

**中铭国际资产评估（北京）有限责任公司关于
上海证券交易所《关于赛轮集团股份有限公司
2019 年年度报告的信息披露监管问询函》之核查意见**

上海证券交易所上市公司监管一部:

根据贵所 2020 年 5 月 21 日下发的《关于赛轮集团股份有限公司 2019 年年度报告的信息披露监管问询函》（上证公函【2020】0551 号）的要求，中铭国际（北京）资产评估有限责任公司作为赛轮轮胎商誉减值测试的评估机构，现根据问询函的要求，就相关问题进行了核查，意见如下：

一、赛轮轮胎关于商誉减值测试的具体过程的回复

1. 营业收入分析及预测

轮胎销售-批发业务历史年度营业收入包括乘用车系列、卡车系列、特种胎系列、其他系列的轮胎销售，2017 年至 2019 年的销售情况如下：

单位：人民币万元

项目	2017年	2018年	2019年
乘用车系列	15,155.39	19,878.64	18,478.28
卡车系列	29,857.73	35,671.41	30,769.25
特种胎系列	17,821.90	23,125.06	23,609.47
其他系列	1,678.05	3,588.36	6,119.53
主营收入合计	64,513.07	82,263.47	78,976.53
增长率	/	27.51%	-4.00%

从上表数据可以看出，2019 年收入出现下滑趋势。原因为：于 2019 年度，动力轮胎进行客户敏感度测试，对于原毛利率低的客户进行研判，通过提升价格等方式来提高盈利能力，使得部分客户不再继续采购公司产品，使得销售收入下降。因动力轮胎批发业务主要为自国内采购第三方品牌轮胎后，存放于仓库，然后对外开展批发销售业务。近年来，客户为降低轮胎采购成本，逐步建立自己的轮胎仓库，不再通过批发的形式进行采购，而是通过合同业务形式直接自轮胎生产企业采购。公司预计以后年度批发业务的轮胎销售不会有较大增长，预测收入增长率约 2%。

预测情况详见下表：

单位：人民币万元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	永续期
乘用车系列	18,729.60	19,291.48	19,870.22	20,466.32	21,080.33	21,080.33
卡车系列	33,058.95	34,050.72	35,072.24	36,124.41	37,208.14	37,208.14
特种胎系列	22,494.71	21,145.03	19,876.33	18,683.75	17,562.72	17,562.72
其他系列	7,443.30	8,931.96	10,271.76	11,607.09	12,767.79	12,767.79
主营收入合计	81,726.56	83,419.19	85,090.55	86,881.57	88,618.98	88,618.98
增长率	2.09%	2.07%	2.00%	2.10%	2.00%	0.00%

2. 主营业务成本分析及预测

2017 年至 2019 年历史主营业务成本数据列示如下：

单位：人民币万元

项目	2017年	2018年	2019年
乘用车系列	11,202.23	15,573.90	14,523.20
毛利率	26%	22%	21%
卡车系列	24,367.54	31,452.18	25,468.60
毛利率	18%	12%	17%
特种胎系列	13,534.02	18,459.97	19,012.86
毛利率	24%	20%	19%
其他系列	1,351.45	2,998.32	5,246.64
毛利率	19%	16%	14%
主营业务成本	50,455.24	68,484.37	64,251.30
综合毛利率	21.79%	16.75%	18.65%

主营业务成本为轮胎采购成本，因不同系列轮胎以及同系列不同规格轮胎毛利率略有差异，使得公司近三年综合毛利率出现小范围波动。考虑到未来轮胎批发业务市场不会出现较大波动，且 2019 年综合毛利率与近 3 年平均值基本一致，故预测期毛利率按照 2019 年各系列轮胎产品毛利率进行预测。

预测情况详见下表：

单位：人民币万元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	永续年
乘用车系列	14,720.70	15,162.33	15,617.19	16,085.71	16,568.28	16,568.28
毛利率	21%	21%	21%	21%	21%	21%

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	永续年
卡车系列	27,363.86	28,184.78	29,030.32	29,901.23	30,798.27	30,798.27
毛利率	17%	17%	17%	17%	17%	17%
特种胎系列	18,115.14	17,028.23	16,006.54	15,046.14	14,143.38	14,143.38
毛利率	19%	19%	19%	19%	19%	19%
其他系列	6,381.59	7,657.90	8,806.59	9,951.45	10,946.59	10,946.59
毛利率	14%	14%	14%	14%	14%	14%
主营业务成本	66,581.29	68,033.24	69,460.64	70,984.53	72,456.52	72,456.52
综合毛利率	18.53%	18.44%	18.37%	18.30%	18.24%	18.24%

3. 期间费用的预测

对销售费用的预测首先是根据各项费用与营业收入的相关性将其划分为固定费用和变动费用，而对于固定费用根据企业未来经营费用发生的合理性分析后进行预测，对于变动费用，根据该类费用发生与营业收入的依存关系进行预测。

财务费用包含利息费用、金融手续费、汇兑损益，根据公司资金使用计划确定相关数据。

单位：人民币万元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	永续年
销售费用	11,802.51	12,066.79	12,333.41	12,607.66	12,880.51	12,880.51
占营业收入(%)	14.44%	14.47%	14.49%	14.51%	14.53%	14.53%
财务费用	271.60	271.60	271.60	271.60	271.60	271.60
占营业收入(%)	0.332%	0.326%	0.319%	0.313%	0.306%	0.332%

4. 折旧与摊销的预测

预测期内根据存量资产与追加更新资产情况按企业现行会计折旧政策计算。

永续期，根据资产剩余折旧年限、折旧年限、永续期剩余经济年限、资产耐用年限，采用年金化算法进行预测。

5. 资本性支出预测

预测期内，考虑各类资产经济耐用年限，于资产经济耐用年限末按各类固定资产中各项资产购置价之和进行资本性支出预测。永续期，资本性支出根据资产经济耐用年限、永续期资产剩余经济使用年限，按各类固定资产购置价之和采用年金化算法进行预测。

6. 营运资金预测、营运资金增加额的确定

营运资金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。首期营运资金为当期需要投入的营运资金。后期的营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金。

单位：人民币万元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续年
营运资本增加额	24,651.10	520.86	514.55	549.48	532.64	-

注：动力轮胎销售业务资产组包含动力轮胎经营性长期资产，经营性长期资产无法脱离营运资金独立产生现金流，故资产组需要匹配相应营运资金。2020 年为预测期第一年，需要进行营运资金一次性投入，该营运资金一次性投入额取自 2019 年末动力轮胎账面营运资金（经营性流动资产减流动负债的净额）加上 2020 年增加的营运资金;2021 年至 2024 年营运资金增加额为基于 2020 年一次性营运资金投入的基础上，根据预测营业收入规模，确定营运资金的新增金额;因永续期营业收入规模同 2024 年保持一致，故无营运资金增加。

7. 净利润的预测结果

经上述测算，资产组净利润的预测情况如下表：

单位：人民币万元

项目/年度	2020	2021	2022	2023	2024	稳定期
一、营业收入	81,726.56	83,419.19	85,090.55	86,881.57	88,618.98	88,618.98
减：营业成本	66,581.29	68,033.24	69,460.64	70,984.53	72,456.52	72,456.52
销售费用	11,802.51	12,066.79	12,333.41	12,607.66	12,880.51	12,880.51
财务费用	271.60	271.60	271.60	271.60	271.60	271.60
期间费用率	14.77%	14.79%	14.81%	14.82%	14.84%	14.84%
二、营业利润	3,071.16	3,047.56	3,024.90	3,017.78	3,010.35	3,010.35
利润率	3.76%	3.65%	3.55%	3.47%	3.40%	3.40%
减：所得税费用	813.86	807.60	801.59	799.71	797.74	797.74
三、净利润	2,257.30	2,239.96	2,223.31	2,218.07	2,212.61	2,212.61
净利润率	2.76%	2.69%	2.61%	2.55%	2.50%	2.50%

8. 折现率的确定

(1) 折现率的计算公式：

$$WACCBT = \frac{WACC}{1 - T}$$

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

（2）相关参数的选取与计算

无风险报酬率 R_f ：轮胎销售-批发业务的主要市场为北美市场，基于美国股票市场可供比较的上市公司较多，故选择美股相关上市公司作为可比公司，故相应选取美国的国债到期收益率作为估算依据，取美国十年期国债到期收益率 $R_f=1.92\%$ 。

市场风险溢价（ERP）：采用公认的成熟市场（美国市场）的风险溢价对加拿大的市场风险溢价进行调整，经计算，加拿大市场风险溢价 $ERP=5.20\%$ 。

A. 权益系统风险系数的确定

经计算，与资产组经营相关的权益系统风险系数如下： $\beta_L=[1+(1-T)\times D/E]\times\beta_U=0.7568$

B. 个别风险因素 R_s

轮胎销售-批发业务的实施主体与对比公司相比在以下几个方面存在特殊因素，因此存在公司特有风险。主要包括：非上市公司治理风险、市场规模风险、客户集中风险、管理及内部控制风险的风险等特有经营风险。

经上述分析，确定特有风险超额收益率 R_s 的值为 4.00% 。

（3）折现率的计算

将上述参数代入公式，税前折现率 $WACCBT=13.40\%$

9. 可收回金额的确定

单位：人民币万元

项目/年度		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	稳定期
		金额	金额	金额	金额	金额	金额
一、净利润	1	2,257.30	2,239.96	2,223.31	2,218.07	2,212.61	2,212.61
加：所得税费用	2	813.86	807.60	801.59	799.71	797.74	797.74
加：利息支出	3	142.25	142.25	142.25	142.25	142.25	142.25
加：折旧与摊销	4	137.78	144.11	125.45	125.57	119.48	134.39
减：资本性支出	5	169.41	35.95	145.48	144.04	155.97	156.91
减：营运资金增加（减少）	6	24,651.10	520.86	514.55	549.48	532.64	-
二、税前净现金流	7	-21,469.32	2,777.11	2,632.57	2,592.08	2,583.47	3,130.08
折现年限	8	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	
折现率（税前）	9	13.40%	13.40%	13.40%	13.40%	13.40%	13.40%
折现系数	10	0.9391	0.8281	0.7302	0.644	0.5679	4.2381
三、税前净现金流现值	11	-20,161.84	2,299.73	1,922.29	1,669.30	1,467.15	13,265.46

项目/年度		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	稳定期
		金额	金额	金额	金额	金额	金额
四、含商誉资产组经营性现金流量合计	12	462.09					

经上述测算，资产组的可收回金额为 462.09 万元。

二、评估师核查意见

（一）评估师执行的核查程序

针对商誉减值测试涉及的现金流预测，评估机构实施的评估核查程序主要包括：

1、对管理层进行访谈，了解并搜集行业信息和相关参数资料，对企业经营、资产、财务分析进行尽职调查和清查，获取、核对公司提供的财务数据，包括财务报表、主营业务收入、主营业务成本、销售费用、财务费用等科目基准日及历史明细数据。

2、搜集与资产组相关的战略发展规划、销售计划、在手合同订单，获得预测数据的支持资料，分析预测数据是否与历史数据、销售计划、行业数据、宏观经济运行状况等相符，将预计未来现金现值时的基础数据与历史数据及其他支持性证据进行核对，并考虑合理性。

3、在资产核实和尽职调查的基础上，结合行业情况、经济环境，分析复核公司预计未来现金流量现值的依据的合理性。

（二）对商誉减值测试涉及的相关指标、参数的依据的核查意见

1.收入增长率

收入增长率根据轮胎贸易市场情况及轮胎批发业务的经营模式综合分析得出。

（1）轮胎出口贸易市场情况

受中美贸易摩擦影响，为了规避贸易壁垒、降低营业成本，近年来，国内轮胎企业开始在海外投资建厂，目前除已建成投产的海外工厂外，玲珑轮胎将在塞尔维亚建厂、赛轮轮胎将在越南与固铂合资建厂， 更多的外贸订单将转到海外工厂，将进一步优其海外布局，促进海外市场业务的拓展。同时，受益于国家“减税降费”等精准调控措施，出口退税率的调整大幅减少了销售成本，有利于刺激轮胎出口行业的发展。

（2）轮胎批发业务的经营模式

轮胎销售-批发业务为公司自国内采购第三方品牌轮胎后，存放仓库，然后对外开展批发销售业务，近年客户逐步建立自己的仓库，不再通过批发的形式进行采购，而是直接通过合同业务的形式进行轮胎采购，故批发业务的经营模式已无竞争优势。

综上分析，虽然轮胎贸易市场会有起色，但受限于经营模式竞争力的弱化，预计后期轮胎销售的批发业务不会有较大改观，预测后期维持 2%左右的小幅增长，具有合理性。

2.毛利率

因不同系列轮胎以及同系列不同规格的轮胎毛利率均有差异；公司近三年的综合毛利率具有小范围的波动。考虑到未来轮胎批发业务市场不会具有较大波动，且 2019 年综合毛利率公司接近 3 年的平均值，故预测期毛利率按照 2019 年销售结构下轮胎产品的毛利率进行预测，具备合理性。

3.销售费用率、利润率

公司的期间费用主要为销售费用，2019 年销售费用率为 13.67%，主营业务利润率为 5.03%。2020 年至 2024 年预测的销售费用率为 14.44%-14.53%，利润率为 3.40%-3.76%。评估师认为，为避免销售规模下降，公司必然在后期将加大销售投入，销售费用的增加将降低利润率。

4.折现率

本次评估收益额口径为（所得）税前企业自由现金流量，则折现率选取（所得）税前加权平均资本成本（WACCBT）确定。公式如下：

$$WACCBT = \frac{WACC}{1 - T}$$

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

式中：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。

（1）无风险报酬率 Rf：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。轮胎销售-批发业务的主要市场为北美市场，基于美国股票市场可供比较的上市公司较多，故本次评估选择美股相

关上市公司作为可比公司，故相应选取美国的国债到期收益率作为估算依据，经查询，美国十年期国债到期收益率 $R_f = 1.92\%$ 。

(2) 市场风险溢价 (ERP)：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。在本次评估中，采用公认的成熟市场（美国市场）的风险溢价进行调整，具体计算过程如下：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险溢价修正

1) 美国股票市场风险溢价

采用国际知名学者 Aswath Damodaran 估算的美国市场风险超额收益率 ERP_i 数据，为 5.20%。

2) 国家风险溢价修正

加拿大基于美国的国家风险溢价修正值为 0。则加拿大市场风险溢价 $ERP = 5.20\% - 0 = 5.20\%$ 。

(3) 权益系统风险系数的确定

轮胎销售-批发业务的主要市场为北美市场，基于美国股票市场可供比较的上市公司较多，故本次评估选择美股相关上市公司作为可比公司，评估人员通过同花顺 ifind 系统查询 3 家美股同行业可比上市公司评估基准日的 β_L ，然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算，并取其平均值作为 β_U 。

因含商誉资产组不包含与筹资活动相关的现金流量，目标资本结构取零值。

经计算，与资产组经营相关的权益系统风险系数如下： $\beta_L = [1 + (1 - T) \times D/E] \times \beta_U = 0.7568$ 。

(4) 个别风险因素 R_s

轮胎销售-批发业务的实施主体与对比公司相比在以下几个方面存在特殊因素，因此存在公司特有风险。主要包括：非上市公司治理风险、市场规模风险、客户集中风险、管理及内部控制风险的风险等特有经营风险。

经上述分析，确定特有风险超额收益率 R_s 的值为 4.00%。

(5) 折现率的计算

将上述参数代入公式，税前折现率 $WACCBT = 13.40\%$ ，上述折现率计算的所采用的参数、公式均有明确的依据。

经核查，评估师认为，计算含商誉资产组的可收回金额涉及的各项指标及依据具有合理性。

资产评估师:

代大泉



资产评估师:

韩文金



中铭国际资产评估（北京）有限责任公司

