际数据进行预测。

注2：单袋/瓶产品重量=单袋/瓶装单产×单袋/瓶数成品率

②上市公司的生产技术情况

雪榕生物金针菇产品的生物转化率情况如下：

项目	2015年度	2014年度	2013年度	2年复合增长率
1100毫升培养瓶	151.90%	145.56%	139.38%	4.39%
1200毫升培养瓶	146.53%	143.51%	132.96%	4.98%

数据来源于《上海雪榕生物科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市招股意向书》。

众兴菌业金针菇产品的生物转化率情况如下：

项目	2014年度	2013年度	2012年度	2年/1年复合增长率
1100毫升培养瓶	139.11%	122.66%	121.99%	6.79%
1200毫升培养瓶	143.06%	125.07%		14.38%
1280毫升培养瓶	138.69%			

注1：数据来源于《天水众兴菌业科技股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》；

注2：因无法在公开市场查询到众兴菌业2015年的生物转化率信息，故仅参考众兴菌业2012年-2014年的生物转化率。

从上表可知，雪榕生物与众兴菌业金针菇的生物转化率均高于130%，雪榕生物更是高达145%以上，主要是因为金针菇工厂化时间较早，发展历史较旧。海鲜菇作为十几年前才培育出来的新品种，还拥有很大的发展潜力，企业未来预测的转化率仅为97.44%。该转化率已经远远低于金针菇等其他菌类的转化率。

雪榕生物与众兴菌业金针菇生物转化率的2年复合增长率约为4.39%-6.79%。该增长率高于企业预测的2016年10-12月至2018年的

生物转化率复合增长率(3.43%(袋栽)和 3.42%(瓶栽))。且企业管理层预测的未来 5 年生物转换率的复合增长率(对比 2016 年 10-12 月份的生物转化率)分别为 2.18%(袋栽)和 2.73%(瓶栽)，远低于 2 年复合增长率。

3)根据上述分析，企业在未来年度的设计产能如下表：

未来年度的预计的产能具体如下表：

单位：吨

序号	项目	2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
1	设计产能	6,292.15	31,844.76	45,899.54	66,893.64	81,858.38	83,589.16

(2)外购海鲜菇重量分析

2015 年及 2016 年，神农菇业 2015 年度及 2016 年 1-9 月因在行业需求旺季的海鲜菇产量无法满足客户订单需求而外购部分海鲜菇贴牌销售，根据企业管理层预测，未来年度的产能在行业旺季仍将无法满足市场需要，且企业将在培养国内市场的同时，不断扩大海外市场的销售量，故未来年度仍需外购部分海鲜菇贴牌销售，未来年度的外购海鲜菇的数量将保持着和 2016 年同样外购数量。故未来年度的外购海鲜菇采购量如下：

单位：吨

序号	项目	2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
1	外购海鲜菇	343.05	2,107.65	2,107.65	2,107.65	2,107.65	2,107.65

3、预测产能下的资本性支出金额分析

(1)资本性支出明细

神农菇业是全国最大的海鲜菇生产企业，日产能约为 70 吨，即日产能为 10.00 万瓶和 7.16 万袋(含子公司)。评估基准日，企业正在建设二期工程，根据企业的可行性研究报告显示，二期工程设计产能约为 119 吨/天，产品为海鲜菇，整个二期工程建设期为 2016 年 11 月至 2019 年 5 月，预计将在 2017 年、2018 年、2019 年陆续达产，2017 年、2018 年、2019 年陆续达产的新增产能分别为 5+2 万瓶/天、13 万瓶/天、13 万瓶/天。

其中一期工程的瓶栽生产线设计日产能原为 12 万瓶，因对菌种培养周期预期过高，导致一期培养房建筑面积过少，使得瓶栽生产线无法达到最大产能，企业将通过二期工程第一阶段中扩大培养房的建

筑面积以及提高空间利用率等手段将一期工程的产能完全释放。

按照企业计划，将二期工程按照三次扩产分为二期工程的第一阶段、第二阶段和第三阶段，其中一期扩产项目与二期工程的第一阶段将同步建设。

1)二期工程第一阶段和一期扩产的资本性支出明细如下：

单位：元

项目	金额
房屋	16,379,755.55
设备	42,646,297.09
土地使用权	18,410,000.00
合计	77,436,052.64

2) 二期工程的第二阶段的资本性支出明细如下：

单位：元

项目	金额
房屋	42,638,954.12
设备	84,363,163.25
合计	127,002,117.37

3) 二期工程的第三阶段的资本性支出明细如下：

单位：元

项目	金额
房屋	56,346,117.55
设备	84,363,163.25
合计	140,709,280.80

(2)资本性支出的预测合理性分析

1)钢构厂房

神农菇业二期工程除二期三阶段一栋厂房为钢混结构，其他主要生产性厂房均为钢构厂房，部分辅助性生产厂房为钢混结构，如配电房等，神农菇业二期一、二、三阶段钢构厂房预计平均造价为 696.77 元/平方米，企业历史年度钢构厂房平均造价为 591.42 元/平方米。

①历史年度钢构厂房造价表

建筑物名称	建成年月	建筑面积(m2)	帐面原值(元)	成本单价(元/m2)
原料仓、拌料、制袋车间	2010/3/31	3,190.84	930,373.17	291.58
2#培养房	2010/3/31	1,043.04	423,353.74	405.88
3#培养房	2010/12/31	1,043.04	425,105.00	407.56

建筑物名称	建成年月	建筑面积(m2)	帐面原值(元)	成本单价(元/m2)
6#出菇车间、3#包装车间	2010/12/31	1,710.69	1,104,149.83	645.44
7#出菇房	2011/4/30	1,614.78	977,298.06	605.22
4#培养房	2010/12/31	2,237.68	1,475,231.30	659.27
5#培养房、开袋车间	2010/12/31	4,025.54	2,638,700.13	655.49
8#出菇房	2011/9/30	1,177.09	726,508.24	617.21
11#实验室	2012/8/31	588.97	338,886.81	575.39
10#出菇房	2012/5/31	1,109.79	672,450.11	605.93
9#出菇房	2012/6/30	1,448.95	877,955.82	605.93
锅炉房	2014/4/30	2,527.81	2,011,176.94	795.62
6#仓库	2014/6/30	2,643.06	1,335,859.97	505.42
11#深加工车间	2015/4/30	1,575.00	1,223,574.74	776.87
13#仓库	2015/4/30	2,398.48	1,597,101.21	665.88
平均造价		28,334.76	16,757,725.07	591.42

②二期工程钢构厂房资本性支出

设备名称	购置日期	建筑面积(m2)	帐面原值	成本单价(元/m2)
拌料房	2016/11/1	4,608.00	1,952,352.22	423.69
培养房	2016/11/1	7,370.00	6,650,370.00	902.36
出菇房 1	2016/11/1	4,472.00	3,021,161.78	675.57
出菇房 2	2016/11/1	3,019.00	2,295,101.40	760.22
仓库(包菇房、成品冷库)	2016/11/1	1,840.00	1,338,990.00	727.71
拌料、装瓶、接菌、前期培养	2017/8/1	10,562.00	6,980,291.14	660.89
培养房	2017/8/1	15,800.00	12,538,164.24	793.55
出菇房	2017/8/1	16,742.80	12,083,781.04	721.73
成品冷库	2017/8/1	858.00	567,335.34	661.23
包装车间	2017/8/1	1,800.00	1,111,950.00	617.75
仓库	2017/8/1	2,940.00	2,660,985.46	905.10
锅炉平台	2017/8/1	1,730.00	779,832.10	450.77
挖瓶车间	2017/8/1	1,500.00	676,155.00	450.77
出菇房 1	2018/8/1	7,539.90	5,441,772.03	721.73
出菇房 2	2018/8/1	9,099.60	6,567,454.31	721.73
出菇房 2(包装车间部分)	2018/8/1	2,055.00	1,269,476.25	617.75
成品冷库	2018/8/1	858.00	567,335.34	661.23
仓库	2018/8/1	6,006.00	2,707,324.62	450.77
挖瓶车间	2018/8/1	1,500.00	676,155.00	450.77
平均造价		100,300.30	69,885,987.27	696.77

2)钢筋混凝土厂房

神农菇业钢筋混凝土厂房预算平均造价为 1,304.49 元/平方米，其历史年度钢筋混凝土厂房平均造价为 1,363.72 元/平方米，预算造价低于其历史年度实际造价 59.22 元/平方米。主要是因为神农菇业一期工程的建设用地为企业自行平整开发，因地处山区，土地平整费用较高。评估基准日，企业已经将二期工程所有用地平整完毕，故预算造价略低于历史年度平均造价。具体情况如下：

①历史年度钢筋混凝土厂房造价表

建筑物名称	建成年月	建筑面积(m ²)	帐面原值(元)	成本单价(元/m ²)
2#配电房	2011/12/31	54.06	65,813.30	1,217.41
3#配电房	2010/3/31	40.27	64,505.00	1,601.81
发电机房	2014/7/31	324.00	393,155.80	1,213.44
1#厂房	2014/4/30	24,522.00	36,534,580.59	1,489.87
2#厂房	2014/6/30	24,522.00	30,394,615.02	1,239.48
小计		49,462.33	67,452,669.71	1,363.72

②二期钢筋混凝土厂房资本性支出

设备名称	购置日期	建筑面积(m ²)	帐面原值	成本单价(元/m ²)
配电房(主机房/机房)	2016/11/1	648.80	861,780.15	1,328.27
配电房	2017/8/1	520.00	961,162.80	1,848.39
空调房	2017/8/1	1,100.00	1,289,739.00	1,172.49
发电机房	2017/8/1	200.00	234,498.00	1,172.49
拌料、装瓶、接菌、培养房	2018/8/1	28,182.00	36,636,600.00	1,300.00
小计		30,650.80	39,983,779.95	1,304.49

3)混凝土辅助构筑物

神农菇业混凝土辅助构筑物预算造价为 154.52 元/平方米，历史年度混凝土辅助构筑物平均造价为 142.66 元/平方米。具体情况如下：

①历史年度混凝土构筑物造价表

建筑物名称	建成年月	建筑面积(m ²)	帐面原值	成本单价(元/m ²)
厂区道路	2014/6/30	31,016.00	4,032,082.27	130.00
堆料场	2014/6/30	15,369.00	2,585,380.60	168.22
2#堆料场	2015/9/30	1,902.00	250,286.35	131.59
平均造价		46,385.00	6,617,462.87	142.66

②二期混凝土构筑物预测资本性支出

设备名称	购置日期	建筑面积(m ²)	帐面原值	成本单价(元/m ²)
------	------	-----------------------	------	-------------------------

设备名称	购置日期	建筑面积(m2)	帐面原值	成本单价(元/m2)
路面	2016/11/1	2,000.00	260,000.00	130.00
堆料场	2017/8/1	11,563.00	1,975,060.00	170.81
路面	2017/8/1	6,000.00	780,000.00	130.00
堆料场	2018/8/1	10,000.00	1,700,000.00	170.00
路面	2018/8/1	6,000.00	780,000.00	130.00
平均造价		35,563.00	5,495,060.00	154.52

4)机器设备

神农菇业一期工程目前产能可达为 11 万瓶/天，生产设备投资额约为 8,984.87 万元，而二期工程机器设备投资约 21,137.26 万元，二期设备总投资为一期工程设备总投资金额的 2.35 倍；二期工程总产能为 33 万瓶/天，产能约为一期工程的产能的 3 倍。设备总投资和产能的倍数存在差异，主要原因为：

①二期工程一阶段与一期工程建设用地在在在同一厂区，同时二期工程一阶段 7 万瓶/天，其中有 1 万瓶装瓶/培养等前工段由一期工程完成，出菇房 2 万瓶/天由一期工程出菇房完成；同时部分设备可以供一期、二期工程共用，如堆料场用铲车、发电机组、部分变压器、配电设施、制冷管道、运输设备、包装设备等。

②二期工程二、三阶段建设用地在同一地点，同时部分设备可以供一期、二期工程共用，如堆料场用铲车、发电机组、部分变压器、配电设施、制冷管道、运输设备、包装设备等。

③随着技术进步，同类型的机器设备的购置价格呈现下降趋势，使得设备投资额相对降低。

④企业机器设备中的专用器具金额占比较高，一期工程专用器具账面价值约为 3,364.17 万元，而二期工程专用器具投资约 8,742.31 万元，企业生产使用的专用器具主要原材料为原油加工而成的 PP 料，神农菇业建设一期工程时，国际原油价格基本稳定在 95 - 110 美元/桶，而神农菇业二期工程建设开始至今国际原油价基本稳定在 40-55 美元/桶，原油价格下跌超 50%，导致以原油为主要原材料的 PP 料价格大幅下跌，专用器具造价大幅下降。

5)土地使用权

土地使用权按照评估基准日后企业已经取得的土地使用权价格

和正在取得土地使用权价格进行预测。企业实际取得 55 亩土地使用权，正在取得 196.6 亩土地，土地使用权出让金合计为 17,612,000.00 元，本次预测土地使用权金额 18,410,000.00 元，较为谨慎。

通过上述分析，企业未来年度的产能情况如下：

单位：kg

序号	项目	2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
1	设计产能	6,292.15	31,844.76	45,899.54	66,893.64	81,858.38	83,589.16
2	外购海鲜菇	343.05	2,107.65	2,107.65	2,107.65	2,107.65	2,107.65
3	合计	6,635.20	33,952.41	48,007.19	69,001.29	83,966.03	85,696.81

三、海鲜菇销售价格的变动情况

1、历史年度海鲜菇销售价格情况

历史年度海鲜菇平均售价情况如下：

单位：元/千克

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
单价	11.27	9.40	7.68

海鲜菇的销售价格持续下降，2015 年的销售均价下降幅度高达 16.62%，2016 年 1-9 月份，海鲜菇的销售价格继续下跌，价格下跌原因主要如下：一是因为食用菌行业的整体价格下跌带动海鲜菇价格下跌；第二：持续增长的海鲜菇供应量使得价格持续下降。

企业历史年度的销售价格根据销售市场的不同，可以分为两个部分：国内市场销售价格(以下简称“内销价格”)和国外市场销售价格(以下简称“外销价格”)

(1)企业海鲜菇内销和外销价格分析：

海鲜菇的价格在国内和国外存在较大差异。企业的外销市场主要为东南亚市场和美国市场，根据企业管理层统计，企业在 2014 年-2016 年 1-9 月份的海鲜菇内销和外销价格具体如下：

单位：元/千克

价格	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
国内	10.73	8.86	7.24
国外	13.58	12.60	11.59

从上表可知，内销价格低于同期的外销价格，差异率约为 25%-60%，其中美国市场价格略高于东南亚市场的海鲜菇价格。

(2)企业在 2014 年-2016 年 1-9 月份的海鲜菇内销和外销重量如下:

单位: 千克

重量占比	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
国内	8,955,754.73	14,412,439.42	16,783,732.07
国外	2,102,214.35	2,424,776.61	1,869,734.49

企业在 2014 年-2016 年 1-9 月份的海鲜菇内销和外销重量占比如下:

重量占比	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
国内	80.99%	85.60%	89.98%
国外	19.01%	14.40%	10.02%

从上表可知,企业海鲜菇的外销重量逐年上升,但是重量占比逐年下降,主要是由于国内市场巨大,企业销售压力相对较少,将内销作为主要目标市场,对于外销仅作为补充市场,专心于开拓国内市场,扩大企业在国内的市场占有率,提高企业的知名度和品牌形象。

2、未来年度海鲜菇销售价格预测情况

(1)外销价格和外销比重分析:

2016年-2017年 1-2 月份的海鲜菇内销和外销重量以及重量占比情况具体如下:

单位: 千克

项目	2016 年	2017 年 1-2 月
国内	22,460,592.31	3,634,310.05
国外	2,828,072.19	765,267.65
其中: 东南亚	2,719,284.69	718,896.65
美国	108,787.50	46,371.00

注: 该表数据由企业管理层提供。

销量占比情况如下:

项目	2016 年	2017 年 1-2 月
国内	88.82%	82.61%
国外	11.18%	17.39%
其中: 东南亚	10.75%	16.34%
美国	0.43%	1.05%

注: 该表数据由企业管理层提供。

从上表可知,企业海鲜菇的外销重量保持上升,2017 年 1-2 月份,企业实现了外销销量较大幅度的提高,主要是由于 2016 年年底,随着企业技术的成熟,企业产能进一步提高;且企业二期工程的正式施

工,企业的海鲜菇产能将经历一个爆发性的增长阶段,故企业开始积极开拓国外市场,导致外销比例增加较多。

企业未来年度的外销价格主要由企业在美国市场、东南亚市场等市场未来年度的销售价格及销售情况确定。

1)美国市场

2017年1-2月,企业针对美国市场的经销商从2016年的2个上升为3个,月平均销售额从2016年的10.89万元上升到2017年的29.40万元,同比增长69.29%。海鲜菇外销比例也急剧上升,从11.18%上升到17.39%。

美国作为全球食用菌消费大国,其自产的商业化食用菌主要包括双孢菇、香菇、平菇等。据美国农业部统计,2013-2014年度,美国食用菌总产量约9亿磅(约合40.7万吨),销售产值为11.1亿美元,其中双孢蘑菇产量为8.82亿磅(约合39.9万吨),占总产量的98%,销售额达到10.5亿美元,其余为平菇、香菇、杏鲍菇等珍稀菇。美国虽然是世界第二大食用菌生产国,但并不能完全实现自己自足。为弥补需求缺口,美国每年仍需进口一些食用菌产品,年进口量在14-16万吨,进口产品约占其消费总量的25%-30%(主要是食用菌罐头和香菇、黑木耳、杏鲍菇和银耳等);美国食用菌出口量很少,主要是新鲜双孢蘑菇,出口到加拿大和墨西哥等周边国家,年出口量约1-1.2万吨。近些年,随着美国国内食用菌消费的多元化需求增大,以及在美国旅游和定居的亚裔人群数量的增加,一定程度上刺激了香菇、平菇、海鲜菇等品种的市场消费。

2)东南亚市场

东南亚市场是企业现阶段外销的主要市场,该市场的华侨较多,海鲜菇的市场接受度较高,销售难度较低。企业进入该市场时间较早,经销商较多,增长潜力较大。

根据企业管理层预测,美国市场和东南亚市场拥有巨大的市场潜力和众多的优质消费者,企业在2017年将通过各种销售政策(对美洲市场的经销商供应价格同比下降8%,东南亚的经销商供应价格同比下降5%)以及增加经销商等多种手段将外销比例提高占全年海鲜菇销

售重量 26%，其中东南亚市场约为 19%，美国市场将占 7%。

3)其他市场

“一带一路”是“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的简称。“一带一路”发展战略涉及的沿线各国中，俄罗斯、土耳其、印度、越南、泰国等食用菌消费较大国家，随着“一带一路”发展战略的工作推进，将为企业海鲜菇的外销带来极大的促进作用。企业将抓住国家的政策扶持机遇，不断扩大在国外的合作，将持续稳定的增加外销比例，同时，为了企业为了配合外销的顺利实施，将投入巨资进行相关的广告和宣传推广，并会在 2017-2020 年提供相对优惠的鲜菇外销价格以不断扩大海外市场。

预计在 2017 年-2021 年的海鲜菇内外销重量比例具体如下：

地区	2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
内销	86.37%	74.00%	71.00%	68.00%	66.00%	66.00%
外销	13.63%	26.00%	29.00%	32.00%	34.00%	34.00%
外销价格	10.21	10.68	9.94	9.44	9.16	9.16

注：2016 年 10-12 月的预测价格根据企业实际情况预测。

(2)内销销售单价分析

我国食用菌市场需求逐年增加，行业前景广阔，食用菌工厂化种植处于快速发展阶段，行业平均利润率较高，吸引了大量资本进入食用菌工厂化种植领域。伴随着我国食用菌工厂化栽培产能的不断释放，未来食用菌市场的竞争可能更加激烈，食用菌产品销售价格会呈现不断下降的趋势。就目前而言，持续的价格下跌已经使得大量的中小生产商减产停产，根据对福建食用菌协会的访谈显示，顺昌县作为全国的海鲜菇种植大县，但是在 2016 年已经有几十家中小生产企业减产停产。

但是现阶段的海鲜菇市场价格实际上已经低于很多中小生产企业的种植成本，据雪榕生物招股意向书显示，其真姬菇的平均生产成本为 7.80 元/kg。据企业管理层预测，未来几年的价格仍将保持较低价位，海鲜菇的销售价格仍有一定的下滑空间，但是该空间受限于行业内生产企业的平均成本水平，据企业管理层预测，海鲜菇的内销价格将会不低于 7.05 元/kg。

故预计未来年度海鲜菇的内销单价如下表：

单位：元/千克

产品分类	未来预测数					
	2016年10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
海鲜菇	9.11	7.48	7.25	7.15	7.05	7.05

注：2016年10-12月的预测价格根据企业实际情况预测。

(3)未来年度海鲜菇销售价格

综上所述，企业管理层预测的预计未来年度海鲜菇的销售单价(内销及外销加权均价)如下表：

单位：元/千克

产品分类	未来预测数					
	2016年10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
海鲜菇	9.25	8.31	8.03	7.88	7.77	7.74

注：2016年10-12月份的销售价格根据企业实际情况填写。

四、业绩预测的方法和过程

1、收益口径及预测思路

神农菇业预测收益口径由两部分构成，包括：

(1)福建神农菇业股份有限公司、福建顺昌兆丰生物科技有限公司、福建神农食品有限公司三家公司合并预测。

神农菇业及其子公司福建顺昌兆丰生物科技有限公司、福建神农食品有限公司均从事海鲜菇的生产、加工和销售，历史年度的收入、成本及各种经营数据与指标可作为未来年度生产经营预测依据，具备收益法预测条件，故本次评估对于神农菇业及其子公司采用合并口径下的经营数据进行预测，不单独对控股子公司采用收益法评估。

(2)业务预测口径

神农菇业历史年度的营业收入包括海鲜菇、盐水菇以及其他菇种及废料、菌种销售、有机大米和其他业务的销售收入。未来年度的营业收入分为两大类，分别为菇类业务和其他业务。菇类业务包括海鲜菇和盐水菇销售业务；其他业务收入包括废料、菌种销售、有机大米和其他业务的销售业务。

2、预测结果

根据上述预测口径及预测思路，神农菇业主营业务收入预测如下：

金额单位：人民币万元

序号	产品分类	2016年 10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	永续期
1	海鲜菇	6,140.80	28,702.08	39,445.45	55,270.15	65,241.60	66,329.33	66,329.33
2	盐水菇	43.21	126.93	182.65	266.39	326.28	333.18	333.18
3	菇类收入	6,184.01	28,829.01	39,628.10	55,536.54	65,567.89	66,662.51	66,662.51
4	总收入(包含其他业务收入)	6,278.54	29,172.68	40,079.68	56,144.00	66,279.27	67,373.89	67,373.89

根据上述预测，神农菇业管理层预计的未来年度的净利润情况如下表：

年份	2016年 10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
净利润	1,430.76	7,270.54	9,742.92	13,567.91	17,010.49	18,008.87

综上所述，从神农菇业历史年度的经营业绩来看，神农菇业的营业收入增速高于同行业可比上市公司平均水平，毛利率水平在评估基准日有较大幅度的回升，未来年度随着生产技术的进步，毛利率水平将进一步提高。评估师认为，企业管理层预测的海鲜菇生物转化率复合增长率低于上市公司其他菇类的复合增长率，且稳定期的海鲜菇生物转化率预测为 97.44%，远低于金针菇等其他菌类在 2015 年的实际生物转化率。未来年度销售收入和净利润增长与企业的生产技术提高相吻合。

从海鲜菇的产能变化情况来看，企业已经于评估基准日开始扩大再生产，未来年度的产能持续扩张是未来年度销售收入和净利润提高的根本原因和重要保证。

从销售价格变化情况来看，企业通过不断扩大海外市场海鲜菇销售数量稳定产品价格是基于企业的实际情况，符合行业发展趋势和国家"一带一路"政策，促进了企业未来年度销售收入和净利润的进一步提高。

从资本性来看，企业预计的资本性支出金额较历史同类型资产支出金额更为充分，资本性支出金额预测具备合理性。

综合以上原因，评估师认为：企业管理层预测的海鲜菇生物转化率复合增长率低于上市公司其他菇类的复合增长率，且稳定期的海鲜菇生物转化率预测为 97.44%，远低于金针菇等其他菌类在 2015 年的

实际生物转化率。同时，企业管理层根据企业在 2017 年的实际发展情况，制定切实有效的销售策略，并充分预测相关的推广费用，神农菇业未来利润预测较为合理，业绩承诺可实现性较强。

五、风险提示

虽然评估机构在评估过程中严格按照资产评估的相关规定，履行了勤勉、尽职的义务，但由于收益法是在一系列假设基础上对未来进行预测，如神农菇业未来产能、产量扩张及销量未达预期及销售价格下降幅度超预期，可能导致神农菇业盈利预测与实际情况不符的情形，提请投资者注意神农菇业盈利预测不能实现的风险。

六、评估师意见

评估师认为：根据以上分析，神农菇业未来利润预测较为合理，业绩承诺可实现性较强。

3、根据《预案》，裕灌农业 2014 年、2015 年及 2016 年 1-9 月的净利润分别为 -1,590.14 万元、-695.98 万元和 1,773.05 万元。裕灌农业的股东黄健光等承诺裕灌农业 2017 至 2020 年扣除非经常性损益后的净利润分别为 9,864.47 万元、15,159.35 万元、21,936.19 和 27,101.50 万元。裕灌农业的主要产品是双孢菇，请结合裕灌农业过往经营和业绩情况、双孢菇的产能情况、双孢菇销售价格的变动情况等详细说明裕灌农业上述业绩承诺较报告期业绩增幅较大的原因、作出上述业绩承诺的具体依据、合理性及可实现性，请独立财务顾问、资产评估师核查并发表明确意见。

【回复】

一、裕灌农业过往经营和业绩情况

1、营业收入持续增长

裕灌农业是一家研发、生产、销售及加工双孢菇的一体化菌菇服务商，是国内最大的双孢菇生产厂家，2014 年、2015 年和 2016 年 1-9 月的营业收入分别为 0.00 万元、13,054.56 万元和 16,743.52 万元。报告期内营业收入一直保持较快增长趋势。2014 年企业未开始实质性营业，

2016年1-9月份的月平均营业收入金额相比2015年的月平均营业收入金额增幅为71.01%。报告期内，裕灌农业营业收入快速增长主要由于：1) 产能扩大：2015年裕灌农业A栋菇房从1月开始产出蘑菇、B栋菇房从4月开始产出蘑菇、C栋菇房从6月开始产出蘑菇。E栋菇房于2015在年底产出蘑菇。2) 生产技术提高，2015年为企业生产的第一年，企业在生产技术、管理和人工等各方面均存在不足，通过一年多的经验积累，企业培养了一批的熟练工人，生产技术有了较大的提高。

报告期内，裕灌农业与同行业可比上市公司的营业收入增长趋势比较如下：

单位：万元

公司	2014年度	2015年度		2016年前三季度	
	营业收入	营业收入	同比增长率	营业收入	增长率
众兴菌业	38,349.73	47,952.02	25.04%	41,603.92	29.85%
雪榕生物	88,837.54	101,900.10	14.70%	67,057.34	1.28%
行业均值			19.87%		15.57%
裕灌农业	0.00	13,054.56	0.00%	16,743.52	71.01%

数据来源：巨潮资讯网

注：裕灌农业2016年1-9月的增长率为2016年1-9月份的月平均营业收入金额相比2015年的月平均营业收入金额的增长率。

裕灌农业报告期内的营业收入增长率显著高于行业平均水平，主要是因为企业的产能进一步扩大，生产技术进一步提高。

2、双孢菇业务毛利贡献及增速持续提高

裕灌农业2014年至2016年1-9月份的毛利率情况如下表：

产品名称	2014年	2015年		2016年1-9月	
	毛利额	毛利额	比例	毛利额	比例
双孢菇	-	20,507,705.99	60.93%	71,403,176.59	102.22%
罐头	-	78,304.31	0.23%	110,536.23	0.16%
其他业务	-	13,072,441.57	38.84%	-1,660,911.78	-2.38%
合计	-	33,658,451.87	100.00%	69,852,801.04	100.00%
毛利率	0.00%	25.78%		41.48%	

注：因企业的次品双孢菇优先用于供应裕灌食品的罐头生产，不再对外销售。故表中的双孢菇业务不包含次品菇和盐菇。

通过上表可知：

(1)2016年前三季度，裕灌农业的毛利率水平有较大幅度的提高，主要是因为企业从2015年第一条生产线正式产出双孢菇，经过一年

多的经营，企业的单位面积的双孢菇产出重量有了较大提高。

企业在 2016 年双孢菇的产量情况如下：

单位：千克

月份	A 菇房	B 菇房	C 菇房	E 菇房	平均值
1 月	567,880.72	549,673.52	576,306.90	138,408.27	458,067.35
2 月	507,708.65	504,600.82	532,545.33	139,673.02	421,131.96
3 月	570,736.34	566,831.17	584,264.48	263,916.84	496,437.21
4 月	494,654.16	473,026.96	455,611.84	345,846.68	442,284.91
5 月	568,191.39	549,186.32	540,968.12	516,181.97	543,631.95
6 月	568,593.08	534,312.14	551,512.24	503,787.90	539,551.34
7 月	516,273.78	532,342.14	544,828.78	538,437.68	532,970.60
8 月	568,043.90	540,638.78	528,786.29	530,462.10	541,982.77
9 月	570,471.74	562,530.90	542,472.62	501,971.96	544,361.81
10 月	651,049.36	611,375.06	631,218.27	699,063.78	648,176.62
11 月	669,180.06	627,775.14	598,449.38	645,940.92	635,336.38
12 月	670,683.51	654,573.47	679,596.57	656,913.06	665,441.65
合计	6,923,466.69	6,706,866.42	6,766,560.82	5,480,604.18	6,469,374.53

从上表可知，企业 4 栋菇房 2016 年 1 月的均产(每栋平均产量)为 458,067.35kg/月/栋； 2016 年 9 月，4 栋菇房的均产已经提高到 544,361.81kg/月/栋，增长率为 18.84%， 2016 年 12 月，4 栋菇房的均产进一步提高到 665,441.65kg/月/栋，较评估基准日的均产提高了 22.24%。故企业毛利率从 2015 年的 25.78%提高到 2016 年 1-9 月的 41.48%。

(2)双孢菇业务贡献的毛利持续增长，毛利占比不断提高，主要是因为企业的双孢菇生产线不断投产以及罐头生产企业在 2016 年年底才正式生产所导致。

3、报告期净利润持续增长

裕灌农业 2014 年至 2016 年 1-9 月份的净利润情况如下表：

单位：万元

年份	2014 年度	2015 年度	2016 年前三季度
净利润	-1,590.14	-695.98	1,732.85
净利润率	-100.00%	-5.33%	13.27%

报告期净利润持续较快增长，主要是由于企业产能不断扩大，毛利率水平不断提高所导致。

二、产能情况分析

1、历史年度的产能情况：

(1)企业历史年度的双孢菇产能情况如下表:

单位: 吨

项目	2015 年	2016 年 1-9 月
设计产能-双孢菇(吨)	13,600.00	18,700.00

(2)企业历史年度的罐头产能情况如下表:

企业历史年度的罐头收入绝大部分为青刀豆罐头收入,主要企业从关联方采购取得,企业自产的罐头较少,企业历史年度的罐头销售数量具体如下:

项目	2015 年	2016 年 1-9 月
销量(千克)	522,589.31	290,639.28

注:企业历史年度的罐头收入绝大部分为青刀豆罐头收入,主要企业从关联方采购取得,企业自产的罐头较少。2016 年 1-9 月份有较少金额的蘑菇罐头收入。

2、未来年度的产能分析和预测:

(1)双孢菇

未来年度的预计的产能具体如下表:

单位: 吨

项目	2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
设计产能	5,366.50	36,146.86	52,359.65	71,059.52	85,707.75	89,759.39

注 1: 未来年度的单栋菇房设计产能按照企业 2016 年 9-12 月份的实际产量情况确定为 7,479.95 吨/年。

注 2: 2016 年 10-12 月预测数据根据企业实际销售数据进行预测。

裕灌农业是全球最大的双孢菇生产企业,现阶段有 4 栋菇房正式运营。评估基准日,企业正在建设二期工程,整个二期工程包括两栋在建的菇房和在建的原料发酵生产车间。计划于 2017 年 9 月份实现投产。

企业未来年度的扩产计划:

1)评估基准日,企业正在建设二期工程,整个二期工程包括两栋在建的菇房和在建的原料发酵生产车间。预计在 2017 年 9 月份正式投产。

2)根据企业提供的与涟水县义兴镇人民政府签订的协议显示,双方通过由涟水县义兴镇人民政府修建菇房等建筑物,裕灌农业按照涟水县义兴镇人民政府投资额的 7%作为年租金支付给涟水县义兴镇人民政府,并由裕灌农业购买相关的生产设备,独立运营。根据企业管

理层预测，预计在 2017 年 9 月份正式投产。

根据企业管理层预测，企业在 2017 年将实现 6 栋自建菇房，1 栋租赁菇房(产能约与自建菇房产能相同)的投产，未来年度企业将继续按照租赁菇房的模式扩大生产，预计分别在 2018 年 10 月和 2019 年 12 月分别开始 4 栋(产能约与自建菇房产能相同)、1 栋菇房(产能约与自建菇房产能相同)设备的安装，分别在 2019 年 5 月和 2020 年 7 月开始投产。为配合该计划，企业预计在 2019 年 5 月将建成一栋原料发酵生产车间以满足发酵原料的需要。

(2) 罐头

2016 年年底，罐头生产线正式投产并开始规模生产，其生产线能够满足年产 3 万吨罐头的需要。根据企业规划，企业未来的产能利用情况如下：

单位：吨

项目	2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
设计产能	13.99	30,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00

注 1：2016 年 10-12 月份的预测数据根据企业实际销售数据进行预测。

3、预测产能下的资本性支出金额分析

(1) 资本性支出明细

裕灌农业是全球最大的双孢菇生产企业，现阶段有 4 栋菇房正式运营。评估基准日，企业正在建设二期工程，整个二期工程包括两栋在建的菇房和在建的原料发酵生产车间。计划于 2017 年 9 月份实现投产。

企业未来年度的扩产计划：

评估基准日，企业正在建设二期工程，整个二期工程包括两栋在建的菇房和在建的原料发酵生产车间。预计在 2017 年 9 月份正式投产。

根据企业提供的与涟水县义兴镇人民政府签订的协议显示，双方通过由涟水县义兴镇人民政府修建菇房等建筑物，裕灌农业按照涟水县义兴镇人民政府投资额的 7%作为年租金支付给涟水县义兴镇人民政府，并由裕灌农业购买相关的生产设备，独立运营。根据企业管理层预测，预计在 2017 年 9 月份正式投产。

根据企业管理层预测，企业在 2017 年将实现 6 栋自建菇房(评估基准日已经有 4 栋投产)，1 栋租赁菇房(产能约与自建菇房产能相同)的投产，未来年度企业将继续按照租赁菇房的模式扩大生产，预计分别在 2018 年 10 月和 2019 年 12 月分别开始 4 栋(产能约与自建菇房产能相同)、1 栋菇房(产能约与自建菇房产能相同)设备的安装，分别在 2019 年 5 月和 2020 年 7 月开始投产。为配合该计划，企业预计在 2019 年 5 月将建成一套原料发酵的生产车间以满足发酵原料的需要。

根据上述分析：

企业在未来年度将要实现 6 栋自建菇房、6 栋租赁菇房、3 套原料发酵生产车间的投产。

企业未来年度预计的资本性支出由一期工程中未结算金额、二期工程、租赁菇房设备以及对应的原料发酵生产车间投资额组成。

1)企业预计的资本性支出(除开租赁菇房)明细如下：

单位：元

项目	金额
二期工程、原料发酵生产车间和一期工程未结算工程—房屋建筑物	253,446,700.47
二期工程、原料发酵生产车间和一期工程未结算工程—设备	138,158,099.30
二期工程、原料发酵生产车间和一期工程未结算工程—土地使用权	6,533,366.00
二期工程、原料发酵生产车间和一期工程未结算工程金额合计	398,138,165.77
已经计入在建工程或者已经支付部分但尚未转固部分	90,376,558.92
未来年度需要支付部分	307,761,606.85

2)企业预计的租赁菇房对应设备的资本性支出金额如下：

单位：元

项目	金额
设备	102,000,000.00
合计	102,000,000.00

通过以上表格，二期工程、原料发酵生产车间和一期工程未结算工程但尚未转固部分金额为 90,376,558.92 元，未来年度的资本性支出金额为 409,761,606.85 元。

(2)资本性支出的预测合理性分析

因为企业固定资产尚未进行竣工结算，历史年度固定资产转固为企业自行转固，历史年度的固定资产账面价值是否完整存在不确定性。故无法以企业历史年度的房屋建筑物和设备的实际价值与未来年度

的资本性支出进行对比。本次参考上市公司的双孢菇投资项目情况进行对比。

上市公司	项目	预计产能(吨/年)	建设投资金额(元)
众兴菌业	年产 10,000 吨食用菌(双孢蘑菇)工厂化种植项目	10,000.00	275,450,000.00
雪榕生物	日产 90 吨双孢蘑菇工厂化生产基地建设项目	32,400.00	610,216,000.00

注 1: 数据来源于巨潮资讯网;

注 2: 雪榕生物“日产 90 吨双孢蘑菇工厂化生产基地建设项目”预计产能按照每年生产 360 天, 每天产能 90 吨进行计算所得。该项目已经于 2016 年 7 月份修改为金针菇生产基地。

资本性支出通常可以通过指数法计算, 公式如下:

拟建项目的投资额=已建类似项目的投资额 \times (拟建项目的生产能力/已建类似项目的生产能力) $^n \times f$

n: 生产能力指数, 若类似项目的规模和拟建项目的规模相差不大, 生产规模比值在 0.5-2 之间, 则指数 n 的取值近似为 1; 若类似项目的规模和拟建项目的规模相差较大, 但不大于 50 倍, 且拟建项目规模的扩大仅靠增大设备规模来达到时, 则 n 取值约在 0.6-0.7 之间; 若类似项目的规模和拟建项目的规模相差较大, 但不大于 50 倍, 且拟建项目规模的扩大靠增加相同规格设备的数量达到时, 则 n 取值约在 0.8-0.9 之间;

f: 综合调整系数。

众兴菌业的年产 10,000 吨食用菌(双孢蘑菇)工厂化种植项目和雪榕生物的日产 90 吨双孢蘑菇工厂化生产基地建设项目均为 2015 年-2016 年的拟建项目, 时间较为接近, 故该两个项目的调整系数接近为 1; 通过两个项目的预计产能和建设投资资金计算的 n 约为 0.6766, 则 n 取值为 0.6766。

本次以众兴菌业的年产 10,000 吨食用菌(双孢蘑菇)工厂化种植项目与被评估单位进行对比分析。

因为众兴菌业的年产 10,000 吨食用菌(双孢蘑菇)工厂化种植项目为 2016 年-2017 年的拟建项目, 与裕灌农业的二期工程时间较近, 综合调整系数确定为 1。

因为企业在历史年度已经将整个厂区土地进行平整, 将基础设施、污水处理、道路工程已经全部建设完毕, 二期工程将利用评估基准日已经建好的固定资产, 故将资本性支出分为两个部分进行分析, 一部

分为 6 栋自建菇房(包含评估基准日已经完工的 4 栋菇房)及对应配套设施及设备,一部分为 6 栋租赁菇房的设备及对应的原料发酵生产车间投资额。

1)6 栋自建菇房及对应配套设施及设备投资额分析

6 栋自建菇房的产能按照预测为 44,879.70 吨/年,根据指数法计算的资本性支出为 760,711,081.72 元。

2)6 栋租赁菇房的设备及对应的原料发酵生产车间投资额分析

①租赁菇房设备投资额情况

按照企业管理层预计,2017 年 1 栋租赁菇房的投资情况如下:

单位:元

名称	项目	供应商	合同金额	
租赁菇房	土建	菇房及设备管廊土建	涟水政府	17,477,433.68
		辅助用房-变配电所、柴油发电机房、日用油箱间、公用设备房、锅炉房土建	涟水政府	1,774,987.17
		门卫土建	涟水政府	193,938.39
		动力(安装)	涟水政府	1,763,790.59
		菇房及辅助用房(安装)	涟水政府	1,610,230.69
		门卫(安装)	涟水政府	21,885.14
		弱电(安装)	涟水政府	427,899.72
		室外(安装)	涟水政府	688,836.34
		冷库土建设备安装	涟水政府	1,600,000.00
		合计		
设备	菇架及安装	裕灌农业	5,000,000.00	
	国外进口设备	裕灌农业	12,000,000.00	
	合计:		17,000,000.00	

从上表可知,企业 2017 年的 1 栋租赁菇房的设备投资额为 17,000,000.00 元,未来年度的 6 栋菇房的设备合计金额为 102,000,000.00 元。

②租赁菇房的设备及对应的原料发酵生产车间投资额

根据企业管理层预计,二期工程在建的原料发酵生产车间投资额如下:

单位:元

项目	合同金额
房屋建筑物	49,824,410.00
设备	66,571,987.15
合计	116,396,397.15

三期工程的原料发酵生产车间投资额如下:

单位：元

项目	合同金额
房屋建筑物	49,824,410.00
设备	66,571,987.15
合计	116,396,397.15

二期工程、三期工程拟建的单栋原料发酵生产车间可以供 4 栋自建菇房或 4 栋租赁菇房生产需求。故 6 栋租赁菇房需要 1.5 栋(二期工程的 2 栋自建菇房需要 0.5 栋原料发酵生产车间)原料发酵生产车间才能满足生产需要，故租赁菇房对应的原料发酵生产车间投资额 174,594,595.73 元。

6 栋租赁菇房的设备及对应的原料发酵生产车间投资额=租赁菇房设备投资额+租赁菇房对应的原料发酵生产车间投资额
=102,000,000.00+174,594,595.73
= 276,594,595.73 元

3)总投资额分析

总投资=6 栋自建菇房及对应配套设施及设备投资额+6 栋租赁菇房的设备及对应的原料发酵生产车间投资额
=760,711,081.72+ 276,594,595.73
= 1,037,305,677.45 元

根据上述预测，企业完成 6 栋自建菇房、6 栋租赁菇房、3 套原料发酵生产车间的投产共需 1,037,305,677.45 元。

评估基准日，企业转固的固定资产账面价值为 653,155,802.36 元，已支付或者已经转入在建工程的固定资产账面值为 90,376,558.92 元，企业预计的资本性支出 409,761,606.85 元，未来年度 6 栋自建菇房、6 栋租赁菇房、3 套原料发酵生产车间达产后的总投资额为 1,153,293,968.13 元。

企业实际发生和预测的资本性支出金额大于按照指数法计算出来的投资额，故未来预测的资本性支出是合理的。

三、双孢菇销售价格的变动情况

(1)双孢菇

因企业的次品双孢菇优先用于供应裕灌食品的罐头生产，不再对

外销售。故仅分析双孢菇(不含次品菇)的销售价格。

企业 2015 年、2016 年双孢菇(不含次品菇)的销售价格分别为 9.92 元/kg 和 9.94 元/kg，2016 年价格略有上升，整体稳定。平均售价情况如下：

单位：元/千克

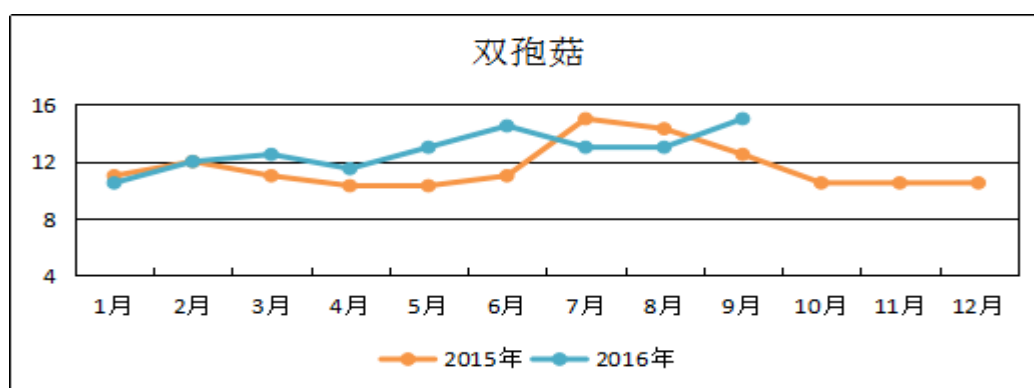
项目	2015 年	2016 年 1-9 月
单价	9.92	9.94

预计的未来年度海鲜菇(不含次品菇)的销售单价如下表：

单位：元/千克

项目	2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
双孢菇	11.40	9.94	9.69	9.59	9.51	9.51

从市场上来看，双孢菇市场在 2016 年传统消费淡季价格下降的幅度不大且较平稳，进入 9 月份后价格回升明显。截止到 9 月份，2016 年双孢菇市场平均价格为 12.8 元/公斤，相比 2015 年 11.6 元/公斤上涨了 10.3%。具体如下图所示：



综上所述，双孢菇价格整体稳定，2016 年价格有所上升，根据企业市场部门针对经销商的初步调查认为：2017 年的双孢菇价格将不低于 2016 年的价格，故企业管理层对于 2017 年的双孢菇价格按照 2016 年的价格进行预测，考虑到企业的产量扩张较快，对于双孢菇的价格形成一定的冲击，会导致销售价格一定幅度的下降；但考虑到双孢菇作为世界性消费蘑菇，需求量极大，企业的产量占总产量的比例较低，企业扩产对于市场的影响较少；故未来年度的双孢菇价格将保持缓慢降低的趋势。

(2) 蘑菇罐头

根据企业市场部门的成本加成模式的定价方案，企业预计蘑菇罐头和青刀豆罐头在 2017 年的销售价格分别为 9.00 元/kg(不含税)和 11.80 元/kg(不含税)。未来年度将保持缓慢下降趋势，基本保持和双孢菇同样价格走势。各年度的具体销售价格如下：

单位：元/千克

项目	2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
青刀豆罐头	7.06	11.80	11.51	11.39	11.30	11.30
蘑菇罐头	0.00	9.00	8.78	8.69	8.62	8.62

注 1：2016 年 10-12 月份的预测数据根据企业实际销售数据进行预测。

裕灌农业未来年度的业绩增长较快，主要因为企业的双孢菇生产技术已经成熟、未来年度产能不断扩张以及罐头生产线的于评估基准日正式建成并投产。

四、业绩预测的方法和过程

1、收益口径及预测思路

裕灌农业预测收益口径由两部分构成，包括：

(1)裕灌农业及其子公司裕灌贸易、裕灌食品三家公司合并预测。

裕灌农业及其子公司裕灌贸易、裕灌食品均从事双孢菇的生产、加工和销售，历史年度的收入、成本及各种经营数据与指标可作为未来年度生产经营预测依据，具备收益法预测条件，故本次评估对于裕灌农业及其子公司采用合并口径下的经营数据进行预测，不单独对控股子公司采用收益法评估。

(2)业务预测口径

根据企业的实际状况，企业在 2016 年年底将罐头生产线正式投产并开始规模化生产，故未来年度的收入主要由双孢菇业务和罐头业务收入组成。

2、预测结果

根据上述预测口径及预测思路，裕灌农业主营业务收入预测如下：

金额单位：人民币万元

产品分类	2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
双孢菇	6,116.42	32,742.99	46,236.17	62,101.52	74,278.31	77,789.64
罐头业务	9.59	12,316.00	15,866.00	23,847.80	26,338.00	27,468.00
合计	6,126.01	45,058.99	62,102.17	85,949.32	100,616.31	105,257.64

根据上述预测，裕灌农业管理层预计的未来年度的净利润情况如下表：

金额单位：人民币万元

年份	2016年10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
净利润	1,577.58	9,864.47	15,159.35	21,936.19	27,101.50	28,433.93

综上所述，从裕灌农业历史年度的经营业绩来看，裕灌农业的营业收入增速高于同行业可比上市公司平均水平，毛利率水平在历史年度增长较快，未来年度随着生产技术的进步，毛利率水平将能保证维持较高水平。依托企业不断成熟的生产技术和日益扩大的产能，企业的净利润不断增长符合企业的发展战略和行业的发展趋势。

从双孢菇的产能变化情况来看，企业已经于评估基准日开始扩大再生产，未来年度的产能持续扩张是未来年度销售收入和净利润提高的根本原因和重要保证。

从销售价格变化情况来看，双孢菇价格在2016年保持着稳定有升，基于国内工厂化双孢菇的巨大需求和市场，企业管理层预测未来年度的价格缓慢下降，是保守和谨慎的，较稳定的产品价格为企业未来年度的业绩实现提供强有力的支撑。

从资本性来看，企业预计的资本性支出金额大于按照指数法计算出来的投资额，资本性支出金额预测金额较为充分，具备合理性。

五、风险提示

虽然评估机构在评估过程中严格按照资产评估的相关规定，履行了勤勉、尽职的义务，但由于收益法是在一系列假设基础上对未来进行预测，如裕灌农业未来产能、产量扩张及销量未达预期及销售价格下降幅度超预期，可能导致裕灌农业盈利预测与实际不符的情形，提请投资者注意裕灌农业盈利预测不能实现的风险。

六、评估师意见

评估师认为：根据以上分析，裕灌农业未来利润预测较为合理，业绩承诺可实现性较强。

(本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于天广中茂股份有限公司重组问询函的回复》之盖章页)

北京中企华资产评估有限责任公司

2017年4月11日