

北京中企华资产评估有限责任公司

关于上海证券交易所《关于对辽宁时代万恒股份有限公司资产出售事项的问询函》

资产评估相关问题的回复

上海证券交易所：

根据贵所《关于对辽宁时代万恒股份有限公司资产出售事项的问询函》(上证公函[2020]2508号)(以下简称：“问询函”)，北京中企华资产评估有限责任公司对《问询函》中所提出的问题回复如下：

问题二：评估报告披露，截至2019年12月31日，时代万恒投资归属于母公司股东净资产账面值为4509.31万元，拟采用收益法评估结果作为评估结论，股东全部权益评估价值为3856.79万元，减值额为652.52万元，减值率为14.47%。公司拟以3856.79万元出售。请补充披露：(1)收益法评估主要参数及确认依据，包括但不限于主营业务收入、毛利率、营运资金、资本性支出、现金流、营收增长率及折现率，并以列表的方式进行披露；(2)结合时代万恒投资的历史财务数据，说明参数的合理性、可实现性，选择以收益法为评估结果的原因和主要考虑。(3)本次交易的会计处理方式，以及对公司财务状况的影响。(4)评估报告以股东全部权益评估价值与归属于母公司股东净资产账面值比较范围不一致的原因。

回复：

(1)收益法评估主要参数及确认依据，包括但不限于主营业务收入、毛利率、营运资金、资本性支出、现金流、营收增长率及折现率，并以列表的方式进行披露；

1) 主营业务收入、增长率及确认依据

① 未来年度销售单价的预测

预测依据：历史年度的平均售价、近期签订的销售合同或报价。

未来年度的销售单价详见下表：

金额单位：人民币元/m³

项 目		2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	永续
非洲地区	原木	626.51	626.51	626.51	626.51	626.51	626.51
	地销材	939.77	939.77	939.77	939.77	939.77	939.77
	胶合板	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56
中国	湿锯材-奥古曼	2584.36	2584.36	2584.36	2584.36	2584.36	2584.36
	干锯材-奥古曼	2740.99	2740.99	2740.99	2740.99	2740.99	2740.99
	湿锯材-硬木	3915.70	3915.70	3915.70	3915.70	3915.70	3915.70

项 目		2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	永续
	干锯材-硬木	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56
	单板-奥古曼	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56
	单板-硬木	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56
欧洲	干锯材-奥古曼	2975.93	2975.93	2975.93	2975.93	2975.93	2975.93
	湿锯材-硬木	4933.78	4933.78	4933.78	4933.78	4933.78	4933.78
	干锯材-硬木	3915.70	3915.70	3915.70	3915.70	3915.70	3915.70
	单板-奥古曼	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56
	单板-硬木	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56	3132.56

② 未来年度销售数量的预测

预测依据分述如下：

A、原木采伐产能上限：SBL目前在南北区片4个采伐队同时作业，年原木采伐量最多可以达到20万立方米。

B、以后年度的原木采伐量是根据销售计划、原木林区确认的砍伐量和工厂接收方量的损耗系数、不同产品的出材率等指标综合确定。

a. 林区确认原木采伐量

SBL锯材以中国市场为主，欧洲和东南亚市场为辅。单板销售以欧洲和中国市场并重。受疫情的影响，公司下调了2020年的成品出口计划，预计2020年的出口数量比2019年下降约7%，2021年预计销售量会有一定程度的反弹，预计与历史年度2019年相比，会增加约10%，2022年到2024年预计出口量增加18%、7%、3%。2025年以后与2024年保持不变。

以后年度的林区确认原木采伐量预测详见下表：

单位：立方米

项 目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	永续
奥古曼原木	40,000.00	40,000.00	40,000.00	40,000.00	40,000.00	40,000.00
硬木原木	90,000.00	110,000.00	130,000.00	140,000.00	145,000.00	145,000.00
原木采伐量合计	130,000.00	150,000.00	170,000.00	180,000.00	185,000.00	185,000.00

b. 工厂接收方量的损耗系数

林区原木到工厂后会复尺和产品验收，工厂接收方量和林区确认方量相比会有一些的损耗。以后年度的损耗系数按照2019年的平均系数预测。

c. 产品结构

SBL的新管理团队2018年上半年到位，采伐、加工、物流、销售各环节均有专业人员把控，业务流程、管理制度等各项工作逐步完善，新的团队对历史年度成本居高不下的原因进行了分析，并根据市场情况对未来年度的产品结构进行了调整，增

加了非洲当地原木和胶合板的销售比例，同时对于亏损较严重的干锯材系列进行了减产。2020年公司未来营业收入的预测是公司根据目前的经营状况、市场销售情况等因素综合分析后对产品结构进行了调整后的基础上进行的。

d. 出材率

影响出材率的因素包含原木的质量、设备的加工能力和操作工人的加工水平等。

以前年度的出材率详见下表：

项 目	2018 年	2019 年
湿锯材-奥古曼	35.27%	30.59%
干锯材-奥古曼	31.35%	29.08%
单板-奥古曼	39.53%	46.20%
湿锯材-硬木	44.04%	37.07%
干锯材-硬木	39.14%	35.24%
单板-硬木	34.88%	32.84%

d-1. 奥古曼湿锯材：原奥古曼主要在 A 线生产，A 线由于设备老旧，精准度差，所以厚度偏差大，为了保证厚度符合客户要求，下锯时都调大了余量；A 线多片锯裁边定位不太精确，且无法反复裁边，形成一定的浪费，这些都较大影响了奥古曼的出材率。2020 年公司新改造的 F 线生产设计年加工锯材 0.6 万 m³，预计 2020 年 3 月初达产，A 线作为奥古曼备用线考虑；同时公司在 A 线旁边增加 1 台回收带锯，专门回收边角料，生产超短料或超窄料，提高了平均出材率；预计 2020 年的奥古曼的湿锯材的平均出材率为 40%；

d-2. 奥古曼干锯材：按照奥古曼湿锯材的出材率乘以干燥环节的出材率预测。

d-3. 奥古曼单板：按照 2019 年奥古曼单板的平均出材率预测。

d-4. 硬木湿锯材：2020 年公司培训截断区员工，根据原木的质量、缺陷位置等，合理造段；降低锯材长料比例，提高 2.2m-2.8m 的长度比例至 80%左右；制定锯材质量标准，配以图示，每日培训员工，熟练掌握各等级质量要求，减少因质量过度控制而造成的浪费；同时 C 线增加 2 台回收带锯，专门回收边角料，生产短料、超短料和超窄料，提高了平均出材率；预计 2020 年的硬木湿锯材的平均出材率为 45%；

d-5. 硬木干锯材：按照硬木湿锯材的出材率乘以干燥环节的出材率预测。

d-6. 硬木单板：公司为适应市场变化，2019 年开始生产中国市场薄板，刚开始工厂人员对薄板质量等级不够熟悉，浪费较多，公司每日反复培训员工，熟练掌握中国市场单板质量标准，预计 2020 年的硬木单板的平均出材率为 38%。

2021 年以后的出材率预测和 2020 年保持不变。

C、2020 年公司在加蓬当地新增原木客户

2020 年公司在加蓬当地新增原木客户, 按照目前的客户需求计划, 每年的原木需求超过 5 万立方米。出于谨慎性原则, 考虑到公司的砍伐能力和自加工用量, 2020 年及以后年度预计在非洲销售原木 3 万立方米。

D、新增胶合板业务

公司在新建的胶合板生产线预计在 2020 年 3 月达产, 考虑到胶合板的 2/3 以上的主材为单板废料, 按照单板的出材率推算, 胶合板的立方数和消耗的原木数量接近。根据公司的销售计划和已洽谈客户的预计采购情况, 2020 年预计在非洲销售胶合板 0.40 万立方米, 2021 年以后预计在非洲销售胶合板 0.65 万立方米保持不变。

综上, 未来年度的销售数量详见下表:

单位: 立方米

项 目		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续
非洲	原木	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00
	地销材	117.24	154.15	191.05	209.50	218.73	218.73
	胶合板	4000.00	6500.00	6500.00	6500.00	6500.00	6500.00
	小计	34117.24	36654.15	36691.05	36709.50	36718.73	36718.73
中国	湿锯材-奥古曼	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	干锯材-奥古曼	1322.65	1322.65	1322.65	1322.65	1322.65	1322.65
	湿锯材-硬木	13666.45	18313.71	22960.98	25284.62	26446.43	26446.43
	干锯材-硬木	2756.91	3694.40	4631.88	5100.63	5335.00	5335.00
	单板-奥古曼	7168.82	7168.82	7168.82	7168.82	7168.82	7168.82
	单板-硬木	3612.07	4840.35	6068.63	6682.77	6989.84	6989.84
	小计	28526.90	35339.94	42152.97	45559.49	47262.75	47262.75
欧洲	湿锯材-奥古曼	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	干锯材-奥古曼	130.81	130.81	130.81	130.81	130.81	130.81
	湿锯材-硬木	1518.49	2034.86	2551.22	2809.40	2938.49	2938.49
	干锯材-硬木	145.10	194.44	243.78	268.45	280.79	280.79
	单板-奥古曼	7726.40	7168.82	7328.13	7328.13	7328.13	7328.13
	单板-硬木	2016.74	2420.17	3135.46	3452.77	3611.42	3611.42
	小计	11537.54	11949.11	13389.41	13989.56	14289.64	14289.64
合 计	74181.69	83943.19	92233.43	96258.55	98271.12	98271.12	

③ 未来年度营业收入及增长率的预测

综上, 未来年度的营业收入及增长率详见下表:

单位: 人民币万元

项 目		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续
非洲	原木	1879.54	1879.54	1879.54	1879.54	1879.54	1879.54

项 目		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续
地区	地销材	11.02	14.49	17.95	19.69	20.56	20.56
	胶合板	1253.02	2036.16	2036.16	2036.16	2036.16	2036.16
	小计	3143.58	3930.19	3933.65	3935.39	3936.26	3936.26
	增长率	758.43%	25.02%	0.09%	0.04%	0.02%	0.00%
中国	干锯材-奥古曼	362.54	362.54	362.54	362.54	362.54	362.54
	湿锯材-硬木	5351.37	7171.10	8990.83	9900.70	10355.63	10355.63
	干锯材-硬木	863.62	1157.29	1450.96	1597.80	1671.22	1671.22
	单板-奥古曼	2245.68	2245.68	2245.68	2245.68	2245.68	2245.68
	单板-硬木	1131.50	1516.27	1901.03	2093.42	2189.61	2189.61
	小计	9954.71	12452.88	14951.05	16200.13	16824.67	16824.67
	增长率	-3.06%	25.10%	20.06%	8.35%	3.86%	0.00%
欧洲	干锯材-奥古曼	38.93	38.93	38.93	38.93	38.93	38.93
	湿锯材-硬木	749.19	1003.95	1258.72	1386.10	1449.79	1449.79
	干锯材-硬木	56.82	76.14	95.46	105.12	109.95	109.95
	单板-奥古曼	2420.34	2245.68	2295.58	2295.58	2295.58	2295.58
	单板-硬木	631.76	758.13	982.20	1081.60	1131.30	1131.30
	小计	3897.03	4122.83	4670.89	4907.33	5025.55	5025.55
	增长率	3.70%	5.79%	13.29%	5.06%	2.41%	0.00%
合计		16995.32	20505.89	23555.59	25042.85	25786.48	25786.48
合计增长率		18.08%	20.66%	14.87%	6.31%	2.97%	0.00%

2) 毛利率及确认依据

毛利率确认依据分述如下：

(1) 原木成本：原木成本包含采伐环节的职工薪酬、动力费、零配件消耗、运费、折旧及摊销和其他支出。

①职工薪酬

采伐环节的单位职工薪酬按照 2019 年的金额预测；

②动力费、零配件消耗、从林区到厂区的运费及其他支出按照 2018 年、2019 年的平均金额预测。

③对于折旧费的预测，主要根据资产组维持现有经营能力的固定资产以及企业未来发展所需新增的固定资产，结合国家及企业固定资产有关折旧计提政策来测算以后年度折旧的年限和每年的金额。

对于摊销的预测，主要为无形资产----其他无形资产摊销，是根据其受益期进行摊销的。

(2) 湿锯材成本：湿锯材成本包含对应系列原木成本、湿锯材生产环节的职工薪酬、动力费、零配件消耗、运费及其他支出。其中：单位职工薪酬按照 2019 年的金

额预测，动力费、零配件消耗、运费及其他支出按照 2018 年、2019 年的平均金额预测。

(3)干锯材成本：干锯材成本包含对应系列湿锯材成本、干燥环节的职工薪酬、动力费、零配件消耗、运费及其他支出。其中：单位职工薪酬按照 2019 年的金额预测，动力费、零配件消耗、运费及其他支出按照 2018 年、2019 年的平均金额预测。

(4)单板成本：单板成本包含对应系列原木成本、单板生产环节的职工薪酬、动力费、零配件消耗、运费及其他支出。其中：单位职工薪酬按照 2019 年的金额预测，动力费、零配件消耗、运费及其他支出按照 2018 年、2019 年的平均金额预测。

(5)地销材成本：地销材为质量达不到出口标准在当地处理的成品材。成本包含对应系列锯材成本、生产环节的职工薪酬、动力费、零配件消耗、运费及其他支出。其中：单位职工薪酬按照 2019 年的金额预测，动力费、零配件消耗、运费及其他支出按照 2018 年、2019 年的平均金额预测。

(6)胶合板：胶合板成本主要包含面层单板、胶粘剂等在内的材料费和包含职工薪酬等在内的加工费用。预测材料成本、加工费分别约占售价的 30%。

(7)中非香港发生的运保费：按照 2018 年、2019 年占对应产品收入的平均比例预测。

综上，未来年度各类产品毛利率详见下表：

项目名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续
原木毛利率	45.63%	47.17%	47.82%	47.89%	47.92%	49.20%
地销材毛利率	-121.67%	-88.67%	-75.50%	-72.49%	-71.26%	-62.28%
胶合板毛利率	35.10%	37.80%	38.15%	38.19%	38.20%	38.88%
硬木湿锯材毛利率	35.4%	41.7%	44.2%	44.7%	44.9%	46.9%
奥古曼干锯材毛利率	-4.3%	1.6%	4.2%	4.4%	4.5%	9.5%
硬木干锯材毛利率	-31.3%	-10.6%	-2.4%	-0.6%	0.1%	5.9%
奥古曼单板毛利率	23.3%	27.1%	29.0%	29.2%	29.3%	32.8%
硬木单板毛利率	17.5%	21.6%	23.3%	23.7%	23.9%	25.0%
综合毛利率	22.5%	28.0%	30.1%	30.5%	30.7%	32.9%

3) 销售费用及确认依据

销售费用主要包括销售人员职工薪酬、办公费、业务招待费、差旅费、租赁费、仓储及运杂装卸费、报关费、折旧及摊销和其他支出等。

预测分述如下：

(1) 职工薪酬

以后年度职工薪酬按照员工人数及人均薪酬适当增长预测。

(2) 办公费

以后年度办公费考虑适当增长预测。

(3) 业务招待费、差旅费、租赁费和其他支出

以后年度业务招待费、差旅费、租赁费和其他支出按照以前年度占主营业务收入的平均比例预测。

(4) 仓储及运杂及报关费

2019 年 SBL 运输模式发生了变化，先工厂组织装柜，报关结束后货柜直接进入码头，不需要在首都周转。所以 2019 年该项费用明显降低，以后年度仓储及运杂及报关费按照 2019 年度占主营业务收入的比例预测。

(5) 折旧及摊销

对于折旧费的预测，主要根据资产组维持现有经营能力的固定资产以及企业未来发展所需新增的固定资产，结合国家及企业固定资产有关折旧计提政策来测算以后年度折旧的年限和每年的金额。

未来各年度折旧额=当年各类固定资产原值×(1-残值率)÷使用年限(或使用月数×12)

对于摊销的预测，主要为无形资产——其他无形资产摊销，是根据其受益期进行摊销的。

该公司未来年度销售费用预测见下表：

金额单位：人民币万元

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续
职工薪酬	1,316.22	1,382.03	1,451.14	1,523.69	1,599.88	1,599.88
办公费	38.94	39.72	40.51	41.32	42.15	42.15
业务招待费	14.45	17.51	20.27	21.62	22.29	22.29
差旅费	83.61	104.41	125.10	135.44	140.61	140.61
租赁费	128.94	128.94	128.94	128.94	128.94	128.94
仓储及运杂及报关费	1,461.95	1,749.43	1,992.87	2,111.00	2,170.07	2,170.07
报关费	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧费及摊销	4.59	4.26	1.17	1.09	3.85	7.27
其他	201.31	247.62	291.59	313.38	324.28	324.28
合 计	3,250.00	3,673.92	4,051.59	4,276.48	4,432.06	4,435.49

4) 管理费用及确认依据

管理费用主要包括职工薪酬、办公费、交通费、业务招待费、差旅费、修理费、外部服务费、租赁费、中介服务费、折旧及摊销和其他支出等。

预测分述如下：

(1) 职工薪酬

以后年度职工薪酬按照员工人数及人均薪酬适当增长预测。

(2) 办公费、交通费、业务招待费、差旅费、修理费、外部服务费、租赁费、中介服务费等和其他支出

以后年度办公费、交通费、业务招待费、差旅费、修理费、外部服务费、租赁费、中介服务费等和其他支出按照适当增长预测。

(3) 折旧及摊销

对于折旧费的预测，主要根据资产组维持现有经营能力的固定资产以及企业未来发展所需新增的固定资产，结合国家及企业固定资产有关折旧计提政策来测算以后年度折旧的年限和每年的金额。

未来各年度折旧额=当年各类固定资产原值×(1-残值率)÷使用年限(或使用月数×12)

对于摊销的预测，主要为无形资产——其他无形资产摊销，是根据其受益期进行摊销的。

该公司未来年度管理费用预测见下表：

金额单位：人民币万元

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续
职工薪酬	394.97	414.72	435.45	457.22	480.08	480.08
办公费	165.94	169.26	172.65	176.10	179.62	179.62
交通费	30.25	30.85	31.47	32.10	32.74	32.74
业务招待费	18.40	18.77	19.15	19.53	19.92	19.92
差旅费	3.42	3.49	3.56	3.63	3.71	3.71
外部服务费	23.17	23.63	24.10	24.59	25.08	25.08
租赁费	155.11	158.21	161.37	164.60	167.89	167.89
中介服务费	8.50	8.67	8.85	9.03	9.21	9.21
折旧费及摊销	61.66	37.12	21.98	24.26	32.68	66.18
其他	134.24	136.93	139.67	142.46	145.31	145.31
合 计	995.67	1,001.66	1,018.25	1,053.52	1,096.24	1,129.74

5) 营运资金及确认依据

对于营运资金，其变化一般与主营业务收入的变化有相关性。

营运资金=账面流动资产-账面流动负债

以后年度的营运资金结合企业经营情况并和企业财务人员现场沟通后，未来各年度营运资金预测按主营业务收入的 25%确定。

以后年度需要追加的营运资金=当年度需要的营运资金-上一年度需要的营运资金

对于 2025 年至以后永续年间，收支基本稳定，资产组在营运资金的需求上已完全可根据生产运营来自给自足，因此 2025 年至以后永续年间营运资金的追加预测为零。

未来年度需追加的营运资金见下表：

金额单位：人民币万元

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续
营运资金	4,248.83	5,126.47	5,888.90	6,260.71	6,446.62	6,446.62
追加额	4,536.29	877.64	762.42	371.81	185.91	-

6) 资本性支出及确认依据

资本性支出主要指建筑物、生产设备、通用办公设备及生产经营中存量资产的正常更新投资以及新增资产投资。

对于存量资产的正常更新支出，主要是分析资产状况，考虑到为维持企业的持续生产能力，对那些已达到使用寿命的资产进行更新。

对于增量资产的投资，主要是根据企业提供的新增增量资产的购建计划进行预测。永续年间的支出，是根据 2024 年的规模，对未来年间支出按年金化进行计算。

未来年度资本性支出预测见下表：

金额单位：人民币万元

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续
一、增量资产的购建						
SBL 在建追加投资	789.36	0.00	0.00	0.00	0.00	67.01
小 计	789.36	0.00	0.00	0.00	0.00	67.01
二、存量资产的更新	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧进 SBL 制造费用的资产	426.01	8.97	27.07	273.58	194.37	692.70
折旧进 SBL 销售费用的资产	0.58	0.00	4.01	0.00	24.46	7.39
折旧进 SBL 管理费用的资产	49.24	12.19	21.60	35.01	44.81	78.27
SBL-其他无形资产-制造费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	91.50
SBL-其他无形资产-销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04
SBL-其他无形资产-管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.47
SBL 长期待摊	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.14
中非无形资产-其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.19
小 计	475.83	21.16	52.68	308.60	263.64	879.70
合 计	1,265.19	21.16	52.68	308.60	263.64	946.71

7) 现金流及确认依据

根据以上分项预测得出的现金流量预测如下：

金额单位：人民币万元

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续
一、营业收入	16,995.32	20,505.89	23,555.59	25,042.85	25,786.48	25,786.48
减：营业成本	13,173.76	14,761.76	16,466.33	17,403.86	17877.69	17,291.03
税金及附加	347.27	372.43	402.56	417.20	424.68	424.68
销售费用	3,250.00	3,673.92	4,051.59	4,276.48	4432.06	4,435.49
管理费用	995.67	1,001.66	1,018.25	1,053.52	1096.24	1,129.74
二、营业利润	-771.38	696.12	1,616.86	1,891.78	1955.80	2,505.54
三、利润总额	-771.38	696.12	1,616.86	1,891.78	1955.80	2,505.54
四、净利润	-771.38	696.12	1,616.86	1,891.78	1,955.80	2,505.54
加：折旧及摊销	2,114.40	1,534.11	1,279.94	1,254.99	1,256.80	830.43
减：资本性支出	1,265.19	21.16	52.68	308.60	263.64	946.71
营运资金增加额	4,536.29	877.64	762.42	371.81	185.91	0.00
五、净现金流量	-4,458.46	1,331.44	2,081.69	2,466.36	2,763.06	2,389.26

8) 折现率及确认依据

折现率采用风险累加法确定。计算公式如下：

折现率=无风险报酬率+风险报酬率

其中：风险报酬率=行业风险+经营风险+财务风险

(1) 无风险报酬率：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。根据 WIND 资讯系统所披露的信息，在本次评估基准日后一年内到期的四个政府债券的平均年收益率为 5.31%，本评估报告以 5.31% 作为无风险收益率。

债券类型	年收益率%	到期日
加蓬政府债券	5.75	2020/1/18
加蓬政府债券	4.50	2020/3/23
加蓬政府债券	5.00	2020/5/25
加蓬政府债券	6.00	2020/9/29
平均值	5.31	

(2) 行业风险

① 自然风险

自然风险是来自自然界与林业经营生产相关的灾害性因素，诸如旱灾、风灾、水灾、病虫害、火灾等。

② 政策风险

项目经营过程中可能面临加蓬当地政局的变化、林业资源管理政策、通货膨胀、利率变动等方面的影响，也可能面临木材成品进口国调整财政金融和产业政策变动等方面的影响。

评估确定行业风险为 2.0%。

(3) 经营风险

① 市场风险

产品价格完全由市场决定, 市场供求的变化、商品竞争的加剧以及国外同类产品的进入, 都会影响公司产品价格, 从而影响公司的销售收入。同时由于木材产品在国际上受到消费者喜好的波动比较大, 一旦一种树种不被消费者所认可或抛弃, 将会对产品的销售带来较大的影响。

② 配套协作风险

木材加工具有一定的聚集效应, 在此效应下, 公司能够节约大量的人力、物力以及熟练操作工的培养。由于本项目实施地在加蓬, 木材加工生产配套协作差, 备品备件供应困难, 熟练工种培养周期长, 这些都将影响公司的投资收益。

③ 运输成本风险

交通部门的政策变化、原油价格的波动、公路收费的增加、铁路运价的提高等, 会间接增加公司产品的成本, 对公司经营产生一定影响。

评估确定经营风险为 2.0%。

(4) 财务风险:

① 融资能力约束风险

公司现有的融资渠道主要是银行贷款。企业发展战略过程中, 对资金的需求量较大, 有可能出现局部的、临时的融资不足的情况, 从而对公司经营产生一定影响。

② 汇率变化风险

公司主要产品出口国外, 汇率必然会随着国际金融市场的动荡而出现波动, 从而对公司的经营业绩带来一定的影响。

评估确定财务风险为 2.0%。

根据前面关于风险的描述, 确定行业风险、经营风险、财务风险分别为 2.0%, 合计 6.00%。

折现率=5.31+6.00%

=11.31%

(2) 结合时代万恒投资的历史财务数据, 说明参数的合理性、可实现性, 选择以收益法为评估结果的原因和主要考虑。

1) 主营业务收入预测的合理性、可实现性

历史年度和预测年度的主营业务收入详见下表：

金额单位：人民币万元

项 目		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续
非洲地区	原木	1056.89	353.46	1879.54	1879.54	1879.54	1879.54	1879.54	1879.54
	地销材	19.81	12.74	11.02	14.49	17.95	19.69	20.56	20.56
	胶合板	0.00	0.00	1253.02	2036.16	2036.16	2036.16	2036.16	2036.16
	小计	1076.71	366.20	3143.58	3930.19	3933.65	3935.39	3936.26	3936.26
	增长率		-65.99%	758.43%	25.02%	0.09%	0.04%	0.02%	0.00%
中国	湿锯材-奥古曼	152.95	74.65	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	干锯材-奥古曼	1730.48	1532.44	362.54	362.54	362.54	362.54	362.54	362.54
	湿锯材-硬木	4745.01	3467.74	5351.37	7171.10	8990.83	9900.70	10355.63	10355.63
	干锯材-硬木	3395.30	4005.77	863.62	1157.29	1450.96	1597.80	1671.22	1671.22
	单板-奥古曼	25.56	890.99	2245.68	2245.68	2245.68	2245.68	2245.68	2245.68
	单板-硬木	0.00	297.52	1131.50	1516.27	1901.03	2093.42	2189.61	2189.61
	小计	10049.31	10269.11	9954.71	12452.88	14951.05	16200.13	16824.67	16824.67
	增长率		2.19%	-3.06%	25.10%	20.06%	8.35%	3.86%	0.00%
欧洲	湿锯材-奥古曼	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	干锯材-奥古曼	0.00	181.57	38.93	38.93	38.93	38.93	38.93	38.93
	湿锯材-硬木	55.68	775.24	749.19	1003.95	1258.72	1386.10	1449.79	1449.79
	干锯材-硬木	0.00	224.41	56.82	76.14	95.46	105.12	109.95	109.95
	单板-奥古曼	3155.58	2387.79	2420.34	2245.68	2295.58	2295.58	2295.58	2295.58
	单板-硬木	1098.94	188.81	631.76	758.13	982.20	1081.60	1131.30	1131.30
小计	4310.20	3757.81	3897.03	4122.83	4670.89	4907.33	5025.55	5025.55	
增长率		-12.82%	3.70%	5.79%	13.29%	5.06%	2.41%	0.00%	
合计	15436.21	14393.12	16995.32	20505.89	23555.59	25042.85	25786.48	25786.48	
合计增长率		-6.76%	18.08%	20.66%	14.87%	6.31%	2.97%	0.00%	

(1) 历史年度营业收入分析

2018年、2019年主营业务收入分别为15436.21万元、14393.12万元，2019年与2018年相比降低的主要原因如下：

①2018年至2019年第三季度的木材市场行情是近十年来的低点，2019年第四季度略有好转，但依然困难重重，整体上，2019年全球木材市场价格仍处于低位。国内市场方面，2019年受我国经济形势影响，使得整个木材行业及市场处于底部调整期。木材原材料销售情况也十分不理想，量价齐跌。巴新材、所罗门材、非洲材等热带阔叶材价格低迷。

②2019年加蓬海关缉私及铁路运输影响木材出口数量；

③新的管理团队进行生产线改造同时推出开发并推广新材种单板和薄板产品，该部分产品市场处于推广初期。

(2) 未来年度营业收入预测的合理性和可实现性

预测年度的营业收入高于历史年度，主要措施和原因如下：

- ① 生产线的改造基本完成，具备产量提升的条件；
- ② 加大非洲当地的原木销售，已和当地客户达成初步意向；
- ③ 新上的胶合板生产线已达产，在非洲当地已开发部分客户；
- ④ 重点加大对中国湿锯材和单板的出口，已和中国国内部分客户达成初步意向；
- ⑤ 进一步巩固欧洲市场，保留一定的市场份额。

通过实施以上措施，评估人员认为预测未来年度的营业收入是合理的并可实现。

2) 毛利率预测的合理性、可实现性

历史年度和预测年度的毛利率详见下表：

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	永续
综合毛利率	19.2%	9.4%	22.5%	28.0%	30.1%	30.5%	30.7%	32.9%

(1) 历史年度毛利分析

2018年综合毛利率为19.2%，2019年综合毛利率为9.4%，与2018年相比明显降低的主要原因如下：

- ① 2019年营业收入低于2018年；
- ② 新的管理团队进行生产线改造，引起2019年生产费用提高；
- ③ 2019年的出材率低于2018年。2018年、2019年出材率详见下表：

项 目	2018年	2019年
湿锯材-奥古曼	35.27%	30.59%
干锯材-奥古曼	31.35%	29.08%
单板-奥古曼	39.53%	46.20%
湿锯材-硬木	44.04%	37.07%
干锯材-硬木	39.14%	35.24%
单板-硬木	34.88%	32.84%

2019年出材率降低的原因主要为：公司开发并推广新材种单板，如AIELE、AGBA、IGAGANGA、ILOMBA、MOVINGUI等，前期进入市场必须要高质量产品，所以牺牲了部分出材率；二是2019年公司为适应市场变化，开始生产中国市场薄板，刚开始工厂人员对薄板质量等级不够熟悉，浪费较多。另外奥古曼锯材选取的原木都是旋切车间挑剩下的木段，原木质量差、缺陷多，出材率低。且奥古曼主要在A线生产，A线由于设备老旧，精准度差，所以厚度偏差大，为了保证厚度符合客户要求，下锯时都调大了余量；A线多片锯裁边定位不太精确，且无法反复裁边，形成一定的浪费，这些

都较大影响了奥古曼锯材的出材率。

(2) 未来年度毛利预测的合理性和可实现性

预测年度的毛利高于历史年度，主要措施和原因如下：

① A 线停止生产，作为备用线考虑；对原锯材线升级改造，并增加 F 锯材线，提高产能同时保证加工精度；

② 制定锯材质量标准，配以图示，每日培训员工，熟练掌握各等级质量要求，减少因质量过度控制而造成的浪费；

③ 旋切线：每日反复培训员工，熟练掌握中国市场单板质量标准；启用无卡轴旋切机，旋切木芯，内部生产胶合板用，提高综合出材率；

④ 培训截断区员工，根据原木的质量、缺陷位置等，合理造段；

⑤ 提高毛利率较高的湿锯材销售比例；

⑥ 加大毛利率较高的非洲当地原木销售；

⑦ 新上的毛利率较高的胶合板生产线已达产，可以明显提高旋切后的单板废料利用率。

通过实施以上措施，评估人员认为预测未来年度的出材率预测年度的毛利率是合理的并可实现。

3) 销售费用预测的合理性、可实现性

历史年度及未来年度销售费用金额及占营业收入的比例详见下表：

金额单位：人民币万元

项目/年度	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	永续
营业收入	15,442.86	14,421.03	16,995.32	20,505.89	23,555.59	25,042.85	25,786.48	25,786.48
销售费用	3,660.10	2,980.74	3,250.00	3,673.92	4,051.59	4,276.48	4,432.06	4,435.49
销售费用/占比	23.7%	20.7%	19.1%	17.9%	17.2%	17.1%	17.2%	17.2%

销售费用中的主要支出为销售人员的职工薪酬和相关支出、仓储和运杂及报关费。2019 年开始销售费用金额及占营业收入的比例明显降低是由于 SBL 改变了运输模式引起的。2018 年之前是把货物运到加蓬首都，在首都装柜并存放集装箱，按照存放时间付仓储费。2019 年 SBL 先在工厂组织装柜，报关结束后货柜直接进入码头，不需要在首都周转。所以销售费用明显减少。未来年度随着收入的增加，销售费用保持上升趋势，但是由于其中的人工成本的增长小于营业收入的增长，因此以后年度占营业收入的比例逐渐降低，是合理的，公司以后年度将根据客户发货时间要求细化仓储管理，预测销售费用可以实现。

4) 管理费用预测的合理性、可实现性

历史年度及未来年度管理费用金额及占营业收入的比例详见下表：

金额单位：人民币万元

项目/年度	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	永续
营业收入	15,442.86	14,421.03	16,995.32	20,505.89	23,555.59	25,042.85	25,786.48	25,786.48
管理费用	1,789.24	1,001.53	995.67	1,001.66	1,018.25	1,053.52	1,096.24	1,129.74
管理费用/占比	11.6%	6.9%	5.9%	4.9%	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%

管理费用中的主要支出为管理人员的职工薪酬、房租、折旧摊销和办公费用。2019年管理费用金额及占营业收入的比例明显降低是由于2018年开始调整SBL管理团队，另外2019年注销融诚贸易（北京）有限公司，该公司注销前主要承担销售环节发生的国内支出，该部分业务由中非林业人员承接。注销后国内的房租等相关费用不再发生。未来年度随着收入的增加，管理费用总体保持上升趋势，是合理的并可以实现。

5) 营运资金预测的合理性、可实现性

经测算，2018年、2019年营运资金占营业收入的比例分别为33%和-2%，2019年营运资金降低的原因是关联方预收账款增加引起的。结合企业经营情况，未来各年度营运资金预测按主营业务收入的25%确定是合理的。

6) 资本性支出预测的合理性、可实现性

未来年度的资本性支出考虑了增量支出和存量支出两部分，对于增量支出，主要是评估基准日的在建工程追加投资。存量支出主要为存量资产的更新。与企业目前的经营计划一致，预测金额和转固计划合理并可实现。

7) 现金流预测的合理性、可实现性

预测的以后年度的现金流量如下表：

金额单位：人民币万元

项 目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	永续
净现金流量	-4,458.46	1,331.44	2,081.69	2,466.36	2,763.06	2,389.26

通过前述分析，2020年生产线的改造基本完成，通过增加非洲当地原木和胶合板销售、调整出口产品结构，公司的营业收入和毛利将有所提升，预计2020年亏损降低，2021年开始息前税后利润为正是合理的并可实现。

8) 折现率的合理性、可实现性

非洲资本市场规模小，难以找到与被评估单位业务类似的上市公司采用 WACC 模型计算折现率，因此本次采用风险累加法确定折现率，符合折现率计算模型及市场惯例。折现率计算结果为 11.31%。

本次对万恒投资有限公司股东全部权益进行评估，按照相关规定，需要采用两种方法进行评估。本次在标的公司适宜采用收益法评估的情况下同时采用市场法作为评估的补充方法。在市场法评估时在全球资本市场选出 BOISE CASCADE Co、信保环球控股有限公司、骏东(控股)有限公司三家公司为可比公司进行分析比较，尽管可比公司与评估单位在细分业务存在差异，三个可比公司的业务类型和相关财务指标仍具有一定的参考性。在无风险报酬率、企业个别风险数据保持一致的情况下，经过计算，可比上市公司的折现率详见下表：

证券代码	WACC
BCC.N	13.02%
0723.HK	9.26%
8277.HK	10.49%
平均值	10.92%

本次评估折现率为 11.31%，与上述可比公司的平均折现率差异 0.39%，差异率为 3.42%，因此评估采用的折现率是合理的。

9) 以收益法为评估结果的原因和主要考虑

采用收益法评估的时代万恒投资有限公司的股东全部权益价值评估结果为 3,856.79 万元。

本次收益法评估过程中实施了相应的评估程序，评估工作按照国家有关法规与行业规范的要求，遵循了独立性、客观性、科学性、公正性等原则，预测的主要参数与基于评估假设推断出的情形一致，通过对标的公司的营业收入、营业成本、费用、折现率等关键数据的预测及假设的确认依据及合理性分析，合理预估了标的公司未来年度的盈利情况。收益法评估结果能够很好地反映企业的预期盈利能力，体现出企业的股东权益价值。而市场法则需要在选择可比上市公司的基础上，对比分析被评估单位与可比上市公司的财务数据，尽管评估人员对评估对象、可比公司进行了必要的分析调整，由于受参照对象信息局限性的影响，在考虑各修正因素时可能不够全面，导致市场法评估结果使用数据的质量较收益法稍差。鉴于本次评估的目的，考虑到投资者更看重的是被评估企业未来的经营状况和获利能力，本次评估选用收益法评估结果作为最终评估结论。

(4) 评估报告以股东全部权益评估价值与归属于母公司股东净资产账面值比较范围不一致的原因。

回复：本次收益法评估采用合并报表口径，评估报告中披露的股东全部权益评估值中已经扣除少数股东权益，为归属于母公司股东的所有者权益价值，因此与归属于母公司股东净资产账面值比较范围是一致的。

北京中企华资产评估有限责任公司

2020年9月7日

