

上海申威资产评估有限公司

关于深圳证券交易所问询函的回复

深圳证券交易所创业板管理部：

江西华伍制动器股份有限公司于 2018 年 9 月 4 日收到深圳证券交易所《关于对江西华伍制动器股份有限公司的问询函》（创业板问询函【2018】第 378 号）（以下简称“《问询函》”）。本次问询函涉及评估机构回复相关事项 1 项，具体回复如下：

一、本次交易作价的合理性、收益法评估的具体过程、选取的评估参数是否合理，请评估师发表意见；

回复：

1、收益法评估的具体过程

本次收益法估值的基本过程是以估值对象经审计的报表口径为基础，即首先按收益途径采用现金流折现方法(DCF)，估算企业的经营性资产的价值，再加上基准日的其他非经营性及溢余性资产的价值，来得到估值对象的企业价值，并由企业价值经扣减付息债务价值后，来得出估值对象的股东全部权益价值。

2、评估参数的选取

①收入的预测

对收益法估值中所采用的估值假设是在目前条件下，对委估对象未来经营的一个合理预测（本次预测数据来源于企业管理层，由于公司大部分产品为军品，因涉密原因和涉及军方，无法对被估值企业未来业务进行访谈，2018 年的产品销售已核查相关合同，对于 2018 年后市场需求情况本次参考被估值公司管理层的情况介绍，估值人员根据现场了解的情况，未发现收入预测的不合理性，但对于收入可实现性无法具体核实和保证，对于收益预测过程中的风险因素估值人员也已提醒委托方关注）。

②毛利率和周转率的预测

被估值公司管理层未来收入预测部分收入没有历史经营数据，针对这一情况，对于已有历史销售数据的产品毛利维持近年平均水平，对于无历史经营记录

的产品毛利率参照行业内类似上市公司近三年平均毛利水平，取相关上市公司近三年平均毛利率（36.50%）。营运资金中应收账款周转率、存货周转率、应付账款周转率参照行业内类似上市公司近三年平均周转率水平。

③折现率的计算

折现率，又称期望投资回报率，是收益法确定估值企业市场价值的重要参数。由于被估值单位不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次估值采用选取对比公司进行分析计算的方法估算被估值单位期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数 β ；第二步，根据对比公司平均资本结构、对比公司 β 以及被估值单位资本结构估算被估值单位的期望投资回报率，并以此作为折现率。

市场风险溢价 ERP 的确定

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。

我们借鉴目前国际上一种较流行的测算美国以外的资本市场的股权风险溢价的方法，该方法由美国纽约大学斯特恩商学院著名金融学教授、估值专家 Aswath Damodaran 提出，是通过在成熟股票市场（如美国）风险溢价的基础上加上国家风险溢价，得到中国市场的风险溢价。具体计算过程如下：

ERP（中国股票市场风险溢价）=成熟股票市场的风险溢价（美国市场）+ 国家风险溢价

美国股票市场是世界上成熟股票市场的最典型代表，Aswath Damodaran 采用 1928 年至今美国股票市场标准普尔 500 指数和国债收益率数据，计算得到截至目前美国股票与国债的算术平均收益差为 6.38%。

（一）国家风险溢价采用国家信用违约互利价差的方法。

对于中国市场的信用违约风险利差，Aswath Damodaran 根据彭博数据库（Bloomberg）发布的最新世界各国 10 年期 CDS（信用违约互换）利率，计算得到世界各国相对于美国的信用违约风险息差。其中，当前中国的 10 年期 CDS 高于美国的 CDS 信用违约风险利差为 0.58% 则，

中国针对美国的国家风险溢价=0.58%

ERP（中国股票市场风险溢价）=成熟股票市场的风险溢价（美国市场）+

国家风险溢价

$$= 6.38\% + 0.58\%$$

$$= 6.96\%$$

即当前中国市场的权益风险溢价 ERP 约为 6.96%。

本次采用资本资产加权平均成本模型(WACC)确定折现率。WACC 模型它是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

$$r = r_d \times (1 - t) \times w_d + r_e \times w_e$$

折现率为 13.3%

综上所述，本次选取的评估参数是合理的。

上海申威资产评估有限公司

2018 年 9 月 28 日