

中联资产评估集团有限公司  
关于《湖北沙隆达股份有限公司拟收购以色列 ADAMA  
Agricultural Solutions Ltd.股权项目资产评估报告》（中联评报  
字[2016]第 1728 号）的  
复 核 报 告

中联资产评估集团有限公司

二〇一七年四月十三日

# 目 录

一、	评估基本情况 .....	2
二、	复核内容 .....	5
三、	复核工作过程 .....	5
四、	自查工作总结 .....	6
五、	复核工作总结 .....	6
六、	复核结论 .....	30

## 中联资产评估集团有限公司

# 关于《湖北沙隆达股份有限公司拟收购以色列 ADAMA Agricultural Solutions Ltd.股权项目资产评估报告》（中联评报字[2016]第 1728 号）的 复 核 报 告

中国证券监督管理委员会：

中联资产评估集团有限公司（以下简称“中联评估”、“我公司”）接受中国化工农化总公司（以下简称“中国农化”）和湖北沙隆达股份有限公司（以下简称“沙隆达”）委托，就湖北沙隆达股份有限公司拟收购以色列 ADAMA Agricultural Solutions Ltd.（以下简称“ADAMA”、“被评估企业”或“标的公司”）股权之经济行为，对所涉及的被评估企业的股东全部权益在评估基准日2016年6月30日的市场价值进行评估，并出具了《湖北沙隆达股份有限公司拟收购以色列ADAMA Agricultural Solutions Ltd.股权项目资产评估报告》（中联评报字[2016]第1728号，以下简称“《资产评估报告》”）。因中联评估参与的其他上市公司并购重组项目涉嫌信息披露违法行为被贵会立案调查，我公司经研究决定履行必要的评估复核程序。

我公司按照相关资产评估准则要求，对《湖北沙隆达股份有限公司拟收购以色列ADAMA Agricultural Solutions Ltd.股权项目资产评估报告》（中联评报字[2016]第1728号）报告及相关资料认真履行了全面复核程序，并出具本复核报告。

## 一、 评估基本情况

### (一) 评估目的

2016年7月22日，CNAC INTERNATIONAL PTE. LTD.（以下简称“农化新加坡”）与KOOR INDUSTRIES LTD.（以下简称“KOOR”）签署《股权转让协议》，KOOR将持有的ADAMA公司40%的股权转让给农化新加坡。

2016年7月29日，农化新加坡与中国农化签署《股权转让协议》，农化新加坡将持有的ADAMA 100%的股权转让给中国农化。该次交易完成后ADAMA将变为中国农化的全资子公司。

2016年8月4日，中国化工集团公司出具了《关于同意中国化工农化总公司将ADAMA AGRICULTURAL SOLUTIONS LTD. 100%股权转让给湖北沙隆达股份有限公司并获得相应增发股份对价以及做出相应的避免同业竞争承诺的决议》，同意中国化工农化总公司将其即将从CNAC INTERNATIONAL PTE. LTD.受让获得的ADAMA AGRICULTURAL SOLUTIONS LTD.的100%股权转让给湖北沙隆达股份有限公司，转让价格以获得国资委备案的评估价格为基础确定，同时获得湖北沙隆达股份有限公司相应增发的股份为对价。

根据《湖北沙隆达股份有限公司第七届董事会第十五次会议决议》（2016年9月13日），湖北沙隆达股份有限公司拟发行股份购买ADAMA Agricultural Solutions Ltd. 100%股权。

评估目的是反映以色列ADAMA Agricultural Solutions Ltd.股东全部权益在评估基准日2016年6月30日的市场价值，为上述经济行为提供价值参考依据。

### (二) 评估基准日

我公司以2016年6月30日为评估基准日，出具了《湖北沙隆达股

份有限公司拟收购以色列ADAMA Agricultural Solutions Ltd.股权项目资产评估报告》（中联评报字[2016]第1728号）。

### （三）评估对象和评估范围

评估对象为以色列ADAMA Agricultural Solutions Ltd.股东全部权益，评估范围为以色列ADAMA Agricultural Solutions Ltd.的全部资产及相关负债。根据被评估企业合并财务报表显示，被评估企业基准日账面资产总额为人民币3,031,516.74万元、负债为人民币1,908,786.94万元、净资产为人民币1,122,729.80万元。具体包括流动资产1,859,061.56万元，非流动资产1,172,455.18万元；流动负债997,856.34万元，非流动负债910,930.60万元。

上述资产与负债数据摘自经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计的资产负债表，评估是在企业经过审计后的基础上进行的。

委托评估对象和评估范围与经济行为涉及的评估对象和评估范围一致。

### （四）评估对象的主要资产情况

本次评估范围中的被评估企业申报的主要资产为存货、固定资产、在建工程等。

#### 1. 被评估企业的经营场所情况

被评估企业总部位于以色列特拉维夫，总部办公场所系2007年4月租赁取得，租赁有效期至2022年，主要为员工办公场所及餐厅。

被评估企业主要的自有和租赁的经营场所如下：

表1 被评估企业主要场所情况

序号	位置	自有/租赁	用途
1	Airport City, Israel	租赁	总部，办公
2	Neot Hovav, Israel	租赁	生产、包装和研发
3	Beer Sheva, Israel	租赁	生产、包装、研发
4	Ashdod, Israel	自有、租赁	生产、包装和研发
5	Londrina, Brazil	自有	生产、包装、研发

6	Taquari, Brazil	自有	生产
7	Netzahu ācoyotl, Mexico	自有	生产、合成和包装
8	Poncitlán, Mexico	自有	合成和包装
9	Barranquilla, Columbia	租赁	生产、合成和包装
10	Barranquilla, Columbia	租赁	仓库
11	Pasadena, Texas, USA	租赁	合成和包装
12	Ocilla, Georgia, USA	自有	合成和包装
13	Tifton, Georgia, USA	自有	合成和包装
14	Madrid, Spain	自有	合成和包装
15	Vigonovo, Italy	自有	合成和包装
16	Maniago, Italy	自有	合成和包装
17	Inofyta Viotias, Greece	自有	合成和包装
18	Brzeg Dolny, Poland	租赁	生产、合成和包装
19	Jeonrabuk, South Korea	自有	合成和包装
20	Dahej, India	租赁	合成和包装
21	Dahej, India	租赁	办公、研发
22	Hyderabad, India	租赁	待定

## 2. 存货

存货包括原材料、在产品、产成品及其他，原材料主要为生产制剂所需要的原药，产成品主要为制剂产品。存货分布区域较多，主要集中在ADAMA Makhteshim Ltd.、ADAMA Agan Ltd.、ADAMA巴西公司及ADAMA印度公司等。

## 3. 设备类资产

设备类资产主要为机器设备、运输设备及电子设备等。主要集中在ADAMA Makhteshim Ltd.、ADAMA Agan Ltd.、ADAMA巴西公司等，主要分布在各公司办公场所及生产基地。

## 4. 在建工程

在建工程主要为自有资金建设的项目，包括Ramat-Hovav研发中心（ADAMA Makhteshim Ltd.）、江苏制剂工厂（ADAMA江苏公司）等项目。

## （五）评估结论及结论有效期

根据《湖北沙隆达股份有限公司拟收购以色列ADAMA

Agricultural Solutions Ltd.股权项目资产评估报告》(中联评报字[2016]第1728号), 被评估企业净资产为169,310.20万美元, 评估值为282,573.32万美元, 评估增值113,263.12万美元, 增值率66.90%。按照基准日美元对人民币的汇率6.6312进行折算, 被评估企业净资产为人民币1,122,729.80万元, 评估值为人民币1,873,800.22万元, 评估增值人民币751,070.42万元, 增值率66.90%。

根据国有资产评估管理的相关规定, 资产评估报告须经备案后使用, 经备案后的评估结果使用有效期一年, 即自2016年6月30日至2017年6月29日使用有效。

## 二、 复核内容

1. 资产评估报告(含说明、明细表);
2. 评估档案(含纸质版报告及电子档案);
3. 公司质量控制部门审核意见及回复;
4. 项目组和质量控制部门审核中重点关注的问题;
5. 监管机构反馈(审核)意见的答复及相关工作档案;
6. 项目组及签字评估师自查报告。

## 三、 复核工作过程

1. 部门经理组织签字评估师、现场负责人、主要经办人员对需复核项目进行严格自查, 就评估人员是否具备独立性、风险控制情况、评估程序及步骤是否符合规定要求、工作档案是否能充分支持评估结论等出具自查报告。

2. 自查后, 由部门经理提交复核申请, 质量控制部门组织复核人员准备复核。

3. 部门经理将项目基本情况、评估报告、自查报告等复核资料提交复核工作小组。

4. 复核人员初审后，复核工作召集人组织召开评估报告复核工作会议，复核小组成员、部门经理、项目现场负责人、签字评估师和项目主要经办人员均参加了复核工作会议。

5. 项目组人员在复核工作会议上向复核工作小组汇报项目基本情况及自查情况，复核工作小组就复核中的问题进行询问，项目组人员逐条进行答复。

6. 复核工作小组就相关问题答复进行讨论，达成一致意见，形成复核结论及复核报告。

#### **四、 自查工作总结**

本次自查的主要内容包括：评估方法、价值类型、评估假设、重要事项披露、盈利预测涉及的收入、成本、期间费用、资本性支出、营运资金、折现率等重要参数的预测过程和选取依据。

评估项目组对《湖北沙隆达股份有限公司拟收购以色列ADAMA Agricultural Solutions Ltd.股权项目资产评估报告》(中联评报字[2016]第1728号)履行了自查程序。经自查，评估项目组认为：

1. 本次评估选用收益法、市场法两种方法进行整体评估是合理的。
2. 依据评估目的，本次评估确定价值类型为市场价值是合理的。
3. 评估报告已对影响评估的特别事项进行了充分披露。
4. 盈利预测涉及的收入、成本、期间费用、资本性支出、营运资金、折现率等重要相关参数的预测过程和选取依据基本合理。

综上，评估项目组、签字资产评估师认为在评估报告所设定的评估假设及披露的特别事项前提下，评估报告的评估结论能够反映评估对象于评估基准日的市场价值。

#### **五、 复核工作总结**



(一) 评估报告结论清晰、明确，与本次资产评估的经济行为相一致。

(二) 签字人员具备相应的资格条件。

《湖北沙隆达股份有限公司拟收购以色列ADAMA Agricultural Solutions Ltd.股权项目资产评估报告》(中联评报字[2016]第1728号)签字资产评估师韩荣(资产评估师证书编号11030017)、陈志红(资产评估师证书编号11001842)执业记录良好,未曾受到行业协会及有关行政主管部门处罚,其持有的资产评估师证书合法有效,也未参与涉嫌信息披露违法行为被贵会立案调查的并购重组项目。

(三) 评估程序、步骤符合有关规定的要求。

(四) 评估重要假设设定合理。

本次评估遵循以下特殊假设:

1. 全球现行的宏观经济、金融、产业及外交等政策不发生重大变化;
2. 未来全球的汇率不发生大幅波动;
3. 被评估企业在未来经营期内的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;
4. 被评估企业在未来经营期内的管理层尽职,并继续保持基准日现有的经营管理模式持续经营;
5. 被评估企业经营场所的取得及利用方式与评估基准日保持一致而不发生变化。截止评估基准日,被评估企业及其他子公司部分生产和经营场所、办公地点为租赁使用,本次评估按照目前租赁使用的方式进行评估,有关资产的现行市价以评估基准日的有效价格为依据;
6. 被评估企业将按照已确定的商业计划中确定的融资金额和利率安排未来年度的付息债务规模和结构,用于支持业务发展以及货币

保护等目的，假设该计划中的借款能够及时足额取得、相关融资成本与商业计划中的预期无较大差异；

7. 被评估企业当前发行的B系列债券与以色列通胀率有关，被评估企业参考以色列央行公布的预期通胀目标对以色列未来年度通胀水平进行判断，并基于此预测其发行的债券相关的利息支出。假设企业对以色列的通货膨胀水平判断基本准确。除此之外，本次评估采用的预测未考虑通货膨胀水平对其他收益指标的影响；

8. 被评估企业按基准日已确定的计划推进其未来跨国经营相对应的税务筹划，与该等税务筹划工作相关的业务分配及转移定价等策略获得所涉国家或地区税务机关的认可无实质性障碍；

9. 本次评估基于基准日下被评估企业的生产经营能力及于基准日确定的扩产计划对应的新增生产经营能力进行，假设企业管理层所作出的扩产计划与未来市场需求趋势基本一致，扩产所需要的资金估算基本准确并能够及时、足额获得；

10. 假设评估基准日后被评估企业的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出；

11. 假设委托方及被评估企业提供的基础材料和财务资料真实、准确、完整；

12. 评估范围仅以委托方及被评估企业提供的财务报表对应的资产负债为准，未考虑委托方及被评估企业提供财务报表对应的资产负债表以外可能存在的或有资产及或有负债。

#### **（五）评估报告对特别事项进行了披露。**

##### **1. 关于环保事项调查情况**

（1）以色列环保部和水务委员会要求ADAMA的子公司Adama Agan位于以色列阿什杜德的工厂进行多项土地勘察和有关地下水监

测井的调查。Adama Agan递交相关调查报告后，按照以色列环保部和水务委员会要求向以色列环保部提交了详细的土地恢复计划。此外，Adama Agan还向以色列水务委员会递交了详尽的地下水处理计划，并随之被要求提交相关的补充资料。

(2) 以色列环保部要求ADAMA的子公司Adama Makhteshim在贝尔谢巴的工厂进行一项历史土地调查及土地气体的样本检测。截至评估报告日，根据ADAMA的介绍，没有任何机构要求该工厂就此方面采取任何额外的行动。

作为环境监管程序的一部分，Adama Makhteshim位于Naot Hovav的工厂曾被要求提交历史土地调查。该调查结果已于2015年提交至环境保护部门。截至评估报告日，ADAMA尚无法估计有关部门是否会就该项土地调查提出进一步有关土地处理或地下水的调查及处理要求，因此也无法估计这些进一步的要求是否会对ADAMA产生重大影响。

鉴于上述未决事项较难估计，评估中未考虑上述情况对估值的影响。

## 2. 诉讼事项

根据ADAMA公司的相关资料显示，ADAMA的子公司在日常活动中面临包括诉讼及有关专利侵权在内的多项法律索赔。ADAMA公司还不时面临索赔金额巨大的集体诉讼，即使ADAMA公司认为这些索赔完全没有依据，ADAMA公司仍须展开辩护，并因此产生可观的费用。近来，基于不同的起诉原因，针对与ADAMA公司经营业务类似的企业发起的集体诉讼呈显著增加的趋势。据此，基于ADAMA公司法律顾问对此类诉讼的预期，ADAMA公司管理层针对与此相关的索赔风险可能需要支付的赔偿计提了预计负债。

此外，ADAMA分布在世界各地的子公司还存在诸多索赔金额不重大的涉及诸如雇佣关系等民事诉讼相关的索赔，对于此类诉讼，各子公司并未在财务报表内确认有关的预计负债。根据ADAMA的统计，与此相关的索赔的金额总计约790万美元，ADAMA依据各子公司法律顾问的意见，ADAMA管理层估计，此类诉讼被驳回的几率较高。此外，ADAMA收到有关产品责任损害赔偿的索赔，由于ADAMA公司购买了相应的保险，因此与该索赔有关的风险仅限于索赔金额超过保险公司赔付金额之后仍需自付的金额。

评估中，对于计提了预计负债的赔偿，按照ADAMA公司管理层的估计，将该预计负债作为溢余负债考虑；对于未计提预计负债的诉讼事项，鉴于上述诉讼事项存在一定的不确定性，评估中未考虑上述诉讼事项对估值的影响。

### 3. 关于ADAMA的期权激励计划

于2014年，ADAMA的薪酬委员会及董事会依据ADAMA的期权计划(“计划”)批准了发行期权激励计划授予ADAMA管理人员及员工。该期权激励计划等分为三部分，每部分行权时间分别为从2014年1月1日起两年后、三年后及四年后。该期权可以根据ADAMA全部或部分股票在特拉维夫证券交易所或以色列以外的其他任何证券交易所实现上市情况，以及销售和税息折旧及摊销前利润目标的完成情况，选择全部行权或部分行权。

由于沙隆达与标的公司的重组交易，标的公司预期作为行权条件之一的“ADAMA公司股票在以色列特拉维夫证券交易所或以色列之外的证券交易所上市交易”已无法实现，被授予的期权无法行权。

截止评估报告出具日，标的公司董事会尚未确定期权计划的调整方案，也未就期权计划的调整方案作出任何决议。评估时无法判断该

期权激励计划的调整对估值的影响额，因此未考虑该期权激励计划及调整对估值的影响，且针对该事项在评估报告中“十一、特别事项说明”之“（四）未决事项、法律纠纷等不确定因素”进行了披露。

### （六）ADAMA 2016年收入及净利润基本完成ADAMA的预测目标。

1. 根据ADAMA经审计的财务报表（中国会计准则）显示，2016年全年实现收入307,394.70万美元，实现净利润16,467.00万美元，其中归属于母公司股东的净利润为16,232.80万美元，超过标的公司预测净利润2,488.56万美元。

#### 2. 按照标的公司预测口径对比

根据标的公司国际会计准则至中国会计准则的转换情况，由于标的公司的营业税金及附加主要为标的公司依据中国会计准则自营业收入、营业成本和销售费用（国际会计准则）账务调整产生，相应的收入成本及销售费用调整额与营业税金及附加总金额一致，不影响最终损益。标的公司在收益预测中仍然采用国际会计准则下预测的营业收入及销售费用。因此，按照国际会计准则口径对比2016年营业收入及净利润完成情况，具体如下：

表2 2016年营业收入及净利润完成情况（按国际会计准则对比）

单位：万美元

项目	预测值	实际完成	差额	完成率
收入	309,344.57	307,016.50	-2,328.07	99.25%
净利润	13,978.44	16,467.00	2,488.56	117.80%
归属于母公司股东的净利润	13,744.24	16,232.80	2,488.56	118.11%

根据上表的数据对比，标的公司2016年实现营业收入307,016.50万美元，完成预测目标的99.25%。

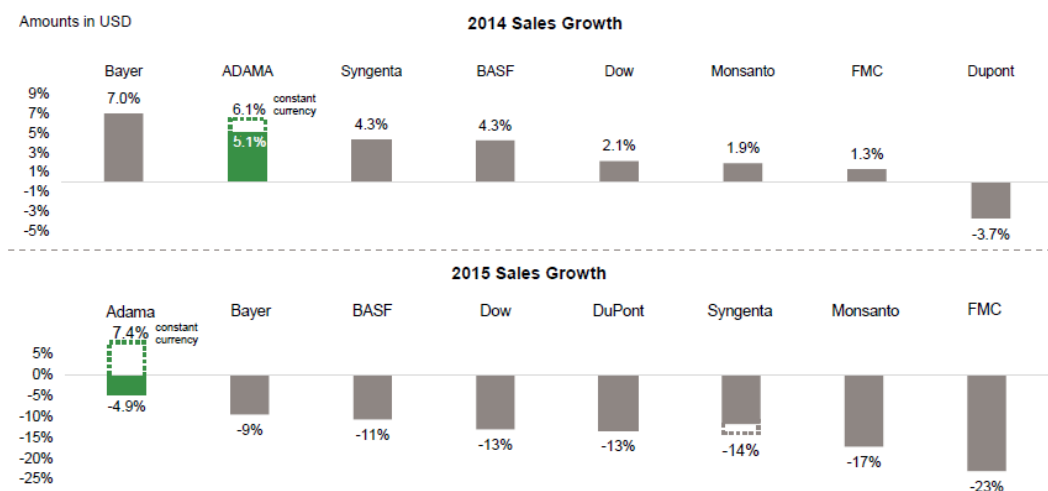
（七）结合行业的历史增长与周期发展情况、同行业可比公司、企业主要产品市场份额等情况对收入预测合理性的分析。

## 1. 标的公司收入预测依据

(1) 标的公司历史年度经营表现超过行业平均增长，且居同行业可比公司前列

根据标的公司国际会计准则下的相关数据，2000年销售收入为85,629.50万美元，至2015年该公司实现销售收入达306,387.00万美元，年复合增长率约为8.87%。而同期全球作物保护业务收入自2000年的289.44亿美元增长至2015年的512.10亿美元，年复合增长率约为3.88%（根据Phillips McDougall的统计数据）。

由于行业周期原因，2015年农药企业陷入周期低谷，收入均呈现出不同程度的负增长。而标的公司实行了一系列的营销举措，进一步完善其全球营销和分销网络，从而有效地与终端客户直接沟通，推行企业的产品和解决方案，也使得近几年标的公司在主要的农药企业中业绩表现较好。具体如下图所示：



## 1-6/2016 Comparative Performance

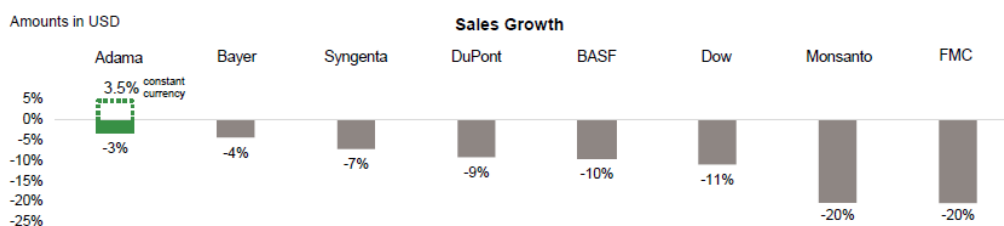


图1 2014年以来标的公司与主要农药企业收入表现对比

注：（1）2014年Dow和DuPont的数据为作物保护与种子业务；（2）2015年DuPont的数据为作物保护与种子业务；（3）DuPont农化业务收入为J.P.Morgan的估计数，Dow的数据反映了出售AgroFresh business和收购Coodetec的影响，Monsanto的数据为截止2016年5月的半年数据，FMC的数据模拟合并了Cheminova收入。

数据来源：ADAMA

（2）由于周期性影响，标的公司预计2016年下半年农作物价格将趋于稳定，之后将逐步回升，从而对农药产品带来有利影响。

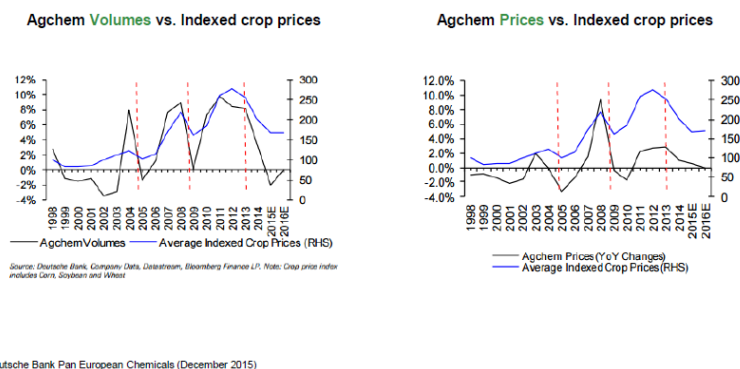


图2 农化产品销量和价格与作物价格指数的对比分析及预测

从上图来看，农作物产品价格与农药产品销量以及销售价格的增长存在较为明显的相关性，一般情况下，农作物产品价格上涨将增加农户种植的积极性，从而增加对农药的需求。根据主要研究机构及标的公司管理层的分析，由于周期性影响，标的公司预计2016年下半年农作物价格将趋于稳定，之后将逐步回升，从而对农药产品带来有利影响。

### （3）未来农药行业需求分析

尽管农药行业短期内存在波动，但从长期来看农药市场整体将呈现稳步上涨态势。主要原因有如下几点：

①全球人口持续上涨，增加对粮食等农产品的需求，而农产品的生长离不开种子、耕地、农药和化肥等方面

根据世界银行数据，全球人口总数在2000年约为61.18亿，至2015年全球人口增长到73.47亿，增加了近12.29亿人口，年复合增长率1.23%。根据联合国Department of Economic and Social Affairs的报告，预计至2030年全球人口将达到85亿，至2050年将达到97亿，至2100年将达到112亿左右。

随着人口的增长，未来粮食等农作物产量的增长也需要保持同步，而在最大化农作物产量满足人口增长需求的过程中，农药、化肥等将起到举足轻重的作用。

②耕地面积的有限使得种子、农药、化肥等各方面对农作物产量以及单位产量的提高将变得尤为重要

根据主流研究机构的研究，粮食的生产需要依赖耕地资源，耕地资源有限，粮食需求的增长难以完全依靠耕地面积的增长来满足；全球粮食耕种面积2000年为6.7亿公顷，至2013年增长至7.2亿公顷，年均复合增长率0.5%，不仅低于粮食需求增长速度，甚至低于人口增长速度。这就需要提升农业的精细化程度，通过改良种子，提升化肥效能和加强作物生长保护等措施，来提升耕地的单位产量。

而全球气候等环境的多样化，相比以前简单的农业生态系统农作物更容易被病虫害袭击，为了应对人类的需要、保持高水平的粮食产出，就需要持续进行作物保护。（摘自《Crop losses to pests》，Journal of Agricultural Science，2006）

③环保要求的提高，新型低毒、高效农药的上市将陆续替代前期



的高毒农药市场

世界农药产品总的发展趋势是开发高活性、高安全性、高效益和环境友好的品种。近年来各国都加强了对农药行业的环保要求，比如印度农业部要求自2018年1月1日起完全禁止苯菌灵等12种农药、韩国食品医药品安全厅将使用农药残留肯定列表制度、巴西环保署于2017年2月在联邦官方公报上发表了《第2号规范化指令》、乌拉圭牧农渔业部宣布禁止使用甲基谷硫磷等四种高毒产品、我国于2017年2月通过了《农药管理条例（修订草案）》等。日益严格的农药政策要求全球的农药公司都必须不断开发新型低毒、高效农药，预计将带来新的增长点。

#### （4）未来生产经营计划及业务增长的驱动因素分析

根据Phillips McDougall的研究分析（2016年5月），预计2020年全球作物保护市场规模将达到586.20亿美元，标的公司预计的2020年作物保护业务规模将达到39.79亿美元，占全球作物保护市场的6.79%，相比于2016年的市场份额（5.76%）上升约1.03个百分点。在农药行业长期向好、未来行业进入新的增长周期情况下，标的公司将不断基于如下几个方面进一步发展，以实现未来业务的增长以及市场份额的提升：

①历史年度标的公司在产品组合策略、差异化产品策略、直接面向农户提供解决方案等的驱动下市场份额得到较大提升，预计随着竞争优势的持续发挥，市场份额将得到有效提高

根据Phillips McDougall和标的公司的作物保护业务数据计算ADAMA作物保护业务市场份额情况，如下图所示：

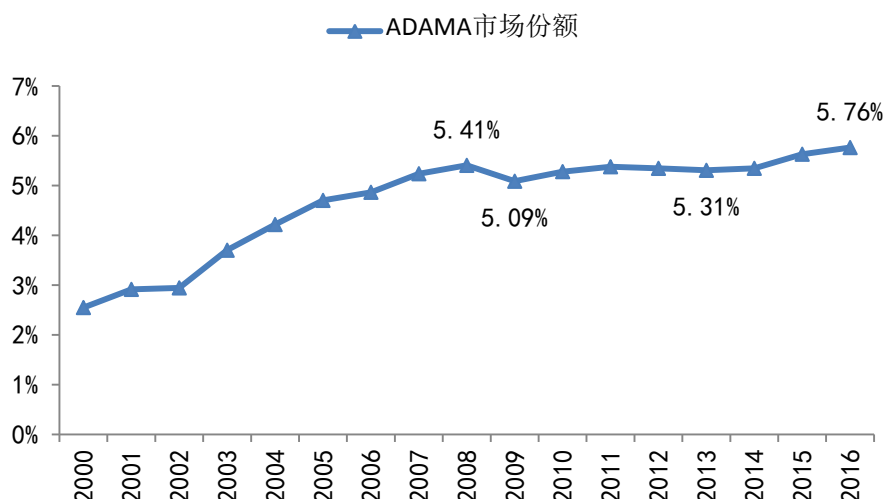


图3 2000-2016年ADAMA作物保护业务市场份额情况

从上图来看，ADAMA在2008年以前市场份额快速上升，2009年-2013年市场份额相对稳定，稳中略有上升；从2013年至2016年来看，市场份额进一步提高，2016年相比2013年增加约0.45个百分点。标的公司在全世界拥有七个注册中心，主要分布在欧洲、以色列、美国和亚洲等，在100多个国家拥有农药产品注册能力。标的公司产品定位于安全、低毒、低残留的品种，在未来农药行业复苏、环保趋严的情况下，将具有一定竞争优势。标的公司预计将随着经营策略的持续运行，市场份额将得到进一步提升。

②不断开发新的农药有效成分、新制剂类型，进一步增加产品注册登记，以丰富标的公司的产品混合组合策略（Hybrid Portfolio）。

近年来标的公司将原有的产品组合策略上升至产品混合组合策略（Hybrid Portfolio），为农户提供广泛的、差异化的产品组合，在此基础上对产品组合进行了划分——主要分为新颖/创新型、差异化、高端非专利产品、低端非专利产品等四类。按照该分类划分的历史年度各产品组合对收入的贡献情况如下表所示：

表3 2012年-2016年标的公司各产品组合对收入的贡献

产品组合类别	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
新颖/创新型产品	8%	8%	8%	8%	9%

差异化产品	7%	10%	12%	12%	14%
高端非专利产品	22%	22%	23%	25%	25%
低端非专利产品	63%	60%	57%	55%	52%

注：新颖/创新型产品，指具有创新分子、创新制剂、独特化学成分、受保护的知识产权以及创新服务等产品，一般呈现出差异化、高毛利率、高附加值、市场首例等特点；差异化产品，指具有注册优势、独特的农业实践、独有市场、一定产品品牌价值等的产品，一般呈现出差异化、高毛利率、高附加值等特征；高端非专利产品，指非差异化、产品毛利率超过40%、产品价格具有竞争力的产品；低端非专利产品，指非差异化、产品毛利率较低的产品。

标的公司在2016年年初整合了营销和产品战略职能，并建立了一个全新的组织架构，用于帮助公司的商业与产品策略的实施；在创新、研发和注册职能方面，标的公司也采用了新的组织架构，预计将会促进公司研发战略与未来增长引擎发展相一致。2016年标的公司进一步扩张建设研发基础设施，包括在中国南京启动了先进研发中心和以色列Neot Hovav建立全新的全球研发中心等。人员方面，标的公司不断寻求许多关键的资深领导人员的加入，特别是在研究和法规事务方面，为标的公司的团队带来了重要的能力和经验。标的公司计划通过固定资产的投资、产品研发与注册等进一步推行产品组合策略，预计至2021年新颖/创新型产品、差异化产品等产品组合对收入的贡献将分别达14%和19%，从而推动业务收入的增长。

### ③发展中国市场业务，创造新的业务增长点

根据Phillips McDougall的研究分析（2016年5月），中国作物保护市场自2010年的32.41亿美元增长至2015年53.65亿美元，年复合增长率达到10.61%，预计至2020年中国作物保护市场将达到67.54亿美元，年复合增长率达4.71%。根据标的公司的研究分析，中国农药市场是一个高度分散且渗透率较低的市场，其中单一公司市场份额不超过10%，而跨国公司合计业务规模仅占整体市场的23%左右，这将有利于ADAMA公司进入并迅速扩张自身的市场份额，同时享受市场高速增长的机遇。

标的公司于2011年10月被农化新加坡收购，从而成为中国农化的

控股子公司。随着中国农化整体农化板块的发展，目前ADAMA已与中国化工农化总公司成员企业逐渐形成了良好的业务合作，是目前唯一一家与中国的农化公司进行深度合作的全球性农药公司。此外，标的公司也在不断加强自身的业务能力，2016年ADAMA中国业务规模超过2000万美金，比2015年增长超过一倍。

市场方面，标的公司将中国市场进行了细分，并根据对各个地区市场的分析，有针对性地制定了市场的开展计划。预计在2016年底销售网络覆盖中国的19个省、自治区或直辖市，预计至2019年业务将基本覆盖中国所有的省、自治区或直辖市。

生产和研发设施方面，标的公司已在南京建立全球研发中心，便于引进国内外先进技术；标的公司正在江苏淮安建设制剂工厂，并拟在江苏淮安建设多用途合成工厂。随着上述项目的顺利投产，江苏省优越的地理位置，将使标的公司业务在各方面得到优化——全球供应链条的缩短、库存快速周转、客户服务的改善、减少现有的运输成本（现有路线主要通过以色列对外销售），从而进一步增加标的公司的竞争优势。

## 2. 行业的历史增长与周期发展情况

### （1）行业当前发展状况

由于较多国家分销商库存较高、美元的强势、主要商品作物价格的疲软、草甘膦价格疲软，以及尽管亚洲季风有所改善但厄尔尼诺现象仍然影响着多个国家，根据Phillips McDougall的估计（2017年3月），2016年全球作物保护（农药）市场规模达到499.20亿美元，同比下降2.5%。根据标的公司公布的2016年年报显示，2016年作物保护业务收入达28.77亿美元（ADAMA作物保护业务收入占总收入比例约94%），比2015年减少0.2%，超过全球平均增速约2.3个百分点。

对比2000年-2016年全球作物保护与ADAMA作物保护业务，ADAMA业务发展情况与全球作物保护业务发展趋势基本一致，除个别年份ADAMA业务增速较全球市场增速略低之外，ADAMA业务增速基本快于全球市场增速水平。具体如下图所示：

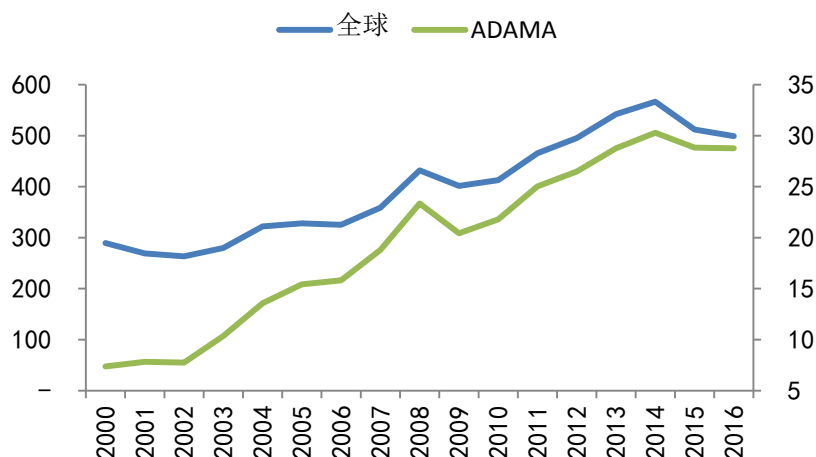


图4 2000-2016年全球市场与ADAMA作物保护业务规模对比

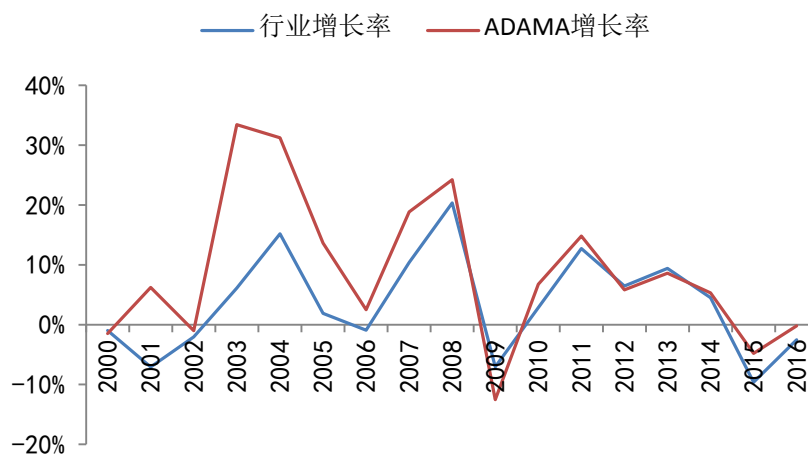


图5 2000-2016年全球市场与ADAMA作物保护业务增速对比

数据来源：The newsletter of PhillipsMcDougall – AgriService, ADAMA年报

## (2) 行业周期性分析

农药行业的周期性与农产品的价格较为相关，根据1992年以来的主要农作物产品价格走势与农药行业增长率对比来看，在农作物产品价格价格上涨阶段，农药行业增速一般会有所加快。详见下图：

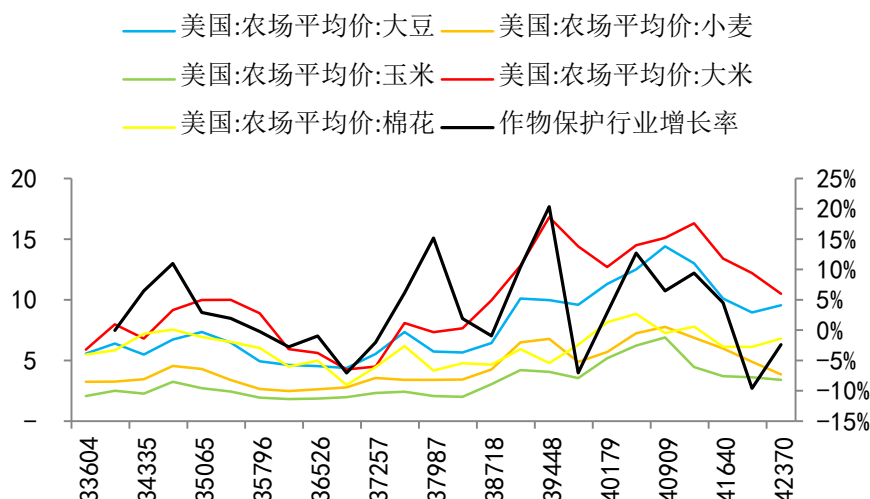


图6 1992年以来农作物价格与作物保护行业增长率

数据来源：美国农业部，PhillipsMcDougall

注：大豆、小麦、玉米平均价单位为“美元/蒲式耳”，大米平均价单位为“美元/英担”，棉花平均价为“美元/0.1磅”。

由于行业周期的研究一般需要对大量的历史数据进行分析，现有的关于行业周期的分析并不多。根据查询：

①Phillips McDougall在2015年8月的一份市场研究报告中，对常规作物保护市场的增长按照每10年进行了统计分析，统计分析结果如下表所示：

表4 1960年以来常规作物保护市场年增长情况

Period	Average Sales Growth % per annum	
	Real Terms	Nominal
1960-1969	+10.2	+12.3
1970-1979	+7.6	+15.9
1980-1989	+2.5	+5.9
1990-1999	+0.1	+2.5
2000-2009	-0.8	+6.2
2010-2014	+7.8	+8.2

②《山东农药信息》（2013年11期）中的一篇文章《农药行业周期性增长明显》中提到“有统计显示，农药需求周期一般在3年到5年左右，每两个“小年”后会出现一个‘大年’。”

③国内主要证券公司行业研究部门的研究认为行业在2015、2016

年处于萧条期，随着农产品价格企稳或反弹，预计2017年开始农药行业将逐步开始复苏。统计情况如下表所示：

表5 主要研究机构对农药行业的研究观点

序号	研究机构	时间	研究报告名称	观点
1	长城证券	2017年4月	从全球大型农药公司财报看国内农药行业投资机会	全球农药市场历经两年熊市，已现曙光：2016年，全球农用农药销售额为499.85亿元，同比下滑2.5%，但降幅较2015年的-8.5%大幅收窄。全球农药销售额已持续了两年负增长，但2016年下半年特别是四季度，全球前十大农药企业中，除杜邦和富美实以外，其他8家公司的收入同比变化已出现降幅收窄或由负转正，其中：先正达、巴斯夫、陶氏化学、安道曼和纽发姆的农药业务收入增速已实现正增长；拜耳和孟山都的农药业务收入降幅已大幅收窄。我们判断：全球农药市场在经历了2015年和2016年的持续萧条后，目前已开始触底回暖，行业已初现曙光。
2	Phillips McDougall	2017年3月	2017年作物保护市场展望	农作物产品价格对农业收入有重大影响，也因此影响作物保护产品的投入。2013和2014年玉米和大豆的大丰收以及2014年小麦的丰收，导致了作物库存的高涨和农产品价格的下降，从而影响2015-2016年农业的盈利能力。基于全球各地区的种植面积、库存、农产品价格等综合考量，预计全球市场将在2017年有积极增长，增速可能在1%~2%之间。
3	中信建投	2017年3月	农药行业深度：农药景气周期重启，细分农药标的起飞	一方面，原油价格与农产品价格历来有比较高的相关性，原油价格步入上涨通道，农产品价格大概率触底反弹：小麦、大麦、玉米、大米、花生的价格已近10年来的价格底部，未来大概率触底回升，而大豆、菜籽油、糖、棉花、橡胶等价格在近期回升，表明价格底部基本探明。国际农产品行情的好转，有助于对农药需求形成底部支撑；另一方面，全国农作物总播种面积的增长速度虽然持续下滑，但是2015年已经达到历史最高的166000千公顷，预计2016年有望达到167000千公顷，播种面积的持续增加表明农药的刚性需求比较稳定，底部安全边际构筑明显。
4	东北证券	2017年3月	基础化工周报：农药行业需求回暖，密切关注成长股反弹	出口需求回暖叠加补库存周期，推荐农药板块。2016年末以来，全球农产品价格逐步回暖，食品价格指数触底反弹。同时，跨国公司库存处于低位，将刺激2017年农药需求大幅回暖。
5	东北证券	2017年3月	农药复苏大势所趋，	农药行业大势上升，2017年全行业复苏可期。需求端的农产品价格以及全球食品价格指数均出现触底反弹

			细分品种 迎爆发拐 点	迹象，且国际农化巨头去库存阶段已基本结束，进入新一轮补库存周期。
6	兴业证券	2016年12月	布局三大 主线，迎接 农药行业 景气复苏	海外农化巨头去库存接近尾声，后续全球粮价有望底部向上，带动农药需求恢复增长。农药行业景气历经近两年多低迷之后，海外巨头去库存渐近尾声，行业需求引来恢复性增长。中长期视角来看，我们分析作物价格与农药行业经营变化高度相关，目前全球粮价处底部区域，后续在油价企稳向上、全球大豆及玉米供需格局改善背景下，粮价有望底部向上。

综上，从上述行业周期性分析来看，标的公司预测其自2017年开始作物保护业务收入增速逐渐恢复，与主要研究机构的观点基本一致。

### 3. 同行业可比公司对比分析

近两年农药市场低迷主要受到行业周期的影响，与前几大农药企业相比，近三年（2014年-2016年）ADAMA农药业务收入增长表现较好，增长率居行业前列，体现了其在行业中较为领先的市场地位和经营能力。具体如下：

表6 2014年-2016年全球主要农药企业作物保护收入及增长情况

单位：亿美元

序号	公司名称	2014年		2015年		2016年	
		收入规模	同比增长	收入规模	同比增长	收入规模	同比增长
1	Syngenta	118.47	3.80%	104.60	-11.71%	100.41	-4.01%
2	Bayer	111.42	6.95%	100.89	-9.45%	94.78	-6.06%
3	BASF	72.32	4.18%	64.59	-10.69%	61.67	-4.52%
4	Dow Agro Sciences	56.86	2.95%	49.28	-13.33%	46.36	-5.93%
5	Monsanto <sup>(1)</sup>	48.97	1.94%	43.29	-11.60%	34.96	-19.24%
6	DuPont	36.90	3.71%	30.11	-18.40%	28.74	-4.55%
7	ADAMA	30.29	5.32%	28.84	-4.79%	28.77	-0.24%
8	FMC <sup>(2)</sup>	34.00	4.71%	26.15	-23.09%	22.75	-13.00%
9	Nufarm <sup>(3)</sup>	23.22	1.09%	19.73	-15.03%	21.32	8.06%
10	Sumitomo Chemical	20.50	1.49%	18.43	-10.10%	-	-
11	Platform <sup>(4)</sup>	21.71	-	18.29	-15.75%	18.16	-0.72%
12	UPL <sup>(5)</sup>	17.55	9.21%	18.23	3.87%	-	-

注：（1）Monsanto 数据为截止当年 11 月末的 12 个月数据；（2）FMC 的数据包含其收购的 Cheminova；（3）Nufarm 数据为截止次年 1 月末的 12 个月数据；（4）Platform 数据包含其收购的 Arysta，其中 Platform 于 2014 年收购 Chemtura、Agriphar 以及 Arysta。根据 Phillips McDougall 的研究报告，仅能查询到 Arysta 的销售数据，数据显示 Arysta 于 2014 年实现收入约 15.99 亿美



元比 2013 年（销售金额达 15.01 亿美元）增长 6.5%；（5）由于 UPL 尚未公布完整版年报，根据 UPL2016 年度（截止 2017 年 3 月 31 日的 12 个月）财务数据，UPL 整个农化板块 2016 年实现收入 1,619.60 亿印度卢比（按 2017 年 3 月 31 日美元兑印度卢比折算，约 24.97 亿美元），同比增长 15.93%。

数据来源：Phillips McDougall，公司年报

从2016年可比公司的经营情况来看，除Monsanto作物保护业务进一步下滑外，其余公司业务下降幅度都有所收窄，部分公司（如Nufarm）甚至实现了正的增长，一定程度上证明了农药行业开始呈现企稳或复苏迹象。

#### 4. 标的公司主要产品市场份额情况

根据Phillips McDougall的统计以及ADAMA相关数据统计了2013年以来标的公司主要产品市场份额情况，如下表所示：

表7 2013年以来标的公司主要产品市场规模及份额情况

单位：百万美元

所属	产品分类	2013年	2014年	2015年	2016年
ADAMA	除草剂	1,593	1,618	1,539	1,513
	杀虫剂	712	762	690	724
	杀菌剂	572	649	655	640
	作物保护业务合计	<b>2,876</b>	<b>3,029</b>	<b>2,883</b>	<b>2,877</b>
全球	除草剂	23,689	24,135	21,644	-
	杀虫剂	14,907	16,147	14,330	-
	杀菌剂	13,986	14,674	13,713	-
	其他	1,626	1,699	1,523	-
	作物保护业务合计	<b>54,208</b>	<b>56,655</b>	<b>51,210</b>	<b>49,920</b>
市场份额	除草剂	6.72%	6.70%	7.11%	-
	杀虫剂	4.77%	4.72%	4.82%	-
	杀菌剂	4.09%	4.43%	4.77%	-
	作物保护业务合计	<b>5.31%</b>	<b>5.35%</b>	<b>5.63%</b>	<b>5.76%</b>

注：2013年、2014年全球除草剂、杀虫剂、杀菌剂及其他的市场规模依据 Phillips McDougall 统计的除草剂、杀虫剂、杀菌剂及其他占比计算得出；2016年全球按产品分类的数据尚未公布。

数据来源：Phillips McDougall，ADAMA年报

数据显示，2013年以来标的公司作物保护业务占全球总体市场份额逐年有所增加，具体到主要产品来看：标的公司的除草剂、杀虫剂的市场份额在2013-2014年基本稳定，2015年得到快速增长；杀菌剂

的市场份额在2013年-2015年逐年快速增加。由于2016年全球分产品类别的市场规模尚未公布，依据Phillips McDougall（2017年3月）对全球作物保护业务市场规模的估算，标的公司的作物保护业务市场份额进一步得到提高。

综上所述，标的公司结合其历史发展情况、对行业复苏的分析、对行业长期需求和发展趋势的判断以及未来自身业务增长的驱动因素等对标的公司未来业务收入进行预测，结合行业历史增长及周期发展情况、同行业可比公司近三年的发展情况、标的公司主要产品市场份额变动情况等，标的公司预测其未来业务随着行业的复苏、差异化产品策略和竞争优势的持续保持、中国业务的快速发展等因素而实现业务增长的逻辑具备合理性。

#### （八）结合企业业务发展、同行业可比公司等情况对预测期毛利率指标合理性的分析。

##### 1. 企业历史业务发展情况及预测情况

根据经审计的财务数据，近几年被评估企业的销售毛利率整体呈现逐年增长的态势。

表8 ADAMA2013年-2016年毛利指标

单位：万美元

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	准则
收入	307,942	322,467	306,715	307,395	中国会计准则
成本	210,775	218,926	207,837	203,260	
毛利率	31.55%	32.11%	32.24%	33.88%	
收入	307,636	322,130	306,387	307,017	国际会计准则
成本	210,828	219,599	209,428	203,686	
毛利率	31.47%	31.83%	31.65%	33.66%	

注：为保持与预测口径一致，加入国际准则下的历史数据进行对比。

根据ADAMA2016年年报披露，受益于销售量的强劲上涨、产品组合不断优化、供应差异化的增强以及生产和采购成本下降等方面的影响，2016年销售毛利率取得大幅提高。根据ADAMA国际会计准则

下的数据，2016年销售毛利率达到33.66%，比2015年同期增加2.01个百分点，且超过预期毛利率水平0.87个百分点。

（1）从行业发展来看，未来高效、低毒、低残留的农药产品将得到进一步快速发展

一方面，从环保角度来看，世界农药产品总的发展趋势是开发高活性、高安全性、高效益和环境友好的品种。随着各国环保要求的日益严格，新型低毒、高效农药的上市将陆续替代前期的高毒农药市场。另一方面，在全球人口的持续增加、不断增加的农作物需求，以及全球有限的农作物可种植面积的情况下，未来进一步催生对高效、低毒、低残留的农药产品的需求。而一般情况下，高效、低毒、低残留的农药产品具有高附加值、高毛利率等特点，从而对未来毛利率水平的基本稳定产生良好的作用。

（2）标的公司持续实施差异化产品策略，预计对未来年度的毛利将持续增加贡献

近年来，标的公司一直致力于进一步加强其产品组合，重点提供更多的高附加值的创新和差异化解决方案。这些创新和差异化的解决方案通常基于非专利分子或活性成分，特别是基于复杂分子或活性成分研制的配方和混合物，以及一些ADAMA利用专利注册或者其他知识产权保护自身研发的创新分子或活性成分。根据ADAMA的统计，其独特产品及创新型产品2012年仅占总体产品收入的15%，而进入到2016年该类产品占总体收入已达到23%左右；而差异化新产品对标的公司总体毛利的贡献从2012年的8%增加至2016年的36%，预计在差异化产品策略的驱动下，将进一步增加至2021年的63%。

（3）随着中国业务板块以及标的公司与中国农化旗下农化企业业务合作的不断发展，将对标的公司整体成本的降低产生良好的作用

标的公司于2011年10月被农化新加坡收购，从而成为中国农化的控股子公司。随着中国农化整体农化板块的发展，目前ADAMA已与中国化工农化总公司成员企业逐渐形成了良好的业务合作，是目前唯一一家与中国的农化公司进行深度合作的全球性农药公司。此外，标的公司也在不断加强自身的业务能力，2016年ADAMA中国业务规模超过2000万美金，比2015年增长超过一倍。

由于标的公司有一部分农药业务是在中国采购原药，大部分在以色列生产成制剂后在亚太地区销售，因此历史年度运输成本相对较高、且不利于市场竞争。在此情况下，ADAMA决定在中国投资建设生产工厂和制剂中心，并已开始建设，预计随着新制剂工厂在2019年投产后会有利于成本的节约、对顾客的服务以及灵活的市场调配。

随着上述项目的顺利投产，江苏省优越的地理位置，将使标的公司业务在各方面得到优化——全球供应链条的缩短、库存快速周转、客户服务的改善、减少现有的运输成本（现有路线主要通过以色列对外销售）。下图较为直观地反映了路线的优化过程：

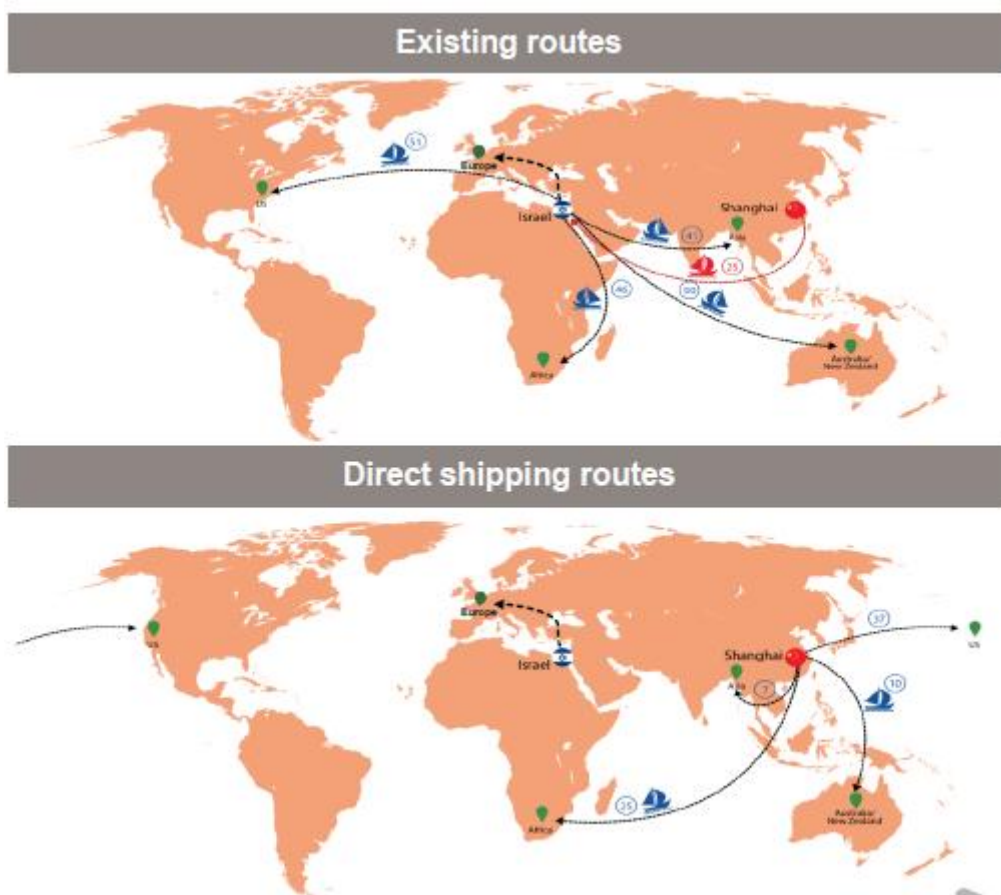


图7 ADAMA运输路线优化图

#### (4) 标的资产固定成本的规模化效应的发挥

根据标的公司的估算，目前标的公司整体的产能尚未完全释放，随着农药行业的复苏、标的公司业务的逐步发展，未来年度标的公司的产能利用率将逐步得到提升，从而产生资产的规模化效应，使得产品的单位固定成本得到降低。

综上，标的公司结合对未来行业发展的分析、企业发展状况、产品组合经营策略以及未来业务规划等方面对未来年度的营业成本进行预测，预测逻辑具备合理性。

#### 2. 结合同行业可比公司毛利率情况分析标的公司毛利率预测的合理性

根据国内外农药制剂类公司的具体情况，以及与标的公司的可比性，整理的可比公司及2013年-2016年毛利率指标如下表所示：

表9 可比公司毛利率水平

公司	2013年毛利率	2014年毛利率	2015年毛利率	2016年毛利率	报表日
Syngenta	45.63%	45.87%	47.49%	49.12%	12月31日
FMC	38.36%	37.16%	32.82%	36.55%	12月31日
Nufarm	27.37%	25.44%	26.19%	28.72%	7月31日
Platform	-	12.73%*	34.71%	40.22%	12月31日
龙灯化学	38.08%	39.43%	40.71%	42.54%	12月31日
Kumiai Chemical	22.29%	21.47%	21.67%	19.77%	10月31日
American Vanguard	44.81%	37.96%	37.66%	39.61%	12月31日
诺普信	40.86%	38.38%	40.67%	36.73%	12月31日
平均值	<b>36.77%</b>	<b>35.10%</b>	<b>35.24%</b>	<b>36.66%</b>	

数据来源：各公司年报

注：

(1) 由于 Syngenta、FMC、Nufarm、龙灯化学、Kumiai Chemical 等几家公司定期报告未披露区分除草剂、杀虫剂、杀菌剂的毛利率明细，及农化产品整体的毛利率情况，只能与其公司整体业务毛利率进行比较；

(2) 由于拜尔、巴斯夫、陶氏、孟山都、杜邦农药占比相对较小，因此未纳入统计；UPL、Rallis India 在成本费用核算上未区分营业成本和期间费用，因此未纳入统计；

(3) Platform 未披露分产品的毛利率明细，但披露了农化产品整体的毛利率情况，因此与其农化产品的整体毛利率进行比较。Platform 于 2015 年 2 月完成收购 Arysta 公司，从而使得当年农药业务达到 17.42 亿美元，占整体业务比例达 68.50%；2015 年 12 月收购特种化学品公司 Alent，使得 2016 年全年农药业务占比下滑至 50.64%。2015 年以前农药产品占比较小，数据不具可比性，已在计算 2014 年行业平均值时予以剔除；

(4) American Vanguard 对应数据为其农化产品毛利率；

(5) 诺普信对应数据为三大农药产品（杀虫剂、杀菌剂、除草剂）的毛利率；

(6) 龙灯化学、Kumiai Chemical、American Vanguard、诺普信等几家公司业务规模相对 ADAMA 较小，且不同于 ADAMA 的全球化经营，其业务范围主要集中在特定区域，如 American Vanguard 业务主要集中在北美，诺普信主要集中在中等。

从以上可比公司数据来看，行业历史年度销售毛利率水平整体保持稳定状态，稳中略有上升，标的公司毛利率水平与与同行业可比公司毛利率基本接近。结合可比公司销售毛利率状况，标的公司预测期的毛利率水平具备合理性。

### （九）结合可比交易案例对本次评估结论的合理性分析。

根据Bloomberg相关数据的整理，2010年至今农药市场主要的并购案例及相关情况如下表：

表10 近几年可比交易案例情况

单位：亿美元

序号	公布时间	收购方	标的资产	100%股权对价	企业价值(含净债务)	静态EV/EBITDA	动态EV/EBITDA	静态市盈率	动态市盈率
1	2010-10	中国化工集团公司	ADAMA 60%股权 <sup>(1)</sup>	24.00	32.73	13.39	12.68	35.66	115.38
2	2011-05	Coromandel	Sabero 73.22%股权 <sup>(2)</sup>	1.20	1.38	16.61	—	51.76	—
3	2014-04	Platform	Chemtura 100%股权	N/A	10.02	9.92	9.73	N/A	N/A
4	2014-08	Platform	Agriphar 100%股权	4.01	4.01	9.78	9.12	16.71	30.85
5	2014-10	Platform	Arysta Lifescience 100%股权	N/A	35.10	11.94	11.74	N/A	N/A
6	2014-09	FMC	Cheminova 100%股权 <sup>(3)</sup>	14.86	18.24	11.70	11.00	27.46	37.37
7	2016-02	中国化工集团公司	Syngenta 100%股权	432.20	463.12	16.69	16.93	26.53	28.62
8	2016-05	Bayer	Monsanto 100%股权	564.07	656.96	13.42	18.70	20.46	30.82
		<b>平均数</b>				<b>12.93</b>	<b>12.84</b>	<b>29.76</b>	<b>48.61</b>
		<b>沙隆达</b>	<b>ADAMA 100%股权</b>	<b>28.26</b>	<b>38.94</b>	<b>8.26</b>	<b>7.43</b>	<b>25.66</b>	<b>19.44</b>

数据来源：Bloomberg、公司年报、官方公告

注：(1)ADAMA 60%股权交易案例中的财务数据剔除了非经常性损益(相关数据摘自 ADAMA2010 年年报)；其中 2010 年净利润下降较大主要原因是 ADAMA 于 2010 年一次性计提减值约 1 亿美元引起。至 2011 年恢复正常，2011 年年归母净利润约为 1.21 亿美元；

(2) 根据 Bloomberg 数据，Sabero2011 财年（截止 2012 年 3 月 31 日）净利润、EBITDA 均为负数；

(3) Cheminova 100%股权交易案例中的交易规模根据 Auriga 公告的当地货币数据，以公布日的汇率美元兑丹麦克朗 1: 5.7492 计算；EV/EBITDA 指标为 Bloomberg 摘录的 FMC CFO(Paul W. Graves)的表述，其中静态 EV/EBITDA 为 EV/最近 12 个月 EBITDA 指标，动态 EV/EBITDA 基于交易双方对 2014 年 EBITDA 的估计值。

(4) 本次交易中 ADAMA 的动态市盈率为采用 2016 年实际净利润（剔除标的公司 2016 年四季度期权激励计划冲回的影响）进行计算。

根据上表数据统计，ADAMA的静态市盈率和动态市盈率均低于同行业收购案例的平均水平。根据搜集的相关案例情况来看，农药行业的并购一般会关注收购的EV/EBITDA指标，从上表来看，标的公司本次交易的EV/EBITDA倍数低于同行业收购案例的EV/EBITDA平均水平。

## 六、 复核结论

我公司已按照内部管理制度要求，对《湖北沙隆达股份有限公司拟收购以色列ADAMA Agricultural Solutions Ltd.股权项目资产评估报告》（中联评报字[2016]第1728号）履行了复核程序。经复核，在评估报告所设定的评估假设及披露的特别事项前提下，基于相应评估目的，评估人员履行了必要的核查程序，选择了适当的评估方法，评估报告的评估结论能够反映评估对象于评估基准日的市场价值。

相关评估人员不因为本次复核而转移应当承担的法律责任。



(此页无正文)

法定代表人:

资产评估师:

资产评估师:

复核召集人:

复核人员:

复核人员:

复核人员:

中联资产评估集团有限公司

二零一七年四月十三日