

华西证券股份有限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重大资产出售暨关联交易
报告书（草案）信息披露的问询函》
相关问题之专项核查意见

上海证券交易所：

辽宁时代万恒股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”、“时代万恒”）于2018年5月21日收到上海证券交易所下发的《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）（以下简称“问询函”），华西证券股份有限公司作为本次重大资产重组的独立财务顾问，现根据问询函的要求，就相关问题进行回复如下：

如无特别说明，本专项核查意见中的简称均与《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）（修订稿）》中的简称具有相同含义。

一、问题 1 及核查意见

问题：

草案披露，公司将贸易板块中各子公司股权以 5961 万元的价格转让给控股股东。交易完成后，公司 2017 年营业收入将减少 74.91%，归属于母公司净利润减少 63.48%。请补充披露：（1）结合公司各业务板块的经营情况，说明本次交易是否可能导致上市公司未来亏损，并进行风险揭示；（2）本次交易对公司 2018 年度经营业绩的具体影响。请财务顾问发表意见。

（一）问题回复

1、结合公司各业务板块的经营情况，说明本次交易是否可能导致上市公司未来亏损，并进行风险揭示

本次交易前，公司的主营业务包括二次电池制造、贸易、房地产开发和林业资源开发，其中：贸易是公司的主要收入来源。2017 年度公司贸易业务板块实现营业收入 112,832.26 万元，实现归属于母公司股东的净利润 1,167.65 万元，扣除香港民族非经常性损益-远期外汇合约对净利润的影响，2017 年度公司贸易

业务板块归属于母公司股东的净利润为 697.71 万元。

本次交易完成后，贸易业务板块各子公司将不再纳入公司合并报表范围，公司收入规模短期将出现一定幅度的下滑。此外，公司高能锂离子动力电池项目投资产期预计延至 2018 年 6 月底，该项目暂时无法为上市公司实现收入并贡献利润，且该项目投产后前期由于需要设备、工艺磨合、产品验证等原因，可能短期内无法形成规模效益，项目前期经营状况亦存在一定的不确定性。因此，本次交易完成后，公司预计 2018 年经营业绩可能出现亏损。

2、本次交易对公司 2018 年度经营业绩的具体影响

本次交易公司拟将所持有的贸易业务板块中各子公司的股权以 5,961.00 万元的交易价格全部转让给控股集团。按照各贸易子公司 2017 年末归属于母公司股东的所有者权益合计 5,469.07 万元计算，本次重大资产重组交易公司产生股权转让收益 491.93 万元。而公司贸易板块子公司 2018 年预计会实现归属于母公司股东的净利润 700 万元。因此，公司本次重大资产重组交易预计减少 2018 年度归属于母公司股东的净利润约 208.07 万元。

（二）财务顾问核查意见

独立财务顾问认为：本次交易完成后，公司营业收入短期内将出现一定幅度的下滑，且公司高能锂离子动力电池项目前期经营状况存在一定的不确定性，公司 2018 年度业绩可能出现亏损，公司本次重大资产重组交易预计减少 2018 年度归属于母公司股东的净利润约 208.07 万元。

（三）草案补充修改说明

已在草案“重大风险提示”及“第十一节风险因素”之“二、本次交易完成后的上市公司经营及业务风险”中补充披露了相关内容。

二、问题 2 及核查意见

问题：

草案披露，本次交易的~~对价~~支付采用分期付款方式，在协议生效后 5 个工作日内支付转让价款中的 30%，剩余价款应在协议生效后 12 个月内（不超过 1 年）付清。请补充披露：（1）剩余 70% 价款在 1 年内支付的付款安排是否期限过长，是否符合商业惯例；（2）交易对方的资金支付能力，是否存在违约风险。

请财务顾问发表意见。

（一）问题回复

1、**剩余 70%价款在 1 年内支付的付款安排是否期限过长，是否符合商业惯例**

本次交易对价的支付方式和进度是交易对方根据自身财务状况、现金流和资金规划等情况，经与上市公司充分友好、平等协商的结果。之所以采用分期付款和剩余 70%价款在 1 年内支付的付款安排主要是基于如下考虑：首先，交易对方目前账面资金虽可以支付本次交易的大部分交易对价，但为避免因一次性大额资金流出影响企业正常的生产经营，经双方协商采用 1 年内分期方式支付剩余价款；其次，就本次交易的标的公司而言，目前正处于执行合同期，为保证各标的公司业务的正常开展，同时迎接下半年的业务旺季的资金需求，交易对方需为标的公司收购后的资金需求做出提前安排。

鉴于上述原因，为谨慎起见控股集团与时代万恒经协商一致，达成剩余 70%价款在 1 年内支付的付款安排，同时，控股集团按同期银行贷款利率支付股权转让协议生效日至实际付款日期间的利息。虽然剩余 70%价款付款期限相对较长，但该项安排能够最大限度的保证时代万恒、控股集团以及各标的公司的各方利益。此外，根据控股集团出具的相关说明，控股集团将进行战略调整，积极筹措资金，加快现有房地产开发业务的整体退出和处置部分不动产，并将根据经营情况力争在《股权转让协议》生效后 6 个月内全额支付剩余股权交易对价。

2、**交易对方的资金支付能力，是否存在违约风险**

交易对方主营业务以房地产开发和写字楼经营租赁为主，经营状况正常。根据交易对方的发展战略，将进行战略调整，积极筹措资金，加快现有房地产开发业务的整体退出和处置部分不动产。根据计划安排，公司在未来的 6 个月内通过转让两处不动产预计可收回资金不少于 6000 万元，未来的 12 个月内通过现有房地产项目产品销售和项目公司股转退出可收回资金 2-3 亿元。因此，交易对方具备支付本次交易对价的资金支付能力。但若交易对方上述资金安排未能如期实现，将会给本次交易对价的支付带来一定的违约风险。

（二）财务顾问核查意见

独立财务顾问认为：虽然剩余 70%价款付款期限相对较长，但该项安排能够最大限度的保证时代万恒、控股集团以及各标的公司的各方利益。交易对方具备支付本次交易对价的资金支付能力，但若交易对方相关资金安排未能如期实现，将会给本次交易对价的支付带来一定的违约风险。

（三）草案补充修改说明

已在草案“重大风险提示”及“第十一节风险因素”之“一、与本次交易相关的风险”之“（四）交易对价支付的风险”中补充披露了相关内容。

三、问题 3 及核查意见

问题：

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。请财务顾问和评估师发表意见。

（一）问题回复

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

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：

单位：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		5,145.41	1,559.07	6,704.49
资产基础法	股东全部权益评估值	5,154.23	1,650.16	6,804.39
	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	7,558.57	-399.09	7,159.48
	增值额	2,413.16	-1,958.16	454.99
	增值率	46.90%	-125.60%	6.79%
两种评估方法差异额		2,404.34	2,049.25	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。

本次评估目的为时代万恒拟转让贸易业务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 6,704.48 万元，资产基础法评估后的股东全部权益价值合计为 6,804.39 万元，收益法评估后的股东全部权益价值为 7,159.48 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。

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

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详见草案“第五节 交易标的评估情况”之“三、评估假设”。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如下：

(1) 辽宁民族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

i 收益法评估的主要参数

①营业收入的预测

辽宁民族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：

单位：万元

项 目	2015 年度	2016 年度	2017 年度
出口销售收入-香港民族	35,535.87	38,336.46	35,504.80
出口销售收入-其他客户	2,202.95	1,968.40	1,902.60
国内销售收入	2,877.82	3,597.09	11,585.19
原辅料销售	8,999.23	9,900.63	8,107.04
营业收入合计	49,615.88	53,802.58	57,099.63

a、出口销售收入

出口销售收入-香港民族：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。

出口销售收入-其他客户：辽宁民族近年来出口销售收入中直接销往国外客户的比例较小，预测以后年度递增率为 5%。

b、国内销售收入

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，预测以后年度递增率为 5%。

c、原辅料销售

原辅料销售收入主要为辽宁民族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 年度	2016 年度	2017 年度
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

辽宁民族销售费用主要包括：职工薪酬、办公费、业务招待费、差旅费、海关费用等，其中：办公费用按照年递增 2%预测；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；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；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

辽宁民族管理费用主要包括：职工薪酬、折旧费、摊销、房租及物业费等，其中：职工薪酬按照年递增 5%预测；折旧和摊销根据资产情况及其折旧年限、受益期预测；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。

a、无风险收益率的确定

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。

b、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。

c、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%。

d、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%。

e、预测期折现率的确定

综上，WACC=11.15%

ii 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)	49,615.88	53,802.58	57,099.63	60,296.61	62,205.27	64,181.01	66,010.55	67,903.98	67,903.98
营业成本(万元)	43,416.81	48,420.32	51,005.74	53,860.65	55,568.42	57,336.33	58,974.43	60,669.86	60,669.86
销售费用(万元)	2,548.57	2,879.94	3,258.09	3,280.43	3,382.08	3,487.23	3,584.94	3,686.01	3,686.01
管理费用(万元)	2,095.36	2,042.45	2,228.86	2,245.11	2,342.11	2,431.87	2,511.94	2,612.61	2,661.29
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)	1,039.67	446.56	189.36	858.52	858.96	870.01	881.87	876.29	804.50
净利润(万元)	1,039.67	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%
利润总额率	2.1%	0.8%	0.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%
销售净利率	2.1%	0.6%	0.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%

从上表可以看出，辽宁民族 2016 年度、2017 年度的营业收入分别增长了 8.4%、6.1%，但是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，销售净利率由 2015 年的 2.1% 降到 2017 年 0.2%，历史年度辽宁民族贸易业务盈利能力逐年下降。预测年度营业收入及成本费用均有小幅增长，预测年度的净利润和销售净利率相对比较稳定。

(2) 香港民族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

i 收益法评估的主要参数

① 营业收入的预测

香港民族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：

单位：万元

项目/年度	2015年	2016年	2017年
出口成衣批发销售收入	43,774.12	50,078.84	44,918.25
原辅料销售收入	12,047.34	11,842.48	13,152.97
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	56,305.86	62,533.20	58,734.14

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	56,434.40	62,540.77	58,735.84

a、成衣出口销售收入

香港民族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年度、2017年度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6,680万美元，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香港民族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%。

e、其他业务收入

香港民族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%

a、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%。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。

b、原辅料营业成本

按照 2016 年度、2017 年度占对应产品的收入平均比例预测。

c、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。

d、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，其中：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；差旅费按照年递增 3%预测；董事酬金与 2017 年持平；折旧和摊销根据资产情况及其折旧年限、受益期预测；租赁费用主要为香港民族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；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；捐赠按照每年 50000 美元乘以评估基准日汇率预测；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。

a、无风险收益率的确定

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。

b、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。

c、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%。

d、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%。

e、预测期折现率的确定

综上，WACC=10.74%

ii 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)	56,434.40	62,540.77	58,735.84	56,514.85	57,664.75	58,838.62	60,037.01	61,260.44	61,260.44
营业成本(万元)	49,474.97	55,156.15	53,175.44	50,747.81	51,947.71	53,175.52	54,246.59	55,339.47	55,339.47
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)	4,681.17	3,401.26	3,171.70	3,516.97	3,675.62	3,836.05	4,002.44	4,185.10	4,195.28
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)	-2,913.09	2,622.83	2,158.93	1,805.11	1,587.56	1,364.12	1,315.78	1,254.23	1,244.05
净利润(万元)	-3,377.29	2,463.98	2,165.60	1,507.27	1,325.61	1,139.04	1,098.68	1,047.28	1,038.78
营业成本率	87.7%	88.2%	90.5%	89.8%	90.1%	90.4%	90.4%	90.3%	90.3%

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年到 永续
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 后的销售净利率	3.0%	4.4%	2.2%						

从上表可以看出，香港民族 2016 年度、2017 年度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-5,059.16 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 1,681.86 万元、2,732.82 万元、1,304.82 万元，销售净利率分别是 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。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，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。

(3) 国贸公司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

i 收益法评估的主要参数

①营业收入的预测

国贸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：

单位：万元

项目/年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度
-------	---------	---------	---------

出口销售收入	11,069.28	19,937.88	18,365.78
国内销售收入	550.56	953.06	1,223.23
原辅料销售收入	4,757.59	4,041.40	3,157.94
主营业务收入合计	16,377.43	24,932.33	22,746.95

a、出口销售收入

国贸公司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，对国贸公司的盈利产生一定影响，2017年销售收入下滑，预测以后年度递增率为5%。

b、国内销售

国内收入基数较小，2016年和2017年增长幅度较快，预测以后年度递增率为5%。

c、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年度	2016年度	2017年度
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%

a、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。

b、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

国贸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，其中：办公费用按照年递增 2%预测；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，其中：职工薪酬按照年递增 5%预测；办公费按照年递增 2%预测；折旧根据资产情况及其折旧年限预测；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；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。

a、无风险收益率的确定

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。

b、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。

c、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%。

d、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%。

e、预测期折现率的确定

综上，WACC=11.17%

ii 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)	16,377.43	24,932.33	22,746.95	24,215.89	25,426.68	26,698.01	28,032.92	29,434.56	29,434.56
营业成本(万元)	15,362.13	22,954.39	20,618.02	21,980.51	23,079.54	24,233.52	25,445.19	26,717.45	26,717.45
销售费用(万元)	673.35	1,383.06	1,568.87	1,666.69	1,747.63	1,832.57	1,921.71	2,015.25	2,015.25
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。

(4) 信添公司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

i 收益法评估的主要参数

①营业收入的预测

信添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：

单位：万元

项目/年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度
出口销售收入	2,643.26	8,642.81	10,054.07
内销销售收入	3,036.91	1,670.35	1,773.30
原辅料收入	0.00	2,965.72	3,168.98
主营业务收入合计	5,680.18	13,278.88	14,996.36
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	5,680.18	13,287.42	15,004.90

a、成衣销售收入

信添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。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信添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。

c、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 年度	2016 年度	2017 年度
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%

a、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。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。

b、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。

c、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。

d、其他业务成本

信添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

信添公司销售费用主要包括：职工薪酬、办公费、差旅费、样品费等，其中：

办公费用按照年递增 3%预测；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；租赁费用主要为信添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。其中：职工薪酬按照年递增 5%预测；差旅费、业务招待费、房租及物业费等按照年递增 3%预测；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。

a、无风险收益率的确定

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。

b、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。

c、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%。

d、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%。

e、预测期折现率的确定

综上，WACC=11.17%

ii 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)	5,680.18	13,287.42	15,004.90	15,808.64	16,259.53	16,723.48	17,200.89	17,692.13	17,692.13
营业成本(万元)	5,111.36	12,092.72	13,550.58	14,319.43	14,749.06	15,191.80	15,624.78	16,065.83	16,067.13
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优于内销客户，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。

（二）财务顾问核查意见

独立财务顾问认为：辽宁民族未采用资产基础法的评估结论理由充分、合理，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。

（三）草案补充修改说明

辽宁民族未采用资产基础法的评估结论的主要原因以及辽宁民族、香港民族、国贸公司、信添公司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已在草案“第五节 交易标的评估情况”中补充披露了相关内容。

四、问题 4 及核查意见

问题：

草案披露，公司作为担保方，对标的资产存在 9750 万人民币及 2780 万美元的担保，且未履行完毕。请公司补充披露标的资产出售后对相关担保的具体安排，如继续为其担保是否损害上市公司利益。请财务顾问发表意见。

（一）问题回复

为避免本次交易对各标的企业经营造成不利影响，保证各标的企业股权平稳过渡，对于公司为标的企业提供的担保，公司与交易对方在《股权转让协议》中约定，交易对方承诺将在《股权转让协议》生效后 12 个月内取得相关债务的债权人同意，并以置换担保方或其他可行方式免除公司的担保责任，以使公司不再对标的企业的债务承担任何担保责任。如果在此之前公司被要求承担担保责任的，交易对方将代为履行担保责任或全额补偿公司因履行担保责任而产生的损失。交易对方已出具相应承诺，公司亦将督促交易对方严格根据《股权转让协议》的约定履行承诺。

目前，本次交易方案和《股权转让协议》业经公司第六届董事会第三十八次会议、第六届监事会第二十三次会议审议通过，公司独立董事发表独立意见同意

公司与控股集团签署附条件生效的《股权转让协议》，以及公司董事会就本次重大资产重组事项的总体规划；此外，本次交易方案和《股权转让协议》亦需要经过股东大会的审议批准，上述担保不会损害上市公司的利益。

（二）财务顾问核查意见

独立财务顾问认为：标的资产出售后如继续为其担保不会损害上市公司利益。

（三）草案补充修改说明

已在草案“第十四节 其他重要事项”之“二、本次交易完成后，上市公司是否存在为实际控制人或其他关联人提供担保的情形”中补充披露了相关内容。

五、问题 5 及核查意见

问题：

草案披露，公司作为资金拆除方，对标的资产提供了相关资金拆借。请公司补充披露标的资产出售后对拆借资金的具体安排，如未归还是否构成非经营性资金占用，是否会损害上市公司利益。请财务顾问发表意见。

（一）问题回复

报告书中披露的公司作为资金拆出方，对标的企业提供的相关资金拆借，主要是本次交易前公司为满足各标的企业日常经营资金需要，向各标的企业提供的资金支持。为避免本次交易对各标的企业经营造成不利影响，保证各标的企业股权平稳过渡，针对上述对标的企业提供的相关资金拆借，公司与交易对方在《股权转让协议》中约定，对于截至评估基准日标的企业应付公司款项以及评估基准日后产生的标的企业应付公司款项（如有），交易对方承诺将督促标的企业在《股权转让协议》生效后 12 个月内全部清偿；如标的企业到期不能清偿的，交易对方对上述债务本金及利息承担连带清偿责任。交易对方已出具相应承诺，公司亦将督促交易对方严格根据《股权转让协议》的约定履行承诺。此外，根据交易对方针对上述资金拆借出具的相关说明，交易对方将帮助标的企业在《股权转让协议》生效后 6 个月内偿还应付时代万恒款项总额的 30%，9 个月内偿还总额的 40%，12 个月内全部偿还全部应付款项。

目前，本次交易方案和《股权转让协议》业经公司第六届董事会第三十八次会议、第六届监事会第二十三次会议审议通过，公司独立董事发表独立意见同意公司与控股集团签署附条件生效的《股权转让协议》，以及公司董事会就本次重大资产重组事项的总体安排；此外，本次交易方案和《股权转让协议》亦需要经过股东大会的审议批准，上述资金拆借不损害上市公司利益。

（二）财务顾问核查意见

独立财务顾问认为：本次交易方案和《股权转让协议》需要经过股东大会的审议批准，上述资金拆借不损害上市公司利益。

（三）草案补充修改说明

已在草案“第十四节 其他重要事项”之“一、本次交易完成后，上市公司是否存在资金、资产被实际控制人或其他关联人占用的情形”中补充披露了相关内容。

（本页无正文，为《华西证券股份有限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重大资产出售暨关联交易报告书（草案）信息披露的问询函〉相关问题之专项核查意见》之签章页）

财务顾问主办人： 崔振升
崔振升

杨帆
杨帆

