

中瑞世联资产评估集团有限公司

关于专风实业股权转让资产评估相关问询问题的回复

深圳证券交易所：

中瑞世联资产评估集团有限公司对贵所关于2019年5月专风实业股权转让资产评估相关问询问题进行了认真核查和分析，现回复说明如下：

问题1、详细说明19年5月专风实业收益法评估过程，包括不限于各科目预测过程、选取的参数（如折现率、增幅、占比等）与依据；

【回复】

1.1、专风实业收益法评估各科目预测过程、主要参数及预测依据

评估人员通过风机行业的分析，在分析公司历史业绩数据、了解公司经营计划、中长期规划的基础上，结合企业产品的市场占有率、在手订单等因素，与被评估单位管理层共同分析确定未来年度收益的预测。

一）营业收入预测

1、历史年度收入的分析

序号	项目	历史数据		
		2016年	2017年	2018年
一	主营业务收入	36,483.55	41,697.78	52,097.34
1	风机及配件（工民建）	27,305.03	21,074.96	20,297.46
2	风机及配件（工业）		2,570.71	5,943.50
3	风机及配件（轨道）	6,763.10	12,021.23	17,352.76
4	风机及配件（核电）	2,415.42	6,030.88	8,503.61
二	其他业务收入	489.46	379.49	648.09
1	废料销售收入	286.30	333.35	624.66
2	租赁收入		23.42	23.42
3	其他	203.17	22.72	
三	合计	36,973.01	42,077.28	52,745.43
四	增长率	17.0%	13.8%	25.4%

公司2016年、2017年和2018年收入增长率分别为17.0%、13.8%和25.4%，年均增长22%，公司产品主要是风机及配件，分为四个板块，分别是工民建、工业、轨道和核电。从上表可以看出2016年到2018年工民建风机收入在2016年较高，达到2.7亿，2017和2018年稍有下降，保持在2亿元以上；工业风机是公司从2017年开始重新开展的业务，也是公司未来主要发展方向，收入增涨幅

度较大；轨道风机在 2017、2018 年发展较快，主要原因是国家近两年城市地铁发展处于高峰阶段，带动轨道风机的销售增加；核电风机，受国家宏观政策，核电站建设的影响，收入呈稳定增长状态。

2、主营业务收入预测

公司的产品为风机及配件，年销量上万乃至数十万件。由于产品差异化大，工艺流程也不一样。因此，公司根据客户订单，下发生产计划，100%按订单生产。根据公司提供的年度经营计划及中长期规划，同时参考 2019 年 1-4 月已完成销售情况、在手订单及公司正在洽谈的项目等因素，确定未来 5 年收入预测。收入预测如下：

(1) 工民建风机：该业务板块的风机主要对商业地产客户销售，产品技术含量低，竞争大，市场集中度低，全国前十大品牌公司的市场占有率不足 10%，因风机重量大，运输成本高，故此类产品基本集中在一定区域内销售。目前 2019 年在手订单 1.55 亿，这些订单将陆续在二、三、四季度完成交付实现销售。此类产品收入预计在 2018 年的基础上每年增涨 3%。到 2024 年以后保持不变。

(2) 工业风机：该业务板块的风机主要对工业厂家销售，产品技术含量较低，竞争大，市场集中度低，市场占有率低。但此类产品未来的发展空间大。公司于 2017 年进入工业风机领域，当年实现销售收入 2570 万，2018 年收入 5900 万。2019 年 1-4 月已完成 3,797.21 万元（未审），目前在手订单 0.72 亿，这些订单将陆续在二、三、四季度完成交付实现销售。根据历史的增长率及未来的几年工业发展趋势，预计全年收入可在 2018 年的基础上增涨 100%，2020 年预计增涨 30%，2021 预计增长 20%，以后年度增涨放缓，2022 年预计增涨 10%，2023 年增涨 5%，2024 年以后保持不变。

(3) 轨道风机：该业务板块风机主要用于城市地铁，近两年全国各大城市地铁建设项目大增，公司由于技术力量强，中标许多地铁项目，公司的轨道风机市场占有率约为 40%左右。目前在手订单 7.2 亿，地铁项目工期长，一般在 2-3 年。此项业务随着地铁建设完成会逐渐保持平稳增长，此类产品未来两年 2019 年、2020 年收入预计在上一年基础上增涨 10%，2021 年、2022 年预计在上一年基础上增涨 5%，2023 年以后保持不变。

(4) 核电风机：该业务板块风机主要用于核电站，此类产品技术要求高，

市场准入门槛高，公司此类产品的市场占有率约为 85%。因该类业务受国家宏观政策影响，国家投资建设核电工程规模直接影响此类产品销售，目前 2019 年在手订单 3 亿，核电项目工期长，一般在 5-8 年，这些订单将陆续在未来几年完成交付实现销售。此类产品 2019 年收入预测在 2018 年的基础上增涨 10%，以后每年在上年的基础上增涨 5%，到 2023 年以后保持不变。

3、其他业务收入预测

其他业务收入包括废料销售收入、屋顶光伏租赁收入和其他收入，2016-2018 年各年度其他业务收入分别为 489.46 万元、379.49 万元和 648.09 万元。

废料销售收入，2016 年-2018 年占主营业务收入的比例分别为 0.78%、0.8% 和 1.2%，预测年度以 2018 年占主营业务收入比例 1.2%测算。

屋顶光伏租赁收入，按租赁合同的约定测算。

其他收入因金额较小且零星发生，未来不进行预测。

未来预测的营业收入如下：

序号	项目	未来预测数据				
		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
一	主营业务收入	61,235.40	67,805.19	73,082.75	77,220.48	78,925.73
1	风机及配件（工民建）	20,906.38	21,533.58	22,179.58	22,844.97	23,530.32
2	风机及配件（工业）	11,887.00	15,453.10	18,543.72	20,398.10	21,418.00
3	风机及配件（轨道）	19,088.04	20,996.85	22,046.69	23,149.02	23,149.02
4	风机及配件（核电）	9,353.97	9,821.67	10,312.75	10,828.39	10,828.39
二	其他业务收入	758.03	836.86	900.14	949.75	970.20
1	废料销售收入	734.23	813.01	876.29	925.90	946.34
2	租赁收入	23.80	23.85	23.85	23.85	23.85
3	其他					
三	合计	61,993.43	68,642.05	73,982.89	78,170.23	79,895.93
四	增长率	17.5%	10.7%	7.8%	5.7%	2.2%

二）营业成本预测

公司营业成本主要包括直接材料、直接人工、制造费用及销售返利费等，评估人员在管理当局提供的成本费用预测的基础上，通过对企业历史营业成本明细项的分析，对每大类进行了如下预测：

1、直接材料

各板块业务历史上材料占收入的比例较稳定，预测期各板块业务料成本按占

收入比进行测算。

2、直接人工费

人员数量：以 2019 年 3 月底的生产人员数量为基数，同时根据企业产量增加需增加的人数确定未来年度的人数。

人年均工资：根据 2018 年的生产人员人均工资水平，2019-2023 年按 3% 的增长率进行预测，从 2024 年开始保持工资稳定。

福利费、社会保险、工会经费、职工教育经费、住房公积金，根据企业目前实际交纳情况及当地政府规定的缴费比例预测，统一列在工资项预测（销售费用、管理费用中的工资项也包括五险一金等）。

3、制造费用

（1）折旧摊销费：根据企业固定资产折旧摊销政策计算。

（2）水电费、包装费、辅助材料、检验鉴定费、设备修理费、外协加工费、修理备件、运输装卸费等，与收入增长挂钩的项目，根据历史上各项目占收入的比例，同时参考预测期收入进行测算。

4、销售返利

根据历史上各板块销售返利占收入的比例，同时参考预测期收入进行测算。

未来预测的营业成本如下：

序号	项目	未来预测数据				
		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
一	主营业务成本					
1	风机及配件（工民建）	13,010.11	13,554.59	14,068.92	14,576.47	15,057.78
2	风机及配件（工业）	8,510.70	10,811.46	12,806.79	14,032.36	14,731.20
3	风机及配件（轨道）	13,075.29	14,347.37	15,097.08	15,865.40	15,973.85
4	风机及配件（核电）	5,137.95	5,445.70	5,740.02	6,034.33	6,105.66
二	合计	39,734.06	44,159.10	47,712.80	50,508.56	51,868.49
三	营业成本/营业收入	64.1%	64.3%	64.5%	64.6%	64.9%

三）税金及附加预测

税金及附加包括城建税及教育费附加、房产税、土地使用税及印花税。增值税执行 13% 的征收率，其中：城建税税率 7%，教育费附加 5%。房产税按应征房屋原值 70% 的 1.2% 确定，土地使用税按每平方 9 元，印花税根据企业目前实际交

纳情况及当地政府规定的缴费比例预测。

未来预测的税金及附加如下：

序号	项目	未来预测数据				
		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	税金及附加	588.60	624.14	668.20	697.21	704.80
2	税金及附加/营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

四) 销售费用预测

企业销售费用主要包括销售人员工资、社保、运输费、业务招待费、差旅费、办公费等。

1、员工工资：以2019年3月底的销售人员数量为基数，同时根据企业销售增加需增加的人数确定未来年度的人数。工资预测根据2018年的销售人员年人均工资水平，考虑每年3%的工资涨幅。福利费、社会保险、工会经费、职工教育经费、住房公积金，根据企业目前实际交纳情况及当地政府规定的缴费比例预测。

2、运输费：根据历史上占收入的比例及未来预测收入进行测算。

3、对于销售费用办公费、差旅费、业务招待费等费用，按历史年度各项费用占收入的平均比例，剔除非正常发生额，参考未来预测收入测算。

未来预测的销售费用如下：

序号	项目	未来预测数据				
		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	销售费用	8,609.36	9,430.13	10,098.16	10,632.01	10,878.22
2	销售费用/营业收入	13.9%	13.7%	13.6%	13.6%	13.6%

五) 管理费用预测

企业管理费用包括人工费用、研发费、办公费、差旅费、水电费、办公费等费用及折旧、摊销等非付现成本。

1、人员费用：2019年1-3月企业管理人员数量有所减少，以2019年3月底的管理人员数量为基数，同时根据企业需增加的人数确定未来年度的人数。工资预测根据2018年的管理人员年人均工资水平，考虑每年3%的工资涨幅。福利费、社会保险、工会经费、职工教育经费、住房公积金，根据企业目前实际交纳情况及当地政府规定的缴费比例预测。

2、折旧摊销费：根据企业固定资产折旧摊销政策计算。

3、研发费用：人工、折旧按管理费用同样方法确定，其他费用按历史年度各项费用占收入的平均比例，参考未来预测收入测算。

4、对于管理费用中中介机构费、办公费、差旅费、水电费、业务招待费等，这些费用每年发生额占收入比例较为固定，本次评估各项费用历史年度占收入的平均比例，参考未来预测收入测算。

5、租赁费：按租赁合同约定的费用预测。

未来预测的管理费用如下：

序号	项目	未来预测数据				
		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	管理费用	6,147.13	6,554.97	6,864.89	7,128.87	7,297.15
2	管理费用/营业收入	9.9%	9.5%	9.3%	9.1%	9.1%

六) 财务费用预测

1、利息支出

截止评估基准日，公司借款余额 13,000.00 万元，未来预测按基准日借款及借款利率估算利息支出。

2、利息收入及手续费用

按前三年利息收入及手续费占收入的平均比例及未来预测收入估算预测数。

未来预测的财务费用如下：

序号	项目	未来预测数据				
		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	财务费用	641.45	642.55	643.43	644.12	644.40
2	财务费用/营业收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%

七) 所得税预测

公司是高新技术，所得税率现行为 15%，本次评估按 15%进行预测。

八) 资本性支出预测

资本性支出是为了保证企业生产经营可以正常发展的情况下，企业每年需要进行的资本性支出。本次评估我们采用如下方式预测资本性支出。

维持现有生产能力的支出：依据管理当局的预测，结合评估人员的分析，具

体如下：

(1) 正常固定资产的更新：设定房屋建筑物的更新年限为 50 年；设定电子设备的更新年限为 5 年，2019 年需要进行更新 2014 年启用的设备，2020 年则需要更新 2015 年启用的设备，按此类推；机器设备更新年限为 15 年，运输设备更新年限为 10 年。

(2) 稳定期的资本性支出：经分析被评估单位的固定资产构成类型、使用时间、使用状况和各类固定资产更新的周期，按适用的折现率折算成现值后再经过年金化处理，预计稳定期的固定资产支出。

经测算，本次预测得到的资本性支出如下表所示：

单位：万元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	稳定期
资本性支出	1,657.10	593.59	0.00	0.00	273.16	955.08

九) 营运资金增加额预测

营运资金的预测，一般根据企业最近几年每年营运资金占用占营业收入的比例进行分析和判断，在历史平均比例水平基础上结合企业目前及未来发展加以调整。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及营运资金占营业收入的比例。根据预测被评估企业未来付现成本以及年资金周转次数预估年营运资金需求量，确定年营运资金的占用。

2015-2018 年应收账款占收入比分别为 77.41%、45.22%、73.81%和 63.28%。除 2016 年降幅较大外，其他各年均略有下降，近两年处于稳定，我们按 2017-2018 两年营运资金占收入的平均比例 68.54%对未来年度的营运资金进行预测。

经测算，本次预测得到的营运资金如下表所示：

单位：万元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	稳定期
营运资金	42,492.84	47,050.08	50,710.91	53,581.09	54,763.95	54,763.95
营运资金增加	9,116.94	4,557.24	3,660.83	2,870.18	1,182.87	0.00
营运资金占营业收入	68.54%	68.54%	68.54%	68.54%	68.54%	68.54%

企业自由现金流预测结果如下：

单位：万元

项目	未来预测数据					
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	稳定期
一、营业收入	61,993.43	68,642.05	73,982.89	78,170.23	79,895.93	79,895.93
减：营业成本	39,734.06	44,159.10	47,712.80	50,508.56	51,868.49	51,532.02
税金及附加	588.60	624.14	668.20	697.21	695.23	695.23
销售费用	8,609.36	9,430.13	10,098.16	10,632.01	10,875.52	10,875.52
管理费用	6,147.13	6,554.97	6,864.89	7,128.87	7,116.05	7,116.05
财务费用	641.45	642.55	643.43	644.12	644.40	644.40
资产减值损失						
加：公允价值变动损益						
投资收益						
二、营业利润	6,272.83	7,231.16	7,995.40	8,559.46	8,696.23	9,032.70
加：营业外收入						
减：营业外支出						
三、利润总额	6,272.83	7,231.16	7,995.40	8,559.46	8,696.23	9,032.70
减：所得税	699.31	824.29	923.79	995.81	1,009.15	1,064.24
四、净利润	5,573.52	6,406.87	7,071.62	7,563.66	7,687.08	7,968.46
加：税后利息支出	536.54	536.54	536.54	536.54	536.54	536.54
折旧摊销	1,392.30	1,464.31	1,452.11	1,452.11	1,491.82	971.55
五、经营现金流	7,502.37	8,407.72	9,060.28	9,552.32	9,715.45	9,476.56
减：资本性支出	1,657.10	593.59	0.00	0.00	273.16	955.08
营运资金增加/减少	9,116.94	4,557.24	3,660.83	2,870.18	1,182.87	
六、企业自由现金流	-3,271.67	3,256.89	5,399.45	6,682.14	8,259.42	8,521.48

十）折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估价值的重要参数。本次评估采用可比公司法估算被评估单位期望投资回报率：第一步，选取可比上市公司，并估算可比上市公司的系统性风险系数 β ；第二步，根据可比上市公司资本结构、可比上市公司 β 以及被评估公司资本结构估算被评估单位的期望投资回报率，并以此作为折现率。

1、可比上市公司

本次评估选取的可比上市公司为：山东章鼓（002598.SZ）、陕鼓动力（601369.SH）、金盾股份（300411.SZ）与亿利达（002686.SZ）

2、加权资金成本的确定（WACC）

1) 股权资本成本 R_e 的确定

权益资本成本 R_e 采用资本资产定价模型（CAPM）计算，公式如下：

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

式中： R_e ：股权收益率； R_f ：无风险收益率； β ：企业风险系数； MRP ：市场风险溢价； R_s ：公司特有风险调整系数

(1) 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 资讯系统所披露的信息，10 年期以上国债在评估基准日的到期年收益率为 4.02%，本评估报告以该收益率作为无风险收益率。

(2) β 的确定

本次评估我们是选取 WIND 资讯公司公布的 β 计算器计算对比公司的 β 值，对比公司的 β 值为含有自身资本结构的 β 值，将其折算为不含自身资本结构的 β 值，如下：

1) 计算对比公司的 β_U

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

式中： D —债权价值； E —股权价值； T —适用所得税率。

将对比公司的 β_U 计算出来后，取其平均值作为被评估单位的 β_U 。

2) 计算被评估单位 β_L

根据以下公式，计算被评估单位 β_L

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

将被评估单位 β_L 作为计算被评估单位 WACC 的 β 。

(3) 市场风险溢价的确定

市场风险溢价计算式如下：

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 2017 年 12 月美国股票与国债的算术平均收益差 5.08%；国家风险补偿额取 0.81%。

则： $MRP = 5.08\% + 0.81\% = 5.89\%$

(4) 估算公司特有风险收益率 R_s

目前国际上将公司全部特有风险超额收益率进一步细化为公司规模溢价 (SizePremium) RP_s 和特别风险溢价 RP_u ，即：

$$R_s = RP_s \pm RP_u$$

其中公司规模溢价 RPs 为公司规模大小所产生的溢价，主要针对小公司相对大公司而言，由于其规模较小，因此对于投资者而言其投资风险相对较高。

我们按超额收益率 RPs 与总资产的自然对数和总资产报酬率 ROA 进行二元一次线性回归分析，得到如下结论：

$$RPs=3.73\%-0.717\%\times \ln(S)-0.267\%\times ROA(R^2=93.14\%)$$

其中：RPs：公司规模超额收益率； S：公司总资产账面值（按亿元单位计算）； ROA：总资产报酬率； Ln：自然对数。

根据以上结论，我们将被评估企业的总资产账面价值以及按此总资产计算的被评估企业的总资产报酬率分别规模代入上述回归方程即可计算被评估企业的规模超额收益率 RPs。

公司特别风险溢价 R_{pu} 指的是企业相对于同行业企业的特定风险，个别风险主要有：（1）企业所处经营阶段；（2）历史经营状况；（3）主要产品所处发展阶段；（4）企业经营业务、产品和地区的分布；（5）公司内部管理及控制机制；（6）管理人员的经验和资历；（7）对主要客户及供应商的依赖；（8）财务风险。

公司特有风险收益率 R_s 为 3.20%。

经上述计算，股权收益率为 15.88%

2) 债权收益率的确定

债权收益率实际上是被评估企业的债权人期望的投资收益率。

标的企业实际利率与 1 年期贷款利率差异不大，因此，本次评估选用 1 年期贷款利率 4.35% 作为债权收益率。

3. 被评估单位折现率的确定

加权平均收益率利用以下公式计算：

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

根据上述计算得到加权平均资本成本为 10.52%。

十一) 收益法测算结果

1、企业自由现金流价值的计算

根据前述公式，企业自由现金流价值计算如下：

单位：万元

项目/年度	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	稳定期
企业自由现金流	-3,271.67	3,256.89	5,399.45	6,682.14	8,259.42	8,521.48
折现率	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50
折现期	10.52%	10.52%	10.52%	10.52%	10.52%	10.52%
折现系数	0.9512	0.8607	0.7788	0.7047	0.6376	6.0617
折现额	-3,112.09	2,803.18	4,204.97	4,708.63	5,266.16	51,654.78
企业自由现金流评估值	65,525.64					

2、溢余资产价值

溢余资产指与企业收益无直接关系的、超过企业经营所需的多余资产。经核实，企业无溢余资产。

3、非经营性资产及负债价值

项目	账面价值	评估值
一、非经营性资产		
无		
非经营性资产小计		
二、非经营性负债		
应付账款	138.77	138.77
应付利息	17.76	17.76
应付股利	3,223.00	3,223.00
其他应付款	12,204.60	12,204.60
非经营性负债小计	15,584.14	15,584.14
三、非经营性资产净值	-15,584.14	-15,584.14

4、付息债务价值

被评估单位评估基准日的付息债务为短期借款，评估值以核实后的账面价值确定，评估值为 13,000.00 万元。

5、股东全部权益价值

股东全部权益价值=经营性资产价值+溢余资产+非经营性资产及负债价值-付息债务价值=65,525.64 + 0.00 - 15,584.14 - 13,000.00

= 36,942.00 万元（取整）

问题 2、对比 2013 年专风实业收益法评估过程。说明收益法评估假设或参数选取标准的一致性，列表对比选取参数的差异情况及原因；

【回复】

2.1 收益法评估假设

1、2019年5月专风实业收益法评估假设如下：

(1) 假设评估基准日后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。

(2) 假设评估基准日后被评估单位持续经营。

(3) 假设评估基准日后被评估单位的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务。

(4) 假设被评估单位完全遵守所有有关的法律法规。

(5) 假设评估基准日后无人力不可抗拒因素及不可预见因素对被评估单位造成重大不利影响。

(6) 假设评估基准日后被评估单位在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前方向保持一致，企业在未来预测期内的资产构成，主营业务的结构，收入与成本的构成以及销售策略和成本控制等按照企业计划执行，而不发生较大变化。

(7) 假设评估基准日后被评估单位采用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保持一致。

(8) 假设被评估单位相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等评估基准日后不发生较大变化。

(9) 假设被评估单位于年度内均匀获得净现金流。

(10) 假设被评估单位经营管理各项期间费用不会在现有基础上发生大幅的变化，仍将保持其变化趋势持续，并随经营规模的变化而同步变动。

(11) 纳入评估范围的资产权属明确，出具的资产权属证明文件合法有效，企业（含子公司）经营所需的各项证件、资质能如期取得或更新。

(12) 假设评估基准日后被评估单位的研发能力和技术先进性保持目前的水平。

(13) 假设评估基准日后被评估单位的产品或服务保持目前的市场竞争态势。

(14) 假设被评估单位高新技术企业资格到期可正常延续，以后年度企业所得税率为15%。

(15) 本次预测按照《财政部、税务总局、海关总署公告2019年第39号》

文件精神，从2019年4月1日起，销售货物的增值税率按13%执行。

(16) 本次评估假设委托人及被评估单位提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整。

(17) 本次评估假设公司资本性支出规划数据与未来实际发生额不会有重大差异。

(18) 本次评估测算的各项参数取值不考虑通货膨胀因素的影响。

2、2013年专风实业收益法评估假设如下：

(1) 本次评估以被评估单位维持现状按预定的经营目标持续经营为前提，即被评估单位的所有资产仍然按照目前的用途和方式使用，不考虑变更目前的用途或用途不变而变更规划和使用方式；

(2) 本次评估以被评估单位提供的有关法律性文件、各种会计凭证、账簿和其他资料真实、完整、合法、可靠为前提；

(3) 本次评估以宏观环境相对稳定为假设前提，即国家现有的宏观经济、政治、政策及被评估单位所处行业的产业政策无重大变化，社会经济持续、健康、稳定发展；国家货币金融政策保持现行状态，不会对社会经济造成重大波动；国家税收保持现行规定，税种及税率无较大变化；国家现行的利率、汇率等无重大变化；

(4) 本次评估以企业经营环境相对稳定为假设前提，即企业主要经营场所及业务所涉及地区的社会、政治、法律、经济等经营环境无重大改变；企业能在既定的经营范围内开展经营活动，不存在任何政策、法律或人为障碍。

(5) 本评估预测是基于被评估单位提供的其在维持现有经营范围、持续经营状况下企业的发展规划和盈利预测的基础上进行的；

(6) 假设被评估单位在未来的经营期内，其各项期间费用保持其近几年的变化趋势；

(7) 假设被评估单位管理层勤勉尽责，具有足够的管理才能和良好的职业道德，被评估单位的管理风险、资金风险、市场风险、技术风险、人才风险等处于可控范围或可以得到有效化解；

(8) 假设被评估单位的主要经营业务内容保持相对稳定，其主营业务不会遭遇重大挫折，总体格局维持现状；

(9) 假设被评估单位每一年度的营业收入、成本费用、改造等的支出，均在年度内均匀发生。

(10) 假设被评估单位在收益预测期内采用的会计政策与评估基准日时采用的会计政策在所有重大方面一致；

(11) 假设被评估单位在收益预测期内执行的所得税政策与评估基准日执行的所得税政策一致，即假设上虞专风公司未来的企业所得税均按 15% 的税率计缴。

(12) 假设无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素，造成对企业重大不利影响。

从以上对比可以看出收益法假设基本上是一致的。

2.2 评估参数选取分析

1、两次评估结果分别如下表：

(1) 2019 年 5 月专风实业收益法结果表（基准日 2018 年 12 月 31 日）

单位：万元

项目	未来预测数据					
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	稳定期
一、营业收入	61,993.43	68,642.05	73,982.89	78,170.23	79,895.93	79,895.93
减：营业成本	39,734.06	44,159.10	47,712.80	50,508.56	51,868.49	51,532.02
税金及附加	588.60	624.14	668.20	697.21	695.23	695.23
销售费用	8,609.36	9,430.13	10,098.16	10,632.01	10,875.52	10,875.52
管理费用	6,147.13	6,554.97	6,864.89	7,128.87	7,116.05	7,116.05
财务费用	641.45	642.55	643.43	644.12	644.40	644.40
资产减值损失						
加：公允价值变动损						
投资收益						
二、营业利润	6,272.83	7,231.16	7,995.40	8,559.46	8,696.23	9,032.70
加：营业外收入						
减：营业外支出						
三、利润总额	6,272.83	7,231.16	7,995.40	8,559.46	8,696.23	9,032.70
减：所得税	699.31	824.29	923.79	995.81	1,009.15	1,064.24
四、净利润	5,573.52	6,406.87	7,071.62	7,563.66	7,687.08	7,968.46
加：税后利息支出	536.54	536.54	536.54	536.54	536.54	536.54
折旧摊销	1,392.30	1,464.31	1,452.11	1,452.11	1,491.82	971.55
五、经营现金流	7,502.37	8,407.72	9,060.28	9,552.32	9,715.45	9,476.56
减：资本性支出	1,657.10	593.59	0.00	0.00	273.16	955.08
营运资金增加/减少	9,116.94	4,557.24	3,660.83	2,870.18	1,182.87	

六、企业自由现金流	-3,271.67	3,256.89	5,399.45	6,682.14	8,259.42	8,521.48
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50
折现率	10.52%	10.52%	10.52%	10.52%	10.52%	10.52%
折现系数	0.9512	0.8607	0.7788	0.7047	0.6376	6.0617
折现额	-3,112.09	2,803.18	4,204.97	4,708.63	5,266.16	51,654.78
七、企业自由现金流现值	65,525.64					
加：溢余资产	0.00					
加：非经营性资产	0.00					
减：非经营性负债	15,584.14					
八、企业整体资产价值	49,941.51					
减：付息付债	13,000.00					
九、股东全部权益价值	36,942.00					

(2) 2013年专风实业收益法结果表(基准日2013年5月31日)：

单位：万元

项目	未来预测数据					
	2013年6-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	稳定期
一、营业收入	18,359.49	29,134.22	32,316.55	35,675.48	38,621.99	38,621.99
减：营业成本	11,378.28	18,707.24	21,215.24	23,742.47	25,926.47	25,926.47
营业税金及附加	164.53	253.91	273.11	298.48	316.40	316.40
销售费用	905.85	1,478.52	1,647.74	1,827.95	1,989.09	1,989.09
管理费用	1,282.07	2,260.12	2,429.80	2,595.99	2,753.13	2,753.13
财务费用(不含利息)	14.12	144.85	160.05	176.97	191.75	191.75
资产减值损失	817.44	941.10	976.73	1,012.65	1,046.20	1,046.20
加：公允价值变动收益						
投资收益						
二、营业利润	3,797.20	5,348.48	5,613.88	6,020.97	6,398.95	6,398.95
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	18.34	29.10	32.28	35.63	38.57	38.57
三、利润总额	3,778.86	5,319.38	5,581.60	5,985.34	6,360.38	6,360.38
减：所得税费用	570.38	807.59	847.98	909.65	966.89	966.89
四、息前税后净利润	3,208.48	4,511.79	4,733.62	5,075.69	5,393.49	5,393.49
加：折旧摊销	436.28	758.88	738.69	725.61	728.13	703.03
减：资本性支出	249.75	175.79	212.83	104.85	250.39	623.82
营运资金补充	745.51	554.36	1,042.74	816.45	218.60	0.00
五、企业自由现金流	2,649.51	4,540.52	4,216.73	4,880.00	5,652.63	5,472.70
六、折现系数	0.9657	0.8785	0.7795	0.6917	0.6137	4.8325
折现额	2,558.63	3,988.85	3,286.94	3,375.50	3,469.02	26,446.82
七、现金流现值	43,125.76					
八、溢余资产	0.00					
九、非经营性资产	31,096.49					

十、非经营性负债	10,256.92
十一、企业整体价值	63,965.33
十二、付息负债	33,440.18
十三、股东全部权益	30,525.15

2、两次评估主要参数对比分析

收入增加率，销售毛利率、费用率、折现率、资本性支出、营运资金增加额等评估参数对比分析如下：

1) 两次评估收益法选取的预期营业收入年均增长率如下：

评估参数	2019年5月专风实业评估	2013年专风实业评估
预期营业收入年均增长率	8.78%	9.32%

预期营业收入年均增长率差异 0.54%，差异不大。

2019年5月预测的营业收入如下：

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	稳定期
营业收入	61,993.43	68,642.05	73,982.89	78,170.23	79,895.93	79,895.93
增长率	17.5%	10.7%	7.8%	5.7%	2.2%	0.00

2013年预测的营业收入如下：

项目	2013年6-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	稳定期
营业收入	18,359.49	29,134.22	32,316.55	35,675.48	38,621.99	38,621.99
增长率		71.68%	10.92%	10.39%	8.26%	0.00

由上表可以看出，基准日时点不同，评估师依据行业发展情况，企业市场竞争状况及历史年度产品销售情况做出的收入预测，收入增长率略有差异，差异不大。

2) 两次评估收益法选取的销售毛利率如下：

评估参数	2019年5月专风实业评估	2013年专风实业评估
销售毛利率	34.71%	34.82%

销售毛利率差异 0.11%，差异不大。

2019年5月预测的销售毛利率如下：

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营业成本	39,734.06	44,159.10	47,712.80	50,508.56	51,868.49
销售毛利率	35.11%	34.87%	34.71%	34.59%	34.28%

2013年预测的销售毛利率如下：

项目	2013年6-12月	2014年	2015年	2016年	2017年
----	------------	-------	-------	-------	-------

营业成本	11,378.28	18,707.24	21,215.24	23,742.47	25,926.47
销售毛利率	37.95%	35.71%	34.27%	33.37%	32.79%

由上表可以看出，基准日时点不同，评估师依据企业报告期毛利情况及未来竞争趋势做出的销售毛利率预测略有差异，差异不大，在合理范围内。

3) 两次评估收益法选取的销售费用占收入比例如下：

评估参数	2019年5月专风实业评估	2013年专风实业评估
销售费用占收入比例	13.7%	5.08%

销售费用占收入比例差异 8.62%，差异原因：2013年-2018年企业的销售费用占比逐年增加，其中主要增加的人工费用、差旅费支出。说明在激烈的市场竞争环境下公司增加了销售投入，以提高产品的市场占有率。

评估参数	2019年5月专风实业评估	2013年专风实业评估
人工费用占收入比例	1.9%	0.52%
差旅费支出占收入比例	6.2%	0.65%

4) 两次评估收益法选取的管理费用占收入比例如下：

评估参数	2019年5月专风实业评估	2013年专风实业评估
管理费用占收入比例	9.4%	7.33%

管理费用占收入比例差异 2.07%。差异原因主要是企业研发费用支出增加，2019年5月预测研发费用占收入比例平均为 3.3%，2013年预测科研经费支出比例为 1.1%，两者差异为 2.2%。说明近五年公司加大了研发支出，提高公司产品的竞争力。

5) 两次评估收益法预计的资本性支出及折现值如下：

2019年5月预测的资本性支出及折现值如下：

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	稳定期
资本性支出	1,657.10	593.59	0.00	0.00	273.16	955.08
折现值	1,576.27	510.90	0.00	0.00	174.16	5,789.40
折现值合计	8,050.73					

2019年至2023年资本性支出合计 2,523.85 万元。稳定期年资本性支出 955.08 万元。折现后影响评估值为 8,050.73 万元。

2013年预测的资本性支出及折现值如下：

项目	2013年6-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	稳定期
资本性支出	249.75	175.79	212.83	104.85	250.39	623.82
折现值	241.18	154.43	165.90	72.52	153.66	3,014.61

折现值合计	3,802.30
-------	----------

2013年6月至2017年资本性支出合计993.61万元。稳定期年资本性支出623.82万元。折现后影响评估值3,802.30万元。

两次评估资本性支出对评估值的影响差异为4,248.43万元，差异原因主要是近五年随着公司收入规模增加，相应的增加了固定资产投入。

6) 两次评估收益法预计的营运资金增加及折现值如下：

2019年5月预测的营运资金及折现值如下：

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	稳定期
营运资金增加/减少	9,116.94	4,557.24	3,660.83	2,870.18	1,182.87	
折现值	8,672.25	3,922.38	2,850.97	2,022.50	754.19	0.00
折现值合计	18,222.29					

2013年预测的营运资金如下：

项目	2013年6-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	稳定期
营运资金补充	745.51	554.36	1,042.74	816.45	218.60	0.00
折现值	719.93	487.01	812.82	564.74	134.15	0.00
折现值合计	2,718.65					

从以上可以看出，两次评估的营运资金差异较大，两次评估营运资金折现后对评估值影响的差异额为15,503.64万元。原因主要是近五年公司收入规模扩大，所需要的营运资金增长较大。

7) 两次评估收益法选取的折现率如下：

评估参数	2019年5月专风实业评估	2013年专风实业评估
折现率	10.52%	12.70%
其中：无风险报酬率	4.02%	4.15%
市场风险溢价	5.89%	8.58%
β系数	1.4699	0.9496
企业特定风险	3.20%	2.24%
股权回报率	15.88%	14.54%
债权回报率	4.35%	6%

折现率差异原因：

① 无风险报酬率差异0.13%，主要是基准日时点不同，无风险报酬率下降；
 ② 市场风险溢价差异2.69%，主要是基准日时点不同，2018年对比2013年市场风险减小了；

③ β系数：

项目	2019年5月专风实业评估	2013年专风实业评估
对比公司β系数	0.8810	0.7878
债权价值比例	44%	19.46%
股权价值比例	56%	80.54%
被评估单位β系数	1.4699	0.9496

差异主要是2019年5月评估师计算β系数时选取的是被评估单位自身的资本结构，2013年评估师选取的是对比公司的资本结构。

④ 企业特定风险差异0.96%，差异较少。

⑤ 股权回报率差异1.34%，由上述资本结构选取和β系数、无风险报酬率、市场风险溢价等方面的变化造成的。

⑥ 债权回报率差异1.65%，主要是基准日时点不同，短期贷款利息率变化。

由于两个时点无风险报酬、市场风险、β系数不同，2019年5月评估师采用的股权回报率15.88%较2013年评估师采用的股权回报率14.54%高；同时由于两个时点贷款利率及资本结构等因素变化，2019年5月折现率10.52%较2013年折现率12.7%略低。

通过以上对比分析可看出，因资本性支出和营运资金的增加而分别影响评估结果4,248.43万元、15,503.64万元，合计影响现金流量现值（降低评估值）19,752.07万元，2019年企业自由现金流量现值为65,525.64万元，比2013年的企业自由现金流量现值43,125.76万元增加22,399.88万元，同时，由于两个时点的非经营性资产及付息负债差异较大，2019年股东全部权益评估值36,942.00万元，比2013年股东全部权益评估值30,525.15万元增加6,416.85万元。

问题3、结合前述情况，对本次交易收益法评估结果的公允性和合理性进行核查并发表明确意见。

【回复】

综上所述，评估师认为：公司所处行业发展稳定，市场前景较好，同时公司具备稳定的客户基础，目前发展状况良好，未来业绩增长可持续。收益预测综合考虑了国家政策环境、产品的市场前景、产品的竞争能力、公司近期销售情况、在手订单情况等因素，预测的收入增长率、毛利率等参数较合理，2019年5月

专风实业股权转让评估结果具有公允性和合理性。

中瑞世联资产评估集团有限公司
(原中瑞世联资产评估(北京)有限公司)

二〇二〇年二月十二日

