

北京中企华资产评估有限责任公司

关于

浙江海亮股份有限公司上市公司

非公开发行股票一次反馈意见

之

核查意见

北京中企华资产评估有限责任公司

二〇一七年九月



北京中企华资产评估有限责任公司根据中国证监会第 171227 号文《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的要求，就本次非公开发行股票相关问题予以核查，现答复如下：

一.《一次反馈意见通知书》重点问题第 2 题：(5)本次交易价格参考评估定价结果，标的资产评估值合计为 91,294.30 万元请申请人说明采用收益法作为评估方法是否适用于标的资产，评估假设，评估参数是否合理，相关信息披露和风险揭示是否充分。请结合标的资产的行业地位、核心竞争力、市场竞争及同业收购案例等情况，说明评估增值率的合理性及交易作价的公允性。请评估机构发表核查意见。

答复：

(一)请说明采用收益法作为评估方法是否适用于标的资产

(1)收益法的应用前提

采用收益法评估企业价值是指通过估测企业未来预期收益的现值来判断企业价值的评估方法。其应用必须具备三个前提：

- 1)企业的未来预期收益可以预测并可以用货币衡量;
- 2)企业预期收益所承担的风险也可以预测并可以用货币衡量;
- 3)企业预期获利年限可以预测。

(2)本次评估采用收益法的理由和依据

- 1)企业的未来预期收益可以预测并可以用货币衡量;

①标的资产自身经营状况

诺而达集团是一家业务覆盖金属加工、元部件制造、相关工业及设计服务等广泛领域的跨国集团公司，总部位于芬兰。2006 年收购了历史悠久的奥托昆普铜材公司。

铜管业务隶属于诺而达的金属制造业务分部，是诺而达集团下属主要业务分部之一，下含北美板块和亚太板块两大区域板块。其中，诺而达亚太板块下全部从事铜管业务的子公司即为本次交易所购买的三家标的公司，分别为诺而达铜管

公司（以下简称“诺而达铜管”）、诺而达奥托公司（以下简称“诺而达奥托”）及诺而达泰国公司（以下简称“诺而达泰国”）。

三家标的公司均主要从事空调与制冷用铜管的生产、销售服务。经过多年的发展，在铜管加工各类产品的生产上有完整的产品体系，且积累了国内外众多优质的客户资源。

②标的资产当前财务状况

评估基准日，三家标的公司经营状况均业经大信会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并分别出具了大信审字[2017]第 4-00305 号审计报告、大信审字[2017]第 4-00306 号审计报告和大信审字[2017]第 4-00307 号审计报告，财务状况如下：

a. 诺而达铜管近两年来财务状况如下表：

币种：人民币万元

项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
总资产	72,815.38	68,932.98
总负债	32,278.10	26,554.15
股东全部权益	40,537.28	42,378.83
项目	2015 年	2016 年
营业收入	105,332.27	116,175.48
利润总额	-1,194.54	995.06
净利润	-1,065.54	1,803.41

b. 诺而达奥托近两年来财务状况如下表：

币种：人民币万元

项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
总资产	36,172.98	27,507.99
总负债	25,909.52	15,814.21
股东全部权益	10,263.46	11,693.79
项目	2015 年	2016 年
营业收入	69,244.09	47,600.25
利润总额	503.30	2,015.60
净利润	338.76	1,396.49

c. 诺而达泰国近两年来财务状况如下表：

币种：万 BAHT

项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
总资产	286,700.24	272,606.62

总负债	213,299.69	190,256.52
股东全部权益	73,400.55	82,350.10
项目	2015 年	2016 年
营业收入	576,680.75	497,213.56
利润总额	-18,209.28	9,320.88
净利润	-15,421.58	8,949.55

根据上表可见，三家标的公司的盈利能力均有一定的增幅，主要是标的公司根据自身经营情况对产品结构进行调整，增加高附加值产品销售量，导致盈利能力有所提升。未来年度预计在现有模式下继续经营，因此，企业的未来预期收益可以预测。

2)企业预期收益所承担的风险也可以预测并可以用货币衡量

虽三家标的主营业务收入主要受原材料价格的影响，价格波动较大，但标的公司将材料价格的波动风险转嫁给下游客户承担，公司仅赚取加工费，盈利能力近年来保持稳定态势，公司经过二十多年的运营，凝聚了一个相对稳定、成熟的经营管理团队，在行业内拥有较大的知名度及良好的声誉。收益法评估价值能够客观、全面的反映被评估单位的市场公允价值。

3)企业预期获利年限可以预测。

根据对标的公司所从事的经营业务的特点及公司未来发展潜力、前景的判断，考虑标的公司具有较强的市场运营能力和市场开拓能力，具有一定的市场竞争能力及持续经营能力，故本次评估收益期按永续确定。

同时，本次评估亦是在假设待估企业持续经营前提进行，待估企业经营稳定，满足采用收益法评估的基本前提，故可以采用收益法评估。

综上所述，对标的资产的评估采用收益法是符合收益法应用的前提条件，是合理的。

(二)评估假设，评估参数是否合理，相关信息披露和风险揭示是否充分

(1)评估假设是否合理

1) 本次评估的假设

①一般假设

a.国家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，无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素造成的重大不利影响。

b.假设评估基准日后被评估单位持续经营。

c.公司的经营者是负责的，且公司管理层有能力担当其职务。

d.除非另有说明，公司完全遵守所有有关的法律法规，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项。

e.公司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。

f.假设评估基准日后被评估单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出。

g.本次评估报告以产权人拥有评估对象的合法产权为假设前提。

h.有关利率、赋税基准及税率、汇率、政策性征收费用等不发生重大变化。

i.由企业提供的与评估相关的产权证明文件、财务报表、会计凭证、资产清单及其他有关资料真实、合法、完整、可信。被评估单位或评估对象不存在应提供而未提供、评估人员已履行评估程序仍无法获知的其他可能影响资产评估价值的瑕疵事项、或有事项或其他事项。

②特殊假设

a.本次评估报告以产权人拥有评估对象的合法产权为假设前提；

b.没有考虑将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方式可能追加付出的价格等对评估结论的影响；

c.本次评估假设标的公司生产经营中所需的各项已获得的生产、经营许可证等在未来年度到期后均能通过申请继续取得。

本次评估所设定的评估假设前提和限制条件符合国家有关法律、法规的规定，遵循了市场通用惯例及准则，符合评估对象的实际情况，未发现与评估假设前提相悖的事实存在，评估假设前提具有合理性。

(2)评估参数是否合理

本次评估采用资产基础法、收益法，按照必要的评估程序，对标的公司股东全部权益在 2016 年 12 月 31 日的市场价值进行了评估。并最终选取收益法得出的评估价值作为最终评估结论。收益法评估涉及的主要参数如下：收入、成本、费用、所得税、营运资金及折现率等。具体合理性分析如下：

1)本次评估对于标的公司收入增长、毛利率及期间费用预测均较为合理及充分（详见第2问题的答复）。

2)所得税的预测

诺而达铜管和诺而达奥托企业所得税历史年度按25%的税率缴纳。对于2017年至永续期，企业所得税仍按25%的税率计算。诺而达泰国公司执行当地20%的所得税税率，与历史年度水平保持一致。

3) 营运资金的预测

营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，因提供商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金等；同时，在经济活动中，获取他人提供的商业信用，相应可以减少现金的即时支付。计算营运资金的增加主要需考虑正常经营所需保持的货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、存货、应付票据、应付账款、预收款项等因素。具体分析如下：

①本次评估对标的公司营运资金涉及主要参数的周转天数统计及未来预测情况如下：

a. 诺而达铜管历史年度营运资金及未来年度预测周转情况如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
应收账款周转天数	71	70	70	70	70	70
预付款项周转天数	8	8	8	8	8	8
存货周转天数	30	30	30	30	30	30
应付票据周转天数	45	45	45	45	45	45
应付账款周转天数	25	25	25	25	25	25
预收账款周转天数	0	2	2	2	2	2

b. 诺而达奥托历史年度营运资金及未来年度预测周转情况如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
应收票据周转天数	106	106	106	106	106	106
应收账款周转天数	55	55	55	55	55	55
预付款项周转天数	2	2	2	2	2	2
存货周转天数	21	21	21	21	21	21
应付票据周转天数	83	83	83	83	83	83
应付账款周转天数	9	9	9	9	9	9
预收账款周转天数	0	0	0	0	0	0

c. 诺而达泰国历史年度营运资金及未来年度预测周转情况如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
应收账款周转天数	71	71	71	71	71	71

存货周转天数	49	49	49	49	49	49
应付票据周转天数	187	187	187	187	187	187
应付账款周转天数	3	3	3	3	3	3
预收账款周转天数	187	187	187	187	187	187

通过上述表格可见，本次评估对未来年度营运资金涉及的主要参数未来预测情况与历史年度基本保持一致，主要是因为根据了解，标的公司近年来未考虑改变公司运营模式，因此本次预测与历史年度保持一致。

4)对于折现率的预测

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量，则折现率选取加权平均资本成本(WACC)。

公式： $WACC=K_e \times E/(D+E)+K_d \times D/(D+E) \times (1-T)$

式中： K_e ：权益资本成本；

K_d ：债务资本成本；

T ：所得税率；

$E/(D+E)$ ：股权占总资本比率；

$D/(D+E)$ ：债务占总资本比率；

其中： $K_e=R_f+ \beta \times MRP+R_c$

R_f =无风险报酬率；

β =企业风险系数；

MRP =市场风险溢价；

R_c =企业特定风险调整系数。

本次评估对诺而达铜管及诺而达奥托折现率的具体预测如下：

a.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 Wind 资讯查询评估基准日银行间固定利率国债收益率(中债到期收益率)的平均收益率确定，因此本次无风险报酬率 R_f 取 3.0115%。

b.权益系统风险系数的确定

被评估单位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 ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t ：被评估单位的所得税税率；

D/E ：被评估单位的目标资本结构。

根据 Wind 资讯查询的沪深 A 股股票 100 周类似上市公司 Beta 计算确定，具体确定过程如下：

首先根据类似上市公司的 Beta 计算出各公司无财务杠杆的 Beta，然后得出类似上市公司无财务杠杆的平均 Beta 为 0.7421。

再结合企业经营后运行的时间及贷款情况、管理层未来的筹资策略、可比上市公司的资本结构等确定企业的 Beta。由于诺而达奥托在基准日无贷款，预计未来无借款计划，确定企业的 D/E 为 0%。

则根据上述计算得出企业风险系数 Beta 为 0.7421。

c. 市场风险溢价的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率。

由于国内证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场。一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年投机气氛较浓，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价不具有可信度。而在成熟市场中，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也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。

即：市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额。

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2016 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.24%；国家风险补偿额取 0.86%。

则：MRP=6.24%+0.86%

=7.10%

d. 企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数是根据待估企业与所选择的对比企业在企业特殊经营环境、企业规模、经营管理、抗风险能力、特殊因素所形成的优劣势等方面的差异进行的调整系数。

原材料价格波动风险：诺而达奥托主要原材料为电解铜，虽然铜价的波动是由客户承担，但铜价的大幅波动在下游客户需求以及诺而达奥托经营所需营运资金等方面均会造成一定的影响。

人才流失的风险：诺而达奥托开展业务需要大量专业技术人才，受薪酬、福利、工作环境等因素影响，诺而达奥托经营管理和专业技术人才可能出现流失情况，从而给诺而达奥托的经营带来一定的风险。

财务风险：诺而达奥托主要生产设备已经使用了将近 10 年，生产能力相对落后，且维护成本不断上升，随着设备的老化，生产设备的更新升级将是诺而达奥托未来必须面临的问题，而主要设备的更新升级需要很大的一笔费用支出，将给诺而达奥托带来极大的资金压力。

客户风险：诺而达奥托客户主要来源关联方诺而达铜业，依赖程度较高，且诺而达奥托前十大客户销售占收入 90%以上，客户较为集中，客户来源及集中程度给诺而达奥托开拓市场带来了极大的挑战与风险。

根据以上分析，企业特定风险调整系数 R_c 取 3%。

e.预测期折现率的确定

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

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times MRP + R_c \\ &= 11.28\% \end{aligned}$$

本次评估对诺而达泰国折现率的具体预测如下：

a.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。本次评估采用泰国 10 年期国债 2016 年 12 月 31 日收盘到期收益率 2.70%作为无风险报酬率，因此本次无风险报酬率 R_f 取 2.70%。

b.权益系统风险系数的确定

被评估单位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 ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估企业的所得税税率；

D/E：被评估企业所在行业的平均资本结构。

首先根据新兴市场国家金属制品行业上市公司的 Beta 计算出各公司无财务杠杆的 Beta，然后得出新兴市场国家金属制品业上市公司无财务杠杆的平均 Beta 为 0.9559。

再结合企业经营后运行的时间及贷款情况、管理层未来的筹资策略、可比上市公司的资本结构等确定企业的 Beta。

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

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U = 0.9559$$

其中：t 为 20%，由于企业无有息负债，取 D/E=0。

c. 市场风险溢价的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率。

在成熟市场中，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。因此国际上欧洲市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。

即：市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额。

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2016 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.24%；泰国国家风险补偿额取 2.27%。

则：MRP=6.24%+2.27%

=8.51%

故本次市场风险溢价取 8.51%。

d. 企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数是根据待估企业与所选择的对比企业在企业特殊经营环境、企业规模、经营管理、抗风险能力、特殊因素所形成的优劣势等方面的差异进行的调整系数。

原材料价格波动风险：公司主要原材料为电解铜，虽然铜价的波动是由客户承担，但铜价的大幅波动在下游客户需求以及公司经营所需营运资金等方面均会造成一定的影响。

人才流失的风险：标的公司开展业务需要大量专业技术人才，受薪酬、福利、工作环境等因素影响，公司经营管理和专业技术人才可能出现流失情况，从而给公司的经营带来一定的风险。

根据以上分析，企业特定风险调整系数 R_c 取 3%。

5. 预测期折现率的确定

(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，计算得出被评估单位的权益资本成本。

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

$$= 13.83\%$$

(2) 计算加权平均资本成本

$$WACC = K_e \times E / (D + E) + K_d \times D / (D + E) \times (1 - T)$$

由于企业无有息负债， $K_d = 0$ ，则 $WACC = K_e = 13.83\%$ 。

因此最终得出本次标的公司的折现率如下：

标的公司	无风险系数	市场风险溢价	企业风险系数 Beta	企业特定风险调整系数	折现率
诺而达铜管	3.0115%	7.10%	0.7421	3.0%	11.28%
诺而达奥托	3.0115%	7.10%	0.8051	3.0%	11.28%
诺而达泰国	2.70%	8.51%	0.9559	3.0%	13.83%

③截至 2016 年 12 月 31 日，可比上市公司的折现率情况如下：

序号	证券代码	上市公司	折现率
1	002203.SZ	海亮股份	4.62%
2	002295.SZ	精艺股份	7.06%
3	601137.SH	博威合金	5.57%
4	002171.SZ	楚江新材	8.30%
平均			6.39%

注：未收集到已完成的并购案例相关信息，故本次以同行业上市公司财务数据作为可比案例。

上表可见，标的公司预测平均折现率为 **12.13%**，同比上市公司的平均折现率为 **6.39%**，本次评估采用的折现率均高于同行业可比上市公司的折现率，是谨慎合理的。

综上分析：本次收益法预测涉及的各项参数评估是合理的。

(3)相关信息披露和风险揭示是否充分

本次浙江海亮股份有限公司上市公司非公开发行股票披露的相关信息和风险如下：

1)铜价波动的风险

公司作为铜加工企业，主要的原材料为电解铜，主要产品定价模式为“原材料价格+加工费”，主要盈利模式为通过相对稳定的加工费获取毛利。从定价机制和盈利模式来看，公司可以将电解铜价格或波动的风险转嫁给下游客户，但实际上，铜价的剧烈波动仍有可能给公司带来一定的风险。

2)人力资源风险

近年来，国内许多地区都出现了“用工荒”现象，由于劳动力短缺导致用工成本持续上升，尤其在制造业发达地区（如广东、浙江、江苏等省份）较为明显。虽然标的公司通过优化产品结构、提高设备自动化程度、优化工艺流程等措施，部分抵消了劳动力短缺和劳动力成本上升对公司的不利影响，但是如果劳动力短缺和劳动力价格上涨的状况持续存在，将对公司进一步扩大经营规模形成较大制约。因此，标的公司存在人力资源风险。

3)市场风险

铜加工行业属于基础行业，与国民经济发展有着密切的联系。近年来，全球市场保持疲弱，国内经济增速放缓，这加剧了铜加工行业的市场竞争，对公司全球资源整合和开拓管理能力提出了更高的要求。公司始终坚持“为客户提供超越的价值”的理念，实施以客户、服务为导向的营销策略，以优质的产品，良好的售后服务质量，为客户提供超额价值，与国内下游客户保持着长期稳定的供销关系，保证公司稳定、有序的开展生产经营活动。尽管如此，如果市场整体长期低迷，仍可能对公司的良性发展造成不利影响。

4)应收账款坏账风险

随着国内经济增长趋缓，企业外部经营风险不断增多，资金危机事件频发，企业经营环境日趋恶化，企业倒闭现象时有发生，这将导致公司应收账款回收延期，甚至无法回收的风险。公司及其控股子公司均高度重视应收账款风险，不断强化管控意识，采取有效措施控制应收账款风险，制订了《公司授信管理制度》、《公司信用等级评定管理办法》、《公司产品销售及货款回收管理制度》、《公司应收款催收管理办法》、《重大应收款风险快速反应机制》等制度，进一步完善销售客户信用评价体系，规范经营活动，对应收账款实施全过程动态跟踪管理，对应收账款逾期客户单位进行催收，进行有效的外部风险管控，降低企业经营风险。尽管如此，公司仍面对着一一定的应收账款坏账风险。

以上影响本次评估的风险因素均已在本次浙江海亮股份有限公司非公开发行股票预案中充分揭示。

(三)标的资产的行业地位、核心竞争力、市场竞争情况分析

三家标的主营业务均为：空调压缩机管、电子管、通讯管及其它不同用途的金属管的研发、生产、销售和相关服务，可制造广泛运用于空调、冰箱、电子器件冷却和电信领域的各种铜管并为客户提供解决方案。

诺而达铜管公司和诺而达奥托公司位于中国空调产业集群分布的中心之一广东省中山市，主要产品包括空调压缩机管、电子管、通讯管等，主要在中国市场销售，同时辐射东南亚等国际市场，为格力、松下、志高、格兰仕等下游大客户提供产品和服务。诺而达泰国公司主要生产空调制冷业所需的铜管并主要销往除中国外的东南亚市场。

三家标的主要产品及其用途如下表：

产品名称	主要用途
空调压缩机管	用于空气制冷和冷冻工业的铜管
电子管	用于冷却电子设备（如个人电脑、笔记本等）的铜管
通讯管	用于电信设备中的铜管
其他	用于其他工业中的铜管

三家标的公司业务部在产品、制造、包装及合金领域拥有世界领先的技术能力，其品牌在市场上拥有较高的认可度和知名度。三家标的公司的管理团队经验丰富，销售队伍和下游客户网络建设较为成熟，主要优势包括先进的制造能力、内部加工能力，研究与开发资源，优异的品质和技术等。

(四)评估增值率的合理性及交易作价的公允性

1)诺而达三个标的公司的最终评估结论如下

①诺而达铜管评估结论如下：

截至评估基准日 2016 年 12 月 31 日，诺而达铜管总资产账面价值为 68,932.98 万元，评估价值为 79,677.84 万元，增值额为 10,744.86 万元，增值率为 15.59%；总负债账面价值为 26,554.15 万元，评估价值为 26,554.15 万元，无增减值变化；股东全部权益账面价值为 42,378.83 万元(账面值业经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计)，评估价值为 53,123.69 万元，增值额为 10,744.86 万元，增值率为 25.35%。收益法评估后的股东全部权益评估价值为 52,504.74 万元，增值 10,125.91 万元，增值率 23.89%。

收益法评估后的股东全部权益价值为 52,504.74 万元，资产基础法评估后的股东全部权益价值为 53,123.69 万元，两者相差 618.95 万元，差异率 1.17%。本评估报告评估结论采用收益法评估结果，即：诺而达铜管的股东全部权益评估价值为 52,504.74 万元。

②诺而达奥托评估结论如下：

截至评估基准日 2016 年 12 月 31 日，诺而达奥托总资产账面价值为 27,507.99 元，评估为 33,292.84 万元，增值额为 5,784.85 万元，增值率为 21.03%；总负债账面价值为 15,814.21 万元，评估值为 15,814.21 万元，无增减值变化；股东全部权益账面价值为 11,693.79 万元(账面值业经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计)，评估值为 17,478.64 万元，增值额为 5,784.85 万元，增值率为 49.47%。收益法评估后的诺而达奥托股东全部权益价值为 16,192.47 万元，增值 4,498.68 万元，增值率 38.47%。

收益法评估后的股东全部权益价值为 16,192.47 万元，资产基础法评估后的股东全部权益价值为 17,478.64 万元，两者相差 1,286.16 万元，差异率 7.36%。本评估报告评估结论采用收益法评估结果，即：诺而达奥托的股东全部权益评估价值为 16,192.47 万元。

③诺而达泰国评估结论如下：

截至评估基准日 2016 年 12 月 31 日，诺而达泰国总资产账面价值为 272,606.62 万泰铢，评估价值为 302,042.22 万泰铢，增值额为 29,435.60 万泰铢，

增值率为 10.80%；总负债账面价值为 190,256.52 万泰铢，评估价值为 189,426.74 万泰铢，减值额为 829.78 万泰铢，减值率为 0.44%；股东全部权益账面价值为 82,350.10 万泰铢(账面价值业经大信会计师事务所(特殊普通合伙)审计)，评估价值为 112,615.48 万泰铢，增值额为 30,265.38 万泰铢，增值率为 36.75%。收益法评估后的诺而达泰国股东全部权益价值为 116,539.94 万泰铢，增值 34,189.84 万泰铢，增值率 41.52%。

收益法评估后的股东全部权益为 116,539.94 万泰铢，资产基础法评估后的股东全部权益为 112,615.48 万泰铢，差异 3,924.46 万泰铢，差异率为 3.48%。本评估报告评估结论采用收益法评估结果，即诺而达泰国的股东全部权益为 116,539.94 万泰铢，即人民币 22,597.09 万元（按评估基准日中国银行公告的外汇折算汇率 1 泰铢=0.1939 元人民币进行换算）。

2)诺而达三个标的公司评估增值率的合理性及交易作价的公允性

因本次交易标的主营业务为铜加工业务，未收集到已完成的并购案例相关信息，故本次以同行业上市公司财务数据作为可比案例。

①截至 2016 年 12 月 31 日，可比上市公司的市值情况如下：

序号	证券代码	证券简称	市盈率	市净率
1	002203.SZ	海亮股份	24.74	3.24
2	002295.SZ	精艺股份	565.13	4.28
3	601137.SH	博威合金	46.30	2.70
4	002171.SZ	楚江新材	40.72	3.91

②标的公司未来预测情况如下：

标的公司	市盈率	市净率
诺而达铜管	15.35	0.76
诺而达奥托	9.19	0.59
诺而达泰国	11.69	0.43

本次评估机构通过对标的公司进行测算，截至评估基准日 2016 年 12 月 31 日，标的公司预计动态市盈率和市净率，均处于在上市公司水平之下。

评估师核查意见

经核查，采用收益法作为评估方法是适用于标的资产，评估假设，评估参数是合理的，已充分披露相关信息和风险揭示。标的资产的行业地位、核心竞争力、市场竞争及同业可比案例等情况，评估师认为，评估增值率是合理的，交易作价是公允的。

2. 《一次反馈意见通知书》重点问题第 2 题：(6)标的公司评估过程中以收益法预测的营业收入是否有合同、订单等支持，请说明预测的收入增长率、毛利率的依据，是否与行业趋势基本一致；预测的期间费用依据是否充分。请评估机构发表核查意见。

答复：

(一)标的公司评估过程中以收益法预测的营业收入是否有合同、订单等支持

标的公司均采用“以销定产”的订单式生产方式。标的公司所取得的每笔订单的生产周期从几天到一个月不等。由于单个订单周期不长，因此本次评估主要参考历史年度产量的增长情况，结合企业客户的稳定性以及管理层对于未来生产经营的规划进行预测：

(1)三个标的公司历史年度产量增长情况

诺而达铜管历史年度产量情况如下：

计量单位：吨

主要产品类型	2015 年度产量	2016 年度产量
空调压缩机管	1,690.37	2,355.33
电子管	242.86	216.46
通讯管	213.36	224.66
磁控管	8.64	6.57
合金管	24.36	52.37
毛细管	0.09	0.72
合计	2,179.68	2,856.11

注：以上产品未含委托加工数量及销售的废铜产量。

诺而达奥托历史年度产量情况如下：

计量单位：吨

主要产品类型	2015 年度产量	2016 年度产量
空调压缩机管	1,495.91	1,007.21
通讯管	41.45	20.81
合计	1,537.36	1,028.02

注：以上产品未含委托加工数量及销售的废铜产量。2016 年较 2015 年有一定幅度的下降，主要是因为诺而达奥托 2015 年企业业务结构开始进行调整，减少了往年大客户格兰仕的业务订单，该客户产品毛利相对较低，改为生产格力（武汉）所需产品，大大增加了企业的盈利。

诺而达泰国历史年度产量情况如下：

计量单位：吨

主要产品类型	2015 年度产量	2016 年度产量
LWC-LW	299.00	306.56
PCC	39.42	15.06
SLT	43.75	41.49
IGT-IGT	100.07	107.29
IGT-HP	17.61	2.88
IGT-TIAC	58.54	34.64
TIAC-HP	295.94	393.22
合计	854.33	901.14

根据上述表格可见，除诺而达奥托因客户结构调整产量略有下浮，诺而达铜管及诺而达泰国的产量均有上涨。

(2)三家标的公司历史年度主要客户构成及其稳定性分析

①诺而达铜管历史年度销售情况如下：

币种：人民币元

序号	2016 年前十大客户	2016 年销售金额	占全年销售收入比
1	广东志高空调有限公司	125,365,298.58	10.79%
2	Panasonic Appliances Air -Conditioning Malaysia Sdn Bhd	83,845,363.67	7.22%
3	广州松下空调器有限公司	80,657,525.69	6.94%
4	DAIKIN MALAYSIA SDN. BHD. (大金)	79,807,992.87	6.87%
5	珠海汉胜科技股份有限公司	56,159,943.31	4.83%
6	上海三菱电机.上菱空调机电器有限公司	46,895,432.98	4.04%
7	诺而达热交换系统(中山)有限公司	44,842,450.80	3.86%
8	富士通将军(上海)有限公司	41,813,713.65	3.60%
9	三菱重工金羚空调器有限公司	32,878,373.45	2.83%
10	INTERNATIONAL COMPANY FOR ENGINEERING INDUSTRIES AND AIR CONDITIONING	32,280,295.97	2.78%
合计		624,546,390.97	59.29%

币种：人民币元

序号	2015 年前十大客户	2015 年销售金额	占全年销售收入比
1	广东志高空调有限公司	119,947,084.54	11.39%
2	广州松下空调器有限公司	67,178,086.69	6.38%
3	Panasonic Appliances Air -Conditioning Malaysia Sdn Bhd	62,075,825.92	5.89%
4	珠海汉胜科技股份有限公司	59,039,721.80	5.61%
5	诺而达奥托铜业(中山)有限公司	51,899,399.03	4.93%

6	富士通将军（上海）有限公司	43,885,508.85	4.17%
7	上海三菱电机.上菱空调机电器有限公司	40,227,932.67	3.82%
8	三菱重工金羚空调器有限公司	31,655,546.93	3.01%
9	中山伟强科技有限公司	29,787,143.71	2.83%
10	广州奥太制冷设备有限公司	29,267,679.53	2.78%
合计		534,963,929.67	50.79%

②诺而达奥托历史年度销售情况如下：

币种：人民币元

序号	2016 年前十大客户	2016 年销售金额	占全年销售收入比
1	珠海格力电器股份有限公司	256,001,795.95	53.78%
2	诺而达铜管（中山）有限公司	79,048,894.79	16.61%
3	中山格兰仕工贸有限公司	66,222,554.38	13.91%
4	格力电器（武汉）有限公司	43,939,123.37	9.23%
5	SPIROTECH HEAT EXCHANGERS PVT. LTD.	12,267,957.97	2.58%
6	ALCONIX CORPORATION	8,231,022.36	1.73%
7	珠海格力电器股份有限公司	2,482,023.70	0.52%
8	Shilpi Cable Technologies Limited	1,258,881.71	0.26%
9	Prysmian Finland Oy	355,293.44	0.07%
10	Luvata Srb D.o.o.	90,104.00	0.02%
合计		469,897,651.67	98.72%

币种：人民币元

序号	2015 年前十大客户	2015 年销售金额	占全年销售收入比
1	珠海格力电器股份有限公司	321,749,250.80	46.47%
2	中山格兰仕工贸有限公司	164,467,000.60	23.75%
3	诺而达铜管（中山）有限公司	49,129,471.78	7.10%
4	格力电器（武汉）有限公司	44,085,908.84	6.37%
5	SPIROTECH HEAT EXCHANGERS PVT. LTD.	16,691,577.70	2.41%
6	DAIKIN MALAYSIA SDN. BHD. （大金）	9,477,168.96	1.37%
7	ALCONIX CORPORATION	8,705,903.71	1.26%
8	Daikin Refrigeration Malaysia Sdn.Bhd	8,242,101.72	1.19%
9	珠海格力电器股份有限公司	3,252,237.44	0.47%
10	Shilpi Cable Technologies Limited	2,786,943.49	0.40%
合计		628,587,565.02	90.78%

根据上表分析，诺而达铜管 2015 年度及 2016 年两家标的公司前十大客户的销售比例均占全年销售的 50%以上，诺而达奥托 2015 年度及 2016 年两家标的公司前十大客户的销售比例均占全年销售的 90%以上，客户集中程度较高。

从以上客户构成可以看出，标的公司主要客户为格力、大金、格兰仕等空调厂商，诺而达铜管及诺而达奥托均坐落于广东省中山市，主要面对上述厂商位于中山地区设立的生产基地供货，双方之间有着十多年的长期合作，客户稳定性较高。

③诺而达泰国历史年度销售情况如下：

币种：THB

序号	2016 年前十大客户	2016 年销售金额	占全年销售收入比
1	DAIKIN (THAILAND)	518,813,628.40	12.83%
2	JOHNSON CONTROLS-HITACHI AIR CONDITIONING INDIA LIMITED	409,026,403.76	10.11%
3	SNC_GROUP	406,438,339.10	10.05%
4	MANH TUAN MATERIALS JOINT STOCK COMPANY	353,996,274.58	8.75%
5	MITSUBISHI ELECTRIC CONSUMER PRODUCTS (THAILAND) CO.,LTD	216,146,070.69	5.34%
6	FUJITSU GENERAL(THAILAND)CO.,LTD.	202,028,437.99	4.99%
7	ARVIND METALS & MINERALS PVT.LTD	188,351,235.11	4.66%
8	DAIKIN (JAPAN)	183,560,285.17	4.54%
9	WALTON HITECH INDUSTRIES LTD	154,496,240.63	3.82%
10	MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES-MAHAJAK AIR CONITIONERS CO.,LTD.	120,313,156.65	2.97%
合计		2,753,170,072.08	68.07%

币种：THB

序号	2015 年前十大客户	2015 年销售金额	占全年销售收入比
1	HITACHI HOME & LIFE SOLUTIONS (INDIA)	548,829,204.45	12.60%
2	DAIKIN (THAILAND)	520,708,385.72	11.95%
3	SNC_GROUP	470,353,057.15	10.80%
4	MANH TUAN MATERIALS JOINT STOCK COMPANY	291,454,596.58	6.69%
5	FUJITSU GENERAL(THAILAND)CO.,LTD.	254,934,210.58	5.85%
6	MARUBENI ASEAN PTE LTD.	181,678,706.19	4.17%
7	ARVIND METALS & MINERALS PVT.LTD	162,511,570.45	3.73%
8	DAIKIN (JAPAN)	151,736,974.13	3.48%
9	MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES-MAHAJAK AIR CONITIONERS CO.,LTD.	151,322,811.95	3.47%

10	PT SUMBERMETAL INTERNASIONAL	148,018,977.94	3.40%
合计		2,881,548,495.14	66.15%

泰国主要的空调制造企业的生产基地均位于曼谷周边，基本上在诺而达泰国所在地的半径约 50KM 的覆盖区域内。诺而达泰国的产品主要销售给大金、日立、富士通等主要空调厂商在泰国以及其他东南亚国家设立的空调生产基地，客户稳定性较高。

(3)未来预测营业收入的依据

①诺而达铜管及诺而达奥托 2017 年年度合同统计情况分析：

诺而达铜管及诺而达奥托不论对国内市场还是出口市场都采用直销的销售模式。下游主要客户是空调和制冷行业的 OEM 生产商，有少部分产品供应于电子和通讯行业。根据统计 2017 年度已签订的重要年度合同如下：

序号	客户名称	合同有效期
1	诺威科技（深圳有限公司）	2017.1.1-2017.12.30
2	中山伟强科技股份有限公司	2017.4.17-2017.12.31
3	Panasonic Appliances Air -Conditioning Malaysia Sdn Bhd	2017.3.1-2018.3.1
4	Carrier International Sdn Bhd	2017.1.1-2017.12.31
5	Luvata Srb D.o.o.	2017.3.1-2018.3.1
6	FRIZAIR Pvt.Ltd.	2016.7.10-2017.12.31
7	广东松下空调器有限公司	2017.1.1-2017.12.31
8	三菱重工金羚空调器有限公司	2017.1.1-2017.12.31
9	珠海格力电器股份有限公司	2017.1.1-2017.12.31
10	格力电器（武汉）有限公司	2017.1.1-2017.12.31

由于销售合同以框架协议或者年度购销合同的方式签订，其中前十大客户中的志高和大金两家虽未签订年度协议，但业务仍在稳定进行，客户资源有较高的稳定性。

②诺而达泰国收入预测的支撑说明

诺而达泰国受生产能力限制，全年产量有限，因此只能挑选较大客户较大额订单进行生产，订单量相对于生产能力处于过饱和状态，因此诺而达泰国公司只与个别客户（如 SNC_GROUP）签订全年的框架协议，其余客户均以具体订单来安排生产，截至 2017 年 4 月实际订单量占全年预测产量约 35%，具体订单统计如下：

Country	2017 年 1-4 月
BD	63980.2
BR	9544.2

CZ	70932.2
EG	153184.6
HK	39390.38
ID	8640.4
IN	1039997.46
JP	512574.2
MY	52742.8
PK	1776
SG	172495
TH	3700392.52
TW	16360.2
VN	585723.6
总计	6427733.76

③诺而达铜管 2017 年 1-6 月收入实现情况如下：

序号	2017 年 1-6 月前十大客户	2017 年 1-6 月销售金额	占 2017 年 1-6 月半年销售收入比
1	广东志高空调有限公司	95,127,264.50	12.69%
2	Panasonic Appliances Air-Conditioning Malaysia Sdn Bhd	78,937,358.03	10.53%
3	富士通将军（上海）有限公司	35,526,962.02	4.74%
4	广州松下空调器有限公司	32,536,931.23	4.34%
5	DAIKIN MALAYSIA SDN. BHD.	32,120,939.42	4.29%
6	INTERNATIONAL COMPANY FOR ENGINEERING INDUSTRIES AND AIR CONDITIONING	28,719,102.93	3.83%
7	上海三菱电机.上菱空调机电器有限公司	26,479,211.85	3.53%
8	深圳麦克维尔空调有限公司	24,242,815.33	3.24%
9	广州奥藤空调配件有限公司	21,398,618.93	2.86%
10	三菱重工金羚空调器有限公司	20,425,889.79	2.73%
合计		395,515,094.03	52.78%

④诺而达奥托 2017 年 1-6 月收入实现情况如下：

序号	2017 年 1-6 月前十大客户	2017 年 1-6 月销售金额	占 2017 年 1-6 月半年销售收入比
1	珠海格力电器股份有限公司	140,282,784.54	45.29%
2	诺而达铜管（中山）有限公司	130,049,316.43	41.99%
3	格力电器（武汉）有限公司	17,504,694.03	5.65%
4	中山格兰仕工贸有限公司	16,705,374.10	5.39%
5	ALCONIX CORPORATION	3,826,916.84	1.24%
6	Shilpi Cable Technologies Limited	642,067.96	0.21%
7	海亮（安徽）铜业有限公司	419,759.39	0.14%

8	广东海亮铜业有限公司	282,406.15	0.09%
合计		309,713,319.44	100.00%

⑤诺而达泰国 2017 年 1-6 月收入实现情况如下：

币种：THB

序号	2017 年 1-6 月前十大客户	2017 年 1-6 月销售金额	占 2017 年 1-6 月半年销售收入比
1	DAIKIN (THAILAND)	282,927,621.86	11.72%
2	SNC_GROUP	239,701,975.24	9.93%
3	MANH TUAN MATERIALS JOINT STOCK COMPANY	212,549,022.64	8.80%
4	JOHNSON CONTROLS-HITACHI AIR CONDITIONING INDIA LIMITED	159,392,067.34	6.60%
5	MITSUBISHI ELECTRIC CONSUMER PRODUCTS (THAILAND) CO.,LTD	157,739,482.55	6.53%
6	ARVIND METALS & MINERALS PVT.LTD	152,307,128.40	6.31%
7	MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES-MAHAJAK AIR CONITIONERS CO.,LTD.	123,005,181.47	5.09%
8	FUJITSU GENERAL(THAILAND)CO.,LTD.	105,234,644.28	4.36%
9	DAIKIN (JAPAN)	100,771,343.38	4.17%
10	HITACHI HIGH-TECHNOLOGIES CORPORATION	97,892,323.63	4.05%
合计		1,631,520,790.79	67.57%

根据上述统计表可见，诺而达三家标的公司 2015 年、2016 年及 2017 年 1-6 月客户的稳定性较好，需求量稳定，及新客户的积极扩展，为未来营业收入的预测提供支持。

(4)2017 年 1-6 月实际实现情况与预测情况对比分析

截至 2017 年 6 月 30 日，三家标的公司实际情况与预测情况统计如下：

单位：人民币万元

期间	2017 年全年预测	2017 年 1-6 月实际情况	实际数占预测数比例	实际数年化后占全年预测数比例
诺而达铜管营业收入	125,863.54	74,934.29	59.54%	119.08%
诺而达奥托营业收入	49,842.02	30,971.33	62.14%	124.28%
诺而达泰国营业收入	90,006.79	60,290.45	66.98%	133.96%

根据统计表可见，从累计数看，2017 年 1-6 月，诺而达三家标的公司收入分别实现了评估预测值的 60.00%左右，营业收入的实现情况较好，2017 年预测营业收入的可能性较高。

(二)请说明预测的收入增长率、毛利率的依据

1.预测的收入增长率的依据

1.1 诺而达铜管及诺而达奥托未来年度营业收入预测增长率的依据

1.1.1 市场需求的增长是标的公司营业收入增长的基础

从诺而达铜管及诺而达奥托收入结构来看，主要产品包括空调压缩机管、电子管、通讯管等。公司在订单签订时，同时在期货市场将对应的原料阴极铜进行套期保值操作，进而规避了生产周期内铜价波动的风险。同时，公司生产采取以销定产的模式，将库存带来的敞口风险也降到最低。所以铜材销量是影响公司利润的关键因素。

①铜行业当前状况

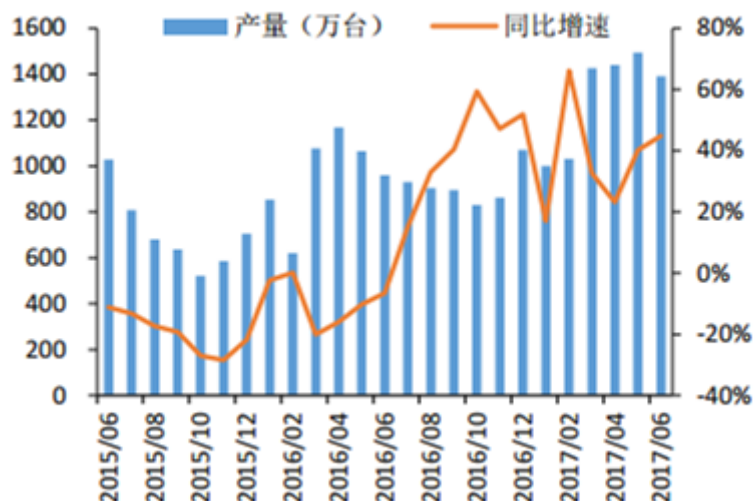
铜加工是我国有色金属工业的重要组成部分。经过多年的快速发展，我国已经成为全球最大的铜材生产国和消费国，综合实力明显增强。近年来，面对复杂多变的国内外宏观经济形势和发展环境，铜加工产业积极推进转方式、调结构、促转型，保持了行业的持续快速发展。目前，铜产业加工能力不断提升，应用领域不断扩大，国产化水平不断提高，整个行业呈现了蓬勃发展的良好态势。

铜管是我国铜产品生产增长最快的品种，2000~2016 年年平均增长速度为 20%，2016 年我国铜管产能 320 万吨，产量为 280 万吨，产能利用率 87.5%，也是铜加工产品产能利用率最高的。排名前 10 家生产企业产能 151 万吨，占比 47%；产量 105 万吨，占比 37.5%，产业集中度相对较高。2003 年开始，铜管为净出口，近几年，我国铜管出口量在 15 万~17 万吨之间，进口量在 1.5 万吨。

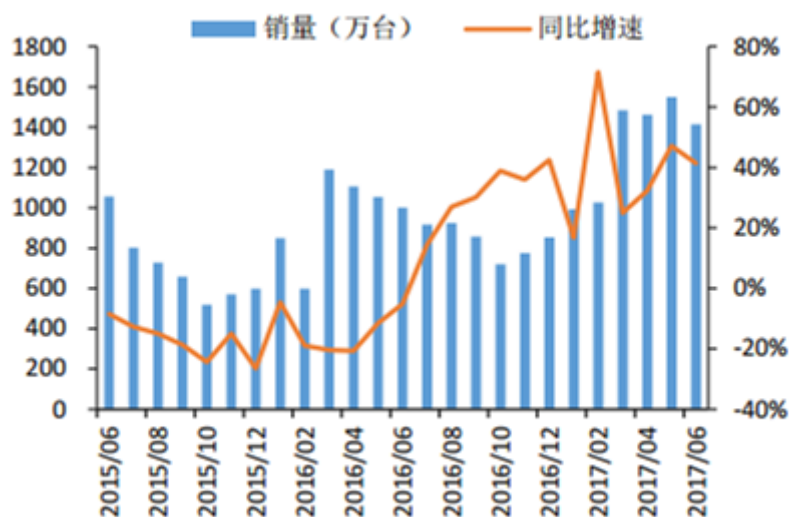
②空调产销量分析

2017 年 6 月份空调产量 1391.2 万台，同比增长 44.8%；销量 1413.5 万台，同比增长 41.4%，其中，内销量 995.4 万台，同比增长 66.7%，出口量 458 万台，同比增长 7.3%。

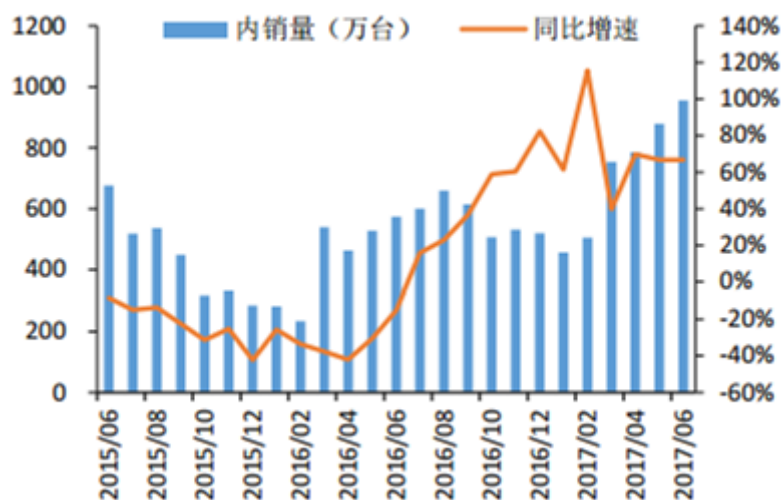
2015-2017 年中国空调产量及增速



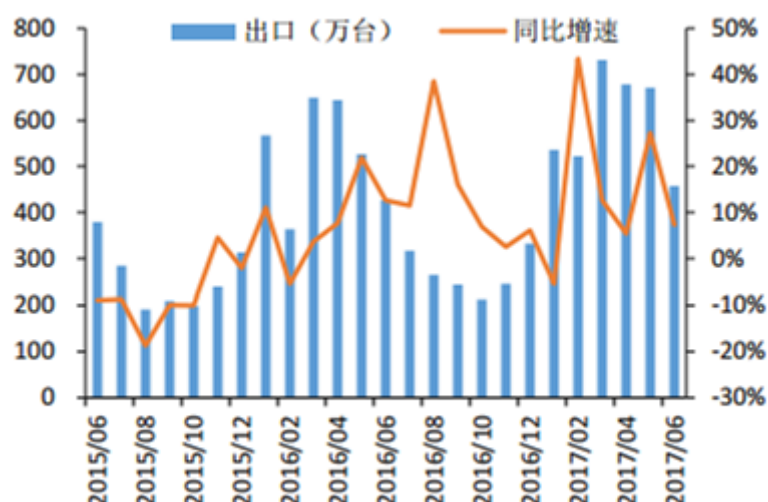
2015-2017 年中国空调销量及增速



2015-2017 年中国空调内销量及增速



2015-2017 年中国空调出口量及增速



③超级补库存周期带动铜消费增长

空调是家电中用铜最多的品类，用铜大约能占到家电全行业用铜的 8 成。随着我国家电保有量持续上升，新增需求占比逐渐下滑。家电需求结构的变化也导致与地产销量的关联度逐渐下降。

2017 年家用空调处于超级补库存周期：1) 目前家用空调内销市场处于超级补库存周期中。经销商看到终端零售良好的需求以及成本上涨大背景下预期未来产品价格提升的预期，大力度补库存。预计 2017 年空调领域将继续是用铜亮点，空调产量复苏带动铜加工行业销量的增长。

1.1.2 客户资源分析

2015 年度及 2016 年前十大客户的销售比例均占全年销售的 50%以上，客户集中程度较高，且由于销售合同以框架协议或者年度购销合同的方式签订，客户资源有较高的稳定性。主要是因为诺而达铜管及诺而达奥托在产品、制造、包装及合金领域拥有世界领先的技术能力，其品牌在市场上拥有较高的认可度和知名度，是行业优质企业的选择。

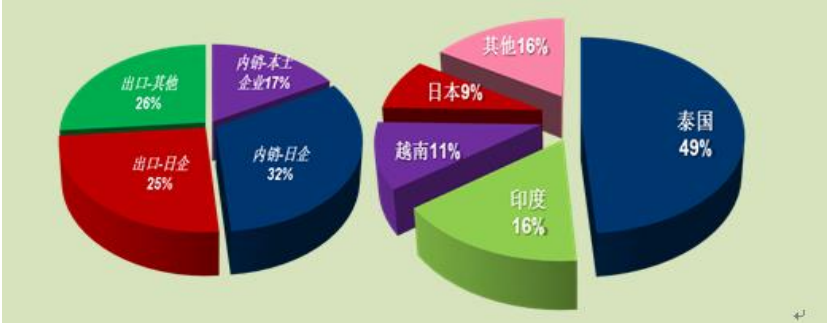
随着新客户的加入以及老客户进一步深入的合作，营业收入在未来几年依然会保持一个稳增的态势。同时，利用中山工厂现有产品研发的优势，在客户铜管降成本需求中挖潜机会，提高诺而达铜管及诺而达奥托产品加工费和附加值。

1.2 诺而达泰国未来年度营业收入预测增长率的依据

从产品来看，诺而达泰国公司铜加工业务的产品均用于空调制冷行业，经过多年的发展，目前诺而达泰国公司的产品出口及内销各占一半左右，对外出口除

中国外的东南亚十多个国家，且部分产品远销欧洲、非洲、拉丁美洲等地。市场对公司的认可程度很高。

从 2016 年度得客户结构分析，其主要客户构成如下如：



诺而达泰国的客户构成主要以日企为主，向长期合作的日企客户在不同国家设立的制造基地供货，同时，对外销售的主要市场分布在印度、越南及日本。

由于泰国气候属于热带季风气候，制冷空调的销售在泰国有着广阔的市场，目前泰国家庭收入还普遍较低，泰国还处于低购买力消费者市场，但空调销售仍然增速强劲，2016 年首 5 个月松下公司在泰国的空调销售额增长 70%，是过去四五年来最快的增长速度。预计未来年度泰国的空调市场在较长时间内保持增长。同时，公司同东南亚各地的客户之间保持着长久的合作关系，各地的订单相对稳定。随着国内市场的增长，公司销售的结构将发生变化，按 2016 年以来的趋势看，国内市场的份额将略有增加。

同时，受客户对于产品高能耗比、高性能及产品加工精度的要求，公司未来年度 IGT 产品的比重将进一步增加，LWC、PCC 及 SLT 产品的比重都将呈下降趋势。且由于客户需求的产品要求更高，加工费也将略有增加。

1.3 营业收入增长率与同行业比较情况

1.3.1 根据公开披露的信息，同行业上市公司收入增长情况如下：

序号	证券代码	上市公司	2015 年度	2016 年度	2017 年 1-6 月
1	002203.SZ	海亮股份	12.89%	32.19%	64.33%
2	002295.SZ	精艺股份	30.49%	26.31%	48.07%
3	601137.SH	博威合金	2.30%	29.75%	35.83%
4	002171.SZ	楚江新材	-2.57%	-1.16%	34.93%

1.3.2 标的公司未来预测年复合增长率情况如下：

标的公司	未来年度预测
诺而达铜管	2.46%
诺而达奥托平	1.79%

诺而达泰国	0.22%
-------	-------

根据上表可见，预测海亮股份收购诺而达三家标的公司的未来收入年复合增长率均低于同行业上市公司的增长水平，具有一定的合理性。

2.预测的毛利率的依据

2.1 历史年度综合毛利率情况

标的公司	2015 年度	2016 年度
诺而达铜管综合毛利率	3.04%	6.04%
诺而达奥托综合毛利率	4.50%	9.91%
诺而达泰国综合毛利率	2.71%	6.51%
综合毛利率	3.42%	7.49%

根据历史年度可见，毛利率有微增，主要是因为产品销售数量增加，部分成本如人工、设备维护费用、折旧等相对稳定，不随着产品数量的增加而增加，因此在整体产量增加时，单位生产成本呈下降趋势。

2.2 同行业上市公司毛利率情况如下：

序号	证券代码	上市公司	2015 年度	2016 年度	2017 年 1-6 月
1	002203.SZ	海亮股份	5.88%	7.58%	6.51%
2	002295.SZ	精艺股份	3.54%	3.24%	4.43%
3	601137.SH	博威合金	11.06%	12.76%	13.31%
4	002171.SZ	楚江新材	4.14%	6.65%	6.05%
平均			6.16%	7.56%	7.58%

2.3 标的公司未来预测毛利率情况如下：

标的公司	未来年度预测
诺而达铜管平均综合毛利率	7.16%
诺而达奥托平均综合毛利率	10.40%
诺而达泰国平均综合毛利率	4.95%
平均综合毛利率	7.50%

根据上表，预测海亮股份收购诺而达三家标的公司的未来毛利率在 4.43%-13.31%之间，平均综合毛利率为 7.58%，与行业趋势基本一致。

3.预测的期间费用依据是否充分

预测海亮股份收购诺而达三家标的公司的期间费用均为销售费用、管理费用及财务费用，本次评估根据审计后具体费用口径，并结合企业实际经营状况分析对其进行预测，预测各项费用率如下：

标的公司	2015 年度	2016 年度	未来年度预测平均水平
------	---------	---------	------------

诺而达铜管期间费用率	3.71%	2.74%	2.97%
诺而达奥托期间费用率	3.71%	4.75%	4.95%
诺而达泰国期间费用率	4.81%	3.97%	2.57%

诺而达铜管和诺而达奥托财务费用中主要是利息费用和手续费支出，而诺而达泰国公司的财务费用主要为汇兑损益，因此本次评估未预测诺而达泰国的财务费用，导致诺而达泰国期间费用率有所微降。因此本次评估预测的诺而达中山两家公司的期间费用率在合理区间内，诺而达泰国剔除财务费用的影响，所预测的费用率也在合理区间。

评估师核查意见

经核查，标的公司评估过程中营业收在合同及订单等的支持下进行收益法预测；评估师认为，预测的收入增长率、毛利率与行业趋势基本一致，预测的期间费用依据已合理充分。

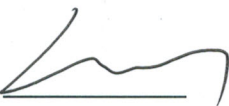
(本页无正文，为北京中企华资产评估有限责任公司关于中国证监会第 171227 号文《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》答复意见之签字盖章页)

法定代表人：



权忠光

签字资产评估师：



倪卫华



张齐虹

北京中企华资产评估有限责任公司



2017 年 9 月 25 日