

中水致远资产评估有限公司关于深圳证券交易所
《关于对绍兴贝斯美化工股份有限公司的重组问询函》
之专项核查意见

深圳证券交易所创业板公司管理部：

中水致远资产评估有限公司（以下简称“中水致远”或“评估机构”）接受绍兴贝斯美化工股份有限公司（以下简称“上市公司”或“贝斯美”）委托，担任贝斯美重大资产重组的评估机构。贝斯美于 2023 年 10 月 20 日披露了《重组报告书（草案）》，并于 2023 年 10 月 31 日收到贵部下发的《关于对绍兴贝斯美化工股份有限公司的重组问询函》（创业板非许可类重组问询函[2023]第 9 号）（以下简称“《问询函》”），对问询函中所涉及评估机构的有关问题进行了认真分析与核查，现就有关事项发表核查意见。

如无特别说明，本核查意见中所述的词语或简称与《重组报告书（草案）》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。本回复中任何表格中若出现总数与表格所列数值总和不符，如无特殊说明则均为采用四舍五入而致。

问题 7.《报告书》显示，2021 年、2022 年、2023 年 1-6 月标的公司净利润分别为 4,894.58 万元、5,299.09 万元、2,476.24 万元，各期末净资产分别为 3,695.64 万元、8,342.81 万元、3,457.39 万元。2022 年 12 月，你公司收购捷力克 20% 股权以 2021 年 12 月 31 日作为评估基准日，收益法、资产基础法评估值分别为 42,600 万元、19,691.29 万元。本次收购捷力克 80% 股权以 2023 年 6 月 30 日作为评估基准日，收益法、市场法评估值分别为 43,500 万元、44,100 万元。本次交易作价以收益法评估值为依据，增值率 1,182.31%，捷力克 80% 股权作价 34,800 万元。

（1）请说明前次收购选用资产基础法评估、本次收购在选用评估方法时认为捷力克不适宜采用资产基础法评估而选用市场法评估，选用的评估方法存在

差异的原因及主要考虑。

(2) 请说明标的公司 2023 年 6 月末净资产较年初下降的具体原因，并结合报告期经营情况、资产负债状况变动情况以及两次评估的收益法评估假设、营业收入、毛利率、折现率等主要评估参数的取值依据及差异对比分析等，说明本次评估较前次收购 20% 股权评估作价的差异原因，前次评估的预期营业收入及毛利率等关键指标是否与实际情况存在较大差异，两次交易的交易作价是否公允合理。

(3) 本次交易中市场法评估选取扬农化工、先达股份、润丰股份 3 家上市公司作为可比公司，3 家公司收入规模、盈利能力与标的公司均存在明显差异，请结合标的公司与 3 家可比公司的业务结构及规模、经营模式、出口贸易销售业务金额及占比等对比情况详细说明可比公司选取的依据及合理性，说明本次交易市场法评估中各指标比较修正的具体选取计算依据、计算过程及修正比率的合理性，并结合标的资产经营业务特点、市场可比案例情况、评估指标修正情况等补充说明本次交易采用市场法评估的合理性。

(4) 请结合标的公司所属行业 2023 年上半年的发展特点、产业政策、标的公司生产经营以及同行业公司对比情况等补充说明 2023 年上半年业绩出现下滑的原因，相关因素是否将持续产生不利影响及应对措施，是否在评估结果中予以考量，如是，请量化说明具体影响，并结合历史业绩情况说明本次交易收益法评估中预测收入增长率的测算依据及合理性。

(5) 请详细披露有关预测期标的公司成本费用明细构成，并结合历史成本构成情况，分析说明收益法评估中预测期成本、费用关键评估参数的测算依据及合理性。

(6) 本次收益法评估风险系数 β 的确定选取扬农化工、润丰股份、先达股份、中旗股份等 9 家农药行业上市公司作为可比公司，请补充说明同行业可比公司选择的具体依据、选取标准和方法，结合所选取的可比公司主营业务、业务规模等说明与标的公司是否具有可比性，结合折现率各项参数的选取、计算过程以及可比公司选取的适当性等进一步说明本次评估折现率取值的合理性。

(7) 本次交易收益法评估过程中，标的公司溢余资产以及非经营性资产账面值为 17,426.70 万元、评估值为 17,921.68 万元，非经营性负债 7,602.89 万元。请补充披露标的公司溢余资产和非经营性资产、负债的区分方式、区分过程、确认依据及合理性，结合标的公司现有货币资金用途及未来支出安排，说明 16,763.05 万元溢余货币资金的测算依据、过程以及纳入溢余资产评估的合理性，进一步说明溢余资产占比较大对标的公司持续盈利能力的影响。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

【回复】

一、请说明前次收购选用资产基础法评估、本次收购在选用评估方法时认为捷力克不适宜采用资产基础法评估而选用市场法评估，选用的评估方法存在差异的原因及主要考虑

(一) 两次交易评估的具体情况

项目	资产评估报告出具时间	交易对方及事由	评估基准日	评估机构	评估方法	评估结果(万元)	最终采用的评估方法
前次评估	2022年12月	贝斯美拟收购捷力克20%股权	2021年12月31日	中水致远	收益法	42,600.00	收益法
					资产基础法	19,691.29	
本次评估	2023年10月	贝斯美拟收购捷力克80%股权	2023年6月30日	中水致远	收益法	43,500.00	收益法
					市场法	44,100.00	

1、前次收购捷力克 20%股权涉及的资产评估情况

2022年12月，中水致远对标的公司股权进行评估，并出具了《资产评估报告》（中水致远评报字[2022]第020522号）。该次评估以2021年12月31日为基准日，采用收益法评估的捷力克股东全部权益价值为42,600.00万元，采用资产基础法评估的捷力克股东全部权益价值为19,691.29万元。最终采用收益法为评估结论，捷力克股东全部权益价值评估值为42,600.00万元。

2、本次拟收购捷力克 80%股权涉及的资产评估情况

2023年10月，中水致远对标的公司股权进行评估，并出具了《资产评估报

告》（中水致远评报字[2023]第 020512 号）。本次评估以 2023 年 6 月 30 日为基准日，采用收益法评估的捷力克股东全部权益价值为 43,500.00 万元，采用市场法评估的捷力克股东全部权益价值为 44,100.00 万元。最终采用收益法为评估结论，捷力克股东全部权益价值评估值为 43,500.00 万元。

（二）两次评估选择的评估方法存在差异的原因及合理性

前次评估使用收益法及资产基础法，本次交易评估使用收益法和市场法，最终均采用收益法为评估结论，差异在于资产基础法和市场法的应用，考虑的具体原因如下：

1、前次评估中，交易双方系首次进行股权合作，考虑到便于更为系统的清查标的公司合并范围内实际的资产、负债明细及对应价值情况，有助于交易双方就交易条款、交易价格进行商议，因此选择资产基础法作为第二种评估方法，作为资产核实的参考依据，但是最终按照收益法作为评估结论；

2、本次评估使用市场法和收益法，主要考虑到两种评估方法均需要更好地反映企业的股权价值，捷力克所属行业为批发和零售业中的农药批发行业，具有“轻资产”特点，收益法和市场法更有利于反映公司的商业模式、服务平台、管理能力、经营资质等的真实价值。同时，在本次交易出具上市公司备考财务报表时，已由评估机构针对可辨认净资产公允价值出具相应的评估报告，作为确认合并报表可辨认净资产的基础。

综上所述，前次评估选择资产基础法作为第二种评估方法主要是作为对标的公司进行可辨认净资产核实的参考依据，本次交易中，已在编制备考报表时针对可辨认净资产公允价值进行评估，本次交易选择市场法作为第二种评估方法主要考虑到市场法更能反映标的公司的企业整体价值。两次评估最终均采用收益法为评估结论，并为股权交易提供价格参考，两次评估方法的差异具备合理性，不会对最终评估结果和本次交易定价公允性产生影响。

二、请说明标的公司 2023 年 6 月末净资产较年初下降的具体原因，并结合报告期经营情况、资产负债状况变动情况以及两次评估的收益法评估假设、营业收入、毛利率、折现率等主要评估参数的取值依据及差异对比分析等，说明本次

评估较前次收购 20%股权评估作价的差异原因，前次评估的预期营业收入及毛利率等关键指标是否与实际情况存在较大差异，两次交易的交易作价是否公允合理

（一）标的公司 2023 年 6 月末净资产较年初下降的具体原因

1、净资产较年初下降的原因

2022 年末及 2023 年 6 月末，标的公司（合并口径）净资产金额如下表所示：

单位：万元

项目	2023 年 6 月 30 日	2022 年 12 月 31 日
所有者权益合计	3,457.39	8,342.81
所有者权益合计变动	-4,885.42	

标的公司 2023 年 6 月末净资产较年初下降主要系股东分红。2023 年上半年，标的公司召开股东会，决定分红 7,300 万元，各股东按照持股比例及持股期间享有对应分红金额，标的公司计提了 7,300 万元分红款，由此降低了标的公司权益金额，导致标的公司 2023 年 6 月末净资产较年初下降。

2、标的公司利润分配的合理性

（1）标的公司滚存未分配利润及账面现金良好，具备分红基础

随着标的公司累计利润的增长，账面也形成了一定溢余资金。标的公司股东希望能够在不影响公司正常经营的前提下进行现金分红，获得合理回报。本次分红决议前月末，标的公司账面未分配利润约 11,795 万元，货币资金约 36,170 万元。分红前标的公司的滚存未分配利润及账面现金良好，分配的金额均未超过账面未分配利润，分红资金来源主要为账面溢余资金，具备分红的实施基础。

（2）公司业务模式特点决定

标的公司在现有业务模式下，产生运营资金缺口的可能性较低，也无大额固定资产投资需要，预期将持续产生稳定现金流，因此在保障公司业务正常经营以及登记证投入资金的前提下，安排上述分红。

综上，标的公司分红前盈利及营运能力良好，在不影响标的公司未来正常的生产经营活动需求情况下，将账面部分溢余资金进行分配，有利于降低本次股权

收购的交易价格，不存在损害标的公司及收购方利益的情况。

（二）本次评估较前次收购 20% 股权评估作价的差异原因

1、报告期经营情况、资产负债状况变动情况

报告期内，标的公司经营情况、资产负债状况如下表所示：

单位：万元

项目	2023 年 6 月 30 日/ 2023 年 1-6 月	2022 年 12 月 31 日/ 2022 年度	2021 年 12 月 31 日/ 2021 年度
资产总计	43,009.00	47,511.16	45,816.82
负债合计	39,551.62	39,168.36	42,121.18
所有者权益合计	3,457.39	8,342.81	3,695.64
资产负债率	91.96%	82.44%	91.93%
营业收入	38,741.57	114,934.87	114,916.35
扣除非经常性损益后归属于 母公司所有者的净利润	2,261.13	5,107.79	4,856.40

报告期各期末，标的公司净资产分别为 3,695.64 万元、8,342.81 万元和 3,457.39 万元，2022 年末净资产较高系标的公司经营利润留存增加。2023 年 6 月末净资产减少系标的公司计提了 7,300.00 万元分红款。

报告期内，标的公司资产负债率较高，分别为 91.93%、82.44% 和 91.96%。系标的公司为农药国际贸易企业，无需自建工厂开展生产加工，固定资产投资需求较低，公司对资本投入需求较低，公司负债主要是经营性负债，导致标的公司资产负债率水平较高，与自身业务模式一致。

标的公司 2021 年及 2022 年营业收入保持稳定，2023 年 1-6 月营业收入出现下滑，下滑主要系受农药市场波动影响；扣非归母净利润分别为 4,856.40 万元、5,107.79 万元和 2,261.13 万元。

2、两次评估的收益法评估假设、营业收入、毛利率、折现率等主要评估参数的取值依据及差异对比分析

（1）评估假设一致

两次评估假设按照国家有关法律法规和规定执行，遵循了市场通用的惯例或

准则，符合评估对象的实际情况。两次评估假设一致，具体如下：

一般假设	特殊假设
<p>1、交易假设：假定所有待评估资产已经处在交易过程中，资产评估专业人员根据待评估资产的交易条件等模拟市场进行估价；</p> <p>2、公开市场假设：公开市场假设是对资产拟进入的市场的条件以及资产在这样的市场条件下接受何种影响的一种假定。公开市场是指充分发达与完善的市场条件，是指一个有自愿的买方和卖方的竞争性市场，在这个市场上，买方和卖方的地位平等，都有获取足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易都是在自愿的、理智的、非强制性或不受限制的条件下进行；</p> <p>3、资产持续使用假设：持续使用假设是对资产拟进入市场的条件以及资产在这样的市场条件下的资产状态的一种假定。首先被评估资产正处于使用状态，其次假定处于使用状态的资产还将继续使用下去。在持续使用假设条件下，没有考虑资产用途转换或者最佳利用条件，其评估结论的使用范围受到限制；</p> <p>4、企业持续经营假设：被评估单位的生产经营业务可以按其现状持续经营下去，并在可预见的经营期内，其经营状况不发生重大变化。</p>	<p>1、本次评估假设评估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。无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响；</p> <p>2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、汇率、税率等政策无重大变化；</p> <p>3、企业未来的经营管理班子尽职，并继续保持现有的经营管理模式；</p> <p>4、假设公司农药境外登记证和农药经营许可证等各项业务相关资质在有效期到期后能顺利通过有关部门的审批，行业资质持续有；</p> <p>5、假设被评估单位完全遵守国家所有相关的法律法规，符合国家的产业政策，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项；</p> <p>6、假设评估基准日后被评估单位采用的会计政策和编写本评估报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；</p> <p>7、假设评估基准日后被评估单位在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前保持一致；</p> <p>8、假设未来企业保持现有的信用政策不变，不会遇到重大的款项回收问题；</p> <p>9、假设评估基准日后被评估单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出；</p> <p>10、被评估单位已签订的合同可如期进行；</p> <p>11、假设被评估单位提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整。</p>

(2) 营业收入的取值依据及差异对比分析

两次收益法对于营业收入的预测均依据标的公司历史经营情况、未来发展规划，并结合当时时点行业发展状况等相关因素制订的未来5年销售规划。两次评估对未来收入预测的口径一致。两次评估收入差异对比如下：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年以及永续期
前次评估	118,803.18	120,746.79	124,238.99	127,966.78	129,126.92	129,126.92	129,126.92
本次评估	-	79,652.16	103,290.33	113,150.22	120,183.64	126,769.78	132,370.75
差异额	-	-41,094.63	-20,948.66	-14,816.56	-8,943.28	-2,357.14	3,243.83

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年以及永续期
差异率	-	-34.03%	-16.86%	-11.58%	-6.93%	-1.83%	2.51%

注：评估列示的营业收入仅为主营业务收入，不对其他业务收入进行评估预测；本次基准日中2023年收入=2023年1-6月经审计的主营业务收入+2023年7-12月预测营业收入，下同。

根据上表列示，前次评估与本次评估营业收入的差异较大年度主要为2023年至2025年度，差异系评估基准日时点市场变动所致，具体原因如下：

前次评估基准日为2021年12月31日，评估预测期间为2022年-2026年，2027年开始为永续期，2021年第四季度开始农药原药价格持续攀升，自2022年第三季度以来，出现阶段性供过于求，致使农药价格开始持续回落。前次评估时农药市场的销售收入尚未出现较大幅度波动，因此，按照小幅增长的情况对标的公司2022年-2026年的营业收入进行预测，永续期营业收入保持不变，同时，对毛利率按照11.30%-11.39%左右的水平进行谨慎预测。

2023年上半年，全球农药高位库存仍未明显消化，相关农药产品价格继续下跌，受整体市场环境的影响，公司2023年上半年营业收入出现下滑。本次评估基准日为2023年6月30日，评估预测期为2023年下半年以及2024-2028年，2029年开始为永续期，本次评估结合2023年上半年的实际情况，充分考虑收入端本轮周期调整的影响，2023年收入预测与前次评估相比下调34.03%，其后差异逐步收敛，2026年差异率仅为-6.93%，2027年仅为-1.83%，2028年及永续期差异率为2.51%。

综上所述，2023-2025年收入预测差异主要为农药行业市场波动所致，非标的公司持续盈利能力和经营情况的恶化，考虑到2023年下半年市场开始出现企稳的迹象，因此本次评估与前次评估的差异逐年降低，两次评估永续期营业收入差异较小，具有合理性。

（3）毛利率的取值依据及差异对比分析

两次评估对于未来年度营业成本预测根据标的公司历史经营情况、未来发展规划以及在行业内所处的地位、竞争优势、价格走势及市场需求等因素综合分析的基础上确定的。

由于标的公司主要从事农药的出口贸易销售业务，营业成本为农药采购成本以及物流成本。故两次评估对标的公司成本按照同一口径进行分类预测。两次评估毛利率差异对比如下：

预测期	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年以及永续期
前次评估	11.39%	11.37%	11.30%	11.30%	11.33%	11.33%	11.33%
本次评估	-	13.81%	11.35%	11.34%	11.34%	11.32%	11.30%
差异	-	2.44%	0.05%	0.04%	0.01%	-0.01%	-0.03%

注：评估不对其他业务收入和成本进行预测，因此列示的毛利率为主营业务毛利率，下同。

前次评估时，在参考标的公司 2021 年度主营业务毛利率 11.25%的基础上，按照 11.30%-11.39%左右的毛利率水平进行预测。

本次评估时，2023 年度的毛利率高于前次评估，差异为 2.44%，主要由于 2023 年上半年标的公司主营业务毛利率较高，为 16.39%，而本次评估对 2023 年 7-12 月的预测毛利率为 11.37%，与前次评估对 2023 年的毛利率预测一致，两次评估毛利率差异极小，2024 年-2028 年，本次评估毛利率为 11.30%-11.35%之间，毛利率与前次评估基本一致，具有合理性。

(4) 折现率的取值依据及差异对比分析

两次评估的折现率根据企业资本的加权平均资本成本（WACC）计算所得，两次折现率取值依据及差异如下表：

折现率主要参数	前次评估 2021.12.31	本次评估 2023.6.30	取数依据
一、权益资本成本（CAPM）	14.70%	14.50%	$K_e = R_f + MRP \times \beta_L + R_c$
付息债务和权益比（D/E）	11.78%	7.15%	均选取同行业上市公司截至基准日两年一期平均资本结构
无财务杠杆 β 系数	0.7855	0.8158	均选取同行业上市公司距离基准日 3 年，以“周”为计算周期的 beta 数据
有财务杠杆 β 系数	0.8549	0.8596	$\beta_L = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_U$
无风险报酬率	3.80%	3.59%	取评估基准日剩余期限 10 年期以上国债的到期收益率
市场风险溢价	6.95%	6.90%	市场投资报酬率以上海证券交易所和深圳证券交易所沪深 300 收盘价为基准，计算年化收益率平均值，再减去评

折现率主要参数	前次评估 2021.12.31	本次评估 2023.6.30	取数依据
			估基准日剩余期限 10 年期以上国债的到期收益率计算出市场风险溢价。
个别风险调整系数	5.00%	5.00%	综合考虑社会风险、业务经营、资产规模和公司治理结构等个别风险，企业特定风险调整系数 $\alpha=5.00\%$ 。
所得税率	25%	25%	标的公司所得税率
二、付息债务资本成本	4.65%	4.20%	根据全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR），选取五年期以上银行贷款市场报价利率
三、加权平均资本成本（WACC）	13.50%	13.70%	$WACC=K_e \times E/(D+E)+K_d \times D/(D+E) \times (1-T)$

两次收益法评估中选取的折现率方法一致，取值依据一致，但受评估基准日不同的影响，无风险收益率、股票市场的风险波动、同行业上市公司资本结构、 β 值、LPR 利率均存在不同程度的变动，综合导致本次交易折现率整体略高于上次交易的折现率，具有合理性。

综上所述，本次评估较前次收购 20% 股权评估作价的差异较小，本次评估较上次评估增值 900.00 万元，增值 2.11%，系两次评估时点市场和经营状况发生变化所致，具备合理性。

（三）前次评估的预期营业收入及毛利率等关键指标与实际情况不存在较大差异

前次评估的预期营业收入及毛利率等关键指标与实际情况不存在较大差异。中水致远以 2021 年 12 月 31 日为基准日进行了收益法预测。前次评估的预测营业收入及毛利率等关键指标的实现情况如下表所示：

单位：万元

项目	2022 年预测数据	2022 年实际经营数据	完成率
营业收入	118,803.18	114,849.20	96.67%
毛利率	11.39%	13.52%	118.70%
净利润	4,480.30	5,107.79	114.01%

注：评估预测的营业收入及毛利率不包含其他业务收入和成本金额或影响额；为保持口径一致，2022 年实际经营数据分别为主营业务收入、主营业务毛利率和扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润，下同。

根据上表所示，2022 年标的公司实际净利润略超过前次评估收益法预测数据，关键指标不存在重大差异。

（四）两次交易的交易作价是否公允合理

两次交易作价均以评估值为基础确定。前次收购标的公司 20% 股权的全部股东权益作价为 42,500 万元，购买的标的公司 20% 股权支付的交易对价为 8,500 万元；本次拟购买标的公司 80% 股权的全部股东权益作价为 43,500 万元，拟购买的标的公司 80% 股权需支付的交易对价为 34,800 万元。历次评估结果与交易作价差异较小，具体情况如下：

项目	评估基准日	评估方法	评估结果 (万元)	最终采用的 评估方法	全部股东权益 交易作价 (万元)
前次评估	2021 年 12 月 31 日	收益法	42,600.00	收益法	42,500.00
		资产基础法	19,691.29		
本次评估	2023 年 6 月 30 日	收益法	43,500.00	收益法	43,500.00
		市场法	44,100.00		

同时，标的公司两次评估的基准日 PE 均低于近期可比交易案例，与近期可比交易案例不存在较大异常情况，评估结论公允，对比情况如下：

上市公司 证券代码	标的公司 简称	评估基准日	基准日账 面归母净 资产(万 元)	基准日前 一整年度 账面净利 润(万元)	股东全部权 益价值评估 结论(万元)	基准日 PE(市盈 率)
新安股份 600596.SH	星宇化学	2020 年 9 月 30 日	13,119.80	2,644.55	23,832.00	9.01
安道麦 A 000553.SZ	上海迪拜	2020 年 5 月 31 日	2,944.35	2,268.54	66,300.00	29.23
新安股份 600596.SH	华洋化工	2020 年 3 月 31 日	17,288.37	8,136.80	77,330.00	9.50
扬农化工 600486.SH	宝叶化工	2018 年 7 月 31 日	4,215.54	866.35	13,201.98	15.24
江山股份 600389.SH	利民农化	2018 年 12 月 31 日	7,141.60	3,492.57	32,130.00	9.20
平均数						14.44
中位数						9.50

上市公司 证券代码	标的公司 简称	评估基准日	基准日账 面归母净 资产（万 元）	基准日前 一整年度 账面净利 润（万元）	股东全部权 益价值评估 结论(万元)	基准日 PE（市盈 率）
贝斯美 300796.SZ	捷力克	2021年 12月31日	3,747.83	4,856.40	42,600.00	8.77
贝斯美 300796.SZ	捷力克	2023年 6月30日	3,392.32	5,107.79	43,500.00	8.52

综上所述，两次交易的交易作价均以评估值为基础确定，定价具备公允性。

三、本次交易中市场法评估选取扬农化工、先达股份、润丰股份 3 家上市公司作为可比公司，3 家公司收入规模、盈利能力与标的公司均存在明显差异，请结合标的公司与 3 家可比公司的业务结构及规模、经营模式、出口贸易销售业务金额及占比等对比情况详细说明可比公司选取的依据及合理性，说明本次交易市场法评估中各指标比较修正的具体选取计算依据、计算过程及修正比率的合理性，并结合标的资产经营业务特点、市场可比案例情况、评估指标修正情况等补充说明本次交易采用市场法评估的合理性

（一）可比公司选取的依据及合理性

1、可比公司选取标准

市场法作为一种相对估值法，可比公司是否具备可比性是市场法能否合理估计股权价值的前提。可比企业应当与被评估单位受相同经济因素的影响。选择可比公司的基本逻辑是力求现金流、成长潜力和风险水平方面的相似性，可以从行业因素、规模因素、成长预期、经营风险等角度考虑和分析比较。

本次市场法评估可比上市公司选择标准如下：①可比公司近年为盈利公司；②可比公司至少有两年上市历史；③可比公司只发行人民币普通股（A股）；④可比公司其主营业务包含农药的出口贸易销售业务；⑤可比公司与被评估单位经营业绩相似。

2、可比上市公司确认过程

（1）进行第一次筛选，根据同花顺行业分类，选择基础化工-化学制品-农药行业以及批发与零售-批发业-农药批发行业所有上市公司 32 家；

(2) 在第一次筛选出的公司基础上进行第二次筛选，按照上述选择标准，对于近年处于亏损状态、上市时间过短、同时在 A 股以外上市的上市公司进行剔除，筛选后剩余上市公司 27 家；

(3) 本次评估对境外收入占比低于 50%、公开披露信息中贸易占比较低、主营产品结构与标的公司有差异的上市公司进行剔除，剔除后剩余上市公司 4 家；

(4) 由于标的公司海外农药登记证为核心资产，本次评估对于 4 家公司逐个查询业务结构及规模、海外收入金额及占比、海外登记证情况等单独分析可比性如下：

单位：亿元、%

证券代码 /证券名称	首发上市 日期	主营业务收 入（2022年）	国外收 入 （2022 年）	国外收入 占比 （2022 年）	带息债务 / 股权价值 （2023/6/30）	经营模式	是否可比及剔除 理由
301035.SZ 润丰股份	2021-07-28	144.60	141.62	97.94	3.37	自主登记业务与传统出口贸易模式结合	可比，公开资料披露持有 4000 多项海外登记证，贸易收入占比 30%左右
603086.SH 先达股份	2017-05-11	31.26	22.21	71.06	6.21	自营出口和间接出口两种模式结合	可比，公开资料披露持有海外登记证
600486.SH 扬农化工	2002-04-25	158.11	103.40	65.40	2.98	出口产品主要采取自营出口模式	可比，公开资料披露持有海外登记证
002391.SZ 长青股份	2010-04-16	42.44	27.55	64.92	41.69	产品出口分为自营出口和通过中间商间接出口两种形式	公开资料未见披露是否持有海外登记证，不可比

本次评估以农药行业上市公司为基础，选择主营业务结构中海外收入占比高于 65% 的公司，在此基础上考虑海外登记证规模、业务规模的适当性，市场法可比公司预计受相同经济因素的影响，本次评估可比公司的选取过程符合行业惯例，具有合理性。

(二) 本次交易市场法评估中各指标比较修正的具体选取计算依据、计算过程及修正比率的合理性

1、价值比率修正依据充分、合理

本次评估人员对标的公司进行了尽职调查，了解标的公司所属行业与市场、产品与业务、历史年度资产、负债及经营业绩等。采用上市公司比较法，选取农药行业可比公司，分析可比上市公司的业务结构、经营模式等，计算价值比率。在上述分析的基础上，对价值比率进行调整修正，修正依据充分，具有合理性。

2、价值比率修正基础分析客观、合理

采用市场法中的上市公司比较法对股权价值进行评估，是用可比公司的单位现金流对应的其企业价值或股权价值的比率，来换算目标公司的企业价值或股权价值的，即用可比公司某价值比率乘以目标公司对应的现金流。由于可比公司和目标公司可能存在所处的宏观经济条件、交易条件、行业状况的变化不同，同时其竞争能力、技术水平、地理位置、交易的时间也不完全相同，这些因素对所计算价值比率均有影响，故必须分析可比公司与目标公司之间的上述差异，调整各可比公司价值比率后，方可用做目标公司的价值比率。

由于可比公司及目标公司属于相同行业，其经营的业务相近，所处的宏观经济条件、行业状况的变化基本一致，企业的竞争能力和技术水平已反映在各种价值比率之中。其交易条件的差异可通过上市公司与非上市公司之间的流通性折扣率进行调整。所有的财务数据及交易数据均采用评估基准日最近的数据，时间因素不需调整。再通过3个可比公司，将其价值比率采用一定的统计方法进行分析，尽量消除可比公司之间及可比公司与目标公司之间的诸如所经营的具体业务、会计估计细微方面、企业管理水平、客户资源质量等个体差异。

除考虑上述差异对价值比率的影响因素外，还应考虑各可比公司及目标公司的规模不同形成的公司特有风险因素对价值比率的影响。

可比公司的股权价值是在二级市场公开交易形成的，但是每股盈利相同或相近的股票，在成交价上是往往有很大的差异，究其原因一方面和流通的股本的大小直接关系，另一方面与投资者对上市公司预期增长率不同有重大影响。一个公司的发展史可分为开创期、成长期、成熟期和衰退期。对于成长期上市公司，投资者会有较高的预期增长率，在现时的每股盈利相同或相近的情况下，往往会给一个较高的成交价格。故还应考虑可比公司在二级市场上股票的相对流通性及预期增长率不同，对价值比率的影响。

综上，本次评估考虑调整可比公司与目标公司的风险因素、预期增长修正差异对价值比率的影响。

3、计算过程及修正比率

(1) 价值比率口径及计算方式

本次评估采用相同的口径及计算方式对可比公司的各项指标进行测算。2023年1-6月半年报年化计算各参数结果如下：

序号	价值类型	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		扬农化工	先达股份	润丰股份
1	EV/EBITDA	9.42	17.27	13.29
2	EV/EBIT	11.87	35.80	15.83
3	EV/NOIAT	10.70	18.62	15.20
4	(δ) =NOIAT/EBIT	1.11	1.92	1.04
5	(λ) =NOIAT/EBITDA	0.88	0.93	0.87

注：价值比率=企业整体价值÷对应口径的价值参数

(2) 价值比率的修正

本次评估采用相同的口径及计算方式对可比公司的价值比率进行修正，具体修正过程如下：

1) NOIAT 比率乘数修正

序号	可比公司名称	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		扬农化工	先达股份	润丰股份
a	可比公司折现率 (WACC)	12.70%	13.90%	12.50%
b	目标公司折现率 (WACC)	13.70%	13.70%	13.70%
c	NOIAT 价值比率修正前	10.70	18.62	15.20
d	风险因素修正 (b-a)	1.00%	-0.20%	1.20%
e	可比公司增长率	7.70%	16.40%	8.40%
f	目标公司增长率	7.40%	7.40%	7.40%
g	增长率修正 (e-f)	0.30%	9.00%	1.00%
h	价值比率修正后价值比率修正后 (ABS (1/ (1/c+d+g)))	9.39	7.06	11.39

注：ABS 指取绝对值，下同。

2) EBIT 比率乘数修正

序号	可比公司名称	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		扬农化工	先达股份	润丰股份
a	NOIAT/EBIT(δ)	1.1098	1.9221	1.0414
b	可比公司折现率 (WACC)	11.44%	7.23%	12.00%
c	目标公司折现率 (WACC)	12.34%	7.13%	13.16%
d	风险因素修正 (c-b)	0.90%	-0.10%	1.15%
e	可比公司增长率	10.00%	24.90%	9.10%
f	目标公司增长率	7.50%	7.50%	7.50%
g	增长率修正 (e-f)	2.50%	17.40%	1.60%
h	EBIT 价值比率修正前	11.87	35.80	15.83
i	价值比率修正后 (ABS (1/ (1/h+d+g)))	8.46	4.98	11.03

3) EBITDA 比率乘数修正

序号	可比公司名称	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		扬农化工	先达股份	润丰股份
a	NOIAT/EBITDA (λ)	0.8809	0.9276	0.8741
b	可比公司折现率 (WACC)	14.42%	14.98%	14.30%
c	目标公司折现率 (WACC)	15.55%	14.77%	15.67%
d	风险因素修正 (c-b)	1.14%	-0.22%	1.37%
e	可比公司增长率	8.00%	17.30%	8.50%
f	目标公司增长率	7.50%	7.50%	7.50%
g	增长率修正 (e-f)	0.50%	9.80%	1.00%
h	EBITDA 价值比率修正前	9.42	17.27	13.29
i	价值比率修正后 (ABS (1/ (1/h+d+g)))	8.17	6.50	10.10

4) 经修正后各比率乘数

考虑到标的公司与可比公司主营业务的相似度，其他可比公司价值比率分别考虑权重为 1/4、1/4、2/4 进行计算，计算如下：

可比公司名称	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
--------	--------	--------	--------

	扬农化工	先达股份	润丰股份
NOIAT 价值比率修正后	9.39	7.06	11.39
权重	1/4	1/4	1/2
NOIAT 价值比率确定	9.81		
EBIT 价值比率修正后	8.46	4.98	11.03
权重	1/4	1/4	1/2
EBIT 价值比率确定	8.86		
EBITDA 价值比率修正后	8.17	6.50	10.10
权重	1/4	1/4	1/2
EBITDA 价值比率确定	8.72		

综上，本次评估价值比率修正依据充分合理、修正基础分析客观、价值比率口径以及计算方式一致，根据可比公司与标的公司的差异对价值比率进行修正具备合理性。

（三）本次采用市场法评估的合理性

1、标的资产经营业务特点

标的公司主营业务为农药的国际贸易。标的公司主要产品为农药原药及制剂，包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列，均为中国大规模生产的农药品种，能有效防止病虫害。标的公司综合目标市场需求、自身技术能力等因素，选取部分国家及部分产品进行农药产品自主登记，与传统的出口模式形成互补。在境外销售中，标的公司采用农药产品传统出口模式与农药自主登记模式相结合的销售模式。标的资产经营业务主要受到农药行业需求变动、周期波动、国际贸易环境等因素的影响，目前国内资本市场的公开资料中可以找到受到上述经济因素影响的、可比较的上市公司，因此具备使用市场法的必要前提，本次评估适宜采用市场法中的上市公司比较法。

2、市场可比案例情况

经核查，同行业内采用市场法评估的可比案例情况如下：

序号	可比案例	上市公司	标的公司所属行业	评估基准日	评估方法	定价方法
1	浙江华通医药股份	浙农股份	化肥批发	2019/12/31	收益法、市场法	收益法

序号	可比案例	上市公司	标的公司所属行业	评估基准日	评估方法	定价方法
	有限公司拟进行重大资产重组涉及的浙农集团股份有限公司股东全部权益价值项目	002758.SZ	(F5166)			
2	云南云天化股份有限公司拟转让股权涉及吉林云天化农业发展有限公司35.77%股东权益价值	云天化股份 600096.SH	其他肥料制造 (C2629)	2020/2/29	收益法、市场法	收益法
3	安道麦股份有限公司拟收购业务整合后的上海迪拜植保有限公司股权项目	安道麦 000553.SZ	其他化工产品批发 (F5169)	2020/5/31	收益法、市场法	收益法

经分析，同行业采取收益法、市场法评估的相关案例较多，采用市场法评估具有一定合理性。

3、评估指标修正情况

根据前文所述，本次评估价值比率修正依据充分合理、修正基础分析客观、价值比率口径以及计算方式一致，根据可比公司与标的公司的差异对价值比率进行修正具备合理性。

综上，结合标的资产经营业务特点、市场可比案例情况、评估指标修正情况等分析，本次交易采用市场法评估具备合理性。

四、请结合标的公司所属行业 2023 年上半年的发展特点、产业政策、标的公司生产经营以及同行业公司对比情况等补充说明 2023 年上半年业绩出现下滑的原因，相关因素是否将持续产生不利影响及应对措施，是否在评估结果中予以考量，如是，请量化说明具体影响，并结合历史业绩情况说明本次交易收益法评估中预测收入增长率的测算依据及合理性

(一) 2023 年上半年业绩出现下滑的原因

1、2023 年上半年业绩情况

单位：万元

项目	2023年1-6月			2022年1-6月
	金额	变动额	变动率	金额
主营业务收入	38,712.69	-23,072.60	-37.34%	61,785.29
主营业务成本	32,367.06	-18,875.72	-36.84%	51,242.78
主营业务毛利	6,345.63	-4,196.88	-39.81%	10,542.51
主营业务毛利率	16.39%	-0.67%	-3.93%	17.06%

注：标的公司2022年中报的营业收入及毛利率数据未经审计。

2022年1-6月及2023年1-6月，标的公司实现的主营业务收入分别为61,785.29万元、38,712.69万元，毛利率分别为17.06%、16.39%，收入较去年同期下降37.34%，主营业务毛利较去年同期下降39.81%，毛利率较去年同期下降0.67个百分点。

2、2023年上半年业绩变动原因

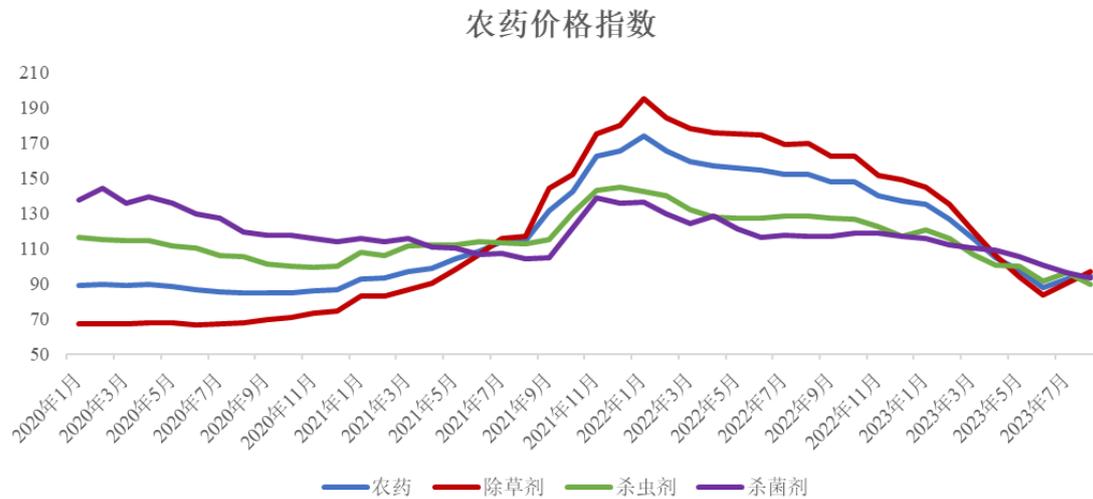
(1) 农药市场发展特点及产业政策变动情况

2021年下半年开始，全球主要农药生产国停工现象增多，海外订单需求转入国内，农药需求旺盛；同时，在“双碳目标”推动下，各地降碳减排、能耗双控和限电限产政策频出，能源供应紧张，农药基础原材料价格大幅上涨；多因素叠加导致农药产品供不应求，尤其是2021年第四季度开始原药价格持续攀升，在2021年末及2022年初达到此轮周期价格高点。2022年开始，随着新增产能的释放，农药产品价格开始逐步回落。2022年第三季度以来，全球农药库存处于高位，出现阶段性供过于求，致使农药价格开始持续回落。但是2022年全年来看，农药行业价格及景气度整体高于2021年全年，如：润丰股份2022年全年营业收入同比增长47.60%，扣非归母净利润同比增长77.65%，2022年的增长主要来源于上半年的表现。

2023年上半年，全球农药高位库存仍未明显消化，相关农药产品价格继续下跌，受整体市场环境影响，国内农药生产商利润出现大幅下滑，润丰股份上半年营业收入同比下滑35.16%，江山化工2023年半年度营业收入同比下滑48.91%。受到行业整体景气下滑及库存周期影响，标的公司销售数量及销售价格均出现下滑，2023年上半年营业收入同比下滑37.34%，毛利额同比下滑39.81%，标的公司2023年上半年毛利率同比变动不大，主要系采购价格和销售价格均下跌所致。

(2) 标的公司产品销售及结构变动

从产品类别看，标的公司产品主要包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂三类，除草剂为公司的主导产品，占公司主营业务的比重约为 50%-60%；2023 年 1-6 月，标的公司除草剂产品的收入下降幅度大于其他产品，系除草剂为农药行业中应用最广泛的产品，受市场供需、原材料价格波动影响大于其他农药品类，导致除草剂价格涨跌幅均高于杀虫剂和杀菌剂，最终影响标的公司的除草剂产品经营情况。但从 2023 年 6 月开始，农药去库存逐渐处于尾声，除草剂等部分产品指数有所回暖，价格指数出现企稳迹象。农药产品指数变动如下图所示：



数据来源：中国农药工业协会

从区域构成来看，标的公司主要销售区域为南美洲与亚洲，报告期各期合计营收占比超过 60%，其中亚洲主要销售国家为印度尼西亚、土耳其、孟加拉，2023 年 1-6 月亚洲区域销售收入占比为 42.62%，其中印度尼西亚收入占比有所下降，土耳其有所上升，整体比例与以前年度相比未发生重大变化。2023 年 1-6 月，南美洲销售收入比例有所下降，主要原因系不同区域季节性差异及终端市场库存备货偏高，阿根廷、秘鲁、乌拉圭等主要南半球农药销售国家上半年未进入农药销售旺季，使得南美洲销售收入占比较低。公司销售市场区域构成与全球农药主要消费区域基本一致。

(3) 标的公司的业绩波动情况与上市农药企业基本一致

2023 年 1-6 月，受全球农药市场下行影响，A 股上市农药企业业绩均出现了

一定程度的下滑，具体情况如下：

单位：万元

项目	营业收入		
	2023年1-6月	2022年1-6月	变动率
润丰股份	504,350.27	777,857.50	-35.16%
兴发集团	1,360,969.88	1,729,926.97	-21.33%
扬农化工	706,656.46	956,528.38	-26.12%
江山股份	267,253.32	523,064.67	-48.91%
标的公司	38,741.57	61,785.29	-37.30%

综上所述，标的公司 2023 年上半年业绩同比下滑主要由受宏观经济环境及市场供需变化影响，与上市农药企业的变化趋势一致。

（二）相关因素是否将持续产生不利影响及应对措施

1、相关因素将持续产生不利影响的可能性分析

标的公司 2023 年 1-6 月营业收入及毛利较上年同期有所下滑，系受宏观经济环境及市场供需变化影响，农药价格指数在 2023 年 6 月触底后，7 月与 8 月已出现连续两月环比上涨，农药市场有回暖迹象，长期来看，随着全球人口的增长和各国对粮食的重视，国际粮价有底层价格支撑，农药需求韧劲十足，全球农药市场长期发展的趋势仍然向好。随着我国农业转型升级和相关支持政策文件的出台，农药行业需求结构和竞争格局也在发生变化，对高效、低毒、低残留、环保型的农药产品的需求增加，对农药行业的扶持和引导作用也在加大。

综上所述，相关因素为行业普遍情况，随着农药去库存的完成，农药行业将逐步回暖，行业需求将进一步恢复，相关因素持续产生不利影响的可能性较低。

2、标的公司应对行业风险的措施

（1）根据市场变化情况及时调整采购价格

标的公司主要采取“以销定采”的采购模式，当目标市场农药价格波动较大且预计持续较长时间，标的公司会根据市场价格、合理利润水平等因素，保持与上游供应商的持续沟通顺畅与询价报价，标的公司与上游供应商的多年合作为标的公司应对市场价格变化提供了便利，有利于标的公司在市场动荡期间维持一定

的利润空间。

(2) 广泛的供应商采购渠道

标的公司已与国内众多知名农药生产企业建立了紧密的合作关系，如广信股份、江山股份、红太阳等国内大型农药生产企业均为标的公司报告期内重要农药原药及制剂供应商，形成了较为稳固的农药采购渠道。标的公司可根据农药市场的需求变化情况在上游产品供应体系中进行筛选，达到对市场价格和需求变动快速反应的目标，保障标的公司的盈利能力。

(3) 逐步开展终端市场销售业务

截至目前标的公司已在加纳、秘鲁开展小规模终端销售业务，下沉销售渠道，提升公司出口毛利率。根据标的公司经营战略规划，未来公司将进一步开拓海外零售市场，发挥公司自主登记证优势，逐步推进更多地区终端业务落地实施，有效降低渠道库存周期的影响，进一步提升公司盈利能力。

(4) 持续加大全球营销网络建设

全球营销网络的构建是农药国际贸易企业发展的根基和核心优势，包括销售模式的选择、海外登记证的获取、渠道管理和维护、市场推广和品牌建设等多个方面。公司将坚持发挥自主登记模式的优势，加大对海外市场的登记布局和渠道建设，建立兼具深度与广度的全球营销网络。

(5) 根据市场变动情况进行库存管理

标的公司为农药贸易企业，库存金额较小，存货变动风险较低。为保证销售稳定及市场行情变化，在极端行情的情况下，标的公司将根据市场变化选择保有策略性库存以应对潜在风险，保证标的公司合理收益。

综上，标的公司通过广泛的供应商采购渠道、灵活的采购政策、加大全球营销网络建设、逐步开展终端市场销售业务以及库存管理等措施，及时应对相关风险。同时，标的公司通过加强对行业市场的信息收集和分析，积极关注相关国家和市场的政策动态，进一步降低市场风险。

（三）相关因素的影响已在评估结果中予以考量

1、营业收入预测依据及合理性

本次评估对于未来年度营业收入预测根据捷力克历史经营情况、未来发展规划以及在行业内所处的地位、竞争优势、行业发展特点、产业政策、价格走势及市场需求等因素综合分析的基础上确定的。本次针对标的公司预测期内的营业收入增长情况如下表所示：

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及永续期
营业收入	79,652.16	103,290.33	113,150.22	120,183.64	126,769.78	132,370.75
增长率	-30.65%	29.63%	9.55%	6.22%	5.48%	4.42%

注：2023年为公司1-6月经审计财务数据与预测数据之和。

报告期内，标的公司主营业务收入分别为114,871.59万元、114,849.20万元和38,712.69万元，2021年及2022年主营业务收入保持稳定，2023年1-6月主营业务收入同比下降37.30%。

农药行业从长期来看需求端相对稳定增长，供给端受到环保趋严的影响，整体扩张也谨慎有序，农药行业一般情况下不存在较大幅度的波动，但是2021年下半年至今出现了大幅度的上涨及下滑，主要是受到供应链扰动的影响，2021年下半年开始的停工、能耗双控、能源供应紧张等导致了农药产品供不应求、价格大幅上涨，进一步又助推了海外市场增加库存，2022年随着供给端的恢复，农药价格下滑，2022年第三季度以来，全球农药库存处于高位，出现阶段性供过于求，致使农药价格开始持续回落。

2023年下半年，随着全球农药库存逐步消化，行业景气度开始出现回暖迹象。农药行业渠道经过一定时间的去库存，农药价格指数已回归到本轮周期初始水平，农药下游需求有望筑底反弹，本轮供应链扰动导致的供需失衡将有效缓解，农药市场将恢复到正常状态。

基于上述背景，预测期内，评估机构预测的标的公司营业收入增长率分别为-30.65%、29.63%、9.55%、6.22%、5.48%和4.42%。预测的标的公司营业收入增长率变动考虑的影响因素如下所示：

(1) 2023 年受全球农药市场景气度影响，预测标的公司 2023 年全年实现营业收入 79,652.16 万元，较 2022 年下降 30.65%，2023 年上半年，可比公司润丰股份营业收入同比下滑 35.16%，2023 年预测净利润下降符合市场实际情况；

(2) 2024 年营业收入预测较 2023 年增长将近 30%，主要原因为 2023 年下半年，随着全球农药库存逐步消化，行业景气度开始出现回暖迹象。农药行业渠道经过一定时间的去库存，农药价格指数已回归到本轮周期初始水平，农药下游需求有望筑底反弹，本轮供应链扰动导致的供需失衡将有效缓解，农药市场将开始恢复到正常状态。标的公司依托农药登记证维持核心壁垒，伴随未来去库存结束和需求回暖，预计 2024 年及 2025 年公司业绩逐步回归到正常水平。

标的公司预计 2024 年全年实现营业收入 103,290.33 万元，虽然相较于 2023 年增长 29.60%，但主要原因为 2023 年农药市场整体低靡，预计营收基数较低。预计 2025 年全年实现营业收入 113,150.22 万元，较 2024 年增长 9.55%，主要因为 2025 年预计市场需求继续恢复，综上，农药市场供求在正常市场情况下相对稳定，2024 年、2025 年预计营收水平逐渐恢复至正常水平，但预计值仍然低于 2021 年、2022 年水平，本次评估营业收入预测谨慎，具有一定的合理性。

(3) 预计 2026 年开始，标的公司营业收入超过 2021 年及 2022 年的水平，但增长率逐年下降，主要考虑到 2024-2025 年度市场已回归正常水平。在过去 20 年里，种植玉米、小麦、水稻和其他农作物的耕地增长了超过 100 万平方公里的土地，全球耕地增加了 9%，比 FAO 估计的“可耕种土地”增长 2.6%这一数字高出数倍，然而随着全球人口数量超过 80 亿，人均作物面积减少了 10%，耕地面积的增加和人均耕地面积的减少将推动未来农药市场的需求上升。根据美国咨询机构 Grand View Research 的预测，2023-2030 年间全球农药市场销售额仍将保持年均 5.6%的增长速度。因此，以全球农药市场销售额预期增长率为中枢，预测 2026 年营收增长率为 6.22%，2027 年营收增长率为 5.48%，2028 年营收增长率为 4.42%，永续期增长率为 0。整体来看，评估机构预测的营业收入复合增长率为 2.39%（2022 年-2028 年），具有谨慎性。

2、价格变动预测依据及合理性

2022 年第三季度以来，全球农药库存处于高位，开始出现阶段性供过于求，

致使农药价格开始持续回落。2023 年上半年，全球农药高位库存仍未明显消化，相关农药产品价格继续下跌，2023 年下半年开始出现回暖迹象。针对不同产品价格变动情况，剔除汇率影响，本次评估价格选取参考如下：

对于除草剂，根据代表产品草甘膦（95%原药）的中国市场历史单价进行分析，2023 年 1-7 月单价与 2021 年单价相比，降幅为 20%，已达到近年单价最低点。本次评估结合行业发展趋势，对于除草剂产品的单价参考草甘膦（95%原药）的价格变动趋势，2023 年 7-12 月按照标的公司 2021 年除草剂销售平均单价 20% 的降幅进行测算，2024 年至 2025 年除草剂产品单价变化情况按照草甘膦（95%原药）中国市场主流价格 2018 年来的历史 5 年单价复合增长率 5%（取整）进行预测，2026 年后标的公司除草剂单价保持不变。

对于杀虫剂，根据代表产品吡虫啉原药（实物 96%）的中国市场历史单价进行分析，2017 年 7 月与 2021 年 12 月吡虫啉原药（实物 96%）为两个单价最高时点，该产品基本以 4 年为周期进行波动。2020 年来的近 4 年中位数单价与 2021 年均价相比降低 8%。本次评估结合行业发展趋势，对于杀虫剂产品的单价预测 2023 年 7-12 月杀虫剂单价相较于 2021 年标的公司杀虫剂平均单价下降 8%，以后年度保持不变。

对于杀菌剂，根据代表产品百菌清原药（实物 98%）历史年度的单价走势，并参考杀菌剂原药价格指数走势，2019 年产品价格均值处于高位，2020 年价格均值向下大幅度波动，2021 年以后价格基本平稳，本次评估预测未来产品价格与 2021 年标的公司杀菌剂单价水平基本相当。

3、销量变动预测依据及其合理性

我国拥有涵盖从科研开发、原药生产、制剂加工、原材料、中间体配套、毒性测定、残留分析、安全评价及推广应用等在内的较为完整的农药工业体系。2002 年我国化学农药原药产量为 92.90 万吨，2014 年产量达到峰值为 374.40 万吨。此后，随着国内对农药的环保要求趋严，中小农药企业产能逐渐退出，2016 年至 2019 年，我国农药产量逐渐下降，2019 年为 211.81 万吨，2020 年后又开始逐步上升，2021 年达到 249.85 万吨。随着全球农药市场生产的专业化分工不断深化，目前，全球约有 70% 的农药原药在我国生产，我国农药产品出口至 180

多个国家和地区。根据我国海关总署统计，2000-2022年我国农药产品除草剂、杀虫剂和杀菌剂出口数量从14.53万吨增长至192.72万吨，年复合增长率为12.47%。根据美国咨询机构Grand View Research的预测，2023-2030年间全球农药市场销售额仍将保持年均5.6%的增长速度。

本次评估综合考虑标的公司除草剂、杀虫剂、杀菌剂不同产品的历史销量，同时针对全球不同区域当地农药市场增长情况预估标的公司未来分产品、分地区的销售数量。

根据销售价格及销售数量预测，本次评估预测主营业务收入按产品种类划分如下：

单位：万元

产品种类	2023年 7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年 及永续期
杀虫剂	12,031.30	28,385.95	30,609.83	32,771.95	34,798.58	36,453.98
占收入比	29.39%	27.48%	27.05%	27.27%	27.45%	27.54%
除草剂	18,469.26	51,889.56	57,458.56	60,667.76	63,715.23	66,289.49
占收入比	45.11%	50.24%	50.78%	50.48%	50.26%	50.08%
杀菌剂	7,479.08	16,766.93	17,862.86	19,041.49	20,167.98	21,135.27
占收入比	18.27%	16.23%	15.79%	15.84%	15.91%	15.97%
其他	2,959.83	6,247.90	7,218.96	7,702.45	8,087.99	8,492.01
占收入比	7.23%	6.05%	6.38%	6.41%	6.38%	6.42%
合计	40,939.47	103,290.33	113,150.22	120,183.64	126,769.78	132,370.75
增长率		29.63%	9.55%	6.22%	5.48%	4.42%

标的公司预计2024年全年实现营业收入103,290.33万元，虽然相较于2023年增长29.60%，但主要原因为2021-2023年农药市场整体供应链波动导致，2023年，农药市场整体低靡，预计营收基数较低，而农药市场供求在正常市场情况下相对稳定，2024年、2025年预计营收水平逐渐恢复至正常水平，但预计值仍然低于2021年、2022年水平，本次评估营业收入预测谨慎，具有一定的合理性。

综上所述，本次评估综合考虑了捷力克历史经营情况及行业变动因素等多方面因素，收入预测具有合理性。

五、请详细披露有关预测期标的公司成本费用明细构成，并结合历史成本构成情况，分析说明收益法评估中预测期成本、费用关键评估参数的测算依据及合理性

(一) 历史年度标的公司主要成本费用构成

报告期，标的公司主要成本费用构成情况如下表所示：

单位：万元

项目	2023年 1-6月	2022年度	2021年度
主营业务成本	32,367.06	99,319.82	101,943.88
主营业务成本率	83.61%	86.48%	88.75%
主营业务毛利率	16.39%	13.52%	11.25%
销售费用	2,502.86	5,606.17	5,762.89
销售费用率	6.46%	4.88%	5.01%
管理费用	681.03	1,550.10	1,344.13
管理费用率	1.76%	1.35%	1.17%

其中，标的公司主营业务成本构成如下：

单位：万元

项目	2023年 1-6月		2022年度		2021年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
采购成本	31,949.05	98.71%	98,355.23	99.03%	101,012.08	99.09%
港杂费及其他	418.01	1.29%	964.59	0.97%	931.80	0.91%
合计	32,367.06	100.00%	99,319.82	100.00%	101,943.88	100.00%

报告期内，标的公司主营业务成本由采购成本和港杂费及其他费用构成，主营业务成本构成基本保持稳定。具体情况如下：

1、标的公司采购成本主要包括农药的原药和制剂、包装物等，占比约 99%。报告期内标的公司采购成本为主营业务成本最重要的构成项目，市场供应价格的变动会对公司成本及盈利产生重要影响。标的公司在长期业务过程中与生产所需的主要原材料供应商建立了较为稳定的合作关系，标的公司可以及时掌握产品市场信息，并择优出货；

2、港杂费及其他成本为在 FOB/CIF 模式下，标的公司将商品出口报关并装

船前产生的相关费用，包括报关费、装卸费、港口费等，占比约 1%。

（二）预测期成本、费用关键评估参数的测算依据及合理性

本次评估对标的公司未来年度营业成本费用预测是基于历史经营情况、未来发展规划以及在行业内所处的地位、竞争优势、价格走势及市场需求等因素综合分析的基础上确定的。

1、预测期标的公司营业成本明细构成及合理性

（1）营业成本预测客观合理，符合企业经营情况

由于标的公司主要从事农药的出口贸易销售业务，营业成本为农药采购成本以及港杂费。故本次评估参考历史年度营业成本分类，通过对标的公司成本进行详细的层级分类从而进行逐项预测，针对产品种类，将成本分为杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂四种产品进行预测；针对区域分布，将成本分为亚洲、非洲、欧洲、北美、南美五个区域进行预测。根据考虑每种产品销售占比较高区域重点分析，综合标的公司未来发展规划，在部分地区进行渠道下沉，从销售数量以及成本单价的变动预测标的公司未来营业成本。

（2）产品销量预测

标的公司主要产品销量预测数据详见“问题七”之“四”之“（三）相关因素的影响已在评估结果中予以考量”。

（3）成本单价变动

标的公司为农药贸易企业，采购端成本同步受行业供求关系波动影响，价格传导性强。故本次评估中对于各类产品在各个区域的成本单价预测按照与销售价格同比变动进行预测。标的公司主要产品单价预测数据详见“问题七”之“四”之“（三）相关因素的影响已在评估结果中予以考量”。考虑上述情况后，本次评估预测主营业务成本按产品种类划分如下：

单位：万元

产品种类	项目	2023年 7-12月	2024年	2025年	2021年	2027年	2028年及 永续期
杀虫剂	主营业务成本	10,547.21	24,679.87	26,610.64	28,492.35	30,258.24	31,705.19

产品种类	项目	2023年 7-12月	2024年	2025年	2021年	2027年	2028年及 永续期
	毛利率	12.34%	13.06%	13.07%	13.06%	13.05%	13.03%
除草剂	主营业务成本	16,795.47	47,280.93	52,381.94	55,334.05	58,140.24	60,516.80
	毛利率	9.06%	8.88%	8.84%	8.79%	8.75%	8.71%
杀菌剂	主营业务成本	6,533.88	14,510.07	15,457.64	16,476.29	17,451.91	18,293.96
	毛利率	12.64%	13.46%	13.46%	13.47%	13.47%	13.44%
其他	主营业务成本	2,407.58	5,098.42	5,870.60	6,256.67	6,569.86	6,898.04
	毛利率	18.66%	18.40%	18.68%	18.77%	18.77%	18.77%
合计		36,284.15	91,569.28	100,320.82	106,559.36	112,420.24	117,413.98
综合毛利率		11.37%	11.35%	11.34%	11.34%	11.32%	11.30%

(4) 营业成本预测合理性分析

报告期内，标的公司主营业务毛利率分别为 11.25%、13.52%和 16.39%，毛利率整体呈上升趋势。标的公司毛利率波动的原因系汇率变动及农药市场变动。

本次评估分析标的公司历史年度毛利率情况，剔除汇率波动以及行业近年供求关系变动幅度较大的因素，未来预测毛利率低于 2022 年及 2023 年上半年，略高于 2021 年，营业成本预测谨慎客观，具有合理性。

2、预测期标的公司销售费用明细构成及合理性

报告期，标的公司销售费用明细如下：

单位：万元

费用项目	2023年 1-6月	2022年	2021年
职工薪酬	909.32	2,365.41	1,666.06
市场推广费	529.70	1,370.24	2,033.78
登记费	457.49	719.55	792.15
分析检测费	208.84	262.24	261.05
业务招待费	92.72	133.71	210.61
差旅费	67.70	44.40	45.45
包装费	47.73	147.21	180.08
信保费	45.95	181.14	132.78
车辆使用费	8.33	13.88	10.08
租赁费	7.82	15.05	13.36

费用项目	2023年1-6月	2022年	2021年
其他	127.25	353.33	417.51
合计	2,502.86	5,606.17	5,762.89
占收入比	6.46%	4.88%	5.01%

具体分析预测如下：

(1) 职工薪酬包括工资、奖金、福利费等：参考标的公司人事部门提供的工资单、花名册等资料，根据标的公司未来年度人工需求对平均薪酬（含社保公积金）支出按照一定的增长幅度进行预测；

(2) 市场推广费、登记费、分析检测费、业务招待费、差旅费、包装费、信保费、车辆使用费以及其他费用：结合企业未来年度经营计划，并参考公司历史年度的比例进行预测；

(3) 租赁费：本次评估根据收集的国内外租赁合同，合同期内按企业签订的租赁合同计算确定，合同期外按照一定增幅进行预测。

销售费用的预测数据见下表：

单位：万元

费用项目	2023年7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及永续期
职工薪酬	1,014.72	2,020.24	2,121.25	2,227.31	2,338.68	2,455.61
市场推广费	614.09	1,549.35	1,697.25	1,802.75	1,901.55	1,985.56
登记费	276.45	755.96	778.64	801.99	826.05	850.84
分析检测费	93.21	235.16	257.61	273.62	288.61	301.36
业务招待费	61.33	154.73	169.50	180.04	189.90	198.29
差旅费	16.00	40.37	44.23	46.98	49.55	51.74
包装费	58.29	147.08	161.12	171.13	180.51	188.49
信保费	47.30	119.34	130.74	138.86	146.47	152.95
车辆使用费	4.27	10.77	11.80	12.53	13.21	13.80
租赁费	7.82	16.42	17.25	18.11	19.01	19.96
其他	137.30	346.40	379.47	403.06	425.15	443.93
合计	2,330.78	5,395.83	5,768.84	6,076.38	6,378.70	6,662.53
占收入比	5.69%	5.22%	5.10%	5.06%	5.03%	5.03%

2023 年上半年，由于市场大幅下行导致收入大幅下滑，期间费用率高于历史水平；本次评估预测期与报告期历史销售费用率相比，均高于 2021 年和 2022 年的水平，即使 2026 年开始预测收入已超过 2022 年及 2021 年，但是销售费用率仍然高于 2022 年及 2021 年，具备谨慎性。本次对于销售费用的预测依据企业历史年度实际情况以及未来发展规划进行预测，具有合理性。

3、预测期标的公司管理费用明细构成及合理性

报告期内，标的公司管理费用明细如下：

单位：万元

费用项目	2023 年 1-6 月	2022 年	2021 年
职工薪酬	399.14	976.27	938.82
咨询顾问费	123.36	223.34	145.04
差旅费	39.62	17.47	22.37
折旧与摊销	36.31	97.99	38.93
租赁费	27.10	41.70	31.53
办公费	19.08	20.12	50.77
汽车费用	3.86	0.92	2.02
业务招待费	1.37	30.40	53.70
其他	31.19	141.89	60.94
合计	681.03	1,550.10	1,344.13
占收入比	1.76%	1.35%	1.17%

具体分析预测如下：

(1) 折旧摊销费：折旧费按企业评估基准日现有固定资产及以后每年新增的资本性支出资产，按各类资产折旧年限综合计算确定；摊销费根据企业执行的摊销政策，以申报的无形资产为基础预测其未来各年的摊销费用；

(2) 职工薪酬包括工资、奖金、福利费等：参考标的公司人事部门提供的工资单、花名册等资料，根据标的公司未来年度人工需求对平均薪酬（含社保公积金）支出按照一定的增长幅度进行预测；

(3) 租赁费：本次评估根据收集的国内外租赁合同，合同期内按企业签订的租赁合同计算确定，合同期外按照一定增幅进行预测；

(4) 咨询顾问费、差旅费、办公费、车辆使用费、业务招待费以及其他管理费用结合企业未来年度经营计划,分别按照一定增幅以及参考公司历史年度的平均水平进行预测。

管理费用的预测数据见下表:

单位:万元

费用项目	2023年 7-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年及 永续期
折旧摊销费	22.44	46.15	56.97	58.71	58.31	60.68
职工薪酬	429.18	869.74	895.83	922.71	950.39	978.90
咨询顾问费	123.36	254.12	261.74	269.59	277.68	286.01
差旅费	39.62	81.62	84.07	86.59	89.19	91.86
租赁费	77.23	109.55	115.02	120.77	126.81	133.15
办公费	30.92	51.50	53.05	54.64	56.28	57.96
车辆使用费	3.86	7.94	8.18	8.43	8.68	8.94
业务招待费	38.63	41.20	42.44	43.71	45.02	46.37
其他	36.13	91.14	99.84	106.05	111.86	116.80
合计	722.74	1,412.67	1,466.68	1,513.01	1,558.65	1,608.57
占收入比	1.77%	1.37%	1.30%	1.26%	1.23%	1.22%

本次评估预测期的管理费用率为 1.22%-1.77%，2023 年预测管理费用率略高于 2023 年上半年，2024 年预测管理费用率高于 2021 年及 2022 年的水平，2025 年之后的管理费用率高于 2021 年的水平。本次对于管理费用的预测依据企业历史年度实际情况以及未来发展规划进行预测，具有合理性。

六、本次收益法评估风险系数 β 的确定选取扬农化工、润丰股份、先达股份、中旗股份等 9 家农药行业上市公司作为可比公司,请补充说明同行业可比公司选择的具体依据、选取标准和方法,结合所选取的可比公司主营业务、业务规模等说明与标的公司是否具有可比性,结合折现率各项参数的选取、计算过程以及可比公司选取的适当性等进一步说明本次评估折现率取值的合理性

回复:

(一) 贝塔系数可比公司选择的具体依据、选取标准和方法

1、收益法折现率计算中可比上市公司选择标准

贝塔系数（ β 系数）表示系统性因素给股权投资者带来的不可分散的风险。故贝塔系数测算中可比公司的选取一般需要综合考虑可比公司与被评估企业在主营业务、所属行业、企业规模、盈利能力等多方面的可比性，并考虑可比公司数量与可比性的平衡。

本次收益法折现率计算中可比上市公司选择标准如下：①可比公司近年为盈利公司；②可比公司主营业务及产品与标的公司相似；③可比公司只发行人民币普通股（A 股），非 ST 上市公司；④可比公司其主营业务包含农药的出口贸易销售业务；⑤可比公司与被评估单位经营业绩相似。

2、收益法折现率计算中可比上市公司确认过程

（1）进行第一次筛选，根据同花顺行业分类，选择基础化工-化学制品-农药行业及批发与零售-批发业-农药批发行业所有上市公司 32 家；

（2）在第一次筛选出的公司基础上进行第二次筛选，按照上述选择标准，对于不满足近年为盈利状态、只发行人民币普通股（A 股）、非 ST 上市公司、主营业务及产品与标的公司相似等条件的上市公司进行剔除，最终选择在 A 股上市的扬农化工、润丰股份、先达股份、中旗股份等 9 家上市公司。

（二）可比公司主营业务、业务规模等与标的公司具有可比性

相关可比公司的主营业务、业务规模等与标的公司相关信息如下：

公司名称	主营业务	主营产品	行业	收入规模	盈利能力
江山股份	以除草剂、杀虫剂为主的农药产品,以化工中间体、氯碱为主的化工产品,以及热电联产蒸汽的研发、生产和销售	除草剂、杀虫剂、氯碱	农药	2023年1-6月主营业务收入为 26.73 亿元	2023年1-6月销售毛利率为 16%，2023年1-6月销售净利率为 7%
扬农化工	农药产品的生产、销售	杀虫剂、除草剂、杀菌剂	农药	2023年1-6月主营业务收入为 70.67 亿元	2023年1-6月销售毛利率为 27%，2023年1-6月销售净利率为 16%
先达股份	主要从事安全、高效、低毒、环境友好型除草剂的研发、生产及销售,同时兼营杀菌剂、医药及农药中间体	除草剂、杀菌剂、中间体	农药	2023年1-6月主营业务收入为 13.05 亿元	2023年1-6月销售毛利率为 19%，2023年1-6月销售净利率为 4%

公司名称	主营业务	主营产品	行业	收入规模	盈利能力
广信股份	以光气为原料的农药原药、制剂及农药中间体的研发、生产与销售	杀菌剂、除草剂、农药中间体	农药	2023年1-6月主营业务收入为37.72亿元	2023年1-6月销售毛利率为37%，2023年1-6月销售净利率为28%
海利尔	农药制剂、农药原药及相关中间体的生产与销售	农药制剂、农药原药及中间体、肥料	农药	2023年1-6月主营业务收入为26.63亿元	2023年1-6月销售毛利率为32%，2023年1-6月销售净利率为12%
中农立华	农药流通服务、植保技术服务和植保机械供应业务	农药原药、农药制剂、植保机械、农药制剂及相关产品	农药	2023年1-6月主营业务收入为62.85亿元	2023年1-6月销售毛利率为6%，2023年1-6月销售净利率为3%
中旗股份	新型高效低毒农药的研发、生产和销售	除草剂、杀虫剂	农药	2023年1-6月主营业务收入为14.25亿元	2023年1-6月销售毛利率为26%，2023年1-6月销售净利率为12%
润丰股份	农药原药及制剂的研发、生产和销售	制剂、原药	农药	2023年1-6月主营业务收入为50.44亿元	2023年1-6月销售毛利率为21%，2023年1-6月销售净利率为9%
农心科技	农药制剂产品的研发、生产与销售	除草剂、杀菌剂、杀虫剂	农药	2023年1-6月主营业务收入为3.75亿元	2023年1-6月销售毛利率为32%，2023年1-6月销售净利率为11%

标的公司与可比公司处于同一行业，主营业务相近，业务规模具有合理的比较基础，以此为基础计算 β 系数取值能够充分反映不可分散的市场风险，客观谨慎，具有可比性。

（三）折现率取值的合理性分析

1、无风险报酬率的确定

无风险报酬率是指投资者投资无风险资产的期望报酬率。无风险报酬率通常可以用国债的到期收益率表示。在持续经营假设前提下，本项目采用评估基准日2023年6月30日剩余期限为十年期以上的国债到期收益率作为无风险收益率，取值为3.59%。

2、市场风险溢价 R_{pm} 的确定

($R_m - R_f$) 为市场风险溢价，是指投资者对与整体市场平均风险相同的股权投资所要求的预期超额收益，即超过无风险利率的风险补偿。

市场投资报酬率以上海证券交易所和深圳证券交易所沪深 300 收盘价为基准，计算年化收益率平均值，经计算 2023 年市场投资报酬率为 10.49%。

2023 年 6 月 30 日无风险报酬率取评估基准日剩余期限 10 年期以上国债的到期收益率 3.59%，则 2023 年 6 月 30 日市场风险溢价为 6.90%。

3、风险系数 β 的确定

(1) 无财务杠杆风险系数的确定

根据同花顺查询的上证综合指数上市公司 Beta，选择扬农化工、润丰股份、先达股份、中旗股份等农药行业的 9 家上市公司，进行风险系数的分析比较，测算出无财务杠杆的风险系数 (β_u) 为 0.8158。

序号	证券代码	证券名称	β_u
1	600389.SH	江山股份	0.9314
2	600486.SH	扬农化工	0.8882
3	603086.SH	先达股份	0.7273
4	603599.SH	广信股份	0.8546
5	603639.SH	海利尔	0.6075
6	603970.SH	中农立华	0.7676
7	300575.SZ	中旗股份	0.7389
8	301035.SZ	润丰股份	0.7994
9	001231.SZ	农心科技	1.0278
平均			0.8158

注： β_u 为剔除财务杠杆调整 Beta 系数；样本取样起始交易日期为评估基准日前 3 年（起始交易日期 2020 年 7 月 1 日），样本计算周期按“周”计算，标的指数为上证综合指数。

(2) 企业有财务杠杆的 β 系数的确定

选取可比上市公司资本结构并进行分析作为标的公司目标债务资本占股权资本的比重 ($D/E=7.15\%$)。将上市公司的无财务杠杆的 β 值，依照目标资本结构，折算成标的公司的有财务杠杆的 β 为 0.8596。

4、特别风险溢价 a 的确定

特有风险调整系数为根据被评估单位与所选择的对比企业在企业规模、经营管理、抗风险能力等方面的差异进行的调整系数。根据对标的公司特有风险的判断，取风险调整系数为 5.00%。取值过程如下：

(1) 社会风险:考虑到标的公司产品主要出口南美洲、亚洲、非洲、中美洲和北美洲等境外区域，上述国家的社会风险尤其是社区环境无法由企业控制，若出现国家政局不稳、产业政策等发生变化会给被评估单位经营带来不确定性因素，故本次评估社会风险报酬率取 2.0%；

(2) 业务经营：标的公司仅进行农药贸易业务，上游供应商的稳定性影响标的公司的业务经营，本次取 1.0%；

(3) 资产规模：截至评估基准日，资产规模一般，资产配置程度一般。和行业其他公司资产规模相比，公司在资产规模方面风险一般，取 1.0%；

(4) 公司治理结构：公司治理结构方面完善度较好，风险较小，取 1.0%；

本次评估综合考虑社会风险、业务经营、资产规模和公司治理结构等个别风险，企业特定风险调整系数 $\alpha = 5.00\%$ 。

5、权益资本成本的确定

根据上述的分析计算，可以得出：

$$Re=Ra+\beta\times Rpm+a=14.50\%$$

6、借入资本成本（Rd）

全国银行间同业拆借中心公布的评估基准日 2023 年 6 月 30 日的贷款市场报价利率(LPR),5 年期以上 LPR 为 4.20%。本次项目中借入资本成本取数 4.20%。

7、折现率（WACC）

根据上述资本结构、权益资本成本和付息债务资本成本计算加权平均资本成本为 13.70%。

综上，标的公司与贝塔系数可比公司处于同一行业，主营业务相近，业务规模具有合理的比较基础，选取的可比公司客观谨慎，具有可比性；折现率各项参

数的选取依据充分，可比公司选取适当，折现率取值客观谨慎，具有合理性。

七、本次交易收益法评估过程中，标的公司溢余资产以及非经营性资产账面值为 17,426.70 万元、评估值为 17,921.68 万元，非经营性负债 7,602.89 万元。请补充披露标的公司溢余资产和非经营性资产、负债的区分方式、区分过程、确认依据及合理性，结合标的公司现有货币资金用途及未来支出安排，说明 16,763.05 万元溢余货币资金的测算依据、过程以及纳入溢余资产评估的合理性，进一步说明溢余资产占比较大对标的公司持续盈利能力的影响

(一) 标的公司溢余资产和非经营性资产、负债的区分方式、区分过程、确认依据及合理性

1、溢余资产的区分方式、区分过程、确认依据、详细计算过程及合理性

标的公司的溢余资产主要是溢余货币资金，指标的公司于评估基准日的货币资金中超出最低现金保有量的金额。评估基准日，标的公司货币资金为 31,654.79 万元，扣除安全运营现金 1,829.49 万元以及银行承兑汇票保证金 13,062.25 万元，标的公司的溢余资产金额为 16,763.05 万元。标的公司存在溢余资产主要由于公司为农药贸易企业，报告期内持续盈利，经营活动回款情况较好，资金周转率较快，营业资金需求稳定，且投资端资金需求较小，导致溢余资产较高，具有合理性。溢余资产价值计算模型如下：

名称	公式
溢余资产价值	货币资金余额-最低现金保有量
最低现金保有量	付现成本÷期间月数×货币资金保有量安全月数+其他货币资金银行承兑保证金

根据上述计算公式，标的公司 2023 年 1-6 月溢余货币资金测算过程如下表所示：

单位：万元

项 目	2023 年 1-6 月
一、主要费用项目合计	3,678.81
税金及附加	27.68
销售费用	2,502.86
管理费用	680.30

项 目	2023 年 1-6 月
财务费用	103.58
所得税费用	364.39
二、减：无需现金支付的费用	19.82
折旧费用	14.63
摊销费用	5.19
三、现金支付合计	3,658.99
基准日货币资金①	31,654.79
每月付现支出	609.83
安全资金的月数	3.00
安全运营现金②	1,829.49
其他货币资金-银行承兑汇票保证金③	13,062.25
溢余货币资金（①-②-③）	16,763.05

2、非经营性资产的区分方式、区分过程、确认依据及合理性

非经营性资产是指与生产经营无关的，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产。通过对评估基准日的财务报表各科目内容的分析，识别出的非经营性资产涉及投资性房地产、固定资产-房屋建筑物（闲置车位）、递延所得税资产会计科目。对于递延所得税资产，以经核实的账面值确认其评估价值；对于投资性房地产采用收益法、市场法进行评估，最终选取市场法评估结论确认其评估值；对于闲置车位采用市场法进行单独评估并确认其评估值。相关会计科目内非经营性资产内容、账面值以及确认的评估价值情况如下：

单位：万元

会计类别	款项内容	账面值	评估值
递延所得税资产	资产减值准备等	219.99	219.99
投资性房地产	对外出租的投资性房地产	419.17	853.81
固定资产-房屋建筑物	闲置车位	24.49	84.83
合计		663.65	1,158.63

3、非经营性负债的区分方式、区分过程、确认依据及合理性

非经营性负债是指与生产经营无关的，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的负债。通过对评估基准日的财务报表各科目内容的分析，识别出的非经

营性负债涉及其他应付款、交易性金融负债、应付职工薪酬会计科目。对于非经营性负债，以经核实后的账面值为基础确认其评估价值。相关会计科目内非经营性负债内容、账面值以及确认的评估价值情况如下：

单位：万元

会计类别	款项内容	账面值	评估值
其他应付款	应付股利以及代收代付款	7,315.07	7,315.07
交易性金融负债	远期结售汇	270.33	270.33
应付职工薪酬	离职后福利-设定提存计划	17.49	17.49
合计		7,602.89	7,602.89

本次评估中对溢余资产、非经营性资产、非经营性负债的识别认定符合标的公司资产实际状况，区分方式、区分过程和确认依据具备合理性。

(二) 标的公司现有货币资金用途及未来支出安排，说明 16,763.05 万元溢余货币资金的测算依据、过程以及纳入溢余资产评估的合理性，进一步说明溢余资产占比较大对标的公司持续盈利能力的影响

1、溢余货币资金的测算依据、过程、合理性

标的公司溢余货币资金的测算依据、过程详见“问题七”之“七”之“(一)”相关回复。

2、标的公司现有货币资金用途及未来支出安排

(1) 现有货币资金用途

报告期内，标的公司货币资金结余的构成具体情况如下：

单位：万元

项目	2023年6月30日		2022年12月31日		2021年12月31日	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
库存现金	3.31	0.01%	5.52	0.02%	2.94	0.01%
银行存款	18,008.14	56.89%	18,986.33	51.74%	7,603.16	34.26%
其他货币资金	13,643.34	43.10%	17,701.32	48.24%	14,583.75	65.72%
合计	31,654.79	100.00%	36,693.18	100.00%	22,189.84	100.00%

标的公司银行存款主要用于日常经营活动，其他货币资金主要为标的公司因

支付采购价款在金融机构开具银行承兑汇票的保证金。

(2) 货币资金未来支出安排

1) 农药贸易相关的货币资金支出安排

标的公司货币资金支出安排与标的公司结算模式相关，标的公司业务模式具有一定的优势，一般情况下基本不产生运营资金占用，报告期整体经营活动现金流量净额合计为 15,678.28 万元，经营活动现金流情况较好，经营活动现金流量净额累计数甚至超过公司报告期净利润累计数。标的公司结算模式如下：

①销售结算模式

标的公司根据订单金额、产品种类、信用水平、合作历史及商务谈判情况等因素采取多种收款方式，确保回款安全性。国外客户结算工具以电汇为主，辅以信用证付款。针对开展远期信用证收款的合同采取买断式福费廷贴现及时回款，降低回款风险。对内销售业务占比规模较小，多以现销的形式，结算主要以银行转账为主。标的公司采取的收款方式主要有以下几类：

付款类别	付款方式	具体内容
电汇	T/T in Advance(提前预付款)	客户预付货款，标的公司收到全部款项后安排发货
	CAD (Cash Against Documents, 即“见单即付”)	标的公司收到船公司发送的提单后，向客户提示付款，客户付清全部款项后收到提货凭证
	D/P (Documents against Payment, 即“付款交单”)	标的公司将提单、发票等文件交付给银行委托银行收款，银行通知客户付款，客户付清款项后由银行转交提货凭证、发票等文件
信用证	即期	客户开证行向标的公司开具即期信用证，标的公司收到信用证后向客户提供提货凭证，并向银行提示付款
	远期	客户开证行向标的公司开具远期信用证，标的公司收到信用证后向客户提供提货凭证，待标的公司收到开证行的承兑电文后在银行办理买断式福费廷贴现业务取得款项
电汇+信用证	T/T in Advance+CAD	预收部分货款，预收比例协商决定，尾款支付后向客户出具提单，尾款采用多种收款方式(CAD、D/P、信用证)
	T/T in Advance+D/P	
	T/T in Advance+信用证	

一般来说，标的公司会要求客户在发货前先支付预付款，对于采取存在尾款

的销售模式中，在客户付清全部款项或客户开证行向标的公司开具信用证后，标的公司提供提货凭证，一般在货物到港前收到全部款项或信用证。海运时长也会影响尾款支付周期，例如，距离较远至南美的海运时长约为2个月，此类订单的尾款付款时长约为1-2个月，综合来看，标的公司结算周期较短。

报告期，标的公司应收账款周转率指标如下表所示：

项目	2023年1-6月	2022年度	2021年度
应收账款周转率（次）	14.38	15.78	16.86

- (1) 2023年1-6月计算结果已做年化处理；
 (2) 应收账款周转率=营业收入÷应收账款平均余额。

②采购结算模式

标的公司供应商均大多为国内农药生产企业，公司向供应商发出采购订单，供应商根据订单约定将货物交付到指定地点，由供应商开具发票，并按照双方约定的账期支付货款。账期一般为货到月结，且标的公司采用银行承兑汇票方式支付货款的比例较大。

报告期，标的公司应付账款及应付票据周转率指标如下表所示：

项目	2023年1-6月	2022年度	2021年度
应付账款及应付票据周转率（次）	2.05	2.85	3.14

- (1) 2023年1-6月计算结果已做年化处理；
 (2) 应付账款及应付票据周转率=营业成本÷应付账款及应付票据平均余额。

2) 未来其他货币资金安排

未来其他货币资金安排主要包括登记证申请及维护、少量固定资产购置等，均已经在收益法预测时予以考虑。后续应付股利支出已作为非经营性负债，在本次评估时予以确认，并相应减少企业价值。

3、溢余资产占比较大对标的公司持续盈利能力的影响

标的公司溢余资产主要是通过生产经营不断积累的溢余货币资金，标的公司经营回款情况较好，资金周转率较快，会随着经营活动的开展持续积累溢余货币资金。标的公司的核心盈利能力主要依赖于广泛的海外销售网络、丰富的海

外自主登记布局及登记证储备、紧密且稳固的国内供应商渠道、高效率的管理运营能力及经验丰富管理团队，标的公司的核心竞争优势不依赖于大量的运营资金投入，标的公司经营活动现金流整体情况较好，生产经营积累的溢余货币资金占比较大不会对标的公司持续盈利能力带来不利影响。

综上所述，溢余货币资金测算已经充分考虑标的公司的安全运营现金、银行承兑汇票保证金，充分考虑了标的公司现有货币资金用途及未来支出安排，纳入溢余资产评估具备合理性，生产经营积累的溢余货币资金占比较大不会对标的公司持续盈利能力带来不利影响。

八、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第五章 本次交易的评估情况”之“三、标的公司评估值分析”之“（一）市场法评估过程”中对标的公司溢余资产和非经营性资产、负债具体情况进行了补充披露。

九、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

1、尽管两次评估选择的评估方法有所差异，但最终均采用收益法为评估结论，并为股权交易提供价格参考，两次评估方法的差异具备合理性，不会对最终评估结果和本次交易定价公允性产生影响；

2、标的公司 2023 年 6 月末净资产较年初下降主要系股东分红，具备合理性；本次评估较前次收购 20% 股权评估作价的差异较小，本次评估较上次评估增值 900.00 万元，增值 2.11%，系两次评估时点市场和经营状况发生变化所致，具备合理性；2022 年标的公司实际净利润略超过前次评估收益法预测数据，关键指标不存在重大差异；两次交易的交易作价均以收益法评估值为基础确定，定价具备公允性；

3、本次评估以农药行业上市公司为基础，选择主营业务结构中海外收入占比高于 65% 的公司，在此基础上考虑海外登记证规模、业务规模的适当性，市场法可比公司预计受相同经济因素的影响，本次评估可比公司的选取过程符合行业惯例，具有合理性；本次评估价值比率修正依据充分合理、修正基础分析客观、

价值比率口径以及计算方式一致，根据可比公司与标的公司的差异对价值比率进行修正具备合理性；结合标的资产经营业务特点、市场可比案例情况、评估指标修正情况等分析，本次交易采用市场法评估具备合理性；

4、标的公司 2023 年上半年业绩同比下滑主要由行业周期变动导致，与上市农药企业的变化趋势一致，相关因素持续产生不利影响的可能性较低；标的公司通过广泛的供应商采购渠道、灵活的采购政策、加大全球营销网络建设、逐步开展终端市场销售业务以及库存管理等措施，及时应对相关风险。本次评估综合考虑了捷力克历史经营情况及行业变动因素等多方面因素，收入预测具有合理性；

5、本次评估对标的公司未来年度营业成本、费用关键评估参数预测是基于历史经营情况、未来发展规划以及在行业内所处的地位、竞争优势、价格走势及市场需求等因素综合分析的基础上确定的，具备合理性；

6、收益法折现率中 Beta 可比公司判定依据为：近年盈利公司、主营业务及产品相似性、主营业务包含农药的出口贸易销售业务等，最终选择在 A 股上市的扬农化工、润丰股份、先达股份、中旗股份等 9 家上市公司；标的公司与可比公司受相同经济因素的影响，主营业务相近，业务规模具有合理的比较基础，以此为基础计算 β 系数取值能够充分反映不可分散的市场风险，客观谨慎，具有可比性；折现率各项参数的选取依据充分，可比公司选取适当，折现率取值客观谨慎，具有合理性；

7、本次评估中对溢余资产、非经营性资产、非经营性负债的识别认定符合标的公司资产实际状况，区分方式、区分过程和确认依据具备合理性；溢余货币资金测算已经充分考虑标的公司的安全运营现金、银行承兑汇票保证金，充分考虑了标的公司现有货币资金用途及未来支出安排，纳入溢余资产评估具备合理性，生产经营积累的溢余货币资金占比较大不会对标的公司持续盈利能力带来不利影响。

（此页无正文，为《中水致远资产评估有限公司关于深圳证券交易所<关于对绍兴贝斯美化工股份有限公司的重组问询函>之专项核查意见》之签字盖章页

中水致远资产评估有限公司

2023年11月14日