

# 江苏中企华中天资产评估有限公司

## 《关于对盛德鑫泰新材料股份有限公司的关注函》

### 之专项核查意见

深圳证券交易所创业板公司管理部：

2023年8月16日，上市公司披露了《关于现金收购江苏锐美汽车零部件有限公司51%股权的公告》。

2023年8月18日，上市公司收到贵部下发的《关于对盛德鑫泰新材料股份有限公司的关注函》（创业板关注函〔2023〕第277号）（以下简称“《关注函》”）。

江苏中企华中天资产评估有限公司对《关注函》有关问题进行了认真分析，根据中国现行的法律、法规、规章及其他规范性文件之规定，按照中国资产评估行业公认的业务标准、道德规范和勤勉尽责精神出具专项核查意见如下：

2. 本次交易涉及的资产评估报告显示，以2023年3月31日为评估基准日，收益法下江苏锐美股东全部权益价值的评估值为53,500万元，评估增值率628.61%，资产基础法下的评估值为15,427.13万元，评估增值率210.10%。交易各方同意以收益法评估值为基础，确定江苏锐美51%股权最终交易总价为28,050万元。

（1）请补充说明两种评估方法结果差异较大及最终选用收益法评估结果的原因及合理性。

答复：本次评估收益法评估结果为53,500.00万元，资产基础法评估结果为22,769.84万元，两者相差30,730.16万元，差异率57.44%。

两种方法评估结果差异的主要原因是两种评估方法考虑的角度不同，资产基础法是从资产的再取得途径考虑的，反映的是企业现有资产的重置价值。收

益法是从企业的未来获利能力角度考虑的，反映了企业各项资产的综合获利能力。两种方法的评估对企业价值的显化范畴不同，服务、营销、团队、资质、客户等无形资产难以在资产基础法中逐一计量和量化反映。

江苏锐美主要从事新能源汽车电驱动部分铝合金轻量化一体成型水冷机壳、转轴、隔磁环、端子等精密零部件产品、底盘零部件轻量化的研发、制造及销售，产品包括低压铸造一体机壳、挤压机壳、转轴、底盘轻量化零件、电机与减速器周边配件以及非标设备精密零件等，主要为电机主轴类产品、电机外壳类产品，拥有成熟的上游供应商、下游客户及深厚的技术积累。

而江苏锐美经营中积累的人力资源、技术实力、行业经验、下游供应商入围认证等客户资源是公司持续经营的核心载体，同时受益于公司所处新能源汽车行业的快速发展，江苏锐美未来盈利能力预期有较大提升，综合导致两种评估方法结果差异较大。

鉴于本次评估目的更看重被评估单位未来的经营状况和获利能力，收益法评估已合理的考虑了企业经营战略、收益现金流、风险等因素，收益法评估值能够客观、全面的反映被评估单位的市场公允价值。因此，选用收益法评估结果的作为评估结论是合理的。

**(2) 请以表格形式列示本次收益法评估的关键参数，包括但不限于营业收入、营业成本、期间费用、折现率、营运资本与资本性支出金额等，并充分说明前述参数预测依据及测算过程，以及预测期营业收入的可实现性。**

答复：

本次评估收益法评估的关键参数如下表所示：

金额单位：万元

项 目	预测期						永续期
	2023年 4-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	
一、营业收入	35,758.50	51,211.71	54,459.83	57,529.31	60,344.46	61,339.14	61,339.14
减：营业成本	26,369.84	37,319.81	39,278.91	41,285.47	43,181.32	43,887.22	43,836.07
税金及附加	143.88	264.08	278.08	294.06	305.21	309.67	290.16
销售费用	216.31	293.09	299.57	306.48	313.60	320.87	320.81
管理费用	1,562.26	2,305.53	2,255.93	2,255.40	2,414.00	2,457.94	2,495.16
研发费用	2,097.21	2,967.05	2,916.79	2,975.34	3,045.64	3,059.41	3,040.06
财务费用	1,227.88	1,769.21	1,866.72	1,958.87	2,043.38	2,073.24	2,073.24

二、营业利润	4,141.13	6,292.93	7,563.81	8,453.69	9,041.30	9,230.79	9,283.65
三、利润总额	4,141.13	6,292.93	7,563.81	8,453.69	9,041.30	9,230.79	9,283.65
减：所得税费用	314.60	510.73	709.14	834.08	911.92	938.53	949.37
四、净利润	3,826.53	5,782.20	6,854.67	7,619.61	8,129.38	8,292.25	8,334.28
加：财务费用(税后)	1,043.70	1,503.83	1,586.71	1,665.04	1,736.87	1,762.25	1,762.25
折旧及摊销	1,778.55	2,342.04	1,716.00	1,514.07	1,388.81	1,243.86	1,210.51
减：资本性支出	1,141.73	25.36	120.24	124.14	275.33	219.49	1,475.30
追加营运资金	1,775.08	3,156.32	2,607.37	2,457.92	2,267.29	812.26	-
五、企业自由现金流量	3,731.96	6,446.40	7,429.78	8,216.65	8,712.43	10,266.61	9,831.75
折现率	10.93%	10.91%	10.89%	10.87%	10.86%	10.86%	10.86%
折现期	0.38	1.25	2.25	3.25	4.25	5.25	
折现系数	0.9618	0.8785	0.7923	0.7146	0.6446	0.5814	5.3539
现值	3,589.58	5,663.36	5,886.28	5,871.46	5,615.85	5,969.37	52,638.32
六、经营性资产价值	85,234.22						

## (二) 主要参数预测依据及测算过程

### 1. 主营业务收入的预测

#### 1.1 历史年度营业收入分析

被评估单位历史年度经审计后营业收入合并口径数据如下表所示：

金额单位：万元

项 目	单位	历史数据	
		2022 年	2023 年 1-3 月
营业收入合计	万元	37,674.62	8,797.78
核心客户转轴类	万元	8,550.23	2,469.25
核心客户电机壳类	万元	11,758.89	3,274.21
核心客户外协配件类	万元	4,924.25	938.91
核心客户小计	万元	25,233.37	6,682.37
非核心客户电机壳类	万元	9,663.19	1,760.47
非核心客户外协配件类	万元	2,338.31	243.44
非核心客户小计	万元	12,001.50	2,003.91
其他业务：材料、模具等零星收入	万元	439.75	111.50

由上表数据可见，历史年度被评估单位销售额主要为对核心客户的销售，主要产品种类为电机转轴及电机壳。

其他业务收入为材料、模具等零星收入，偶然性较强，金额占总收入比重较小，本次预测不予考虑。

#### 1.2 主营业务收入预测

本次评估分核心客户和非核心客户分别预测，对于核心客户，根据企业 1-6 月实际确认收入数及预计下半年核心客户预计采购量进行预测，企业提供了核心客户预计采购量，该采购量是企业根据在手订单以及预计核心客户总的需求量的确定产品份额比例得出的。本次评估时考虑到核心客户主要为寄售模式，需要在产品领用、验收合格后才能确认收入，收入确认会存在一定的延期性。故谨慎起见，我们对企业提供的首期收入预测数进行了适当和必要的调减。据此测算的核

心客户的首期收入预测如：

金额单位：万元

内容	1-3月实际	4-6月实际	7-12月预测	4-12月预测数
核心客户转轴类	2,469.25	2,114.67	5,585.58	7,700.24
核心客户电机壳类	3,274.21	5,854.97	11,256.91	17,111.88
核心客户外协配件类	938.91	999.61	1,340.51	2,340.12
<b>核心客户小计</b>	<b>6,682.37</b>	<b>8,969.25</b>	<b>18,183.00</b>	<b>27,152.25</b>
月均数	2,227.46	2,989.75	3,030.50	3,016.92

由上表可以看出，核心客户 2023 年 7-12 月预测数与 4-6 月实际确认收入月均数基本持平。2024 年起核心客户的收入预测主要通过现场调查、访谈及核心客户快速增长的市场、生产需求及企业年度发展规划等综合确定，具体如下：

金额单位：万元

内容	7-12月预测	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
核心客户转轴类	5,585.58	12,203.39	13,179.66	14,102.23	14,948.37	15,247.34
核心客户电机壳类	11,256.91	24,463.31	26,420.38	28,269.80	29,965.99	30,565.31
核心客户外协配件类	1,340.51	3,934.84	4,249.63	4,547.10	4,819.93	4,916.33
<b>核心客户小计</b>	<b>18,183.00</b>	<b>40,601.54</b>	<b>43,849.66</b>	<b>46,919.14</b>	<b>49,734.29</b>	<b>50,728.97</b>
月均数	3,030.50	3,383.46	3,654.14	3,909.93	4,144.52	4,227.41
月均数增长率	1.36% (较 4-6 月月均比)	11.65%	8.00%	7.00%	6.00%	2.00%

对于非核心客户，评估时主要参照上年该类客户销售收入数并保持基本稳定。根据上述分析所作的营业收入预测如下表：

金额单位：万元

项目	单位	预测数据					
		2023年4-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
营业收入合计	万元	35,758.50	51,211.71	54,459.83	57,529.31	60,344.46	61,339.14
增长率		18.27% (23年年增长率)	14.94%	6.34%	5.64%	4.89%	1.65%
核心客户转轴类	万元	7,700.24	12,203.39	13,179.66	14,102.23	14,948.37	15,247.34
核心客户电机壳类	万元	17,111.88	24,463.31	26,420.38	28,269.80	29,965.99	30,565.31
核心客户外协配件类	万元	2,340.12	3,934.84	4,249.63	4,547.10	4,819.93	4,916.33
非核心客户电机壳类	万元	6,511.39	8,271.86	8,271.86	8,271.86	8,271.86	8,271.86
非核心客户外协配件类	万元	2,094.87	2,338.31	2,338.31	2,338.31	2,338.31	2,338.31

### 1.3 预测期整体营业收入增长率的合理性

据中国汽车工业协会、前瞻产业研究院研究预测，2023 年起中国新能源汽车销量将按照 20%左右的增长率进行增长，到 2025 年中国新能源汽车销量将达到 1,444.00 万辆。

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
中国新能源汽车销量增速	157.57%	95.60%	20.37%	20.27%	20.36%	20.33%
江苏锐美收入增长率			18.27%	14.94%	6.34%	5.64%

上表数据来源于：中国汽车工业协会、前瞻产业研究院

标的公司预测期营业收入复合增长率为 8.46%，首期收入预测与 2023 年 4-6 月已实现收入月均数基本持平，2024 年起的收入增速远低于行业需求增长率，综合分析可以看出，江苏锐美营来收入预测较为谨慎，故本次评估预测营业收入具有较高的可实现性。

## 2. 主营业务成本的预测

### 2.1 历史年度主营业务成本分析

被评估单位历史年度主营业务数据如下表所示：

金额单位：万元

具体产品名	项 目	历史数据	
		2022 年	2023 年 1-3 月
	营业成本合计	27,379.89	5,883.02
核心客户转轴类	(一) 直接材料	2,749.37	830.05
	钢材	2,749.37	830.05
	(二) 直接人工	532.70	160.83
	职工薪酬	532.70	160.83
	(三) 制造费用	2,111.53	637.49
	折旧费	255.93	77.27
	摊销费	0.80	0.24
	辅助材料	-	-
	动力燃料费	145.15	43.82
	外加工费	1,223.75	369.46
	其他	485.90	146.70
	合计	5,393.60	1,628.37
核心客户电机壳类	(一) 直接材料	6,520.36	1,475.22
	铝锭	6,520.36	1,475.22
	(二) 直接人工	549.12	124.24
	职工薪酬	549.12	124.24
	(三) 制造费用	1,654.60	374.35
	折旧费	257.56	58.27
	摊销费	-	-
	辅助材料	34.64	7.84
	动力燃料费	115.69	26.18
	外加工费	609.10	137.81
	其他	637.61	144.25
	合计	8,724.08	1,973.81
非核心客户电机壳类	(一) 直接材料	5,008.61	980.32
	铝锭	5,008.61	980.32
	(二) 直接人工	1,042.01	203.95
	职工薪酬	1,042.01	203.95
	(三) 制造费用	2,255.48	441.45
	折旧费	295.68	57.87
	摊销费	-	-
	辅助材料	239.80	46.94
	动力燃料费	618.59	121.08
	外加工费	55.49	10.86
	其他	1,045.92	204.70
	合计	8,306.10	1,625.72
核心客户外协配件类	外购成本	2,879.42	329.22

非核心客户外协配件类	外购成本	1,883.80	319.00
其他业务：材料、模具等零星收入		192.89	6.90

## 2.2 主营业务成本预测

主要营业成本主要根据各成本项目变动规律区分变动成本和固定成本分别进行预测，其中：

1) 直接材料：预测时根据 2022 全年度的占收入比例，对于核心客户还考虑随着竞争加剧未来降价因素的影响，材料占收入比逐年小幅提高；

2) 直接人工：根据企业工资发放制度，职工工资主要根据预测期职工人数和历史年度平均工资，并考虑一定增长后预测；

3) 制造费用中折旧摊销依据企业折旧摊销政策进行测算，其他费用按历史年度占收入的比例及预测年的收入金额进行计算。

4) 对于外协配件类，预测时根据 2022 全年度毛利率进行预测，对于核心客户还考虑随着竞争加剧逐步小幅降低毛利率；

具体的主营业务成本预测数据如下表所示：

金额单位：万元

具体产品名	项 目	预测数据					
		2023 年 4-12 月	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
	营业成本合计	26,369.84	37,319.81	39,278.91	41,285.47	43,181.32	43,887.22
核心客户转轴类	(一) 直接材料	2,514.55	4,046.09	4,435.68	4,774.38	5,090.74	5,223.05
	钢材	2,514.55	4,046.09	4,435.68	4,774.38	5,090.74	5,223.05
	(二) 直接人工	387.85	565.14	582.10	599.56	617.55	636.07
	职工薪酬	387.85	565.14	582.10	599.56	617.55	636.07
	(三) 制造费用	2,117.68	3,243.25	3,304.17	3,459.06	3,613.14	3,636.80
	折旧费	444.82	593.33	443.87	399.35	370.22	328.84
	摊销费	2.44	2.64	1.24	0.51	0.17	0.36
	辅助材料	-	-	-	-	-	-
	动力燃料费	130.72	207.17	223.74	239.40	253.77	258.84
	外加工费	1,102.10	1,746.61	1,886.34	2,018.38	2,139.48	2,182.27
其他	437.60	693.50	748.99	801.41	849.50	866.49	
	合计	5,020.08	7,854.49	8,321.95	8,833.00	9,321.42	9,495.93
核心客户电机壳类	(一) 直接材料	9,574.18	13,809.65	15,046.53	16,156.32	17,185.63	17,590.48
	铝锭	9,574.18	13,809.65	15,046.53	16,156.32	17,185.63	17,590.48
	(二) 直接人工	441.35	582.56	600.04	618.04	636.58	655.68
	职工薪酬	441.35	582.56	600.04	618.04	636.58	655.68
	(三) 制造费用	2,368.46	3,353.85	3,473.65	3,659.81	3,839.36	3,879.36
	折旧费	335.44	447.44	334.72	301.16	279.18	247.98
	摊销费						
	辅助材料	50.41	72.07	77.83	83.28	88.28	90.04
	动力燃料费	168.36	240.68	259.94	278.13	294.82	300.72
	外加工费	886.38	1,267.18	1,368.55	1,464.35	1,552.21	1,583.26
其他	927.87	1,326.49	1,432.61	1,532.89	1,624.87	1,657.36	
	合计	12,383.99	17,746.06	19,120.22	20,434.17	21,661.57	22,125.51
非核心客户电机壳类	(一) 直接材料	3,374.97	4,287.46	4,287.46	4,287.46	4,287.46	4,287.46
	铝锭	3,374.97	4,287.46	4,287.46	4,287.46	4,287.46	4,287.46
	(二) 直接人工	869.32	1,105.47	1,138.63	1,172.79	1,207.97	1,244.21
	职工薪酬	869.32	1,105.47	1,138.63	1,172.79	1,207.97	1,244.21
	(三) 制造费用	1,653.72	2,121.99	2,010.05	1,976.71	1,954.89	1,923.90
	折旧费	333.14	444.36	332.43	299.09	277.27	246.28
	摊销费						
	辅助材料	161.59	205.27	205.27	205.27	205.27	205.27
	动力燃料费	416.83	529.52	529.52	529.52	529.52	529.52
	外加工费	37.39	47.50	47.50	47.50	47.50	47.50

	其他	704.78	895.33	895.33	895.33	895.33	895.33
	合计	5,898.01	7,514.91	7,436.14	7,436.96	7,450.32	7,455.57
核心客户外协配件类	外购成本	1,380.07	2,320.55	2,516.81	2,697.54	2,864.21	2,926.41
非核心客户外协配件类	外购成本	1,687.68	1,883.80	1,883.80	1,883.80	1,883.80	1,883.80

根据上述营业成本数据计算的综合毛利率如下：

历史数据		预测数据						
2022年	2023年1-3月	2023年4-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
27.3%	33.1%	26.3%	27.1%	27.9%	28.2%	28.4%	28.5%	28.5%

由上表可以看出，预测毛利率与2022年基本一致，预测期小幅上升主要是随着销售收入的提高，单位收入分摊的固定成本减少，规模效应得到体现所致。

### 3. 营业费用预测

#### 3.1 历史年度营业费用分析

历史年度被评估单位营业费用主要由工资、业务招待费、折旧摊销费、差旅费、售后服务费、办公费及广告费组成，具体的营业费用历史数据如下表所示：

金额单位：万元

项 目	历史数据	
	2022年	2023年1-3月
销售费用合计	280.02	69.90
职工薪酬	96.37	20.26
折旧费	1.48	0.19
摊销费	0.16	
业务招待费	108.85	42.44
办公费	9.57	1.05
差旅费	14.73	3.68
售后服务费	47.40	2.15
广告费	1.47	0.13

#### 3.2 营业费用预测

预测时，人工根据企业工资发放制度，职工工资主要根据预测期职工人数和历史年度平均工资，并考虑一定增长后计算；折旧依据企业折旧摊销政策进行测算；其他费用按历史年度金额考虑一定增长进行计算，具体预测如下：

金额单位：万元

项 目	预测数据						
	2023年4-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
销售费用合计	216.31	293.09	299.57	306.48	313.60	320.87	320.81
职工薪酬	79.00	102.24	105.30	108.46	111.72	115.07	115.07
折旧费	1.11	1.49	1.11	1.00	0.93	0.82	0.77
摊销费	-	-	-	-	-	-	-
业务招待费	68.58	113.24	115.51	117.82	120.18	122.58	122.58
办公费	8.71	9.95	10.15	10.36	10.56	10.77	10.77
差旅费	11.35	15.33	15.63	15.95	16.26	16.59	16.59
售后服务费	46.20	49.32	50.30	51.31	52.33	53.38	53.38
广告费	1.36	1.52	1.55	1.59	1.62	1.65	1.65

### 4. 管理费用预测

#### 4.1 历史年度管理费用分析

历史年度管理费用主要有职工薪酬、折旧、摊销、办公费、差旅费、中介机构费、业务招待费组成。具体的营业费用历史数据如下表所示：

金额单位：万元

项 目	历史数据	
	2022 年	2023 年 1-3 月
管理费用合计	1,838.64	450.89
职工薪酬	879.29	242.64
折旧费	97.60	13.05
摊销费	46.57	10.87
业务招待费	80.99	17.69
租赁费		
办公费	421.68	97.04
差旅费	30.59	20.89
中介机构费	281.93	48.70

#### 4.2 管理费用预测

工资及附加按人平均工资每年一定比例增长；折旧摊销依据企业折旧摊销政策进行测算；办公费、差旅费等按每年固定费用考虑一定增长考虑；中介机构费参照历史年度发生数预测，租赁费用按企业实际签定的合同进行计算，具体预测如下：

金额单位：万元

项 目	预测数据						
	2023 年 4-12 月	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	永续期
管理费用合计	1,562.26	2,305.53	2,255.93	2,255.40	2,414.00	2,457.94	2,495.16
职工薪酬	663.02	932.83	960.82	989.64	1,019.33	1,049.91	1,049.91
折旧费	75.14	100.23	74.98	67.46	62.54	55.55	52.04
摊销费	110.74	119.79	56.37	23.22	7.89	16.46	57.19
业务招待费	64.92	84.26	85.94	87.66	89.41	91.20	91.20
租赁费	71.82	315.94	315.94	315.94	453.56	453.56	453.56
办公费	333.07	438.71	447.49	456.44	465.57	474.88	474.88
差旅费	10.31	31.82	32.46	33.11	33.77	34.45	34.45
中介机构费	233.23	281.93	281.93	281.93	281.93	281.93	281.93

#### 5. 研发费用预测

##### 5.1 历史年度研发费用分析

历史年度研发费用主要有职工薪酬、折旧、摊销、物料消耗、燃料动力费、其他组成。具体的研发费用历史数据如下表所示：

金额单位：万元

项 目	历史数据	
	2022 年	2023 年 1-3 月
合计	2,025.17	819.28
职工薪酬	784.49	240.98
折旧费	275.53	81.43
摊销费	34.31	0.68
物料消耗	731.41	443.32
燃料动力费	193.93	51.83
其他	5.50	1.04



## 5.2 研发费用预测

工资及附加按人平均工资每年一定比例增长；折旧摊销依据企业折旧摊销政策进行测算；物料费用按历史年度占收入比例测算，其他费用等按每年考虑一定增长测算，具体预测如下：

金额单位：万元

项 目	预测数据						
	2023年4-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
合计	2,097.21	2,967.05	2,916.79	2,975.34	3,045.64	3,059.41	3,040.06
职工薪酬	567.04	832.27	857.23	882.95	909.44	936.72	936.72
折旧费	468.74	625.24	467.73	420.83	390.12	346.52	324.61
摊销费	6.96	7.53	3.54	1.46	0.50	1.03	3.59
物料消耗	903.91	1,294.54	1,376.65	1,454.24	1,525.40	1,550.54	1,550.54
燃料动力费	145.98	201.77	205.80	209.92	214.12	218.40	218.40
其他	4.57	5.72	5.84	5.95	6.07	6.19	6.19

## 6. 财务费用预测分析

财务费用根据评估基准日借款及利率、预测的核心客户票据贴现额及最新贴现利率进行预测。具体预测如下：

金额单位：万元

项目	预测数据						
	2023年4-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
财务费用合计	1,227.88	1,769.21	1,866.72	1,958.87	2,043.38	2,073.24	2,073.24

## 7. 折旧、摊销费用及资本性支出的预测

### (1) 折旧的预测

折旧的预测分为现存资产的折旧和未来资本性支出折旧两部分进行预测。对于现存资产的折旧预测，主要根据各个资产的原值、会计折旧年限、残值率计算求得；对于未来资本性支出形成的资产的折旧主要根据企业会计折旧政策确定的各类型资产的折旧率确定。

### (2) 摊销的预测

企业长期待摊费用主要为装修改造费用等。摊销的预测分为现存资产的折旧和未来资本性支出折旧两部分进行预测。对于现存资产的折旧预测，主要根据各个资产的原值、会计摊销年限计算求得；对于未来资本性支出形成的资产的摊销主要根据企业会计摊销政策确定。根据上述思路与方法，预测的未来年份具体摊销详见收益法预测表。

根据以上思路预测的未来年度折旧及摊销费用详见下表：

### 未来年度折旧和摊销的预测

金额单位：万元

项 目	预测数据					
	2023年4-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
折旧和摊销合计	1,778.55	2,342.04	1,716.00	1,514.07	1,388.81	1,243.86
其中：折旧	1,658.41	2,212.08	1,654.84	1,488.88	1,380.25	1,225.99

摊销	120.14	129.96	61.16	25.19	8.55	17.86
----	--------	--------	-------	-------	------	-------

### (3) 资本性支出的预测

资本性支出主要根据企业的支出计划及存量资产的经济寿命进行测算，资本性支出预测如下：

#### 未来年度资本性支出

金额单位：万元

项目	预测数据						
	2023年4-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
合计	1,141.73	25.36	120.24	124.14	275.33	219.49	1,475.30

### 8. 营运资本增加额的预测

一般而言，随着企业经营活动范围或规模的扩大，企业向客户提供的正常商业信用相应会增加，为扩大销售所需增加的存货储备也会占用更多的资金，同时为满足企业日常经营性支付所需保持的现金余额也要增加，从而需要占用更多的流动资金，但企业同时通过从供应商处获得正常的商业信用，减少资金的即时支付，相应节省了部分流动资金。

营运资金的变化是现金流的组成部分，“营运资金”是指正常经营所需“流动资产(不包括超额占用资金)”和“无息流动负债”的差额。有息流动负债是融资现金流的内容，不属于“生产经营活动”范围，应当从流动负债中扣除。

年营运资金=(流动资产-溢余资金-非经营性流动资产)-(流动负债-短期借款-非经营性流动负债-一年内到期的非流动负债)

营运资金增加=当年营运资金金额-前一年营运资金金额

评估人员通过计算评估基准日各营运资金科目占收入(或成本)比例、核心客户合同账期等计算营运资金各科目余额，据此所作的未来年度净营运资金增加预测表如下：

金额单位：万元

项目	预测数据					
	2023年4-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
营运资金	33,598.57	36,754.89	39,362.26	41,820.18	44,087.46	44,899.73
营运资金变动	1,775.08	3,156.32	2,607.37	2,457.92	2,267.28	812.27

### 9. 折现率的确定

#### 1、折现率的取定

本次评估采用企业的加权平均资本成本(WACC)作为自由现金流的折现率。企业的融资方式包括股权资本和债权资本(如股东投资、债券、银行贷款、融资租赁和留存收益等)。债权人和股东将资金投入某一特定企业，都期望其投资的机会成本得到补偿。加权平均资本成本是指将企业股东的预期回报率和付息债权人的预期回报率按照企业资本结构中所有者权益和付息债务所占的比例加权平均

计算的预期回报率。WACC的计算公式为：

$$WACC = (E/V) \times Ke + (D/V) \times (1 - t) \times Kd$$

其中：

E: 权益的市场价值

D: 债务的市场价值

$$V=E+D$$

Ke: 权益资本成本

Kd: 债务资本成本

t: 被评估单位的综合所得税税率

## 2、折现率参数的确定

### 1) Ke为权益资本成本的确定

权益资本成本采用资本资产定价模型 (CAMP) 计算确定：

$$Ke = r_{f1} + \beta \times MRP + r_e$$

其中：

(1)  $r_{f1}$ : 为目前无风险报酬率，无风险报酬率是对资金时间价值的补偿，这种补偿分两个方面，一方面是在无通货膨胀、无风险情况下的平均利润率，是转让资金使用权的报酬；另一方面是通货膨胀附加率，是对因通货膨胀造成购买力下降的补偿。由于现实中无法将这两种补偿分开，它们共同构成无风险利率。本次估值采用债券市场评估基准日中长期（距到期日10年以上）国债的平均利率2.8528%作为无风险报酬率。

(2)  $\beta$ : 根据被评估单位的业务特点，评估人员通过同花顺IFIND资讯系统查询可比上市公司基准日的 $\beta_L$ ，并通过公式换算成 $\beta_u$ 值，并取其平均值作为被评估单位的 $\beta_u$ 值，具体数据见下表：

证券代码	证券名称	选定 Beta (有财务 杠杆)	Beta (无财 务杠 杆)	D/E	带息债务 [报告期] 2022 年报 [单位] 万 元	总市值(证监会算 法) [交易日期] 20221231 [单位] 万元	所得税 税率 [年度] 2022
603211.SH	晋拓股份	0.5653	0.5210	0.0999	34,110.72	341,390.85	15.00
603319.SH	湘油泵	1.2292	1.0493	0.2017	62,868.80	311,727.65	15.00
603358.SH	华达科技	0.6043	0.5880	0.0325	25,826.66	793,784.32	15.00
603701.SH	德宏股份	1.2037	1.2007	0.0029	1,505.34	514,360.22	15.00
603926.SH	铁流股份	1.3016	1.1865	0.1141	23,728.53	207,956.47	15.00
001696.SZ	宗申动力	0.7478	0.6255	0.2299	156,376.69	680,145.99	15.00
002283.SZ	天润工业	1.4888	1.3077	0.1630	88,753.81	544,660.53	15.00
002472.SZ	双环传动	1.4677	1.3291	0.1227	265,557.37	2,164,261.11	15.00
002590.SZ	万安科技	1.2639	1.1121	0.1606	61,705.29	384,197.19	15.00
300100.SZ	双林股份	0.8754	0.6626	0.4283	126,248.93	294,775.80	25.00
300258.SZ	精锻科技	1.2490	1.0363	0.2415	135,303.14	560,299.39	15.00
300680.SZ	隆盛科技	1.4104	1.2722	0.1278	73,091.73	572,016.11	15.00
300969.SZ	恒帅股份	0.9354	0.9338	0.0020	1,066.10	528,400.00	15.00
合计/平均			0.9865	14.82%			

采用迭代的方式测算被评估单位资本结构 D/E，其中 E 即为本次评估结果，D 根据基准日非贴现借款加预测的核心客户每年票据贴现余额确定，将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式  $\beta L = (1 + (1-T) \times D/E) \times \beta U$ ，计算得出被评估单位的权益系统风险系数  $\beta L$ 。

### (3) MRP 市场风险溢价

市场风险溢价是市场投资报酬率与无风险报酬率之差。其中，评估基准日市场投资报酬率以上海证券交易所和深圳证券交易所股票交易价格指数为基础，选取1992年至2022年的年化周收益率加权平均值综合分析确定。经测算，市场投资报酬率为9.48%。无风险报酬率取评估基准日10年期国债的到期收益率2.85%。故市场风险溢价为6.63%。

$r_c$ ：为企业特定风险调整系数。

企业特定风险调整系数指的是企业相对于同行业企业的特定风险，影响因素主要有企业所处经营阶段、历史经营状况、主要产品所处发展阶段、企业经营业务产品和地区分布、公司内部管理及控制机制、管理人员的经验和资质、企业经营规模、对主要客户及供应商的依赖、财务风险等方面的风险。本次评估，在综合考虑上述各方面因素后确定个别风险报酬率为2.2%。

### 2) 债务资本成本 (Kd) 的确定

在本次评估中，根据评估基准日借款及对应利率、预测的核心客户票据贴现额及最新贴现利率计算的加权平均利率作为债务资本成本。

### 3) 折现率的确定

根据以上数据及方法测算的各年 WACC 为：

项 目	内 容	预测数据					
		2023年 4-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
折现率		10.93%	10.91%	10.89%	10.87%	10.86%	10.86%
一、权益资本成本	$K_e = R_f + MRP \times \beta L + R_c$	14.96%	15.22%	15.41%	15.59%	15.76%	15.82%
付息债务和权益比 (D/E)	D/E	60.69%	65.34%	68.77%	72.01%	74.98%	76.03%
无财务杠杆 $\beta U$	$\beta U$	0.9865	0.9865	0.9865	0.9865	0.9865	0.9865
有财务杠杆 $\beta$ 系数	$\beta L = (1 + (1-T) \times D/E) \times \beta U$	1.4955	1.5344	1.5632	1.5904	1.6153	1.6241
无风险报酬率	$R_f$	2.8528%	2.8528%	2.8528%	2.8528%	2.8528%	2.8528%
市场风险溢价	MRP	6.63%	6.63%	6.63%	6.63%	6.63%	6.63%
个别风险调整系数	$R_c$	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%
所得税率	T	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
二、付息债务资本成本	$K_d$	5.04%	5.06%	5.07%	5.08%	5.09%	5.10%
权益资本比重 E/(D+E)	$E/(D+E)$	62.23%	60.48%	59.25%	58.14%	57.15%	56.81%
付息债务资本比重 D/(D+E)	$D/(D+E)$	37.77%	39.52%	40.75%	41.86%	42.85%	43.19%
三、加权平均资本成本 (WACC)	$WACC = K_e \times E/(D+E) + K_d \times D/(D+E) \times (1-T)$	10.93%	10.91%	10.89%	10.87%	10.86%	10.86%

## 10. 永续期收益预测的确定

除折旧摊销、资本性支出及由此引起的税收差异外，永续期其他收入成本费用与 2028 年相同。

1、对于永续期折旧的测算，具体如下：

①将各类现有资产按年折旧额按剩余折旧年限折现到预测末现值；公式为： $P_1=A_1*(1-(1+i)^{-n})/i$ 。

其中： $A_1$ 为现有资产年折旧额， $i$ 为折现率； $n$ 为现有资产剩余折旧年限

②将该现值再按永续年限折为年金；公式为  $A_2=P_1*i$

③将各类资产下一周期更新支出对应的年折旧额按折旧年限折现到下一周期更新时点再折现到预测末现值；公式为  $P_2=A_3*(1-(1+i)^{-k})/i/(1+i)^n$ 。

其中： $A_3$ 为下一周期更新资产的年折旧额； $i$ 为折现率； $k$ 为折旧年限； $n$ 为预测期末至下一次资产更新的年限

④将该现值再按经济年限折为年金；公式为  $A_4=P_2*i*(1+i)^N/((1+i)^N-1)$

其中  $N$ 为资产的经济寿命年限

⑤将  $A_2$ 和  $A_4$ 相加得出永续期折旧

2、对于永续期资本性支出的预测，具体如下：

①将各类资产下一周期更新支出按尚可使用年限折现到预测末现值；公式为  $P=F/(1+i)^n$

其中： $F$ 为资产重置价值，即更新支出； $i$ 为折现率； $n$ 为预测期末至下一次资产更新的年限

②将该现值再按经济年限折为年金；公式为  $A=P*i*(1+i)^N/((1+i)^N-1)$

其中： $N$ 为资产的经济寿命年限

据此测算的永续期折旧为 1,210.51 万元，资本性支出为 1,475.30 万元。

(三)评估结果形成过程

1. 被评估单位整体价值计算过程如下表：

单位：万元

项 目	预测期						永续期
	2023年4-12月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	
一、营业收入	35,758.50	51,211.71	54,459.83	57,529.31	60,344.46	61,339.14	61,339.14
减：营业成本	26,369.84	37,319.81	39,278.91	41,285.47	43,181.32	43,887.22	43,836.07
税金及附加	143.88	264.08	278.08	294.06	305.21	309.67	290.16
销售费用	216.31	293.09	299.57	306.48	313.60	320.87	320.81
管理费用	1,562.26	2,305.53	2,255.93	2,255.40	2,414.00	2,457.94	2,495.16
研发费用	2,097.21	2,967.05	2,916.79	2,975.34	3,045.64	3,059.41	3,040.06
财务费用	1,227.88	1,769.21	1,866.72	1,958.87	2,043.38	2,073.24	2,073.24
二、营业利润	4,141.13	6,292.93	7,563.81	8,453.69	9,041.30	9,230.79	9,283.65
三、利润总额	4,141.13	6,292.93	7,563.81	8,453.69	9,041.30	9,230.79	9,283.65

减：所得税费用	314.60	510.73	709.14	834.08	911.92	938.53	949.37
<b>四、净利润</b>	<b>3,826.53</b>	<b>5,782.20</b>	<b>6,854.67</b>	<b>7,619.61</b>	<b>8,129.38</b>	<b>8,292.25</b>	<b>8,334.28</b>
加：财务费用(税后)	1,043.70	1,503.83	1,586.71	1,665.04	1,736.87	1,762.25	1,762.25
折旧及摊销	1,778.55	2,342.04	1,716.00	1,514.07	1,388.81	1,243.86	1,210.51
减：资本性支出	1,141.73	25.36	120.24	124.14	275.33	219.49	1,475.30
追加营运资金	1,775.08	3,156.32	2,607.37	2,457.92	2,267.29	812.26	-
<b>五、企业自由现金流量</b>	<b>3,731.96</b>	<b>6,446.40</b>	<b>7,429.78</b>	<b>8,216.65</b>	<b>8,712.43</b>	<b>10,266.61</b>	<b>9,831.75</b>
折现率	10.93%	10.91%	10.89%	10.87%	10.86%	10.86%	10.86%
折现期	0.38	1.25	2.25	3.25	4.25	5.25	
折现系数	0.9618	0.8785	0.7923	0.7146	0.6446	0.5814	5.3539
现值	<b>3,589.58</b>	<b>5,663.36</b>	<b>5,886.28</b>	<b>5,871.46</b>	<b>5,615.85</b>	<b>5,969.37</b>	<b>52,638.32</b>
<b>六、经营性资产价值</b>	<b>85,234.22</b>						

## 2. 被评估单位股东全部权益价值的确定

被评估单位股东全部权益价值

=营业价值-企业付息债务+非经营性及溢余资产负债评估值-少数股东权益

= 85,234.22 -31,329.65+215.78-554.35= 53,500.00 万元(取整到百万)

**(3) 结合对问题(1)(2)的回复及本次收益法评估的重要假设及合理性，说明本次收购定价的公允性和合理性。**

答复：

1、本次资产评估采用的重要假设条件如下：

### (一) 一般假设

1. 假设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. 针对评估基准日资产的实际状况，假设企业持续经营；
3. 假设和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重大变化；
4. 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；
5. 除非另有说明，假设被评估单位完全遵守所有有关的法律法规；
6. 假设评估基准日后无不可抗力及不可预见因素对被评估单位造成重大不利影响。

### (二) 特殊假设

1. 假设评估基准日后被评估单位采用的会计政策和编写本资产评估报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；
2. 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、方式与目前保持一致；

3. 本次评估假设被评估各单位房屋租赁到期后，均能无障碍续签不影响公司正常生产经营；

4. 假设被评估单位享受高企的税收优惠政策保持稳定；

5. 假设被评估单位与核心客户业务合作能持续稳定，目前合作产品供应量能同步增长。

本次评估在以上假设下进行评估，在报告出具日未发现真实情况与假设条件相反或不符情况发生，故评估假设合理。

## 2、本次收购定价的公允性及合理性

截至评估基准日，同行业上市公司的市盈率统计如下：

证券代码	证券名称	市盈率（PE，LYR） [交易日期] 20230331	市盈率（PE，MRQ） [交易日期] 20230331
603211.SH	晋拓股份	55.32	65.02
603319.SH	湘油泵	19.56	19.56
603358.SH	华达科技	24.03	26.57
603701.SH	德宏股份	107.90	258.43
603926.SH	铁流股份	12.31	23.46
001696.SZ	宗申动力	17.56	16.02
002283.SZ	天润工业	32.41	32.41
002472.SZ	双环传动	68.82	41.13
002590.SZ	万安科技	207.28	64.19
300100.SZ	双林股份	24.68	27.79
300258.SZ	精锻科技	30.76	22.80
300680.SZ	隆盛科技	50.99	55.65
300969.SZ	恒帅股份	44.75	36.02
平均市盈率		53.57	53.00
剔除两最高和最低后的平均市盈率		39.04	36.67
标的企业市盈率		18.59	14.77

本次评估，标的企业按 2022 年净利润及 2023 年 1-3 月净利润年化后的 PE 分别为 18.59、14.77，预测期前三年预测净利润分别为 4,732.05 万元、5,782.20 万元、6,854.67 万元，预测期前三年预测平均净利润为 5,789.64 万元，按预测期前三年预测平均净利润为基础计算的市盈率为 9.24，各项市盈率指标均远低于上表中同行业上市公司的市盈率。

### (4) 请评估机构核查并发表明确意见。

经核查，评估机构认为：受益于新能源汽车市场需求持续增长，及江苏锐美在经营中积累的人力资源、技术实力、行业经验、供应商入围认证等资源优势，预测期标的公司销售收入具有较高的可实现性；标的公司评估方法符合评估行业

相关准则要求，评估假设合理，关键参数取值依据充分、合理，评估结论具有合理性。参照评估结论确定的收购定价公允。



（本页无正文，为《江苏中企华中天资产评估有限公司<关于对盛德鑫泰新材料股份有限公司的关注函>之专项核查意见》之签章页）

江苏中企华中天资产评估有限公司

2023年8月25日

