
银信资产评估有限公司

关于

《关于对浙江铁流离合器股份有限公司
支付现金购买资产暨关联交易等事项的问询函》

[上证公函【2019】1162号]

之

回复

上海证券交易所：

根据贵所于 2019 年 8 月 15 日下发的《关于对浙江铁流离合器股份有限公司支付现金购买资产暨关联交易等事项的问询函》（上证公函【2019】1162 号）有关问题和要求，银信资产评估有限公司组织项目组成员对贵所的问询问题进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本回复，现将具体情况汇报如下：

问题：

问询函第 1 条第（1）款：

（1）补充披露本次交易收益法评估作价的依据、评估重大参数和假设等，详细分析本次评估增值率较高的原因、交易作价的公允性；

回复：

本次浙江铁流离合器股份有限公司（以下简称“上市公司”）收购湖北三环离合器有限公司（以下简称“湖北三环”或“被评估单位”）最终选取收益法评估结果作为交易定价，收益法是指将预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估方法。它是根据资产未来预期收益，按适当的折现率将其换算成现值，并以此收益现值作为委托评估资产的评估价值。结合湖北三环的实际情况，本次采用企业自由现金流折现法确定企业自由现金流价值，并分析考虑企业溢余资产、非营运性资产的价值，修正确定公司的整体价值，并扣除公司的付息债务确定公司的股东全部权益机制。

在采用收益法评估的过程中，根据湖北三环的基本情况及未来发展规划设定了本次评估中的关键假设，经核查分析湖北三环的财务效益状况、资产营运状况和盈利能力确定了评估作价依据和评估重大参数的选取。

一、收益法评估过程

1、评估模型选取

结合湖北三环的实际情况，本次采用企业自由现金流折现法确定企业自由现金流价值，并分析考虑企业溢余资产、非营运性资产的价值，修正确定公司的整体价值，并扣除付息债务确定湖北三环的股东全部权益机制。基本计算式为：

股东全部权益价值 = 企业整体价值 - 付息债务价值

企业整体价值 = 企业自由现金流评估值 + 非经营性资产（负债）的价值 + 溢余资产价值

计算公式为：

$$E = B - D = P + \sum C_i - D = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n}{r(1+r)^n} + \sum C_i - D$$

式中：

E ：股东全部权益价值；

B ：企业整体价值；

D ：付息债务价值；

P ：企业自由现金流评估价值；

R_i ：未来第 i 年的预期收益（自由现金流量）；

R_n ：永续期的预期收益（自由现金流量）；

r ：折现率；

n ：明确的预测期；

$\sum C_i$ ：基准日存在的溢余资产或非经营性资产（负债）价值

2、收益期与预测期的确定

本次评估假设被评估单位的存续期间为永续期。采用分段法对资产组的收益进行预测，即将资产组未来收益分为明确的预测期间的收益和明确的预测期之后的收益，其中对于明确的预测期的确定综合考虑了行业产品的周期性和企业自身发展的周期性，根据企业的相关介绍及评估人员的市场调查和预测，市场需求变动趋势还将持续，预计 5 年后企业经营状况趋于稳定，故取 2023 年作为预测期分割点。

3、收益额—现金流的确定

本次评估预期收益采用企业自由现金流，根据被评估单位的经营历史、目前经营状况、未来发展规划、市场状况、宏观经济及行业发展概况等，预测被评估单位未来经营期内的各项经营收入和成本费用，确定各期企业自由现金流量。企业自由现金流计算公式如下：

企业自由现金流=净利润+利息支出×(1-所得税税率)+折旧及摊销-资本性支出-营运资金增加额

4、折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是将资产的未来预期收益折算成现值的比率，是基于贴现现金流法确定评估价值的重要参数。本次评估选取与被评估单位类似的上市公司，按照加权平均资本成本（WACC）计算确定折现率。

加权平均资本成本指的是将企业股东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的所有者权益和付息负债所占的比例加权平均计算的预期回报率，计算公式为：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-T) \times \frac{D}{E+D}$$

式中：WACC——加权平均资本成本

K_e ——权益资本成本

K_d ——债务资本成本

T ——所得税税率

D/E ——资本结构

债务资本成本采用现时的平均利率水平，权数采用企业同行业上市公司平均债务构成计算取得。

权益资本成本按国际通常使用的CAPM模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + \beta \times ERP + R_s = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

其中： K_e ——权益资本成本

R_f ——无风险报酬率

R_m ——市场收益率

β ——系统风险系数

ERP——市场风险溢价

R_s ——公司特有风险超额收益

5、非经营性资产（负债）和溢余资产的价值

非经营性资产（负债）是指与企业生产经营无关的，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产（负债）。

经分析，被评估单位的部分其他应收款系往来款，递延所得税资产为计提坏

账准备、跌价准备、未弥补亏损和减值准备所形成，现有房屋土地预计获取的收储补偿款，上述均与被评估单位主营业务不相关，确认为非经营性资产；被评估单位的部分预收款项系收储补偿款，部分其他应付款系关联方往来，其他非流动负债系政府补助款，因房屋土地收储预计发生搬迁费和停工损失，上述均与被评估单位主营业务不相关，确认为非经营性负债。

溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产。根据近几年被评估单位货币现金占营业收入的比例和行业的平均比例分析和现金保有量测算，被评估单位账面无多余现金，被评估单位无溢余资产。

6、付息债务价值

付息债务即为企业的债务资本，具体为评估基准日被评估企业需要付息的债务。根据核实后各项付息负债的账面值确认评估值。

7、企业股东全部权益价值的确定

根据上述测算数据，套用收益法计算公式，计算确定企业股东全部权益价值评估值。

本次湖北三环的收益法评估中，股东全部权益价值的计算过程如下：

单位：万元

项目	2019年7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
一、营业收入	15,659.81	34,314.63	34,994.36	35,633.49	36,253.43	36,253.43
其中：主营业务收入	15,304.74	33,536.58	34,200.90	34,825.54	35,431.42	35,431.42
其他业务收入	355.07	778.05	793.46	807.95	822.01	822.01
减：营业成本	10,806.93	23,850.81	24,585.60	25,157.51	25,696.39	25,696.39
其中：主营业务成本	10,547.10	23,281.47	24,004.97	24,566.28	25,094.87	25,094.87
其他业务成本	259.83	569.34	580.63	591.23	601.52	601.52
税金及附加	140.37	226.47	231.85	228.58	225.39	220.57
销售费用	1,667.60	3,662.12	3,736.46	3,647.62	3,709.88	3,709.88
管理费用	1,221.82	2,758.33	3,032.75	3,082.08	3,127.35	3,127.35
财务费用	274.97	548.31	494.04	376.72	311.59	311.59
二、营业利润	1,548.12	3,268.59	2,913.66	3,140.98	3,182.83	3,187.65

加：营业外收入	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-
三、利润总额	1,548.12	3,268.59	2,913.66	3,140.98	3,182.83	3,187.65
减：所得税	0.00	112.13	326.82	358.90	363.23	363.95
四、净利润	1,548.12	3,156.46	2,586.84	2,782.08	2,819.60	2,823.70
加：财务费用-利息支出	231.12	460.36	414.12	314.29	258.83	258.83
加：折旧及摊销	883.12	1,613.06	1,639.16	1,609.33	1,609.33	1,609.33
减：资本性支出-更新	100.00	200.00	500.00	900.00	1,300.00	1,609.33
减：资本性支出-新增	108.63	535.55	-	-	-	-
减：营运资金增加	-801.11	342.04	214.41	169.95	178.37	
五、企业自由现金流量	3,254.84	4,152.29	3,925.71	3,635.75	3,209.39	3,082.53
折现率	12.02%	12.02%	12.02%	12.02%	12.02%	12.02%
折现期	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	-
折现系数	0.9720	0.8927	0.7969	0.7114	0.6351	5.2837
折现额	3,163.70	3,706.75	3,128.40	2,586.47	2,038.28	16,287.16
六、企业自由现金流评估值	30,910.76					
加：非经营性资产	1,298.60					
七：企业整体价值	32,209.36					
减：付息债务	13,316.12					
八、股东全部权益价值 (取整)	18,900.00					

二、收益法评估中重大参数的选取及评估作价的主要依据

(一) 营业收入及成本的确定依据

1、主营业务收入的预测

①历史主营业务情况

湖北三环是专业生产汽车离合器的高新技术企业，主营业务为汽车离合器的研发、生产和销售，主要产品包括双质量飞轮、新能源\混合动力离合器、小刚度大扭角从动盘总成、重型车拉式膜片弹簧离合器、自调整离合器等。自成立以来，湖北三环主营业务未发生重大变化，最近一年一期，湖北三环主营业务收入分别为 32,165.95 万元和 17,554.59 万元。

②主营业务收入预测

对于湖北三环未来项目收入的预测，以 2019 年上半年为基础考虑汽车行业的年降现象逐年小幅下降，2019 年销售量以被评估单位市场部根据各客户的年度生产计划测算；2020 年至永续期的销售量以被评估单位逐渐加强商用车市场，削减乘用车市场的结构变化为依据，结合被评估单位历史增长率情况、当前经营状况和市场未来发展趋势进行预测。对于新产品的收入测算根据与新客户签订的新订单及后续对新产品的市场发展规划综合考虑。

湖北三环离合器面向市场定位为中高端，产品涵盖了微型车、轿车、轻型车、中型车、重型车和客车系列，是云内动力、一汽解放、东风商用车、玉柴发动机、神龙汽车、长安福特、东风乘用车、东风小康、江淮汽车、青岛汽车等 30 余家客户的离合器产品独家或主要配套厂商。根据湖北三环向主机配套厂商销售的离合器数量占我国商用车产量情况，2018 年和 2019 年上半年，湖北三环在商用车离合器的市场份额约为 10%、12.5%。被评估单位未来来自商用车领域的收入将有一定的提高。

在新产品开发方面，湖北三环近年来主要以双质量飞轮和飞轮减震器为主，主要适用于乘用车连接变速箱和加速器，可较为有效地隔离发动机曲轴的扭振，有利于改善汽车的使用性能，目前在国内市场上已率先进入批量化生产阶段。截止 2019 年 6 月，被评估单位已与依维科、长丰猎豹、海马汽车等客户达成新订单，并有意向成为双质量飞轮的长期合作伙伴；已与重庆渝安就新产品飞轮减震器达成订单意向，预计 2019 年可实现 6,000 套的订单量。

结合湖北三环历史收入增长率、当前的经营状况，对未来年度主营业务收入预测增长率在 1.7%至 2.2%之间，具体情况如下：

单位：万元

年度/项目	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年
预测主营业务收入	15,304.74	33,536.58	34,200.90	34,825.54	35,431.42
预测收入增长率（年化）	2.16%	2.06%	1.98%	1.83%	1.74%

2、主营业务成本及毛利率的预测

湖北三环 2018 年和 2019 年 1-6 月主营业务毛利率分别为 28.92%和 32.48%，

2019 年上半年毛利率上升的主要原因系被评估单位进行了供应链整合等降本措施，原材料采购成本下降，同时产品结构发生了一定的变化。

对未来经营期离合器业务的成本预测参照历史期料工费水平考虑。2020 年至永续期的成本预测结合考虑未来年度各类成本略有上升和市场竞争逐渐加剧的影响，呈逐年小幅下降趋势并趋于稳定。

根据上述分析，湖北三环主营业务收入、成本及毛利率预测如下：

单位：万元

项 目		2019 年 7-12 月	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
主营业务	收入	15,304.74	33,536.58	34,200.90	34,825.54	35,431.42
	成本	10,547.10	23,281.47	24,004.97	24,566.28	25,094.87
	毛利率	31.09%	30.58%	29.81%	29.46%	29.17%

3、其他业务收入及成本的预测

湖北三环最近一年一期的其他业务收入金额分别为 795.58 万元、427.78 万元，其他业务收入占营业收入比重较小，其他业务收入及成本的预测根据历史期的营业收入占比并参考历史期的毛利率平均水平确认。

（二）税金及附加的确定依据

湖北三环评估基准日税金及附加主要为房产税、土地使用税、印花税、城建税、教育费附加和地方教育附加。其中，房产税、土地使用税、车船使用税及印花税按公司 2018 年实际缴纳水平预测。

湖北三环于 2019 年 6 月 11 日与黄石市土地储备中心签订《国有土地使用权收回（收购）合同》。根据协议约定，湖北三环现阶段生产经营场地所在的土地、厂房等将被收购。湖北三环预计将于 2019 年 12 月底完成过户手续，过户后无需再缴纳房产税和土地使用税，故对 2020 年后的房产税和土地使用税预测为零。根据被评估单位适用的税率政策，对不同的税金按其相应的方法进行预测。具体如下：

单位：万元

项目/年度	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
城建税、教育费附加、地方教育费附加	100.66	213.43	218.55	215.04	211.62	206.80
印花税	5.89	12.90	13.16	13.40	13.63	13.63
房产税	7.62	-	-	-	-	-
土地使用税	26.13	-	-	-	-	-
车船使用税	0.07	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
税金及附加合计数	140.37	226.47	231.85	228.58	225.39	220.57

（三）期间费用的确定依据

湖北三环销售费用主要为质量索赔、运输费、职工薪酬、仓储服务费等。随着公司规模扩大、营业收入的增长，相应的费用按一定的趋势分析预测。质量索赔、运输费、职工薪酬、仓储服务费等与收入相关的费用，按 2019 年上半年收入占比预测；折旧费用按照企业会计政策测算；业务经费、通讯费等其他费用按一定的发展趋势分析预测。

湖北三环管理费用主要包括职工薪酬、折旧摊销、研发费用等。根据对被评估单位相关人员的沟通了解，未来年度职工薪酬按每年一定的增长比例预测确定；研发费用按照历史期收入占比预测；折旧摊销费用按照企业会计政策测算；办公费、通讯费等其他费用按一定的发展趋势分析预测。考虑到被评估单位现有房屋土地已被政府收储，预计 2020 年 7 月将会搬迁至新厂区，经与相关负责人访谈得知，新厂区预计租赁使用面积约为 48,000.00 平方米，含税月租金为 8 元/平方米，故本次按照被评估单位提供的未来厂区租赁协议测算 2020 年至永续期将发生的土地厂房租赁费。

湖北三环财务费用包括利息收入、利息支出、汇兑损益和手续费等。本次评估仅对利息支出和手续费进行预测。对于利息支出，本次评估结合被评估单位未来经营期的借款需求及相关借款利率进行预测。对于手续费，经评估人员分析及与企业相关人员沟通了解，被评估单位的手续费等与营业收入存在一定的比例关系，根据历史期手续费占营业收入的比例预测确定。

湖北三环期间费用的预测如下表所示：

单位：万元

项目	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年
销售费用	1,667.60	3,662.12	3,736.46	3,647.62	3,709.88
管理费用	1,221.82	2,758.33	3,032.75	3,082.08	3,127.35
财务费用	274.97	548.31	494.04	376.72	311.59

（四）所得税及净利润的确定依据

湖北三环为高新技术企业，适用所得税税率为15%，同时考虑研发费用加计扣除的影响，湖北三环的所得税及净利润预测如下：

单位：万元

项目	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
利润总额	1,548.12	3,268.59	2,913.66	3,140.98	3,182.83	3,187.65
所得税	0.00	112.13	326.82	358.90	363.23	363.95
净利润	1,548.12	3,156.46	2,586.84	2,782.08	2,819.60	2,823.70

（五）调整事项的确定

在对本次净利润的评估预测中，考虑了利息支出。由于本次评估采用企业自由现金流进行预测，故对上述利息支出的预测考虑所得税影响后进行调整。

单位：万元

项目	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
财务费用-利息支出	231.12	460.36	414.12	314.29	258.83	258.83

（六）折旧摊销的确定依据

折旧和摊销包括固定资产折旧、无形资产摊销。

固定资产的折旧是由两部分组成的，即对基准日现有的固定资产（存量资产）按企业计提折旧的方法（直线法）计提的折旧、对基准日后新增的固定资产（增量资产），按完工或购入年份的中期作为转固定资产日期开始计提的折旧。

年折旧额=固定资产原值×年折旧率

摊销主要系无形资产摊销。

预测以后各期固定资产折旧及摊销如下表：

单位：万元

项目	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
折旧及摊销	883.12	1,613.06	1,639.16	1,609.33	1,609.33	1,609.33

（七）追加资本的确定依据

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下，为保持持续经营所需增加的营运资金和超过一年的长期资本性投入。如经营规模扩大所需的资本性投资（购置固定资产或其他非流动资产），以及所需的新增营运资金及持续经营所必须的资产更新等。

通过企业相关人员预测并结合评估人员分析，被评估单位现有研发和生产能力可以满足现有生产经营的需要，暂无扩大产能的计划，但由于收储事项部分不可搬迁设备需重新购置安装，故在本次评估中，未来经营期内的追加资本主要为持续经营所需的基准日现有资产的更新、部分基础设施的新增和营运资金增加额。即本报告所定义的追加资本为：

追加资本=资本性支出+营运资金增加额

其中：资本性支出=更新资产支出+新增资产支出

1、资本性支出

本次评估根据被评估单位提供的更新计划计算更新资产支出。更新资产的资本性支出为更新办公及生产设备，根据评估基准日企业的资产情况业务发展情况，考虑预测期是否需进行更新或增添考虑。

被评估单位固定资产主要为生产设备，通过与企业沟通了解，现阶段生产设备可以满足公司经营所需，期后暂无新增计划。但由于收储事项，部分不可搬迁的基础设备需重新购置安装，综上所述，根据被评估单位经营计划及未来发展规划，资本性支出预测见下表：

单位：万元

名称	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
资本性支出-更新	100.00	200.00	500.00	900.00	1,300.00	1,609.33
资本性支出-新增	108.63	535.55				

2、营运资金增加额估算

营运资金追加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、产品材料购置、代客户垫付购货款（应收票据、应收账款）等所需的基本资金以及应付的款项等。本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

A、现金营运资金的估算

一般情况下，企业要维持正常运营，通常需要一定数量的现金保有量。根据被评估单位历年生产经营中的付现情况及预测期内付现情况，据被评估单位相关负责人访谈了解，被评估单位与客户的结算方式和公司资金周转需求。本次评估按 1 个月付现成本费用作为被评估单位的日常现金保有量，则各年日常现金保有量如下表：

单位：万元

项目	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年
主要费用项目	14,111.69	31,158.17	32,407.52	32,851.41	33,433.83
其中：营业成本	10,806.93	23,850.81	24,585.60	25,157.51	25,696.39
税金及附加	140.37	226.47	231.85	228.58	225.39
销售费用	1,667.60	3,662.12	3,736.46	3,647.62	3,709.88
管理费用	1,221.82	2,758.33	3,032.75	3,082.08	3,127.35
财务费用	274.97	548.31	494.04	376.72	311.59
所得税	0.00	112.13	326.82	358.90	363.23
减：无需现金支付的费用	883.12	1,613.06	1,639.16	1,609.33	1,609.33
其中：折旧及摊销	883.12	1,613.06	1,639.16	1,609.33	1,609.33
合计	13,228.57	29,545.11	30,768.36	31,242.08	31,824.50
每月付现支出	2,204.76	2,462.09	2,564.03	2,603.51	2,652.04
安全资金的月数	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
安全运营现金	2,204.76	2,462.09	2,564.03	2,603.51	2,652.04

B、非现金营运资金的预测

非现金营运资金主要考虑应收项目（应收票据、应收账款、预收款项、经营性其他应收款）、存货和应付项目（应付票据、应付账款、预付款项、经营性其他应付款）。

根据历史期应收项目、应付项目和存货周转率，预测期内的营运资金如下：

单位：万元

项目	基准日 余额	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
主营业务收入	17,554.59	32,859.33	33,536.58	34,200.90	34,825.54	35,431.42	35,431.42
主营业务成本	11,852.83	22,399.93	23,281.47	24,004.97	24,566.28	25,094.87	25,094.87
货币资金	640.16	2,204.76	2,462.09	2,564.03	2,603.51	2,652.04	2,652.04
应收项目	13,801.46	13,002.44	13,270.42	13,533.30	13,780.47	14,020.21	14,020.21
存货	6,723.91	6,451.18	6,705.06	6,913.43	7,075.09	7,227.32	7,227.32
应付项目	9,814.17	11,108.13	11,545.28	11,904.06	12,182.42	12,444.55	12,444.55
营运资金	11,351.36	10,550.25	10,892.29	11,106.70	11,276.65	11,455.02	11,455.02
营运资金变动		-801.11	342.04	214.41	169.95	178.37	-

根据上述分析，未来各年资本性支出和营运资金的增加预测数见下表：

单位：万元

名称	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
资本性支出-更新	100.00	200.00	500.00	900.00	1,300.00	1,609.33
资本性支出-新增	108.63	535.55				
营运资金增加	-801.11	342.04	214.41	169.95	178.37	

（八）企业自由现金流的确定

企业自由现金流=净利润+现金流调整事项+折旧及摊销-资本性支出-营运资金增加额

因本次评估的预测期为持续经营假设前提下的无限年期，因此还需对明确的预测期后的永续年份的企业自由现金流进行预测。评估假设预测期后年份企业自由现金流将保持稳定，故预测期后年份的企业收入、成本、管理费用、固定资产折旧保持稳定且与永续期金额相等，考虑到进入永续期公司将经营稳定，营运资金变动金额为零。

根据上述预测，得出预测期企业自由现金流见下表：

单位：万元

项目/年度	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
三、净利润	1,548.12	3,156.46	2,586.84	2,782.08	2,819.60	2,823.70
加：财务费用-利息支出	231.12	460.36	414.12	314.29	258.83	258.83

项目/年度	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
加：折旧与摊销	883.12	1,613.06	1,639.16	1,609.33	1,609.33	1,609.33
减：资本性支出-更新	100.00	200.00	500.00	900.00	1,300.00	1,609.33
减：资本性支出-新增	108.63	535.55				
减：营业资金增加	-801.11	342.04	214.41	169.95	178.37	
四、企业自由现金流量	3,254.84	4,152.29	3,925.71	3,635.75	3,209.39	3,082.53

（九）折现率的确定依据

折现率，又称期望投资回报率，是将资产的未来预期收益折算成现值的比率，是基于贴现现金流法确定评估价值的重要参数。本次评估选取与湖北三环业务类似的上市公司，按照加权平均资本成本（WACC）计算确定折现率。

加权平均资本成本指的是将企业股东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的所有者权益和付息负债所占的比例加权平均计算的预期回报率，计算公式为：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-T) \times \frac{D}{E+D}$$

式中：WACC——加权平均资本成本

Ke——权益资本成本

Kd——债务资本成本

T——所得税率

D/E——资本结构

债务资本成本采用现时的平均利率水平，权数采用企业同行业上市公司平均债务构成计算取得。

权益资本成本按国际通常使用的CAPM模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + \beta \times ERP + R_s = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

其中：Ke——权益资本成本

Rf——无风险报酬率

Rm——市场收益率

β——系统风险系数

ERP——市场风险溢价

R_s ——公司特有风险超额收益率

1、选取可比公司

湖北三环业务定位在汽车零部件领域，主营业务为离合器的研发、生产和销售。选取与湖北三环主营业务相同或相似的上市公司作为湖北三环的可比公司，主要为长春一东、福达股份、万里扬、南方轴承、精锻科技。

2、股权资本成本的确定

(1) 无风险报酬率 R_f 的确定

取证券交易所上市交易的长期国债（截止评估基准日剩余期限超过 10 年）到期收益率平均值确定无风险报酬率。

无风险报酬率 R_f 为 4.08%。

(2) 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，市场风险溢价是利用 CAPM 估计权益成本时必需的一个重要参数，在估值项目中起着重要的作用。参考国内外针对市场风险溢价的理论研究及实践成果，结合相关研究成果，本次评估市场风险溢价取 6.99%。

(3) 系统风险系数 β

该系数是衡量被评估单位相对于资本市场整体回报的风险溢价程度，也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于被评估单位目前为非上市公司，且样本上市公司每家企业的资本结构也不尽相同，一般情况下难以直接引用该系数指标值。故本次通过选定与被评估单位处于相似行业的上市公司作为样本，于同花顺系统查询获取其 2017 年至 2018 年，以周为计算周期，剔除财务杠杆调整后的 Beta，选取 Beta 的平均值，再按选取的可比上市平均公司资本结构，重新安装杠杆 Beta，具体计算见下表：

剔除财务杠杆因素后的 β 系数表

股票代码	股票名称	资本结构 (D/E)	所得税率	Beta (不剔除财务杠杆)	Beta (剔除财务杠杆)
平均值		6.43%		0.7694	0.7324
600148.SH	长春一东	0.45%	15.00%	0.7129	0.7102
603166.SH	福达股份	1.97%	15.00%	0.7842	0.7713
002434.SZ	万里扬	20.92%	15.00%	0.7595	0.6448
002553.SZ	南方轴承		15.00%	0.8100	0.8100
300258.SZ	精锻科技	8.82%	15.00%	0.7803	0.7259

通过公式 $\beta_l = \beta_u \times [1 + (1-t)D/E]$ ，计算被评估单位带财务杠杆系数的 β 系数。

其中： β_u ：剔除财务杠杆的 β 系数

β_l ：具有财务杠杆的 β 系数

t：所得税率

D/E：财务杠杆系数，D 为付息债务市值，E 为股权市值

本次评估 D/E 采用可比公司评估基准日的付息债务市值和股权市值之比的平均值，则 D/E=6.43%。

目标公司 $\beta = 0.7324 \times [1 + (1-15\%) \times 6.43\%] = 0.7724$

(4) 公司特有风险超额收益率 R_s

采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合 (Portfolio) 的组合收益，一般认为对于单个公司的投资风险要高于一个投资组合的风险，因此，在考虑单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的特有风险所产生的超额收益。公司的特有风险目前国际上比较多的是考虑公司的规模对投资风险大小的影响，公司资产规模小、投资风险就会相对增加，反之，公司资产规模大，投资风险就会相对减小，企业资产规模与投资风险这种关系已被投资者广泛接受。

本次评估超额收益率的估算公式如下：

$$R_s = 3.139\% - 0.2485\% \times NB$$

其中：

Rs: 被评估单位规模超额收益率;

NB: 为被评估单位净资产账面值 (NB≤10 亿, 当超过 10 亿时按 10 亿计算)。

按照评估基准日被评估单位的净资产规模估算 Rs 如下:

$$Rs = 3.139\% - 0.2485\% \times NB = 3.139\% - 0.2485\% \times 0.2258 = 3.08\%$$

(5) Ke 的确定

根据上述无风险利率 Rf、市场风险溢价 ERP、系统风险系数 β、公司特有风险超额收益率 Rs 等参数, 套用 CAPM 模型计算, 得出权益资本成本 Ke 为 12.56%。

3、债务资本成本的确定 Kd

债务资本报酬率采用现时的平均利率水平作为债务的资本报酬率, 即一年期短期贷款利率 4.35%, 税后债务资本成本 Kd 为 3.70%。

4、加权平均资本成本 WACC 的确定

根据湖北三环的资本结构、权益资本成本 Ke、债务资本成本 Kd 等参数, 套用公式计算得加权平均资本成本 WACC 为 12.02%。

从 2017 年以来完成的可比案例来看, 本次交易折现率为 12.02%, 高于可比案例折现率平均水平 11.60%, 本次评估折现率的取值更为谨慎, 可比案例情况如下:

序号	股票名称	并购标的	评估基准日	并购完成时间	标的公司主营业务和主要产品	标的 100% 股权估值 (万元)	折现率
1	天津鹏翎	新欧科技	2018.06.30	2019.04.03	汽车密封条产品	120,144.15	11.40%
2	四通新材	立中股份	2018.05.31	2018.12.31	铝合金车轮	255,103.51	10.14%
3	盈峰环境	中联环境	2018.04.30	2018.11.27	环卫清洁装备 (清扫车、清洗车等)、垃圾收转运装备 (垃圾车、垃圾站等)、环卫运营服务	1,525,000.00	11.43%
4	五洲新春	新龙实业	2017.12.31	2018.10.31	汽车空调管路和家用空调管路	59,800.00	11.52%
5	隆盛科技	微研精密	2017.10.31	2018.08.06	节能减排模块、安全模块、座椅门锁模块以及电控电机模块	30,000.00	12.88%

6	华锋股份	理工华创	2017.07.31	2018.09.07	整车控制器、功率集成控制器、电驱动与传动系统及高压配附件	82,736.00	11.26%
7	北特科技	光裕股份	2017.07.31	2018.02.07	汽车空调压缩机	47,300.00	11.59%
8	模塑科技	道达饰件	2017.06.30	2017.12.25	乘用车内外装饰件	125,000.00	10.70%
9	双林股份	双林投资	2017.04.30	2018.06.28	乘用车 6AT 自动变速器	230,000.00	13.94%
10	银亿股份	东方亿圣	2016.12.31	2017.10.23	汽车变速器	798,058.63	12.62%
11	三花智控	三花汽零	2016.12.31	2017.08.02	汽车空调和热管理系统控制部件	215,000.00	11.83%
12	三丰智能	上海鑫燕	2016.09.30	2017.11.16	白车身智能焊装生产线	260,000.00	11.13%
13	得润电子	柳州双飞	2016.09.30	2017.07.27	汽车线束产品	100,000.00	12.40%
14	西仪股份	苏垦银河	2016.05.31	2017.01.06	汽车发动机连杆、其他工业产品以及机床关键零部件	34,919.76	10.80%
15	广东鸿图	四维尔	2016.03.31	2017.03.27	汽车内、外饰件系列产品及其他塑料件产品	164,470.25	10.32%
平均数							11.60%
中位数							11.43%
湖北三环							12.02%

数据来源：Wind

(十) 非经营性资产（负债）、溢余资产的确定依据

非经营性资产（负债）是指与企业生产经营无关的，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产（负债）。

经分析，被评估单位的部分其他应收款系往来款，递延所得税资产为计提坏账准备、跌价准备、未弥补亏损和减值准备所形成，现有房屋土地预计获取的收储补偿款，上述均与公司主营业务不相关，确认为非经营性资产；被评估单位的部分预收款项系收储补偿款，部分其他应付款系关联方往来，其他非流动负债系政府补助款，因房屋土地收储预计发生搬迁费，上述均与被评估单位主营业务不相关，确认为非经营性负债。对于约定未来年度收取的收储补偿款和预计发生搬迁费，其评估值按折现至评估基准日的金额确定。具体情况如下：

项目内容	账面值（万元）	评估值（万元）
其他应收款	65.77	65.77

加：递延所得税资产	879.99	688.09
减：预收款项-收储补偿款	3,134.33	3,134.33
减：其他应付款	35.70	35.70
减：其他非流动负债	3.87	0.58
加：房屋土地收储补偿款	1,165.15	4,552.48
减：搬迁费	-	837.13
合计	-1,062.99	1,298.60

溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产。根据近几年被评估单位货币现金占营业收入的比例和行业的平均比例分析和现金保有量测算，被评估单位账面无多余现金，被评估单位无溢余资产

三、收益法评估结果

根据上述各项评估参数，套用收益法评估计算公式，计算得出湖北三环的股东全部权益价值评估值。具体数据和计算过程如下：

(1) 企业整体价值

企业整体价值=企业自由现金流评估值+非经营性资产价值+溢余资产价值=30,910.76+1,298.60=32,209.36 万元

(2) 付息债务价值

截至评估基准日，公司付息债务合计为 13,316.12 万

(3) 股东全部权益价值

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值= 32,209.36-13,316.12=18,900.00 万元（取整）

四、收益法评估中采用的评估假设

(一) 基础性假设

1、交易假设：假设评估对象处于交易过程中，评估师根据评估对象的交易条件等模拟市场进行估价，评估结果是对评估对象最可能达成交易价格的估计。

2、公开市场假设：假设评估对象及其所涉及资产是在公开市场上进行交易的，在该市场上，买者与卖者的地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和

时间，买卖双方的交易行为都是在自愿的、理智的、非强制条件下进行的。

3、企业持续经营假设：它是将企业整体资产作为评估对象而作出的评估假定。即企业作为经营主体，在所处的外部环境下，按照经营目标，持续经营下去。企业经营者负责并有能力担当责任；企业合法经营，并能够获取适当利润，以维持持续经营能力。

（二）宏观经济环境假设

- 1、国家现行的经济政策方针无重大变化；
- 2、在预测年份内银行信贷利率、汇率、税率无重大变化；
- 3、被评估单位所占地区的社会经济环境无重大变化；
- 4、被评估单位所属行业的发展态势稳定，与被评估单位生产经营有关的现行法律、法规、经济政策保持稳定；

（三）收益预测假设

预测假设为本评估项目采用收益法评估的前提条件和限制条件，包括收益法遵循的评估假设和盈利预测基础。

- 1、假设评估对象能按照规划的经营目的、经营方式持续经营下去，其收益可以预测；
- 2、假设被评估单位生产经营所耗费的物资的供应及价格无重大变化；被评估单位的产品价格无不可预见的重大变化；
- 3、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；
- 4、假设被评估单位在未来经营期内的资产规模、构成，主营业务，收入与成本的构成以及经营策略和成本控制等能按照被评估单位预测的状态持续，而不发生较大变化。不考虑未来可能由于管理层、经营策略以及商业环境等变化导致的资产规模、构成以及主营业务等状况的变化所带来的损益；
- 5、假设评估对象所涉及企业按评估基准日现有的管理水平继续经营，不考虑该企业将来的所有者管理水平优劣对企业未来收益的影响；
- 6、假设被评估单位在未来的经营期限内的财务结构、资本规模未发生重大

变化：

7、假设收益期被评估单位制定的目标和措施能按预定的时间和进度如期实现，并取得预期效益；应收款项能正常收回，应付款项需正常支付；

8、假设无其他不可预测和不可抗力因素对被评估单位经营造成重大影响；

9、假设收益期被评估单位收入和成本均在一年内均匀发生，不考虑通货膨胀的影响；

10、假设预测期被评估单位可持续申请享受高新技术企业税收优惠政策，未来经营期企业所得税税率保持 15%不变；

11、假设被评估单位未来运营所需的租赁厂房能如期于 2019 年 12 月建成，并能在建成后正常租赁；

12、假设被评估单位的厂房搬迁工作和生产设备的安装调试工作能如期在 2020 年 6 月至 7 月完成，被评估单位能如期恢复正常生产经营；

13、假设被评估单位未来搬迁停工对经营造成的影响数额等同于《国有土地使用权收回（收购）合同》中约定的相关补偿款金额。

五、本次评估增值及交易作价的公允性分析

在评估基准日 2019 年 06 月 30 日，采用收益法评估后湖北三环股东全部权益价值为 18,900.00 万元，评估增值 16,642.07 万元，增值率 735.05%。本次评估增值的原因如下：

（一）湖北三环目前整体经营情况良好，未来经营趋势良好

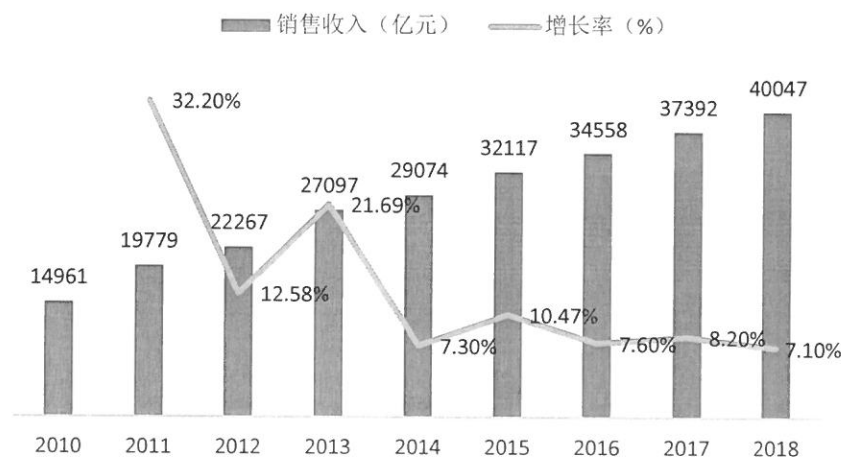
1、行业现状及发展趋势

根据中国汽车工业协会信息发布会发布的信息显示，2019 年 1-6 月，汽车产销分别完成 1,213.2 万辆和 1,232.3 万辆，产销量比上年同期分别下降 13.7%和 12.4%，产量降幅比 1-5 月扩大 0.7 个百分点，销量降幅收窄 0.6 个百分点。从 6 月产销数据完成情况看，虽然行业整体降幅有所收窄，但是行业产销整体下降依然面临较大压力。

根据中汽协数据及预测，2017 年汽车零部件制造行业销售收入达 37,392 亿元，同比增长 8.20%；2018 年，汽车零部件销售收入超过 4 万亿。虽然汽车产销量出现下滑，但随着深度国产替代以及电动化和智能化发展的加速，在细分行业

具有领导地位的零部件公司有望受益。

2010-2018 年中国汽车零部件制造行业销售收入及增长（单位：亿元，%）



2、离合器市场整体需求量保持平稳

根据中国汽车工业协会离合器委员会的统计，我国离合器制造行业发展稳定，在国民生产总值中所占比重维持在 0.02% 左右。2018 年，乘用车和商用车产量分别为 2,352.9 万辆和 428 万辆，按手动档比例占比分别为 40% 以及 90% 进行测算，汽车离合器在新车销售的需求量约为 1,300 万套。根据公安部的统计数据显示，2018 年全国汽车保有量达 2.4 亿辆，其中小型载客汽车保有量达 2.01 亿辆，载货汽车保有量达 2,570 万辆，由于目前的汽车保有量中，手动挡汽车仍占主流，根据商用车和乘用车中将分别每两年和八年更换一套离合器进行预计，汽车离合器的在售后市场的需求量达到约 3,000 万套，随着汽车保有量的增长，离合器在销售市场的整体需求量仍将保持平稳。

3、湖北三环产品结构转型，有利于未来销售收入的增长

湖北三环产品主要面向中高端市场，产品具有较大的竞争力，公司目前在乘用车市场客户包括神龙汽车、长安福特、东风乘用车、江淮汽车等，目前是合资乘用车品牌福特福克斯和神龙标致手动挡车型离合器 100% 独家供应商。2018 年，面对乘用车整体销售下滑的形势，公司积极转变产品结构，大力发展商用车市场，2018 年和 2019 年上半年，湖北三环在商用车新车离合器的市场份额约为 10%、

12.5%。随着湖北三环产品结构转型和产品市场占有率的提升，将有利于湖北三环未来销售收入的增长。

4、湖北三环整合效果明显，内部管理水平提升，有利于改善公司整体效益

德萨集团收购湖北三环后，对湖北三环进行了管理、客户、供应链和人员等方面的支持和整合，湖北三环在市场开拓、供应商管理和内部管控等方面得到了全面的提升。2018年和2019年1-6月，公司商用车离合器毛利率从29.23%上升至32.83%，乘用车离合器毛利率从25.13%上升至28.61%。湖北三环通过人员、业务、供应链等方面的整合，并通过提升内部管理水平，实现了稳健运营，有利于改善整体经营效益。

（二）湖北三环在行业内具有较强的竞争实力

湖北三环自成立以来，始终专注于离合器的研发、生产和销售，并实现双质量飞轮、飞轮减震器等多项技术突破，具有产品、服务、研发等方面的竞争优势，在行业内具有较高的竞争实力。本次评估收益法在评估过程中不仅考虑了被评估单位申报的可辨认资产，同时也考虑了湖北三环的研发能力、运营经验、管理能力、不可辨识的无形资产等对获利能力的影响，上述因素对湖北三环的竞争力和盈利能力都起到决定性作用。湖北三环的竞争优势分析如下：

1、产品优势

湖北三环是专业生产汽车离合器的高新技术企业，主营业务为汽车离合器的研发、生产和销售。现阶段湖北三环以离合器为主和双质量飞轮为主导产品，积极拓宽产品系列，产品应用领域涵盖微型车、轿车、轻型车、中型车、重型车和客车系列等，实现了各类车型的全面配套。

湖北三环自成立以来不断引进各类先进生产设备，如意大利进口自动化装配线、先进热处理设备、自动检测设备等以提高自身生产能力，湖北三环是神龙汽车、长安福特、东风乘用车、东风商用车、东风小康、江淮汽车、青岛汽车、玉柴发动机、云内动力等30余家客户的离合器产品独家或主要配套厂商。在维修市场领域，湖北三环拥有覆盖全国的销售网络，拥有行业内领先的离合器生产、检测生产线。

2、服务优势

湖北三环拥有高效的产品服务团队，通过与客户共同开发的模式提高产品的协同开发效率以及服务响应能力。湖北三环目前已多次获评东风商用车、江淮汽车、北汽福田、无锡柴油机等客户的“优秀供应商”或“质量贡献奖”等奖项。

3、研发优势

湖北三环成立至今对产品研发完善极为重视，研发部门不断根据市场需求对产品进行完善，强化新产品的开发效率以便快速满足客户需求。

湖北三环设立之初引进海外膜片弹簧离合器制造技术及关键设备，后期通过自主研发取得膜片式离合器技术升级，并实现双质量飞轮、飞轮减震器等多项技术突破。湖北三环目前建立了技术中心，并被认定为“省级技术中心”，拥有有效专利超过 65 项，研发专业人员约 50 人，检测试验中心已通过 CNAS 认证，掌握了离合器及相关汽车零部件的仿真设计、精密加工、热处理等方面核心技术，多次主持或参与了汽车离合器行业标准的制定，是东风公司、神龙公司、玉柴公司、福特指定的离合器试验基地。

（三）本次交易作价的公允性分析

湖北三环目前整体经营情况良好，2018 年和 2019 年上半年营业收入分别为 32,961.53 万元和 17,982.37 万元，净利润分别实现 2,086.13 万元和 1,179.05 万元，湖北三环具有明显的产品、服务、研发技术竞争优势，具有较强的竞争实力，通过产品结构调整、业务整合和内部管理水平提升，在一定程度上保证了未来经营业绩。本次评估增值充分考虑了湖北三环未来的发展前景和盈利能力，通过对预期现金流量的折现来反映企业的现实价值，湖北三环评估作价具有公允性。

2019 年 9 月 10 日，经与湖北三环股东德萨集团以及慈海合伙的充分沟通和协商，同时为维护上市公司投资者利益，上市公司召开第四届董事会第八次会议，审议并同意对本次收购交易价格进行调整，具体为：本次收购交易价格在本次评估价值基础上进行一定的折让，本次收购湖北三环的交易价格确定为 15,000.00 万元。

从最近三年 A 股上市公司公告的标的公司为汽车零部件行业的相关可比交

易案例来看，选取的标准为评估基准日在 2016 年以后、含业绩承诺条件、剔除撤回或被否的案例，经分析统计得出，可比交易案例动态 PE 平均数为 14.95 倍，中位数为 13.53 倍。本次收购价格调整后，湖北三环的动态易动态市盈率为 5.45 倍，低于可比交易的平均水平。具体案例请参见本题回复“（2）结合近年来行业内其他公司可比交易定价情况，充分说明估值定价是否审慎合理及高溢价收购湖北三环的必要性及合理性”。

六、结论

结合湖北三环的目前及未来的经营情况、评估过程及关键参数情况、市场可比案例情况，经综合分析，评估师认为本次湖北三环在评估基准日的股东全部权益价值的评估增值具有合理性，本次交易具有公允性。

问题：

问询函第 1 条第（2）款：

（2）结合近年来行业内其他公司可比交易定价情况，充分说明估值定价是否审慎合理及高溢价收购湖北三环的必要性及合理性；

回复：

一、行业内可比交易定价情况

上市公司选取了最近三年国内 A 股上市公司公告的标的公司为汽车零部件行业的相关可比交易案例，选取的标准为评估基准日在 2016 年以后、含业绩承诺条件、剔除撤回或被否的案例，具体统计情况如下：

单位：万元，倍

序号	股票名称	并购标的	评估基准日	标的公司主营业务和主要产品	标的 100% 股权估值	静态市盈率	动态市盈率
1	天津鹏翎	新欧科技	2018.06.30	汽车密封条产品	120,144.15	18.37	15.02
2	四通新材	立中股份	2018.05.31	铝合金车轮	255,103.51	8.03	9.79
3	盈峰环境	中联环境	2018.04.30	环卫清洁装备（清扫车、清洗车等）、垃圾收转运装备（垃圾车、垃圾站等）、环卫运营服务	1,525,000.00	20.09	15.3
4	五洲新春	新龙实业	2017.12.31	汽车空调管路和家用空调管路	59,800.00	16.29	13

序号	股票名称	并购标的	评估基准日	标的公司主营业务和主要产品	标的 100% 股权估值	静态市盈率	动态市盈率
5	隆盛科技	微研精密	2017.10.31	节能减排模块、安全模块、座椅门锁模块以及电控电机模块	30,000.00	17.82	13.61
6	华锋股份	理工华创	2017.07.31	整车控制器、功率集成控制器、电驱动与传动系统及高压配附件	82,736.00	39.08	40.36
7	北特科技	光裕股份	2017.07.31	汽车空调压缩机	47,300.00	34.26	15.77
8	模塑科技	道达饰件	2017.06.30	乘用车内外装饰件	125,000.00	18.93	16.67
9	双林股份	双林投资	2017.04.30	乘用车 6AT 自动变速器	230,000.00	13.26	13.53
10	银亿股份	东方亿圣	2016.12.31	汽车变速器	798,058.63	19.02	10.62
11	三花智控	三花汽零	2016.12.31	汽车空调和热管理系统控制部件	215,000.00	16.1	12.73
12	三丰智能	上海鑫燕	2016.09.30	白车身智能焊装生产线	260,000.00	17.22	14.44
13	得润电子	柳州双飞	2016.09.30	汽车线束产品	100,000.00	5.56	8.33
14	西仪股份	苏垦银河	2016.05.31	汽车发动机连杆、其他工业产品以及机床关键零部件	34,919.76	12.34	11.64
15	广东鸿图	四维尔	2016.03.31	汽车内、外饰件系列产品及其他塑料件产品	164,470.25	22.85	13.43
平均数						18.61	14.95
中位数						17.82	13.53
湖北三环						9.15	6.67

数据来源：Wind

注：

- 1、静态市盈率=标的资产评估值/评估基准日前1年净利润；
- 2、动态市盈率=标的资产评估值/承诺期第1年承诺利润，本次交易中，假设承诺期第1年承诺利润为合计三年业绩承诺的平均数。

本次湖北三环 100%权益的账面净资产为 2,257.93 万元，评估值为 18,900.00 万元，本次收购对价为 15,000.00 万元。湖北三环 2018 年度扣除非经常性损益后净利润为 2,066.05 万元，业绩承诺第一年的净利润金额为 2,750.00 万元，对应静态市盈率 7.26 倍，动态市盈率为 5.45 倍。本次交易资产静态市盈率、动态市盈率均低于可比交易的平均水平，本次评估具有合理性。

二、本次收购湖北三环的必要性

1、本次收购是上市公司整合产业资源，提高市场占有率的战略发展需要

上市公司目前是国内汽车离合器行业的龙头企业，一直致力于行业内产业资源整合以及进一步做大、做强、做精汽车离合器产品。湖北三环是国内汽车离合

器行业内知名企业，在技术和市场方面拥有丰富的积淀和较强的竞争力。收购湖北三环，有利于上市公司进行产业整合，提高市场整体占有率，提升上市公司竞争实力。

2、本次收购标的湖北三环具有较强的市场竞争力，有利于提升上市公司竞争实力

本次收购的湖北三环具有产品、客户和研发优势，湖北三环凭借行业领先的离合器设计、生产和研发能力，形成了较强的产品竞争优势，湖北三环以离合器总成及双质量飞轮等为主导产品，横向扩宽产品系列，产品覆盖微型、轿、SUV、MPV、轻商、轻卡、中重卡、客车等，实现了各类车型的全面配套。同时，湖北三环具有研发技术优势，通过自主研发，取得膜片式离合器技术升级，并实现双质量飞轮、飞轮减震器等多项技术突破，拥有国内离合器领域领先的实验能力，是东风公司、神龙公司、玉柴公司、福特指定的离合器试验基地。

通过本次收购，上市公司可以大大丰富公司产品结构，提升离合器设计、生产和研发能力，有利于提升上市公司整体竞争力

3、本次收购有利于上市公司快速切入其他整车市场客户，实现客户结构优化

湖北三环在整车市场方面具有明显优势。湖北三环是合资乘用车品牌福特福克斯和神龙标致手动挡车型离合器 100%独家供应商，2018 年和 2019 年上半年，湖北三环在商用车新车离合器的市场份额约为 10%、12.5%，湖北三环目前在国内的整车配套覆盖面广，面向乘用车、商用车各类车型实现全面配套。同时，湖北三环目前正积极开拓境外商用车 Daimler、Volvo、Scania、AshokLeyland 等客户，计划进一步扩大客户群体。

本次收购后，有利于上市公司快速切入整车市场客户，有利于上市公司实现客户结构优化，实现业务整合。

4、有效解决潜在同业竞争问题，减少关联交易金额

湖北三环目前正在进行产品结构调整，最近 2 年湖北三环逐渐由原来以乘用车主机配套为主慢慢向商用车配套方向转变，这一战略方向与上市公司深根的商

用车主机市场形成潜在同业竞争，本次公司收购湖北三环有利于解决上市公司与控制股东之间存在的潜在同业竞争问题。

上市公司与湖北三环在产业链、市场开发、客户开拓、技术研发等方面存在较大的协同效应，随着湖北三环的业务发展，上市公司与湖北三环之间未来将可能存在潜在的关联交易，且随着产业链整合、市场开拓和客户开发的深入，关联交易金额可能会呈较快增长的趋势。本次收购将有利于降低上市公司关联交易金额。

二、收购湖北三环的合理性

本交易的交易对价以评估机构出具的《资产评估报告》在评估基准日的评估结果为定价基础，分别采用收益法和资产基础法对湖北三环的股权价值进行评估，客观、合理地反映了湖北三环的股权价值，并依据收益法确定交易价格。如本题“（1）补充披露本次交易收益法评估作价的依据、评估重大参数和假设等，详细分析本次评估增值率较高的原因、交易作价的公允性；”之回复，本次交易作价具有公允性。

本次交易中，采用收益法评估充分考虑到德萨集团对湖北三环运营管理整合所取得的成果以及从企业的未来获利能力角度出发，评估测算的关键指标的选取具有合理性，对应市盈率低于同行业上市公司市盈率，与可比收购案例市盈率的差异在合理范围内，因此，本次交易的价格具有合理性。

综上所述，评估师认为本次对湖北三环股东全部权益价值的评估，采用收益法评估结果作为最终评估结论，评估方法选择合理。收益法评估中采用的评估依据充分，各项参数和评估假设合理，评估结论能够合理反映湖北三环在评估基准日的股东全部权益价值，评估增值率具有合理性，交易作价具有公允性。

问题：

问询函第 6 条：

根据公告，在资产基础法评估中，湖北三环无形资产净额账面价值 802.97 万元，评估值 3265.58 万元，增值率 306.69%；非流动负债账面价值 3.87 万元，评估值 0.58 万元；慈田智能递延所得税资产账面价值 23.50 万元，评估价值 14.72

万元，增值率-37.36%。结合相关资产负债的具体构成、形成原因等，分析上述评估增值和减值的原因和合理性。请评估师发表意见。

回复：

一、湖北三环无形资产情况

湖北三环的无形资产主要由土地使用权、专利、商标和外购软件及技术使用费构成。

（一）土地使用权

资产名称	账面值（元）	评估值（元）	增值率
土地使用权	6,778,496.49	18,691,200.00	175.74%

土地使用权评估增值主要系列入评估范围的国有土地使用权已被黄石市土地储备中心收购，本次按照收购合同价格确认评估值所致。

（二）专利组合

资产名称	账面值（元）	评估值（元）	增值率
专利组合	0	12,500,000.00	-

专利评估增值主要系本次对专利组合的评估采用收益法所致。通过预测相关的产品的销售情况，计算未来可能取得的收益，按 2.35%的分成率确定专利组合能够为企业带来的利益，即专利组合在未来收益中应占的份额，折现后加总得出专利组合在一定的经营规模下在评估基准日的公允价值。

（三）商标

资产名称	账面值（元）	评估值（元）	增值率
商标	0	2,200.00	-

本次商标评估采用成本法进行评估，成本法计算公式为：商标评估价值=商标设计费+商标注册费+商标注册代理费。

（四）外购软件及技术使用费

资产名称	账面值（元）	评估值（元）	增值率
外购软件及技术使用费	1,251,235.13	1,462,370.65	16.87%

外购软件评估增值主要系按现行购买价作为评估，略有增值。

二、湖北三环非流动负债

评估基准日，湖北三环非流动负债账面值为 38,709.67 元，均为其他非流动负债，系收到的政府补助款。因政府补助期后无需返还，但所形成的递延收益在期后结转后，需缴纳相应的税费，故以账面值乘以企业所得税税率 15%作为评估值。经评估，其他非流动负债的评估价值为 5,806.45 元。

三、慈田智能递延所得税资产

慈田智能评估基准日递延所得税资产账面值为 234,990.99 元，为计提坏账准备和未弥补亏损所形成。

慈田智能的递延所得税资产是由其他应收款计提坏账准备、未弥补亏损所组成，由于其他应收款无坏账风险，因此未预估坏账损失，故由坏账准备形成的递延所得税相应评估为零。对未弥补亏损形成的递延所得税资产按核实后的账面值确认评估值。经上述评估，递延所得税资产评估值为 147,227.11 元。

综上所述，评估师认为在采用资产基础法对湖北三环的无形资产、非流动负债以及对慈田智能的递延所得税资产的评估中，评估师履行了必要的评估程序，评估方法选择合理，评估依据充分，评估结论和评估增减值具有合理性。

（本页以下无正文）

（本页无正文，为《银信资产评估有限公司关于《关于对浙江铁流离合器股份有限公司支付现金购买资产暨关联交易等事项的问询函》[上证公函【2019】1162号]之回复之签章页）

