
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

2015年4月

声 明

一、中国国际金融有限公司（下称“中金公司”）作为广东温氏食品集团股份有限公司（下称“温氏集团”）换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司（下称“大华农”）暨关联交易中（下称“本次交易”）温氏集团的财务顾问及估值机构，在执行估值过程中，遵循了相关中国法律法规，恪守独立、客观和公正的原则；根据中金公司在估值工作过程中收集的资料，估值报告陈述的内容是客观的。

二、本报告仅为温氏集团董事会提供参考，分析本次吸收合并的估值是否合理、定价是否公允以及是否存在损害温氏集团及其股东利益的情形。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

三、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

四、就报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对交易双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对交易双方未来发展前景发表任何意见。

六、在形成本报告的过程中，并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，投资者应及时就其投资组合咨询其各自的股票经纪人、律师、会计师，税务顾问或其它专业顾问。

七、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的术语简称应具有《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（草案）》对该等术语所规定的含义。

第一章 背景情况介绍

一、交易双方概况

广东温氏食品集团股份有限公司（下称“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。

广东大华农动物保健品股份有限公司（下称“大华农”）是一家 A 股创业板上市公司，其 A 股于 2011 年 3 月于深交所上市。截至本报告出具日，大华农已于证券登记结算机构登记的发行总股数为 534,888,261 股。大华农的控股股东亦为温氏家族，于本报告出具日，温氏家族持有大华农约 22.50% 股权。大华农是农业部指定的高致病性禽流感疫苗、高致病性猪蓝耳病灭活疫苗、高致病性猪蓝耳病活疫苗定点生产企业，主营业务包括兽用生物制品、兽用药物制剂、饲料添加剂以及深海养殖等产品的研发、生产和销售。

本次交易双方具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《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（草案）》。

二、本次交易方案

温氏集团以换股吸收合并的方式吸收合并大华农，即，温氏集团向大华农全体股东发行 A 股股票，以取得该等股东持有的大华农全部股票；本次吸收合并后，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；温氏集团的股票（包括为本次吸收合并发行的 A 股股票）将申请在深交所创业板上市流通。

温氏集团的发行价格为 16.30 元/股（除息前）。大华农的换股价格为 13.33 元/股（除息前），系以本次吸收合并董事会决议公告前二十个交易日的交易均价 8.33 元/股为基础，给予大华农参与换股的股东 60%的溢价确定。由此确定的大华农和温氏集团的换股比例为 1：0.8178（除息前，换股比例按照四舍五入原则保留四位小数），即每 1 股大华农参与换股股份可换取 0.8178 股温氏集团本次发行的股份。若温氏集团、大华农在换股之前发生派息、送股、资本公积转增股本等除权除息事项，则上述发行价格或换股价格将做相应调整。除任何一方在换股之前发生除权除息事项，以及发生按照相关法律、法规或监管部门的要求须对发行价格或换股价格进行调整的情形外，换股比例在任何其他情形下均不作调整。

三、本次交易背景及目的

（一）实现温氏集团主业整体上市，打通上下游产业链

近年来，一批农业企业从原有的单一产业结构逐渐向集上游饲料及兽药生产、中游养殖、下游屠宰与加工为一体、实施全产业链经营的产业化模式转变，如新希望打造了猪禽养殖、饲料生产、食品加工等完整的产业链，正邦集团、天邦股份等近年开始进入商品肉猪饲养领域，完善产业链等。通过产业链的不断延伸和完善，整合多个生产环节，有效分散风险，实现一体化经营的产业集群效益已成为行业的发展趋势。

大华农主营的兽药业务属于温氏集团上游配套产业，近年来随着温氏集团养殖业务规模稳步增长，温氏集团与大华农之间的产业链整合的必要性也日益突出。本次吸收合并完成后，温氏集团的畜禽养殖及相关配套产业将实现整体上市，产业链将覆盖畜禽养殖、饲料生产、农牧设备、兽药研发及销售等产业链各主要环节。温氏集团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，实现各项业务的长期协同快速发展。

（二）规范公司内部治理，有效减少关联交易

本次吸收合并前，温氏集团与大华农的业务之间存在较为密切的关系，因此存在较多的经常性关联交易，主要为温氏集团向大华农采购畜禽养殖业务所需的兽用药物制剂、兽用生物制药及饲料添加剂等产品。报告期内，该等关联交易均依照相关法律法规和公司章程的规定，履行了相应的决策程序，交易价格公允。但随着温氏集团的业务发展和经营规模的扩大，该等关联交易的规模也在不断相应上升。

本次吸收合并完成后，大华农原有各项业务将纳入温氏集团的合并报表范围，与温氏集团之间的关联交易将得到有效解决，有利于进一步规范提高上市公司的独立性，保障上市公司主体及广大中小股东的利益。

（三）实现温氏集团各项业务整体上市，提高上市公司股东长远利益

本次吸收合并完成后，温氏集团将实现整体上市，直接进入资本市场。一方面，温氏集团的整体上市，将与大华农原有业务形成协同效应，有利于增强上市公司的核心竞争力和盈利能力，进一步提升上市公司的投资价值；另一方面，本次吸收合并有利于存续公司的各项业务重新进行资源配置、提高运营效率，使得上市公司未来能够获得更大的发展空间，从而有利于上市公司股东充

分分享整体上市后温氏集团依托我国畜禽养殖产业链良好的发展前景所带来的投资回报。

（四）建立融资平台，抓住行业机遇实现温氏集团快速发展

我国畜禽养殖业目前集中度仍然较低，肉类商品质量参差不齐，远不能满足消费者对食品安全的要求。建立规模化、专业化和一体化的大型龙头企业集团，把我国农业做大做强一直是国家政策重点支持和鼓励的发展方向。

温氏集团作为我国最大的肉鸡、肉猪养殖企业，同时也是大型现代农业服务型企业，其快速发展将有利于改善我国食品安全保障状况，也有利于解决我国“三农”问题。本次吸收合并完成后，温氏集团养殖业务及配套产业获得宝贵的上市平台，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。

四、报告目的

2015年4月23日，温氏集团第一届董事会第二十五次会议审议通过了本次交易具体方案及相关事宜、本次交易涉及的相关协议及信息披露文件，同意公司进行本次交易。本报告仅为温氏集团董事会提供参考，分析本次吸收合并的估值是否合理、定价是否公允以及是否存在损害公司及其股东利益的情形。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

五、报告基准日

本次交易首次董事会召开日为2015年4月23日。本报告所引用的市场价格数据截至2015年4月22日。

第二章 估值思路及方法选择

一、估值思路及方法选择

从并购交易的实践操作来看，一般可以通过可比公司法、现金流折现法、可比交易法等方法进行交易价格合理性分析。

可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数作为参考，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对本次交易定价进行分析。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立、利用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对相关公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行贴现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。

可比交易法是挑选与相关公司同行业、在估值前一段合适时期被投资、并购的公司，基于融资或并购交易的定价依据作为参考，从中获取有用的财务或非财务数据，据此评估相关公司，得到企业价值。

以上三种方法的优点、缺点以及适用性如下：

可比公司法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括趋势、业务风险、发展速度等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得。其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。

现金流折现法的优点在于，从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把合并后的经营战略、协同效应结合到模型中；可以处理大多数复杂的情况。其缺点在于，财务模型中变量较多、假设较多；估值主要基于关于未来假设且较敏感，由于行业处于高度竞争状态，波

动性较大，可能会影响预测的准确性；具体参数取值难以获得非常充分的依据。

可比交易法的优点在于，该方法以可比公司近期已完成的实际交易价格为基础，估值水平比较确定且容易获取。其缺点在于，如何根据相关公司最新经营情况选取适当的参数，从而对历史交易价格进行调整得出相关公司现时价值具有较高的不确定性。

本报告将结合本次交易的实际情况，从以上三种方法中选择合适的方法对本次交易定价的合理性予以考察和分析。

二、可比公司法分析

可比公司法，是指对公司价值进行分析时，重点关注并以具有相似业务的上市公司估值为基础以判断相关公司估值倍数的合理性。

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，因此本次交易的可比公司的选取范围为 A 股上市畜禽养殖企业。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 ^注	-	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 ^注	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 ^注	-	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 ^注	-	-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。

（一）可比公司市盈率情况

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	61.16	205.09
圣农发展	17.33	-0.05	0.08	-335.98	216.57
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	99.14	-75.22
中值	-	-	-	60.97	63.34
平均值	-	-	-	69.52	63.34

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

1、2012-2014 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：

(1) 取可比公司 2012 年度至 2014 年度平均市盈率中值（60.97 倍）作为参考，温氏集团股东全部权益价值为 1,185.31 亿元；

(2) 取可比公司 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。

2、2014 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 1,656.09 亿元；

在以市盈率作为参考估值指标时，温氏集团股东全部权益价值范围为 1,185.31 亿元至 1,656.09 亿元。

(二) 可比公司市净率情况

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
中值	-	-	5.12
平均值	-	-	5.47

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;

在以市净率作为参考估值指标时, 温氏集团股东全部权益价值范围为 745.03 亿元至 796.39 亿元。

(三) 可比公司市销率情况

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
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	-	-	-	3.36	3.10
平均值	-	-	-	4.20	4.09

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

1、2012-2014 年度, 温氏集团实现年均营业总收入为 350.60 亿元:

(1) 取可比公司 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;

(2) 取可比公司 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

2、2014 年度, 温氏集团实现营业收入 380.40 亿元:

(1) 根据可比公司 2014 年度市销率中值 (3.10 倍), 温氏集团股东全部权益价值为 1,101.52 亿元;

(2) 根据可比公司 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 1,453.32 亿元。

在以市销率作为参考估值指标时, 温氏集团股东全部权益价值范围为 1,101.52 亿元至 1,493.02 亿元。

(四) 可比公司企业价值倍数 (EV/EBITDA) 情况

证券简称	2015 年 4 月 23 日前 20 个交易日平均总市值 (亿元)	2014 年度息税折旧摊销前利润 (EBITDA) (亿元)	2014 年 12 月 31 日净负债 (亿元)	企业价值 (EV) (亿元)	EV/EBITDA (倍)
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	-	-	-	-
中值	-	-	-	-	26.98
均值	-	-	-	-	27.16

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 1,177.11 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 1,185.09 亿元。

在以企业价值倍数作为参考估值指标时, 温氏集团股东全部权益价值范围为 1,177.11 亿元至 1,185.09 亿元。

三、现金流折现法

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, 本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

四、可比交易法

(一) 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%。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。

1、2014 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;

2、2014年12月31日，圣农发展净资产为36.42亿元，温氏集团为150.94亿元，以净资产额倍数计算，温氏集团股东全部权益价值为圣农发展4.14倍，即温氏集团股东全部权益价值为566.36亿元；

3、2014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；

4、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。

（二）仙坛股份首次公开发行股票价格

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。

在分别采用市盈率、市净率、市销率以及企业价值倍数为基准的估值情况下，以市净率为基准时，温氏集团估值水平低于以其他三种指标为基准的估值水平。该情况主要是由于温氏集团采取“公司+农户（或家庭农场）”的生产模式进行畜禽养殖，与可比公司部分/全部采用自建基地集中养殖的模式存在一定差异，相对资产规模较小，杠杆率偏低所致。

相比于温氏集团，由于可比上市公司经营规模相对较小、产品类别相对单一，因此其抗风险能力较低。从可比交易情况来看，交易规模及涉及交易的标的公司规模也相对较小。2012年至2014年，可比上市公司受到行业波动性及突发事件影响，经营业绩波动较大，由此导致估值指标相对较高。

本次交易中主要以上述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，选择可比公司法以及可比交易法估值区间中的下限，作为温氏集团股东全部权益价

值的估值参考区间,即本次交易温氏集团股东全部权益价值区间为 512.56-745.03 亿元。

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;对应 2014 年基本每股收益的市盈率为 20.90 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归属于母公司股东净利润除以本次发行前总股本计算);对应 2014 年 12 月 31 日发行前归属母公司股东的每股净资产的市净率为 3.57 倍;对应本次发行前 2014 年度每股营业收入的市销率为 1.37 倍;对应发行前 2014 年度企业价值倍数为 13.66 倍;以上估值指标均低于可比上市公司参考值。

综上所述,本次交易中,温氏集团参考可比上市公司法及可比交易法的估值区间而确定的发行价格,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,并充分平衡本次交易双方广大股东的利益,估值合理、定价公允。

第三章 大华农换股价格合理性分析

一、大华农换股价格与历史交易价格比较

大华农本次换股价格为 13.33 元/股（除息前），较大华农本次交易首次董事会决议公告日前 20 个交易日股票交易均价 8.33 元/股溢价 60%。自本报告出具日至本次吸收合并完成前，若大华农发生派息、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项，则上述换股价格将相应调整。在其他情况下，大华农的换股价格不再进行调整。

如下表所示，本次换股价格较大华农停牌前最后一个交易日收盘价、前 5 个交易日的均价、前 20 个交易日均价、前 30 个交易日均价、前 120 个交易日均价及 100%换手率期间均价都有较大幅度的溢价：

项目	股票价格（元/股）	换股价格较历史股价溢价比例
停牌前 1 日收盘价	7.87	69.38%
前 5 日均价	7.83	70.22%
前 20 日均价	8.33	60.00%
前 30 日均价	8.40	58.67%
前 120 日均价	8.48	57.17%
100%换手率期间均价	8.57	55.52%

资料来源：万得资讯

注：均价的计算方法为计算期间大华农 A 股成交总金额除以成交总量

二、换股价格与可比公司估值水平比较

大华农于 2014 年 12 月 29 日起停牌。A 股市场兽药行业主要可比上市公司在 2014 年 12 月 26 日（即停牌前一交易日）股票收盘价及所对应市盈率如下表所示：

简称	2014年12月26日收盘价（元/股）	2014年度市盈率	2014年度市净率
天康生物	12.04	30.79	3.08
瑞普生物	9.82	25.15	2.37
中牧股份	16.44	29.97	2.73
金宇集团	35.91	40.92	8.01
中值	-	30.38	2.91
平均值	-	31.70	4.05

资料来源：万得资讯

大华农的换股价格为 13.33 元/股（除息前），对应大华农 2014 年基本每股收益（扣除非经常性损益前）的市盈率为 64.15 倍，高于 A 股可比上市公司估值水平的均值和中值；对应大华农 2014 年归属于母公司股东的每股净资产的市净率为 3.35 倍，高于除金宇集团外的其他 A 股可比上市公司。

三、换股溢价率充分考虑了创业板市场、可比上市公司的估值变化

2014 年 12 月 26 日至 2015 年 4 月 22 日期间，创业板市场、可比上市公司均有一定程度的涨幅。如下表所示，创业板指累计涨幅为 71.54%，可比上市公司股价累计涨幅的中值为 69.92%、平均值为 66.20%。本次交易中，大华农换股价格较 2014 年 12 月 26 日收盘价溢价 69.38%，主要是考虑了 2014 年 12 月 26 日至 2015 年 4 月 22 日期间资本市场的变化情况。因此，本次交易中所确定的大华农换股价格及换股溢价率较为合理、公允。

类别	公司名称	股票收盘价（元/股）/收盘指数		期间变动幅度
		2014年12月26日	2015年4月22日	
可比公司	天康生物	12.04	20.93	73.84%
	瑞普生物	9.82	17.54	78.62%
	中牧股份	16.44	24.06	46.35%
	金宇集团	35.91	59.61	66.00%

类别	公司名称	股票收盘价（元/股）/收盘指数		期间变动幅度
		2014年12月26日	2015年4月22日	
	中值	-	-	69.92%
	平均值	-	-	66.20%
指数	创业板指	1,536.08	2,634.93	71.54%

资料来源：万得资讯

四、换股溢价率高于近年来换股吸收合并交易的平均换股溢价率

2010年以来市场上主要换股吸收合并上市公司案例换股溢价情况如下：

交易名称	被合并方换股价格 （元/股）	被合并方停牌前 20 日交易均价	
		交易均价（元/股）	溢价率
广汽集团吸并广汽长丰	14.55	12.65	15.02%
中交股份吸并路桥建设	14.53	11.81	23.03%
金隅股份吸并太行水泥	10.80	10.09	7.05%
浙能电力吸并东南发电	0.779	0.55	41.21%
美的集团吸并美的电器	15.96	9.46	68.75%
申银万国吸并宏源证券	9.96	8.40	18.54%
中国医药吸并天方药业	6.39	6.39	0.00%
广州药业吸并白云山 A	11.55	11.55	0.00%
中值			16.78%
平均值			21.70%

资料来源：相关公告

由上表可见，近年来换股吸收合并案例中被合并方换股价格较被合并方股票停牌前 20 个交易日交易均价的溢价幅度中值和均值分别为 16.78% 和 21.70%。大华农本次换股价格为 13.33 元/股（除息前），较停牌前 20 个交易日的交易均价溢价 60%，但考虑到停牌期间资本市场环境的差别，高于类似换股吸收合并案例的平均溢价比例也是较为合理的。

综上所述，被合并方大华农换股价格的确定以停牌前的市场历史价格为基础，充分考虑了本次交易双方的估值水平、大华农可比公司的估值水平及变化、资本市场环境等多方面因素，符合相关市场惯例，定价公允、合理。

第四章 报告假设

一、一般假设

（一）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。

（二）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。

二、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、本报告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。

当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。

第五章 报告结论

一、报告结论

基于前述分析，本报告主要采用可比公司法并结合可比交易法，作为温氏集团估值参考，并对本次交易对价的合理性进行分析，认为本次交易的估值合理、定价公允，不存在损害温氏集团及其股东利益的情况。

二、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次合并价格是否合理，未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

本报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

未征得本机构同意并审阅相关内容，本报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

本机构在报告中发表的意见均基于截至 2015 年 4 月 22 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

本报告的使用有效期为 6 个月：自 2015 年 4 月 23 日至 2015 年 10 月 23 日使用有效。

（本页无正文，系《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》之签章页）

估值人员：

赵亮

郭允

黄小米

谢迪

中国国际金融有限公司

年 月 日