

安徽中联信资产评估有限责任公司关于深圳证券交易所《关于对合肥丰乐种业股份有限公司的重组问询函》的回复意见

致深圳证券交易所：

安徽中联信资产评估有限责任公司作为合肥丰乐种业股份有限公司（以下简称“公司”或“丰乐种业”）本次资产重组的资产评估公司，就贵所《关于对合肥丰乐种业股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函【2018】第 13 号）涉及的相关问题进行了认真核查，现将核查结果回复如下：

反馈问题二、关于标的资产评估作价

同路农业 100%股权的评估值为 29,023.76 万元，净资产账面值为 11,492.26 万元，增值率为 152.55%。请你公司结合标的公司的核心竞争力、市场发展情况、历史业绩与荃银高科已披露方案的业绩承诺对比以及评估主要参数与已披露方案评估参数对比等，详细说明本次评估作价的合理性。请独立财务顾问和评估机构核查并发表明确意见。

【回复】：

一、本次评估主要参数与荃银高科已披露方案评估参数对比分析

2016年4月30日，荃银高科公告了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案）》，北京中同华资产评估有限公司对标的资产进行了评估，并出具了中同华评报字[2016]第240号《资产评估报告》（以下简称“2016年评估报告”）。

2017年7月22日，荃银高科公告了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案）》，中铭国际资产评估（北京）有限责任公司对标的资产进行了评估，并出具了《资产评估报告书》（中铭评报字[2017]第9030号）（以下简称“2017年评估报告”）。

本次交易，安徽中联合国信资产评估有限责任公司对标的资产进行了评估，并出具了《资产评估报告书》（皖中联合国信评报字(2018)第178号）（以下简称“本次评估报告”）。

上文三次评估报告均以收益法为最终评估结论，收益法的评估模型基本相同，均是先计算出企业经营性资产价值，然后加上基准日存在的溢余或非经营性资产（负债）的价值、减去付息债务价值最终得出企业全部股权价值；其中本次交易较前两次交易需要扣除控股子公司全奥农业的少数股东权益价值。企业经营性资产价值，均采用企业自由现金流折现模型计算得出，企业自由现金流量均采用合并口径预测，折现率均采用加权平均资本成本（WACC）。

（一）三次交易评估报告收益法评估结论对比分析

单位：万元

项目	本次评估报告	2017年评估报告	2016年评估报告
----	--------	-----------	-----------

评估基准日	2017年12月31日	2017年3月31日	2015年12月31日
经营性资产价值(P)	27,873.91	28,958.42	23,131.21
溢余或非经营性资产(负债)价值(C)	2,145.21	343.74	1,636.94
付息债务(D)	480.00	480.00	480.00
子公司少数股东权益价值(M _e)	515.36	-	-
评估结论(E=P+C-D-M _e)	29,023.76	28,820.00	24,290.00

通过上表可知，本次评估报告结论较 2016 年评估报告结论增加 19.49%，主要原因系 2016 年评估报告评估基准日为 2015 年 12 月 31 日，本次评估报告评估基准日为 2017 年 12 月 31 日，相差两个会计年度，企业主营业务有了进一步的发展。

本次评估报告结论较 2017 年评估报告结论增加 203.76 万元，增幅 0.7%，无明显差异；本次评估结论较 2017 年评估报告增加的原因主要系本次评估报告评估基准日溢余资产较 2017 年评估报告评估基准日大幅增加，溢余性资产主要系理财产品。

本次评估报告经营性资产价值(P)的评估价值为 27,873.91 万元，较 2017 年评估报告经营性资产价值(P)的评估价值 28,958.42 万元减少 1,084.51 万元，减少比例为 3.75%，如果考虑子公司少数股东权益价值，则本次评估报告归属于同路农业母公司所有者的经营性资产价值(P)为 27,358.55 万元，较 2017 年评估报告同口径评估价值减少 1,599.87 万元，减少比例为 5.52%。

(二) 经营性资产价值(P) 主要评估参数对比分析

企业经营性资产价值均采用企业自由现金流折现模型计算得出，主要参数为企业自由现金流量、折现率及折现期限。三次评估报告折现期限基本相同，企业自由现金流量与折现率存在差异。

1、企业自由现金流量对比情况

单位：万元

本次评估报告	预测期					稳定期
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	
	991.31	1,665.36	2,629.36	3,353.81	4,139.35	4,202.35
2017年评估报告	预测期					稳定期
	2017	2018	2019	2020	2021	

	(4-12)						
	1,925.78	2,673.90	2,932.49	3,409.91	3,567.60	3,391.23	3,520.47
2016年评估报告(未扣除追加资本)	预测期					稳定期	
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年		
	2,119.56	2,600.57	2,982.00	3,083.50	3,071.34	2,887.85	

注：经查阅2016年交易方案及评估报告，均未披露各年企业自由现金流量，仅披露了未扣除追加资本前的现金流量。

企业自由现金流差异主要为销售收入、追加资本预测不同影响，同时本次评估报告预测期毛利率、销售净利率等指标也较为合理，具体分析如下：

(1) 预测期营业收入对比分析

本次评估报告	预测期					稳定期	
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年		
	9,669.05	11,998.70	14,092.20	15,709.70	15,822.20	15,822.20	
2017年评估报告	预测期						稳定期
	2017(4-12)	2018	2019	2020	2021	2022	
	7,764.65	11,071.92	12,535.47	12,834.92	12,940.37	13,006.62	13,006.62
2016年评估报告	预测期					稳定期	
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年		
	8,792.35	10,180.60	11,555.13	12,280.86	12,723.33	12,723.33	

本次评估预测期收入与较前两次评估有所增加，得益于同路农业玉米育种及品种审定取得了新的进展以及完善制种、加工及信息化、销售渠道建设。

(2) 预测期毛利率对比分析

本次评估报告	预测期					稳定期	
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年		
	47.79%	48.04%	48.76%	49.19%	48.74%	48.74%	
2017年评估报告	预测期						稳定期
	2017(4-12)	2018	2019	2020	2021	2022	
	47.98%	50.89%	52.78%	53.03%	53.02%	52.64%	52.64%
2016年评估报告	预测期					稳定期	
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年		

	49.45%	49.59%	48.87%	48.09%	47.01%	47.01%
--	--------	--------	--------	--------	--------	--------

通过上表可知，本次评估报告预测毛利率指标较 2017 年评估报告相比较为谨慎，与 2016 年评估报告大体相当。

(3) 预测期销售净利率对比分析

本次评估报告	预测期					稳定期	
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年		
	16.51%	19.99%	23.01%	24.00%	23.96%	23.96%	
2017 年评估报告	预测期						稳定期
	2017 (4-12)	2018	2019	2020	2021	2022	
	17.30%	21.24%	24.51%	24.51%	25.01%	24.89%	23.86%
2016 年评估报告	预测期					稳定期	
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年		
	17.96%	19.59%	20.60%	20.48%	20.04%	19.00%	

通过上表可知，本次评估报告预测销售净利率指标较 2017 年评估报告大体相当。

高于 2016 年评估报告主要原因系 2016 年评估报告评估基准日为 2015 年 12 月 31 日，本次评估报告评估基准日为 2017 年 12 月 31 日，相差两个会计年度，企业主营业务有了进一步的发展。

(4) 预测期追加资本对比分析

单位：万元

本次评估报告	预测期					稳定期	
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年		
	1,290.20	1,421.32	1,289.07	1,022.51	179.71	116.71	
2017 年评估报告	预测期						稳定期
	2017 (4-12)	2018	2019	2020	2021	2022	
	-68.10	376.00	825.11	385.68	206.40	290.34	161.10
2016 年评估报告	预测期					稳定期	
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年		
	未披露						

追加资本=资产更新+资本性支出+营运资金增加额；资产更新的预测根据固定资产和土地使用权重置全价结合资产的实际使用寿命，采用年金公式测算得

出；资本性支出的预测根据企业的投资计划需支付的品种权使用费、工程设备款等得出；营业资本增加额=本年末营运资本金额-上年末营运资本金额，鉴于玉米种子种植和销售具有很强的季节性，本次预测测算了历史年度每月度营运资本平均余额，并以营运资本平均余额占年度收入比例来预测未来各期营运资本需求金额。

标的公司追加资本的测算是以标的公司实际经营及财务状况为基础的，预测思路是合理的。综上，预测期内，本次评估报告与2017年评估报告相比追加资本更加谨慎。

(2) 折现率对比分析

参数名称	注释	本次评估报告	2017 年评估报告	2016 年评估报告
债权价值比例	E/(D+E)	1.60%	1.76%	2.43%
股权价值比例	D/(D+E)	98.40%	98.24%	97.57%
税率	t	0.00%	0.00%	0.00%
股权收益率	r _e	12.31%	12.18%	13.75%
债权收益率	r _d	5.65%	4.35%	4.35%
取定折现率	r	12.20%	12.04%	13.52%

注： $r=[r_e \times E/(D+E)]+[r_d \times (1-t) \times D/(D+E)]$

本次评估报告折现率高于 2017 年评估报告，主要系股权收益率及债权收益率均高于 2017 年度报告，本次评估报告折现率较为谨慎。

本次评估报告折现率低于 2016 年评估报告，主要原因系本次评估报告的股权收益率低于 2016 年评估报告的股权收益率。影响股权收益率的原因如下：2016 年评估报告评估基准日为 2015 年 12 月 31 日，本次评估报告评估基准日为 2017 年 12 月 31 日，时间间隔为 2 年，期间证券市场价格出现大幅波动，并且 2016 年、2017 年证券市场价格总体处于相对低位运行，受此影响本次评估报告的股权收益率较 2016 年评估报告有一定程度下降。

二、历史业绩与已披露方案的业绩承诺的对比及说明

同路农业 2016、2017 年扣非经常性损益后的归属于母公司所有者利润分别为 1,194.48 万元、1,000.39 万元；第一次交易方案的业绩承诺为同路农业 2016 年度、2017 年度、2018 年度扣非归母净利润分别不低于人民币 1,600 万元、2,000 万元、2,400 万元。第二次交易方案的业绩承诺为同路农业 2017 年度、2018 年

度、2019年度扣非归母净利润分别不低于人民币1,600万元、2,400万元、3,200万元。

前两次交易中的业绩承诺是建立在并购重组完成的基础上，但上述交易方案未获股东大会表决通过，同时近三年行业处于农业供给侧改革及产业政策调整期间，国家鼓励新品种研发创新，同路农业秉承稳健经营、持续发展的经营理念，坚持立足于长远，保持发展后劲，适时调整了经营战略，主动调减部分抗性、品质一般的品种产销量、有效避免高库存的市场风险，继续夯实研发、营销网络建设等工作，实现稳健发展，因此历史业绩未达到前次方案业绩承诺水平。

尽管同路农业历史业绩未达到前次方案业绩承诺水平，但品种研发方面取得了积极进展，面向全国营销网络也日趋完善，未来业绩增长拥有切实保障。

三、同路农业核心竞争力

（一）产品品质优良

同路农业主要从事农作物种子研发、生产、加工、推广与销售，属于农业部颁发的具备全国经营资质“育繁推一体化”种子企业，产品以杂交玉米种子为主，同时经营杂交油菜、小麦、花生、杂交水稻等农作物种子产品。同路农业研制的玉米杂交种子产量高、颗粒饱满、水分含量低、发芽率高，种植效果良好。同时，同路农业建立了完善的质量控制体系，有效保障了种子质量。

（二）发挥科研优势，促进品种研发

技术研发是种子企业发展的源动力，同路农业自成立以来，大力研究开发优良新品种，强化了品种科研优势。经过多年发展，同路农业吸引、聚集了一批在玉米、油菜等作物育种领域具有行业领先技术、经验丰富的科研人员，形成了稳定的创新型育种团队，开展科研育种研发。同路农业研发工作主要由同路农业研究所负责，研究所内部设绵阳、云南、长治、黎城4个课题组。绵阳课题组研发主要针对大西南区域七省一市适宜种植的品种，云南课题组研发主要针对热带亚热带地区适宜种植的品种，长治课题组研发主要针对东华北区域适宜种植的品种；黎城课题组主要研发主要针对黄淮海地区适宜种植的品种。此外，同路农业还在四川绵阳、山西长治、海南乐东等建立了研发育种基地。未来同路农业将加大科研投入，继续引进人才，在关键技术上取得创新和突破。

（三）产品销售网络覆盖较广

2014年至2017年，同路农业不断加强营销网络的建设。目前营销网络基本覆盖西南地区和北方地区。同路农业的种子销售主要由营销中心负责。依据全国主要农作物种植区域划分，按南北市场共设11个营销分中心及分公司，同路农业通过各区域营销分中心建立了全国主要玉米产区的销售网络，减少了流通环节，提高了营销服务质量。按照区域开发、重点市场深化服务、重点开发的经营思路，同路农业又成立了不同的销售团队，分产品线重点深度开发四川、山西、重庆、陕西、云南、湖南、广西、山东、河南、河北市场。充分发挥各自的地域和网络优势，加快品种推广销售和服务，提高市场占有率，确保重点市场的可持续发展。

（四）良好的产品品牌

得益于种子产品的优良品质和市场的精耕细作，同路农业在我国主要玉米种植区域逐步建立了稳定的营销网络和良好的品牌形象，“TLA”、“鼎盛”、“奥利”系列玉米杂交种以其高产、稳产、多抗、适应性广的特点深受广大农户的认可，品牌影响力不断增强，客户美誉度持续提高。

四、市场发展情况

根据《2017年度中国种业发展报告》，2016年度全部企业共实现种子销售收入752.07亿元，其中玉米种子市值约为278.50亿元，全国57家种子骨干企业销售收入为192.28亿元；隆平高科、荃银高科、登海种业、敦煌种业、丰乐种业、万向德农等6家国内种子行业的主要上市公司种子类销售收入占市场总收入比例为6.51%。目前我国种子企业总量较大，但行业集中度仍然较低。多数种子企业生产规模较小，研发能力不足。

同路农业通过多年的经营积累，具有独立的自主研发能力，品种储备丰富，营销网络健全，具备“育繁推一体化”经营能力，2016年度，同路农业被中国种子协会评价为57家中国种业信用骨干企业之一。

随着种子行业市场化进程的加快，主管部门也在不断鼓励种子企业并购重组，提高市场集中度，我国种业已进入重要的市场整合期，种子行业面临巨大的整合机会，众多规模较小、科研水平落后的企业将逐步退出市场，具备育繁推一体化经营能力的企业将成为市场的主流。

综上，同路农业具有较强的核心竞争力、产品品质优良，较强的研发优势，品种储备较为丰富，玉米种子经营发展情况良好，行业进入整合期，国家鼓励新

品种研发创新；前次重组方案取消后，同路农业适时调整经营战略，避免现有产品的高库存市场风险，继续夯实研发、营销网络建设等工作，实现稳健发展，从而导致历史业绩与已披露的业绩承诺存在一定差异。对比已披露方案的主要评估参数，本次交易方案的评估折现期限基本相同，折现率差异较小，自由现金流量存在一定差异，主要影响因素为营业收入、以及追加资本。综合考虑以上因素，本次评估作价具有合理性。

五、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为，综合考虑同路农业的核心竞争力、市场发展情况，前次重组方案取消后，同路农业调整经营战略，对比分析已披露方案的主要评估参数，本次评估作价具有合理性。

（此页无正文，为《安徽中联合国信资产评估有限责任公司关于深圳交易所《关于对合肥丰乐种业股份有限公司的重组问询函回复意见》之签章页。

安徽中联合国信资产评估有限责任公司

2018年5月29日