

上海东洲资产评估有限公司

对上海证券交易所《关于中国船舶工业股份有限公司

发行股份购买资产预案信息披露的问询函》的

专项回复意见

上海证券交易所：

根据贵所《关于中国船舶工业股份有限公司发行股份购买资产预案信息披露的问询函》（上证公函【2018】0214号）（以下简称《问询函》）的相关要求，相关评估人员对有关问题进行了认真分析，现对《问询函》中涉及的需要评估师发表意见的问题回复如下：

3. 预案披露，本次重组采用资产基础法和市场法进行评估，并选取资产基础法评估结果进行最终定价。请补充披露：（1）市场法下的评估结果、评估增值率、可比公司、价值比率及其修正系数等，与资产基础法相比预估值是否存在重大差异，若存在，请说明原因；（2）资产基础法评估下评估具体情况，包括各项资产负债的账面价值、评估价值、增减值和增值率，并结合上述情况进一步分析资产增值的具体原因及合理性；（3）中船澄西此前增资时曾以2015年8月31日为基准日采用收益法评估，请补充说明其当时适合采用收益法评估，但目前已不适用的原因及合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

答复：

一、市场法下的评估结果、评估增值率、可比公司、价值比率及其修正系数等，与资产基础法相比预估值是否存在重大差异

本次交易预估基准日为2018年2月28日。根据《上海外高桥造船有限公司拟增资所涉及股东全部权益价值评估报告》（东洲评报字（2017）第1300号）和《中船澄西船舶修造有限公司拟增资所涉及股东全部权益价值评估报告》（东洲评报字（2017）第1292号），截至2017年10月31日，外高桥造船100%股权估

值为 838,953.21 万元，中船澄西 100%股权估值为 454,540.41 万元。鉴于该次评估基准日 2018 年 2 月 28 日距离预估基准日 2017 年 10 月 31 日时间较近，外高桥造船、中船澄西经营业绩无显著变化，因此外高桥造船、中船澄西的预估值在 2017 年 10 月 31 日评估值的基础上，增加新增股东投资得出，即分别为 1,316,453.21 万元、517,040.41 万元。

（一）外高桥造船市场法下的评估结果、评估增值率、可比公司、价值比率及其修正系数等，与资产基础法相比预估值是否存在重大差异

根据东洲资产评估出具的《上海外高桥造船有限公司拟增资所涉及股东全部权益价值评估报告》（东洲评报字【2017】第 1300 号），采用市场法，截至 2017 年 10 月 31 日，外高桥造船归属于母公司所有者权益账面价值为 307,363.06 万元，评估价值为 412,469.91 万元，增值 105,106.84 万元，增值率 34.20%，具体如下：

1、价值比率

由于外高桥造船属于船舶制造类公司，属于高周期性行业。对于周期性较强的行业来说，目前国内估值的主要依据还是资产基础价值比率。因此本次采取了以资产基础价值比率，即：

资产价值比率=资产市场价值/资产账面价值。

外高桥造船的价值比率=可比公司价值比率×调整系数

评估值=（资产市场价值-付息债务上限价值）×（1-缺少流通性折扣率）-溢余付息债务-少数股东权益

其中：资产市场价值=资产价值比率×外高桥造船资产账面价值

2、修正因素

本次评估结合外高桥造船的盈利能力、营运能力、偿债能力、成长能力四个方面与可比公司间的差异进行量化，可比上市公司和外高桥造船财务指标评分如下：

序号	指标分类	指标名称	权重	中船防务	中国动力	中国重工	外高桥
1	盈利能力	EBITDA 率(%)	20	10	15	12	9
2		总资产报酬率	20	8	15	7	6
3	周转能力	流动资产周转率	10	6	7	4	4

4		总资产周转率	10	6	8	4	4
5	偿债能力	已获利息倍数	10	6	8	3	3
6		资产负债率	10	3	8	4	2
7	成长能力	营业收入增长率	10	4	8	3	2
8		资本保值增值率	10	6	10	6	5
9	合 计		100	49	79	43	35

通过对可比上市公司和外高桥造船财务指标评分，计算调整系数，并对可比上市公司资产价值比率进行修正，详见下表：

经营资产市场价值	中船防务	中国动力	中国重工
市值	2,860,290.62	4,601,899.05	11,848,616.10
少数股东权益	6,299.63	117,513.77	103,681.69
付息债务	1,639,037.85	425,369.72	6,414,173.65
资产市场价值	4,505,628.10	5,144,782.54	18,366,471.45
所有者权益	1,041,079.94	2,662,640.52	5,760,647.80
付息债务	1,639,037.85	425,369.72	6,414,173.65
资产账面价值	2,680,117.79	3,088,010.25	12,174,821.45
资产市场价值/资产账面价值	1.68	1.67	1.51
评分	49	79	43

根据上述调整，外高桥造船修正后资产价值比率为 1.52。

3、资产账面价值

截至 2017 年 10 月 31 日，外高桥造船账面存在短期借款、一年内到期非流动负债、长期借款共计 2,495,993.40 万元：

$$\begin{aligned}
 \text{资产账面价值} &= \text{所有者权益} + \text{付息债务} \\
 &= 361,740.52 + 2,495,993.40 \\
 &= 2,857,733.92 \text{（万元）}
 \end{aligned}$$

4、缺少流通折扣率

本次评估结合国内实际情况，采用非上市公司并购市净率与上市公司市净率对比方式估算缺少流通折扣率。采用非上市公司购并市净率与上市公司市净率对比方式估算缺少流通折扣率的基本思路是收集分析非上市公司并购案例的市净率（P/B），然后与同期的上市公司的市净率（P/B）进行对比分析，通过上述两类市净率的差异来估算缺少流通折扣率。

根据上述研究结果，本次流动性折扣取 50%。

5、评估结果

截至 2017 年 10 月 31 日，外高桥造船存在付息债务 2,495,993.40 万元。可比上市公司付息债务与资产账面价值比率为 56.92%，据此确定外高桥造船付息债务上限为 1,626,613.07 万元，从而得出溢余性付息债务为 869,380.33 万元。

评估值=（资产市场价值-付息债务上限价值）×（1-缺少流通性折扣率）-溢余付息债务价值-少数股东权益

$$\begin{aligned} &= (2,857,733.92 \times 1.52 - 1,626,613.07) \times (1-50\%) - 869,380.33 - 72,972.54 \\ &= 412,469.91 \text{（万元）} \end{aligned}$$

6、市场法评估结果与资产基础法评估结果的差异原因

综上，截至 2018 年 2 月 28 日，外高桥造船采用市场法的预估结果为 889,969.91 万元，采用资产基础法的预估结果为 1,316,453.21 万元，主要差异原因如下：资产基础法是指在合理评估企业各分项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估思路，即将构成企业的各种要素资产的评估值加总减去负债评估值求得企业股东权益价值的方法。

外高桥造船主要船舶的制造，其核心资产为存货-工程施工及房屋土地。存货-工程施工很好的反映了正在施工尚未完工的建造合同成本和合同毛利，房屋和土地在市场上较易得到验证，较好地反映了目前企业的资产价值。

上市公司比较法是通过与被评估单位处于同一行业的并且股票交易活跃的上市公司作为对比公司，并选择对比公司的一个或几个收益性和资产类参数，计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的“价值比率”。经过比较分析被评估企业与参考企业的异同，对差异进行量化调整，计算出适用于被评估企业的价值比率，从而得到委估对象的市场价值。因为市场法与资产基础法评估途径不同，相关业务和资产与可比上市公司在规模、效益等方面存在一定的差异，市场法评估难以精确剔除以上因素差异对评估结果的影响，所以造成评估结论会有所差异。此外，由于上市公司比较法评估结论受资本市场股票指数波动影响大，并且每个公司业务结构、经营模式、企业规模和资产配置不尽相同，所以客观上对上述差异的量化很难做到准确。

综上，资产基础法评估的途径能够客观、合理地反映评估对象的价值，故以

资产基础法的结果作为最终评估结论。

（二）中船澄西市场法下的评估结果、评估增值率、可比公司、价值比率及其修正系数等，与资产基础法相比预估值是否存在重大差异

根据东洲资产评估出具的《中船澄西船舶修造有限公司拟增资所涉及股东全部权益价值评估报告》（东洲评报字（2017）第 1292 号），采用市场法，截至 2017 年 10 月 31 日，中船澄西归属于母公司所有者权益账面价值为 353,957.31 万元，评估价值为 432,163.52 万元，增值 78,206.21 万元，增值率 22.09%，具体如下：

1、价值比率

由于中船澄西属于船舶制造类公司，属于高周期性行业。对于周期性较强的行业来说，目前国内估值的主要依据还是资产基础价值比率。因此本次采取了以资产基础价值比率，即：

资产价值比率=资产市场价值/资产账面价值。

中船澄西的价值比率=可比公司价值比率×调整系数

评估值=（资产市场价值-付息债务上限价值）×（1-缺少流通性折扣率）-溢余付息债务-少数股东权益

其中：资产市场价值=资产价值比率×中船澄西资产账面价值

2、修正因素

本次评估结合中船澄西的盈利能力、营运能力、偿债能力、成长能力四个方面与可比公司间的差异进行量化，可比上市公司和中船澄西财务指标评分如下：

序号	指标分类	指标名称	权重	中船防务	中国动力	中国重工	中船澄西
1	盈利能力	EBITDA 率(%)	20	10	15	12	9
2		总资产报酬率	20	8	15	7	10
3	周转能力	流动资产周转率	10	6	7	4	5
4		总资产周转率	10	6	8	4	5
5	偿债能力	已获利息倍数	10	6	8	3	6
6		资产负债率	10	3	8	4	7
7	成长能力	营业收入增长率	10	4	8	3	3
8		资本保值增值率	10	6	10	6	6
9	合 计		100	49	79	43	51

通过对可比上市公司和中船澄西财务指标评分，计算调整系数，并对可比上

市公司资产价值比率进行修正，详见下表：

资产市场价值	中船防务	中国动力	中国重工
市值	2,860,290.62	4,601,899.05	11,848,616.10
少数股东权益	6,299.63	117,513.77	103,681.69
付息债务	1,639,037.85	425,369.72	6,414,173.65
资产市场价值	4,505,628.10	5,144,782.54	18,366,471.45
所有者权益	1,041,079.94	2,662,640.52	5,760,647.80
付息债务	1,639,037.85	425,369.72	6,414,173.65
资产账面价值	2,680,117.79	3,088,010.25	12,174,821.45
资产市场价值/资产账面价值	1.68	1.67	1.51
评分	49	79	43

根据上述调整，中船澄西修正后资产价值比率为 2.09。

3、资产账面价值

至评估基准日 2017 年 10 月 31 日，中船澄西账面存在短期借款、一年内到期非流动负债、长期借款共计 120,000.00 万元。

$$\begin{aligned}
 \text{资产账面价值} &= \text{所有者权益} + \text{付息债务} \\
 &= 377,650.35 + 120,000.00 \\
 &= 497,650.35 \text{（万元）}
 \end{aligned}$$

4、缺少流通折扣率

本次评估结合国内实际情况，采用非上市公司并购市净率与上市公司市净率对比方式估算缺少流通折扣率。采用非上市公司并购市净率与上市公司市净率对比方式估算缺少流通折扣率的基本思路是收集分析非上市公司并购案例的市净率（P/B），然后与同期的上市公司的市净率（P/B）进行对比分析，通过上述两类市净率的差异来估算缺少流通折扣率。根据上述研究结果，本次流动性折扣取 50%。

5、评估结果

截至 2017 年 10 月 31 日，中船澄西存在付息债务 120,000.00 万元。可比上市公司付息债务与资产账面价值比率为 56.92%，据此确定中船澄西付息债务上限为 283,262.58 万元，无溢余性付息债务。

$$\text{评估值} = (\text{资产市场价值} - \text{付息债务价值}) \times (1 - \text{缺少流通性折扣率}) - \text{少数}$$

股东权益

$$\begin{aligned} &= (1,042,183.01 - 120,000.00) \times (1 - 50\%) - 28,927.98 \\ &= 432,163.52 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

6、市场法评估结果与资产基础法评估结果的差异原因

综上,截至2018年2月28日,中船澄西采用市场法的预估结果为494,663.52万元,采用资产基础法的预估结果为517,040.41万元,中船澄西资产基础法及市场法的评估结果不存在重大差异。存在差异的原因如下:

资产基础法是指在合理评估企业各分项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估思路,即将构成企业的各种要素资产的评估值加总减去负债评估值求得企业股东权益价值的方法。

上市公司比较法是通过与被评估单位处于同一行业的并且股票交易活跃的上市公司作为对比公司,并选择对比公司的一个或几个收益性和资产类参数,计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的“价值比率”。经过比较分析被评估企业与参考企业的异同,对差异进行量化调整,计算出适用于被评估企业的价值比率,从而得到委估对象的市场价值。因为市场法与资产基础法评估途径不同,所以评估结论会有所差异。

由于上市公司比较法评估结论受资本市场股票指数波动影响大,并且每个公司业务结构、经营模式、企业规模和资产配置不尽相同,所以客观上对上述差异的量化很难做到准确。考虑资产基础法所使用数据的质量和数量优于市场法,故优选资产基础法结果。

二、资产基础法评估下评估具体情况

(一) 外高桥造船资产基础法评估下评估具体情况

根据东洲资产评估出具的《上海外高桥造船有限公司拟增资所涉及股东全部权益价值评估报告》(东洲评报字【2017】第1300号),采用资产基础法,截至2017年10月31日,外高桥造船净资产账面价值为438,035.97万元,评估价值为838,953.21万元,增值400,917.24万元,增值率91.53%,具体如下:

单位: 万元

项目	账面价值	评估价值	增值额	增值率%
----	------	------	-----	------

项目	账面价值	评估价值	增值额	增值率%
流动资产	2,267,670.88	2,272,390.88	4,720.00	0.21
非流动资产	593,809.58	975,451.45	381,641.87	64.27
可供出售金融资产净额	170.00	366.26	196.26	115.45
长期股权投资净额	265,893.20	296,325.01	30,431.81	11.45
长期应收款	33,527.77	33,527.77		
固定资产	221,237.55	355,254.74	134,017.19	60.58
在建工程	23,865.30	24,394.64	529.34	2.22
无形资产	20,715.79	237,183.07	216,467.28	1,044.94
递延所得税资产	28,399.96	28,399.96		
资产总计	2,861,480.46	3,247,842.33	386,361.87	13.50
流动负债	1,070,888.16	1,070,586.41	-301.75	-0.03
非流动负债	1,352,556.33	1,338,302.71	-14,253.62	-1.05
负债总计	2,423,444.49	2,408,889.12	-14,555.37	-0.60
净资产	438,035.97	838,953.21	400,917.24	91.53

如上表所示，外高桥造船净资产采用资产基础法，评估增值主要原因系固定资产增值 134,017.19 万元，无形资产增值 216,467.28 万元。

1、固定资产

固定资产增值主要系房屋建筑物增值，房屋建筑物及构筑物增值 114,456.21 万元，增值率为 65.56%，主要原因系①近年来建筑材料、人工、机械费用上涨；②房屋建（构）筑物会计所采用的折旧年限短于资产评估时房屋建筑物所采用的经济耐用年限。

2、无形资产

无形资产增值主要系①2017 年来土地价格上涨，导致土地评估增值；②本次评估将外高桥造船账面未反映的专利、计算机软件著作权和商标纳入评估范围，以上原因共同造成无形资产增值 216,467.28 万元。

（二）中船澄西资产基础法评估下评估具体情况

根据东洲资产评估出具的《中船澄西船舶修造有限公司拟增资所涉及股东全部权益价值评估报告》（东洲评报字【2017】第 1292 号），采用资产基础法，截

至 2017 年 10 月 31 日，中船澄西净资产账面价值为 370,183.41 万元，评估价值为 454,540.41 万元，增值 84,357.00 万元，增值率 22.79%，具体如下：

单位：万元

项目	账面价值	评估价值	增值额	增值率（%）
流动资产	494,368.75	496,964.08	2,595.33	0.52
非流动资产	169,764.88	251,261.18	81,496.30	48.01
可供出售金融资产	896.80	2,791.75	1,894.95	211.30
长期应收款	2,481.08	2,481.08		
长期股权投资	41,607.62	40,125.36	-1,482.26	-3.56
固定资产	83,674.78	141,088.40	57,413.62	68.62
在建工程	3,681.95	3,694.17	12.22	0.33
无形资产	25,713.60	49,413.09	23,699.49	92.17
长期待摊费用	2,109.05	2,067.33	-41.72	-1.98
递延所得税资产	9,600.00	9,600.00		
资产合计	664,133.63	748,225.26	84,091.63	12.66
流动负债	236,164.25	236,164.25		
非流动负债	57,785.97	57,520.60	-265.37	-0.46
负债合计	293,950.22	293,684.85	-265.37	-0.09
净资产（所有者权益）	370,183.41	454,540.41	84,357.00	22.79

如上表所示，中船澄西净资产采用资产基础法，评估增值主要原因系固定资产增值 57,413.62 万元，无形资产增值 23,699.49 万元。

1、固定资产

固定资产增值主要系房屋建筑物增值，房屋建筑物及构筑物增值 44,794.10 万元，固定资产总增值率为 68.62%，主要原因系①近年来房屋建（构）筑物的主要材料中水泥、砂石等及人工费涨幅较大；②商品房房地产市场交易活跃，成交价格持续上涨。

2、无形资产

无形资产增值主要系本次评估将中船澄西账面未反映的专利和软件著作权纳入评估范围，且对中船澄西摊销完毕但仍在使用的软件使用权按照市场价格评估确认，导致无形资产评估增值 23,699.49 万元。

三、中船澄西 2015 年 8 月 31 日为基准日采用收益法评估的原因及目前已

不适用收益法评估的原因及合理性。

（一）中船澄西 2015 年 8 月 31 日为基准日采用收益法评估的原因

根据《中国船舶工业集团公司拟对中船澄西船舶修造有限公司增资项目资产评估报告》（中联评报字[2015]第 1526J004 号），该次评估目的为增资，从市场主体考虑，取得股权的价格主要取决于未来的投资回报情况，回报高则愿意付出的价格也高，与收益法的思路相吻合；收益法评估值更能满足交易双方的要求，有利于评估目的的实现。

（二）目前已不适用收益法评估的原因及合理性

目前已不适用于收益法评估主要系行业环境发生了变化：近年来海运市场行情波动较大，海运市场资金链紧张情况还未得到彻底改善，航运市场仍处于低迷期，2016 年中、韩、日三国合计接单 2,609 万载重吨，占世界订单总量的 95.20%，与 2015 年相比新接订单量减少 71.17%，其中，中国新接订单量 16.17 百万载重吨，同比下降 44.55%，占世界总量的 59.00%。2017 年 1-3 月，船舶行业 80 家重点监测企业实现主营业务收入 624.00 亿元，同比下降 9.70%。近年来，全球造船业三大指标中虽然完工量持续增长，但受手持订单量与新船订单量大幅下降影响，短期内船舶制造业行情具有不确定性，中船澄西受到船舶市场情况影响，2015 年中船澄西合并报表净利润亏损 1.6 亿元，2016 年、2017 年 1-10 月由亏转盈，虽然造船行业主要指标下滑趋势已经有所减缓，但造船行业仍然处于低谷徘徊阶段，未来的盈利存在不确定性，故目前已不再适宜采用收益法评估。

四、评估师核查意见：

经核查，评估师认为：外高桥造船采用市场法评估的预估结果与采用资产基础法评估的预估结果差异主要系市场法与资产基础法评估途径不同，相关业务和资产与可比上市公司在规模、效益等方面存在一定的差异，市场法评估难以精确剔除以上因素差异对评估结果的影响，所以造成评估结论会有所差异。此外，由于上市公司比较法评估结论受资本市场股票指数波动影响大，并且每个公司业务结构、经营模式、企业规模和资产配置不尽相同，所以客观上对上述差异的量化很难做到准确；中船澄西采用市场法评估的预估结果与采用资产基础法评估的预

估结果差异主要系市场法与资产基础法评估途径不同，且上市公司比较法评估结论受资本市场股票指数波动影响大，并且每个公司业务结构、经营模式、企业规模和资产配置不尽相同，所以客观上对上述差异的量化很难做到准确；中船澄西本次评估已不适用收益法主要系近年来海运市场行情波动较大，中船澄西未来几年盈利存在一定不确定性，故不适用于收益法，具备合理性。

（本页无正文，为《上海东洲资产评估有限公司对上海证券交易所<关于中国船舶工业股份有限公司发行股份购买资产预案信息披露的问询函>的专项回复意见》之签字盖章页）

上海东洲资产评估有限公司

2018 年 3 月 20 日