

江西特种电机股份有限公司商誉减值
测试所涉及的江苏九龙汽车制造有限
公司资产组组合预计未来现金流量的
现值咨询报告

中联评咨字〔2017〕第 252 号

中联资产评估集团有限公司

二〇一七年三月三日

目录

声明	1
摘要	2
一、委托方、估值对象和其他报告使用者	4
二、价值咨询目的	9
三、价值咨询对象和价值咨询范围	9
四、价值类型及其定义	10
五、价值咨询基准日	10
六、价值咨询参考依据	10
七、价值咨询假设	11
八、价值咨询方法	13
九、价值咨询程序实施过程 and 情况	17
十、价值咨询技术说明	18
（一）净现金流量估算	18
（二）权益资本价值计算	27
十一、价值咨询结论	30
十二、特别事项说明	30
十三、价值咨询报告使用限制说明	31

声明

一、我们在执行本估值业务中，遵循了相关法律法规和准则，恪守独立、客观和公正的原则；根据我们在执业过程中收集的资料，价值咨询报告陈述的内容是客观的，并对估值结论合理性承担相应的法律责任。

二、估值对象涉及的资产、负债清单由委托方、估值对象申报并经其签章确认；所提供资料的真实性、合法性、完整性，恰当使用价值咨询报告是委托方和相关当事方的责任。

三、我们与价值咨询报告中的估值对象没有现存或者预期的利益关系；与相关当事方没有现存或者预期的利益关系，对相关当事方不存在偏见。

四、我们已对价值咨询报告中的估值对象及其所涉及资产进行现场调查；根据本次以财务报告为目的的估值的特点，我们着重对资产的预计未来现金流量的现值进行估算，对其法律权属状况则给予必要的关注。

五、我们出具的价值咨询报告中的分析、判断和结论受价值咨询报告中假设和限定条件的限制，价值咨询报告使用者应当充分考虑价值咨询报告中载明的假设、限定条件、特别事项说明及其对估值结论的影响。

江西特种电机股份有限公司商誉减值测试所 涉及的江苏九龙汽车制造有限公司资产组组 合预计未来现金流量的现值咨询报告

中联评咨字〔2017〕第 252 号

摘要

中联资产评估集团有限公司接受江西特种电机股份有限公司（以下简称“江特电机”）的委托，根据有关法律法规和准则，采用收益法，按照必要的估值程序，对所涉及的江苏九龙汽车制造有限公司资产组组合（也称为“九龙汽车”）在估值基准日 2016 年 12 月 31 日的预计未来现金流量的现值进行了估算。

估值对象为江苏九龙汽车制造有限公司资产组组合，估值范围是江西特种电机股份有限公司拟进行减值测试相关的江苏九龙汽车制造有限公司所涉及的全部资产及相关负债。

以资产减值测试日 2016 年 12 月 31 日作为本项目的估值基准日。

本次估值的价值类型为未来现金流量的现值。

本次估值以持续使用和公开市场为前提，结合本次估值的特定目的，综合考虑各种影响因素，针对估值对象的具体情况，对江苏九龙汽车制造有限公司资产组组合采用收益法进行估值。

基于企业对资产组预计的使用安排、经营规划及盈利预测，经实施清查核实和评定估算等估值程序，得出以下结论：

截至估值基准日 2016 年 12 月 31 日，江苏九龙汽车制造有限公司资产组组合未来现金流量的现值为 348,487.78 万元。

本次估值结论依赖于委托方及估值对象管理层对未来经营规划及落实情况，如企业的实际经营情况与经营规划发生偏差，且委托方及估值对象管理层未采取相应补救措施弥补偏差，则估值结论会发生变化，特别提请报告使用者对此予以关注。

在使用本估值结论时，特别提请报告使用者注意报告中所载明的特殊事项以及期后重大事项。

以上内容摘自报告正文，欲了解本价值咨询项目的详细情况和合理理解价值咨询结论，应当阅读报告全文。

江西特种电机股份有限公司商誉减值测试所 涉及的江苏九龙汽车制造有限公司资产组组 合预计未来现金流量的现值咨询报告

中联评咨字〔2017〕第 252 号

江西特种电机股份有限公司：

中联资产评估集团有限公司接受贵公司的委托，根据有关法律法规和准则，采用收益法，按照必要的估值程序，对江苏九龙汽车制造有限公司资产组组合在估值基准日 2016 年 12 月 31 日的预计未来现金流量的现值进行了估算，现将估值情况报告如下：

一、委托方、估值对象和其他报告使用者

本次估值的委托方为江西特种电机股份有限公司，估值对象为江苏九龙汽车制造有限公司。估值对象是委托方的控股子公司。

（一）委托方概况

公司名称：江西特种电机股份有限公司

证券代码：002176.SZ

证券简称：江特电机

企业性质：股份有限公司(上市)

注册资本：1,469,182,112.00 人民币

注册地址：江西省宜春市袁州区环城南路 581 号

法定代表人：朱军

社会统一信用代码：9136090016100044XH

成立日期：1995 年 05 月 11 日

经营范围：电动机、发电机及发电机组、通用设备、水轮机及辅机、液压和气压动力机械及元件、专用设备、建筑工程用机械、模具、金属制品的制造、销售；陶瓷土的开采、开发和销售；金属废料和碎屑的加工、处理；机械设备、五金交电及电子产品、矿产品、建材及化工产品的批发、零售、技术服务；房屋及设备租赁；经营本企业自产产品及技术的出口业务；经营本企业生产所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进口业务（国家限定公司经营和国家禁止进出口的商品除外）；除国家汽车目录管理以外的电动车辆的制造与销售；经营进料加工和“三来一补”业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

（二）估值对象概况

公司名称：江苏九龙汽车制造有限公司

公司地址：扬州市江都区浦江东路 166 号

法定代表人：俞洪泉

注册资本：人民币 30000 万元整

企业类型：有限责任公司

经营范围：汽车制造，汽车销售，汽车车身及汽车零部件制造、销售，汽车技术开发、咨询服务，发动机生产、销售，自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定企业经营或禁止进出口的商品及技术除外）。

历史沿革：江苏九龙汽车制造有限公司（以下简称“公司”或“本公司”）设立时名称为江都宏运客车有限公司，于 2002 年 9 月 24 日在扬州市江都工商行政管理局成立，设立时注册资本为 200 万元，由自然人陈芝强、罗平以货币资金投资设立，其中：陈芝强出资 150 万元，占注册

资本的 75%；罗平出资 50 万元，占注册资本的 25%。

2004 年 3 月 2 日，公司注册资本增至 1000 万元，增资后各股东股权比例不变。

2006 年 11 月 10 日，公司股东会决定，自然人陈芝强持有本公司 75%股权转让给自然人俞洪泉、自然人罗平持有本公司 25%股权转让给自然人赵银女。

2007 年 3 月 27 日，公司更名为“江苏九龙客车制造有限公司”、注册号变更为 321088000028579。

2008 年 4 月 22 日，公司注册资本增至 10000 万元，增资后俞洪泉出资 7500 万元，占注册资本的 75%；赵银女出资 2500 万元，占注册资本的 25%。

2008 年 4 月 21 日，经公司股东会决议准，股东赵银女将其持有本公司 5%的股权转让给自然人王荣法，2008 年 4 月 23 日，公司在工商局办理了股东变更手续。

2008 年 4 月 28 日，公司更名为“江苏九龙汽车制造有限公司”。

2009 年 1 月 19 日，公司注册资本增至 25000 万元，实收资本增至 16880 万元。

2009 年 5 月 26 日，公司注册资本 25000 万元，实收资本增至 22280 万元。

2009 年 9 月 22 日，公司注册资本 25000 万元，实收资本增至 25000 万元。

2010 年 1 月 8 日，公司注册资本增至 30000 万元，实收资本增至 30000 万元。增资完成后，公司各股东持股情况如下：俞洪泉出资 22500 万元，占注册资本的 75%；赵银女出资 6250 万元，占注册资本的 20.83%；王荣法出资 1250 万元，占注册资本的 4.71%。

2010 年 1 月 15 日，经公司股东会批准，赵银女将持有本公司 250 万元出资额以 250 万元转让给王荣法、将持有本公司 900 万元出资额以 900 万元转让给樊临颖，股权转让后，公司注册资本和实收资本为 30000 万元，其中：俞洪泉出资 22500 万元，占注册资本的 75%；赵银女出资 5100 万元，占注册资本的 17%；王荣法出资 1500 万元，占注册资本的 5%；樊临颖出资 900 万元，占注册资本的 3%。

2011 年 10 月 20 日，公司注册资本增至 44000 万元，实收资本增至 32800 万元。

2012 年 12 月 28 日，经公司股东会批准，樊临颖将持有本公司 900 万元出资额以 900 万元转让给樊万顺。

2012 年 12 月 31 日，公司实施减资，减资后公司注册资本和实收资本变更为 30000 万元，减资后，公司注册资本和实收资本为 30000 万元，其中：俞洪泉出资 22500 万元，占注册资本的 75%；赵银女出资 5100 万元，占注册资本的 17%；王荣法出资 1500 万元，占注册资本的 5%；樊万顺出资 900 万元，占注册资本的 3%。

2013 年 9 月 25 日，公司注册资本 40000 万元，实收资本增至 32500 万元。

2015 年 8 月 31 日，公司实施减资，减资后公司注册资本和实收资本变更为 30000 万元减资后，公司注册资本和实收资本为 30000 万元，其中：俞洪泉出资 22500 万元，占注册资本的 75%；赵银女出资 5100 万元，占注册资本的 17%；王荣法出资 1500 万元，占注册资本的 5%；樊万顺出资 900 万元，占注册资本的 3%。

2015 年江西特种电机股份有限公司以现金方式分二次分别购买江苏九龙汽车龙汽车制造有限公司造有限公司（以下简称九龙汽车）32.62%、18.38%股权。第一次以 9.5 亿元购买九龙汽车 32.62%股权，并

于 2015 年 9 月 7 日办理了股权变更手续；第二次以 5.312 亿元购买九龙汽车 18.38% 股权，并于 2015 年 12 月 15 日办理了股权变更手续。

2016 年 1 月 28 日经中国证券监督管理委员会证监许可[2016]208 号文核准，江西特种电机股份有限公司以发行股份的方式购买了九龙汽车剩余 49% 股权，并于 2016 年 3 月 23 日日办理了股权变更手续。

截止报告出具日，九龙汽车的股东及出资比例情况如下：

股东名称	持股比例(%)	出资金额（人民币万元）
江西特种电机股份有限公司	100	30,000.00
合计	100	30,000.00

（1）资产、财务及经营状况

截止 2016 年 12 月 31 日，估值对象合并口径账面资产总额 262,134.89 万元，其中，流动资产合计 203,411.11 万元，非流动资产合计 58,723.78 万元；负债合计 171,471.86 万元；其中，流动负债合计 162,696.53 万元，非流动负债合计 8,775.33 万元；所有者权益合计 90,663.03 万元。估值对象最近三年的资产负债情况见下表。

资产、负债及财务状况（合并）

单位：万元

项目	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
总资产	115,949.39	235,276.39	262,134.89
负债	72,119.46	163,738.88	171,471.86
净资产	43,829.93	71,537.51	90,663.03
项目	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入	87,541.70	282,992.21	180,807.76
利润总额	7,929.41	43,198.85	22,882.96
净利润	6,343.09	35,707.58	19,125.52

（三）委托方与估值对象之间的关系

本次价值咨询的委托方是江西特种电机股份有限公司，估值对象是江苏九龙汽车制造有限公司，估值对象是委托方的全资子公司。

（四）委托方、业务约定书约定的其他价值咨询报告使用者

本报告的使用者仅为委托方。

除国家法律法规另有规定外，任何未经估值机构和委托方确认的机构或个人不能由于得到报告而成为价值咨询报告使用者。

二、价值咨询目的

根据《企业会计准则第8号-资产减值》，第四条规定，因企业合并所形成的商誉和使用寿命不确定的无形资产，无论是否存在减值迹象，每年都应当进行减值测试。第二十三条规定，企业合并所形成的商誉，至少应当在每年年度终进行减值测试。商誉应当结合与其相关的资产组或者资产组组合进行减值测试。

本次估值的目的是确定江苏九龙汽车制造有限公司资产组组合于估值基准日的预计未来现金流量的现值，为委托方进行商誉减值测试提供价值参考依据。

三、价值咨询对象和价值咨询范围

估值对象为江苏九龙汽车制造有限公司资产组组合，估值范围是江西特种电机股份有限公司拟进行减值测试相关的江苏九龙汽车制造有限公司所涉及的全部资产及相关负债。

截止 2016 年 12 月 31 日，估值对象合并口径账面资产总额 262,134.89 万元，其中，流动资产合计 203,411.11 万元，非流动资产合计 58,723.78 万元；负债合计 171,471.86 万元；其中，流动负债合计 162,696.53 万元，非流动负债合计 8,775.33 万元；所有者权益合计 90,663.03 万元。

上述资产与负债数据摘自经审计的 2016 年 12 月 31 日的江苏九龙汽车制造有限公司合并资产负债表，估值是在企业经过审计的基础上进行的。

委托估值对象和估值范围与经济行为涉及的估值对象和估值范围

一致。

四、价值类型及其定义

本次估值的特定目的是为企业编制财务报告进行商誉减值测试提供相关价值参考，根据《企业会计准则》的规定，资产存在减值迹象的，应当估计其可收回价值，按可收回价值低于账面价值的金额，计提减值准备。而资产可收回价值是根据资产的公允价值减去处置费用后的净额与资产预计未来现金流量的现值两者之间较高者确定的。

基于企业对资产组预计的使用安排、经营规划及盈利预测，假设且相关经营情况继续保持，由于企业暂无处置计划，且不具备存在快速变现的预期，因此选用资产预计未来现金流量的现值作为估值方法，确定本次价值咨询的价值类型为可收回价值资产组预计未来现金流量的现值。

五、价值咨询基准日

以资产减值测试日 2016 年 12 月 31 日作为本项目的估值基准日。

六、价值咨询参考依据

本次价值咨询参照的依据主要包括经济行为依据、法律法规依据、准则依据、资产权属依据，及评定估算时采用的取价依据和其他参考资料等，具体如下：

（一）经济行为依据

《江西特种电机股份有限公司关于聘用估值机构的决定》。

（二）法律法规依据

1. 《中华人民共和国公司法》（2005 年 10 月 27 日第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议修订）；

2. 《中华人民共和国会计法》(1999年10月31日第九届全国人民代表大会常务委员会议第十二次会议修订);

3. 其他相关法律、法规和规章制度等。

(三) 准则依据

1. 《以财务报告为目的的评估指南(试行)》(2007年12月31日);

2. 《企业会计准则-基本准则》(财政部令第33号);

3. 《企业会计准则第8号——资产减值》;

4. 《企业会计准则第20号——企业合并》;

5. 《企业会计准则第39号——公允价值计量》;

6. 《企业会计准则》(2007年1月1日);

7. 《企业会计准则-应用指南》(财会[2006]18号);

8. 《企业会计准则讲解2014》。

(四) 资产权属依据

1. 重要资产购置合同或凭证;

2. 其他参考资料。

(五) 取价依据

1. 《中国人民银行贷款利率表》(2015年10月24日起执行);

2. 中联资产评估集团有限公司价格信息资料库相关资料;

3. 估值市场调查资料等其他取价资料。

(六) 其它参考资料

1. 估值对象出具的2016年度审计报告;

2. wind资讯金融终端;

3. 其他参考资料。

七、价值咨询假设

本次价值咨询中,估值人员遵循了以下估值假设:

（一）一般假设

1.交易假设

交易假设是假定所有待估值资产已经处在交易的过程中，估值人员根据待估值资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设。

2.公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

3.资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据被估值资产按管理层对资产组预计的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定估值方法、参数和依据。

（二）特殊假设

1. 估值对象资产组组合经营业务宏观经济以及产业政策、贸易政策等不发生重大变化。在国家新能源汽车行业的产业政策保持稳定的前提下，新能源汽车行业保持稳定健康的发展。。

2. 估值对象资产组组合所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化；

3. 在高新技术企业认定标准和政策不发生重大变化的前提下，企业能够持续获得高新技术企业资格，享受相关税收优惠。

4. 在国家新能源汽车行业的产业政策保持稳定的前提下，新能源汽车行业保持稳定健康的发展。

5. 未来的经营管理层恪尽职守，及时根据市场和产业政策的变化调

整经营策略，以实现经营规划。

6. 委托方及估值对象管理层对未来经营规划能够如期落实，如企业的实际经营情况与经营规划发生偏差，估值对象及时任管理层能采取相应补救措施弥补偏差。

7. 在未来的经营期内，估值对象的销售费用和管理费用等各项期间费用不会在现有基础上发生大幅的变化，并随经营规模的变化而同步变动。本报告不考虑融资需求，也不考虑付息债务等其他不确定性负债。

8. 为了如实测算资产组组合的预计未来现金流量的现值，此次估值采用公平交易中企业管理能够达到的最佳的未来价格估计数进行预计，排除企业由于内部关联交易而对资产未来现金流量产生的影响。

9. 本次价值测算的各项参数取值不考虑通货膨胀因素的影响。

当上述条件发生变化时，估值结果一般会失效。

八、价值咨询方法

（一）价值咨询方法的选择

本次估值是服务于企业商誉减值测试，基于估值对象对资产组设定的使用方式和经营规划，计算资产组预计的未来现金流量的现值，估值方法选择为现金流折现法。

（二）资产预计未来现金流量现值的估值

资产预计未来现金流量的现值，按照资产在持续使用过程中和最终处置时所产生的预计未来现金流量，选择恰当的折现率对其进行折现后的金额加以确定。

1. 估值方法概述

本次估值的目的是确定江苏九龙汽车制造有限公司资产组组合于估值基准日的预计未来现金流量的现值，为委托方进行商誉减值测试提

供价值参考依据。结合商誉形成过程及商誉对应资产的历史演变和《以财务报告为目的的评估指南（试行）》相关规定，本次估值将拟进行减值测试相关的江苏九龙汽车制造有限公司所涉及的全部资产及相关负债确定为资产组组合，按企业整体估值的思路，采用现金流折现方法确定其未来现金流量的现值。

现金流量折现法是通过将未来预期净现金流量折算为现值，确定资产组组合的可收回价值资产预计未来现金流量的现值的一种方法。其基本思路是通过估算资产在未来的预期的净现金流量和采用适宜的折现率折算成现时价值，得出可收回价值资产预计未来现金流量的现值。

基于企业对资产组预计的使用安排、经营规划及盈利预测，本次价值咨询的基本思路是以估值对象提供的资产组组合对应盈利预测估算其价值，按收益途径使用资产预计未来现金流量的现值方法，得到资产组组合的可收回价值资产预计未来现金流量的现值。

2. 现金流量折现法模型与基本公式

本次估值的基本模型为：

$$E = B - D \quad (1)$$

式中：

E：股东全部权益价值（净资产）；

B：企业整体价值；

$$B = P + I + C \quad (2)$$

P：经营性资产价值；

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n}{r(1+r)^n} \quad (3)$$

式中：

R_i ：未来第*i*年的预期收益（企业自由现金流量）；

R_n ：收益期的预期收益（企业自由现金流量）；

r: 折现率;

n: 未来预测收益期;

I: 长期股权投资价值;

C: 基准日存在的溢余或非经营性资产（负债）的价值;

$$C = C_1 + C_2 \quad (4)$$

式中:

C₁: 基准日流动类溢余或非经营性资产（负债）价值;

C₂: 基准日非流动类溢余或非经营性资产（负债）价值;

D: 付息债务价值。

1. 收益指标

收益口径包括资产使用过程中的产生的现金流量（R）和最终处置时产生的现金流量（P_n），其中，资产使用过程中产生的现金流量的计算公式如下:

$$R = \text{EBIT} + \text{折旧摊销} - \text{追加资本} \quad (5)$$

EBIT 为息税前利润，其计算公式如下:

$$\text{EBIT} = \text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加} - \text{销售费用} - \text{管理费用} \quad (6)$$

$$\text{其中: 追加资本} = \text{资产性更新投资} + \text{营运资金增加额} \quad (7)$$

2. 折现率

根据企业会计准则的规定，为了资产减值测试的目的，计算资产未来现金流量现值时所使用的折现率应当是反映当前市场货币时间价值和资产特定风险的税前利率。该折现率是企业在购置或者投资资产时所要求的必要报酬率。本次估值中，我们在确定折现率时，首先考虑以该资产的市场利率为依据，但鉴于该资产的利率无法从市场获得的，因此使用替代利率估计。在估计替代利率时，我们充分考虑了资产剩余寿命

期间的货币时间价值和其他相关因素，根据企业加权平均资金成本（WACC）作适当调整后确定。调整时，考虑了与资产预计现金流量有关的特定风险以及其他有关政治风险、货币风险和价格风险等。采用资本加权平均成本模型（WACC）确定折现率 r 的计算公式如下：

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e \quad (8)$$

式中：

W_d ：估值对象的债务比率；

$$w_d = \frac{D}{(E + D)} \quad (9)$$

W_e ：估值对象的股权资本比率；

$$w_e = \frac{E}{(E + D)} \quad (10)$$

r_e ：股权资本成本，按资本资产定价模型（CAPM）确定股权资本成本；

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon \quad (11)$$

式中：

r_f ：无风险报酬率；

r_m ：市场预期报酬率；

ε ：估值对象的特性风险调整系数；

β_e ：估值对象权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_u \times (1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}) \quad (12)$$

β_u ：可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

$$\beta_u = \frac{\beta_i}{1 + (1 - t) \frac{D_i}{E_i}} \quad (13)$$

β_i ：可比公司股票（资产）的预期市场平均风险系数；

$$\beta_t = 34\%K + 66\%\beta_x \quad (14)$$

式中：

K：一定时期股票市场的平均风险值，通常假设K=1；

β_x ：可比公司股票（资产）的历史市场平均风险系数；

D_i 、 E_i ：分别为可比公司的付息债务与权益资本。

需要说明的是，由于在预计资产的未来现金流量时均以税前现金流量作为预测基础的，而用于估计折现率的基础是税后的，应当将其调整为税前的折现率，以便于与资产未来现金流量的估计基础相一致。

3. 预测期的确定

《企业会计准则》规定了“建立在该预算或者预测基础上的预计现金流量最多涵盖5年”。本次预测期确定为自估值基准日到2020年。

九龙汽车管理层向我们提供了九龙汽车最近几年资产负债表、损益表和内部管理报表，以及基准日后五年的销售收入、成本、费用、净利润、追加资本的预测。未来五年内九龙汽车仍将正常运行，故预测期取5年，即2017年至2021年，2022年以后为永续期。

3. 收益期的确定

江苏九龙汽车制造有限公司有着较长的经营历史，企业运行比较稳定，可保持长时间的运行，在执行评估程序过程中，假设该企业在可预见的未来保持持续性经营，因此，故本次估值收益期按永续确定。

九、价值咨询程序实施过程和情况

整个估值工作分四个阶段进行：

（一）估值准备阶段

1. 估值机构接受委托，就本次估值的目的、估值基准日、估值范围等问题与委托方协商一致，并制订出本次估值工作计划。

2. 配合企业进行资产清查、提供资产明细表等工作。估值项目组人员对委估资产进行了详细了解，布置估值工作，协助企业进行委估资产申报工作，收集估值所需文件资料。

（二）现场估值阶段

项目组现场估值阶段主要工作如下：

1. 听取委托方及估值对象有关人员介绍企业总体情况和委估资产的历史及现状，了解企业的财务制度、经营状况、固定资产技术状态等情况。

2. 对估值对象提供的估值申报明细数据进行审核、鉴别，并与估值对象有关财务记录数据进行核对，对发现的问题协同企业做出调整。

3. 查阅收集委估资产的产权证明文件。

4. 根据委估资产的实际状况和特点，确定具体估值方法。

5. 对估值对象提供的权属资料进行查验。

6. 对估值范围内的资产，在清查核实的基础上做出初步估值测算。

（三）估值汇总阶段

对各明细科目的估值及负债审核的初步结果进行分析汇总，对估值结果进行必要的调整、修改和完善。

（四）提交报告阶段

在上述工作基础上，起草报告，与委托方就估值结果交换意见，在全面考虑有关意见后，按估值机构内部报告三审制度和程序对报告进行反复修改、校正，最后出具正式报告。

十、价值咨询技术说明

（一）净现金流量估算

1.营业收入与成本预测

江苏九龙汽车制造有限公司（以下简称“九龙汽车”）是一家集商用车、乘用车及相关关键零部件的研发、制造、销售和服务于一体的并长期坚持自主研发为主的民族自主品牌，公司已形成艾菲、海狮、考斯特、新能源客车等四个整车生产平台。经过几十年的快速发展，企业整体实力不断增强，业务范围不断丰富和完善，核心业务包括商用车、乘用车、内饰和零部件相关配套的生产、研发、制造和销售服务等。

在宏观环境日趋复杂，汽车市场竞争日趋激烈的情况下，九龙汽车始终坚持自主研发和技术创新，紧紧抓住国民经济快速发展和国民汽车消费市场快速成长的契机，深刻理解汽车市场发展变化的潜在规律，精准把握汽车行业节能减排、轻量化的发展趋势，不断加强自身资源和技术优势的不断积累，抢占汽车行业技术变革和市场变化所带来的先机，逐步成长为具有较强独立自主研发能力的民族自主品牌。

随着国家对节能减排和大气污染防治的日益关注，新能源汽车在我国汽车工业的地位变的日益重要。公司响应国家政策号召，开发了 E6、电动考斯特等多款车型，取得了较好的经营业绩。

当前，九龙汽车的商用车竞争优势逐步加强，行业地位不断巩固。传统优势细分领域艾菲、海狮、考斯特等核心业务平台优势逐步增强，新能源汽车战略业务成长性较好，汽车零部件业务协同跟进。产品布局日趋完善，主导产品竞争优势逐步加强，新能源汽车产业布局已得先机。在汽车行业具有多个业务并行发展的优势，也降低了战略环境变化、竞争格局演变等所带来的潜在经营风险。

表10-1 估值对象最近三年营业收入成本构成情况表

		单位：万元		
项目		2014 年	2015 年	2016 年
收入合计		87,541.70	282,992.22	180,807.76
成本合计		66,483.21	207,257.53	132,302.11
毛利率		24.06%	26.76%	26.83%
新能源客车	收入	10,402.38	206,384.37	130,038.80
	成本	6,144.52	147,857.54	94,555.00

	销量	225.00	5,743.00	3,477.00
	毛利率	40.93%	28.36%	27.29%
传统客车	收入	72,796.14	53,951.08	41,218.03
	成本	58,202.80	40,396.97	31,795.48
	销量	5,718.00	4,282.00	3,217.00
	毛利率	20.05%	25.12%	22.86%
其他	收入	4,343.18	22,656.77	9,550.93
	成本	2,135.90	19,003.02	5,951.64
	毛利率	50.82%	16.13%	37.69%

进入 2016 年下半年以来，由于个别企业的对新能源汽车的骗补行为严重危害了行业的正常发展，国家延缓了新能源汽车的车型推广目录，在一定程度上影响了公司的新能源客车业务。同时 2016 年新能源汽车各车型的补贴标准，较 2015 年度出现了较大幅度的下降，一定程度上影响了公司的业绩。

随着财政部、科技部、工业和信息化部以及国家发改委等四部委联合发布的《关于调整新能源汽车推广应用补贴政策的通知》（财建 2016 第 958 号文）的推出，文件明确 2020 年新能源汽车财政补贴完全退出，新能源，新能源汽车由政策驱动进入市场政策双驱动的稳步发展阶段。在顶层设计上，遵照国务院领指示精神，工业和信息化部编制了《汽车产业中长期发展规划》，提出了未来十年发展方向、主要目标、重点任务和政策取向。规划明确了 2020 年和 2025 年的发展目标。到 2020 年，新能源汽车年产量将达到 200 万辆。

经过 2015 年新能源汽车的快速发展和 2016 年的调整巩固，行业的政策预期日益清晰，新能源汽车将由单纯的政策驱动向政策市场双驱动转变，未来公司将深刻研究分析行业特点，有针对性的开发新产品，加强营销工作，实现公司未来持续、稳定、健康的增长。

由于行业竞争的加剧和新能源汽车政策的不确定性，2015 年公司的新能源客车和传统车业务受到了一定程度的影响。公司管理层深刻研究了解行业现状和发展规律，结合企业自身产品特点和经营优势，在新能

源客车领域重点推广 8 米及 10 米电动车和艾菲 MPV 电动车，在传统车领域重点推广公司的艾菲 MPV 车型，同时对公司传统经销商渠道和销售队伍进行整合，保证公司业绩的持续稳定增长。具体改进措施如下：

第一，在传统汽车领域，针对二胎政策的全面实施，我国的家庭结构发生变化，7 座的 MPV 车型的市场优势开始凸显，国内自主品牌 MPV 连续多年保持高速增长。因此，公司的新车型艾菲 MPV 系列开始大力推进，有望在 MPV 行业取得一定的销售成绩。

第二，在新能源汽车领域，随着国家新能源政策的调整稳定，我国的新能源汽车行业已经成为全球第一大市场，新能源趋势不可阻挡。企业深刻研究国家政策和市场需求，在原有的海狮车型和考斯特车型基础上，相继推出了艾菲电动 MPV，8 米电动公交车、10 米电动公交车等新产品，有效满足特定客户群体的需要。

第三，在销售策略方面，公司实施经销和直销相结合的模式。企业结合现有的经销商体系，调整公司的销售队伍和激励政策，深刻研究当地细分市场和公司特点，成立了专门的艾菲营销队伍，改革营销政策。同时，公司积极发展网约车、线上等直销模式，积极与行业内其他厂商建立密切的战略合作伙伴关系，共同发展。

根据公司历史年度和未来的经营计划，并结合公司的订单情况，对估值对象的新能源电动车板块、传统车型板块和其他业务的收入成本做出预测。估值对象未来年度营业收入和成本的预测结果见下表。

表10-2 估值对象营业收入和成本预测表

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
收入合计	380,543.23	397,074.64	426,715.60	454,312.86	464,329.98	464,329.98
成本合计	300,211.41	313,078.82	336,665.55	359,279.51	367,303.18	367,303.18
毛利率	21.11%	21.15%	21.10%	20.92%	20.90%	20.90%
新能源 客车	收入	249,834.02	259,848.47	282,097.39	303,691.30	311,246.03
	成本	198,325.81	206,079.80	223,829.76	241,675.73	247,746.72
	销量	7,800.00	7,900.00	8,300.00	8,800.00	9,000.00
	毛利率	20.62%	20.69%	20.66%	20.42%	20.40%

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
传统客 车	收入	95,506.49	99,937.67	104,456.19	107,724.28	108,822.14	108,822.14
	成本	73,991.84	77,444.79	81,005.75	83,608.57	84,483.73	84,483.73
	销量	8,050.00	8,400.00	8,800.00	9,100.00	9,200.00	9,200.00
	毛利率	22.53%	22.51%	22.45%	22.39%	22.37%	22.37%
其他	收入	35,202.72	37,288.50	40,162.03	42,897.28	44,261.82	44,261.82
	成本	27,893.75	29,554.24	31,830.04	33,995.20	35,072.73	35,072.73
	毛利率	20.76%	20.74%	20.75%	20.75%	20.76%	20.76%

2. 税金及附加预测

九龙汽车税金及附加主要包括城市维护建设税、教育费附加及地方教育费附加和消费税。城市维护建设税按应缴增值税的 7%征收，教育费附加按应缴增值税的 3%征收、地方教育费附加按应缴增值税的 2%，消费税按部分车型销售收入的 5%征收。根据报表披露，2014 年、2015 和 2016 年主营业务税金及附加占主营业务收入的比重为 3.13%、0.86% 和 1.26%，本次估值结合营业税金及附加与营业收入的比率估算未来各年度的营业税金及附加，营业税金及附加预测见现金流预测表。

表10-3 估值对象资产组组合营业税金及附加预测表

单位：万元

项目/年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后
城建税	955.95	999.55	1,071.60	1,130.90	1,154.62
教育费附加	682.82	713.96	765.43	807.78	824.73
消费税	4,202.32	4,323.04	4,474.09	4,637.49	4,692.39
税金及附加合计	5,841.09	6,036.55	6,311.11	6,576.17	6,671.73

3. 期间费用预测

(1) 销售费用预测

根据报表披露，2014年、2015年和2016年估值对象销售费用分别为 4,917.64万元、9,383.47万元和9,525.33万元，占营业收入的比例分别为 5.62%、3.32%和5.27%，主要包括人员费、业务招待费、办公差旅费、售后服务费、运输费和其他，鉴于这些费用与估值对象的经营业务存在较密切的联系，本次估值结合该等费用与营业收入、产销量等比率进行

估算。预测结果见现金流预测表。

表10-4 估值对象资产组组合销售费用预测表

单位：万元

项目/年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	380,543.23	397,074.64	426,715.60	454,312.86	464,329.98
销售费用/收入	4.37%	4.37%	4.37%	4.37%	4.37%
销售费用合计	16,648.68	17,370.31	18,661.45	19,863.94	20,302.96
职工薪酬	3,271.52	3,413.64	3,827.83	4,075.39	4,434.63
广告费	336.90	351.54	377.78	402.21	411.08
办公差旅费	1,153.16	1,203.26	1,293.08	1,376.70	1,407.06
售后服务费	8,224.07	8,581.34	9,221.92	9,818.34	10,034.82
业务招待费	228.99	238.93	256.77	273.38	279.41
运输费	5,225.06	5,452.04	5,859.03	6,237.95	6,375.49
租赁费	120.06	123.66	127.37	131.19	135.12
其他	1,360.44	1,419.54	1,525.51	1,624.17	1,659.98

(2) 管理费用预测

根据报表披露，2014年、2015年和2016年估值对象销售费用分别为7,398.14万元、14,737.36万元和12,313.47万元，占营业收入的比例分别为8.45%、5.21%和6.81%，主要为：研发费、人员费、业务招待费、办公差旅费和折旧摊销等，本次估值结合历史年度管理费用构成、各项管理费用与营业收入比率、公司的2017年经营预算以及各项税费征收标准等，估算未来各年度的各项管理费用。预测结果见现金流预测表。

表10-5 估值对象组合管理费用预测表

单位：万元

项目/年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后
营业收入	380,543.23	397,074.64	426,715.60	454,312.86	464,329.98
管理费用/收入	5.82%	5.79%	5.49%	5.32%	5.32%
管理费用合计	22,149.02	22,986.59	23,405.39	24,161.11	24,697.71
研究开发费用	19,048.41	19,248.41	19,416.94	19,916.94	20,216.94
职工薪酬	1,461.30	1,665.47	1,809.16	1,953.04	2,095.51
折旧费	190.34	190.34	190.34	190.34	190.34
摊销	241.75	240.01	237.21	236.13	236.06
办公差旅费	337.07	370.78	407.85	448.64	493.50

项目/年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后
业务招待费	94.61	104.07	114.48	125.93	138.52
中介费	164.99	181.49	199.64	219.60	241.56
税金	340.57	586.03	629.77	670.50	685.29
其他	270.00	400.00	400.00	400.00	400.00

4.折旧及摊销预测

资产折旧及摊销属于非付现成本，预计资产未来现金流量时应以货币形式在相关费用中收回。

固定资产按原始取得时的实际成本计价，采用直线法计提折旧，按固定资产估计使用年限确定其折旧率。

摊销主要是无形资产摊销，企业的无形资产主要土地使用权和相关专利资产，按照资产原始取得时的实际成本计价，对于使用寿命有限的无形资产，企业将无形资产的成本按直线法在预计使用寿命期内摊销。

本次价值按照固定资产及无形资产的折旧摊销政策，以基准日资产原始取得成本的账面原值、残值率及预计使用期等估算未来的折旧及摊销金额。

5.追加资本预测

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下，所需增加的营运资金和超过一年期的长期资本性投入。如经营规模扩大所需的资本性投资（购置固定资产或其他非流动资产），以及所需的新增营运资金及持续经营所必须的资产更新等。

在本次估值中，假设估值对象不再对现有的经营能力进行资本性投资，未来经营期内的追加资本主要为持续经营所需的基准日现有资产的更新和营运资金增加额。即本报告所定义的追加资本为

追加资本=资本性支出+资产更新+营运资金增加额

资本性支出估算

根据企业未来的业务规划，预计未来发生 200 万的资本性支出用于后续发动机厂房的建设。

资产更新投资额估算

按照收益预测的前提和基础，在维持维持现有资产规模和资产状况的前提下，结合企业历史年度资产更新和折旧回收情况，假设未来各年不考虑扩大的资本性投资，只需满足维持现有生产经营能力所必需电子办公设备和运输设备。估值对象未来资产更新的估算结果见现金流预测表。

营运资金增加额估算

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收款项）等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等。估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金（最低现金保有量）、存货、应收款项等主要因素。本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中，营运资金=现金+应收款项+存货-应付款项

其中：

应收款项=营业收入总额/应收款项周转率

其中，应收款项主要包括应收账款、应收票据、预付账款以及与经营业务相关的其他应收账款等诸项。

存货=营业成本总额/存货周转率

应付款项=营业成本总额/应付账款周转率

其中，应付款项主要包括应付账款、应付票据、预收账款以及与经营业务相关的其他应付账款等诸项。

根据对估值对象经营情况的调查，以及经审计的历史经营的资产和损益、收入和成本费用的统计分析以及对未来经营期内各年度收入与成本的估算结果，按照上述定义，可得到未来经营期内各年度的经营性最低现金保有量、存货、应收款项等及其营运资金增加额。估算结果见下表。

表10-6 估值对象资产组组合营运资金增加额预测表

单位：万元

项目/年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 及以后
最低现金保有量	28,147.85	29,366.82	31,498.51	33,568.57	34,326.50	34,326.50
存货	58,161.54	60,654.42	65,224.00	69,605.12	71,159.59	71,159.59
应收款项	219,104.84	228,623.11	245,689.45	261,579.08	267,346.63	267,346.63
应付款项	291,156.86	303,636.19	326,511.52	348,443.43	356,225.10	356,225.10
营运资本	14,257.38	15,008.17	15,900.44	16,309.34	16,607.61	16,607.61
营运资本增加额	316.21	750.79	892.27	408.91	298.26	-

6.净现金流量的预测结果

下表给出了估值对象资产组组合未来经营期内的营业收入以及净现金流量的预测结果。本次估值中对未来收益的估算，主要是在被估值资产组组合报表揭示的历史营业收入、成本和财务数据的核实以及对行业的市场调研、分析的基础上，根据其经营历史、市场未来的发展等综合情况作出的一种专业判断。估算时不考虑未来经营期内营业外收支、补贴收入以及其它非经常性经营等所产生的损益。

表10-7 估值对象资产组组合未来经营期内的净现金流量预测

单位：万元

项目/年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 及以后
收入	380,543.23	397,074.64	426,715.60	454,312.86	464,329.98	464,329.98
减：成本	300,211.41	313,078.82	336,665.55	359,279.51	367,303.18	367,303.18
税金及附加	5,841.09	6,036.55	6,311.11	6,576.17	6,671.73	6,671.73

项目/年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 及以后
销售费用	16,648.68	17,370.31	18,661.45	19,863.94	20,302.96	20,302.96
管理费用	22,149.02	22,986.59	23,405.39	24,161.11	24,697.71	24,697.71
加：折旧摊销	7,907.07	7,901.47	7,892.41	7,888.90	7,888.68	7,888.68
EBITDA	43,600.10	45,503.84	49,564.52	52,321.03	53,243.08	53,243.08
减：营运资本增加额	316.21	750.79	892.27	408.91	298.26	-
资产更新	7,018.58	7,012.98	7,003.92	7,000.41	7,888.68	7,888.68
资本性支出	700.00	-	-	-	-	-
净现金流量（税前）	35,565.31	37,740.07	41,668.33	44,911.71	45,056.14	45,354.40

（二）权益资本价值计算

1. 折现率的确定

（1）无风险收益率 r_f

参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平（见表5-9），按照十年期以上国债利率平均水平确定无风险收益率 r_f 的近似，即 $r_f=3.95\%$ 。

表10-8 中长期国债利率

序号	国债代码	国债名称	期限	实际利率
1	101204	国债 1204	10	0.0354
2	101206	国债 1206	20	0.0407
3	101208	国债 1208	50	0.0430
4	101209	国债 1209	10	0.0339
5	101212	国债 1212	30	0.0411
6	101213	国债 1213	30	0.0416
7	101215	国债 1215	10	0.0342
8	101218	国债 1218	20	0.0414
9	101220	国债 1220	50	0.0440
10	101221	国债 1221	10	0.0358
11	101305	国债 1305	10	0.0355
12	101309	国债 1309	20	0.0403
13	101310	国债 1310	50	0.0428
14	101311	国债 1311	10	0.0341
15	101316	国债 1316	20	0.0437
16	101318	国债 1318	10	0.0412
17	101319	国债 1319	30	0.0482
18	101324	国债 1324	50	0.0538
19	101325	国债 1325	30	0.0511

序号	国债代码	国债名称	期限	实际利率
20	101405	国债 1405	10	0.0447
21	101409	国债 1409	20	0.0483
22	101410	国债 1410	50	0.0472
23	101412	国债 1412	10	0.0404
24	101416	国债 1416	30	0.0482
25	101417	国债 1417	20	0.0468
26	101421	国债 1421	10	0.0417
27	101425	国债 1425	30	0.0435
28	101427	国债 1427	50	0.0428
29	101429	国债 1429	10	0.0381
30	101505	国债 1505	10	0.0367
31	101508	国债 1508	20	0.0413
32	101510	国债 1510	50	0.0403
33	101516	国债 1516	10	0.0354
34	101517	国债 1517	30	0.0398
35	101521	国债 1521	20	0.0377
36	101523	国债 1523	10	0.0301
37	101525	国债 1525	30	0.0377
38	101528	国债 1528	50	0.0393
39	101604	国债 1604	10	0.0287
40	101608	国债 1608	30	0.0355
41	101610	国债 1610	10	0.0292
42	101613	国债 1613	50	0.0373
43	101617	国债 1617	10	0.0276
44	101619	国债 1619	30	0.0330
45	101623	国债 1623	10	0.0272
46	101626	国债 1626	50	0.0351
平均				0.0395

(2) 市场期望报酬率 r_m ，一般认为，股票指数的波动能够反映市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率。通过对上证综合指数自1992年5月21日全面放开股价、实行自由竞价交易后至2016年12月31日期间的指数平均收益率进行测算，得出市场期望报酬率的近似，即： $r_m=10.55\%$ 。由于本次评估使用资产组的息税折摊前现金流量作为其经营性资产的收益指标，即预测现金流量中未考虑所得税支出，故折现率的估计基础亦采用税前口径，与资产组预测现金流量的估算口径一致。因此对市场期望报酬率进行所得税调整，得

到市场期望报酬率（税前） $r_m=0.1241$ 。

（3） β_e 值，取沪深同类可比上市公司股票，以2014年1月至2016年12月250周的市场价格测算估计，得到可比公司股票的历史市场平均风险系数 β_x ，按式（10）计算得到估值对象权益资本预期风险系数的估计值 β_e ；

（4）权益资本成本 r_e ，本次估值考虑到估值对象在公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，设公司特性风险调整系数 $\epsilon=0.02$ ；本次估值根据式（9）得到估值对象的权益资本成本 r_e ：

（5）所得税率为15%；

（6）由式（7）和式（8）得到债务比率 $W_d=0.0520$ ；权益比率 $W_e=0.9480$ ；

（7）折现率 r ，将上述各值分别代入式（6）即有：

$$\text{税前}r = r_d \times W_d + r_e \times W_e = 0.1348$$

2. 经营性资产价值

将得到的预期净现金流量（表10-7）代入式（2），得到被估值资产组组合的经营性资产价值为 367,587.78 元。

3. 溢余或非经营性资产价值

（1）在估值基准日公司账面货币资金余额为 58,421.70 万元，鉴于在所估算的经营性资产价值中已考虑基准日最低现金保有量，故基准日账面货币资金扣除基准日企业运营最低现金保有量后的溢余性货币资金为 45,903.73 万元，经估值人员核实无误，确认该款项存在。

（2）经审计后的报表披露，在估值基准日账面应付利息 30.34 元，经估值人员核实无误，确认该款项存在。

（2）经审计后的报表披露，在估值基准日账面递延所得税资产

2,748.93 万元，经估值人员核实无误，确认该款项存在。

$$C=48,622.33 \text{ (万元)}$$

4. 权益资本价值

1. 将得到的经营性资产的价值 $P=318,965.45$ 万元，溢余资产价值 $C=48,622.33$ 万元代入式 (2)，即得到估值对象的企业价值为：

$$B=P+C=318,965.45+48,622.33=367,587.78 \text{ (万元)}$$

2. 将估值对象的企业价值 $B=367,587.78$ 万元，付息债务的价值 $D=19,100.00$ 万元，万元代入式 (1)，可以得到权益资本价值为

$$E=B-D=367,587.78-19,100.00=348,487.78 \text{ (万元)}$$

十一、价值咨询结论

基于企业对资产组预计的使用安排、经营规划及盈利预测，经实施清查核实和评定估算等估值程序，得出以下结论：

截至估值基准日 2016 年 12 月 31 日，江苏九龙汽车制造有限公司资产组组合预计未来现金流量的现值为 348,487.78 万元。

十二、特别事项说明

1. 估值人员和估值机构的法律责任是对本报告所述估值目的下的资产价值量做出专业判断，并不涉及到估值人员和估值机构对该项估值目的所对应的经济行为做出任何判断。本次估值的目的是为委托方进行商誉减值测试提供价值参考依据，委托方及估值对象应充分关注资产减值测试日与购买日之间估值对象业务结构的调整、形成的经营成果以及利润分配等生产经营活动的变化因素，在此基础上合理的理解和使用估值结果。

2. 估值工作在很大程度上，依赖于委托方及估值对象提供的有关资

料。因此，估值工作是以委托方及估值对象提供的有关经济行为文件，有关资产所有权文件、证件及会计凭证，有关法律文件的真实合法为前提。

3. 本次估值范围及采用的由估值对象提供的数据、报表及有关资料，委托方及估值对象对其提供资料的真实性、完整性负责。

4. 价值咨询报告中涉及的有关权属证明文件及相关资料由估值对象提供，委托方及估值对象对其真实性、合法性承担法律责任。

5. 在估值基准日以后的有效期内，如果资产数量及作价标准发生变化时，应按以下原则处理：

（1）当资产数量发生变化时，应根据原估值方法对资产数额进行相应调整；

（2）当资产价格标准发生变化、且对估值结果产生明显影响时，委托方应及时聘请有资格的估值机构重新确定估值；

（3）对估值基准日后，资产数量、价格标准的变化，委托方在资产实际作价时应给予充分考虑，进行相应调整。

6. 本次估值结论依赖于委托方及估值对象管理层对未来经营规划及落实情况，如企业的实际经营情况与经营规划发生偏差，且估值对象及估值对象时任管理层未采取相应补救措施弥补偏差，则估值结论会发生变化，特别提请报告使用者对此予以关注。

十三、价值咨询报告使用限制说明

1. 本价值咨询报告只能用于本报告载明的估值目的和用途。同时，本次估值结论是反映估值对象在本次估值目的下，根据公开市场的原则确定的现行公允市价，没有考虑将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方可能追加付出的价格等对估值价格的影响，同时，本报告也未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力

对资产价格的影响。当前述条件以及估值中遵循的持续经营原则等其它情况发生变化时，估值结论一般会失效。估值机构不承担由于这些条件的变化而导致估值结果失效的相关法律责任。

本价值咨询报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

2. 本价值咨询报告只能由报告载明的报告使用者使用。价值咨询报告的使用权归委托方所有，未经委托方许可，本估值机构不会随意向他人公开。

3. 未征得本估值机构同意并审阅相关内容，价值咨询报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

(此页无正文)

中联资产评估集团有限公司



估值人员：

估值人员：陈 永 伟

二〇一七年 三月 三日