

国泰君安证券股份有限公司

关于自贡新地佩尔阀门有限公司股东全部权益价值

两次评估结果差异的核查意见

四川天健华衡资产评估有限公司（以下简称“天健华衡”）接受中密控股股份有限公司（以下简称“中密控股”）委托，对中密控股股份有限公司拟收购股权涉及的自贡新地佩尔阀门有限公司（以下简称“新地佩尔”）的股东全部权益价值在 2019 年 10 月 31 日、2020 年 8 月 31 日的市场价值分别进行了评估。新地佩尔股权收购为中密控股向特定对象发行股票募集资金投资项目之一，国泰君安证券股份有限公司（以下简称“保荐机构”或“国泰君安”）作为中密控股本次向特定对象发行股票的保荐机构，现对两次评估结果差异情况核查如下：

一、两次评估结果差异情况

天健华衡以 2019 年 10 月 31 日为基准日对新地佩尔全部股东权益价值进行了评估，并出具了川华衡评报〔2020〕9 号评估报告（以下简称“前次评估”），以 2020 年 8 月 31 日为基准日出具了川华衡评报〔2020〕182 号评估报告（以下简称“本次评估”）。两次评估报告结果的情况如下：

单位：万元

项目	2019 年 10 月 31 日基准日	2020 年 8 月 31 日基准日	差异
评估方法	收益法、资产基础法	收益法、资产基础法	-
评估结果采用的方法	收益法	收益法	-
评估结果	21,095.00	24,820.00	3,725.00

两次评估结果的差异额为 3,725.00 万元，差异率为 17.66%。

二、两次评估期间的经营情况

（一）基准日及期间的主要财务数据

新地佩尔两次评估基准日及期间经审计的合并报表主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2019年11-12月	2020年1-8月
营业收入	2,403.70	4,619.19
净利润	688.82	1,336.67
项目	2019年10月31日	2020年8月31日
总资产	9,350.48	9,950.94
净资产	6,974.33	8,311.01

两次评估基准日期间，新地佩尔累计实现营业收入 7,022.90 万元，实现净利润 2,025.49 万元，经营状况良好。

（二）基准日期间预计效益的实现情况

2019 年 10 月 31 日（前次评估基准日）至 2020 年末，新地佩尔净利润完成前次评估预计效益的可能性大，具体分析说明如下：

单位：万元

项目		净利润
前次评估预计效益	2019年11-12月	216.13
	2020年全年	2,077.97
	累计	2,294.10
实际效益	2019年11-12月	688.82
	2020年1-8月	1,336.67
	累计	2,025.49
完成率		88.29%

两次评估基准日期间，新地佩尔累计实现净利润 2,025.49 万元。根据本次评估报告，预计 2020 年 9-12 月新地佩尔实现净利润 411.97 万元。因此，2019 年 10 月 31 日至 2020 年末，新地佩尔预计可完成前次评估报告的预计效益。

三、两次评估报告的假设及主要参数差异情况

（一）主要假设的差异情况

两次评估报告的主要假设差异情况如下：

项目	前次评估	本次评估	差异原因
前提假设	1、评估目的实现后虽有控股权的变化，但主要经营方向和经营策略不发生重大变化；		不存在差异

	<p>2、现有的定价政策和市场份额不会因为评估目的的实现而发生重大变化；</p> <p>3、评估目的实现后不会发生转产或经营方向的根本性改变；</p> <p>4、对未来年度生产能力的预测在企业现有设备总设计生产能力之内。</p>		
特殊性假设	<p>1、假设被评估单位未来采取的会计政策与编写本报告时所采用的会计政策在重要方面基本保持一致。</p> <p>2、根据国家税务总局公告〔2012〕12号文件，新地佩尔享受西部大开发所得税优惠，优惠期限至2020年12月31日，本次评估假设新地佩尔可以在该期限内持续获得所得税优惠，即2020年12月之前所得税税率为15%，2021年及以后的所得税率为25%。</p> <p>3、新地佩尔在未来的经营期内，其产品销售或服务价格和经营成本等不会在现有基础上发生大幅度的变化或波动。</p> <p>4、除非另有说明，假设新地佩尔完全遵守所有有关的法律法规，并假定新地佩尔管理层(或未来管理层)负责任地履行资产所有者的义务并称职地对相关资产实行了有效地管理。</p>	<p>1、假设被评估单位未来采取的会计政策与编写本报告时所采用的会计政策在重要方面基本保持一致。</p> <p>2、根据财政部、税务总局、国家发展改革委公告2020年第23号《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》，假设新地佩尔自2021年1月1日起将继续享受西部大开发15%的所得税率优惠政策。</p> <p>3、新地佩尔在未来的经营期内，其产品销售或服务价格和经营成本等不会在现有基础上发生大幅度的变化或波动。</p> <p>4、除非另有说明，假设新地佩尔完全遵守所有有关的法律法规，并假定新地佩尔管理层(或未来管理层)负责任地履行资产所有者的义务并称职地对相关资产实行了有效地管理。</p>	<p>2020年4月，《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》出台，新地佩尔15%的税率优惠延长至2030年。</p>
一般性假设	<p>1、假定目前行业的产业政策不会发生重大变化，没有新的法律法规（不论有利或不利）将会颁布。</p> <p>2、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，无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响。</p> <p>3、资产评估师充分了解现阶段的宏观经济形势，人民币利率和汇率处于波动中，但限于职业水平和能力，无法预测其未来走势，因此资产评估师假设人民币利率和汇率在现有水平上不会发生重大变化。</p> <p>4、对于评估结论所依据而由委托人及其他各方提供的信息资料，资产评估师假定其为可信并根据评估程序进行了必要的验证，但资产评估师对这些信息资料的真实性、合法性、完整性不做任何保证。</p> <p>5、对于价值估算所依据的资产使用方式所需由有关地方、国家政府机构、私人组织或团体签发的一切执照、使用许可证、同意函或其他法律性或行政性授权文件假定已经或可以随时获得更新。</p>		<p>不存在差异</p>

（二）主要评估参数的对比

1、收入预测对比

单位：万元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
前次评估	8,319.00	10,000.00	11,323.00	12,566.00	13,860.00	13,860.00
本次评估	6,491.46	9,725.66	11,308.85	12,412.48	13,602.35	13,602.35

注：本次评估中 2020 年预测数系 2020 年 1-8 月实际数加上 2020 年 9-12 月预测数，下同。

前次评估的预测期为 2019 年 10 月至 2024 年，2025 年以后为永续年；本次评估的预测期为 2020 年 9 月至 2025 年，2026 年以后为永续年。2020 年及 2021 年，本次评估的预测值略有下降，主要系受新冠疫情影响，下游部分项目延期，标的公司管理层根据市场变化情况和相关工程项目追踪情况，对短期的效益情况进行了重新预测，预测结果更加审慎合理。

2022 年-2025 年，收入预测水平基本一致，系因中长期效益预测主要基于下游管线工程、化工装置、水利水工等行业的发展预期。由于两次评估基准日间隔较短，上述行业环境未发生重大不利变化。

2、毛利率预测对比

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
前次评估	63.90%	63.17%	62.32%	61.43%	60.55%	60.55%
本次评估	62.06%	63.71%	60.69%	60.43%	60.23%	60.23%

由上表可知，两次评估的毛利率预测水平无较大差异。综合考虑行业竞争导致的降价趋势，本次评估的毛利率整体较上次略有下降，更为谨慎合理。

3、期间费用（不含折旧摊销）率对比

期间费用主要包括销售费用、管理费用及研发费用，销售费用主要包括销售人员薪酬福利、业务费、包装费及运输费、差旅费、租赁费等费用。管理费用主要包括管理人员薪酬福利、办公费等费用。研发费用主要包括原材料、研发人员薪酬福利和其他。期间费用主要根据各费用在历史年度占收入的比重、人员工资的发展趋势进行预测。

两次评估的期间费用率（不含折旧摊销，下同）预测水平对比如下：

项目		2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
前次评估	销售费用率	16.15%	15.90%	15.90%	15.92%	15.93%	15.93%
	管理费用率	10.56%	10.40%	10.32%	10.27%	10.23%	10.23%
	研发费用率	4.00%	4.00%	4.01%	4.02%	4.02%	4.02%
	期间费用率	30.71%	30.30%	30.23%	30.21%	30.18%	30.18%
本次评估	销售费用率	16.91%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
	管理费用率	7.84%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
	研发费用率	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
	期间费用率	28.76%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%

整体来看，两次评估预测的期间费用率不存在较大差异。其中，销售费用率有所增加，主要系两次评估基准日期间，新地佩尔增加了销售支出，期间销售费用率有所上升。新地佩尔管理层基于未来的销售战略，调整了预测期内的销售费用率。管理费用率有所下降，主要系两次评估基准日期间管理费用率下降所致。具体情况如下：

项目	销售费用率	管理费用率
2018年	15.78%	10.80%
2019年1-10月	16.30%	9.92%
2018-2019年10月期间费用率	16.03%	10.38%
2019年11-12月	22.66%	4.10%
2020年1-8月	16.67%	7.45%
两次评估基准日期间费用率	18.72%	6.31%

4、折现率

原报告	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2025年及以后
前次评估	11.71%	11.65%	11.65%	11.65%	11.65%	11.65%
本次评估	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%

折现率计算公式为：

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

其中：

D/E 为基于市值的资本结构； K_d 为企业税前债务资本成本；T 为所得税税率。

K_e 为股权资本成本，采用修正的资本资产定价模型（MCAPM）测算，即：

$$K_e = r_f + Mrp \times \beta + r_c$$

(1) r_f ：无风险报酬率。

(2) Mrp ：市场风险溢价，系期间市场平均收益率和无风险利率之间的差额。对于我国 A 股等新兴市场，由于发展时间短，难以确定市场长期的平均回报率，尤其是我国 A 股市场受政策影响巨大，市场投机气氛浓厚，市场大起大落，因此直接通过历史数据得出的市场风险溢价不具有可信度。而在成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体风险溢价可以直接通过分析历史数据得到。因此国际上新兴市场的风险溢价通常采用美国成熟市场的风险溢价进行调整确定，计算公式为：

中国市场风险溢价=美国股票市场风险溢价+国家补偿额

美国股票市场风险溢价=美国股票市场收益率-美国无风险收益率

以 S&P500Index 测算美国市场收益率，以美国 10 年期国债到期收益率表示美国无风险收益率。以 Moody's Investors Service 公布的中国债务评级及对风险补偿的相关研究测算国家补偿额。

(3) β ：贝塔系数。新地佩尔生产特种阀门产品，根据证监会《上市公司行业分类指引》，属于通用设备制造业。通过计算行业可比上市公司在评估基准日前三年的加权剔除财务杠杆调整 β_U ，通过下列公式得到新地佩尔具有财务杠杆的 β_L 值：

$$\beta_L = \beta_U \times \left[1 + (1 - T) \times \frac{D}{E} \right]$$

(4) r_c ：企业特定风险。综合考虑公司规模、所处经营阶段、产品所处发展阶段、业务地区分布、历史经营状况、内控机制、管理人员经验、对主要客户及市场以来风险、融资能力局限性等，确定新地佩尔的企业特定风险。

因两次评估的基准日不同，因此指标存在差异，具体如下：

项目	本次评估	原评估	差异原因
----	------	-----	------

目标资本结构 (D / E)	6.80%	6%	行业可比公司的资本结构在不同期间存在变化
税前债务资本成本	3.85%	4.15%	取一年期 LPR 利率，该利率下降 0.30%
税率	15%	2020 年为 15%，2021 年及以后为 25%	2020 年 4 月，《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》出台，新地佩尔 15% 的税率优惠延长至 2030 年。
无风险报酬率	3.02%	3.29%	国债收益率变化导致无风险报酬率有差异
市场风险溢价	7.87%	7.52%	因资本市场环境变化，市场风险溢价从上次评估的 7.52% 提升到 7.87%
剔除财务杠杆的贝塔系数	90.95%	87.49%	行业可比公司的资本结构在不同评估基准日之间存在变化
企业特定风险	2.00%	2.00%	无变化

综上，两次交易折现率计算逻辑相同，存在差异主要系由于基准利率、税率、资本市场环境、无风险报酬率、可比公司相关数据的变化，两次数据存在差异具有合理性。

四、评估结果差异及合理性分析

综合上述分析，两次评估过程中，收入、毛利率、期间费用及折现率等主要评估参数的预测逻辑保持一致，主要评估参数的预测结果不存在较大差异。本次收益法评估结果 24,820.00 万元较前次增加 3,725.00 万元，主要因为：

（一）所得税税率预测值下降

根据国家税务总局公告〔2012〕12 号文件，新地佩尔享受西部大开发所得税优惠，优惠期限至 2020 年 12 月 31 日，前次评估假设新地佩尔可以在该期限内持续获得所得税优惠，即 2020 年 12 月之前所得税税率为 15%，2021 年及以后的所得税率为 25%。

而 2020 年 4 月，《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》出台，新地佩尔 15% 的所得税税率优惠延长至 2030 年。因此，本次评估过程中假设 2021 年之后新地佩尔的所得税税率为 15%，假设更加合理。

由于税率预测水平降低，导致 2021 年-2025 年预测期内净利润增加，具体如

下：

单位：万元

项目		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
前次评估	利润总额	2,928.41	3,252.67	3,524.43	3,798.20	3,798.20
	所得税	694.60	770.58	833.70	897.15	897.15
	净利润	2,233.81	2,482.09	2,690.73	2,901.05	2,901.05
本次评估	利润总额	2,889.41	3,046.87	3,334.10	3,662.50	3,670.85
	所得税	404.23	423.10	462.88	508.57	509.82
	净利润	2,485.17	2,623.76	2,871.22	3,153.93	3,161.03

基于上述主要原因，预测未来现金流量的现值由前次评估的 20,004.08 万元增加至 22,081.59 万元。

（二）非核心资产的增加

收益法评估股权价值的思路：采用 DCF 模型估算出企业价值，加回非核心资产价值，扣减债务价值，得到归属于母公司股东的股权价值，具体计算公式：

$$E = EV + NCA - D$$

E：归属于母公司股东的股权价值	EV：企业价值，即预测未来现金流量的现值
NCA：非核心资产	D：债务

非核心资产主要为交易性金融资产、其他应收款、其他应付款等与阀门业务整体相关性较弱的资产，采用成本法估值。本次评估基准日的非核心资产较前次评估基准日的金额增加 1,593.91 万元，主要是因为新地佩尔以经营积累的闲置货币资金所购买的理财产品余额增加 1,920.28 万元所致。

五、保荐机构核查意见

保荐机构查阅了新地佩尔的评估报告，对比了两次评估的盈利预测及实现情况，对比并分析了两次评估的主要参数取值差异及差异原因，分析补充评估较前次评估的增值的合理性。

经核查，保荐机构认为：两次评估过程中，收入、毛利率、期间费用及折现率等主要评估参数的预测逻辑保持一致，主要评估参数的预测结果在不存在较大

差异。评估结果增加主要是由于税收优惠政策导致的所得税税率预测值下降，以及补充评估基准日的非核心资产价值有所增加，补充评估结果具有合理性。本次评估结果高于前次评估结果，不涉及调整本次交易标的资产的交易对价。中密控股以前次评估结果为作价依据，不会损害上市公司及中小股东的利益。

（本页无正文，为《国泰君安证券股份有限公司关于自贡新地佩尔阀门有限公司股东全部权益价值两次评估结果差异的核查意见》签章页）

保荐代表人签名：

周丽涛

薛波

国泰君安证券股份有限公司

年 月 日