

佳沃农业开发股份有限公司拟非公开发行
股份涉及 Australis Seafoods S.A. 股东
全部权益价值
资产评估说明

天兴评报字（2019）第 1127 号
（共一册，第一册）



北京天健兴业资产评估有限公司
PAN-CHINA ASSETS APPRAISAL CO., LTD

二〇一九年九月三十日

目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 第一部分关于《评估说明》使用范围的声明 | 1 |
| 第二部分关于进行资产评估有关事项的说明 | 2 |
| 第三部分评估对象与评估范围说明 | 3 |
| 第一节 评估对象..... | 3 |
| 第二节 评估范围..... | 9 |
| 第四部分资产核实情况总体说明 | 12 |
| 第一节 资产核实人员组织、实施时间和核实过程..... | 12 |
| 第二节 影响资产核实的事项及处理方法..... | 13 |
| 第三节 核实结论..... | 13 |
| 第五部分收益法评估技术说明 | 15 |
| 第一节 收益法的应用前提及选择理由和依据..... | 15 |
| 第二节 收益预测的假设条件..... | 17 |
| 第三节 宏观、区域经济因素及行业现状与发展前景分析 | 18 |
| 第四节 企业业务分析 | 27 |
| 第五节 企业财务分析 | 29 |
| 第六节 收益法评估模型 | 31 |
| 第七节 收益期限及预测期的说明 | 33 |
| 第八节 折现率的确定 | 33 |
| 第九节 经营性业务价值的估算及分析过程 | 37 |
| 第十节 其他资产和负债价值的估算及分析过程 | 47 |
| 第十一节 收益法评估结果 | 47 |
| 第六部分市场法评估技术说明 | 49 |
| 第一节 市场法的应用前提及选择理由..... | 49 |
| 第二节 市场法评估模型..... | 50 |
| 第三节 可比公司的选取及财务数据..... | 53 |
| 第四节 市场法评估计算过程及结果..... | 59 |
| 第七部分评估结论及分析 | 65 |

| | |
|---------------|----|
| 第一节 评估结果..... | 65 |
| 第二节 评估结论..... | 65 |

第一部分 关于《评估说明》使用范围的声明

本评估说明仅供国有资产监督管理机构（含所出资企业）、相关监管机构和部门使用。除法律法规规定外，材料的全部或者部分内容不得提供给其他任何单位和个人，不得见诸公开媒体。

第二部分 关于进行资产评估有关事项的说明

本部分内容由委托人和被评估公司编写并盖章，内容见附件一。

委托人：佳沃农业开发股份有限公司（以下简称“佳沃股份”）

被评估公司：Australis Seafoods S.A.（以下简称“Australis”）

第三部分 评估对象与评估范围说明

第一节 评估对象

评估对象为 Australis Seafoods S.A. 的股东全部权益。

一、基本信息

企业名称：Australis Seafoods S.A.（以下简称“Australis 公司”）

注册地址：Avenida Presidente Riesco 5711, Suite 1603, Las Condes

公司类型：股份有限公司

税务登记证号：76.003.557-2

股份数量：6,825,687,194 股普通股

每股面值：无票面金额

证券登记号：1074

成立时间：2007 年 10 月 31 日

业务范围包括：销售或代理各类商品、货物和产品以及进出口贸易；购买，出售，交换，出租和处置各种房产、固定资产以及水产养殖特许经营权、渔业和水产养殖及其他类似业务；提供各种服务，尤其包括那些与渔业和水产养殖有关的服务；所有类型的水生生物资源，特别是鲑鱼物种的购买与销售，繁殖，养殖，进出口贸易，以及水产养殖直接或间接相关的所有业务；投资所有类型的不动产或动产，有形资产或无形资产，如股票，国债和公司债券，商业票据，储蓄计划，配额或各类公司或各种经营实体的投资，以及任何级别的债券。任何助于此目的的所有行为和合同；通过设立或整合公司、企业、协会或任何性质的经营实体，开展上述经营活动。

二、历史沿革

（一）设立和上市

被评估公司设立于 2007 年 10 月 31 日，2011 年 5 月 19 日于圣地亚哥证券交易所上市交易。上市时，被评估公司注册股份总数为 1,410,002,444.00 股，股本金额为 28,962,678,191.00 智利比索。

（二）上市前股本变动情况

| 时间 | 变动事项 |
|-------------|---|
| 2007年10月31日 | 设立时公司的注册资本为1,000,000智利比索。被评估公司设立完成后，Asesorías e Inversiones Benjamín S.A.持有被评估公司999股，Inversiones El Aromo Limitada持有被评估公司1股。 |
| 2008年12月12日 | 被评估公司办理了公司认缴股本增至 6,003,967,582 智利比索的公证，发行股份数 2,000 股。本次增资由 Asesorías e Inversiones Benjamín S.A.以其持有的 Australis S.A.的股权及其对 Australis Mar 的债权分别作价向被评估公司出资。本次增资完成后，Asesorías e Inversiones Benjamín S.A.持有被评估公司 1,999 股，Inversiones El Aromo Limitada 持有被评估公司 1 股。 |
| 2010年11月11日 | 被评估公司办理了公司认缴股本减至 2,467,108,068 智利比索的公证，发行股份数为 2,000 股。本次减资完成后，Asesorías e Inversiones Benjamín S.A.持有被评估公司 1,999 股，Fondo de Inversión Privado Australis 持有被评估公司 1 股。 |
| 2010年11月18日 | 被评估公司办理了公司认缴股本增至 26,110,550,870 智利比索的公证，发行股份数变更为 20,507 股。本次增资部分由 Fondo de Inversion Privado Australis 以其对被评估公司的债权计入股本，并以其对 Australis S.A.和 Australis Mar 的债权作价出资。本次增资完成后，Asesorías e Inversiones Benjamín S.A.持有被评估公司 1999 股，Fondo de Inversión Privado Australis 持有被评估公司 18,508 股。 |
| 2010年12月31日 | 被评估公司办理了公司认缴股本减至 21,564,478,145 智利比索的公证。本次减资完成后，Asesorías e Inversiones Benjamín S.A.持有被评估公司 1,999 股，Fondo de Inversión Privado Australis 持有被评估公司 18,508 股。 |
| 2011年3月4日 | 2011 年 3 月 4 日，被评估公司办理了公司增加股本的公证，并根据于 2011 年 5 月 9 日出具的更正公证文件，公司本次认缴股本应增至 28,962,678,191 智利比索。本次增资完成后，Asesorías e Inversiones Benjamín S.A.持有被评估公司 118,924,508 股股份，Fondo de Inversión Privado Australis 持有被评估公司 1,101,077,936 股股份，Federico Rodríguez Marty 持有被评估公司 1,000,000 股股份，Rodrigo Arriagada Astroza 持有被评估公司 2,000,000 股股份。该届股东大会亦通过决议，同意被评估公司向证券保险监管局申请办理股份注册登记以备上市。 |

（三）上市后股本变动情况

| 时间 | 变动事项 |
|-------------|---|
| 2011年5月19日 | 被评估公司于 2011 年 5 月 19 日于圣地亚哥证券交易所上市交易，被评估公司认缴股本为 28,962,678,191 智利比索，共计发行 1,410,002,444 股。 |
| 2011年10月28日 | 2011 年 10 月 28 日，被评估公司办理了公司认缴股本计价单位由智利比索变更为美元和增加股本的公证，根据于 2012 年 4 月 27 日出具的更正公证文件，公司本次认缴股本应增至 124,477,247 美元，发行股份数为 1,410,002,444 股。 |
| 2012年12月10日 | 被评估公司决定增加股本并办理了公司认缴股本增至 184,477,247 美元的公证，发行股份数变更为 1,910,002,444 股。 |
| 2013年12月12日 | 被评估公司决定增加股本并办理了公司认缴股本增至 221,274,692 美元的公证，发行股份数变更为 2,520,002,444 股。 |
| 2015年7月6日 | 被评估公司决定增加股本并办理了公司认缴股本增至 264,949,303.96 美元的公证，发行股份数变更为 3,572,573,198 股。 |
| 2015年12月3日 | 被评估公司决定增加股本并办理了公司认缴股本增至 309,794,066.12 美元的公证，发行股份数变更为 6,889,395,371 股。 |
| 2016年3月29日 | 由于被评估公司于 2011 年 3 月 4 日认购的部分股本因缴纳期限届满但未实缴完成而注销，被评估公司办理了公司认缴股本减至 309,494,574.12 美元的公证，发行股份数变更为 6,882,395,371 股。 |
| 2018年12月20日 | 被评估公司办理了公司股本减至 305,382,537.00 美元的公证，发行股份数变更为 6,825,687,194 股。 |

三、公司股权结构

截至 2019 年 6 月 30 日，被评估公司股东持股情况如下：

| 股东名称 | 持股比例 |
|---|---------|
| Inversiones ASF Limitada | 80.13% |
| Inversiones Arlequín Dos Limitada | 4.76% |
| Inversiones Ruiseñor Dos Limitada | 4.76% |
| Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa | 3.97% |
| Siglo XXI Fondo De Inversión | 2.12% |
| Bolsa De Comercio de Santiago Bolsa De Valores | 1.82% |
| Nevasa S.A Corredores De Bolsa | 0.62% |
| COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION | 0.22% |
| BanChile CDe B S.A. | 0.20% |
| Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A. | 0.17% |
| BBVA ASSET Management Administradora General de Fondos S.A. | 0.15% |
| Santander Corredores de Bolsa Limitada | 0.13% |
| 其他 | 0.95% |
| 合计 | 100.00% |

四、子公司情况

Australis 公司通过其子公司参与水产产品的养殖及销售业务，致力于鲑鱼类产品在世界各大主要生产、繁育和商业化。

截至评估基准日，Australis 公司共有 5 家全资一级子公司，8 家全资二级子公司，1 家参股公司。

Australis 公司将主营业务分为三个主要公司：

(1) Australis 淡水有限公司

公司名称：Australis Agua Dulce S.A.

税收识别号码：76.090.483-K

注册地址：智利巴拉斯港 Decher 路 161 号

公司类型：股份有限公司

成立日期：2009 年 11 月 12 日

发行股份数：10,066,055 股

每股面值：无票面价值

主营业务：1) 销售或代理各类商品、货物和产品以及进出口贸易；
2) 购买，出售，交换，出租和处置各种房产、固定资产以及水产养殖特许经营权、渔业和水产养殖及其他类似业务；3) 投资股票、国债及任何级别的可转让证券；4) 提供各类业务，包括制造业务、进出口贸易、商业物流等；5) 从事不动产投资及其他类似业务，包括投资和中介、建筑工程及房产销售；6) 从事各类农业、旅游、渔业、水产和采矿业务；7) 提供各种服务，尤其包括那些与渔业和水产养殖有关的服务；8) 所有类型的水生生物资源，特别是鲑鱼物种的购买与销售，繁殖，养殖，进出口贸易，以及水产养殖直接或间接相关的所有业务；9) 从事任何能够直接或通过其他公司参与的与公司主要目的相关的业务或合同。

Australis Agua Dulce S.A. 专注于三文鱼鱼苗在淡水中的繁育，并在其初步成长后，播散到海水养殖中心进行育肥。

(2) Fitz Roy 冷冻保鲜加工有限公司

公司名称：Congelados y Conservas Fitz Roy S.A.

税收识别号码：96.949.830-8

注册地址：智利巴拉斯港圣罗莎路 560 号一层 15A 室

公司类型：股份有限公司

成立日期：2001 年 3 月 30 日

发行股份数：10,585 股

每股面值：无票面价值

主营业务：1) 水生动物或生物的捕捞、保存、加工、处置和交易；
2) 工业或商业鱼船的建造、修理和管理；3) 海产品及其衍生品，以及与渔业有关的各种产品服务的购买分销、进出口贸易和处置；4) 从事捕鱼及陆地和海上运输活动。

Congelados y Conservas Fitz Roy S.A. 专注于三文鱼在海水中的育肥过程，以及成品的商业化销售和出口。

(3) Australis 海洋有限公司

公司名称：Australis Mar S.A.

税收识别号码：76.003.885-7

注册地址：智利巴拉斯港圣罗莎路 560 号一层 15A 室

公司类型：股份有限公司

成立日期：2007 年 11 月 7 日

发行股份数：88,209 股

每股面值：无票面价值

Australis Mar S.A. 专注于育肥后的原材料的加工过程，包括冷储、保鲜等深加工，为 Australis Seafoods 集团旗下公司提供第三方加工服务。

五、会计政策和税项

1. 财务报表编制基础

Australis Seafoods S.A. 财务报表按照财政部于 2006 年 2 月 15 日及以后期间颁布的《企业会计准则——基本准则》、各项具体会计准则及相关规定(以下合称“企业会计准则”)、以及中国证券监督管理委员会《公

开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制，以持续经营为基础编制。

2. 会计期间

会计年度为公历年度，即每年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止。

3. 记账本位币

Australis Seafoods S.A. 及下属子公司根据其经营所处的主要经济环境确定其记账本位币。Australis Seafoods S.A. 及下属子公司以美元作为记账本位币及财务报表的列报货币。

4. 应收和其他应收账款

贷款和应收款项，是指在活跃市场中没有报价、回收金额固定或可确定的非衍生金融资产。当到期日大于 12 个月时划分为非流动资产。除非被指定为套期工具，衍生金融资产被划分为交易性金融资产。该类资产为流动资产。

贷款和应收款项包括应收账款及其他应收款项，初始确认时按公允价值计量，后续对价值的调整计入当期损益。对于短期应收和短期其他应收款项，因期限较短按票面金额进行计量。

应收账款和其他应收款的账龄通常短于 90 天，故按票面金额计量。

在资产负债表日对所有可疑应收账款余额进行客观审查。计提的减值损失计入当期损益。因应收账款和其他应收款均预计在一年内收款，故划分为流动资产。

5. 应付账款及其他应付款

应付账款及其他应付款按公允价值予以初始计量。后续计量中当付款期限超过 90 天时，根据以实际利率法计算的摊余成本计量。对于较短期限的应付账款及其他应付款，因与公允价值不存在重大差异，按票面金额计量。

银行贷款及金融工具按其公允价值扣除交易费用后的金额进行初始计量，并采用实际利率法按摊余成本进行后续计量。已收到的融资款项与名

义还款金额之间的差值按照实际利率法摊销并计入当期损益，实际利率以与该负债（扣除交易费用后）近似的市场利率确认。

当公允价值与票面价值不存在明显差异时，采用票面价值计量。

6. 主要税项

企业执行的主要税项如下表所示：

| 项目名称 | 计税依据 | 税率 |
|------|--------|--------|
| 所得税 | 应纳税所得额 | 27.00% |

第二节 评估范围

评估范围为 Australis Seafoods S.A. 于评估基准日的全部资产及负债，其中总资产账面价值 659,472.25 千美元，负债账面价值 333,397.54 千美元，净资产账面价值 326,074.71 千美元。账面价值已经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计。各类资产及负债的账面价值见下表：

资产评估申报汇总表

单位：千美元

| 项目 | 账面价值 |
|-------|------------|
| 流动资产 | 379,424.17 |
| 非流动资产 | 280,048.08 |
| 资产总计 | 659,472.25 |
| 流动负债 | 217,093.13 |
| 非流动负债 | 116,304.41 |
| 负债合计 | 333,397.54 |
| 所有者权益 | 326,074.71 |

资产评估范围以被评估公司提供的评估申报表为准。委托人和被评估公司已承诺委托评估对象和评估范围与经济行为所涉及的评估对象和评估范围一致，不重不漏。

评估范围内的资产权属清晰，为 Australis Seafoods S.A. 合法拥有。

一、实物资产的分布状况及特点

Australis Seafoods S.A. 的经营范围涵盖三文鱼的遗传育种、孵化育苗、鱼群养殖、加工、分销、出口，有资格直接或间接进行所有和三文鱼养殖有关的活动。其实物资产的种类主要有：房屋建筑物、机器设备、电子设备、土地、在建工程等。具体实物资产类型及特点如下：

（一）房屋建筑物

房屋建筑物账面价值 29,930.83 千美元，主要为海水育肥中心、加工厂、码头、液态工业废物处理厂、仓库等。

截至评估基准日，被评估公司不动产均已完成了不动产登记的必要手续并取得了不动产权利证书，权属清晰无争议。

（二）机器设备

评估基准日机器设备账面价值 46,373.26 千美元，主要为浮船、浮桥、浮标、锚石、蒸汽机、自动捆扎机、切片机、冰机房冰机、空气净化装置、安全集装箱等生产和运输设备。

截至评估基准日，被评估公司持有的主要设备浮船，已按时、足额支付购置其自有浮船所需的费用并已取得全部的浮船所有权证书，被评估公司拥有的自有浮船权属清晰无争议。

（三）电子设备

评估基准日电子设备账面价值 39,176.49 千美元，主要为康明斯发电机、电化学处理机、轨道监测系统、8 线电源系统以及办公设备等。

（四）土地

评估基准日土地使用权账面价值 9,127.65 千美元，主要为位于巴谿·艾利彭、贝尔纳多·奥伊希、纳塔雷斯港口、尔布克·特雷诺·乌拉巴诺巴西街 605 号卡、帕德里西奥林奇 60 号等地块的土地使用权。

（五）在建工程

评估基准日在建工程账面价值 51,462.41 千美元，主要为工厂楼房、海水淡化厂、水利工程项目、供电系统、浮桥舱底系统安装、检测系统等在建项目。

二、企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况

纳入评估范围的无形资产包括 Australis Seafoods S.A. 所拥有水产养殖特许经营权、用水权许可、计算机许可证，账面价值为 50,144.90 千美元。具体无形资产类型及特点如下：

（一）水产养殖特许经营权

纳入评估范围的水产养殖特许经营权账面价值 44,652.04 千美元，涉及的水产养殖特许经营权共计 93 项，其中 92 项为被评估公司及其下属子公司自有，1 项为被评估公司租赁。

（二）用水权许可

纳入评估范围的用水权许可账面价值 2,681.23 千美元，为被评估公司自有及租赁涉及的用水权许可。

（三）计算机许可证

纳入评估范围的计算机许可证账面价值 2,811.64 千美元，为被评估公司拥有的重要计算机软件著作权。

三、企业申报的表外资产情况

企业未申报表外资产。

四、引用其他评估机构出具的报告情况

无。

第四部分 资产核实情况总体说明

第一节 资产核实人员组织、实施时间和核实过程

接受资产评估委托后，北京天健兴业资产评估有限公司指定了评估项目总体负责人、现场负责人，组建了评估项目组。根据 Australis Seafoods S.A. 提供的评估申报表，制定了详细的现场工作计划，评估项目组在企业相关人员的配合下，于 2019 年 8 月 11 日至 8 月 17 日，对纳入评估范围的资产、负债、经营状况进行了现场了解、调查和核实。

一、资产核实主要步骤

（一）指导被评估公司相关人员进行填表与准备相关资料

评估人员指导企业在自行资产清查的基础上，按照评估机构提供的“评估申报表”及其填写要求对纳入评估范围的资产、负债、未来收益状况进行填报，同时要求企业相关人员按照评估人员下发的“评估资料清单”准备资产的产权证明文件和反映性能、状态、经济技术指标等情况的文件资料。

（二）初步审查被评估公司填报的评估申报表

评估人员通过翻阅有关资料，了解纳入评估范围的具体资产的详细状况和经营状况，然后审阅企业提供的“评估申报表”，初步检查有无填项不全、错填、项目不明确、不完善等情况，并根据经验及掌握的有关资料，检查“评估申报表”是否符合要求，对于存在的问题反馈给企业进行补充完善。

（三）现场实地勘察和数据核实

在企业如实申报并进行全面自查的基础上，根据评估范围涉及资产的类型、数量和分布状况，评估人员在企业相关人员的配合下，按照资产评估准则的规定，对各项资产进行了现场清查核实，并针对不同的资产性质及特点，采取了不同的清查核实方法。非实物资产、负债主要通过访谈和账龄分析核实债权收回的可能性、债务的真实性；实物资产清查内容主要为核实资产数量、使用状态、产权及其他影响评估作价的重要事项；未来

经营情况，主要是分析历史数据和企业申报的收益预测数据的基础上对企业管理层、各业务部门进行访谈并搜集相关资料。

（四）补充、修改和完善评估申报表

评估人员根据现场实地勘察结果，并和企业相关人员充分沟通，进一步完善“资产评估申报表”、“收益预测表”，以做到：账、表、实相符及符合客观和企业实际情况。

（五）核实主要资质及产权证明文件

评估人员对纳入评估范围的房屋建筑物、机器设备、土地等资产的产权进行核实调查，以确认产权是否清晰。

第二节 影响资产核实的事项及处理方法

通过资产清查，评估人员发现影响资产核实的事项及处理方法如下：

一、由于本次评估实物资产数量较多且空间分布相对分散，评估人员对价值量较大的房屋建筑物和部分设备进行了现场调查核实，对其余设备采用点面结合的方式进行抽查。

二、纳入评估范围的长期股权投资单位 New World Currents，由于被评估公司对其持股比例仅仅为 20%，被评估公司无法取得 New World Currents 公司在评估基准日的财务报表和财务数据，加之该长期股权投资在被评估公司资产中占比极小，不构成重大影响，基于重要性原则，评估人员没有采用现场核实方式，评估人员核对了该长期股权投资帐面记录。

由于资料来源的不完全而可能导致的评估对象与实际状况之间的差异，未在本公司考虑的范围之内。

第三节 核实结论

评估人员依据客观、独立、公正、科学的原则，对评估范围内的资产及负债的实际状况进行了认真、详细的清查，我们认为上述清查在所有重要的方面反映了委托评估资产的真实状况，资产清查的结果有助于对资产的市场价值进行公允的评定估算。

一、资产状况的清查结论

经清查，企业账、实、表相符，不存在错报、漏报的情况。

二、资产产权的清查结论

经清查，资产产权清晰，不存在瑕疵事项。

三、账务清查结论

本次经济行为所涉及的 Australis Seafoods S.A. 的评估基准日的财务报表经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，本次评估未发现需要调整的事项。

第五部分 收益法评估技术说明

第一节 收益法的应用前提及选择理由和依据

一、收益法的定义

企业价值评估中的收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。

收益资本化法是将企业未来预期的具有代表性的相对稳定的收益，以资本化率转化为企业价值的一种计算方法。通常直接以单一年度的收益预测为基础进行价值估算，即通过将收益预测与一个合适的比率相除或将收益预测与一个合适的乘数相乘获得。

收益折现法通过估算被评估企业将来的预期经济收益，并以一定的折现率折现得出其价值。这种方法在企业价值评估中广泛应用，通常需要对预测期间（从评估基准日到企业达到相对稳定经营状况的这段期间）企业的发展计划、盈利能力、财务状况等进行详细的分析。

收益折现法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。股利折现法是将预期股利进行折现以确定评估对象价值的具体方法，通常适用于缺乏控制权的股东部分权益价值的评估。现金流量折现法通常包括企业自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型。

二、收益法的应用前提

资产评估师应当结合企业的历史经营情况、未来收益可预测情况、所获取评估资料的充分性，恰当考虑收益法的适用性。一般来说，收益法评估需要具备如下三个前提条件：

- （一）被评估企业的未来收益可以合理预测，并可以用货币衡量；
- （二）被评估企业获得未来预期收益所承担的风险可以合理预测，并可以用货币衡量；
- （三）被评估企业的未来收益年限可以合理预测。

三、收益法的选择理由

评估人员在对被评估公司基本情况进行分析的基础上，对 Australis Seafoods S.A. 的管理层进行了访谈和市场调研，取得了收益法盈利预测数据和相关依据。经综合分析，选择收益法的主要理由和依据如下：

（一）总体情况判断

根据对 Australis Seafoods S.A. 历史沿革、所处行业、经营模式等各方面综合分析以后，评估人员认为本次评估所涉及的资产具有以下特征：

1. 被评估资产是能够用货币衡量其未来收益的资产，表现为企业营业收入、相匹配的成本费用、其他收支能够以货币计量。
2. 被评估资产承担的风险能够用货币衡量。企业的风险主要有行业风险、和财务风险，这些风险都能够用货币衡量。

（二）评估目的判断

本次评估是对 Australis Seafoods S.A. 股东全部权益价值进行评估，为佳沃农业开发股份有限公司非公开发行股份购买 Australis Seafoods S.A. 股权的经济行为提供价值参考依据。要对 Australis Seafoods S.A. 的股东全部权益的市场价值予以客观、真实的反映，不仅仅是对各单项资产价值予以简单加总，而是要综合体现企业经营规模、行业地位、成熟的管理模式所蕴含的整体价值，即把企业作为一个有机整体，以整体的获利能力来体现股东权益价值。

（三）收益法参数的可选取判断

被评估公司未来收益能够合理预测，预期收益对应的风险能够合理量化，相关贝塔系数、无风险报酬率、市场风险报酬率等资料能够较为方便的取得，采用收益法评估的外部条件较成熟，同时采用收益法评估也符合国际惯例。

综合以上因素的分析，评估人员认为本次评估在理论上和操作上适合采用收益法，采用收益法评估能够更好地反映企业价值。

第二节 收益预测的假设条件

本评估报告收益法分析估算采用的假设条件如下：

一、一般假设：

交易假设：假定所有待评估资产已经处在交易过程中，评估师根据待评估资产的交易条件等模拟市场进行估价。

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。

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，其评估结果的使用范围受到限制。

企业持续经营假设：是将企业整体资产作为评估对象而作出的评估假定。即企业作为经营主体，在所处的外部环境下，按照经营目标，持续经营下去。企业经营者负责并有能力担当责任；企业合法经营，并能够获取适当利润，以维持持续经营能力。

二、收益法评估假设：

（一）被评估公司驻在国现行的有关法律、法规及政策，国家宏观经济形势无重大变化；本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化；无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响。

（二）针对评估基准日资产的实际状况，假设企业持续经营。

（三）假设企业的经营者是负责的，且企业管理层有能力担当其职务。

（四）除非另有说明，假设企业完全遵守所有有关的法律和法规。

(五) 假设企业未来将采取的会计政策和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致。

(六) 假设企业在现有的管理方式和管理水平的基础上, 经营范围、方式与现时方向保持一致。

(七) 有关利率、汇率、赋税基准及税率, 政策性征收费用等不发生重大变化。

(八) 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。

(九) 假设评估咨询基准日后被评估公司的现金流入为平均流入, 现金流出为平均流出。

(十) 假设评估基准日后企业的产品或服务保持目前的市场竞争态势。

(十一) 假设评估基准日后企业未来的产能扩大计划及生产经营安排能够按照计划完成。

评估人员根据运用收益法对企业进行评估的要求, 认定这些假设条件在评估基准日时成立, 并根据这些假设推论出相应的评估结论。如果未来经济环境发生较大变化或其它假设条件不成立时, 评估结果会发生较大的变化。本评估报告收益法评估结论在上述假设条件下在评估基准日时成立, 当上述假设条件发生较大变化时, 资产评估师及本评估机构将不承担由于假设条件改变而推导出不同评估结论的责任。

第三节 宏观、区域经济因素及行业现状与发展前景分析

一、全球经济

2019 年全球经济见顶回落, 美欧日增速下行, 新兴经济体分化。伴随全球流动性收紧, 利率中枢上行, 全球贸易摩擦升级, 全球经济见顶回落。从先行指标看, 全球制造业 PMI 和新订单指数持续回落, 贸易活动趋弱 (BDI)、OECD 领先指数下行。第一, 全球制造业 PMI 连续 8 个月下行至 51.5%, 创 26 个月新低。欧美日主要经济体制造业 PMI 持续回落。第二, 反映全球贸易活动的 BDI 指数自 8 月初以来下行。第三, OECD 综合领先指

标持续下滑。OECD 综合领先指标领先全球经济 2-3 个季度，本轮 OECD 领先指标自 2018 年 1 月起持续下行，全球经济将持续回落。第四，美国发起的贸易战和“制造业回流”将重构全球产业链，破坏当前全球分工。

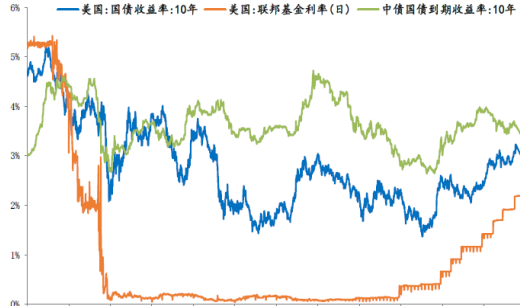


图3.1 全球流动性退潮，利率中枢上行
资料来源：Wind，恒大研究院

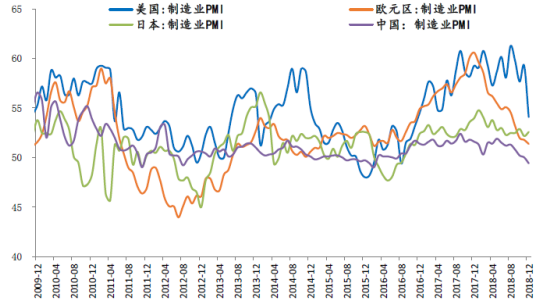


图3.2 美国欧日制造业PMI回落
资料来源：Wind，恒大研究院

IMF 和世界银行预测 2019 年美国、欧元区和中国经济均下行。

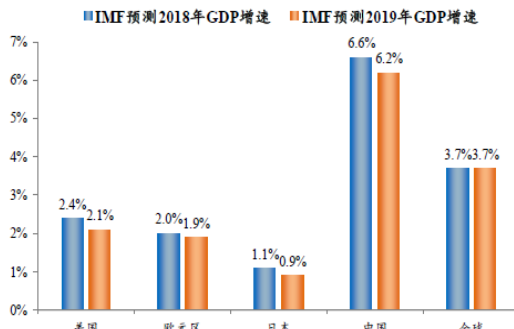


图3.3 IMF对主要经济体增速的预测
资料来源：IMF，恒大研究院

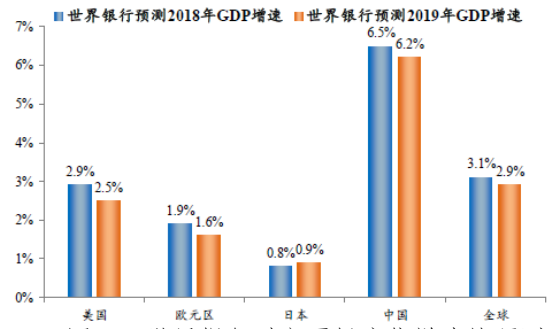


图3.4 世界银行对主要经济体增速的预测
资料来源：世界银行，恒大研究院

分国别看，美国经济见顶，从复苏转入滞胀。美股连续大跌，预示特朗普景气终结，但不意味着美国经济将很快转入衰退，美国经济还较为强劲，金融杠杆总体可控。特朗普减税效应递减，企业告别低利率环境，运营的利息成本上升，劳动力市场充分就业，时薪增速加快，全球贸易摩擦影响显现。欧日经济持续下滑。受全球外需放缓、利率中枢水平抬升及政治不确定性上升等因素影响，欧盟经济景气指数和消费者信心指数持续下行。日本货币政策再难宽松，超宽松货币对经济刺激效应递减，叠加提高消费税对消费的挤出影响，日本经济暂难出现反弹。新兴经济体表现或将分化。伴随 2019 年上半年美欧货币政策继续收紧、中美去库存掣肘大宗商品需求及价格，资源型新兴市场经济增速或将承压，而贸易摩擦引发的全球产业链转移与分工，将使越南等部分生产型新兴市场国家获益。

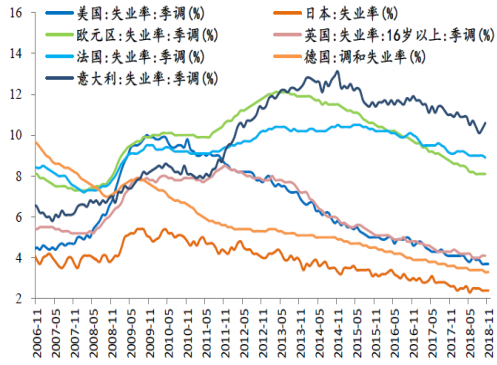


图3.5 充分就业

资料来源: Wind, 恒大研究院

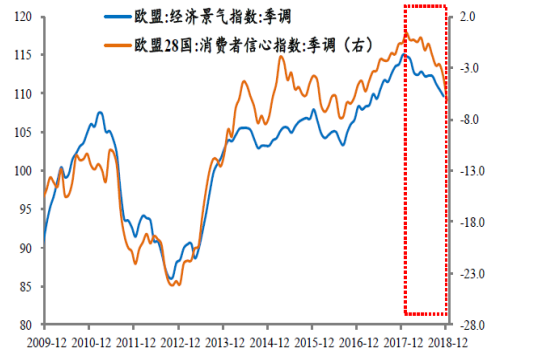


图3.6 欧盟经济景气和消费者信心指数

资料来源: Wind, 恒大研究院

二、南美洲经济现状及发展趋势

南美洲拥有多样的环境资源，但受殖民地式经济与大地主制影响，独立后并未出现经济起飞的现象，多为开发中国家。大地主制因大地主生产规模大，收入多；竞争力弱的小农户则生活贫困。造成社会贫富差距扩大。同时为避免与殖民母国利益相抵触，南美洲工业发展受限，仅能输出廉价的农、牧、矿等原料，且高价的工业产品由于受到殖民地式经济影响，南美洲仍以出口第一级产品为主，单一化的产品，易受国际价格波动影响，使南美洲经济不稳定，且为因应国际市场需求，多种植经济作物，许多国家须进口粮食，导致农业发展失衡。

南美洲各国经济发展水平和经济实力相差悬殊。巴西和阿根廷为经济最为发达的国家，加之委内瑞拉、哥伦比亚、智利和秘鲁，六国国内生产总值占全洲的90%以上。各国现代经济都高度集中在少数大城市或沿海地区，山区和边远地区经济落后。2010年南美GDP35783.24亿美元仅占世界649112.53亿美元的5.69%。从2000~2005年间南美洲经济出现负增长2010年南美洲许多国家经济名次还比2000年还低。

南美洲的2018年GDP约为3.6万亿美元，约为全球总量的4.25%。其中，巴西的GDP在南美各国中最高，约为1.87万亿美元，超过南美经济总量的一半。

（一）工业

工业以采矿业和制造业最为重要。采矿业是南美各国的基础部门，大部分矿产供出口，委内瑞拉、阿根廷、厄瓜多尔、秘鲁等国的石油；巴西、

委内瑞拉、智利的铁；玻利维亚的锡、锑；智利、秘鲁的铜；圭亚那、苏里南的铝土；秘鲁的铅、锌、银、铋；智利的硝石、钼；巴西的铌的产量或出口量在世界占据重要地位。轻工业为南美多数国家制造业的主体，肉类加工、制糖、饮料、皮革、纺织、服装等部门较发达。钢铁、汽车、化工、橡胶、电器、机械等重工业集中在巴西、阿根廷、委内瑞拉、智利、秘鲁、哥伦比亚等国家。

（二）农业

农业在南美各国经济中具有重要意义。种植业中经济作物占据绝对优势。南美洲是可可、向日葵、菠萝、马铃薯、木薯、巴西橡胶树、烟草、金鸡纳树、玉米、番茄、巴拉圭茶、辣椒等栽培植物的原产地。甘蔗、香蕉、咖啡分别占世界总产量的 20.5%，其中巴西的咖啡和香蕉产量均居世界第一位；可可、柑橘均占世界总产量的 25% 左右，其中巴西的可可产量居世界第三位；剑麻产量居各洲第二位，主要产在巴西；巴西木薯产量居世界第一位。南美洲向世界提供所需咖啡、香蕉、蔗糖的绝大部分及大量的棉花、可可、剑麻等。东南部阿根廷等国则大量出口肉类和粮食。牛、羊的总头数在世界上占重要地位。沿海盛产鳀鱼、沙丁鱼、鳊鱼、鲈鱼、金枪鱼等，秘鲁和智利为世界著名渔业国。南美洲大部分国家中多数人从事农业生产，但粮食生产仍不足自给，大多数国家需进口粮食。

（三）服务业

南美洲的第三产业发展情况要依各国情况而定，巴西、阿根廷、智利、委内瑞拉等国的第三产业发展总体在发展中国家属于中等，南美的巴西，金砖四国之一，是中上等收入的国家，第三产业发展的较好，环境质量优于同样是金砖四国的中国和印度（巴西政府重视环境的可持续发展）另外发展程度较高的南美国家还有阿根廷、乌拉圭、智利、委内瑞拉等。

三、智利经济

智利位于南美洲西南部，安第斯山脉西麓。东邻玻利维亚和阿根廷，北界秘鲁，西濒太平洋，南与南极洲隔海相望。海岸线总长约 1 万公里。是世界上最狭长的国家，南北长 4352 公里，东西宽 96.8-362.3 公里。境

内多火山，地震频繁。气候地区差异大：北部是常年无雨的热带沙漠气候；中部是冬季多雨、夏季干燥的亚热带地中海式气候；南部为多雨的温带阔叶林和寒带草原气候。年均最低和最高气温分别为 8.6℃ 和 21.8℃。

（一）智利资源状况

智利矿藏、森林和水产资源丰富。以盛产铜闻名于世，素称“铜之王国”。铜储量、产量和出口量均为世界第一，已探明蕴藏量达 2 亿吨以上，约占世界储藏量的 1/3。铁蕴藏量约 12 亿吨，煤约 50 亿吨。此外，还有锂、硝石、钼、金、银、铝、锌、碘、石油、天然气等。盛产温带林木，木质优良，是拉美第一大林产品出口国。渔业资源丰富，是世界上人工养殖三文鱼和鳟鱼的主要生产国。

（二）产业发展状况

工矿业是国民经济的命脉。近年来主要工矿业产品产量如下：

| 项目 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 铜（万吨） | 529.4 | 545.5 | 577.6 | 578.3 | 579.4 | 557.2 | 558 |
| 金（吨） | 43.9 | 48.6 | 48.5 | - | - | - | |
| 银（吨） | 1268.7 | 1150.7 | 1217.8 | - | - | - | |
| 钼（万吨） | 3.62 | 3.02 | 3.87 | 4.87 | 5.25 | 5.65 | |

（资料来源：智利国家统计局）

农业：2016/2017 年主要农作物播种面积 68.46 万公顷。近年来主要农产品产量如下（单位：万吨）：

| | 2011/12 年 | 2012/13 年 | 2013/14 年 | 2014/15 年 | 2015/16 年 | 2016/17 年 |
|----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 小麦 | 121.3 | 147.47 | 135.81 | 148.23 | 173.19 | 134.95 |
| 燕麦 | 45.08 | 68.04 | 60.99 | 42.11 | 53.31 | 71.31 |
| 大麦 | 7.59 | 7.96 | 8.24 | 4.96 | 10.83 | 9.55 |
| 水稻 | 14.98 | 13.03 | 13.49 | 16.36 | 17.4 | 12.79 |
| 玉米 | 149.33 | 151.85 | 118.61 | 153.88 | 117.45 | 106.26 |
| 土豆 | 109.34 | 115.9 | 106.13 | 96.05 | 116.6 | 142.65 |

（资料来源：智利国家统计局、智利农业部）

主要水果有苹果、葡萄、油梨、李子、桃、梨等。2013 年水果种植面积为 30.01 万公顷，年产量 415.20 万吨。

林业：2012 年森林覆盖面积 16.20 万平方公里，约占国土面积 22%。

其中天然林 13.18 万平方公里，人工林 2.90 万平方公里。主要树种是辐射松（64.9%）和桉树（29.3%），主要林产品为木材、纸浆、纸张等。

畜牧业：2012 年牧场面积 21.47 万平方公里，约占国土面积 28.4%。2013 年产牛肉 20.63 万吨，猪肉 55 万吨，禽类 68.06 万吨，牛奶 39.8 亿升。2014 年主要畜牧产品情况为：

| 项目 | 存栏量（万头/只） | 屠宰量（万头） | 产量（万吨） |
|----|-----------|---------|--------|
| 牛 | 511.73 | 89.28 | 76.18 |
| 羊 | 422.35 | 70.48 | 1.01 |
| 猪 | 273.31 | 259.2 | 25.92 |
| 家禽 | 4927.5 | 26107.1 | 64.37 |

（资料来源：智利国家统计局、智利农业部）

渔业：2011 年海产品捕捞量为 443.5 万吨，其中鱼类 342.8 万吨，贝类 58.9 万吨，藻类 41.8 万吨。

2010 年全国有旅行社 1246 家，其中 33.3% 在首都大区，19.3% 在瓦尔帕莱索，星级酒店、宾馆、别墅等住宿设施 4126 家。2017 年共接待外国游客 644.99 万人次，主要来自巴西、阿根廷等周边国家，北美和欧洲。

（三）基础设施建设

铁路：总长 6000 公里。2013 年客运量为 2862 万人次，货运量 26.4 万吨。首都圣地亚哥地铁全长 103 公里，2013 年客运量为 4.66 亿人次。

公路：总长 7.78 万公里。其中泛美公路长达 3363 公里。2013 年全国有各种机动车 417 万辆。

海运：95% 的对外贸易依靠海运。全国共有 39 个沿海港口，主要港口有：瓦尔帕莱索港，塔尔卡瓦诺港，安托法加斯塔港，圣安东尼奥港和蓬塔阿雷纳斯港等。

空运：全国共有 5 家航空公司，各类航空站 474 个，其中包括民用机场 31 个，军用机场 4 个，小型飞机起降站 312 个，直升机坪 127 个。主要国际机场有首都阿图罗·梅里诺·贝尼特斯机场、北部阿里卡市的查卡柳塔机场等 6 个。2013 年国内航线年客运量 947 万人次，货运量 2.85 万吨。国际航线客运量 700 万人次，货运量 27.08 万吨。

（四）财政金融

近年智利中央政府财政收支情况如下（单位：亿比索）：

| | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入 | 309350.31 | 311976.77 | 331291.01 | 364345.97 | 383254.21 |
| 支出 | 300502.04 | 318451.55 | 353435.04 | 397478.91 | 428115.45 |
| 差额 | 8848.27 | -6474.78 | -22144.03 | -33132.94 | -44861.24 |

（资料来源：智利中央银行）

主要银行有：智利银行：成立于 1893 年，2013 年资产总额 22.84 万亿比索。

（五）对外贸易

智利经济在很大程度上依赖对外贸易。进出口总额占国内生产总值的 50% 左右。实行统一的低关税税率（2003 年起平均关税率为 6%）的自由贸易政策。目前同世界上 170 多个国家和地区有贸易关系。智利海关数据显示，2018 年智利进出口总额 1455.84 亿美元，其中出口额 754.81 亿美元，进口额 701.03 亿美元。

近年来智利贸易情况如下（单位：亿美元）：

| | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 出口 | 807.13 | 767.37 | 762.01 | 742.04 | 620.4 | 577.35 | 659.25 | 754.81 |
| 进口 | 664.11 | 707.25 | 719.26 | 656.93 | 573.4 | 538.21 | 599.36 | 701.03 |
| 差额 | 143.02 | 60.12 | 42.75 | 85.11 | 47 | 39.14 | 59.89 | 53.78 |

近年来智利同主要贸易对象双边贸易情况如下（单位：亿美元）：

智方进出口

| | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中国 | 293.48 | 304.79 | 329.69 | 313.26 | 293.51 | 287.98 | 313.29 |
| 美国 | 227.87 | 246.32 | 247.17 | 222.07 | 192.24 | 177.48 | 206.71 |
| 巴西 | 106.73 | 95.66 | 96.29 | 97.14 | 80.39 | 76.48 | 95.07 |

智方出口

| | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中国 | 186.13 | 180.27 | 191.08 | 182.20 | 163.61 | 162.96 | 179.48 |
| 美国 | 87.83 | 89.86 | 96.80 | 87.21 | 82.87 | 81.60 | 96.70 |
| 日本 | 91.87 | 84.41 | 75.49 | 77.60 | 54.79 | 50.35 | 57.65 |
| 巴西 | 44.81 | 44.08 | 45.34 | 40.39 | 31.31 | 28.91 | 38.29 |

智方进口

| | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中国 | 107.34 | 124.51 | 138.61 | 131.06 | 129.9 | 125.02 | 133.81 |
| 美国 | 140.05 | 156.46 | 150.37 | 134.86 | 109.37 | 95.88 | 110.01 |
| 巴西 | 61.92 | 51.58 | 50.95 | 56.75 | 49.08 | 47.57 | 56.78 |
| 阿根廷 | 47.05 | 52.71 | 41.44 | 30.6 | 26.66 | 25.25 | 29.04 |

(资料来源: 智利海关)

(六) 主要经济指标

智利是拉美经济较发达的国家之一。矿业、林业、渔业和农业是国民经济四大支柱。智利经济多年保持较快增长, 其综合竞争力、经济自由化程度、市场开放度、国际信用等级均为拉美之首, 被视为拉美经济发展样板。但智经济结构单一、对外依存度高、能源短缺等问题较突出。

智利 2013 年-2017 年的主要经济指标

| 年份 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| GDP(亿美元) | 2784 | 2606 | 2440 | 2500 | 2771 |
| GDP 增长率 (%) | 4.05 | 1.77 | 2.31 | 1.27 | 1.49 |
| 人均 GDP (美元) | 10724 | 10883 | 10172 | 10201 | 10714 |

数据来源: 世界银行

2014 至 2017 年, 由于铜价下跌, 对私人投资和出口影响较为明显, 经济增长率有所放缓。在 2018 上半年, 工资上涨、利率下降等因素促进了消费和私人投资增加, 经济增长率较前几年有所上升, 达到 4.8%。

2018 年主要经济数据如下: 国内生产总值: 2987.9 亿美元; 人均国内生产总值: 16280 美元; 外贸总额: 1496 亿美元; 通货膨胀率: 2.6%; 失业率: 6.8%; 外汇储备: 398.5 亿美元; 外债余额: 1844.4 亿美元; 货币名称: 比索 (peso); 汇率: 1 美元=680 比索 (2019 年 5 月)。根据世界银行的预测, 由于全球经济增速放缓、智利国内财政和货币政策的调整以及铜价的预期价格, 2018 年智利 GDP 增长率预期为 4%, 并于 2020 年逐步降至 3.3%。

四、行业现状与发展前景

三文鱼肉质细嫩、颜色鲜艳、并且含有丰富的不饱和脂肪酸和多种微量元素及维生素, 在各种水产中一直受到青睐。

(一) 市场供给

三文鱼是一种溯河洄游性鱼类，主要存在于大西洋和太平洋，一般在河溪中生活 1-5 年后，再入海洋生活 2-4 年。人工养殖三文鱼的产地依赖于自然条件，集中在有群岛、峡湾等避风水域的海岸线。

近年来全球三文鱼产量持续上升，供应量充足，市场需求较高。从全球来看，挪威是三文鱼最大生产国，2018 年产量达到 123 万吨，同比上涨 8%，占到全球总产量的 54%。智利产量也在增长，据统计 2018 年总产量能达到 60.4 万吨，约占全球 25%。全球三文鱼排名前 20 家企业中，有 11 家来自挪威，6 家来自智利，其余 3 家分别来自英国、法罗群岛和加拿大。

（二）市场需求

大西洋鲑营养价值高，富含 OMEGA-3、EPA、DHA 以及微量元素和维生素。联合国粮食及农业组织提出，鱼类营养价值高，能够提供高品质的代表值和多种微量元素及维生素，包括维生素 A 和 D、镁、硒和碘。

从资源效率来看，三文鱼在蛋白质留存率、食物转化率、每 100KG 的可食用部分等指标，都优于鸡肉、猪肉、羊肉等蛋白质来源。

长期以来，影响三文鱼需求的关键原因之一是价格比其他肉类较高，近年来，大西洋鲑相对其他肉类的价格有下降的趋势。

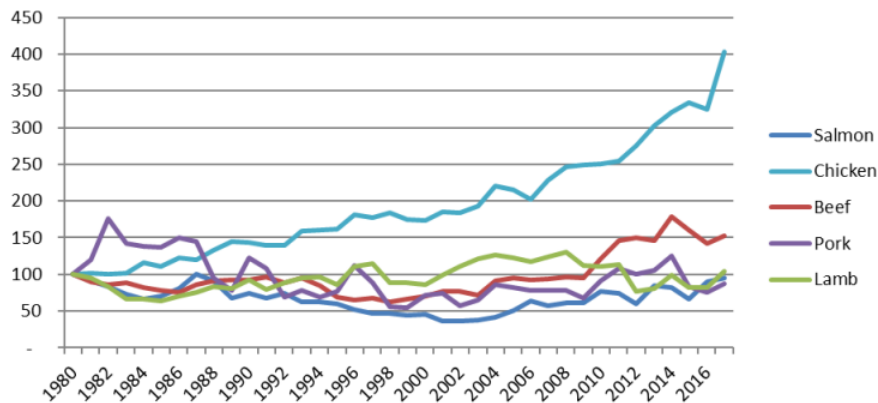


图 3.7 1980 年至 2017 年相对价格的变化

数据来源：Marine Harvest 发布的《Salmon Farming Industry Handbook 2018》

根据上图可以看出，三文鱼相对于其他提供蛋白质来源肉类的价格而言，变得比原来更为便宜，从而有效得促进需求的增长。

目前欧洲和北美是最大的两个消费市场，然而近年来，新兴市场的增速更快。在过去三年中，中国市场上最大的三文鱼供应国从挪威变成了智利，市场规模稳定在 10 万吨左右。近来，随着国民收入增加，经济快速发展，国内冷链物流不断完善，为冰鲜产品运输提供保障，这些都有利于三文鱼市场继续扩大。另外，国民消费升级正在进行中，进口海鲜更多的出现在国内消费者的餐桌上，而且年轻一代消费者和中等收入家庭的消费趋于多元化，购买渠道倾向于更加快捷方便的生鲜电商。以前中国市场上消费最多的是整鱼，而现在鱼片、鱼段等产品更加畅销。未来每年中国三文鱼市场将以 25% 的速度扩大。

第四节 企业业务分析

Australis 公司拥有各类海洋生物资源，主要业务是三文鱼类的采购、销售、养殖、培育、进出口、商业化和分销，进行所有直接或间接与捕捞和水产养殖有关的活动。

根据鲑鱼的品类，Australis 公司的主要产品为大西洋鲑（Atlantic Salmon）、鳟鱼（Trout）、银鲑（Pacific Salmon—Coho）。Australis 公司的主要业务包括以下几类：

一、遗传育种与种苗繁育业务

基因育种质量的高低是三文鱼在海洋中健康成长的关键因素。

Australis 公司的鱼卵均为外购，其与 Aquagen 公司就大西洋鲑鱼卵的供应签署了长期协议。该协议使 Australis 淡水养殖团队得以与世界一流的知名育种公司合作，提升鲑鱼的生长效率，肉色质量和抗病性等一系列关键因素。

二、淡水业务

淡水业务侧重于鲑鱼卵的孵化、育苗和育肥过程，以帮助鲑鱼鱼苗充分发育，适应海水养殖环境。Australis 公司在第十一大区运营 4 家淡水养鱼场（其中 3 家为自有、1 家为租赁），拥有淡水养殖许可权 11 项，每家养殖场可培育约 1700 万条幼鲑。

Australis 公司坚持将育苗工作集中在陆地上的养鱼场中，不使用淡水湖泊或河口水域，使得公司能够更有效地控制这一环节中的卫生和健康状况。

淡水养殖阶段时长约为 10-16 个月，由受精卵开始培育，生长到 100g—150g 左右的小鱼后即可转入海洋养殖区的网箱，进入海水育肥阶段。

三、海水业务

海水业务是指养殖的最后一个过程，包括鱼群的养殖和育肥，鲑鱼将在海水中长至后续加工及商品化所需的重量。

海水中的饲养和肥育，从鲑鱼幼苗进入不同的养殖中心开始，直到平均体重达到捕捞要求。根据鲑鱼品种的不同，成鱼最终体重 3 至 6 公斤不等。这一过程在 Australis 的自有海洋养殖中心进行，或者委托位于大湖区 Los Lagos、艾森 Aysén 和麦哲伦 Magallanes 地区的第三方完成。公司在第十、第十一、第十二大区运营 22 个搭载综合饲养系统的海水饲养点。

在海洋养殖中心，生产团队在整个育肥期间不断监测鱼类状况。在正常情况下，这一培育过程的持续时间从 10 到 24 个月不等，受到鱼体物种区别、产品策略和养殖区域地理位置等不同因素的影响。技术监测覆盖影响鱼类发育和育肥的所有变量，如卫生状况、增重速度等。

Australis 公司采用各种收获技术，尤其是以捕捞艇（或称“罐船”）为存放工具的活体打捞技术，可使成鱼在从养殖中心运送到加工厂的过程中保持鲜活状态。该系统从养殖笼中直接吸取成鱼，并将它们存放在捕捞艇的储罐中；然后，这一捕捞容器随即充当起运输工具，鱼在最佳的密度和氧气条件下转移，中途不需要适应新的生存条件。这一理想环境，确保了成鱼到达加工厂时的新鲜度和品质。

海水养殖和育肥阶段一般持续 12-24 个月。在智利，由于海水温度更加理想，生长期比其他地区可有所缩短。一个养殖区通常有 6-10 个网箱。网箱由两部分组成，水面部分由浮力元件构成直径 50 米的圆形或方形区域，水下部分的网袋就是网箱的主体，20-50 米深，最多放养着 15 万条鱼，但这些鱼只占空间的 2.5%，每个网袋 97.5% 的空间都是海水，给予鲑鱼充分的活动空间。

四、加工业务

Australis 公司在加工工艺的设计中遵循严格的食品安全和动物福利标准。加工厂使用先进的技术和熟练的劳动力，根据目标市场客户的具体要求，对鲑鱼进行加工。加工过程的所有阶段都经过严格的质量控制和微生物实验室分析。

厂房中的加工流程结束后，鲜食及冷冻的成品均会立即被放置在冷库中储存。鲜食成品每天均会通过冷藏车运输直接送达最终目的地或机场。冷冻成品被保存-18° C 的冷储环境中静待装运，主要运输手段是海运。

Australis 公司拥有一家位于 Los Lagos 省 Quellon 市的初级加工厂和一家位于该省 Calbuco 市的深加工厂，占地约 3.6 公顷，建筑总面积约 5600 平方米，合计拥有清洗、切割、烟熏加工等 6 条生产线，和一个储存能力为成品 1100 吨的冷冻库。

五、销售业务

Australis 公司的销售业务使用销售订单系统（SO），销售人员在收到客户订单的一周内需在公司的 SAP 系统中注册，并标明销售渠道、销售人员和销售办公室。在开具发票前，需要验收货物交付的回执单。具体流程如下图：

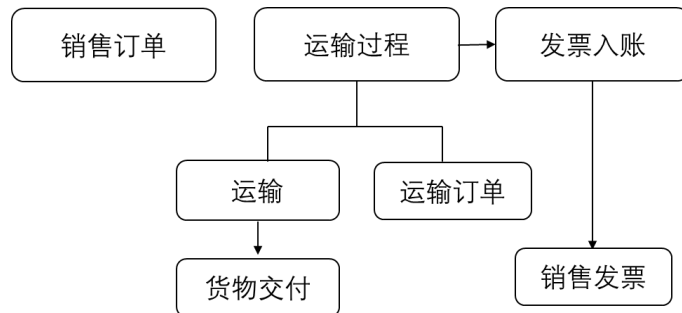


图 3.8 销售流程

第五节 企业财务和经营状况

一、历史年度财务状况

财务状况表

单位：千美元

| | 2017 年 12 月 31 日 | 2018 年 12 月 31 日 | 2019 年 6 月 30 日 |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 流动资产 | | | |
| 货币资金 | 17,111.35 | 17,106.40 | 33,963.26 |
| 应收账款 | 21,404.43 | 39,279.24 | 36,941.87 |
| 预付款项 | 3,623.04 | 6,331.91 | 16,844.40 |
| 其他应收款 | 2,581.52 | 4,982.24 | 2,868.89 |
| 存货 | 201,839.20 | 237,608.44 | 278,881.23 |
| 其他流动资产 | 6,437.41 | 6,900.06 | 9,924.52 |
| 流动资产合计 | 252,996.95 | 312,208.28 | 379,424.17 |
| 非流动资产 | | | |
| 长期股权投资 | 35.29 | 48.43 | 48.43 |
| 固定资产 | 99,847.32 | 99,670.47 | 124,608.22 |
| 在建工程 | 25,405.86 | 55,533.59 | 51,462.41 |
| 无形资产 | 40,624.25 | 50,680.44 | 50,144.90 |
| 递延所得税资产 | 59,552.27 | 50,507.34 | 48,262.83 |
| 其他非流动资产 | 115.36 | 2,303.43 | 5,521.28 |
| 非流动资产合计 | 225,580.35 | 258,743.69 | 280,048.08 |
| 资产总计 | 478,577.30 | 570,951.98 | 659,472.25 |
| 负债及股东权益 | | | |
| 流动负债 | | | |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 26,500.00 |
| 应付账款 | 57,311.45 | 85,788.92 | 131,093.17 |
| 预收款项 | 1,200.49 | 4,986.68 | 4,418.74 |
| 应付职工薪酬 | 4,812.15 | 5,565.15 | 3,833.81 |
| 应交税费 | 177.94 | 1,473.50 | 1,821.32 |
| 其他应付款 | 24,200.14 | 20,472.21 | 22,809.89 |
| 一年内到期非流动负债 | 2,826.27 | 27,381.61 | 26,616.21 |
| 流动负债合计 | 90,528.44 | 145,668.07 | 217,093.13 |
| 非流动负债 | | | |
| 长期借款 | 99,377.71 | 79,412.93 | 69,511.06 |
| 递延所得税负债 | 28,092.00 | 31,297.00 | 34,500.66 |
| 长期应付款 | 3,055.45 | 15,402.26 | 12,292.69 |
| 非流动负债合计 | 130,525.16 | 126,112.19 | 116,304.41 |
| 负债合计 | 221,053.60 | 271,780.26 | 333,397.54 |
| 股东权益 | | | |
| 股本 | 301,564.54 | 301,564.54 | 301,564.54 |
| 资本公积 | 3,818.00 | 3,818.00 | 3,818.00 |
| 其他综合收益/(损失) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 未分配利润/(累计亏损) | -47,858.84 | -6,210.82 | 20,692.17 |
| 归属于母公司股东权益 | 257,523.70 | 299,171.72 | 326,074.71 |
| 少数股东权益 | | | |
| 股东权益合计 | 257,523.70 | 299,171.72 | 326,074.71 |
| 负债及股东权益总计 | 478,577.30 | 570,951.98 | 659,472.25 |

二、历史年度经营状况

经营状况表

单位：千美元

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-6 月 |
|---------------|------------|------------|--------------|
| 一、营业收入 | 399,441.31 | 360,878.33 | 216,562.72 |
| 减：营业成本 | 262,234.96 | 274,610.40 | 168,020.23 |
| 销售费用 | 9,380.73 | 10,266.40 | 5,989.16 |
| 管理费用 | 9,824.52 | 11,872.71 | 5,815.57 |
| 财务费用 | 6,391.84 | 4,843.29 | 2,916.85 |
| 资产减值损失 | 5,012.33 | 3,183.32 | 3,995.19 |
| 投资收益/(损失) | -22.02 | 44.43 | 0.00 |
| 公允价值变动收益/(损失) | -10,496.73 | -2,568.03 | 4,017.19 |
| 资产处置收益/(损失) | -258.00 | 989.00 | 17.00 |
| 二、营业利润 | 95,820.18 | 54,567.61 | 33,859.90 |
| 加：营业外收入 | 3,856.44 | 2,653.43 | 137.66 |
| 减：营业外支出 | 657.73 | 3,143.71 | 892.64 |
| 三、利润总额 | 99,018.89 | 54,077.33 | 33,104.92 |
| 减：所得税费用 | 25,899.80 | 12,429.31 | 6,201.93 |
| 四、净利润 | 73,119.09 | 41,648.02 | 26,902.99 |

注：上述 2017 年、2018 年和 2019 年 1-6 月数据经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计。

第六节 收益法评估模型

收益法评估采用现金流量折现法，选取的现金流量口径为企业自由现金流，通过对企业整体价值的评估来间接获得股东全部权益价值。

一、评估模型

本次评估选用的是现金流量折现法，将企业自由现金流量作为企业预期收益的量化指标，并使用与之匹配的加权平均资本成本模型 (WACC) 计算折现率。

二、计算公式

$$E = V - D \quad \text{公式一}$$

$$V = P + C_1 + C_2 + E' \quad \text{公式二}$$

上式中：

E ：股东全部权益价值；

V ：企业价值；

D ：付息债务评估价值；

P : 经营性资产评估价值;

C_1 : 溢余资产评估价值;

C_2 : 非经营性资产评估价值;

E' : 长期股权投资评估价值。

其中, 公式二中经营性资产评估价值 P 按如下公式求取:

$$P = \sum_{t=1}^n \left[R_t \times (1+r)^{-t} \right] + \frac{R_{n+1}}{(r-g)} \times (1+r)^{-n} \quad \text{公式三}$$

上式前半部分为明确预测期价值, 后半部分为永续期价值(终值)

公式三中:

R_t : 明确预测期的第 t 期的企业自由现金流

t : 明确预测期期数 1, 2, 3, ..., n ;

r : 折现率;

R_{n+1} : 永续期企业自由现金流;

g : 永续期的增长率, 本次评估 $g = 2.1\%$;

n : 明确预测期第末年。

三、收益期的确定

企业价值评估中的收益期限通常是指企业未来获取收益的年限。为了合理预测企业未来收益, 根据企业生产经营的特点以及有关法律法规、契约和合同等, 可将企业的收益期限划分为有限期限和无限期限。

四、预期收益的确定

本次将企业自由现金流量作为企业预期收益的量化指标。

企业自由现金流量就是在支付了经营费用和所得税之后, 向公司权利要求者支付现金之前的全部现金流。其计算公式为:

企业自由现金流量 = 税后净利润 + 折旧与摊销 + 利息费用 × (1 - 税率 T) - 资本性支出 - 营运资金变动

五、折现率的确定

确定折现率有多种方法和途径，按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为企业自由现金流，则折现率选取加权平均资本成本（WACC）确定。

六、付息债务价值的确定

付息债务是包括企业的长短期借款，按其市场价值确定。

七、溢余资产及非经营性资产价值的确定

溢余资产是指与企业收益无直接关系的，超过企业经营所需的多余资产，一般指超额货币资金和交易性金融资产等；非经营性资产是指与企业收益无直接关系的，不产生效益的资产。对该类资产单独进行评估。

第七节 收益期限及预测期的说明

企业价值评估中的收益期限通常是指企业未来获取收益的年限。为了合理预测企业未来收益，根据企业生产经营的特点以及有关法律法规、契约和合同等，可将企业的收益期限划分为有限期限和无限期限。

由于评估基准日被评估公司经营正常，没有对影响企业继续经营的核心资产的使用年限进行限定和对企业生产经营期限、投资者所有权期限等进行限定，并可以通过延续方式永续使用。故本评估报告假设被评估公司评估基准日后永续经营，相应的收益期限为无限期限。由于企业近期的收益可以相对合理地预测，而远期收益预测的合理性相对较差，按照一般评估惯例，评估人员将企业的收益期限划分为明确预测期间和明确预测期后两个阶段。评估既： $\text{经营性业务价值} = \text{明确预测期价值} + \text{明确预测期后价值（终值）}$ 。

评估人员经过综合分析，确定评估基准日至 2024 年 12 月 31 日为明确预测期，2024 年以后为永续期。

第八节 折现率的确定

一、折现率模型的选取

折现率应该与预期收益的口径保持一致。由于本评估报告选用的是企业现金流折现模型，预期收益口径为企业现金流，故相应的折现率选取加权平均资本成本（WACC），计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E}$$

式中：

WACC：加权平均资本成本；

E：权益的市场价值；

D：债务的市场价值；

Ke：权益资本成本；

Kd：债务资本成本；

T：被评估企业的所得税税率。

加权平均资本成本 WACC 计算公式中，权益资本成本 Ke 按照国际惯常作法采用资本资产定价模型（CAPM）估算，计算公式如下：

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$

式中：

Ke：权益资本成本；

Rf：无风险收益率；

β ：权益系统风险系数；

MRP：市场风险溢价；

Rc：企业特定风险调整系数；

T：被评估企业的所得税税率。

二、折现率具体参数的确定

（一）无风险收益率的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。根据智利证券交易所所披露的信息，三十年期

美债在评估基准日的到期年收益率为 3.1310%，本报告以 3.1310% 作为无风险收益率。

（二）贝塔系数 β_L 的确定

1. 计算公式

被评估公司的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中：

β_L ：有财务杠杆的 Beta；

β_U ：无财务杠杆的 Beta；

T：被评估公司的所得税税率；

D/E：被评估公司的目标资本结构。

2. 被评估公司无财务杠杆 β_U 的确定

根据被评估公司的业务特点，评估人员通过彭博系统查询了智利和欧洲市场 12 家可比上市公司的 β_L 值，然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成 β_U 值。在计算资本结构时 D、E 按市场价值确定。将计算出来的 β_U 取平均值 0.5959 作为被评估公司的 β_U 值，具体数据见下表：

| 股票代码 | 公司简称 | β_L 值 | β_U 值 |
|-------------|-------------------------|-------------|-------------|
| AQUACHIL CI | Aquachile | 0.7900 | 0.7380 |
| SALMOCAM CI | Salmones Camanchaca | 0.4600 | 0.4343 |
| INVERMAR CI | Invermar | 0.7500 | 0.7479 |
| MHG NO | Mowi ASA | 0.6500 | 0.5836 |
| SALM NO | SalMar ASA | 0.7500 | 0.6989 |
| LSG NO | Leroy Seafood Group ASA | 0.7700 | 0.6625 |
| AUSS NO | Austevoll Seafood ASA | 0.8900 | 0.6305 |
| BAKKA NO | Bakkafrost | 0.3000 | 0.2851 |
| GSF NO | Grieg Seafood ASA | 0.8900 | 0.7646 |
| NRS NO | Norway Royal Salmon ASA | 0.6100 | 0.5633 |
| NTS NO | NTS Management AS | 0.5900 | 0.4257 |
| SAN NZ | Sanford Limited | 0.7300 | 0.6166 |
| 平均值 | | | 0.5959 |

3. 被评估公司资本结构 D/E 的确定

取可比上市公司资本结构的平均值 19.06% 作为被评估公司的目标资本结构 D/E。被评估公司评估基准日执行的所得税税率为 27%。

4. β_L 计算结果

将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出被评估公司的权益系统风险系数。

$$\begin{aligned}\beta_L &= [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U \\ &= 0.6788\end{aligned}$$

（三）市场风险溢价的确定

成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到；因此国际上新兴市场的风险溢价通常采用美国成熟市场的风险溢价进行调整确定，计算公式为：

股票风险溢价 = 成熟股市的基本溢价 + 国家溢价

本报告选取美国股市在 1928 年—2018 年间相对于国债的几何平均溢价 6.26% 做为成熟股市的基本溢价。

根据穆迪评级，智利国家风险溢价为 0.98%。

则智利市场风险溢价 MRP 取 7.24%。

（四）企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数指的是企业相对于同行业企业的特定风险，影响因素主要有：（1）企业所处经营阶段；（2）历史经营状况；（3）主要产品所处发展阶段；（4）企业经营业务、产品和地区的分布；（5）公司内部管理及控制机制；（6）管理人员的经验和资历；（7）企业经营规模；（8）对主要客户及供应商的依赖；（9）财务风险；（10）法律、环保等方面的风险。

综合考虑上述因素，我们将本次评估中的个别风险报酬率确定为 4%。

（五）折现率计算结果

1. 计算权益资本成本

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式，计算得出被评估公司的权益资本成本。

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$

=12.04%

2. 计算加权平均资本成本

评估基准日被评估公司付息债务的平均年利率为 5.9136%，将上述确定的参数代入加权平均资本成本计算公式，计算得出被评估公司的加权平均资本成本。

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E}$$

=10.80%

（六）永续期的折现率确定

永续期折现率的计算与明确预测期相同。按以下公式确定：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E}$$

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$

$$\beta = [1 + (1-t) \times D/E] \times \beta_U$$

在计算过程中，D/E、E/(D+E)、D/(D+E) 均按可比上市公司平均资本结构确定。

将相关数据代入上式计算得出永续期折现率 r 为 10.80%。

第九节 经营性业务价值的估算及分析过程

收益预测范围：预测口径为 Australis Seafoods S.A. 公司合并报表口径，预测范围为 Australis Seafoods S.A. 公司经营性业务。

收益预测基准：本次评估收益预测是根据已经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计的被评估公司 2017 年至 2019 年 1-6 月年的会计报表，以近三年的经营业绩为基础，根据被评估公司驻在国宏观政策，研究了所处行业市场的现状与前景，分析了被评估公司的优势与劣势，尤其是所面临的市场环境和未来的发展前景及潜力，并依据被评估公司战略规划，经过综合分析研究由被评估公司编制并提供给评估机构。评估人员与委托人、被评估公司和其他相关当事人讨论了被评估公司未来各种可能性，

结合被评估公司的人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势，考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景，分析了未来收益预测资料与评估目的、评估假设、价值类型的适用性和一致性。被评估公司未来收益预测说明如下：

一、营业收入预测

被评估公司营业收入预测主要受到未来鲑鱼销售量和销售单价这两个因素的影响。

（一）销售量

鲑鱼生长周期约 3 年，幼鲑投入海水养殖场后约 18 个月后达到可捕捞状态。智利对于鲑鱼产业实行严格监管，政府将适宜养殖鲑鱼的海域分为十二个区域，对每个区域内的各个海水养殖场颁发单独的水产养殖特许经营权，达到各项卫生、技术、环境标准的企业可以获取水产养殖特许经营权。第十二区位于智利最南端，海水温度低，最适宜养殖鲑鱼，但由于自然环境及经济发展程度等原因，第十二区发展较为落后。目前，除了第十二区，智利政府对各区的鲑鱼养殖数量及增长速度进行了严格的限制。被评估公司在第十二区拥有多个水产养殖特许经营权，随着被评估公司增加在第十二区投资设厂活动，十二区的产能大幅提高，被评估公司从 2018 年开始加大了十二区的幼鲑投放数量，因此预测期鲑鱼的捕捞出产数量有较大的增幅。

产量预测主要基于预测期前 18 个月投入海水养殖场的幼鲑数量及预测的鲑鱼生长情况。被评估公司主要产品为大西洋鲑鱼、鳟鱼和银鲑，对于每一种鱼类，被评估公司制订了详细的生产经营计划，基于各海水养殖场的生产能力，结合预测期间的生产计划，安排幼鲑投入海水养殖场的数量，由此可以测算已经激活的水产养殖特许经营权不同鱼类的产量，将 2019 年 7-12 月、2020 年和 2021 年水产养殖特许经营权产量加总，可以得到 2019 年 7-12 月、2020 年和 2021 年不同鱼类的产量。从 2022 年开始，由于没有详细的生产经营数据，评估人员以被评估公司管理层提供的产量预测数据为依据进行预测。

对于销售量，基于历史产量和销售量的分析统计，以及对未来全球三文

鱼需求量的预判，被评估公司管理层对于未来三文鱼销售量占产量的比例有一个分析和判断，评估人员以此判断为基础进行销售量的预测。

（二）销售单价

鲑鱼的市场价格取决于鲑鱼供求关系。以 2017 年和 2018 年为例，在 2017 年下半年挪威三文鱼收获量大幅飙升之后，2018 年年初其价格每公斤约 56 挪威克朗(合 6.90 美元)。零售价格下跌带来的需求效应导致供应趋紧，随后价格开始出现急剧上升的趋势。到第 19 周，渔场交付价格指数达到了创纪录的每公斤 80.22 挪威克朗(9.97 美元)，然后随着捕捞条件的正常化，在第 26 周价格急剧下降，达到了 56.15 挪威克朗(6.93 美元)。

2018 年全球三文鱼养殖量增长约为 7%，这主要得益于智利和挪威采取了有效手段防治赤潮和海虱病带来的影响，产量开始恢复，所以从上游来看，价格峰值时期已经过去。2019 年第一季度全球三文鱼供给量增长率约为 5%，第二季度达到了 8%。根据 ABG Sundal Collier 预测，在 2019 年第三季度和第四季度全球三文鱼供给量增长率将分别到 4%和 5%。

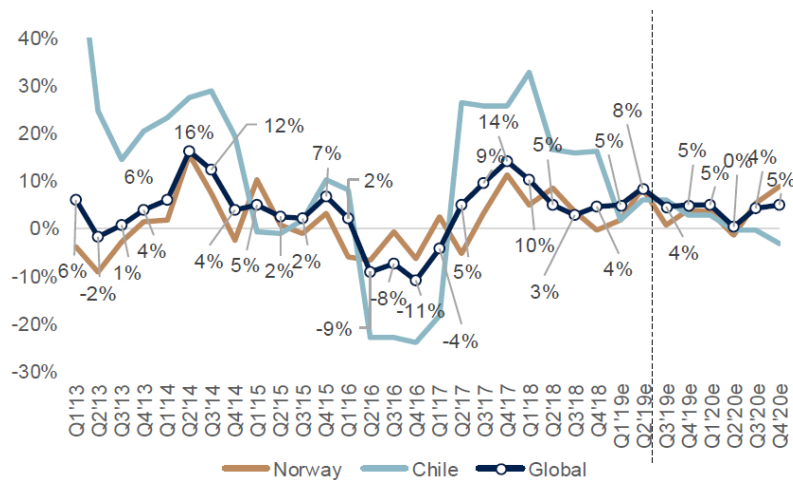


图 3.11 三文鱼供给量增长趋势

数据来源：ABG Sundal Collier, Kontali, Aquabench

根据 ABG Sundal Collier 预测，2019 年全年，挪威三文鱼供给量增长为 3.7%，智利三文鱼供给量增长为 4.1%，全球三文鱼供给量增长为 6%；2020 年，全球三文鱼供给量增长为 4%。从对三文鱼价格影响的角度，因产量增长，2019 年三文鱼价格仍可能维持低位运行，或保持相对稳定。未来三文鱼

价格将保持比较稳定的态势，如果没有出现大的自然灾害，不会出现大的波动。

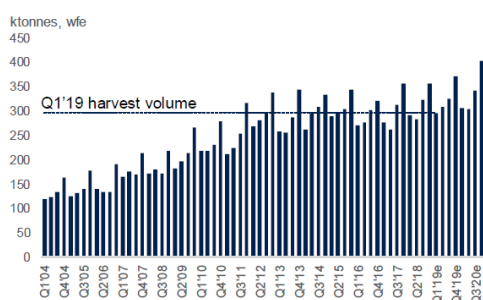


图 3.9 挪威三文鱼收获量

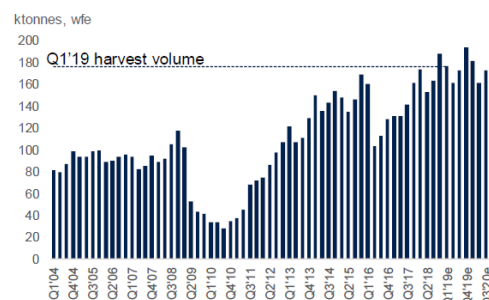


图 3.10 智利三文鱼收获量

数据来源：ABG Sundal Collier, Kontali, 数据来源：ABG Sundal Collier, Kontali, Aquabench Aquabench

全球几个三文鱼价格指数公开提供相关价格统计数据，其中两个最重要的统计数据公开提供方是 Nasdaq /Fish Pool 和 Statistics Norway，此外，美国 Urner Barry 提供了在迈阿密的智利三文鱼和在西雅图的加拿大三文鱼的参考价格。

对未来全球三文鱼价格的预判，许多机构给出了不同的预测价格。其中 Nasdaq /Fish Pool 2019 年 9 月至 2021 年 11 月的预测数据见下表：

| 月度 | 挪威克朗/千克 | 欧元/千克 | 挪威克朗/欧元 |
|---------|---------|-------|---------|
| 2019-09 | 55.80 | 5.75 | 9.70 |
| 2019-10 | 56.10 | 5.78 | 9.71 |
| 2019-11 | 56.70 | 5.83 | 9.73 |
| 2019-12 | 60.00 | 6.16 | 9.74 |
| 2020-01 | 62.90 | 6.45 | 9.75 |
| 2020-02 | 63.00 | 6.45 | 9.77 |
| 2020-03 | 63.10 | 6.45 | 9.79 |
| 2020-04 | 64.30 | 6.56 | 9.80 |
| 2020-05 | 64.50 | 6.57 | 9.82 |
| 2020-06 | 64.10 | 6.51 | 9.84 |
| 2020-07 | 57.30 | 5.82 | 9.85 |
| 2020-08 | 56.50 | 5.72 | 9.87 |
| 2020-09 | 56.90 | 5.75 | 9.89 |
| 2020-10 | 57.50 | 5.80 | 9.91 |
| 2020-11 | 57.70 | 5.82 | 9.92 |
| 2020-12 | 58.20 | 5.86 | 9.94 |
| 2021-01 | 60.20 | 6.04 | 9.96 |
| 2021-05 | 60.20 | 6.01 | 10.02 |
| 2021-06 | 60.20 | 6.00 | 10.04 |
| 2021-07 | 59.40 | 5.90 | 10.06 |
| 2021-08 | 59.40 | 5.90 | 10.07 |
| 2021-09 | 59.40 | 5.89 | 10.09 |

| 月度 | 挪威克朗/千克 | 欧元/千克 | 挪威克朗/欧元 |
|---------|---------|-------|---------|
| 2021-10 | 59.40 | 5.88 | 10.11 |
| 2021-11 | 59.40 | 5.87 | 10.12 |

source:OSLSFX FISH POOL

被评估公司参考权威机构发布的鲑鱼价格指数系统报价走势(图 3.12、图 3.13), 了解近期市场情况, 并结合公司对于未来市场供求情况的预测以及与下游客户的谈判, 形成当期的鲑鱼销售价格。

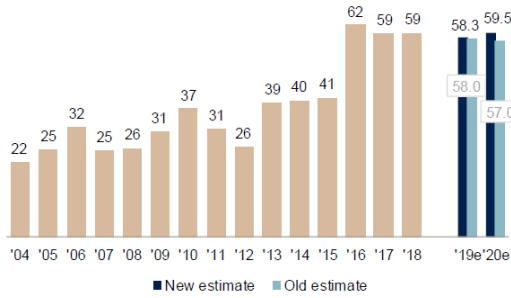


图 3.12 纳斯达克挪威三文鱼指数系统报价走势

数据来源: ABG Sundal Collier, Kontali, Aquabench

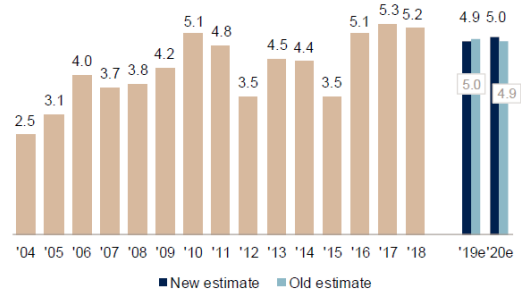


图 3.13 SalmonEx 智利三文鱼指数系统价格走势图

数据来源: ABG Sundal Collier, Kontali, Aquabench

评估人员对 2019 年 9 月至 2020 年 12 月的 Nasdaq /Fish Pool 预测数所和被评估公司管理预测销售价格进行了比较, 经过比对发现, 管理层预测价格约为 Nasdaq /Fish Pool 预测价格的 84%-97%, 评估人员从谨慎性原则出发, 对于 2019 年和 2020 年的预测单价选取管理层预测价格做为未来三文鱼销售单价。2021 预测单价, 以 Nasdaq /Fish Pool 预测单价为基础, 参考历史年度智利三文鱼销售单价和 Nasdaq /Fish Pool 预测单价差异系数, 折算到智利三文鱼销售单价。从 2022 年开始, 销售单价基本和 2021 年预测平均单价保持一致。

(三) 其他子产品收入

其他子产品参考历史年度其他子产品占主要产品的比例, 进行未来年度其他子产品销售收入的预测。

(四) 营业收入

经实施以上分析, 营业收入预测如下表所示:

单位: 千美元

| 项目名称 | 2019 年 7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|-------|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 大西洋鲑鱼 | 171,899.18 | 387,585.51 | 453,498.03 | 464,089.22 | 491,448.80 | 491,448.80 |
| 鳟鱼 | 35,734.40 | 125,237.08 | 100,163.39 | 110,756.78 | 87,319.22 | 93,305.18 |
| 银鲑 | 0.00 | 25,045.71 | 42,929.42 | 53,022.40 | 69,200.04 | 69,200.04 |
| 其他子产品 | 1,628.77 | 2,661.00 | 11,412.38 | 12,010.69 | 12,395.19 | 12,509.69 |
| 合计 | 209,262.35 | 540,529.31 | 608,003.21 | 639,879.09 | 660,363.25 | 666,463.71 |

二、营业成本预测

营业成本主要包括幼鲑成本、饲料、人工、防疫、营运费用、折旧和加工费用。其中幼鲑成本、饲料、人工、防疫主要为与产量相关的可变成本；营运费用主要包括捕捞船租用及运营成本，营运费用主要为与产量相关的可变成本；加工费用主要为加工厂的各类成本，包括人工成本、折旧、物料消耗等，加工成本包括可变成本和固定成本。可变成本主要基于产量进行预测，并将单位可变成本根据被评估公司未来生产经营具体规划来分析判断，进行必要的调整。

通过与被评估公司管理层访谈，未来经营年度被评估公司将采取一系列措施降低生产成本，包括对淡水养殖场进行改造、调整使用养殖成本相对较低的养殖点，以及随着 Torres del Paine operation、CPT 工程、Dumestre 加工厂等投入运营，都将降低运输成本、储藏成本、初加工和深加工成本。

基于以上分析，评估人员根据历史年度各种不同品种鱼类各项成本单价，结合考虑未来被评估公司生产经营及成本节约的具体规划和措施，按照成本单价比例计算确定。其他子产品营业成本的预测，参考历史年度其他子产品营业成本占营业收入的比例进行预测。

经实施以上分析，营业成本预测如下表所示：

单位：千美元

| 项目名称 | 2019 年 7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|-------|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 大西洋鲑鱼 | 134,172.56 | 296,714.14 | 347,921.97 | 345,898.19 | 357,456.02 | 350,373.54 |
| 鳟鱼 | 31,640.42 | 99,025.42 | 79,343.96 | 85,776.05 | 66,526.01 | 69,241.62 |
| 银鲑 | 0.00 | 24,209.87 | 26,815.47 | 32,327.70 | 41,569.24 | 40,822.90 |
| 其他子产品 | 1,732.72 | 4,150.89 | 11,412.38 | 12,010.69 | 12,395.19 | 12,509.69 |
| 合计 | 167,545.71 | 424,100.32 | 465,493.78 | 476,012.63 | 477,946.46 | 472,947.75 |

预测期内被评估单位毛利率水平如下：

| 项目 | 2019 年 7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|-----|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 19.94% | 21.54% | 23.44% | 25.61% | 27.62% | 29.04% |

考察历史期 2017 年毛利率为 34.35%，2018 年毛利率为 23.90%，2019 年 1-6 月毛利率为 22.41%，被评估单位预测期 2019 年 7-12 月和 2020 年毛利率与 2018 年及 2019 年上半年实际毛利率相比有所下降，主要因为预测期产品单位售价较 2018 年有所下降，毛利率的变动基本与价格的变动率一致，单位成本预测数与以前年度变动不大。从 2021 年开始，随着被评估单位各项成本节约措施的实施，毛利率水平逐渐上升，不考虑价格波动的因素，未来将保持在合理的区间。

三、销售费用预测

销售费用主要包括员工成本、冷冻费用、推广费用、运输费用、第三方服务费和其他。结合历史年度相关费用占营业收入的比例，在目前合理水平的基础上分析确定。

经实施以上分析，销售费用预测如下表所示：

单位：千美元

| 项目名称 | 2019 年 7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|--------|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 员工成本 | 2,091.00 | 4,327.97 | 4,625.02 | 4,739.52 | 4,891.25 | 4,936.43 |
| 冷冻费用 | 1,397.00 | 2,993.04 | 3,123.46 | 3,287.21 | 3,392.44 | 3,423.78 |
| 推广费用 | 1,192.94 | 2,231.07 | 2,266.37 | 2,385.19 | 2,461.55 | 2,484.29 |
| 运输费用 | 516.04 | 1,086.93 | 1,101.01 | 1,158.73 | 1,195.83 | 1,206.88 |
| 第三方服务费 | 246.96 | 627.06 | 644.54 | 678.33 | 700.05 | 706.51 |
| 其他 | 585.93 | 1,143.99 | 1,104.39 | 842.35 | 869.32 | 877.35 |
| 合计 | 6,029.87 | 12,410.06 | 12,864.80 | 13,091.34 | 13,510.43 | 13,635.24 |

四、管理费用预测

管理费用主要包括员工成本、办公费用、折旧和摊销费、租金和其他，大多都属于固定费用。

对于折旧和摊销费用，根据未来各年固定资产折旧总额和无形资产摊销总额、管理部门固定资产和无形资产所占比例确定管理费用中应分摊的折旧摊销费进行预测；

对于员工成本、办公费用、租金及其他费用等，则在目前合理水平的基础上分析确定。

经实施以上分析，管理费用预测如下表所示：

单位：千美元

| 项目名称 | 2019年7-12月 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 |
|----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 职工薪酬 | 3,197.39 | 6,574.37 | 7,271.89 | 7,461.17 | 7,633.99 | 7,704.51 |
| 第三方技术服务费 | 1,361.02 | 2,663.95 | 3,607.28 | 3,796.40 | 3,917.93 | 3,954.12 |
| 折旧及摊销 | 612.03 | 1,128.95 | 1,149.85 | 1,163.07 | 1,177.05 | 1,180.93 |
| 租金 | 48.07 | 65.02 | 59.68 | 62.81 | 64.82 | 65.42 |
| 其他 | 384.97 | 791.17 | 678.02 | 713.56 | 736.41 | 743.21 |
| 合计 | 5,603.47 | 11,223.46 | 12,766.72 | 13,197.01 | 13,530.20 | 13,648.19 |

五、所得税预测

根据企业执行的所得税税率和预测的利润总额，考虑投资税款抵减，测算未来各年应缴纳的所得税。

经实施以上分析，所得税费用预测如下表所示：

单位：千美元

| 项目名称 | 2019年7-12月 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 |
|----------|------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 息税前利润总额 | 30,083.30 | 92,795.47 | 116,877.91 | 137,578.11 | 155,376.16 | 166,232.52 |
| 投资税款抵减 | 41,260.44 | 49,404.44 | 21,218.02 | 13,326.43 | 15,430.09 | 30,928.52 |
| 智利法定所得税率 | 27.00% | 27.00% | 27.00% | 27.00% | 27.00% | 27.00% |
| 所得税 | -3,017.83 | 11,715.58 | 25,828.17 | 33,547.95 | 37,785.44 | 36,532.08 |

六、折旧预测

折旧的预测分为现存资产的折旧和未来资本性支出折旧两部分进行预测。对于现存资产的折旧预测，主要根据各个资产的原值、会计折旧年限、残值率计算求得；对于未来资本性支出形成的资产的折旧主要根据企业会计折旧政策确定的各类型资产的折旧率确定。

经实施以上分析，折旧预测如下表所示：

单位：千美元

| 项目名称 | 2019年7-12月 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 |
|------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 折旧 | 11,727.22 | 26,060.90 | 27,391.90 | 28,294.90 | 28,888.90 | 29,065.90 |

七、摊销预测

摊销根据现有资产摊销政策，按照原始发生额、摊销期限测算。

经实施以上分析，摊销预测如下表所示：

单位：千美元

| 项目名称 | 2019 年 7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊销 | 244.38 | 488.76 | 476.96 | 468.00 | 467.39 | 466.92 |

八、营运资金预测

营运资金增加额=当期末的营运资金规模-上期末的营运资金规模

流动资产和流动负债的主要调整事项如下：

扣除非经营性往来款：非经营性往来款是指往来款中与正常经营无关的往来款项。

评估基准日后期间及未来年度的营运资金，通过测算流动资产和流动负债科目历史的周转次数，来预测未来的流动资产和流动负债，从而测算未来的营运资金。

经实施以上分析，营运资金预测如下表所示：

单位：千美元

| 项目名称 | 2019 年 7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|---------|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营运资金 | 250,733.78 | 326,516.05 | 369,011.54 | 390,821.23 | 405,052.81 | 411,338.56 |
| 营运资金的变动 | 39,049.79 | 75,782.27 | 42,495.49 | 21,809.69 | 14,231.58 | 6,285.75 |

九、资本性支出预测

资本性支出主要是存量资产的更新维护和预测期间增量资产的支出，存量资产的资本性支出主要根据资产的使用年限和折旧年限进行测算。对于增量资产的支出，评估人员主要根据预测期产品产量的增加比例相应测算同比例产品增加量需要增加的生产设备增量。

经实施以上分析，资本性支出预测如下表所示：

单位：千美元

| 项目名称 | 2019 年 7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|------|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 合计 | 45,243.64 | 62,915.72 | 25,575.29 | 16,063.10 | 18,598.77 | 37,279.91 |

十、永续期收益预测及主要参数的确定

永续期收益即终值，被评估公司终值按以下公式确定：

$$P_n = \frac{R_{n+1}}{(r - g)} \times (1 + r)^{-n}$$

式中：

r: 折现率

R_{n+1} : 永续期第一年企业自由现金流

g : 永续期的增长率

n: 明确预测期第末年

1. 永续期折现率按目标资本结构等参数进行确定。

2. 永续期增长率: 永续期业务规模参考被评估公司驻在国经济增长及通货膨胀水平和行业机构预测的行业平均增长率水平, $g=2.1\%$ 。

3. R_{n+1} 按预测期末第 n 年自由现金流量调整确定。

则预测年后按上述调整后的自由现金流量 R_{n+1} 为 121,350.89 千美元

十一、企业自由现金流量表的编制

经实施以上分析预测, 企业自由现金流量汇总如下表所示:

企业自由现金流量预测表

单位: 千美元

| 项目 | 2019年7-12月 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 永续 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 一、主营业务收入 | 209,262.35 | 540,529.31 | 608,003.21 | 639,879.09 | 660,363.25 | 666,463.71 | 666,463.71 |
| 减: 主营业务成本 | 167,545.71 | 424,100.32 | 465,493.78 | 476,012.63 | 477,946.46 | 472,947.75 | 472,947.75 |
| 二、毛利润 | 41,716.65 | 116,428.99 | 142,509.42 | 163,866.46 | 182,416.79 | 193,515.96 | 193,515.96 |
| 减: 销售费用 | 6,029.87 | 12,410.06 | 12,864.80 | 13,091.34 | 13,510.43 | 13,635.24 | 13,635.24 |
| 管理费用 | 5,603.47 | 11,223.46 | 12,766.72 | 13,197.01 | 13,530.20 | 13,648.19 | 13,646.62 |
| 财务费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 三、营业利润 | 30,083.30 | 92,795.47 | 116,877.91 | 137,578.11 | 155,376.16 | 166,232.52 | 166,234.09 |
| 四、利润总额 | 30,083.30 | 92,795.47 | 116,877.91 | 137,578.11 | 155,376.16 | 166,232.52 | 166,234.09 |
| 加: 利息费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 五、息税前营业利润 | 30,083.30 | 92,795.47 | 116,877.91 | 137,578.11 | 155,376.16 | 166,232.52 | 166,234.09 |
| 减: 息税前利润所得税 | -3,017.83 | 11,715.58 | 25,828.17 | 33,547.95 | 37,785.44 | 36,532.08 | 44,883.20 |
| 六、息前税后净利润 | 33,101.13 | 81,079.89 | 91,049.74 | 104,030.15 | 117,590.72 | 129,700.44 | 121,350.89 |
| 加: 折旧及摊销 | 11,971.60 | 26,549.66 | 27,868.86 | 28,762.90 | 29,356.29 | 29,532.82 | 29,468.92 |
| 减: 资本性支出 | 45,243.64 | 62,915.72 | 25,575.29 | 16,063.10 | 18,598.77 | 37,279.91 | 29,468.92 |
| 营运资金净增加 | 39,049.79 | 75,782.27 | 42,495.49 | 21,809.69 | 14,231.58 | 6,285.75 | |
| 七、净现金流量 | -39,220.70 | -31,068.45 | 50,847.82 | 94,920.26 | 114,116.66 | 115,667.60 | 121,350.89 |

十二、经营性资产评估结果

根据上述预测的现金流量以计算出的折现率进行折现, 从而得出企业经营性资产价值为 1,042,685.57 千美元。计算结果详见下表:

单位：千美元

| 项目 | 2019 年 7-12 月 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 永续 |
|----------|---------------|------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 净现金流量 | -39,220.70 | -31,068.45 | 50,847.82 | 94,920.26 | 114,116.66 | 115,667.60 | 121,350.89 |
| 折现率年限 | 0.25 | 1.00 | 2.00 | 3.00 | 4.00 | 5.00 | |
| 折现率 | 10.80% | 10.80% | 10.80% | 10.80% | 10.80% | 10.80% | 10.80% |
| 折现系数 | 0.97 | 0.90 | 0.81 | 0.74 | 0.66 | 0.60 | 7.03 |
| 净现金流量折现值 | -38,228.41 | -28,039.28 | 41,420.63 | 69,785.38 | 75,716.41 | 69,261.76 | 852,769.08 |
| 永续增长率 | 2.10% | | | | | | |
| 企业经营资产价值 | 1,042,685.57 | | | | | | |

第十节 其他资产和负债价值的估算及分析过程

一、溢余资产 C_1 的分析及估算

溢余资产主要包括溢余现金，根据测算，基准日溢余现金为 4,163.26 千美元。

二、非经营性资产 C_2 的分析及估算

评估基准日，被评估公司没有非经营性资产。

三、长期股权投资 E' 的估算及分析

纳入评估范围的长期股权投资单位 New World Currents，由于被评估公司对其持股比例仅仅为 20%，被评估公司无法取得 New World Currents 公司在评估基准日的财务报表和财务数据，加之该长期股权投资在被评估公司资产中占比极小，不构成重大影响，评估人员以其核实的长期股权投资帐面价值作为评估价值。

经评估，长期股权投资于评估基准日评估价值为 48.43 千美元。

第十一节 收益法评估结果

一、企业整体价值的计算

$$V = P + C_1 + C_2 + E'$$

$$= 1,046,497.26 \text{ 千美元}$$

二、付息债务价值的确定

Australis Seafoods S.A. 公司的付息债务包括短期借款、长期借款和

一年内到期的长期负债，账面价值 122,627.27 千美元，评估价值 122,627.27 千美元。

三、股东全部权益价值的计算

根据以上评估工作，Australis Seafoods S.A. 公司的股东全部权益价值为：

$$\begin{aligned} E &= V - D \\ &= 923,869.99 \text{ 千美元} \end{aligned}$$

第六部分 市场法评估技术说明

第一节 市场法的应用前提及选择理由

一、市场法的定义

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

二、市场法的应用前提

资产评估师选择和使用市场法时应当关注是否具备以下四个前提条件：

1. 有一个充分发展、活跃的资本市场；
2. 在上述资本市场中存在着足够数量的与评估对象相同或相似的可比上市公司、或者在资本市场上存在足够的交易案例；
3. 能够收集并获得可比上市公司或交易案例的市场信息、财务信息及其他相关资料；
4. 可以确信依据的信息资料具有代表性和合理性，且在评估基准日是有效的。

三、市场法的选择理由

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价

值的具体方法。与 Australis 公司有类似业务的上市公司较多，且可比公司的市场信息、财务信息等披露充分，相关资料可以从公开渠道获得，可以采用市场法中的上市公司比较法评估。

三文鱼养殖及加工行业的公开并购案例有限，与并购案例相关联的、影响交易价格的某些特定的条件无法通过公开渠道获知，无法对相关的折扣或溢价做出分析，因此交易案例比较法较难操作。

第二节 市场法评估模型

本次评估采用上市公司比较法，上市公司比较法是指获取并分析可比公司的股票价格 P 、经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

首先选择与被评估企业处于同一行业的企业作为对比公司。其次再选择对比公司的一个或几个收益性或资产类参数，如净利润、净资产、营业收入、实收资本、总资产等作为“分析参数”，常用的分析参数为净利润、净资产、营业收入。通过计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的比例关系一称之为比率乘数，将上述比率乘数应用到被评估公司的相应的分析参数中并考虑股权流通性折扣率从而得到被评估企业的每股市场价格。具体计算公式为：

一、常用的价值比率

市场法中常用的价值比率形式包括以下三种：

（一）权益价格/收益 (*Price to Earnings, P/E*) 比率

P/E 比率也称作市盈率，是市场法中应用最多的比率。收益指标为上一年度收益时，称为现期的 P/E 乘数 (*Current P/E*)；收益指标为最近四个季度的收益时，称为近期的 P/E (*Trailing P/E*) 乘数；收益指标为预期的下一年度收益时，称为未来的 P/E (*Forward P/E*)。在实际应用中，收益指标一般采取营业收入 (*Operating Income*) 或利息、税收、折旧和

摊销前的收益 (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation And Amortization, EBITDA*)。

(二) 权益价格/净资产账面价值 (*Price to Book Value, P/B*) 比率

P/B 比率也称作市净率, 比较适用于周期性较强的行业, 拥有大量固定资产并且账面价值相对较为稳定的企业, 银行、保险和其他流动资产比例高的企业。

(三) 权益价格/销售收入 (*Price to Sales, P/S*) 比率

P/S 比率也称作市销率, 一般适用于资本密集、准垄断的公司, 另外还适用于微利或亏损的企业。不管是营业收入, 还是资产账面价值, 它们都是会计计量标准, 必然要受会计准则的影响, 而销售收入受会计因素影响较小。P/S 比率在不同的行业变化较大, 主要受销售利润率的影响。

二、价值比率影响因素

企业价值主要由三个基本变量: 投资收益率、成长性和资本成本决定。在收益法模型中上述三个基本变量是外显的, 在市场法中却是隐含的。P/E、P/B、P/S 比率模型同样是上述三个基本变量的函数。稳定增长股利折现模型:

$$P_0 = \frac{DPS_1}{K_e - g}$$

其中, P_0 : 当期每股价值; DPS_1 : 下期期望股利; K_e : 权益资本成本; g : 持续稳定的股利增长率, 且 $g < K_e$ 。

(一) 稳定增长股利折现模型两边同时除以当前每股收益 (E_0), 得到一个稳定增长企业的 P/E 比率模型:

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{DP * (1 + g)}{K_e - g}$$

其中, DP 代表股利支付率。

(二) 稳定增长股利折现模型两边同时除以当前权益账面价值 (B_0), 得到一个稳定增长企业的 P/B 比率模型:

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{ROE * DP * (1 + g)}{K_e - g}$$

其中， DP 代表股利支付率； ROE 代表权益收益率。

(三) 稳定增长股利折现模型两边同时除以当前销售收入 (S_0)，得到一个稳定增长企业的 P/S 比率模型：

$$\frac{P_0}{S_0} = \frac{PM * DP * (1 + g)}{K_e - g}$$

其中， DP 代表股利支付率； PM 代表销售利润率。

通过上述价值比率基本决定变量分析，明白在不同的行业以及同一行业的不同企业之间价值比率如何随基本变量的变化而变化具有重要的意义。任何忽略基本决定变量的价值比率比较都可能会导致错误。

三、市场法评估模型

本次市场法评估，价值比率选择企业价值 (EV) 倍数和市净率 (PB) 倍数。

1. 企业价值倍数

$EV/EBITDA = \text{企业价值} / \text{税息折旧及摊销前利润}$

采用 $EV/EBITDA$ ，可以消除资本密集度、折旧方法不同以及资本结构对价值倍数的影响。

企业价值倍数 ($EV/EBITDA$) 与市盈率类似，但侧重于衡量企业价值。有四个因素驱动企业价值与 $EBITDA$ 之比的倍数：公司的盈利增长率、投入资本回报率、税率和资本成本。

2. 市净率

根据股利折现模型， PB 可以用如下公式表示：

$$P/B = \frac{ROE \times \text{支付率} \times (1 + g_n)}{(r - g_n)}$$

其中： ROE —净资产收益率

r —权益成本

gn—收益增长率

市净率（P/B 比率）通常由其净资产收益率、预期的红利支付率、预期收益的增长率和风险所决定，P/B 比率与净资产收益率、预期的红利支付率、预期收益的增长率成正比，与风险（通过折现率 r 来表示）成反比，其中净资产收益率是影响市净率（P/B）的最关键因素，高的收益率将得到高的市净率，反之，低的收益率将导致低的市净率。

第三节 可比公司的选取及财务数据

一、可比公司的选取

1. 选择资本市场

在明确被评估企业的基本情况（包括评估对象及其相关权益状况，如企业性质、资本规模、业务范围、营业规模、市场份额、成长潜力等），选择可比公司所处的资本市场。

全球的三文鱼养殖公司大多是在当地养殖和加工，再进行销售。被评估公司的产品大多出口到中国、美国、巴西等国家，在全球市场内销售，这一点与其他三文鱼上市公司类似，因此本次评估在全球范围内筛选可比上市公司。

2. 选择可比公司

在明确资本市场后，选择与被评估公司属于同一行业、从事相同或相似的业务、交易类型一致、时间跨度接近、受相同经济因素影响的公司作为准可比公司。对准可比公司的具体情况进行详细的研究分析，包括经营业务范围、主要目标市场、业务结构、经营模式、公司规模、盈利能力、所处经营阶段等方面。通过对这些准可比公司的业务情况和财务情况的分析比较，以选取具有可比性的可比公司。

本次评估选择了以下上市公司：

| 序号 | 公司 | 证券简称 | 国家 |
|----|---------------------|-------------|----|
| 1 | Aquachile | AQUACHIL CI | 智利 |
| 2 | Salmones Camanchaca | SALMOCAM CI | 智利 |
| 3 | Invermar | INVERMAR CI | 智利 |
| 4 | Mowi ASA | MHG NO | 挪威 |

| 序号 | 公司 | 证券简称 | 国家 |
|----|-------------------------|----------|------|
| 5 | SalMar ASA | SALM NO | 挪威 |
| 6 | Leroy Seafood Group ASA | LSG NO | 挪威 |
| 7 | Austevoll Seafood ASA | AUSS NO | 挪威 |
| 8 | Bakkafrost | BAKKA NO | 法罗群岛 |
| 9 | Grieg Seafood ASA | GSF NO | 挪威 |
| 10 | Norway Royal Salmon ASA | NRS NO | 挪威 |
| 11 | NTS Management AS | NTS NO | 挪威 |
| 12 | Sanford Limited | SAN NZ | 新西兰 |

二、可比公司财务数据及调整

可比上市公司基本情况及财务数据如下：

1) AquaChile S.A.（简称“AQUACHILE SA”）

AQUACHILE SA 公司位于智利南部，在圣地亚哥交易所上市。由成立于 1979 年的 Salmones Pacifico Sur S.A. 公司和成立于 1988 年的 AquaChile S.A. 公司于 1998 年合并而来。前者致力于三文鱼在海水中的养殖，而后者专注于三文鱼的淡水育苗和加工处理。目前公司的主营业务为 Atlantic Salmon、Trout、Coho 和 Tilapia 的养殖和加工。

公司近几年的财务数据如下：

金额单位：百万美元

| 项目 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/06/2019 |
|-------|------------|------------|---------------|
| 总资产 | 794.9 | 1,218.7 | 1,281.5 |
| 总负债 | 403.4 | 765.0 | 448.6 |
| 所有者权益 | 391.5 | 453.7 | 832.9 |
| 项目 | FY2017 | FY2018 | 06/2019 (LTM) |
| 营业收入 | 632.7 | 716.2 | 874.8 |
| 营业利润 | 23.5 | (27.8) | (36.3) |
| 净利润 | 59.5 | 64.5 | 47.4 |

数据来源：Capital IQ

2) Salmones Camanchaca S.A.（简称“SALMOCAM CI”）

SALMOCAM CI 成立于 1965 年，位于智利南部，2018 年在圣地亚哥和奥斯陆交易所两地上市。主要业务为三文鱼、龙虾、贻贝、鲍鱼的养殖和加工，提供高品质的鱼类和贝类产品。

公司近几年的财务数据如下：

金额单位：百万美元

| 项目 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/06/2019 |
|-------|------------|------------|---------------|
| 总资产 | 306.0 | 340.6 | 369.6 |
| 总负债 | 197.3 | 156.7 | 183.9 |
| 所有者权益 | 108.7 | 183.9 | 185.7 |
| 项目 | FY2017 | FY2018 | 06/2019 (LTM) |
| 营业收入 | 203.1 | 332.3 | 298.7 |
| 营业利润 | (7.3) | (26.6) | (18.8) |
| 净利润 | 31.7 | 44.0 | 36.4 |

数据来源: Capital IQ

3) Invermar S.A. (简称“INVERMAR CI”)

INVERMAR CI 公司位于智利, 成立于 1987 年, 在智利的圣地亚哥交易所上市。目前公司的主营业务为大西洋鲑、鳟鱼、银鲑的养殖和加工。

公司近几年的财务数据如下:

金额单位: 百万美元

| 项目 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/06/2019 |
|-------|------------|------------|---------------|
| 总资产 | 270.3 | 272.2 | 359.1 |
| 总负债 | 75.3 | 62.8 | 41.2 |
| 所有者权益 | 194.9 | 209.5 | 317.9 |
| 项目 | FY2017 | FY2018 | 06/2019 (LTM) |
| 营业收入 | 219.1 | 229.9 | 242.6 |
| 营业利润 | 19.7 | 2.3 | (27.1) |
| 净利润 | 36.1 | 20.8 | 2.8 |

数据来源: Capital IQ

4) Mowi ASA (简称“MHG NO”)

MHG NO 是挪威的一家海鲜生产及销售公司, 在挪威的奥斯陆交易所上市。养殖活动主要在挪威, 苏格兰, 加拿大, 智利, 爱尔兰和法罗群岛。产品主要为大西洋鲑鱼, 包括全鱼、切段三文鱼、烟熏三文鱼等, 产品销往全球 70 多个市场。

公司近几年的财务数据如下:

金额单位: 百万美元

| 项目 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/06/2019 |
|-------|------------|------------|---------------|
| 总资产 | 5,199.7 | 5,890.9 | 6,341.3 |
| 总负债 | 2,419.4 | 2,594.7 | 2,976.3 |
| 所有者权益 | 2,780.3 | 3,296.2 | 3,364.9 |
| 项目 | FY2017 | FY2018 | 06/2019 (LTM) |
| 营业收入 | 4,382.1 | 4,364.4 | 4,623.7 |
| 营业利润 | 799.7 | 1,145.8 | 1,075.7 |
| 净利润 | 555.4 | 648.7 | 626.3 |

数据来源: Capital IQ

5) SalMar ASA (简称“SALM NO”)

SALM NO 是一家位于挪威的公司,在挪威的奥斯陆交易所上市,主要从事养殖鲑鱼的生产。公司主要分为两个业务部门,鱼类养殖和销售与加工。鱼类养殖业包括挪威中部的鱼类养殖,拥有 44 个生产许可证;在挪威北部的鱼类养殖,拥有 23 个养殖鲑鱼生产许可证,以及其他地方(Rauma Segment)拥有和经营 14 个海上生产许可证的鱼类养殖。

公司近几年的财务数据如下:

金额单位: 百万美元

| 项目 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/06/2019 |
|-------|------------|------------|---------------|
| 总资产 | 1,579.1 | 1,746.4 | 2,003.4 |
| 总负债 | 642.4 | 691.8 | 983.7 |
| 所有者权益 | 936.8 | 1,054.6 | 1,019.7 |
| 项目 | FY2017 | FY2018 | 06/2019 (LTM) |
| 营业收入 | 1,319.2 | 1,306.4 | 1,419.8 |
| 营业利润 | 321.2 | 508.8 | 512.5 |
| 净利润 | 277.8 | 411.7 | 434.6 |

数据来源: Capital IQ

6) Leroy Seafood Group ASA (简称“LSG NO”)

LSG NO 是挪威一家主要从事于海鲜产业的公司,在奥斯陆交易所上市。公司从事海鲜的养殖,加工,包装和营销。公司主要产品包括三文鱼产品,白鱼,深海鱼和贝类。

公司近几年的财务数据如下:

金额单位: 百万美元

| 项目 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/06/2019 |
|-------|------------|------------|---------------|
| 总资产 | 3,134.5 | 3,273.8 | 3,406.2 |
| 总负债 | 1,365.3 | 1,296.7 | 1,407.0 |
| 所有者权益 | 1,769.2 | 1,977.0 | 1,999.2 |
| 项目 | FY2017 | FY2018 | 06/2019 (LTM) |
| 营业收入 | 2,275.1 | 2,288.9 | 2,331.6 |
| 营业利润 | 244.9 | 494.0 | 280.7 |
| 净利润 | 213.7 | 396.6 | 242.1 |

数据来源: Capital IQ

7) Austevoll Seafood ASA (简称“AUSS NO”)

AUSS NO 在奥斯陆交易所上市,是挪威一家从事鲑鱼养殖和销售,经营

鱼粉厂、罐头厂、冷冻厂和海产品运输的公司。

公司近几年的财务数据如下：

金额单位：百万美元

| 项目 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/06/2019 |
|-------|------------|------------|---------------|
| 总资产 | 4,313.5 | 4,379.4 | 4,547.6 |
| 总负债 | 1,971.4 | 1,788.6 | 1,912.0 |
| 所有者权益 | 2,342.1 | 2,590.8 | 2,635.5 |
| 项目 | FY2017 | FY2018 | 06/2019 (LTM) |
| 营业收入 | 2,540.7 | 2,611.1 | 2,640.8 |
| 营业利润 | 243.6 | 561.1 | 303.4 |
| 净利润 | 123.3 | 265.3 | 175.4 |

数据来源：Capital IQ

8) Bakkafrost (简称“BAKKA NO”)

BAKKA NO 总部设在法罗群岛，成立于 1968 年，在奥斯陆交易所上市，其主要业务包括鱼类养殖，生产鲑鱼相关的增值产品（VAP），鱼粉、鱼油和饲料的生产和销售。公司在 18 个不同的峡湾拥有海上经营许可证。公司的产品主要销往欧洲市场以及美国。

公司近几年的财务数据如下：

金额单位：百万美元

| 项目 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/06/2019 |
|-------|------------|------------|---------------|
| 总资产 | 831.5 | 890.0 | 955.9 |
| 总负债 | 246.6 | 264.7 | 333.3 |
| 所有者权益 | 584.8 | 625.3 | 622.7 |
| 项目 | FY2017 | FY2018 | 06/2019 (LTM) |
| 营业收入 | 608.0 | 487.3 | 500.4 |
| 营业利润 | 101.9 | 180.2 | 139.6 |
| 净利润 | 82.5 | 147.3 | 114.5 |

数据来源：Capital IQ

9) Grieg Seafood ASA (简称“GSF NO”)

GSF NO 是一家挪威水产养殖公司，在奥斯陆交易所上市，主营海产品行业。公司的业务活动涉及鲑鱼和鳟鱼养殖、加工和销售。其养殖鲑鱼和鳟鱼的生产能力每年约为 95000 吨。公司拥有 100 个鲑鱼生产许可证和 5 个鳟鱼生产许可证。公司在挪威的芬马克和罗加兰，加拿大不列颠哥伦比亚省以及英国的 Shetland 开展业务。

公司近几年的财务数据如下：

金额单位：百万美元

| 项目 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/06/2019 |
|-------|------------|------------|---------------|
| 总资产 | 873.8 | 939.5 | 1,027.7 |
| 总负债 | 464.8 | 491.4 | 552.3 |
| 所有者权益 | 409.0 | 448.1 | 475.4 |
| 项目 | FY2017 | FY2018 | 06/2019 (LTM) |
| 营业收入 | 857.2 | 869.0 | 893.5 |
| 营业利润 | 99.5 | 157.2 | 155.7 |
| 净利润 | 69.7 | 112.2 | 114.7 |

数据来源：Capital IQ

10) Norway Royal Salmon ASA (简称“NRS NO”)

NRS NO 是一家挪威鱼类养殖公司，在奥斯陆交易所上市，主要从事鲑鱼和鳟鱼的养殖、收获、加工和销售。公司的产品包括新鲜和冷冻的鲑鱼和鳟鱼。其产品销往全球 49 个国家，包括西欧，东欧，俄罗斯，亚洲和中东地区。

公司近几年的财务数据如下：

金额单位：百万美元

| 项目 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/06/2019 |
|-------|------------|------------|---------------|
| 总资产 | 471.0 | 472.0 | 507.5 |
| 总负债 | 244.8 | 204.2 | 237.8 |
| 所有者权益 | 226.1 | 267.8 | 269.8 |
| 项目 | FY2017 | FY2018 | 06/2019 (LTM) |
| 营业收入 | 603.2 | 586.2 | 606.4 |
| 营业利润 | 56.8 | 92.0 | 65.9 |
| 净利润 | 27.9 | 81.4 | 57.9 |

数据来源：Capital IQ

11) NTS Management AS (简称“NTS NO”)

NTS NO 是一家总部位于挪威的公司，在奥斯陆交易所上市。2017 年收购了 Midt-Norsk Havbruk 的股份，成为一个大型的水产养殖集团，拥有水产养殖、海产品运输等与水产养殖行业相关的服务。

公司近几年的财务数据如下：

金额单位：百万美元

| 项目 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 30/06/2019 |
|-------|------------|------------|---------------|
| 总资产 | 538.7 | 688.8 | 724.4 |
| 总负债 | 286.3 | 372.8 | 397.6 |
| 所有者权益 | 252.4 | 316.0 | 326.8 |
| 项目 | FY2017 | FY2018 | 06/2019 (LTM) |

| | | | |
|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 135.4 | 164.0 | 201.8 |
| 营业利润 | 43.4 | 40.2 | 42.6 |
| 净利润 | 28.2 | 52.2 | 46.3 |

数据来源：Capital IQ

12) Sanford Limited (简称“SAN NZ”)

SAN NZ 是一家位于新西兰的海水养殖公司，在新西兰的交易所上市，主要经营新西兰帝王鲑的养殖、加工、销售和野生海产品的捕捞、加工和销售业务。

公司近几年的财务数据如下：

金额单位：百万美元

| 项目 | 31/12/2017 | 31/12/2018 | 31/03/2019 |
|-------|------------|------------|---------------|
| 总资产 | 592.5 | 537.0 | 576.8 |
| 总负债 | 176.4 | 150.9 | 172.3 |
| 所有者权益 | 416.1 | 386.1 | 404.5 |
| 项目 | FY2017 | FY2018 | 03/2019 (LTM) |
| 营业收入 | 345.4 | 341.7 | 345.7 |
| 营业利润 | 42.8 | 39.9 | 39.0 |
| 净利润 | 27.1 | 28.1 | 25.8 |

数据来源：Capital IQ

第四节 市场法评估计算过程及结果

一、选择、计算、调整价值比率

本次选择企业价值倍数和市净率进行评估，调整前的可比公司价值比率如下：

金额单位：百万美元

| 序号 | 公司简称 | 企业价值 | EBITDA (LTM) | EV/EBITDA | PB |
|----|-------------|-----------|--------------|-----------|------|
| 1 | AQUACHIL CI | 1,205.77 | (1.17) | - | 1.77 |
| 2 | SALMOCAM CI | 608.83 | (7.12) | - | 3.29 |
| 3 | INVERMAR CI | 368.53 | 7.17 | 51.44 | 1.30 |
| 4 | MHG NO | 13,536.74 | 1,253.30 | 10.80 | 3.57 |
| 5 | SALM NO | 42.68 | 579.76 | 0.07 | 4.28 |
| 6 | LSG NO | 4,339.08 | 378.90 | 11.45 | 2.02 |
| 7 | AUSS NO | 3,697.71 | 438.90 | 8.43 | 1.51 |
| 8 | BAKKA NO | 2,746.79 | 172.53 | 15.92 | 4.17 |
| 9 | GSF NO | 1,824.06 | 185.82 | 9.82 | 3.18 |
| 10 | NRS NO | 980.00 | 89.12 | 11.00 | 3.37 |
| 11 | NTS NO | 802.72 | 57.36 | 13.99 | 1.83 |
| 12 | SAN NZ | 541.89 | 52.64 | 10.29 | 1.09 |

数据来源：Bloomberg 以及评估人员测算。

在对可比公司的财务数据进行分析调整后，需要选择合适的价值比率，并根据以上工作对价值比率进行必要的分析和调整。

一般认为有四个因素驱动企业价值与 EBITDA 之比的倍数：公司的增长率、投入资本回报率、税率和资本成本。在多数情况下，行业内各公司一般通过税务筹划来降低税负，在没有资本管制的国家间，资本成本相近，税率差异不大。由于公司自身运营能力和拥有的资源不同，投入资本回报率不具有相似性，公司未来的收入增长率水平将显著高于行业水平，上述两个因素对企业价值倍数影响较大。本次评估选择投入资本回报率及增长率对企业价值倍数进行调整。

净资产收益率（ROE）及增长率（g）是影响市净率（P/B）的最关键因素，本次评估选择 ROE 和 g 对市净率进行调整。

世界主要的三文鱼产地为智利及挪威，在智利地区共分为 16 个区，其中主要在 10、11、12 区这 3 个区养殖三文鱼，被评估公司在 12 区取得了较大的养殖规模许可，设施投入较早，因为 12 区受气候环境的影响，出产的产品品质更高，因此被评估公司自 2018 年起将部分养殖网箱向 12 区转移。目前主要三文鱼生产国的产量增长率限制如下：挪威：规定三文鱼产量年增长率不得超过 3%；智利：10 区、11 区的三文鱼养殖产量年增长率不得超过 3%，12 区暂无产量增长限制。本次对于可比公司的增长率调整主要采用定性分析得出：（1）被评估公司在智利第 12 区取得了最大规模的养殖许可，且 12 区产品自 2019 年起开始上市；（2）智利 12 区暂无产量增长限制，而智利其他区域及挪威全部区域均已经开始执行三文鱼养殖产量年增长率不得超过 3% 的规定，因此被评估公司的产量增长率水平普遍高于智利国内其他同行业公司。本次评估从谨慎的角度对智利及智利以外的可比上市的增长率进行调整：智利三文鱼养殖可比上市公司的调整系数为 105%，智利以外的三文鱼养殖可比上市公司的调整系数为 110%。

调整系数及调整后的价值比率如下：

| 序号 | 公司简称 | 调整前 EV/EBITDA | 调整前 PB | 调整参数 (ROIC) | 调整参数 (ROE) | 调整系数- ROIC | 调整系数- ROE | 调整 系数-g | 调整后 EV/EBITDA | 调整后 PB |
|----|-------------|------------------|-----------|----------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------------|-----------|
| 1 | AQUACHIL CI | - | 1.77 | -2.83% | 5.69% | 1.15 | 1.11 | 1.05 | - | 2.06 |
| 2 | SALMOCAM | - | 3.29 | -5.11% | 19.59% | 1.17 | 0.97 | 1.05 | - | 3.35 |
| 3 | INVERMAR CI | 51.44 | 1.30 | -3.03% | 0.88% | 1.15 | 1.16 | 1.05 | 62.17 | 1.57 |

| 序号 | 公司简称 | 调整前 EV/EBITDA | 调整前 PB | 调整参数 (ROIC) | 调整参数 (ROE) | 调整系数- ROIC | 调整系数- ROE | 调整 系数-g | 调整后 EV/EBITDA | 调整后 PB |
|----|-----------|------------------|-----------|----------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------------|-----------|
| 4 | MHG NO | 10.80 | 3.57 | 16.81% | 18.61% | 0.95 | 0.98 | 1.10 | 11.32 | 3.84 |
| 5 | SALM NO | 0.07 | 4.28 | 29.02% | 42.62% | 0.83 | 0.74 | 1.10 | 0.07 | 3.48 |
| 6 | LSG NO | 11.45 | 2.02 | 9.11% | 12.11% | 1.03 | 1.04 | 1.10 | 12.97 | 2.32 |
| 7 | AUSS NO | 8.43 | 1.51 | 7.51% | 6.65% | 1.05 | 1.10 | 1.10 | 9.69 | 1.82 |
| 8 | BAKKA NO | 15.92 | 4.17 | 15.55% | 18.38% | 0.97 | 0.98 | 1.10 | 16.91 | 4.50 |
| 9 | GSF NO | 9.82 | 3.18 | 15.94% | 24.14% | 0.96 | 0.92 | 1.10 | 10.38 | 3.24 |
| 10 | NRS NO | 11.00 | 3.37 | 14.97% | 21.45% | 0.97 | 0.95 | 1.10 | 11.75 | 3.53 |
| 11 | NTS NO | 13.99 | 1.83 | 6.28% | 14.18% | 1.06 | 1.02 | 1.10 | 16.29 | 2.07 |
| 12 | SAN NZ | 10.29 | 1.09 | 5.35% | 6.38% | 1.07 | 1.10 | 1.10 | 12.09 | 1.32 |
| | AUSTRALIS | | | 12.09% | 16.50% | | | | | |

剔除两个 EBITDA 值为负值的可比公司，则调整后的企业价值倍数中值为 11.92，平均值为 16.36。调整后的市净率中值为 2.78，平均值为 2.77。

二、企业价值倍数评估

在计算并调整可比公司的价值比率后，与评估对象相应的财务数据或指标相乘，计算得到需要的权益价值或企业价值。

Australis 公司于评估基准日 2019 年 6 月 30 日前 12 个月的 EBITDA 为 87,207.42 千美元。

根据 Bloomberg 查询全球范围内交易 165 笔，以支付对价与公布前 20 个交易日的平均收盘价的差额计算溢价率，控股权溢价率的中值为 29%，平均值为 39%。选择 29% 作为本次评估的控股权溢价。

被评估公司评估基准日至资产评估报告日交易极不活跃，且计划在未来退市，本次评估关注了被评估公司市场流动性的缺失的影响。市场流动性是指在某特定市场迅速地以低廉的交易成本买卖证券而不受阻的能力。市场流动性折扣 (DLOM) 是相对于流动性较强的投资，流动性受损程度的量化。一定程度或一定比例的市场流动性折扣应该从该权益价值中扣除，以此反映市场流动性的缺失。借鉴国际上定量研究市场流动性折扣的方式，本次评估采用新股发行定价估算市场流动性折扣。所谓新股发行定价估算方式就是研究上市公司新股 IPO 的发行定价与该股票正式上市后的交易价格之间的差异来研究缺少流通折扣的方式。上市公司在进行 IPO 时都是采用一种所谓的询价的方式为新股发行定价，新股一般在发行期结束后便可以上市交易。新股发行的价格一般都要低于新股上市交易的价格。可以认为新股发行价不是一个

股票市场的交易价，这是因为此时该股票尚不能上市交易，也没有“市场交易机制”，因此尚不能成为市场交易价，但是一种公允的交易价。当新股上市后这种有效的交易市场机制就形成了，因此可以认为在这两种情况下价值的差异就是由于没有形成有效市场交易机制的因素造成的。因此可以通过研究新股发行价与上市后的交易价之间的差异来定量研究市场流动性折扣。

根据 Bloomberg 资讯，统计挪威市场 IPO 数据库中有首发价格大于零并且上市首日价格大于零的样本 103 个，统计智利市场 IPO 数据库中有首发价格大于零并且上市首日价格大于零的样本 29 个，然后再对上述两个样本空间中首日破发样本剔除后获得样本数量 62 个和 19 个，分别统计其股票发行价格较上市首日收盘价、上市后 20 日的收盘价、60 日收盘价以及 120 日收盘价折扣率算术平均值，结果见下表。

| 市场 | 类型 | 样本数 | 首发价格与首日收盘价比 | 首发价格与上市 20 日收盘价比 | 首发价格与上市 60 日收盘价比 | 首发价格与上市 120 日收盘价比 |
|--------------|---------|-----|-------------|------------------|------------------|-------------------|
| 挪威 | 未剔除破发样本 | 103 | 20.77% | 25.62% | 24.32% | 26.59% |
| | 剔除破发后样本 | 62 | -30.19% | -27.99% | -28.70% | -26.72% |
| 智利 | 未剔除破发样本 | 29 | -4.40% | -3.05% | -4.61% | -4.67% |
| | 剔除破发后样本 | 19 | -9.01% | -7.82% | -10.96% | -12.34% |
| 按权重计算的流动性折扣率 | 未剔除破发样本 | | 18.26% | 22.75% | 21.43% | 23.46% |
| | 剔除破发后样本 | | -28.07% | -25.97% | -26.92% | -25.28% |

根据可比公司的财务数据，剔除两个 EBITDA 值为负值的可比公司，以剩下的十个可比公司在上述两个市场的比例确定其权重，分别按照未剔除破发样本和剔除破发后样本两个口径计算其流动性折扣率。谨慎起见，采用剔除破发后样本中首发价格较上市首日收盘价、上市后 20 日的收盘价、60 日收盘价以及 120 日收盘价计算的平均折扣率的算术平均值 26.56%，作为本次评估的流动性折扣率。

计算出经营性资产价值后，计算非经营资产的价值，主要为货币资金。把企业的经营性资产的价值与企业的非经营资产的价值相加，就得到企业价值。Australis 公司的企业价值倍数评估如下表。

金额单位：千美元

| | 中值 | 平均值 |
|-----------|--------------|--------------|
| EBITDA | 87,207.42 | 87,207.42 |
| EV/EBITDA | 11.92x | 16.36x |
| 经营性资产价值 | 1,039,263.08 | 1,427,046.04 |
| 减：有息负债 | 122,627.27 | 122,627.27 |
| 权益初步价值 | 916,635.81 | 1,304,418.77 |
| 加：控股权溢价 | 265,824.39 | 378,281.44 |
| 控股权溢价率 | 29.00% | 29% |
| 减：流动性折扣 | 243,476.04 | 346,478.62 |
| 流动性折扣率 | 26.56% | 26.56% |
| 货币资金 | 33,963.26 | 33,963.26 |
| 股东全部权益评估值 | 972,947.42 | 1,370,184.85 |

本次评估选择企业价值倍数中值的评估结果，即 Australis 公司的全部股东权益价值为 972,947.42 千美元。

三、市净率评估

在计算并调整可比公司的市净率比率后，与评估对象相应的评估基准日时点的净资产相乘，计算得到需要的权益价值。

评估基准日时点 Australis 公司的净资产为 326,074.71 千美元。

根据 Bloomberg 查询全球范围内交易 165 笔，以支付对价与公布前 20 个交易日的平均收盘价的差额计算溢价率，控股权溢价率的中值为 29%，平均值为 39%。选择 29% 作为本次评估的控股权溢价。

采用智利和挪威两个市场的加权流动性折扣率 26.56%，作为本次评估的流动性折扣率。

Australis 公司评估基准日股东全部权益评估结果见下表。

金额单位：千美元

| 项目 | 中值 | 平均值 |
|-----------|------------|------------|
| 净资产 | 326,074.71 | 326,074.71 |
| PB | 2.78x | 2.77x |
| 权益价值 | 906,384.70 | 902,812.68 |
| 控股权溢价率 | 29% | 29% |
| 控股权溢价 | 262,851.56 | 261,815.68 |
| 流动性折扣率 | 26.56% | 26.56% |
| 流动性折扣 | 240,753.14 | 239,804.35 |
| 股东全部权益评估值 | 928,483.11 | 924,824.01 |

本次评估选择市净率中值的评估结果，即 Australis 公司的全部股东权益价值为 928,483.11 千美元。

五、评估结果

根据以上评估工作，市场法评估结果得出如下：

（一）企业价值倍数 (EV/EBITDA) 评估结果

截至评估基准日 Australis Seafoods S. A. 账面总资产 659,472.25 千美元，负债为 333,397.54 千美元，归属于母公司所有者权益 326,074.71 千美元，采用企业价值倍数 (EV/EBITDA) 评估，Australis 的股东全部权益价值为 972,947.42 千美元。

（二）市净率 (PB) 倍数评估结果

截至评估基准日 Australis Seafoods S. A. 账面总资产 659,472.25 千美元，负债为 333,397.54 千美元，归属于母公司所有者权益 326,074.71 千美元，采用市净率 (PB) 倍数评估，Australis 的股东全部权益价值为 928,483.11 千美元。

（三）评估结论

本次市场法评估结论选择企业价值倍数 EV/EBITDA 和市净率 PB 结果的作为评估区间，即：

Australis Seafoods S. A. 评估基准日账面总资产 659,472.25 千美元，负债为 333,397.54 千美元，归属于母公司所有者权益 326,074.71 千美元，采用市场法评估，Australis 的股东全部权益价值在 928,483.11 千美元~972,947.42 千美元之间。

第七部分 评估结论及分析

第一节 评估结果

北京天健兴业资产评估有限公司接受佳沃农业开发股份有限公司的委托，根据有关法律、行政法规和资产评估准则的规定，坚持独立、客观、公正的原则，采用收益法和市场法，按照必要的评估程序，对 Australis Seafoods S.A. 股东全部权益价值进行了评估。根据以上评估工作，得出如下评估结论：

一、收益法评估结果

Australis Seafoods S.A. 评估基准日账面总资产 659,472.25 千美元，负债为 333,397.54 千美元，归属于母公司所有者权益 326,074.71 千美元，收益法评估后股东全部权益价值为 923,869.99 千美元，增值额为 597,795.28 千美元，增值率为 183.33%。

二、市场法评估结果

本次市场法评估结论选择企业价值倍数 EV/EBITDA 和市净率 PB 结果的作为评估区间，即：Australis Seafoods S.A. 评估基准日账面总资产 659,472.25 千美元，负债为 333,397.54 千美元，归属于母公司所有者权益 326,074.71 千美元，采用市场法评估，Australis Seafoods S.A. 的股东全部权益价值在 928,483.11 千美元~972,947.42 千美元之间。

第二节 评估结论

本次评估分别采用收益法和市场法对被评估企业的股东全部权益价值进行评估，收益法的评估结果为 923,869.99 千美元，市场法的评估结果为 928,483.11 千美元~972,947.42 千美元之间。

两种评估方法考虑的角度不同，收益法是从未来收益的角度出发，以被评估企业现实资产未来可以产生的收益，经过风险折现后的现值和作为被评估企业股权的评估价值，收益法的理论基础是收益价值论，以被评估资产未来所能产生的收益来确定其价值。本次评估，对未来三文鱼价格难

以进行精确的预测，而收益法评估结果容易受到未来三文鱼价格周期性波动的影响。

市场法是以现实市场上的参照物来评价评估对象的现行公平市场价值。市场法具有评估角度和评估途径直接、评估过程直观、评估数据直接取材于市场、评估结果说服力强的特点。本次市场法评估，可比案例资料完备，在市场交易公正公平的情况下，市场法较收益法能够更加直接的反映在市场买卖双方充分博弈情形下的企业价值。

经过比较分析，认为市场法的评估结论能更全面、合理地反映企业的内含价值，故本次评估采用市场法评估结果作为本次评估的最终评估结论。

Australis Seafoods S.A. 评估基准日账面总资产 659,472.25 千美元，负债为 333,397.54 千美元，归属于母公司所有者权益 326,074.71 千美元，采用市场法评估，Australis Seafoods S.A. 的股东全部权益价值在 928,483.11 千美元~972,947.42 千美元之间。按照中国外汇交易中心公布的 2019 年 7 月 1 日人民币汇率中间价（汇率为 6.8716 人民币兑 1 美元）计算，Australis Seafoods S.A. 的股东全部权益价值在 638,016.46 万元人民币~ 668,570.55 万元人民币之间。