



关于深圳证券交易所

创业板非许可类重组问询函【2019】第 2 号

《关于对西安达刚路面机械股份有限公司的重组问询函》

有关评估问题的回复

深圳证券交易所：

贵所下发的创业板非许可类重组问询函【2019】第 2 号《关于对西安达刚路面机械股份有限公司的重组问询函》（以下简称问询函）奉悉。按照问询函的要求，西安达刚路面机械股份有限公司（以下简称达刚路机）和众德环保科技有限公司（以下简称众德环保或标的公司）管理层研究后，已对相关材料进行了补充修改，本公司承办资产评估师已经认真复核，现将问询函中涉及资产评估方面的问题核查情况汇报如下：

问询函第 4 条：预案披露，本次交易标的公司 100% 股权的预估值为 111,570 万元，预估增值率为 241.74%，标的公司 2016 年、2018 年发生过股权转让。

（1）请结合标的公司的行业地位、核心竞争力、以及同行业收购案例等情况，补充披露本次交易预估增值率较高的原因及合理性；

（2）请补充披露交易标的 2016 年、2018 年股权转让的背景、作价依据以及与本次交易预估作价差异的原因及合理性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复:

一、请结合标的公司的行业地位、核心竞争力、以及同行业收购案例等情况，补充披露本次交易预估增值率较高的原因及合理性

本次交易价格以标的公司的资产评估结果为参考依据并经交易各方协商确定。本次评估以 2018 年 10 月 31 日为评估基准日，分别采用资产基础法与收益法进行评估，并最终收益法的评估结果作为评估结论。经初步预估，标的公司 100% 股权的预评估值为 111,570.00 万元。

(一) 结合同行业并购案例情况说明本次预估值合理性

1. 本次交易定价的市盈率

根据达刚路机与曹文兵、王常芳、曹若水以及除宁波梅山保税港区锦胜升城投资合伙企业（有限合伙）之外的标的公司在册全体股东签订的《利润补偿协议》，承诺标的公司承诺期间实现的扣非后净利润承诺数总额不低于 35,000.00 万元，其中：2019 年度、2020 年度、2021 年度实现的扣非后净利润承诺数分别不低于 10,000.00 万元、12,000.00 万元、13,000.00 万元。标的公司本次交易定价的估值水平如下：

单位：万元

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	合计
标的公司 100% 股权交易作价	111,570.00			
承诺实现扣非后净利润	10,000.00	12,000.00	13,000.00	35,000.00
交易市盈率（倍）	11.16	9.30	8.58	9.56

注 1：交易市盈率=标的公司的交易价格/标的公司的净利润。

注 2：交易市盈率 9.56 倍指承诺期平均净利润的市盈率。

2. 标的公司的同行业收购案例

从业务和交易相似性的角度，选取最近几年交易标的属于相关行业的收购案例作为众德环保的可比交易案例，其交易作价情况如下：

上市公司	标的企业	主要营业范围	交易股权比例	100% 股权作价（亿元）	评估基准日
永清环保	300187 康博固废 100% 股权	危废处置企业	100%	10.75	2017 年 9 月 30 日

上市公司	标的企业	主要营业范围	交易股权比例	100%股权作价(亿元)	评估基准日	
中金环境	300145	金泰莱 100%股权	从事危险废物处置及资源回收利用的环保企业	100%	18.50	2017年5月31日
科融环境	300152	永葆环保 70%股权	危险废物无害化处置、综合利用以及水污染治理领域	70%	5.50	2017年5月31日
润邦股份	002483	中油优艺 21.16%股权	危险废物、医疗废物处置业务	21.16%	10.80	2016年12月31日
金圆股份	000546	新金叶 58%股权	主要业务为含金属危险废物无害化处置以及再生金属资源化回收与销售业务	58%	10.69	2016年3月31日
东方园林	002310	申能环保 60%股权	包括含金属固体危险废物处置业务及再生金属资源化利用业务	60%	24.40	2015年5月31日
海陆重工	002255	格锐环境 100%股权	包括固废和废水处理的设计、施工、运营全过程，格锐环境作为专业的环境综合治理企业	100%	6.25	2015年3月31日

上述标的企业未来三年承诺利润及对应的市盈率情况如下：

序号	标的企业	交易当年承诺净利润(万元)	相对交易当年承诺净利润的市盈率	承诺期平均净利润(万元)	承诺期平均净利润的市盈率
1	康博固废	10,612.96	10.13	11,109.87	9.68
2	金泰莱	13,500.00	13.70	18,500.00	10.00
3	永葆环保	4,500.00	12.22	5,000.00	11.00
4	中油优艺	6,000.00	18.00	9,000.00	12.00
5	新金叶		[注]	10,776.67	9.92
6	申能环保	20,700.00	11.79	20,833.33	11.71
7	格锐环境	5,600.00	11.16	5,533.33	11.30
平均值			12.83		10.80
	众德环保	10,000.00	11.16	11,666.67	9.56

注 1：上述数据来源于公司公告。

注 2：金圆股份并购新金叶项目中，其承诺利润为三年累计净利润不低于 3.233 亿元人民币，故无当年承诺净利润的市盈率。

上述同行业并购案例中，被收购标的企业的业务均为与众德环保相同或相似危废处置企业，故将以上并购标的企业作为可比公司。本次交易中，标的公司作价对

应当年承诺净利润的市盈率 11.16 倍，低于金泰莱、永葆环保、中油优艺和申能环保，高于康博固废，低于并购标的企业平均值 12.83 倍，属于中等偏下水平；标的资产作价对应承诺期平均净利润的市盈率 9.56 倍，低于并购标的企业平均值 10.80 倍，本次估值合理。

综上，本次交易估值是交易双方基于标的公司所处行业发展前景、业务成长性、盈利预测增长率等多项因素综合考虑、公平谈判的结果，本次交易市盈率低于同行业可比交易案例的对应当年承诺净利润的市盈率和承诺期平均净利润的市盈率水平，估值水平具有合理性。

（二）请结合标的公司的行业地位、核心竞争力情况，说明本次交易预估增值率较高的原因及合理性

1. 标的公司的行业地位

随着工业生产和经济的快速发展，我国每年产生数以亿吨的工业固废，冶金、火力发电等行业排放量更是不容忽视。相关数据显示，2005 年到 2014 年，我国工业固废产生量呈现增长态势，“十二五”以来，我国工业固体废物年产生量超过 30 亿吨，2015 年产生量达 32.71 亿吨，未来仍有望保持 8% 左右的增长速度。庞大的固废体量，加之我国综合利用水平较低，浪费资源的同时也污染环境。因而，《中国制造 2025》要求：到 2020 年，工业固体废物综合利用率达到 73%，主要再生资源回收利用量达到 3.5 亿吨。在工业去产能、环保监管趋严的背景下，工业环保市场被逐步打开，工业固废将掀起一轮治理热潮。

众德环保是一家在郴州市内具有较强竞争优势，在湖南省范围内具有较强影响力的以废料废渣为原材料从事有色金属综合回收的环境治理企业。其主营业务为从含有色金属的废料、废渣等物料中综合回收铋、铅、银、金等多种金属，属于资源综合利用行业，其主要产品包括铋锭、铅锭、银锭、金锭等多种有色金属及金属化合物。众德环保作为集生产、研发、销售为一体的有色金属综合利用企业，形成了对含有有色金属的废料、废渣等废弃资源及其他物料回收再利用的成熟生产工艺、具有稳定的原料来源和产品市场，在国家及地区相关政策的扶持下，保持了持续的盈利态势和增长趋势，具有较强的竞争能力。

众德环保 2018 年 1-10 月、2017 年度和 2016 年度的营业收入分别为 88,433.37 万元、70,509.53 万元和 57,852.85 万元，同比增长率分别为 50.50%（年化）和 21.88%，营业收入呈现持续稳定增长趋势；同期众德环保的净利润分别为 5,025.16

万元、4,737.22 万元和 2,568.73 万元,同比增长率分别为 27.29%(年化)和 84.42%,净利润增长迅速。报告期内,众德环保营收和经营业绩均呈现较快增长趋势。

众德环保在其主营业务中均荣获各种奖项和荣誉称号,主要包括:公司生产的“众德牌”环保科技材料系列产品在 2018 年分别获得“中国高新技术产品”、“国家科技创新低碳节能产品”、“中国名优产品”、“中国 315 诚信品牌”、“质量放心国家标准合格产品”、“中国著名品牌”;标的公司在 2017 年分别被评为“2016 年度湖南省有色金属工业规模效益 50 强”、“2016 郴州市民营企业 30 强”。

2. 标的公司的核心竞争力情况

(1) 业内领先的技术与工艺

众德环保通过其自主研发的富氧侧吹熔池熔炼技术、高铋复杂合金电解技术、真空蒸馏银铋分离技术、污酸和含砷烟尘的砷回收技术等核心技术形成了全套整厂生产工艺。凭借相关技术与工艺,众德环保成为国内多金属废物综合利用企业中的综合回收金属元素最多、富集率、回收率较高的企业之一。众德环保具有业内领先的技术与工艺,与同行业相比,主要体现在:

①综合回收能力强。同行业大部分企业循环综合处理功能不强,导致回收金属品种少,金属回收率低,部分有价值金属以废渣的形式外排。众德环保具备较强的金属综合回收能力,能够综合回收的金属包括铋、铅、银、金等,基本做到有价值金属全面回收。

②原材料适用范围广。同行业企业受所采用工艺的限制,一般以金属品位较高的物料作为原料,而众德环保的综合回收系统可适应多种原料,且可处理成分复杂的多金属物料,工艺可随原料品位进行调整,原料来源更加广泛。

此外,众德环保的相关技术及整厂工艺经过多年应用,成熟度较高。

(2) 全产业链的回收生产能力

众德环保长期坚持以技术创新为基础,在综合回收利用有色金属废料、废渣的同时,不断满足下游客户的产品质量和性能要求,为客户提供高品质的金属。众德环保通过引进吸收和自主创新研发,建设了“含铋废渣综合利用与整合升级”项目,形成了较为完整的从有色金属危险废物处置治理到稀贵金属综合回收的全产业链设施设备配套的环保设施和电气基础设施。

众德环保通过独创的熔炼设施及工艺将原料到粗铅的处置成本大幅降低;通过独创的脱砷工艺可以在行业内选择低品位的含砷原材料;众德环保拥有业内完整的

全套工艺设施设备，通过垂直整合工艺流程，各个生产环节均由内部各个车间完成无需外包加工，从渣料融炼到各种稀贵有色金属分离成基础金属或稀贵金属尽收价值链的附加值。众德环保通过降低生产成本、拓宽原材料的来源、垂直整合工艺流程，使得公司生产保障系数更大、利润率更高。

近年来，众德环保的主营业务收入逐步增长，在资金许可的情况下，众德环保的核心团队有能力在湖南省以外的地区新建厂房，将相关生产工艺、生产模式快速复制到全国，扩大企业生产规模。

(3) 丰富的行业经验

由于原材料工业废物来自不同的行业，其性质（包括金属含量、能耗比、含水量、含有害杂质情况等）均不同，相适应的处理方式（包括配方、加料时点等）也各不相同。相关事项均需要从业企业及其员工具备丰富的行业经验和研发能力。

众德环保自 2012 年建厂以来，始终专注于含金属固废处置的回收与销售业务，在行业内积累了深厚的资源和丰富的经验，并培养了一支具有较高专业素养的研发人才队伍。

在技术研发方面，众德环保的所有先进工艺及技术均是在生产经营过程中逐步研发、改进所形成的，从专门的技术人员、到最基层的一线员工，均投身于其技术研发工作，因而相关的工艺及技术具有较高的可应用性、适用性。

在销售与采购方面，众德环保十分重视全国范围内的调研工作，充分掌握全国有色金属废料废渣等物料的最新分布情况、具备经营资质及实际处置能力的企业的分布情况、最新有色金属回收加工费波动情况等，确保企业始终了解市场供需平衡状况、及时调整经营策略、保持长期竞争力。

(4) 区位优势

众德环保生产中投入的原材料主要是富含多种金属元素有色金属废料废渣。众德环保地处有“中国有色金属之乡”之称的湖南省郴州市。郴州拥有储量居全国首位的钨、钽、铋和钼，储量居全国前五位的锡、锌和铅，已探明的矿产资源中以铅、锌、银、铋储量尤为丰富。围绕这些矿山形成了从采选到冶炼的一大批有色金属产业链企业，这些企业产生大量的尾矿以及冶炼废渣，为众德环保原材料的采购提供了极为便利的条件。

众德环保地处中国银都——湖南省郴州市所辖的永兴县，拥有 300 多年金银冶炼历史，银产量占据了全国总产量的四分之一，继“中国银都”之后，永兴县继续

打造“中国铋都”、“中国碲都”和“中国铂族金属之都”。2009年3月，科技部把永兴县列为了“国家稀贵金属再生利用产业化基地”。永兴县有3个专业化产业园区，年处置有色金属废料废渣120万吨、回收有色金属20万吨。目前，永兴县有约5万人在全国乃至全球各地从事有色金属废料的回收、加工、销售；有充足的技术产业工人队伍、成熟的工艺技术沉淀、稳定的原材料供应渠道和产品销售网络。

3. 本次交易预估增值率较高的原因及合理性

(1) 众德环保的账面资产不能全面反映其真实价值

众德环保是一家从事有色金属资源综合回收与循环利用的高新技术企业，主要专注于有色金属废料的回收并资源化利用业务，主要产品包括电解铅、黄金、银锭、铋锭、铋白等，①虽然众德环保近2年业绩增长较快，但业务经营形成的净资产规模相对有限；②众德环保为非上市公司，相比上市公司而言未经公开渠道募集资金充实净资产，从而净资产相对较低。而企业的主要价值除了固定资产、营运资金等有形资源之外，还应包含企业的经营资质、客户关系、历史业绩以及在行业内积累的良好形象和口碑，以及企业的管理团队、项目团队以及研发团队等重要的无形资源的贡献，而企业的部分无形资源无法通过量化体现在公司的资产负债表中。

另一方面，收益法预估是以资产的预期收益为价值标准，反映的是资产的整体获利能力的大小，同时也考虑了公司行业竞争力、公司的管理水平、人力资源、经营资质、营销渠道、客户群等要素，其产生的协同作用在企业账面价值无法体现，但是对股东全部权益价值具有重要影响。因此，众德环保的预估增值率相对较高。

(2) 未来广阔的市场前景

A. 环保监管法规不断完善

随着我国对环保行业越来越重视，我国相关的环保法律法规不断完善和落实，我国危废治理行业作为环保行业的重要组成部分，相关法律法规逐步和国际接轨，具体内容也越来越详细和严格，同时可执行度有了巨大的提升，有力地促进了我国危废处理行业的发展。

B. 国家政策和投资的扶持

危废领域随着近年来相关政策的连续出台，市场逐步打开。《关于加快发展节能环保产业的意见》、《最高人民法院、最高人民检察院关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》以及《再生资源回收体系建设中长期规划(2015-2020)》等政策法规强有力推动了危废处置行业的发展。2013年颁布的《产业结构调整指导

目录（2011 年本）》（2013 修正）》，明确了国家鼓励类产业包括：“三废”综合利用及治理工程”、“再生资源回收利用产业化”、“危险废弃物（放射性废物、核设施退役工程、医疗废物、含重金属废弃物）安全处置技术设备开发制造及处置中心建设”等。这些产业政策的支持都会推动我国危废处置产业的进一步发展。

C. 国内有色金属综合回收利用原材料广泛且供给充足

标的公司所处行业所需原材料主要来自于有色金属尾矿及冶炼废渣等。我国有色金属工业经过多年发展，十种常用有色产量和用量已连续十多年位居世界第一。但我国有色金属矿产资源已探明的储量远远不能满足国民经济发展的需求，保障程度差，且具有“四少四多”的特点。即：大矿少，中小矿多；富矿少，贫矿多；单一矿少，复杂共生矿多；露天矿少，难采地下矿多。因而，开采技术难度大，成本高，安全隐患严重。资源开发利用各工序均有较大的金属损失，即金属回收率比国际先进水平低 10~20 个百分点。金属资源采选综合回收率不足 60%，共伴生组分综合回收率不足 35%。（资料来源：有色金属工业“十二五”科技发展规划）

中国国土资源经济研究院发布《中国矿产资源节约与综合利用报告（2015）》。报告指出，我国尾矿资源规模利用亟待提速。报告显示，我国尾矿累积堆存数量巨大，综合利用大有可为。近 5 年来，我国尾矿年排放量高达 15 亿吨以上。最新统计数据显示：我国尾矿和废石累积堆存量已接近 600 亿吨，其中尾矿堆存 146 亿吨，83%为铁矿、铜矿、金矿开采形成的尾矿，综合利用潜力巨大。

由此可见，我国在金属矿产资源开发利用产生的尾矿及金属冶炼过程中产生的废渣数量巨大。随着我国矿产资源开采力度的不断加大，尾矿及矿渣排出量将不断提高，为包括有色金属资源在内的矿产资源综合回收利用行业提供了充足的原材料。

D. 国内有色金属综合回收利用行业处于快速发展期，综合回收率提升空间较大

我国矿产资源丰富，矿业开发历史悠久，但贫矿多、单一矿少、共伴生矿多、矿石组成复杂、难选冶矿多，加之多数矿山选矿设备陈旧、老化现象普遍、管理水平落后，导致选矿回收率低、资源浪费严重。

根据湖南省经济和信息化委员会、湖南省科学技术厅、湖南省环境保护厅和湖南省有色金属管理局 2018 年 1 月 18 日联合发布的《关于推进有色金属资源综合回收与循环利用产业发展的意见》，提出的发展目标为：到“十三五”末，全省有色金属固体废弃物、危险废弃物资源化和无害化处置率达到 100%；有色金属二次资源回收率在“十二五”末基础上提高 10%；有色金属资源综合回收与循环利用产业主营业

务收入占有色金属全行业 20%以上。

因此，行业内企业需要进一步提升矿产资源的综合利用工艺和技术水平，提高在尾矿及冶炼渣中对铜、锌、锡、铅等有色金属的综合回收率。

(3) 众德环保具有高净资产收益率的经营特点

众德环保具有与同行业相比，固定资产较少的特征，因此公司现有的净资产并不能完全体现其企业价值。同时，众德环保良好的盈利能力致使其具有高净资产收益率的经营特点，2017 年、2018 年 1-10 月众德环保的净资产收益率分别达到 18.74%、20.00%，其单位净资产具有相对较高的盈利能力。从对企业进行价值评估的角度，一个企业的资产收益能力，通常与该企业的真实价值较其账面价值的溢价水平呈正相关关系。盈利能力越高的企业，其企业价值也就越高，从而可能与其账面净资产的价值存在较大差异。因此，由于众德环保具有较高的净资产收益率，其应较具有相同净资产规模、但资产盈利能力较低的企业拥有更高的估值。因此在采用收益法预估的前提下，众德环保的股东全部权益预估值与账面值相比增值较高。

综上所述，众德环保股东权益价值预估结果客观反映了众德环保股权的市场价值，其预估增值是合理的。

经核查，评估师认为：由于标的公司所处资源综合利用行业，行业发展前景广阔，同时基于标的公司在行业竞争力、公司管理水平、人力资源、经营资质、营销渠道、客户群等方面的综合优势，未来业务有望保持持续增长；且本次交易市盈率均低于同行业可比交易案例的对应当年承诺净利润的市盈率和承诺期平均净利润的市盈率水平，估值水平具有合理性，因此本次预估增值率较高具有合理性。

二、请补充披露交易标的 2016 年、2018 年股权转让的背景、作价依据以及与本次交易预估作价差异的原因及合理性

(一) 交易标的 2016 年、2018 年股权转让的背景、作价依据

1. 标的公司 2016 年股权转让情况

(1) 股权转让情况

2016 年 7 月 26 日，众德投资与永兴众成、永兴乐创、杨平、陈黄豪、长沙星泉、永兴太圆分别签署《股权转让协议书》，将其所持 47.20%的股权分别转让给永

兴众成、永兴乐创、杨平、陈黄豪、长沙星泉、永兴太圆，该次转让价格为每 1 元人民币注册资本对价 1.1468 元人民币，转让情况详见下表：

单位：万元

序号	转让方			受让方			
	转让方名称	转让金额	转让的出资比例	受让方名称	支付金额	出资金额	转让后持有出资比例
2	众德投资	10,289.60	47.20%	永兴众成	4,903.00	4,275.42	19.61%
3				永兴乐创	3,247.00	2,831.38	12.99%
4				杨平	2,250.00	1,962.00	9.00%
5				长沙星泉	500.00	436.00	2.00%
6				陈黄豪	500.00	436.00	2.00%
7				永兴太圆	400.00	348.80	1.60%
合计					11,736.00	10,289.60	47.20%

(2) 转让背景和定价依据

背景情况：标的公司含铍等废料综合利用与整合升级项目于 2016 年 6 月基本完成，公司开始试生产，因废弃资源综合利用行业需要大额资金采购含有色金属的废料废渣等原材料，资金需求量较大。众德投资通过转让部分股权获得资金，并将该部分资金借给标的公司用于支持其生产经营，同时为了提升公司员工工作的积极性和员工稳定性，众德投资将其持有 47.20% 的股权受让，该次转让的对象主要为公司员工和实际控制人的亲戚及朋友。

定价依据：该次转让以标的公司当时的账面净资产为参考依据，经交易各方协商，该次转让价格为每 1 元人民币注册资本对价 1.1468 元人民币，标的公司 47.20% 股权对应的转让交易对价为 1.18 亿元。

2. 标的公司 2018 年股权转让情况

(1) 股权转让情况

2018 年 5 月 21 日，众德投资、永兴众成、永兴乐创、杨平、陈黄豪、长沙星泉、永兴太圆分别与锦胜升城签署《股权转让协议》，约定各自持有的部分股权转让给锦胜升城，该次转让价格为每 1 元人民币注册资本对价 4.8165 元人民币的价格，转让情况详见下表：

单位：万元

转让方情况				受让方情况			
1	转让方名称	转让出资额	转让的出资比例	受让方名称	该次转让交易对价(万元)	出资额	转让后持有出资比例
2	众德投资	5,870.74	26.93%	锦胜升城	28,276.50	5,870.74	26.93%
3	永兴众成	2,180.00	10.00%		10,500.00	2,180.00	10.00%
4	永兴乐创	1,443.16	6.62%		6,951.00	1,443.16	6.62%
5	杨平	1,111.80	5.10%		5,355.00	1,111.80	5.10%
6	陈黄豪	329.18	1.51%		1,585.50	329.18	1.51%
7	长沙星泉)	222.36	1.02%		1,071.00	222.36	1.02%
8	永兴太圆	178.76	0.82%		861.00	178.76	0.82%
	合计	11,336.00	52.00%		54,600.00	11,336.00	52.00%

(2) 转让背景和定价依据

背景情况：2018年3月达刚路机拟直接收购标的公司52%的股权并于2018年3月30日对相关事项进行了公告（公告编号：2018-31），在尽职调查过程中，发现众德环保公司“含铍废渣综合利用与整合升级”项目因尚未取得湖南省环保厅出具的竣工环境保护验收函，暂时无法由达刚路机直接收购。鉴于上述情况，达刚路机与并购基金锦胜升城进行了协商，锦胜升城经考察，认为众德环保取得湖南省环保厅的竣工环境保护验收函不存在障碍并看好众德环保的发展前景，决定先行收购众德环保52%股权，在整改完成后，再启动上市公司收购。

定价依据：该次转让价格以同行业并购案例类似企业或交易的估值为参考，在综合考虑标的公司盈利能力、发展前景等因素，经交易各方协商一致，确定该次转让价格为每1元人民币注册资本对价4.8165元人民币的价格，标的公司52%股权对应的转让交易对价为5.46亿元。

（二）本次交易预估作价与2016年、2018年股权转让作价差异较大的原因及合理性

（1）本次交易预估作价情况

2019年1月29日，达刚路机与锦胜升城、众德环保等各方签署了《支付现金购买资产协议》。根据该协议，达刚路机作为本次交易的直接买方，通过现金方式向锦胜升城购买其持有的众德环保52%股权，以2018年10月31日作为评估基准日，标的公司100%股权的预估值为111,570.00万元。交易双方参照预估值结果协商确

定交易价格，经交易各方协商，交易标的资产的交易价格暂定为 58,000.00 万元。本次转让价格为每 1 元人民币注册资本对价 5.1164 元人民币的价格。

(2) 本次交易预估作价与 2016 年、2018 年股权转让作价差异较大主要原因

A. 本次交易预估作价与 2016 年股权转让作价差异较大主要原因

a. 公司 2016 年开始试生产，未形成规模收入，账面净资产较低

标的公司含铍等废料综合利用与整合升级项目于 2016 年 6 月基本完成建设，并开始试生产公司，未形成规模生产，账面净资产较低。

截至 2016 年 6 月 30 日，公司未经审计的账面净资产为 21,882.33 万元，对应每股净资产为 1.0038 元/股。2016 年股权转让作价参考公司账面净资产，经交易双方协商确定，该次转让标的公司 100%股权作价 25,000.00 万元，对应该次转让价格为每 1 元人民币注册资本对价 1.1468 元人民币

b. 2016 年转让的对象主要为公司员工和实际控制人的亲戚及朋友

2016 年股权转让对象为公司员工和实际控制人的亲戚及朋友。其目的为提升员工的工作积极性和稳定性，与标的公司共同发展，提升标的公司价值。

c. 2016 年至本次股权转让期间，标的公司实现较大金额收入和净利润

标的公司 2018 年 1-10 月、2017 年度和 2016 年度的营业收入分别为 88,433.37 万元、70,509.53 万元和 57,852.85 万元，营业收入呈现持续稳定增长趋势；同期标的公司的净利润分别为 5,025.16 万元、4,737.22 万元和 2,568.73 万元，净利润增长迅速。其营收和经营业绩均呈现较快增长趋势，本次交易预估作价与 2016 年股权转让作价差异具有合理性。

B. 本次交易预估作价与 2018 年股权转让作价差异较大主要原因

2018 年股权转让时，标的公司 100%股权作价 10.50 亿，其中 52%的股权交易作价为 5.46 亿元；本次交易标的公司 100%股权预估作价 11.15 亿，其中 52%的股权交易作价暂定 5.80 亿元，股权转让价格增长 6.23%，本次预估值增加主要是基于对标的公司业绩的增长预期以及两次股权转让期间标的公司实现了较大金额的净利润，标的公司对应的账面价值及采用未来收益法的预估值均得到了提升，反映在本次重组的交易价格中，价格增长具有合理性。

综述：综上所述，本次交易预估作价与前两次股权转让作价差异具有合理性。

经核查，评估师认为：

(1) 2016 年公司开始试生产，未形成规模收入，账面净资产较低；同时转让对象主要为公司员工和实际控制人的亲戚及朋友，为提升员工的工作积极性和稳定性，与标的公司共同发展，提升标的公司价值。本次交易预估作价与 2016 年的股权转让作价差异具有合理性。

(2) 本次交易预估作价较 2018 年的股权转让价格增长 6.23%，预估作价增加主要是基于对标的公司业绩的增长预期以及两次股权转让期间标的公司实现了较大金额的净利润，标的公司对应的账面价值及采用未来收益法的预估值均得到了提升，反映在本次重组的交易价格中，价格增长具有合理性。

坤元资产评估有限公司

2019 年 2 月 22 日