

招商证券股份有限公司

关于上海证券交易所

《关于对湖南新五丰股份有限公司发行股
份及支付现金购买资产并募集配套资金暨
关联交易预案的问询函》相关问题

之

核查意见

独立财务顾问

CMS  招商证券

(深圳市福田区福田街道福华一路 111 号)

上海证券交易所：

湖南新五丰股份有限公司（以下简称“公司”、“新五丰”）于 2022 年 4 月 29 日披露了《湖南新五丰股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》及相关文件。2022 年 5 月 12 日，上海证券交易所下发《关于对湖南新五丰股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案的问询函（上证公函【2022】0357 号）》（以下简称“《问询函》”）。招商证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）作为本次交易的独立财务顾问，现根据《问询函》中的有关问题出具如下核查意见：

若无单独说明，本核查意见所使用的简称及释义与同日披露的《湖南新五丰股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》保持一致。

目录

问题 1	4
问题 2	12
问题 5	21
问题 7	24
问题 8	25

问题 1、预案披露，本次交易主要标的资产湖南天心种业股份有限公司（以下简称天心种业）2020 年、2021 年及 2022 年一季度，分别实现营业收入 5.04 亿元、5.34 亿元及 1.15 亿元；实现净利润 2.97 亿元、0.49 亿元和-0.87 亿元，业绩波动较大。新五丰基金投资的 6 家项目公司最近两年一期营业收入金额较小，净利润亏损或微利。请公司补充披露：（1）按主要业务列示天心种业近三年营业收入、营业成本、毛利率以及同比变化情况，并结合近年来行业发展趋势和同行业可比公司收入利润变动情况，说明天心种业业绩大幅下滑的原因及合理性、是否与行业变化相一致；（2）结合新五丰基金投资的 6 家项目公司经营情况及上市公司经营模式，说明收购该 6 家标的资产的必要性和合理性；（3）结合行业周期波动、原材料成本、产品供需变化及后续价格趋势等，说明标的资产是否具备持续盈利能力，本次交易是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》关于上市公司发行股份购买资产的相关规定。请财务顾问对问题（3）发表意见。

1-3 结合行业周期波动、原材料成本、产品供需变化及后续价格趋势等，说明标的资产是否具备持续盈利能力，本次交易是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》关于上市公司发行股份购买资产的相关规定。

回复：

一、标的资产具有持续盈利能力

（一）天心种业及其子公司的持续盈利能力分析

天心种业主要产品为种猪、仔猪和商品猪，主营业务为种猪、仔猪和商品猪的养殖和销售。2021 年以来，天心种业及其子公司业绩较 2020 年下滑，主要是受到生猪养殖行业周期性波动的影响，生猪养殖行业周期性波动对 2021 年度、2022 年 1-3 月业绩存在不利影响，对短期内未来业绩也存在一定不利影响，但天心种业及其子公司产品结构丰富、经营规模较大、抗风险能力强，上述生猪养殖行业周期性波动的影响因素，对天心种业及其子公司持续经营能力的影响较小，长期经营产生重大不利影响的风险较小，天心种业及其子公司经营业绩持续下滑

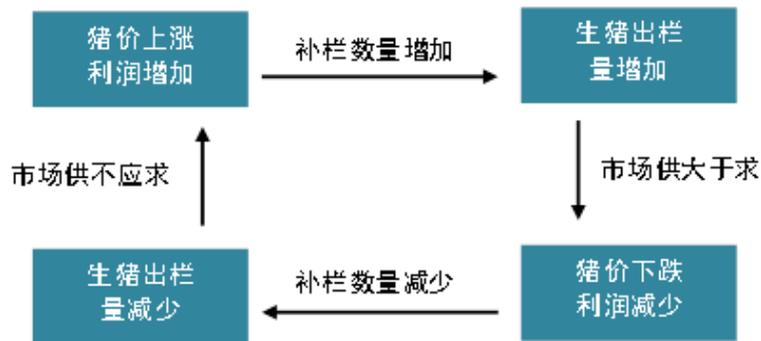
的风险较小，具备持续盈利能力。

关于天心种业及其子公司持续盈利能力具体分析如下：

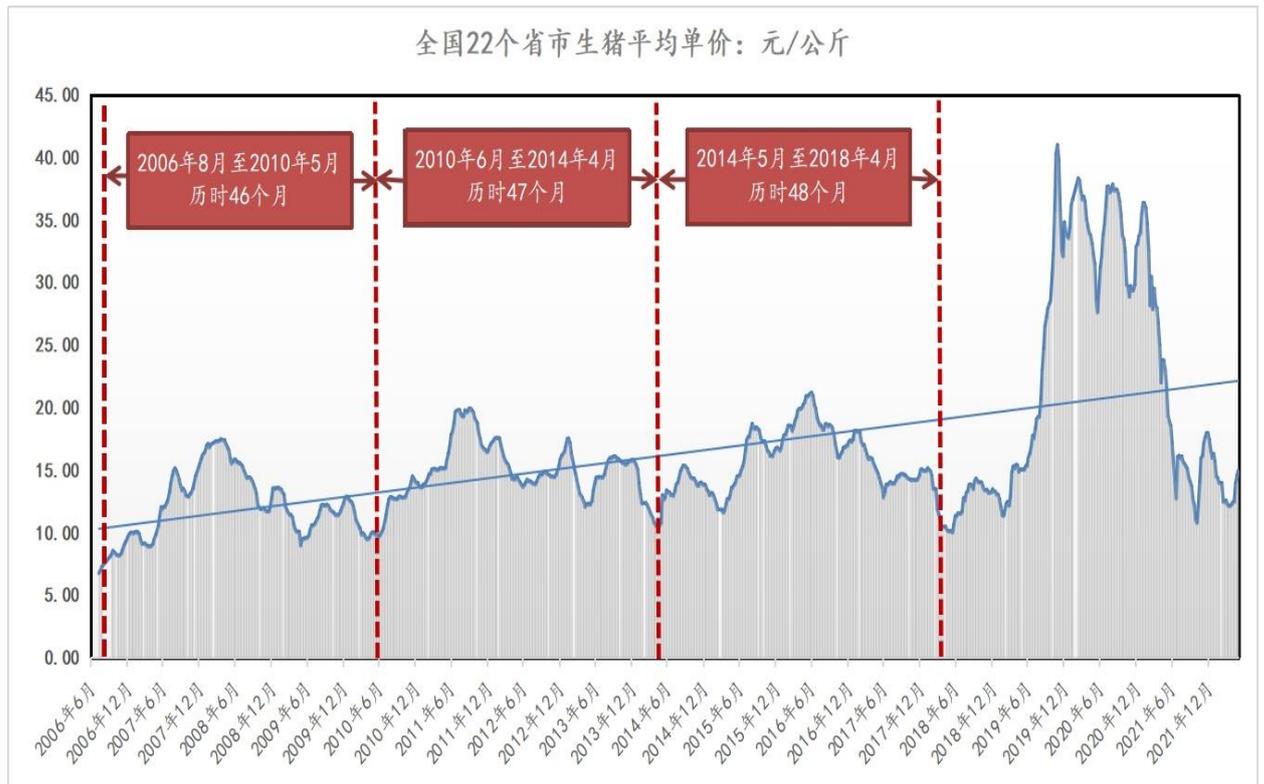
1、生猪养殖行业周期性明显，特别是生猪价格波动等因素均系行业周期所致，当前生猪价格已接近周期低点，持续大幅下降的风险较小

我国生猪养殖业长期以散养为主，行业集中度较低，散养户、中小规模养殖场数量众多，形成了生猪市场价格的周期性波动。

在生猪价格上涨时，散养户、中小规模养殖场养猪积极性提高，开始选留母猪补栏，增加生猪饲养量。但由于母猪从出生选留为后备母猪到其能繁殖商品猪，并最终育肥出栏，这中间大约需要 1 年半的时间，因此，当 1 年半之后新一轮生猪大量出栏，造成供过于求，生猪市场价格开始下跌。当生猪市场价格跌至行业平均养殖成本以下时，大量散养户、中小规模养殖场出现亏损，开始减少种猪、退出生猪饲养，在 1 年半后，生猪供给大量减少，价格从低位开始上涨。



若以价格的“谷—峰—谷”作为一轮周期，从 2006 年至今，我国经历了 3 轮完整的“猪周期”，持续时长分别为 46 个月、47 个月和 48 个月，其中价格上涨平均时长为 20 个月，下跌平均时长为 27 个月，具体情况如下：



数据来源：WIND

我国生猪养殖行业集中度较低的特点以及生猪固有生长周期共同决定了生猪市场价格的周期性波动。通过历史价格周期的比对，目前我国生猪价格水平已接近猪周期低点，持续大幅下降的风险较小。从长期来看，生猪的长期均价高于生猪的长期行业平均成本，是生猪行业的基本规律。在周期下行阶段，生猪行业的参与者会面临短期亏损，而包括天心种业在内的大型规模化养殖场抵抗价格波动风险的能力更强，可以在“猪周期”的价格低谷持续经营，具备长期盈利的能力。

2、原材料成本波动对天心种业及其子公司盈利能力的影响

生猪养殖行业一般用猪粮比价来衡量行业的整体盈利水平。猪粮比价是指生猪价格与玉米价格的比值。数值越高盈利幅度越大；反之，数值越低亏损幅度越大。

2019年度至2020年度，猪粮比价整体处于高位区间，生猪养殖行业盈利水平较高，业绩增速较快；2021年度，猪粮比价快速下行，生猪养殖行业盈利水平较低，业绩呈现下滑趋势。

2014 年 1 月至 2022 年 3 月猪粮比列示如下：



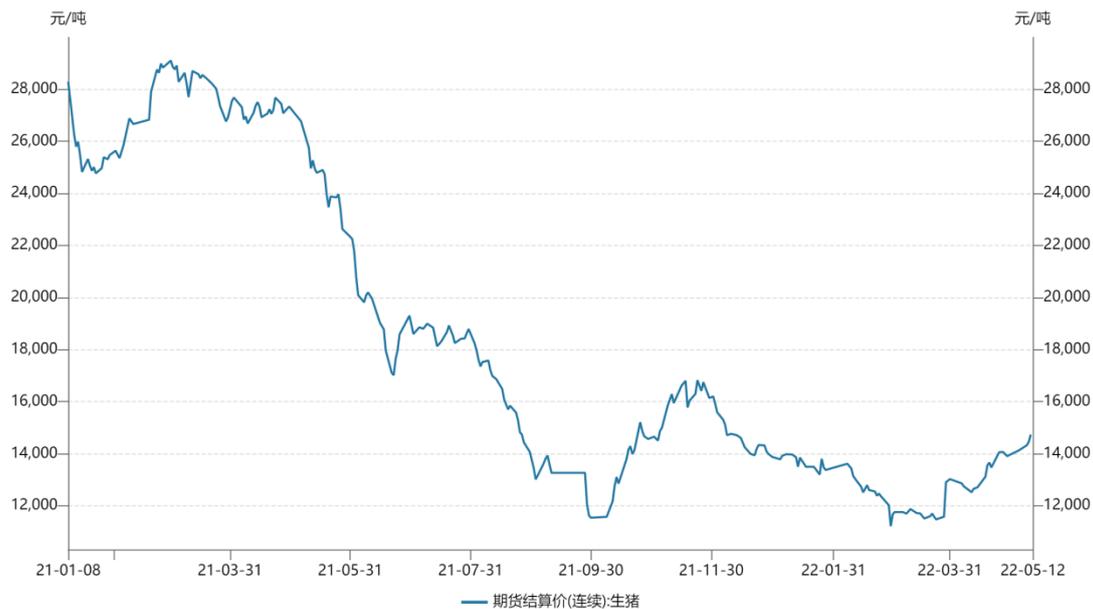
数据来源：WIND

猪粮比是反映养殖企业成本收益比的重要指标。成本方面，当前粮价高涨；收益方面，猪价在低位徘徊。两方面因素共同作用，导致 2020 年以来猪粮比持续走低，生猪养殖企业经营现金流紧张。

由于生猪固有生长周期作用，原材料价格上升会在短期内挤压生猪养殖利润，当生猪市场价格跌至行业平均养殖成本以下时，大量养殖户出现亏损，会导致生猪供给减少，生猪价格从低位开始上涨。原材料价格的持续提升会加剧生猪供给减少，一定程度会加速猪周期的速度。

3、生猪期货结算价 2022 年 3 月以来呈波动上升趋势

2021 年 1 月至今，生猪期货结算价变动情况如下表所示：



数据来源：WIND

由于生猪养殖行业具有周期性强、集中度低等特征，在此行业特点下，任何生猪养殖企业均无法左右我国生猪价格的波动，我国生猪价格的波动幅度等可预测性不强。但是，考虑到生猪期货的价格走势具有价格发现功能，2022年3月至今，生猪期货结算价波动上升，体现了市场对未来生猪价格升高的判断。

4、生猪行业是国计民生行业，涉及国家粮食安全，国家政策重点支持

虽然目前短期内猪肉价格供求关系受市场影响有所波动，目前生猪产能，特别是优质能繁母猪产能仍然不足，对国家长期猪肉稳定供应仍然存在隐患。2021年7月28日，国务院召开常务会议，要求稳定生猪生产，对生猪生产建立逆周期调控机制。2021年8月5日，农业部、国家发改委等六部委联合发文，要求各部门巩固生猪产能恢复成果，防止产能大幅波动，促进生猪养殖产业持续健康发展。天心种业坚持生猪养殖产业的长期战略，体现了天心种业响应国家稳产保供号召，保障国内粮食安全的重要责任担当，生猪养殖产业也是国家政策重点支持方向。

5、天心种业经营规模较大，抗风险能力较强，经营管理成熟稳定，行业周期性波动及原料价格波动因素对天心种业日常生产经营影响可控，天心种业具有持续盈利能力

天心种业成立于1999年，是湖南省农业产业化龙头企业，以种猪、仔猪和

商品猪的生产、经营和销售作为核心业务，是国内最早的规模化、集约化的专业育种公司。

天心种业多年来致力于种猪的育种及生猪的生产，在种猪及仔猪方面积累了强大的竞争优势，其育种技术优势，绿色环保、循环节能的科学养殖优势，规模养殖等优势在行业内处于领先水平。

天心种业产品质量可靠、安全性高，在市场中具有良好的口碑和较大市场影响力，天心种业是中国畜牧业协会猪业分会理事单位、农业部国家生猪核心育种场、全国猪联合育种协作组成员单位、国家生猪产业体系长沙综合试验站站长单位、湖南省养猪协会会长单位、湖南省农业产业化龙头企业、中南五省最大的种苗基地之一。

6、本次交易完成后，天心种业与上市公司具有良好的协同效应，有利于提升上市公司的盈利能力和抵抗风险的能力

上市公司一直从事供港澳生猪业务，是国内商品猪主要出口商之一。经多年发展，上市公司已建立集饲料生产、种猪繁育、商品猪饲养、生猪屠宰及肉品加工、冷链物流、生猪交易于一体的生猪全产业链布局，形成了生猪、肉品和饲料等层次丰富的产品结构，并实现生猪产品在内地和港澳两个市场优化配置。

本次交易后，天心种业成为上市公司全资子公司，与上市公司在饲养技术、疫病防控、猪舍设计、成本控制、农户资源等方面具有良好的协同效应，有利于进一步提升上市公司的盈利能力和抗风险能力。

综上所述，2021 年至今，尽管受外部行业周期性波动、原料价格波动及疫情等因素影响，天心种业及其子公司业绩出现下滑，短期内存在业绩波动的可能性，生猪价格周期性波动、原料价格波动等影响因素对公司当年及未来业绩可能存在不利影响。但天心种业及其子公司经营规模较大，抗风险能力较强，经营管理成熟稳定，行业周期性波动及原料价格波动因素对公司日常生产经营影响可控，具有持续盈利能力。本次交易后，天心种业成为上市公司全资子公司，与上市公司在饲养技术、疫病防控、猪舍设计、成本控制、农户资源等方面具有良好的协同效应，有利于进一步提升盈利能力和抵抗风险的能力。

(二) 新五丰基金投资的 6 家项目公司的持续盈利能力分析

本次交易前，新五丰基金投资的 6 家项目公司主营业务均为生猪养殖场的出租，将生猪养殖场租赁给上市公司进行生猪养殖，获取租金收益。

本次交易后，新五丰基金投资的 6 家项目公司成为上市公司的全资子公司，6 家项目公司的运营管理将由上市公司直接进行，6 家项目公司的生猪养殖场由上市公司租赁转为上市公司自营，有利于提高上市公司资产质量，降低上市公司运营成本，提高生猪养殖产能稳定性，减少关联交易，降低上市公司资产负债率。

二、本次交易符合《上市公司重大资产重组管理办法》的相关规定

1、本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续盈利能力，有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性

本次交易后，天心种业将成为上市公司的控股子公司，避免了现代农业集团及其控制的子公司与上市公司的同业竞争。上市公司将生猪饲养产业链向种猪繁育进一步延伸，使上市公司在育种技术的提升、饲养效率的提高、生猪性能的改良、种猪猪源的保障、生猪产品的多元化等方面得以优化。上市公司将增加种猪、仔猪、商品猪的产能和产量，进一步丰富生猪产品；此外，本次交易还有利于上市公司生猪饲养效率的提升和种源的保障，提升上市公司的盈利能力和抵抗风险的能力。

本次交易后，新五丰基金投资的 6 家项目公司成为上市公司的全资子公司，6 家项目公司的运营管理将由上市公司直接进行，6 家项目公司的养殖场由上市公司租赁转为上市公司自营，有利于降低上市公司运营成本，提高养殖产能稳定性，减少关联交易，降低上市公司资产负债率。

本次交易完成前，上市公司及其控制的下属企业与标的公司之间存在关联交易。本次交易完成后，标的公司成为上市公司的控股子公司，有助于减少上市公司的关联交易。

2、注册会计师对上市公司最近一年财务会计报告出具了无保留意见审计报告

上市公司 2021 年度的财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的《审计报告》（天健审[2022]2-212 号）。

3、上市公司及其现任董事、高级管理人员不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形

截至本核查意见出具之日，上市公司或其现任董事、高级管理人员不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形。

4、上市公司发行股份所购买的资产为权属清晰的经营性资产，并能在约定期限内办理完毕权属转移手续

本次交易的交易对方新五丰基金所持湖南天翰牧业发展有限公司、湖南天勤牧业发展有限公司、龙山天翰牧业发展有限公司的股权存在质押；西藏茶逸农业科技有限公司、西藏逸锦实业有限公司、郴州市湘牧农业科技合伙企业（有限合伙）、湖南绿代企业管理合伙企业（有限合伙）、许秀英所持标的公司股权存在质押，前述交易对方已承诺在要求的时间消除该等权利限制。

天心种业目前为股份有限公司，根据《公司法》规定，“公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况，在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五；所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。上述人员离职后半年内，不得转让其所持有的本公司股份”。本次重组的交易对方中有天心种业的董事、监事、高级管理人员，为确保本次重组的顺利进行，天心种业组织形式须在本次重组交割日前从股份有限公司变更为有限责任公司。

本次交易所涉及的资产为权属清晰的经营性资产，在相关法律程序和先决条件得到适当履行的情形下，能在约定期限内办理完毕权属转移手续。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、2021 年至今，尽管受外部行业周期性波动、原料价格波动及疫情等因素

影响，天心种业及其子公司业绩出现下滑，短期内存在业绩波动的可能性，生猪价格周期性波动、原料价格波动等影响因素对其存在阶段性的影响。但天心种业及其子公司经营规模较大，抗风险能力较强，经营管理成熟稳定，行业周期性波动及原料价格波动因素对其日常生产经营影响可控，具有持续盈利能力。本次交易后，天心种业成为上市公司全资子公司，与上市公司在饲养技术、疫病防控、猪舍设计、成本控制、农户资源等方面具有良好的协同效应，有利于进一步提升盈利能力和抵抗风险的能力。

本次交易后，新五丰基金投资的 6 家项目公司成为上市公司的全资子公司，6 家项目公司的运营管理将由上市公司直接进行，6 家项目公司的养殖场由上市公司租赁转为上市公司自营，有利于降低上市公司运营成本，提高养殖产能稳定性，减少关联交易，降低上市公司资产负债率。

2、本次交易符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 43 条关于上市公司发行股份购买资产的相关规定。

(1) 本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续盈利能力，有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性；

(2) 上市公司最近一年财务会计报告被注册会计师出具无保留意见审计报告；

(3) 上市公司及其现任董事、高级管理人员不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形；

(4) 上市公司发行股份所购买的资产为权属清晰的经营性资产，并能在约定期限内办理完毕权属转移手续。

问题 2、预案披露，标的资产天心种业 2020 年至今总资产和总负债增长较快，其中总资产规模从 2020 年 8.78 亿元增至 2022 年一季度 25.11 亿元，总负债规模从 2020 年 2.93 亿元增至 2022 年一季度 18.92 亿元。截至 2022 年一季度末，天心种业资产负债率达 75.34%。请公司补充披露：（1）天心种业的具体资产和负债构成情况；（2）结合业务模式、同行业可比公司负债水平等，说明天心

种业报告期内资产负债率大幅上升的原因及合理性；（3）结合天心种业资产负债结构、现金流情况及上市公司资产负债结构，分析本次收购可能对上市公司负债水平和财务稳定性的影响，并补充提示相关风险。请财务顾问对问题（2）和（3）发表意见。

2-1 天心种业的具体资产和负债构成情况；

回复：

一、资产构成情况表

最近两年及一期，天心种业资产结构如下：

单位：万元

资产	2022年1-3月		2021年度		2020年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产：						
货币资金	45,167.86	17.99%	33,690.10	15.65%	28,599.70	32.57%
应收账款、预付账款及其他应收款	3,879.55	1.54%	3,468.79	1.61%	3,840.36	4.37%
存货	23,559.04	9.38%	16,571.91	7.70%	13,178.02	15.01%
其他流动资产	0.07	0.00%	-	-	77.83	0.09%
流动资产合计	72,606.52	28.91%	53,730.80	24.96%	45,695.91	52.04%
长期股权投资	2,893.75	1.15%	863.75	0.40%	-	-
固定资产、在建工程、无形资产及长期待摊费用	28,192.69	11.23%	28,198.70	13.10%	27,136.55	30.90%
生产性生物资产	32,742.76	13.04%	34,586.40	16.07%	13,181.45	15.01%
使用权资产	113,032.06	45.01%	95,033.08	44.15%	-	-
其他非流动资产	1,649.92	0.66%	2,833.31	1.32%	1,800.00	2.05%
非流动资产合计	178,511.18	71.09%	161,515.24	75.04%	42,118.00	47.96%
资产总计	251,117.70	100.00%	215,246.04	100.00%	87,813.91	100.00%

注：以上财务数据未经审计。

二、负债构成情况表

最近两年及一期，天心种业负债结构如下：

单位：万元

负债	2022年1-3月		2021年度		2020年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债:						
短期借款	30,000.00	15.85%	15,000.00	10.35%	10,000.00	34.16%
应付账款、预收账款（合同负债）及其他应付款	12,573.88	6.64%	10,115.33	6.98%	6,902.77	23.58%
应付职工薪酬及应交税费	1,715.69	0.91%	2,748.61	1.90%	4,337.33	14.81%
一年内到期的非流动负债	3,625.51	1.92%	2,055.88	1.42%	-	-
流动负债合计	47,915.08	25.32%	29,919.82	20.64%	21,240.10	72.55%
非流动负债:						
长期借款	35,760.00	18.90%	25,860.00	17.84%	-	-
租赁负债	97,804.56	51.68%	81,234.57	56.05%	-	-
递延收益及其他	7,763.09	4.10%	7,919.06	5.46%	8,036.72	27.45%
非流动负债合计	141,327.65	74.68%	115,013.63	79.36%	8,036.72	27.45%
负债合计	189,242.73	100.00%	144,933.45	100.00%	29,276.82	100.00%

注：以上财务数据未经审计。

报告期各期末，天心种业资产总额分别为 87,813.91 万元、215,246.04 万元和 251,117.70 万元，主要由货币资金、存货、固定资产、在建工程、无形资产、长期待摊费用、生物性生物资产和使用权资产构成，前述合计金额分别为 82,095.72 万元、208,080.19 万元和 242,694.41 万元，占资产总额比例分别为 93.49%、96.67%和 96.65%。

报告期各期末，天心种业负债总额分别为 29,276.82 万元、144,933.45 万元和 189,242.73 万元，主要由短期借款、长期借款和租赁负债构成，前述合计金额分别为 10,000.00 万元、122,094.57 万元和 163,564.56 万元，占负债总额比例分别为 34.16%、84.24%和 86.43%。

2-2 结合业务模式、同行业可比公司负债水平等，说明天心种业报告期内资产负债率大幅上升的原因及合理性；

回复：

一、天心种业资产负债率大幅上升主要系新租赁准则影响及融资扩大经营规模所致，具有合理性

报告期各期末，天心种业资产负债率情况如下：

指标	2022年3月31日	2021年12月31日	2020年12月31日
资产负债率	75.36%	67.33%	33.34%
资产负债率（剔除新租赁准则影响）	58.72%	46.76%	33.34%

注：天心种业财务数据未经审计。

2021年末和2022年3月末，天心种业资产负债率较2020年末明显上升，主要系2021年末和2022年3月末短期借款、长期借款和租赁负债均同比增长所致，具体如下：

单位：万元

项目	2022年3月31日		2021年12月31日		2020年12月31日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
租赁负债（含一年内到期部分）	101,210.07	53.48%	83,170.45	57.39%	-	-
借款	65,980.00	34.87%	40,980.00	28.27%	10,000.00	34.16%
其中：短期借款	30,000.00	15.85%	15,000.00	10.35%	10,000.00	34.16%
长期借款（含一年内到期部分）	35,980.00	19.02%	25,980.00	17.92%	-	-

注：上表占比为负债项目占负债总额比例，以上财务数据未经审计。

天心种业自2021年执行新租赁准则，2021年末和2022年3月末租赁负债（含一年内到期部分）金额分别为83,170.45万元和101,210.07万元，新增并构成2021年末和2022年3月末天心种业负债的第一大项目，占负债总额的比例分别为57.39%和53.48%。天心种业租赁负债较高，主要系其采取轻资产运营模式，主要经营场所为租赁用地和租赁生产基地所致。

报告期各期末，天心种业的短期借款和长期借款（含一年内到期部分）合计金额分别为10,000.00万元、40,980.00万元和65,980.00万元，占负债总额的比例分别为34.16%、28.27%和34.87%。报告期各期末，短期借款和长期借款合计金额逐年上升，主要系天心种业增加银行借款用于扩充产能以及补充流动资金。

综上，2021 年末和 2022 年 3 月末天心种业资产负债率较 2020 年末大幅上升，主要原因系天心种业租赁用地和租赁生产基地较多，2021 年起执行的新租赁准则导致新增的租赁负债金额较高，资产负债率因此明显上升；此外，天心种业新增银行借款用于扩充产能和补充营运资金，一定程度抬升了资产负债率。

二、天心种业与同行业可比公司的资产负债率比较情况

1、报告期内，天心种业与同行业可比公司的资产负债率比较情况

公司名称	2022 年 3 月 31 日	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日
牧原股份	65.18%	61.30%	46.09%
温氏股份	66.48%	64.10%	40.88%
正邦科技	97.03%	92.60%	58.56%
新希望	68.43%	64.98%	53.06%
大北农	55.65%	52.76%	45.77%
新五丰	63.39%	58.74%	32.64%
可比公司平均值	69.36%	65.75%	46.17%
天心种业	75.36%	67.33%	33.34%

注：1、可比公司数据来源于上市公司公开披露信息；

2、天心种业财务数据未经审计。

由上可见，2020 年末天心种业的资产负债率低于同行业可比公司平均值，主要系 2020 年天心种业扩产新增的融资规模较小，负债水平较低。2021 年末和 2022 年 3 月末天心种业的资产负债率高于同行业可比公司平均值，主要原因一是天心种业租赁用地和租赁生产基地较多，2021 年执行新租赁准则导致其 2021 年末和 2022 年 3 月末账面形成金额较高的租赁负债；二是天心种业 2021 年以来通过银行借款满足产能扩张和补充营运资本的资金需求。

2、剔除新租赁准则影响后，报告期内天心种业与同行业可比公司的资产负债率比较情况

公司名称	2022 年 3 月 31 日	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日
牧原股份	63.85%	59.49%	46.09%
温氏股份	64.07%	61.49%	40.88%
正邦科技	96.58%	91.55%	58.56%

公司名称	2022年3月31日	2021年12月31日	2020年12月31日
新希望	67.28%	63.49%	53.06%
大北农	54.85%	51.69%	45.77%
新五丰	47.63%	41.22%	32.64%
可比公司平均值	65.71%	63.48%	45.75%
天心种业	58.72%	46.76%	33.34%

注1：剔除新租赁准则影响的资产负债率=（资产总额-租赁负债-一年内到期的非流动负债之租赁负债）/（负债总额-租赁负债-一年内到期的非流动负债之租赁负债）；

2、经查阅上述同行业可比上市公司披露2022年一季度报告，未查询到同行业可比上市公司截至2022年3月31日一年内到期的非流动负债之租赁负债数据，2022年3月31日天心种业与同行业可比上市公司剔除新租赁准则影响的资产负债率=（资产总额-租赁负债）/（负债总额-租赁负债），考虑数据可比性，2022年3月31日新五丰与天心种业剔除新租赁准则影响的资产负债率按前述口径计算；

3、天心种业财务数据未经审计。

由上可见，若剔除新租赁准则影响，天心种业的资产负债率低于同行业可比公司平均水平，资产负债结构良好，偿债能力良好。

综上所述，天心种业报告期内资产负债率大幅上升与会计政策变更以及自身业务模式相符，与同行业可比公司负债水平不存在明显差异，其资产负债率大幅上升的原因具有合理性；若剔除新租赁准则影响，天心种业资产负债率低于同行业可比公司平均水平，偿债能力良好。

2-3 结合天心种业资产负债结构、现金流情况及上市公司资产负债结构，分析本次收购可能对上市公司负债水平和财务稳定性的影响，并补充提示相关风险。

回复：

一、本次收购可能对上市公司负债水平及财务稳定性的影响

（一）资产负债结构影响分析

最近两年及一期各期末，上市公司与天心种业的主要资产负债表项目及财务指标比较如下：

单位：万元

项目	2022年3月31日		2021年12月31日		2020年12月31日	
	上市公司	天心种业	上市公司	天心种业	上市公司	天心种业
流动资产	210,098.58	72,606.52	193,873.60	53,730.80	114,941.77	45,695.91
非流动资产	368,271.92	178,511.17	346,789.39	161,515.24	107,910.02	42,118.00
资产总额	578,370.50	251,117.70	540,662.99	215,246.04	222,851.79	87,813.91
流动负债	108,933.00	47,915.08	126,201.60	29,919.82	63,791.27	21,240.10
非流动负债	257,684.20	141,327.65	191,373.26	115,013.63	8,951.58	8,036.72
负债总额	366,617.20	189,242.73	317,574.87	144,933.45	72,742.85	29,276.82
所有者权益	211,753.30	61,874.97	223,088.12	70,312.59	150,108.94	58,537.09
资产负债率	63.39%	75.36%	58.74%	67.33%	32.64%	33.34%
资产负债率 (剔除新租赁准则影响)	47.29%	58.72%	41.22%	46.76%	32.64%	33.34%

注：1、2020年末和2021年末，上市公司财务数据已经审计，上市公司2022年3月31日财务数据以及天心种业2020年末、2021年末、2022年3月末数据未经审计；

2、剔除新租赁准则影响的资产负债率=（资产总额-租赁负债-一年内到期的非流动负债之租赁负债）/（负债总额-租赁负债-一年内到期的非流动负债之租赁负债）；

3、上市公司和天心种业的2021年末资产负债率均同比明显上升，主要系自2021年起执行新租赁准则所致。

2020年末、2021年末和2022年3月末，天心种业资产负债率高于上市公司，主要系天心种业为非上市公司，融资渠道相对有限，主要通过业务产生的经营现金及银行借款满足资金需求。本次交易将导致上市公司短期资产负债水平有所上升，而随着天心种业新增产能利用率提升以及本次重组后上市公司对天心种业融资渠道的丰富及改善，该等因素的改善将有利于天心种业保持相对可控的长期资产负债水平。剔除新租赁准则影响，天心种业的资产负债率稍高于上市公司资产负债率，本次交易预计不会对上市公司资本结构中的有息负债比率产生明显影响。

（二）本次交易对上市公司偿债能力的影响分析

1、上市公司和天心种业主要偿债指标比较分析

单位：倍

项目	2022年3月31日		2021年12月31日		2020年12月31日	
	上市公司	天心种业	上市公司	天心种业	上市公司	天心种业
流动比率	1.93	1.52	1.54	1.80	1.80	2.15
速动比率	1.01	1.02	0.84	1.24	0.70	1.53
资产负债率 (剔除新租赁准则影响)	47.29%	58.72%	41.22%	46.76%	32.64%	33.34%

注：1、上市公司2022年3月31日财务数据以及天心种业财务数据未经审计。

2、剔除新租赁准则影响的资产负债率=(资产总额-租赁负债-一年内到期的非流动负债之租赁负债)/(负债总额-租赁负债-一年内到期的非流动负债之租赁负债)。

2020年末和2021年末，天心种业流动比率与速动比率均高于上市公司，主要系报告期各期天心种业出栏生猪主要为养殖周期较短的种猪和仔猪，商品猪出栏量占比较低，而上市公司出栏生猪主要为商品猪，故天心种业存货周转速度较快，变现能力及偿债能力较强，相应流动比率、速动比率高于上市公司。

2022年3月末，天心种业流动比率低于上市公司，速动比率与上市公司大体持平，主要系天心种业为满足产能扩充和补充营运资金需求，短期借款增加所致，天心种业产品在周转速度及变现能力方面仍具有优势，偿债能力较强。

尽管天心种业剔除新租赁准则影响的资产负债率仍稍高于上市公司，但其资产负债结构良好，主要产品具有周转速度快、变现能力强等优势，具有良好的偿债能力，本次交易预计有利于提升上市公司的偿债能力。

2、本次交易有利于改善上市公司经营活动现金流

单位：万元

项目	2022年1-3月/ 2022年3月31日		2021年度/ 2021年12月31日		2020年度/ 2020年12月31日	
	上市公司	天心种业	上市公司	天心种业	上市公司	天心种业
经营活动产生的现金流量净额	-18,347.74	-7,307.32	-53,013.65	4,516.90	15,550.62	28,705.95
经营性现金流量净额占流动负债的比率	-16.84%	-15.25%	-42.01%	15.10%	24.38%	135.15%
经营性现金流量净额占净利润的比率	152.01%	83.65%	180.07%	92.27%	54.96%	96.53%

注：1、2021年度和2022年1-3月，上市公司经营活动产生的现金流量净额和净利润均为负数，故经营性现金流量净额占净利润的比率为正数；

2、2020年末和2021年末，上市公司财务数据已经审计，上市公司2022年3月31日财务数据以及天心种业2020年末、2021年末、2022年3月末数据未经审计。

报告期各期，天心种业经营活动产生的现金流量净额、经营性现金流量净额占流动负债的比率均优于上市公司；天心种业经营性现金流量净额占净利润比例较高，经营活动获取的利润能够及时形成经营活动现金流流入公司，具有良好的偿债能力和资金流动性。因此，本次交易有利于改善上市公司经营活动现金流。

综上所述，本次交易完成后，上市公司的资产负债将同时增加，资产负债率将有所上升，但是未来的收入规模、持续经营能力、经营现金流情况都将得到提升，且本次交易有利于改善上市公司经营活动现金流。

二、资产负债结构和财务稳定性不利变化的风险

本次交易前天心种业资产负债率高于上市公司，主要是2021年执行的新租赁准则对轻资产运营的天心种业的资产负债率有明显抬升作用，且与上市公司相比，天心种业融资渠道单一，主要通过业务产生的经营现金及银行借款满足资金需求。本次交易完成后，上市公司短期资产负债率预计将有所提升。提请投资者关注本次交易后上市公司资产负债结构和财务稳定性不利变化的风险。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、天心种业报告期内资产负债率大幅上升，主要原因系天心种业轻资产运营模式受2021年起执行的新租赁准则影响较大，产生了金额较大的租赁负债所致，同时天心种业通过借款满足扩大生产经营，一定程度上抬升了资产负债率，具有合理商业理由；

2、本次交易完成后，上市公司的资产负债水平均有一定程度提高，资产负债率亦会上升，但是未来的收入规模、盈利能力、经营现金流情况都将得到提升，且本次交易有利于改善上市公司经营活动现金流；

3、上市公司已在《预案（修订稿）》中补充披露了天心种业的具体资产和负债构成情况；天心种业报告期内资产负债率大幅上升的原因及合理性；关于本

次收购可能影响上市公司负债水平和财务稳定性并提示相关风险。

问题 5、预案披露，标的资产所租用养殖场的用地主要来自于对农村土地的租赁、承包。请公司补充披露：（1）标的资产所有租用养殖场的土地权属情况；（2）养殖场的土地出租方是否已全部根据有关法律法规，与当地村民委员会、村民签订了承包、流转等协议，并在主管部门履行了备案手续；（3）若否，请披露未履行合规程序承租的养殖场的面积、产生的收益（若有）及对应占比，并披露后续应对措施及计划，是否构成重大违法违规，以及对标的资产生产经营及本次交易影响。请财务顾问对问题（3）发表意见。

5-3 若否，请披露未履行合规程序承租的养殖场的面积、产生的收益（若有）及对应占比，并披露后续应对措施及计划，是否构成重大违法违规，以及对标的资产生产经营及本次交易影响。

回复：

一、未履行合规程序承租土地的养殖场的面积、产生的收益及对应占比

除湘猪科技怀化公猪站和邵阳共发育肥基地外，天心种业租赁养殖场的土地出租方已根据有关法律法规，与当地村民委员会、村民签订了承包、流转等协议，并在主管部门履行了备案手续，涉及使用国有划拨农用地的已履行了相应的批准或确认程序。

湘猪科技怀化公猪站和邵阳共发育肥基地的土地承包/流转存在未履行备案合规手续的情形，该未履行合规程序承租的养殖场的面积、产生的收益及其占比详见下表：

序号	项目名称	租赁面积(亩)	占总面积比例	2022年1-3月净利润(万元)	占天心种业2022年1-3月净利润比例	2021年度净利润(万元)	占天心种业2021年度净利润比例	2020年度净利润(万元)	占天心种业2020年度净利润比例
1	湘猪科技怀化公猪站	143.28	1.70%	-26.21	0.30%	315.76	6.45%	-21.41	-0.07%
2	邵阳共发育肥	15.00	0.18%	-	-	-	-	-	-

	基地								
合计	158.28	1.88%	-26.21	0.30%	315.76	6.45%	-21.41	-0.07%	

注：以上财务数据未经审计。

如上表所示，湘猪科技怀化公猪站和邵阳共发育肥基地出租方所承租集体土地的面积 158.28 亩，占天心种业所有租赁养殖场用地面积比例为 1.88%。湘猪科技怀化公猪站和邵阳共发育肥基地 2022 年 1-3 月净利润合计为-26.21 万元，占天心种业 2022 年 1-3 月净利润-8,735.62 万元的比例为 0.30%；2021 年度净利润合计为 315.76 万元，占天心种业 2021 年度净利润 4,895.54 万元的比例为 6.45%；2020 年度净利润合计为-21.41 万元，占天心种业 2020 年度净利润 29,739.22 万元的比例为-0.07%。

二、养殖场土地租赁未履行合规程序对标的资产的生产经营及本次交易不构成重大影响

天心种业未履行合规程序的养殖场土地租赁明细如下：

名称	手续履行情况	租赁合同关于合规猪场合规性的约定
湘猪科技怀化公猪站	湖南湘猪科技股份有限公司与王中华签署了《怀化 140 头规模公猪站项目合作协议》	乙方应确保第一条“合作范围”内所约定土地及地上建筑物等所有公猪站配套设施设备无权属争议，乙方对其拥有处分权，有权将上述财产交付给甲方使用。如因乙方交付给甲方的财产存在权属争议并由此给甲方正常生产经营造成影响、损失的（包括但不限于第三方向甲方收回所交付使用财产），由乙方承担全部赔偿责任。
邵阳共发育肥基地	临澧天心种业有限公司与邵阳县共发育肥有限公司签署了《育肥租赁合同》	除投产后方能办理的手续证照,甲方需将猪场的全部手续办理到位(包括但不限于在环保、林业、国土、规划、农业、村乡政府等部门需履行的相应手续,在乙方验收猪场时,甲方应将以上部门的全部合法书面文件、甲方与当地签订土地流转的合同、土地流转所属村集体认可甲方将猪场租赁给乙方的认可或证明文件及其他相关文件一并交给乙方一份留备存档并获得乙方认可。因未及时办理好土地流转、林地流转、相关职能部门手续而造成的一切后果均由甲方负责,造成乙方的损失由甲方承担,因此而导致的甲方损失由甲方自行承担)。对于需投产后方能办理的手续证照,甲方须在租赁起始时间起 3 个月内办理完成,如因未能及时办理需告知乙方,如造成乙方的损失由甲方承担:如因该等证照未能及时办理并导致乙方无法在猪场正常生产经营,则乙方有权提前单方解除本合同,且甲方还应当向乙方承担违约及赔偿责任;猪场建设费用及办理以上猪场全部手续的费用、税费等均由甲方承担。乙方除承担本合同约定的租金外,不承担任何其他费用。

截至 2021 年 3 月 31 日，天心种业租赁养殖场未履行合规程序租赁土地租赁养殖场收益占比较低，同时根据天心种业与养殖场出租方签订的租赁合同，出租方需对养殖场的合规性风险承担兜底责任。另根据《最高人民法院关于审理涉

及农村土地承包纠纷案件适用法律问题的解释》第十四条“承包方依法采取转包、出租、互换或者其他方式流转土地承包经营权，发包方仅以该土地承包经营权流转合同未报其备案为由，请求确认合同无效的，不予支持”，因此未履行备案程序不影响土地流转合同的效力。前述情形不会对标的资产天心种业目前的持续经营构成重大不利影响，也不会对本次交易构成重大影响。

三、养殖场土地租赁手续的整改措施及计划

针对前述养殖场土地租赁未履行合规程序的情形，天心种业基于合规经营的目标，已出具承诺：

天心种业在本次重组提交上市公司股东大会审议前与湘猪科技怀化公猪站和邵阳共发育肥基地解除合同终止经营，避免因土地流转程序不合规的问题对标的资产经营造成不利影响的情况。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

湘猪科技怀化公猪站和邵阳共发育肥基地涉及的租赁土地未履行合规程序租赁土地，上述 2 个租赁养殖场收益占比较低，同时根据天心种业与养殖场出租方签订的租赁合同，出租方需对养殖场的合规性风险承担兜底责任，因未及时办理土地流转、林地流转、相关职能部门手续而造成的一切后果均由出租方负责，造成承租方的损失由出租方承担，不会对标的资产天心种业目前的持续经营构成重大不利影响，也不会对本次交易构成重大影响。针对未履行合规程序的租赁养殖场，天心种业已出具承诺在本次重组提交上市公司股东大会审议前与出租方解除合作，避免因土地流转程序不合规的问题对标的资产正常经营造成不利影响的情况。

除前述情形外，天心种业租赁养殖场涉及使用农村集体土地的已根据有关法律法规，签订了承包/流转等协议，并在乡镇部门履行了批准/备案手续；涉及使用国有划拨农用地的租赁养殖场取得了当地主管部门出具的合规证明，不涉及重大违法违规，对标的资产生产经营与本次交易不构成重大影响。

问题 7、预案披露，本次交易对方包含公司间接控股股东现代农业集团。请公司根据《证券法》第七十五条、《上市公司收购管理办法》第七十四条的规定，补充披露本次交易前上市公司控股股东及其一致行动人持有上市公司股份的锁定期安排。请财务顾问发表意见。

回复：

一、本次交易前上市公司控股股东及其一致行动人持有上市公司股份的锁定期安排

根据《证券法》第七十五条，在上市公司收购中，收购人持有的被收购的上市公司的股票，在收购行为完成后的十八个月内不得转让。根据《上市公司收购管理办法》第七十四条，在上市公司收购中，收购人持有的被收购的上市公司的股份，在收购行为完成后的十八个月内不得转让。

本次重组中，上市公司间接控股股东现代农业集团作为收购人，存在以天心种业 100%股权作为资产收购上市公司股份的行为。上市公司控股股东及其一致行动人关于本次交易前持有上市公司股份锁定期的承诺与安排如下所示：

承诺主体	承诺时间	承诺期限	承诺内容
现代农业集团、粮油集团、兴湘集团、建工集团	2021年4月19日	承诺出具日至非公开发行的股票上市之日起36个月内	1、本公司承诺，自本承诺函出具之日至上市公司本次非公开发行完成后6个月内，本公司及本公司控制的关联方不存在减持上市公司股票（包括承诺期间因送股、公积金转增股本等权益分派产生的股票）的计划； 2、本公司承诺，本公司认购的本次非公开发行的上市公司A股股票自上市之日起36个月内不进行转让，并将严格按照《证券法》、《上市公司收购管理办法》等法律法规、证券交易所的相关规定进行减持并履行权益变动涉及的信息披露义务。
	2022年5月26日	本次交易完成后18个月内	1、本公司在本次交易前持有的上市公司股份，在本次交易完成后18个月内不得转让。本公司在上市公司中拥有权益的股份在同一实际控制人控制的不同主体之间进行转让不受前述18个月的限制，但将会遵守《上市公司收购管理办法》第六章的规定。 2、在上述股份锁定期内，本公司在本次交易前持有的上市公司股份包括因上市公司实施送红股、资本公积金转增股本事项而增持的上市公司股份，均遵守上述

承诺主体	承诺时间	承诺期限	承诺内容
			锁定期限的约定。 3、若本公司基于本次认购所取得股份的锁定期承诺与证券监管机构的最新监管意见不相符，本公司将根据相关证券监管机构的监管意见对锁定期承诺进行相应调整。上述锁定期届满之后，本公司所取得的上市公司股票转让事宜按照中国证监会和证券交易所的有关规定执行。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

上市公司控股股东及其一致行动人就其在本次交易前持有上市公司股份的锁定期作出相关安排，该等安排符合《证券法》第七十五条、《上市公司收购管理办法》第七十四条等相关法律法规的规定。

问题 8、预案披露，标的资产天心种业的股东方长城资管、华融资管、湖南发展、信达资管因本次重组取得的上市公司股份锁定安排在签署正式协议时予以另行约定。请公司根据《上市公司重大资产重组管理办法》第四十六条的规定，补充披露长城资管、华融资管、湖南发展、信达资管因本次重组取得的上市公司股份的锁定期安排。请财务顾问发表意见。

回复：

一、长城资管、华融资管、湖南发展、信达资管因本次重组取得的上市公司股份的锁定期安排

根据《上市公司重大资产重组管理办法》第四十六条的规定，“特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起 12 个月内不得转让；属于下列情形之一的，36 个月内不得转让：

- （一）特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；
- （二）特定对象通过认购本次发行的股份取得上市公司的实际控制权；

(三) 特定对象取得本次发行的股份时, 对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不足 12 个月。

属于本办法第十三条第一款规定的交易情形的, 上市公司原控股股东、原实际控制人及其控制的关联人, 以及在交易过程中从该等主体直接或间接受让该上市公司股份的特定对象应当公开承诺, 在本次交易完成后 36 个月内不转让其在该上市公司中拥有权益的股份; 除收购人及其关联人以外的特定对象应当公开承诺, 其以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起 24 个月内不得转让。”

截至本核查意见出具日, 长城资管、华融资管、湖南发展、信达资管的对价支付方式尚未确定, 具体对价方式、股份锁定安排将在后续正式协议中明确并出具相关承诺, 其股份锁定期不会违反《上市公司重大资产重组管理办法》第四十六条的规定。

二、独立财务顾问核查意见

经核查, 独立财务顾问认为:

本次交易中, 关于长城资管、华融资管、湖南发展、信达资管的对价支付方式尚未确定, 若前述公司确认获得股份对价, 上述 4 家公司将在正式协议中明确对价支付方式、股份锁定安排, 并出具相应承诺, 其股份锁定期不会违反《上市公司重大资产重组管理办法》第四十六条的规定。

（本页无正文，为《招商证券股份有限公司关于上海证券交易所<关于对湖南新五丰股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案的问询函>相关问题之核查意见》之签章页）

财务顾问主办人： _____

汤玮

张庆洋

招商证券股份有限公司

2022年6月3日