

中信证券股份有限公司
关于《松德智慧装备股份有限公司关于深圳证
券交易所<关于对松德智慧装备股份有限公司
的重组问询函>之回复报告》
的核查意见

独立财务顾问



二零一六年八月

深圳证券交易所：

根据贵所于 2016 年 8 月 17 日发布的《关于对松德智慧装备股份有限公司的重组问询函》（创业板许可类重组问询函【2016】第 63 号）的要求，本公司作为松德智慧装备股份有限公司（以下简称“智慧松德”、“上市公司”）的独立财务顾问，对审核意见的有关事项进行了认真讨论研究，对审核意见述及的所有问题进行了逐项核查落实，并出具相关核查意见，现提交贵所，请予审核。

如无特别说明，本核查意见中的简称或名词的释义与《松德智慧装备股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金预案》及《松德智慧装备股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对松德智慧装备股份有限公司的重组问询函>之回复报告》保持一致。

1、本次交易采用收益法对富江机械 100%股权进行预估，截至预估基准日 2016 年 5 月 31 日，收益法预估值为 6.5 亿元，增值率达 891.40%。请披露：（1）预计海装机械新建特种铝合金成形基地与富江机械新建高端装备智能制造项目（以下简称募投项目）获取生产用地、生产资质及最终产生效益的时间；（2）结合在手订单 披露收益法预估的详细过程，铝合金铸造精加工项目与募投项目未来收益、自由现金流的预测过程；（3）结合预估参数选择、估值假设前提的合理性及相关资产的可比交易价格、同行业公司的市盈率、市净率指标说明本次交易定价的公允性，请独立财务顾问和评估师发表明确意见。

答复：

一、本次重组募投项目获取生产用地、生产资质及最终产生效益的时间

为适应国家军民融合的政策方针，满足市场对高品质有色金属铸件产品的需求，并实现富江机械在有色金属铸造领域的技术创新及产品升级，本次交易拟募集配套资金投资建设海装募投项目与富江募投项目，其中海装募投项目拟在成都市大邑县建设年生产能力 3,000 吨的铝合金铸件及加工生产线，主要产品为高强韧度、耐腐蚀性强的铝合金产品；富江募投项目拟基于现代化新型及特种装备制造技术于成都市大邑县建设年生产能力 3,000 吨的现代化装备制造项目。

截至本核查意见出具日，海装募投项目已取得了大邑县发改局出具的项目备案文件《企业投资项目备案通知书》（大发改投资函【2015】90 号）及成都市环保局出具的环评批复文件（成环建评【2016】99 号）。同时，海装机械已就海装募投项目用地签署了土地出让协议并缴纳了土地出让金，并将于近期办理完毕该项目用地的土地使用权证。海装机械目前正在积极推进海装募投项目的厂区建设及设备安装等工作，预计于 2017 年初建成投产。

海装机械系富江机械全资子公司，其海装募投项目与富江机械位于温江区的生产线工艺流程相似度较高。投产后，海装募投项目将承接富江机械非涉密部件产品的生产铸造，并由富江机械完成后续的加工处理环节后对外销售，实现与富江机械的业务协同及生产经营的有效衔接。海装募投项目在 2017 年初建成投产后能够有效提升富江机械整体的订单承接能力。

截至本核查意见出具日，富江募投项目正在履行成都市大邑县发改局备案以及环评审批等相关手续，并已获得项目用地所需的土地指标。富江募投项目预计于 2016 年底前办理完毕项目用地的土地使用权证及立项环评等审批手续。根据项目的可行性研究报告及项目建设进度安排，富江募投项目预计将于 2018 年建成投产。建成投产后，富江募投项目将依托富江机械现有的《二级保密资格单位证书》、《武器装备质量体系认证证书》、《武器装备科研生产许可证》及《装备承制单位注册证书》等资质开展铝合金金属特种铸造、精密机械加工、特种及高端装备制造等业务。

二、富江机械铝合金铸造精加工项目与募投项目未来收益、自由现金流的预测过程及相关预估参数的选择确定

富江机械铝合金铸造精加工项目与募投项目未来收益、自由现金流的预测过程如下：

（一）营业收入

截至本核查意见出具日，富江机械已在手未执行订单金额总计 1.62 亿元，已达成意向且即将签署确定的订单金额约 0.44 亿元，订单共计约 2.0 亿元。富江机械 2016 年 1-5 月已实现的营业收入为 2,856 万元，根据富江机械现有产能及生产进度安排，富江机械 2016 年 6-12 月预计实现的营业收入额约为 8,311 万元，2016 年全年预计实现的营业收入总额为 11,167 万元。基于富江机械目前在手订单规模及 2017 年预计新增订单，富江机械 2017 年全年预计将实现营业收入 18,478 万元。鉴于富江机械的主要客户为军工企业及研究院所，较为稳定，并综合考虑我国军队武器装备持续更新升级的需求，富江机械未来年度订单获取的可持续性较强，本次预估因此预计富江机械 2018 年至 2020 年的营业收入会保持 20%以上的增长速度。综合考虑市场竞争及行业发展等因素，本次预估预计富江机械的营业收入增长速度于 2021 年降至 15%左右，并于 2022 年进一步下降至 6.5%左右，并从 2023 年起将进入稳定期。基于以上分析，本次预估预计富江机械 2018 年至 2022 年预计将分别实现营业收入 23,311 万元、28,056 万元、33,784 万元、38,387 万元及 40,942 万元。

（二）营业成本

根据富江机械历史报告期内的营业成本率情况，本次预估预计富江机械未来年度的

营业成本率将在其 2015 年的营业成本率基础上逐年略微上升。

（三）销售费用、管理费用

根据富江机械报告期内销售费用、管理费用占相应年度（期间）营业收入的比例情况，本次预估首先预估未来年度销售费用、管理费用占相应年度营业收入的比例，并通过将上述比例与营业收入相乘预估出该年的销售费用、管理费用。

（四）财务费用

本次预估根据富江机械及海装机械的投资计划，预测出未来年度的银行贷款数额，并通过上述贷款数额与相应利率相乘得出富江机械未来的利息支出数额。手续费支出则根据历史两年一期数额预估出未来需要支出的数额。

（五）营业外收入、营业外支出

本次预估未考虑营业外收入及营业外支出。

（六）营业税金及附加预测

营业税金及附加主要包括城建税、教育费及（缴纳依据为应缴增值税），税率分别为 7%、5%。

（七）所得税预测

富江机械母公司为高新技术企业，采用优惠所得税率 15%预测，海装机械 2020 年前享受西部大开发所得税优惠政策，所得税率按 15%预测，2021 年后，按 25%预测。

（八）折旧/摊销

本次预估根据富江机械资产具体特点及折旧年限确定未来的折旧/摊销金额。

（九）资本性支出预测

资本性支出是企业生产经营正常发展的情况下，企业每年需要进行的资本性支出。本次预估采用如下方式预测资本性支出：

正常固定资产、无形资产的更新：本次预估根据固定资产、无形资产特点，参照固定资产、无形资产的经济适用年限综合考虑更新性支出。

扩产性支出：根据管理层确定的投资计划进行预测。

（十）企业自由现金流的预测

企业自由现金流 = 净利润 + 利息支出 × (1 - 所得税率) + 折旧及摊销 - 一年资本性支出 - 一年营运资金增加额

其中，根据前述各收益指标的预测值，可以按以下公式直接计算未来每年的净利润。

净利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用 - 所得税。

营运资金，在历史水平基础上结合企业目前及未来发展情况，通过计算一个资金周转周期内所需的资金，确定每年企业营运资金需求量。

终值预测，终值是企业在 2022 年预测经营期之后的价值。假定企业的经营在 2022 年后每年的经营情况趋于稳定。

（十一）折现率

本次预估以总资本加权平均回报率 WACC 作为富江机械的折现率：

$$r = WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

式中：WACC 为加权平均总资本回报率；E 为股权价值；Re 为期望股本回报率；D 为付息债权价值；Rd 为债权期望回报率；T 为企业所得税率。

债权期望回报率，根据有效的一年期贷款利率确定。

股权回报率利用资本定价模型确定：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

其中：Re 为股权回报率；Rf 为无风险回报率；β 为风险系数；ERP 为市场风险超额回报率；Rs 为公司特有风险超额回报率

风险系数β 的确定：在上市公司中选取可比公司，估算对比公司的系统性风险系数β，调整计算出富江机械的风险系数。

依照上述计算公式，本次预估折现率约 12%。

三、关于本次交易定价的公允性的说明

（一）预估参数选择的合理性

如前所述，本次预估参数的选择确定充分考虑了富江机械历史年度的实际情况及其未来生产经营状况以及其所在行业未来发展趋势及竞争格局，参数选择及确定过程谨慎合理。

（二）估值假设前提的合理性

本次预估是基于企业在评估基准日可持续经营状态下的企业价值预估，假设经营业务合法及外部环境不会发生不可预见的变化是预估的前提；被评估单位、委托方提供的基础资料及财务资料真实、准确、完整是企业价值评估准确的必要条件；富江机械未来经营管理团队尽职并继续保持现有的经营管理模式不变是企业稳定可持续运营的前提，是不可或缺的必要条件。综上，预估假设是评估结论成立的前提要件，具有合理性。

（三）预估值公允性分析

1、可比交易案例估值对比分析

近年国内并购市场涉及军工标的主要相关案例总结如下：

上市公司	标的公司	标的公司业务	交易方式
新研股份 (300159.SZ)	明日宇航 100%股权	主要从事航空航天飞行器结构件减重工程的应用和开发，零部件制造服务，是我 国多家航空航天企业的配套 零部件制造服务商。公司所制造的航空航天零部件主要 为飞机、导弹、运载火箭、航天飞船等飞行器结构件	发行股份及支付现金购买资产
南通科技 (600862.SH)	中航复材 100%股权、优材京航 100%股权和优材百慕 100%股权	中航复材主要向各航空整机制造厂提供复合材料用树脂基体及其预浸料等预浸料类产品和蜂窝及芯材类产品。优材京航致力于以骨科人体植入物的研发、生产和销售。优材百慕的主要产品为刹车盘副，该类 产品可以分为钢 刹车盘副、炭刹车盘副两类，均由刹车盘和金属陶瓷片两类产品组成。	重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易

上市公司	标的公司	标的公司业务	交易方式
安泰科技 (000969.SZ)	天龙钨钼 100%股权	天龙钨钼主要产品为钨钼材、料精深加工制品。	发行股份及支付现金购买资产
银河电子 (002519.SZ)	同智机电 100%股权	主要从事智能数字多媒体终端、智能电网控制设备和电子设备精密结构件等产品的研发、制造与销售	发行股份及支付现金购买资产
鼎立股份 (600614.SH)	鹏起实业 100%股权	钛合金特种加工，主要应用于航空航天及舰船等领域	发行股份购买资产

(1) 市盈率估值对比分析

可比交易案例市盈率倍数及富江机械市盈率倍数对比情况如下表所示：

序号	标的公司	市盈率			
		对应承诺期第一年净利润	对应承诺期第二年净利润	对应承诺期第三年净利润	对应三年算数平均净利润
1	明日宇航 100%股权	21.41	15.17	9.10	13.48
2	优材百慕 100%股权	8.97	8.60	7.79	8.43
3	天龙钨钼 100%股权	9.42	7.67	6.28	7.58
4	同智机电 100%股权	13.90	12.45	10.64	12.18
5	鹏起实业 100%股权	16.90	9.01	6.15	9.01
6	富江机械 100%股权	17.39	11.68	8.94	11.77

注：截至本核查意见出具日，本次重组相关评估工作尚未完成，上表所列示的富江机械市盈率情况系根据截至目前的预估情况计算，本次重组交易对方的具体盈利承诺金额将根据正式评估报告的评估结果确定，并在交易各方签署的《盈利预测补偿协议的补充协议》中予以明确。

如上表所示，同近年发生的可比交易案例情况相比，富江机械按照“预测期前三年平均净利润”计算的市盈率倍数处于可比案例中的平均水平，本次重组标的资产预估值水平基本合理。

(2) 市净率估值对比分析

本次交易中，富江机械 100%股权的评估增值率为 876.40%（即市净率 9.764），高于可比交易的评估增值率，具体如下：

单位：万元

序号	项目	评估基准日	评估基准日账面值	评估值	增值金额	评估增值率
1	明日宇航 100%股权	2014 年 12 月 31 日	70,200.29	363,967.00	293,766.71	418.47%
2	优材百慕 100%股权	2014 年 8 月 31 日	5,368.58	16,212.67	10,844.09	201.99%
3	天龙钨钼 100%股权	2014 年 12 月 31 日	30,484.79	105,127.59	74,642.80	244.85%
4	同智机电 100%股权	2013 年 10 月 31 日	22,358.92	102,868.58	80,509.66	360.08%
5	鹏起实业 100%股权	2015 年 4 月 30 日	24,026.85	136,879.00	112,852.15	469.69%
6	富江机械 100%股权	2016 年 5 月 31 日	6,657.10	65,000.00	58,342.90	876.40%

注：南通科技（600862.SH）购买中航复材 100%股权、优材京航 100%股权和优材百慕 100%股权案例中，中航复材、优材京航股权采用资产基础法，优材百慕股权采用收益法。

本次交易预估增值率及市净率高于相似并购案例，主要是由于本次交易标的公司富江机械（1）账面净资产价值较低：由于富江机械成立于 2002 年，相关固定资产及土地使用权等资产账面价值较低。（2）富江机械未来业绩的预期增长率较高。

2、可比上市公司市净率及市盈率分析

按照证监会行业分类，富江机械属制造业—有色金属冶炼及压延业。可比上市公司市盈率及市净率情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率	市净率
002501.SZ	利源精制	22.2795	2.4563
002540.SZ	亚太科技	34.3403	2.9720
002203.SZ	海亮股份	39.4888	3.4587
601677.SH	明泰铝业	40.5330	2.0807
600219.SH	南山铝业	45.3068	0.9920
002160.SZ	常铝股份	66.6114	2.3129
900907.SH	鼎立 B 股	67.4886	1.7309
002082.SZ	栋梁新材	72.3382	3.1384
300034.SZ	钢研高纳	73.4855	7.2533
002466.SZ	天齐锂业	74.8073	11.6894
600338.SH	西藏珠峰	80.6532	22.9977

证券代码	证券简称	市盈率	市净率
600531.SH	豫光金铅	86.7859	6.3891
000751.SZ	锌业股份	87.3048	3.9755
002182.SZ	云海金属	88.8775	5.2646
002237.SZ	恒邦股份	101.9560	3.4283
601137.SH	博威合金	114.8432	1.9055
002171.SZ	楚江新材	119.2219	4.8767
600614.SH	鼎立股份	119.7876	3.0722
002460.SZ	赣锋锂业	120.8809	12.9652
002716.SZ	金贵银业	130.1949	6.9964
300428.SZ	四通新材	140.1261	13.7820
300057.SZ	万顺股份	156.6197	3.0554
600362.SH	江西铜业	166.7773	1.1507
300489.SZ	中飞股份	179.4416	8.1364
600111.SH	北方稀土	256.8839	6.0596
002578.SZ	闽发铝业	331.0255	4.5035
600490.SH	鹏欣资源	333.5299	7.2680
002295.SZ	精艺股份	650.6855	3.8567
002114.SZ	罗平锌电	864.0129	10.1280
600206.SH	有研新材	1,559.5225	3.6092
600459.SH	贵研铂业	1,770.6279	4.0802
平均值		257.9496	5.6640

注：数据来源：WIND；为保持统一，市盈率和市净率计算中均已剔除亏损公司。

如上表所示，同行业上市公司平均市盈率为 257.9496，远高于富江机械本次预估值市盈率倍数。同行业上市公司平均市净率为 5.6640，低于富江机械本次预估值市净率倍数。主要是由于本次交易标的公司富江机械（1）账面净资产价值较低：由于富江机械成立于 2002 年，相关固定资产及土地使用权等账面价值较低。（2）富江机械未来业绩的预期增长率较高。

综上，本次富江机械 100%股权预估假设符合评估准则，预估参数设置合理。与同类案例相比，不存在明显不合理差异。本次重组预估值基本公允合理。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为，本次预估假设符合评估准则，预估参数设置合理。富江机械预估值对应的市盈率水平低于近年同行业可比案例及同行业上市公司市盈率水平，市净率水平不存在明显不合理差异。本次重组预估值基本公允合理。

（以下无正文）

（此页无正文，为《中信证券股份有限公司关于<松德智慧装备股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对松德智慧装备股份有限公司的重组问询函>之回复报告>的核查意见》签章页）

财务顾问主办人：



冯新征



包项



2016年8月22日