

《关于对辽宁时代万恒股份有限公司重大资产出售暨

关联交易报告书(草案)信息披露的问询函》资产评估相关问题的答复

上海证券交易所：

根据贵交易所《关于对辽宁时代万恒股份有限公司重大资产出售暨关联交易报告书(草案)信息披露的问询函》(上证公函(2018)0580号)问题3“草案披露，本次交易中，辽宁民族、香港民族、国贸公司、信添公司等4家标的资产采用收益法评估。其中：辽宁民族收益法评估值为-399.09万元，资产基础法评估值为1650.16万元，两种评估方法的估值差距较大，请补充披露：(1)请结合资产基础法的评估假设和适用情况，补充说明辽宁民族未采用资产基础法的评估结论的主要原因，并说明此项交易价格是否明显损害上市公司利益；(2)补充披露辽宁民族、香港民族、国贸公司、信添公司收益法评估值的主要假设和参数，说明四家公司预测的未来经营业绩与历史经营业绩的差异及原因。”的要求，中企华评估公司组织项目组人员对审核意见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答复，现将具体情况答复如下：

一、辽宁民族未采用资产基础法的评估结论的主要原因

香港民族和辽宁民族股东及其持股比例情况完全相同，在成衣出口业务上属于上下游关系，香港民族接到客户订单后，交由辽宁民族负责内地打样、客户批核、协调组织生产、配合客户检验、发货等流程，香港民族按照双方签订的合同对辽宁民族进行结算。两个公司之间在经营方面存在较高的依存度，香港民族的出口成衣全部由辽宁民族提供，辽宁民族2016年度和2017年度向香港民族销售收入占其当期服装销售收入的比例分别为87.32%和72.47%，除香港民族之外，辽宁民族的其他客户所占收入比例较少。本次对香港民族和辽宁民族分别采用收益法和资产基础法两种方法进行了评估，评估结果详见下表：

金额单位：人民币万元

项 目		香港民族	辽宁民族	辽宁民族+香港民族
账面净资产		5145.41	1559.07	6704.49
资产基础法	股东全部权益评估值	5154.23	1650.16	6804.39
	增值额	8.82	91.09	99.91
	增值率	0.17%	5.84%	1.49%
收益法	股东全部权益评估值	7558.57	-399.09	7159.48
	增值额	2413.16	-1958.16	454.99
	增值率	46.90%	-125.60%	6.79%
两种评估方法差异额		2404.34	2049.25	355.09
两种评估方法差异率		31.81%	124.18%	4.96%

就企业的获利能力而言，一个企业的整体获利能力的大小不完全是由构成企业整体资产的

各单项要素的价值之和决定的，而是由企业所产出的价值和可判断的未来效用所决定的。资产基础法从再取得资产的角度反映资产价值，即通过资产的重置成本扣减各种贬值反映资产价值，无法全面反映影响企业未来盈利能力。

本次评估目的为辽宁时代万恒股份有限公司拟转让贸易板块涉及的香港民族、辽宁民族等六家贸易公司股权提供价值参考，香港民族和辽宁民族为从事服装贸易业务的上下游公司，评估值应该考虑被评估单位的经营产生的协同效应；同时，贸易公司属于轻资产公司，其主要价值体现在持续稳定的盈利能力。香港地区服装行业发达，地理区位优势明显，经济贸易往来频繁，有利于发展海外客户，香港民族拥有一定的服装外贸经验积累和业务人才，主要的产品销往美国，与多个客户建立了长期合作关系。收益法评估结果主要从企业的未来获利角度评估，更能贴切反映本次股权转让评估目的。从辽宁民族和香港民族完整的业务来看，净资产账面价值合计为 6704.48 万元，资产基础法评估后的股东全部权益价值合计为 6804.39 万元，收益法评估后的股东全部权益价值为 7159.48 万元，两者相差 355.09 万元，差异率为 4.96%。

综上所述，由于资产基础法无法体现香港民族和辽宁民族两个公司之间成衣出口业务的不可分割性，本次对香港民族采用收益法评估结果作为评估结论；同时，在对香港民族采用收益法评估结果作为评估结论的前提下，为保持评估方法的一致性，本次对辽宁民族也采用收益法评估结论。辽宁民族按照收益法评估结论确定的交易价格不存在明显损害上市公司利益的情形。

二、收益法评估的主要假设

(一)一般假设

- 1.假设评估基准日后被评估单位持续经营；
- 2.假设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；
- 3.假设和被评估单位相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等评估基准日后不发生重大变化；
- 4.假设评估基准日后被评估单位的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务；
- 5.假设被评估单位完全遵守所有相关的法律法规；
- 6.假设评估基准日后无不可抗力对被评估单位造成重大不利影响。

(二)特殊假设

- 1.假设评估基准日后被评估单位采用的会计政策和编写本评估报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；

2.假设评估基准日后被评估单位在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前保持一致；

3.假设评估基准日后被评估单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出；

4.假设评估基准日后被评估单位的服务保持目前的市场竞争态势。

三、收益法评估的主要参数及未来经营业绩与历史经营业绩的差异及原因

(一) 辽宁民族

1. 收益法评估的主要参数

(1) 营业收入的预测

该公司营业收入主要包含国内外服装销售、原辅料销售。以前年度营业收入见下表：

金额单位：人民币万元

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
出口销售收入-香港民族	35535.87	38336.46	35504.80
出口销售收入-其他客户	2202.95	1968.40	1902.60
国内销售收入	2877.82	3597.09	11585.19
原辅料销售	8999.23	9900.63	8107.04
营业收入合计	49615.88	53802.58	57099.63

①出口销售收入

对香港民族销售：辽宁民族为香港民族服装出口业务的国内供应商。该部分未来年度收入按照香港民族采购成本预测。

对国外客户直接销售：企业近年来出口销售收入中直接销往国外客户的比例较小，经与公司销售部门沟通及管理层访谈，预测以后年度递增率为 5%。

②国内销售

国内销售收入在 2017 年大幅增长是由于主要客户李宁（中国）体育用品有限公司的订单增加引起的。经与公司销售部门沟通及管理层访谈，预测以后年度递增率为 5%。

③原辅料销售

企业原辅料销售收入主要为该公司将采购的服装面辅料向外协加工厂商销售形成的收入。以后年度按照 2017 年度占服装销售收入的比比例预测。

(2) 营业成本的预测

历史年度各类业务营业成本率见下表：

项目/年度	2015 年	2016 年	2017 年
出口营业成本率-香港民族	84.27%	88.30%	87.35%
出口营业成本率-其他客户	90.63%	88.44%	88.58%
国内营业成本率	86.09%	87.25%	88.42%
原辅料营业成本率	99.96%	97.86%	99.47%

预测以后年度销各类业务的营业成本率与 2017 年持平。

(3) 税金及附加的预测

税金和附加包含城市建设税、教育费附加、地方教育费，仅与内销业务应交增值税相关，按照相应的税率乘以应交增值税计算。另据《关于调整增值税税率的通知》（财税第[2018]32 号）的规定，从 2018 年 5 月 1 日起，对增值税税率进行下调，该公司适用税率为 16%，因此对 2018 年 5 月 1 日以后的预测，采用新税率。

未来年度印花税按照以前年度占营业收入的平均比例预测；残疾人就业保障金按照以前年度占职工薪酬的平均比例预测。

(4) 销售费用的预测

该公司销售费用主要包括职工薪酬、办公费、业务招待费、差旅费、海关费用等。

①办公费用：按照年递增 2%预测。

②职工薪酬、运杂费：职工薪酬和运杂费按照前两年相应费用占营业收入的平均比例预测。

③海关费用等其他费用

A.海关费用：未来年度海关费用按照 2017 年海关费用占出口收入的比例预测。

B.其他销售费用：未来年度其他销售费用按照 2017 年对应费用占营业收入的比例预测。

(5) 管理费用的预测

管理费用主要包括职工薪酬、折旧费、摊销、房租及物业费等。

①职工薪酬：按照年递增 5%预测。

②折旧和摊销：根据资产情况及其折旧年限、受益期预测。

③房租及物业费：租赁费用主要为公司的办公用房费用，租赁合约期限内，按照已签订的租赁协议预测。租赁合约期满，按照年递增 2%预测。

(6) 资本性支出的预测

根据资产状况，对那些已达到使用寿命的资产进行更新。永续年间的支出，是根据 2022 年的规模，按年金化进行计算。

(7) 营运资金增加额的预测

未来年度营运资金占收入的比例按照前三年营运资金占营业收入的平均比例 11%预测。

(8) 折现率的确定

折现率采用加权平均资本成本(WACC)计算。

①无风险收益率的确定

本评估报告以 10 年期国债在评估基准日的到期年收益率 3.8807%作为无风险收益率。

②权益系统风险系数的确定

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中： β_L ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估企业的所得税税率；

D/E：被评估企业的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点，评估人员通过 WIND 资讯系统查询了 9 家沪深 A 股可比上市公司 2017 年 12 月 31 日的 β_L 值（起始交易日期：2015 年 12 月 31 日；截止交易日期：2017 年 12 月 31 日；计算周期：周；收益率计算方法：对数收益率；标的指数：上证综合指数），然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成 β_U 值，并取其平均值 1.1716 作为被评估单位的 β_U 值。

评估基准日，采用可比上市公司的平均资本结构作为本次评估企业的目标资本结构。

③市场风险溢价

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2017 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.38%；国家风险补偿额取 0.81%。市场风险溢价为 7.19%。

④企业特定风险调整系数的确定

被评估单位为上市公司的子公司，各项风险与上市公司接近，风险调整系数 Rc 取 0%。

⑤预测期折现率的确定

综上，WACC=11.15%

2.未来经营业绩与历史经营业绩的差异及原因

历史年度和未来预测经营业绩主要指标详见下表：

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年到永续
营业收入(万元)	49615.88	53802.58	57099.63	60296.61	62205.27	64181.01	66010.55	67903.98	67903.98
营业成本(万元)	43416.81	48420.32	51005.74	53860.65	55568.42	57336.33	58974.43	60669.86	60669.86
销售费用(万元)	2548.57	2879.94	3258.09	3280.43	3382.08	3487.23	3584.94	3686.01	3686.01
管理费用(万元)	2095.36	2042.45	2228.86	2245.11	2342.11	2431.87	2511.94	2612.61	2661.29
财务费用(万元)	508.05	0.32	379.91	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(万元)	1039.67	446.56	189.36	858.52	858.96	870.01	881.87	876.29	804.50
净利润(万元)	1039.67	327.39	134.90	643.89	644.22	652.51	661.40	657.21	603.38
营业成本率	87.5%	90.0%	89.3%	89.3%	89.3%	89.3%	89.3%	89.3%	89.3%
销售费用率	5.1%	5.4%	5.7%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
管理费用率	4.2%	3.8%	3.9%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.9%
财务费用率	1.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年到永续
利润总额率	2.1%	0.8%	0.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%
销售净利润率	2.1%	0.6%	0.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%

历史年度辽宁民族贸易业务盈利能力逐年下降。辽宁民族 2016 年、2017 年的营业收入分别增长了 8.4%、6.1%，近年来服装进出口贸易行业市场竞争激烈，国内制造成本、运输成本和人工成本不断上升，导致销售净利率由 2015 年的 2.1% 降到 2017 年 0.2%。预测年度营业收入及成本费用均有小幅增长，净利润和销售净利率相对比较稳定。

(二)香港民族

1. 收益法评估的主要参数

(1) 营业收入的预测

该公司营业收入包含主营业务收入和其他业务收入，以前年度营业收入见下表：

金额单位：人民币万元

项目/年度	2015年	2016年	2017年
出口成衣批发销售收入	43774.12	50078.84	44918.25
原辅料销售收入	12047.34	11842.48	13152.97
样品销售收入	484.39	611.88	521.60
美国展示店零售收入	0.00	0.00	141.33
主营业务收入合计	56305.86	62533.20	58734.14
其他业务收入	128.54	7.57	1.69
其他业务收入合计	128.54	7.57	1.69
营业收入合计	56434.40	62540.77	58735.84

① 主营业务收入

A. 成衣出口销售收入

该公司主要从事服装出口贸易，出口产品主要销往美国，与多个客户建立了合作关系。香港民族近三年出口服装销售收入略有波动，平均服装年销售收入约为人民币 5 亿元，2016 年、2017 年的出口销售收入增长率分别是 6.11%、-10.58%。预计 2018 年出口销售收入为 6680 万美元，2019 年以后年度成衣出口收入预测递增率为 2%。

B. 原辅料销售收入

原辅料销售收入主要为该公司将采购的服装面辅料向辽宁民族销售产生的销售收入。按照以前年度占成衣出口收入的平均比例预测。

C. 样品销售收入

以后年度的样品销售收入按照 2017 年占成衣出口收入的比例预测。

D. 美国展示店零售收入

预计 2018 年美国展示店零售收入为 100 万美金，以后年度预测递增率为 5%。

②其他业务收入

该公司以前年度其他业务收入为汇兑损益、补偿等零星收入，以后年度不单独预测。

(2)营业成本的预测

历史年度各类业务营业成本率见下表：

项目/年度	2015年	2016年	2017年
出口营业成本率	84.20%	84.29%	85.68%
原辅料营业成本率	102.17%	106.58%	109.20%
样品营业成本率	63.38%	53.02%	62.49%

①成衣出口营业成本

香港民族的出口成衣全部通过关联单位辽宁民族在境内采购与组织生产，我国资源和环境约束不断强化，生产要素成本不断上升，香港民族 2015 年至 2017 年出口营业成本率逐年上升，分别为 84.20%、84.29%、85.68%。经与公司销售部门沟通及管理层访谈，预计香港成衣出口营业成本以后年度成本率略有上升，2018 年到 2020 年预计每年出口营业成本率增加 0.40%，2021 年以后营业成本率与 2020 年持平。

②原辅料营业成本

按照 2016、2017 年度占对应产品的收入平均比例预测。

③样品营业成本

按照 2017 年度占对应产品的收入平均比例预测。

④美国展示店营业成本

按照零售收入的 35%预测。

(3)销售费用的预测

销售费用主要包括展览费和样品费，按照 2017 年发生金额占出口成衣销售收入的比例预测。

(4)管理费用的预测

管理费用主要包括职工薪酬、核数师酬金、办公费用、租赁费用、差旅费、折旧及摊销、其他支出等。

①工资及公积金、核数师酬金、办公费、保险费、医疗支出、律师专业费用：按照年递增 5% 预测。

②差旅费：按照年递增 3%预测。

③董事酬金：与 2017 年持平。

④折旧和摊销：根据资产情况及其折旧年限、受益期预测。

⑤租赁费用：主要为公司分别在香港和美国经营及办公用房租金及相关费用。租赁合约期

限内，按照已签订的租赁协议预测。租赁合约期满，结合当地房屋租赁市场的状况预测，其中：香港租金按照年递增 10%预测，美国租金按照年递增 3%预测。

⑥客户验厂费：按照以前年度占成衣出口销售收入的平均比例预测。

⑦捐赠：按照每年 50000 美元乘以评估基准日汇率预测。

⑧其他支出：按照每年 100000 美元乘以评估基准日汇率预测。

(5)资本性支出的预测

根据资产状况，对那些已达到使用寿命的资产进行更新。永续年间的支出，是根据 2022 年的规模，按年金化进行计算。

(6)营运资金增加额的预测

未来年度营运资金占收入的比例按照前三年营运资金占营业收入的平均比例 13%预测。

(7)折现率的确定

折现率采用加权平均资本成本(WACC)计算。

①无风险收益率的确定

本评估报告以香港 10 年期国债在评估基准日的到期年收益率为 1.819%作为无风险收益率。

②权益系统风险系数的确定

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中： β_L ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估企业的所得税税率；

D/E：被评估企业的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点，评估人员通过 WIND 资讯系统查询了 8 家香港可比上市公司 2017 年 12 月 31 日的值（起始交易日期：2015 年 12 月 31 日；截止交易日期：2017 年 12 月 31 日；计算周期：周；收益率计算方法：对数收益率；标的指数：上证综合指数），然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成 β_U 值，并取其平均值 0.4802 作为被评估单位的 β_U 值。

评估基准日，采用可比上市公司的平均资本结构作为本次评估企业的目标资本结构。

③市场风险溢价

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2017 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.38%；香港地区风险补偿额取 0.57%，市场风险溢价为 6.95%。

④企业特定风险调整系数的确定

被评估单位为上市公司的子公司，各项风险与上市公司接近，风险调整系数 Rc 取 0%。

⑤预测期折现率的确定

综上，WACC=10.74%

2.未来经营业绩与历史经营业绩的差异及原因

历史年度和未来预测经营业绩主要指标详见下表：

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年到永续
营业收入(万元)	56434.40	62540.77	58735.84	56514.85	57664.75	58838.62	60037.01	61260.44	61260.44
营业成本(万元)	49474.97	55156.15	53175.44	50747.81	51947.71	53175.52	54246.59	55339.47	55339.47
销售费用(万元)	0.00	303.75	457.90	444.96	453.86	462.93	472.19	481.64	481.64
管理费用(万元)	4681.17	3401.26	3171.70	3516.97	3675.62	3836.05	4002.44	4185.10	4195.28
财务费用(万元)	78.12	787.65	491.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(万元)	-2913.09	2622.83	2158.93	1805.11	1587.56	1364.12	1315.78	1254.23	1244.05
净利润(万元)	-3377.29	2463.98	2165.60	1507.27	1325.61	1139.04	1098.68	1047.28	1038.78
营业成本率	87.7%	88.2%	90.5%	89.8%	90.1%	90.4%	90.4%	90.3%	90.3%
销售费用率	0.0%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用率	8.3%	5.4%	5.4%	6.2%	6.4%	6.5%	6.7%	6.8%	6.8%
财务费用率	0.1%	1.3%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额率	-5.2%	4.2%	3.7%	3.2%	2.8%	2.3%	2.2%	2.0%	2.0%
销售净利润率	-6.0%	3.9%	3.7%	2.7%	2.3%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
剔除外汇合约影响后的利润总额率	3.8%	4.6%	2.2%						
剔除外汇合约影响后的销售净利润率	3.0%	4.4%	2.2%						

从上表可以看出，香港民族 2016 年、2017 年的出口销售收入增长率分别是 6.11%、-10.58%，2015 年到 2017 年的利润总额中包含的外汇合约收益分别为-5059.16 万元、-268.84 万元、860.78 万元，上述合约在 2017 年全部执行完毕。忽略外汇交割对所得税的影响，调整后的 2015-2017 年的净利润分别是 1681.86 万元、2732.82 万元、1304.82 万元，销售净利润率分别是 3.0%、4.4%和 2.2%。2016 年的销售净利率较高是由于当年收入增加引起，2017 年开始销售收入和销售净利率均呈下降趋势。该公司主要从事服装出口贸易，出口产品主要销往美国，近年来全球服装出口额增速减缓，国际服装市场竞争较为激烈，税收优惠政策吸引全球纺织制造产能向东南亚等成本更低的国家和地区转移，中国服装业在全球服装贸易新格局中的竞争压力持续加大，香港民族目前的销售收入规模超过 5 亿元，香港民族在已有的收入规模基础上新客户数量的递增速度较慢，因此未来年度成衣出口收入递增幅度小于本次拟转让的贸易板块其他公司。同时，香港民族的出口成衣全部通过辽宁民族在境内采购与组织生产，我国资源和环境约束不断强化，市场竞争激烈，国内制造成本不断上升，香港民族 2015 年至 2017 年出口销售成本率逐年上升，预测香港成衣出

口销售成本以后年度成本率还将略有上升，香港民族成衣业务盈利能力逐年下降。

(三) 国贸公司

1. 收益法评估的主要参数

(1) 营业收入的预测

该公司营业收入主要包含国内外服装销售、原辅料销售。以前年度营业收入见下表：

金额单位：人民币万元

项目/年度	2015 年	2016 年	2017 年
出口销售收入	11069.28	19937.88	18365.78
国内销售收入	550.56	953.06	1223.23
原辅料销售收入	4757.59	4041.40	3157.94
主营业务收入合计	16377.43	24932.33	22746.95

① 出口销售收入

万恒国贸主要从事服装出口贸易，产品主要销往欧、美、日等国家。近年来全球服装出口额增速减缓，国际服装市场竞争较为激烈，对公司的盈利产生一定影响，2017 年销售收入下滑。经与公司销售部门沟通及管理层访谈，预测以后年度递增率为 5%。

② 国内销售

国内收入基数较小，2016 年和 2017 年增长幅度较快，经与公司销售部门沟通及管理层访谈，预测以后年度递增率为 5%。

③ 原辅料销售

企业原辅料销售收入主要为该公司将采购的服装面辅料向外协加工厂商销售形成的收入。以后年度按照前两年占服装销售收入的平均比例预测。

(2) 营业成本的预测

历史年度各类业务营业成本率见下表：

项目/年度	2015 年	2016 年	2017 年
出口营业成本率	91.05%	90.51%	88.72%
国内营业成本率	95.36%	90.98%	95.26%
原辅料营业成本率	100.01%	100.03%	100.00%

① 服装内外销营业成本

预测以后年度服装内外销业务的营业成本率与 2017 年持平。

② 原辅料营业成本

该公司原辅料历史年度基本平进平出，以后年度按照平进平出预测。

(3) 税金及附加的预测

税金和附加包含城市建设税、教育费附加、地方教育费，仅与内销业务应交增值税相关，按

照相应的税率乘以应交增值税计算。另据《关于调整增值税税率的通知》（财税第[2018]32号）的规定，从2018年5月1日起，对增值税税率进行下调，该公司适用税率为16%，因此对2018年5月1日以后的预测，采用新税率。

未来年度印花税按照以前年度占营业收入的平均比例预测；残疾人就业保障金按照以前年度占职工薪酬的平均比例预测。

(4)销售费用的预测

该公司销售费用主要包括职工薪酬、办公费、业务招待费、差旅费、运杂费等。

①办公费用：按照年递增2%预测。

②职工薪酬、业务招待费、差旅费、运杂费、样品费、检验费等支出：按照2017年相应费用占营业收入的比例进行预测。

(5)管理费用的预测

管理费用主要包括职工薪酬、办公费用、折旧费、税费、房租费、其他费用等。

①职工薪酬：按照年递增5%预测。

②办公费：按照年递增2%预测。

③折旧：根据资产情况及其折旧年限预测。

④房租及物业费：租赁费用主要为公司的办公用房费用，租赁合约期限内，按照已签订的租赁协议预测。租赁合约期满，按照年递增3%预测。

⑤其他支出：以后年度其他支出按照每年3万元预测。

(6)资本性支出的预测

根据资产状况，对那些已达到使用寿命的资产进行更新。永续年间的支出，是根据2022年的规模，按年金化进行计算。

(7)营运资金增加额的预测

未来年度营运资金占收入的比例按照前三年营运资金占营业收入的平均比例8%预测。

(8)折现率的确定

折现率采用加权平均资本成本(WACC)计算。

①无风险收益率的确定

本评估报告以10年期国债在评估基准日的到期年收益率3.8807%作为无风险收益率。

②权益系统风险系数的确定

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中： β_L ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估企业的所得税税率；

D/E：被评估企业的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点，评估人员通过 WIND 资讯系统查询了 9 家沪深 A 股可比上市公司 2017 年 12 月 31 日的 β_U 值（起始交易日期：2015 年 12 月 31 日；截止交易日期：2017 年 12 月 31 日；计算周期：周；收益率计算方法：对数收益率；标的指数：上证综合指数），然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成 β_U 值，并取其平均值 1.1716 作为被评估单位的 β_U 值。

评估基准日，采用可比上市公司的平均资本结构作为本次评估企业的目标资本结构。

③市场风险溢价

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2017 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.38%；国家风险补偿额取 0.81%。市场风险溢价为 7.19%。

④企业特定风险调整系数的确定

被评估单位为上市公司的子公司，各项风险与上市公司接近，风险调整系数 Rc 取 0%。

⑤预测期折现率的确定

综上，WACC=11.17%

2.未来经营业绩与历史经营业绩的差异及原因

历史年度和未来预测经营业绩主要指标详见下表：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年到永续
营业收入(万元)	16377.43	24932.33	22746.95	24215.89	25426.68	26698.01	28032.92	29434.56	29434.56
营业成本(万元)	15362.13	22954.39	20618.02	21980.51	23079.54	24233.52	25445.19	26717.45	26717.45
销售费用(万元)	673.35	1383.06	1568.87	1666.69	1747.63	1832.57	1921.71	2015.25	2015.25
管理费用(万元)	326.38	422.57	302.45	305.82	318.84	332.30	346.38	361.22	361.31
财务费用(万元)	-56.70	23.00	241.91	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(万元)	63.55	133.18	28.30	243.94	260.81	278.77	297.73	317.65	317.55
净利润(万元)	60.94	98.78	19.58	182.95	195.61	209.08	223.30	238.24	238.16
营业成本率	93.80%	92.07%	90.64%	90.77%	90.77%	90.77%	90.77%	90.77%	90.77%
销售费用率	4.11%	5.55%	6.90%	6.88%	6.87%	6.86%	6.86%	6.85%	6.85%
管理费用率	1.99%	1.69%	1.33%	1.26%	1.25%	1.24%	1.24%	1.23%	1.23%
财务费用率	-0.35%	0.09%	1.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额率	0.39%	0.53%	0.12%	1.01%	1.03%	1.04%	1.06%	1.08%	1.08%
销售净利润率	0.37%	0.40%	0.09%	0.76%	0.77%	0.78%	0.80%	0.81%	0.81%

国贸公司历史年度净利润不足百万，销售净利率不足 0.5%，盈利能力较弱。2016 年虽然营业收入增长 52.24%，但是由于期间费用的上升，导致净利润和 2015 年差异不大。2017 年营业收

入降低 8.77%，销售费用持续增长，同时财务费用（包含汇兑损益）金额较大引起 2017 年净利润明显降低。近年来服装进出口贸易行业市场竞争激烈，同时税收优惠政策吸引全球纺织制造产能向东南亚等成本更低的国家和地区转移，中国服装业在全球服装贸易新格局中的竞争压力持续加大，预测年度营业收入及成本费用均有小幅增长，净利润和销售净利率相对比较稳定。

(四)信添公司

1. 收益法评估的主要参数

(1) 营业收入的预测

该公司营业收入主要包含国内外服装销售，原辅料销售。以前年度营业收入见下表：

金额单位：人民币万元

项目/年度	2015 年	2016 年	2017 年
出口销售收入	2643.26	8642.81	10054.07
内销销售收入	3036.91	1670.35	1773.30
原辅料收入	0.00	2965.72	3168.98
主营业务收入合计	5680.18	13278.88	14996.36
设备租赁收入	0.00	8.55	8.55
其他业务收入合计	0.00	8.55	8.55
营业收入合计	5680.18	13287.42	15004.90

① 主营业务收入

A. 成衣销售收入

该公司主要从事服装贸易，出口产品主要销往欧美，2016 年前营业收入规模较小，该公司近两年出口销售收入增长较快，2016 年、2017 年的出口销售收入增长率分别是 226.97%、16.33%。内销业务客户稳定性较弱，2016 年内销收入下降 45%，2017 年在 2016 年下降的基础上增长 6.16%。近年来全球服装出口额增速减缓，国际服装市场竞争较为激烈。同时，我国资源和环境约束不断强化，生产要素成本不断上升，同时税收优惠政策吸引全球纺织制造产能向东南亚等成本更低的国家和地区转移，中国服装业在全球服装贸易新格局中的竞争压力持续加大。经与公司销售部门沟通及管理层访谈，预计 2018 年出口销售收入递增率为 5%，2019 年及以后年度出口销售收入年递增率为 3%，以后年度内销销售收入年递增率为 2%。

B. 原辅料销售收入

企业原辅料销售收入主要为该公司将采购的服装面辅料向外协加工厂商销售形成的收入。以后年度按照前两年占服装销售收入的平均比例预测。

② 其他业务收入

其他业务收入为设备租赁收入。按照已经签订的合同并结合市场情况预测。

(2) 营业成本的预测

历史年度各类业务营业成本率见下表：

项目/年度	2015 年	2016 年	2017 年
出口营业成本率	81.53%	88.30%	87.29%
国内营业成本率	97.35%	89.34%	90.37%
原辅料营业成本率		100.09%	100.09%

①出口营业成本

我国资源和环境约束不断强化，生产要素成本不断上升，同时税收优惠政策吸引全球纺织制造产能向东南亚等成本更低的国家和地区转移，中国服装业在全球服装贸易新格局中的竞争压力持续加大，将对出口销售业务的盈利产生一定影响。经与公司销售部门沟通及管理层访谈，预计成本率略有上升，2018 年到 2020 年预计每年出口营业成本率增加 0.20%，2021 年以后成本率与 2020 年持平。

②内销营业成本

服装业竞争压力持续加大，将对公司的内销业务的盈利产生一定影响。经与公司销售部门沟通，预计成本率略有上升，2018 年内销成本率增加 0.20%，2019 年以后成本率与 2018 年持平。

③原辅料营业成本

该公司原辅料历史年度基本平进平出，以后年度按照平进平出预测。

④其他业务成本

该公司其他业务成本为租赁设备折旧费，按照对应设备折旧年限预测。

(3)税金及附加的预测

税金和附加包含城市建设税、教育费附加、地方教育费，仅与内销业务应交增值税相关，按照相应的税率乘以应交增值税计算。另据《关于调整增值税税率的通知》（财税第[2018]32 号）的规定，从 2018 年 5 月 1 日起，对增值税税率进行下调，该公司适用税率为 16%，因此对 2018 年 5 月 1 日以后的预测，采用新税率。

未来年度印花税按照以前年度占营业收入的平均比例预测；残疾人就业保障金按照以前年度占职工薪酬的平均比例预测。

(4)销售费用的预测

该公司销售费用主要包括职工薪酬、办公费、差旅费、样品费等。

①办公费用：按照年递增 3%预测。

②职工薪酬、差旅费、运杂费、样品费、展览费等支出：按照历史年度占营业收入的平均比例进行预测。

③房租

租赁费用主要为公司的办公用房费用，租赁合约期限内，按照已签订的租赁协议预测。租赁合约期满，按照年递增 3%预测。

(5)管理费用的预测

管理费用主要包括职工薪酬、差旅费、业务招待费、房租及物业费、折旧及摊销费等。

①职工薪酬：按照年递增 5%预测。

②差旅费、业务招待费、房租及物业费等：按照年递增 3%预测。

③折旧及摊销：根据资产情况及其折旧年限、受益期预测。

(6)资本性支出的预测

根据资产状况，对那些已达到使用寿命的资产进行更新。永续年间的支出，是根据 2022 年的规模，按年金化进行计算。

(7)营运资金增加额的预测

未来年度营运资金占收入的比例按照前三年营运资金占营业收入的平均比例 16%预测。

(8)折现率的确定

折现率采用加权平均资本成本(WACC)计算。

①无风险收益率的确定

本评估报告以 10 年期国债在评估基准日的到期年收益率 3.8807%作为无风险收益率。

②权益系统风险系数的确定

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中： β_L ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估企业的所得税税率；

D/E：被评估企业的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点，评估人员通过 WIND 资讯系统查询了 9 家沪深 A 股可比上市公司 2017 年 12 月 31 日的 β_L 值（起始交易日期：2015 年 12 月 31 日；截止交易日期：2017 年 12 月 31 日；计算周期：周；收益率计算方法：对数收益率；标的指数：上证综合指数），然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成 β_U 值，并取其平均值 1.1716 作为被评估单位的 β_U 值。

评估基准日，采用可比上市公司的平均资本结构作为本次评估企业的目标资本结构。

③市场风险溢价

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2017 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.38%；国家风险补偿额取 0.81%。市场风险溢价为 7.19%。

④企业特定风险调整系数的确定

被评估单位为上市公司的子公司，各项风险与上市公司接近，风险调整系数 R_c 取 0%。

⑤预测期折现率的确定

综上， $WACC=11.17\%$

2.未来经营业绩与历史经营业绩的差异及原因

历史年度和未来预测经营业绩主要指标详见下表：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年到永续
营业收入(万元)	5680.18	13287.42	15004.90	15808.64	16259.53	16723.48	17200.89	17692.13	17692.13
营业成本(万元)	5111.36	12092.72	13550.58	14319.43	14749.06	15191.80	15624.78	16065.83	16067.13
销售费用(万元)	206.95	532.90	652.56	777.28	799.82	823.03	846.91	871.50	871.50
管理费用(万元)	255.44	377.82	240.63	241.91	232.81	232.61	222.19	232.16	280.55
财务费用(万元)	-31.56	19.17	261.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(万元)	114.55	250.64	293.27	454.45	461.76	459.45	489.87	504.95	455.26
净利润(万元)	84.99	186.80	218.57	340.84	346.32	344.58	367.41	378.72	341.44
营业成本率	90.0%	91.0%	90.3%	90.6%	90.7%	90.8%	90.8%	90.8%	90.8%
销售费用率	3.6%	4.0%	4.3%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
管理费用率	4.5%	2.8%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.6%
财务费用率	-0.6%	0.1%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额率	2.0%	1.9%	2.0%	2.9%	2.8%	2.7%	2.8%	2.9%	2.6%
销售净利润率	1.5%	1.4%	1.5%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	1.9%

信添公司历史年度随着收入增加，净利润也逐年增加，销售净利率变化不大。2015 年的出口产品收入基数较小，2016 年、2017 年的销售收入增长率分别是 133.93%、12.93%。该公司近两年出口销售收入增长较快，出口客户的稳定性明显由于内销客户，内销业务客户稳定性稍差。未来年度营业收入逐年小幅增加，同时由于国内制造成本、运输成本和人工成本不断上升引起营业成本随之增加，管理费用中折旧摊销由于折旧年限和摊销年限短于经济寿命年限，引起以后年度管理费用降低。综上导致信添公司未来年度净利润和销售净利率相对比较稳定。

(以下无正文)

