

证券代码：000576

证券简称：广东甘化

公告编号：2018-54

江门甘蔗化工厂（集团）股份有限公司 关于深圳证券交易所问询函回复的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

江门甘蔗化工厂（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）于2018年7月11日收到深圳证券交易所《关于对江门甘蔗化工厂（集团）股份有限公司的关注函》（公司部关注函[2018]第133号），公司董事会组织相关方就《关注函》中所涉及事项逐一进行了认真核查，现将有关问题回复情况公告如下：

问题一、《关于收购沈阳含能金属材料制造有限公司 45%股权的公告》（以下简称“《公告》”）显示，沈阳含能注册资本 3,000 万元，成立时间为 2015 年 2 月 16 日，截至《公告》披露日已实缴全部注册资本。本次交易前沈阳含能的股权结构如下：

股东名称	对应出资额（人民币万元）	股权比例
辽沈集团	1,050.00	35.00%
将乐鸿光	930.00	31.00%
宏伟非晶	600.00	20.00%
沙县鸿光	420.00	14.00%
合计	3,000.00	100.00%

将乐鸿光成立时间 2018 年 1 月 24 日，注册资本为 1,500 万元；

沙县鸿光成立时间为 2018 年 1 月 30 日，注册资本为 500 万元；交易对方均由郝宏伟及其配偶苏娟 100%持有合伙份额。公开信息显示，沈阳含能的第三大股东宏伟非晶（全称为“沈阳宏伟非晶金属材料有限公司”）亦为郝宏伟 100%控制的企业。

此外，你公司在 2018 年 2 月 12 日即发布《关于筹划重大事项的提示性公告》，称涉及收购国内军工行业标的公司的控股权，在近 5 个月后，披露该事项的最新进展。

请你公司：

（1）说明交易对方及宏伟非晶注册资本的实缴时间，并提供相关验资证明文件；

（2）说明交易对方、沈阳含能的第一大股东辽沈集团和第三大股东宏伟非晶正式实缴资金入股沈阳含能的时间、入股成本，并提供相关证明文件；

（3）说明本次交易后交易对方预计取得的投资收益金额；在交易对方入股沈阳含能后的短期内，公司即筹划高溢价收购其持有的沈阳含能股权的具体原因；

（4）说明此次交易仅收购交易对方持有沈阳含能合计 45%股权而不收购郝宏伟控制的剩余 20%股权的具体原因；

（5）说明沈阳含能历次股权转让、注资、增资情况（如有）以及与本次交易作价的对比情况；如存在差异，请说明原因及合理性。

回复：

一、说明交易对方及宏伟非晶注册资本的实缴时间，并提供相关验资证明文件

根据 2013 年新颁布的《公司法》，已经取消强制验资程序，因此交易对方及宏伟非晶并未进行验资程序，公司查阅了相关的工商档案、银行缴款单验证其出资的真实性。

（一）将乐鸿光企业管理服务中心（普通合伙）（以下简称“将乐鸿光”）的实缴出资情况

根据将乐鸿光提供的工商档案、银行缴款单等文件，截至本回复出具日，将乐鸿光的合伙人及其出资情况如下：

合伙人名称	认缴出资额 (万元)	实缴出资额 (万元)	出资形式	实缴时间	出资期限
郝宏伟	750	525	货币	2018.06.21	2037.01.31 之前缴清
苏娟	750	525	货币	2018.06.21	2037.01.31 之前缴清
合计	1,500	1,050	—	—	—

注：郝宏伟先生与苏娟女士为配偶关系。

鉴于《合伙企业法》并未要求合伙人缴纳出资必须经验资机构验资，且将乐鸿光的合伙协议中也未对此予以明确约定。因此，根据将乐鸿光的合伙协议的约定，合伙人各自的认缴出资额应在 2037 年 1 月 31 日之前缴清。

（二）沙县鸿光企业管理服务合伙企业（普通合伙）（以下简称“沙县鸿光”）的实缴出资情况

根据沙县鸿光提供的工商档案、银行缴款单等文件，截至本回复出具日，沙县鸿光的合伙人及其出资情况如下：

合伙人名称	认缴出资额 (万元)	实缴出资额 (万元)	出资形式	实缴时间	出资期限
郝宏伟	250	225	货币	2018.06.20	2030.12.31 之前缴清
苏娟	250	225	货币	2018.06.20	2030.12.31 之前缴清
合计	500	450	—	—	—

鉴于《合伙企业法》并未要求合伙人缴纳出资必须经验资机构验资，且沙县鸿光的合伙协议中也未对此予以明确约定。因此，根据沙县鸿光的合伙协议的约定，合伙人各自的认缴出资额应在 2030 年 12 月 31 日之前缴清。

（三）沈阳宏伟非晶金属材料有限公司（以下简称“宏伟非晶”）的实缴出资情况

根据宏伟非晶提供的工商档案、银行缴款单、历次股权转让的价款支付凭证等文件，截至本回复出具日，宏伟非晶的股东及其出资情况如下：

股东名称	认缴出资额 (万元)	实缴出资额 (万元)	出资形式	实缴时间	出资期限
郝宏伟	1,000	1,000	货币	2015.04.30	2019.05.09 之前
合计	1,000	1,000	--	--	--

二、说明交易对方、沈阳含能的第一大股东辽沈集团和第三大股东宏伟非晶正式实缴资金入股沈阳含能的时间、入股成本，并提供相关证明文件

（一）将乐鸿光的实缴资金入股时间、入股成本

根据沈阳含能提供的工商档案、辽宁中鼎盛华会计师事务所有限公司出具的《验资报告》（中鼎盛华验字[2016]2号）、福州闽清沈通非晶金属材料有限公司（以下简称“沈通非晶”）和将乐鸿光之间的股权转让协议等文件，沈通非晶将其持有的沈阳含能 31% 股权（对应认缴出资额为 930 万元，实缴出资额为 682.75 万元）转让给将乐鸿光，转让价格为 767.74 万元。根据协议的约定，前述转让股权对应的未实缴出资额由将乐鸿光予以补足。

根据沈阳含能提供的银行缴款单，沈阳含能已于2018年6月26日收到股东将乐鸿光缴纳的注册资本（实收资本）247.25万元。因此，截至2018年6月26日，将乐鸿光持有的沈阳含能31%股权所对应的认缴出资额已全部实缴到位。

据此，将乐鸿光的入股成本为购买沈阳含能31%的股权受让价款767.74万元和补足实缴注册资本247.25万元之和，即1,014.99万元。

（二）沙县鸿光的实缴资本入股时间、入股成本

根据沈阳含能提供的工商档案、辽宁中鼎盛华会计师事务所有限公司出具的《验资报告》（中鼎盛华验字[2016]2号）、宏伟非晶与沙县鸿光之间的股权转让协议等文件，宏伟非晶将其持有的沈阳含能14%股权（对应认缴出资额为420万元，实缴出资额为45.54万元）转让给沙县鸿光，转让价格为51.21万元。根据协议的约定，前述转让股权对应的未实缴出资额由沙县鸿光予以补足。

根据沈阳含能提供的银行缴款单，沈阳含能已于2018年6月26日收到股东沙县鸿光缴纳的注册资本（实收资本）374.46万元。因此，截至2018年6月26日，沙县鸿光持有的沈阳含能14%股权所对应的认缴出资额已全部实缴到位。

据此，沙县鸿光的入股成本为购买沈阳含能14%的股权受让价款51.21万元和补足实缴注册资本374.46万元之和，即425.67万元。

（三）辽沈工业集团有限公司（以下简称“辽沈集团”）的实缴资本入股时间、入股成本

根据沈阳含能提供的工商档案、辽宁中鼎盛华会计师事务所有限公司出具的《验资报告》（中鼎盛华验字[2016]2号）等文件，辽沈

集团持有的沈阳含能 35%股权所对应的认缴出资额为 1,050 万元，实缴出资额为 715.23 万元。

根据沈阳含能提供的银行缴款单，沈阳含能已于 2018 年 6 月 26 日收到股东辽沈集团缴纳的注册资本（实收资本）334.77 万元。因此，截至 2018 年 6 月 26 日，辽沈集团持有的沈阳含能 35%股权对应的认缴出资额已全部实缴到位。

据此，辽沈集团的入股成本为其已实缴的出资额 1,050 万元。

（四）宏伟非晶的实缴资本入股时间、入股成本

根据沈阳含能提供的工商档案、辽宁中鼎盛华会计师事务所有限公司出具的《验资报告》（中鼎盛华验字[2016]2号）、宏伟非晶与沙县鸿光之间的股权转让协议等文件，宏伟非晶设立时持有沈阳含能 34%的股权，对应认缴出资额 1,020 万元，实缴出资额为 645.54 万元。

2018 年 6 月 26 日，宏伟非晶将其持有的沈阳含能 14%股权（对应认缴出资额为 420 万元，实缴出资额为 45.54 万元）转让给沙县鸿光。因此，截至 2018 年 6 月 26 日，宏伟非晶持有的沈阳含能 20%股权对应的认缴出资额已全部实缴到位。

据此，宏伟非晶持股 20%的入股成本为其已实缴的出资额 600 万元。

三、说明本次交易后交易对方预计取得的投资收益金额；在交易对方入股沈阳含能后的短期内，公司即筹划高溢价收购其持有的沈阳含能股权的具体原因；

（一）交易对方的预计投资收益金额

根据沈阳含能提供的股权转让协议、转让价款支付凭证及本次交易文件等资料，本次交易后，在不考虑转让税费的情况下，交易对方

将乐鸿光、沙县鸿光预计取得的投资收益情况如下表所示：

交易对方	入股成本	本次转让价格	预计投资收益（税前）
将乐鸿光	1014.99 万元	12,648 万元	11,633 万元
沙县鸿光	425.67 万元	5,712 万元	5,286 万元

（二）交易对方入股沈阳含能后的短期内，公司高溢价收购沈阳含能股权的具体原因

1、溢价收购标的公司是基于其经营规模及业绩持续增长

沈阳含能是一家军工产品生产企业，其拥有军工行业的相关资质，同时是辽宁省高新技术企业，主要承担各种规格钨合金预制破片的研发及制造，产品主要应用于国防科技领域。沈阳含能在钨合金预制破片领域具有相对稳定的竞争地位，产品性能良好，获得军方认可，已与多家军工企业建立了良好的合作关系，是部分常规炮弹及新型炮弹预制破片的唯一供应商或主要供应商。

沈阳含能自设立以来的经营业绩一直保持持续增长的态势，其最近一年及一期的主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2018年6月30日	2017年12月31日
资产总额	7,481.06	4,918.82
负债总额	3,052.83	350.29
应收款项	2,827.36	1,914.01
所有者权益	4,428.23	4,568.53
项目	2018年1-6月	2017年度
营业收入	4,313.23	8,132.23
营业利润	1,235.07	2,925.85
净利润	1,171.84	2,520.07
经营活动产生的现金流量净额	-281.98	1,853.18

注：沈阳含能2017年度财务数据已经具有证券、期货业务资格的广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了标准无保留意见的《沈阳含能金属材料制造有限公司2017年审计报告》(广会专字[2018]G18006630013号)；2018年半年度财务数据未经审计。

2、本次收购有利于上市公司的产业转型

近年来，公司正在积极实施产业转型与布局，以有效提升公司未来盈利能力和持续经营能力。当前，军民融合上升为国家战略，国防军工行业将迎来良好的发展机遇。本次收购后，沈阳含能成为公司的控股子公司，公司的主营业务将新增军工业务板块，公司的收入规模和利润水平将得到提升，盈利能力和持续发展能力将得到增强，对公司战略发展和产业转型有着积极的影响。

3、交易对方入股沈阳含能系同一实际控制下的股权转让

根据将乐鸿光、沙县鸿光的工商资料，将乐鸿光、沙县鸿光均为郝宏伟及其配偶控制的合伙企业，是实际控制人对其同一控制下其企业的股权机构进行调整，以将乐鸿光、沙县鸿光、宏伟非晶作为持有沈阳含能股权的法人主体，因此交易对方入股沈阳含能后，不会改变沈阳含能的日常运营。

本次股权转让协议中约定业绩承诺及补偿责任的责任方为将乐鸿光、沙县鸿光及郝宏伟，且郝宏伟对补偿义务向上市公司承担连带责任。承担补偿义务的自然人与将乐鸿光、沙县鸿光入股沈阳含能前一致，因此其股权调整的行为并不影响上市公司利益。

4、交易对价的合理性分析

鉴于公司对于钨合金预制破片领域的发展前景长期看好，在综合评价沈阳含能经营管理团队和产品研发技术的基础上，本次交易的定价系以具有证券、期货业务资格的上海东洲资产评估有限公司评估的沈阳含能股东全部权益预估值作为参考依据。截至评估基准日 2017 年 12 月 31 日，沈阳含能经审计的净资产账面价值为人民币 4,568.53 万元，评估值为人民币 40,800.00 万元。

四、说明此次交易仅收购交易对方持有沈阳含能合计 45%股权而不收购郝宏伟控制的剩余 20%股权的具体原因；

公司本次未收购郝宏伟控制的剩余 20%股权的主要原因如下：

（一）分步实施股权收购方案

本次交易方案系上市公司与交易对方共同协商确定的结果，在保证上市公司对沈阳含能的控制权的情况下，分步实施股权收购方案能够有效降低上市公司的交易风险。

（二）经营管理团队未来承担的责任

本次交易完成后，为了保证沈阳含能的日常业务经营，郝宏伟仍继续在沈阳含能任职并负责日常的经营管理，参与公司经营管理和战略规划。因此，郝宏伟仍控制沈阳含能 20%的股权，一方面可以继续保持收购前原股东对沈阳含能的认同感和使命感，更好地完成业绩承诺；另一方面也可激励郝宏伟及其团队持续保持发展业务的积极性，创造更多利润增长点。

根据《股权转让协议》，“为保证业绩承诺的执行，丁方同意将其通过沈阳宏伟非晶金属材料有限公司持有的目标公司 10%股权质押给甲方，双方将另行签订股权质押协议。”因此剩余 20%股权暂不收购是为保障上市公司利益做出的安排，将剩余部分股权作为业绩承诺及补偿义务的担保物，可以在业绩不及预期情况下对产生的相关损害赔偿金和上市公司实现债权的费用进行担保。

（三）进一步的收购计划或其他安排

根据股权收购协议的约定，如沈阳含能在业绩承诺期内各会计年度经审计的、按照扣除非经常性损益前后孰低的原则确定的实际净利润（如合并报表则为归属于母公司所有者的净利润）均达到或超过本

协议业绩承诺约定的承诺净利润，则上市公司将会在业绩承诺期结束的次年内完成其或其指定第三方现金收购郝宏伟间接持有的沈阳含能剩余 20%股权及相应的款项支付工作，具体收购条款以届时双方另行达成的收购协议为准。因此，若沈阳含能在交割后三年实现交易对方承诺业绩，上市公司有权继续收购郝宏伟间接持有的沈阳含能剩余 20%股权。

（四）交易对手留有少数股权有利于保护上市公司股东利益

本次交易郝宏伟控制的股权仍留有 20%未收购，是对未来与公司合作经营的一项保证措施，有利于保护上市公司股东利益。郝宏伟业绩承诺保证措施中，也包含了这部分保留的股份作为保障：宏伟非晶同意将其合法拥有沈阳含能并有权处分的 10%股权质押给上市公司，作为将乐鸿光、沙县鸿光及郝宏伟在《股权收购协议》中业绩承诺及补偿义务所引致的相关损害赔偿金和上市公司实现债权的费用的担保。

五、说明沈阳含能历次股权转让、注资、增资情况（如有）以及与本次交易作价的对比情况；如存在差异，请说明原因及合理性。

根据沈阳含能的工商资料显示，沈阳含能自设立以来至今未进行过增资，仅有一次股权转让。

（一）沈阳含能的设立

根据沈阳含能设立时的工商档案、公司章程，沈阳含能设立时的股东及出资情况如下：

股东名称	认缴出资额（万元）	实缴出资额（万元）
辽沈集团	1050	0
宏伟非晶	1020	0
沈通非晶	930	0

合计	3000	0
----	------	---

（二）第一次实缴注册资本

根据辽宁中鼎盛华会计师事务所有限公司出具的《沈阳含能金属材料制造有限公司验资报告》（中鼎盛华验字[2016]2号），截至2016年4月8日，沈阳含能已收到辽沈集团缴纳的注册资本715.23万元，宏伟非晶缴纳的注册资本645.54万元，沈通非晶缴纳的注册资本682.75万元。本次实缴注册资本后，沈阳含能的股东及其出资情况如下：

股东名称	认缴出资额（万元）	实缴出资额（万元）
辽沈集团	1050	715.23
宏伟非晶	1020	645.54
沈通非晶	930	682.75
合计	3000	2043.52

本次注资系股东辽沈集团、宏伟非晶和沈通非晶向公司缴纳各自认缴的注册资本额，因此每股价格为1元/股。

（三）第一次股权转让

根据沈通非晶与将乐鸿光于2018年6月26日签署的《股权转让协议》，沈通非晶将其所持沈阳含能31%的股权（对应的认缴出资额为930万元，实缴出资额为682.75万元）以767.74万元价格转让予将乐鸿光。

根据宏伟非晶与沙县鸿光于2018年6月26日签署的《股权转让协议》，宏伟非晶将其对所持沈阳含能14%的股权（对应认缴出资额为420万元，实缴出资额为45.54万元）以51.21万元价格转让予沙县鸿光。

本次股权转让后，沈阳含能的股东及其出资情况如下：

股东名称	认缴出资额（万元）	实缴出资额（万元）
辽沈集团	1050	715.23
将乐鸿光	930	682.75
沙县鸿光	420	45.54
宏伟非晶	600	600
合计	3000	2043.52

本次股权转让价格为每 1 元注册资本作价 1.12 元，转让价格系以沈阳含能截至 2018 年 1 月 31 日未经审计的净资产值 2297.89 万元为定价依据，并经股权转让各方协商确定。

（四）第二次实缴注册资本

根据沈阳含能提供的银行缴款单，沈阳含能于 2018 年 6 月 26 日收到股东将乐鸿光缴纳的注册资本 247.25 万元，股东沙县鸿光缴纳的注册资本 374.46 万元，辽沈集团缴纳的注册资本 334.77 万元。本次实缴注册资本后，沈阳含能的股东及其出资情况如下：

股东名称	认缴出资额（万元）	实缴出资额（万元）
辽沈集团	1050	1050
将乐鸿光	930	930
沙县鸿光	420	420
宏伟非晶	600	600
合计	3000	3000

本次注资系股东将乐鸿光、沙县鸿光和辽沈集团向公司缴纳各自认缴的注册资本额，因此每股价格为 1 元/股。

问题二、《公告》显示，沈阳含能 2016 年、2017 年、2018 年一季度净利润分别为 7.79 万元、2,520.07 万元和 27.84 万元，交易对方承诺沈阳含能 2018-2020 年经审计的、按照扣除非经常性损益前

后孰低原则确定的净利润分别为 2,800 万元、3,200 万元及 4,000 万元；同时，协议约定，交易对方及郝宏伟在本协议项下的全部利润补偿金额之和不超过人民币 10,000 万元。

请你公司：

(1)结合沈阳含能历史经营业绩和收益法评估过程中的盈利预测情况，说明上述业绩承诺设置的依据、可实现性及合理性；

(2)说明交易对方是否具备足够的履约保障能力，如是，请披露具体履约保障措施；如否，请说明公司应对措施，并充分提示相关风险；

(3)说明双方约定以 10,000 万元而非全部转让价格 18,360 万元为补偿上限的原因及合理性，是否有利于充分保护上市公司及中小股东合法权益。请独立董事核查并发表意见。

回复：

一、业绩承诺设置的依据、可实现性及合理性

根据广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《审计报告》（广会专字[2018]G18006630013 号）及上海东洲资产评估有限公司出具的《评估报告》（东洲评报字[2018]第 0450 号），沈阳含能历史经营业绩和收益法盈利预测情况如下：

单位：万元

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度
营业收入	1,792.08	8,132.23	8,970.57	10,344.00	12,818.91
净利润	7.79	2,520.07	2,797.33	3,196.18	3,998.62

沈阳含能预计于 2018-2020 年度实现的归属于母公司所有者的

净利润为 2,797.33 万元、3,196.18 万元、3,998.62 万元，本次交易对方承诺沈阳含能 2018-2020 年度经审计的、按照扣除非经常性损益前后孰低原则确定的净利润分别为 2,800 万元、3,200 万元及 4,000 万元，沈阳含能业绩承诺设置依据为收益法评估中沈阳含能预计净利润数。

沈阳含能是军工产品生产企业，拥有《装备承制单位注册证书》、《武器装备科研生产许可证》、《保密资格证书》以及《武器装备质量体系认证证书》，同时是辽宁省高新技术企业，主要承担各种规格钨合金预制破片的研发及制造，产品主要应用于国防科技领域，可为海、陆、空、火箭、战略支援等多部队装备的弹、箭产品进行配套。近年来，随着我国国防支出快速增长、军事演习的实战化等因素致使我国炮弹市场需求增加。2000 年至 2016 年间，我国国防支出年均增长率为 13.78%，保持较高增速，带动了国防工业的快速发展。随着未来我国经济的持续增长，我国国防支出也将继续随着经济规模和财政收入的增长而持续快速增长。根据世界银行的统计数据，我国军费占 GDP 的比重基本稳定在 1.5%-2.5%，远低于世界银行发布的世界其他各主要军事大国的数据。随着综合国力的增强以及维护国家利益的需要，我国军费支出占 GDP 的比例将逐步上升，向世界各主要军事大国靠拢。同时，随着局部地区动荡、发展中国家国防建设推动国际军贸市场稳定发展，沈阳含能未来面临更大的潜在市场机遇。

沈阳含能管理团队及业务开拓核心人员皆为经验丰富的业内从业人员，行业渠道资源丰富，市场开拓能力较强，同时，本次收购后会积极利用上市公司平台及品牌优势，充分发挥各方力量，推动沈阳含能业务顺利实施。

综上，本次业绩承诺设置依据收益法盈利预测结果，沈阳含能未来市场空间具有成长性，前景较为广阔，符合国家产业发展政策，且沈阳含能管理团队集技术、研发、销售于一体，行业经验丰富，本次收购后亦可利用上市公司平台及品牌优势，实现上述业绩具备可实现性及合理性。

二、本次交易的交易对方具备履约保障能力

根据交易各方签署的《股权收购协议》，交易对方为保证业绩承诺的执行，交易对方的实际控制人郝宏伟先生同意将其通过宏伟非晶持有的目标公司 10%股权质押给上市公司，双方将另行签订股权质押协议。根据上市公司与宏伟非晶签署的《股权质押协议》，宏伟非晶同意将其合法拥有沈阳含能并有权处分的 10%股权质押给上市公司，作为将乐鸿光、沙县鸿光及郝宏伟在《股权收购协议》中业绩承诺及补偿义务所引致的相关损害赔偿金和上市公司实现债权的费用的担保。宏伟非晶须始终遵守和履行其与质押股权有关的义务，上市公司行使其在《股权质押协议》项下的任何权利并不免除宏伟非晶的该等义务。

沈阳含能已拥有军工四证，主要产品的技术研发、生产工艺定型已经完成，核心管理团队行业经验丰富，且拥有稳定的客户资源，本次收购后，将借助上市公司平台及品牌效应，在资金和管理能力上得以补充，积极推进沈阳含能业务开拓及新产品研发。在此基础上，交易双方就合作中的经营业绩进行了论证测算，且为了充分调动沈阳含能管理团队的积极性，保证其与沈阳含能利益一致的最大化，合作双方就经营业绩情况进行奖惩约定，为保证约定可以执行，交易对方已作出股权质押用以保证业绩承诺执行。公司认为在“资本+技术”的

合作框架下，采取上述质押措施主要是为业绩承诺提供保障，虽目前质押股权仍无法全额覆盖业绩承诺，公司将继续与各方进行沟通，若有新的加强履约保障措施，公司将在后期的相关协议中进行约定并予以披露。

同时，郝宏伟对业绩承诺承担连带责任，交易对方与郝宏伟信誉良好，未有大额逾期未清偿债务，且通过本次交易获得相应上市公司现金对价，有能力履行补偿承诺。综上，公司认为本次交易的交易对方具备履约保障能力。

三、设置补偿上限的原因及合理性

根据《股权收购协议》，经交易各方协商一致，本次交易补偿上限为 10,000 万元，业绩承诺期内已补偿金额不退回。根据《重组管理办法》，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿措施及相关具体安排，本次交易设置补偿上限的安排符合现行法律法规的要求。本次补偿上限为沈阳含能未来三年业绩承诺之和，已全面覆盖业绩承诺，占交易对方获得扣除相关税费后预计可实际获得本次交易对价的比例较高，本次交易设置补偿上限的安排符合商业逻辑。

综上，本次交易方案对业绩承诺方设置补偿上限的安排是交易各方共同协商确定的结果，符合现行法律法规，符合商业逻辑，具有合理性。本次交易后，上市公司主营业务将新增军工业务板块，公司的盈利水平将得到提升，盈利能力和持续发展能力将得到增强。同时，多样化的经营模式亦将加强公司的财务稳健性，提升公司的抗风险能力，有利于保护公司股东尤其是中小股东的利益。

四、独立董事意见

根据《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》等规章、规范性文件及公司章程的有关规定，本公司独立董事经核查后，本着对公司及全体股东负责的态度，按照实事求是的原则，基于独立判断的立场，对本次交易业绩承诺补偿上限发表如下意见：

本次收购事项符合公司未来战略发展需要，进一步推进了公司业务的转型升级，本次收购完成后有利于增强公司的持续盈利能力。本次交易方案对业绩承诺方设置补偿上限是上市公司与交易对方根据市场化原则自主协商确定，符合现行法律法规的要求。本次补偿上限为沈阳含能金属材料制造有限公司未来三年业绩承诺之和，已全面覆盖业绩承诺。本次交易对手的实际控制人已将其持有标的公司的剩余10%股权质押给公司，加强业绩补偿的履约保障。本次收购后，公司将根据《股权收购协议》，完善标的公司的法人治理结构，进一步监督和促进交易对方完成业绩承诺。

我们认为，本次交易方案中设置业绩补偿上限，是交易各方共同协商确定的结果，符合现行法律法规；本次补偿上限已覆盖交易对方的业绩承诺，具有合理性，不会对公司财务及经营状况产生不利影响，不存在损害上市公司及股东利益的情形；本次收购完成后有利于增强公司的持续盈利能力，有利于保护上市公司及中小股东合法权益。

问题三、与《公告》同时披露的审计报告显示，沈阳含能 2017 年营业收入 8,132 万元，其中向关联方辽沈工业集团有限公司（以下简称“辽沈集团”）销售商品金额为 5,639 万元，向关联方辽宁锦华机电有限公司（以下简称“辽宁锦华”，由辽沈集团代管）销售商品金额为 1,800 万元，合计 7,439 万元，关联销售收入占当年全部销售

收入 92%；2016 年向关联方辽沈集团销售商品 1,792 万元，关联销售收入占全部销售收入 100%，同时向其采购原材料 1,293 万元；即辽沈集团 2016 年同时为沈阳含能的供应商和客户，2017 年依然为沈阳含能的客户。你公司在《公告》中声称“沈阳含能已与多家军工企业建立了良好的合作关系，是部分常规炮弹及新型炮弹预制破片的唯一供应商或主要供应商”。

请你公司：

(1) 说明沈阳含能严重依赖关联客户的事实是否与前述“已与多家军工企业建立了良好合作关系”的表述存在矛盾；沈阳含能与辽沈集团的合作历史、背景、未来是否具备稳定的合作关系、是否存在被替代的风险，并评估关联大客户依赖对其未来持续经营能力的影响，同时提示相关风险；

(2) 详细说明沈阳含能的绝大部分销售收入来自关联方的原因及合理性、关联交易发生必要性、交易定价过程及其公允性，核查并说明高比例关联交易对沈阳含能业务独立性的影响以及是否存在与关联方之间进行利益输送的情形；

(3) 说明沈阳含能的主要业务模式、业务流程、向辽沈集团购买和销售的产品情况，以及与辽沈集团业务的具体开展模式和结算模式，是否仅为辽沈集团提供加工业务；

(4) 说明沈阳含能前五大供应商和客户，辽沈集团 2016 年同时为沈阳含能供应商和客户而 2017 年不再是前五大供应商的原因。

回复：

针对以上问题（1）及（2）公司合并回复如下：

一、销售收入来自关联方的原因及合理性、关联交易发生必要性、交易定价过程及其公允性，核查并说明高比例关联交易对沈阳含能业务独立性的影响以及是否存在与关联方之间进行利益输送的情形

沈阳含能销售的军品价格是根据军品价格管理办法，由军方审价确定。根据该办法，公司军品价格由定价成本和一定比例的定价利润两部分组成。军方审价的一般流程为：生产单位编制并向军方提交军品定价成本等报价资料；军方组织审价、批复审定的价格并抄送军方订货部门。根据军品价格管理办法，列入军品价格管理目录的军品，除因国家政策性调价和军品所需外购件、原材料价格大幅变化、军品订货量变化较大，并由企业提出申请调整价格外，每隔三年调整一次。因此沈阳含能及其主要客户发生的交易，交易双方对定价原则没有决定权，其定价由军方依据军品价格管理办法审价确定，公平、公正、合理。

沈阳含能的主要生产产品预制破片为炮弹核心配套产品，其主要客户均是我国重要炮弹生产军工企业，其中辽沈集团为中国兵器工业的子公司，在我国炮弹领域拥有较高行业地位。沈阳含能关联交易合理、必要。沈阳含能关联销售主要为军品，军品价格已经军方的严格审定，关联交易定价公允。经核查，高比例关联交易是由于军工行业采购特殊性造成，除军品销售以外，其他的关联交易均实行市场定价，因此不存在关联方之间输送利益的情形。本次收购后，公司亦会积极利用上市公司平台及品牌优势，充分发挥各方力量，协助沈阳含能开拓民品及外贸市场。

二、说明沈阳含能严重依赖关联客户的事实是否与前述“已与多家军工企业建立了良好合作关系”的表述存在矛盾；沈阳含能与辽

沈集团的合作历史、背景、未来是否具备稳定的合作关系、是否存在被替代的风险,并评估关联大客户依赖对其未来持续经营能力的影响,同时提示相关风险

中国兵器工业集团有限公司（以下简称“中兵集团”）作为重要的炮弹生产企业，截至 2018 年 3 月下属军工企业超过 50 家，沈阳含能的主要产品预制破片为炮弹核心配套产品，其主要客户均是我国重要军工企业，不少隶属于中兵集团，在完成产品设计定型后根据军方采购计划供货，具有连续性和稳定性的特点，基于军方各种装备需求集中到装备订购部门统一采购的特点，故体现为该部分客户集中度较高。沈阳含能客户集中度较高符合行业特点。除辽沈集团外，沈阳含能仍与其他军工企业发生业务往来。

沈阳含能自 2015 年成立以来，成为主要军工客户的供应商，根据军工行业采购连续性和稳定性的特点，沈阳含能与辽沈集团具备稳定的合作关系，被替代风险较低。军品产品研发周期长，一旦产品装备部队后，就融入了其国防体系，为维护其整个国防体系的安全及完整性，用户一般不会轻易更换该产品，并在其后续的产品升级、技术改进和备件采购中对供应商存在一定的技术路径依赖。

但由于沈阳含能主要收入来自国内军工企业，客户集中度较高，对主要客户存在销售依赖，如果来自主要客户的收入大幅下降，则会严重影响公司盈利能力的稳定性。敬请投资者注意风险。

三、说明沈阳含能的主要业务模式、业务流程、向辽沈集团购买和销售的产品情况,以及与辽沈集团业务的具体开展模式和结算模式,是否仅为辽沈集团提供加工业务

（一）沈阳含能的主要业务模式、业务流程

1、采购模式

沈阳含能作为军品生产企业，采购模式主要依靠订单驱动。采购部门以年度订货合同为基础，依据制定的年度生产计划和材料消耗定额及备料情况，制定物资采购计划，并按照生产作业计划实施供料计划。

为加强质量控制，按照国家相关规定，为军品科研生产提供主要原材料及配套件的供应商需经军事代表室审核备案，列入《合格供方名录》，物料采购必须在《合格供方名录》中选择供应商，沈阳含能每年对合格供应商进行评价，实行动态管理。产品的重要原材料，按照产品军方定型时确定的军品配套企业供应，价格由军方审定；在其它通用材料的采购方面，存在多家主要材料供应商，采取询比价方式，对供应商的产品质量、生产条件、货源供应、技术服务等综合评价后进行选择。

2、生产模式

目前，我国军工行业科研生产采用严格的许可制度，未取得武器装备科研生产许可，不得从事相关军品生产活动，军品生产必须严格按照国家军用标准进行，并由军事代表室实施监督，外贸产品由外贸公司验收或委托验收。沈阳含能严格执行相关规定，实行“以销定产”的生产模式，根据年度订货情况及订单的进度安排，编制年度生产计划和确定相关军品配套件的供货进度；根据年度生产计划和临时增加的销售合同，下达月度生产作业计划，合理组织生产。同时，定期召开生产计划会，调度、检查生产计划的执行情况和批次管理情况，确保各项生产任务按期完成。

3、销售模式

沈阳含能所在军工行业在销售模式上具有特殊性,军方是所有军品的最终用户,军品销售的每一个环节受到严格控制。沈阳含能军品主要依靠每年两次的全国性军品订货会。每年下半年召开次年军品订货会,总装企业与军方签订次年军品合同;每年上半年召开年度补充订货会,对年度订货进行调整和补充,涉及部分军工企业与部分军品种。总装企业合同签订后,依据相应的条款要求,军工企业与军品配套企业签订军品配套件销售合同。

4、研发模式

沈阳含能根据军队需求和技术发展情况,规划科研的发展方向并确定研发项目,通过自主研发、合作研发,开发出满足军方、军工企业需求、符合武器装备发展方向的产品和技术。

军品研发一般分为预研、立项、型号研制(方案、初样、正样、设计定型、生产定型)等阶段。军方或总体单位以公开发布或邀请函方式对潜在竞标单位发出研发需求信息,在既定时间内,竞标单位根据要求以实物或方案参与竞标,中标单位将获得研制任务。与军方或总体单位签订研制合同后,开展研制工作。科研过程的主要阶段由军方或总体单位组织评审或鉴定。

(二) 向辽沈集团购买和销售的产品情况,以及与辽沈集团业务的具体开展模式和结算模式,是否仅为辽沈集团提供加工业务

沈阳含能向辽沈集团主要销售商品为炮弹预制破片,2016年采购商品主要为钨粉,2017年不存在向辽沈集团采购行为。

沈阳含能与辽沈集团开展业务模式遵循军工行业业务模式。一般情况下,签署合同,辽沈集团收到军方预付款后,向沈阳含能分流相应的配套款,在沈阳含公司交付产品后,辽沈集团支付尾款。

沈阳含能的主要客户均是我国重要军工企业的核心供应商，沈阳含能与客户签订的合同均需得到军方的确认，因此沈阳含能已成为部分主要军品的重要供应商。

沈阳含能在钨合金材料制造领域拥有丰富产品研发的经验积累和技术储备，具有相对较强的设计和制造技术优势。沈阳含能积极与各院校、科研院所合作，适时拓展产业领域，具有雄厚的持续研发能力，从而保证了稳定的产品质量，在市场上具有良好的口碑，客户集中度较高符合军工行业特点，非仅为辽沈集团提供加工业务。

四、沈阳含能前五大供应商和客户，辽沈集团 2016 年同时为沈阳含能供应商和客户而 2017 年不再是前五大供应商的原因

(一) 沈阳含能前五大供应商

2016 年度

项目	金额（万元）	占采购金额比例
军工企业 L	1,293.15	32.97%
赣州市济辉矿业有限公司	593.41	15.13%
赣县鑫德矿业有限公司	570.07	14.53%
韶关市鑫海仁丹钨业有限公司	196.20	5.00%
赣州润达钨业有限公司	129.72	3.31%
合计	2,782.55	70.94%

2017 年度

项目	金额（万元）	占采购金额比例
赣州润达钨业有限公司	1,064.30	21.61%
大余县广荣矿业有限公司	501.10	10.18%
宜兴市炜华合金材料有限公司	262.78	5.34%
赣州金钻钨钼有限公司	155.70	3.16%
赣州中鑫钨钼科技有限公司	126.00	2.56%
合计	2,109.88	42.85%

(二) 沈阳含能前五大客户

2016 年度

项目	金额（万元）	占营业收入比例
军工企业 L	1,791.91	99.99%
军工企业 A	0.17	0.01%
合计	1,792.08	100.00%

2017 年度

项目	金额（万元）	占营业收入比例
军工企业 L	5,638.60	69.34%
军工企业 B	1,799.15	22.12%
军工企业 C	645.73	7.94%
军工企业 D	24.81	0.31%
ADVANCED MATERIAL ENGINEERING	15.73	0.19%
合计	8,124.02	99.90%

注：军品供应商、客户等信息按照《军工企业对外融资特殊财务信息披露管理暂行办法》第十五条的规定，采用代称方式脱密处理后对外披露。

2016 年沈阳含能向辽沈集团采购的材料为正常采购行为，采购材料为已经初级加工的材料，2017 年后沈阳含能经过比较，选择从直接材料的生产厂家采购稳定的、高质量的原材料，再外委加工成公司所需材料，故 2017 年后辽沈集团不再为沈阳含能的供应商。

问题四、沈阳含能 2017 年营业收入 8,132 万元，2016 年同期为 1,792 万元，同比增长 354%；应收账款 2017 年期末余额为 1,914 万元，2016 年末为 533 万元，同比增长 259%，2017 年新增应收票据 244 万元；预付款项 2017 年末为 334 万元，同比增长 11,033%。

请你公司：

(1)结合沈阳含能具体赊销政策，说明其赊销政策是否发生变化，

是否存在利用放宽赊销政策调节销售收入的情形，相关销售收入是否满足确认条件；

(2) 说明沈阳含能 2017 年的主要赊销客户，赊销收入大幅增长的背景、原因及合理性；

(3) 说明沈阳含能预付款项的具体内容、预付对象、发生原因及大幅增长的合理性。

回复：

一、结合沈阳含能具体赊销政策，说明其赊销政策是否发生变化，是否存在利用放宽赊销政策调节销售收入的情形，相关销售收入是否满足确认条件；

沈阳含能的销售收入超过 99%为军品，结算期限根据总装厂装配、任务解缴及军方资金拨付进度而定。实际业务中交付产品后回款，时间一般为 2-3 个月，报告期内未变更过赊销政策。故沈阳含能不存在利用放宽赊销政策调节销售收入的情形。

公司军品销售收入确认时已与对应军工单位签订销售合同，合同中明确列明产品型号、数量、金额、验收方式等；驻厂军事代表机构对检验验收合格的产品，出具合格证明；接装单位收到产品后，检查合格，办理交接手续；交付当月公司将其成本进行结转，相关的收入和成本能够可靠计量，符合《企业会计准则》中关于收入确认的相关规定。

二、说明沈阳含能 2017 年的主要赊销客户，赊销收入大幅增长的背景、原因及合理性；

沈阳含能 2017 年末应收账款的余额为 1,914.20 万元，主要赊销

客户及占比情况如下：

序号	单位	金额（万元）	占比
1	军工企业 B	1,199.15	62.64%
2	军工企业 C	645.73	33.73%
3	军工企业 L	65.62	3.43%
	合计	1,910.50	99.80%

注：军品供应商、客户等信息按照《军工企业对外融资特殊财务信息披露管理暂行办法》第十五条的规定，采用代称方式脱密处理后对外披露。

2016 和 2017 年赊销情况如下：

单位：万元

项目	2017 年	2016 年
应收账款	1,914.20	533.66
应收票据	244.40	-
应收款项小计	2,158.60	533.66
营业收入	8,132.23	1,792.08
应收款项占收入比率	26.54%	29.78%

含能公司 2015 年成立后，处于进行产品研发、工艺设计、资质办理阶段，2016 年 12 月份第一批产品缴付总装厂，才开始实现收入，年末应收款项占收入的比例为 29.78%，2017 年正常运行，收入较 2016 年大幅增加，应收款项也大幅增加，但占全年的营业收入比例下降为 26.54%。

因此沈阳含能 2017 年赊销收入虽然较 2016 年有较大增幅，但符合公司运营情况。

三、说明沈阳含能预付款项的具体内容、预付对象、发生原因及大幅增长的合理性。

公司预付账款 2016 年和 2017 年末的余额分别为 34,207.67 元，3,347,832.74 元，2017 年末余额较 2016 年大幅增长，原因为 2017 年末余额中预付宜兴市炜华合金材料有限公司材料款 3,315,500.00

元，占 99.03%，2016 年末未有大量的预付材料款。这是由于采购对象不同，公司的结算条款亦不同导致的，属于正常的商业行为，两年余额的变动是合理的。

问题五、与《公告》同时披露的评估报告显示，资产基础法下，沈阳含能全部股权价值为 4,945 万元，评估增值 377 万元，增值率 8.24%；收益法下评估值 4.08 亿元，评估增值 3.62 亿元，增值率 793.07%。评估报告称沈阳含能主要价值除了固定资产、营运资金等有形资源外，还应包含企业所用的人才团队、核心技术等重要的无形资源的贡献，公司最终采用收益法评估结果。

请你公司：

(1) 结合沈阳含能人才团队的人员构成、职位设置、教育背景、工作经历等情况，说明其具体人才优势情况；结合发明专利类型、数量、相关技术获奖情况，对比同行业企业说明其核心技术的内容、取得来源及技术优势，是否存在潜在的权属纠纷或其他诉讼风险；

(2) 结合沈阳含能成立时间、历史年度经营业绩情况、未来持续经营能力等，详细说明采用收益法而非资产基础法作为评估结果的原因及合理性，同时充分提示本次交易作价溢价高的风险；

(3) 补充披露评估报告说明，包括但不限于收益法下公司预测期间产品的销售量、销售单价、自由现金流量、折现率等关键假设参数的确定过程、相关依据及盈利预测数据；结合上述评估参数，说明沈阳含能股权收益法下评估增值 793.07%的原因及合理性，是否存在假设参数过于乐观的情形；请评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合沈阳含能人才团队的人员构成、职位设置、教育背景、工作经历等情况，说明其具体人才优势情况；结合发明专利类型、数量、相关技术获奖情况，对比同行业企业说明其核心技术的内容、取得来源及技术优势，是否存在潜在的权属纠纷或其他诉讼风险

（一）沈阳含能人才团队的人员构成、职位设置、教育背景、工作经历等情况：

沈阳含能现有职工 60 余人，具有丰富的预制破片行业研发、制造经验，组织机构按职能性质构建。

总经理：郝宏伟，男，1970 年生人，高中学历，民营企业家，长期致力于服务国防科技领域，沈阳含能创始人之一，负责公司发展战略决策和产品市场开拓，统筹管理公司各项事务；

生产副总经理：李琰，女，1964 年生人，大专学历，工程师，历任质量管理部部长、公司副总经理等职位，从事钨合金行业 30 余年，主要负责公司科研项目、工艺技术、生产组织、物资采购、质量安全等工作；

经营副总经理：马震峰，男，1978 年生人，在职研究生学历，会计师，管理经验丰富，主要负责公司战略管理、财务管理、人事管理、行政管理等工作。

沈阳含能下设综合管理部、技术研发部、财务部、生产管理部、质量检验部、采购部、销售部等七个部门及生产车间。

技术研发部部长：常哲，男，1984 年生人，本科学历，工程师，从事钨合金行业 10 年以上；

财务部部长：朱金娣，女，1975 年生人，大专学历，会计师，业务能力突出；

生产管理部：田英靓，男，1983年生人，中专学历，一线生产经验丰富，从事生产管理工作15年以上；

质量检验部：岳静静，女，1987年生人，大专学历，从事质量管理工作5年以上；

采购部：刁毅，男，1969年生人，长期从事机加相关行业，生产制造经验丰富；

销售部：秦红哲，男，1988年生人，本科学历，工程师，从事相关岗位5年以上。

（二）专利类型、数量、相关技术获奖情况，对比同行业企业说明其核心技术的内容、取得来源及技术优势，是否存在潜在的权属纠纷或其他诉讼风险

1、沈阳含能拥有的专利情况

沈阳含能目前拥有实用新型专利：一种液压压制机连续成形装置、一种数控加工切槽装置、一种数控雕刻刀头传动装置、一种卧轴双端面磨床连续送料装置、一种钨合金环切断装置、一种烧结炉进料传动装置、适用于高比重钨合金烧结工艺的炉体等。

2、核心技术情况

沈阳含能主要承担各种型号钨合金预制破片的研发及制造。产品目前主要应用于国防科技领域，可为海、陆、空、火箭、航天等多部队装备的弹箭产品进行配套。产品系列涵盖钨柱、钨环、钨球等，特性为高密度、抗拉强度大、弹性模量高、热膨胀系数低以及良好的导热性、导电性等，其良好的特性被广泛应用于国防产品中，穿甲、破片性能获得了军方的认可。

3、业务资质

沈阳含能目前已获得 GB/T19001 质量管理体系认证证书、GJB9001B-2009 质量管理体系认证证书、三级保密资格单位证书、武器装备科研生产许可证书、装备承制单位注册证书、高新技术企业等业务资质。

4、主要生产技术

沈阳含能在钨合金材料制造领域拥有丰富产品研发的经验积累和技术储备，具有相对较强的设计和制造优势。经过相关的调研及研发，掌握了高温高推速烧结技术、硬脂酸成型剂压制成型技术、环型预制破片铣槽技术及聚氨酯粘接破片组件技术。针对不同产品生产相应组件，上述技术已应用到生产和科研中。例如某杀爆弹用预制组件生产、航天四院某型号导弹用大型预制组件科研生产等。同时，沈阳含能积极跟踪航天、兵器等国家重点发展项目，与中科院金属研究所、中南大学粉末冶金研究院、北京理工大学、南京理工大学、沈阳理工大学及企业科研院所等相关单位密切联系，积极推动新材料、新工艺、新产品的开发与应用，适时拓展产业领域。

对比同行业，沈阳含能在压制成型、烧结、切槽等瓶颈工序，进行了大量的工艺研究试验，持续改进生产工艺，自主研发设计生产设备，形成了一系列的自主知识产权，现在产品质量，生产能力和效率都具有较高水平。

以上核心技术的取得来源均为自主研发，且不存在潜在的权属纠纷或其他诉讼风险。

二、采用收益法而非资产基础法作为评估结果的原因

（一）沈阳含能的成立时间及历史经营业绩情况

沈阳含能的成立时间为 2015 年 2 月，其主要经营管理及研发团

队已从事预制破片行业 10 年，对行业具有深刻广泛的了解。沈阳含能历史年度经营业绩情况如下：

单位：万元

项目\年份	2016 年	2017 年
营业收入	1,792.08	8,132.23
净利润	7.79	2,520.07
项目\年份	2016 年	2017 年
资产总额	5,086.76	4,918.82
负债总额	3,038.30	350.29
净资产	2,048.46	4,568.53

（二）沈阳含能未来持续经营能力

沈阳含能主要承担各种规格钨合金材料的研发及制造，生产的产品广泛应用于国防科技及民用领域，基于军民融合的发展环境、自身核心竞争力及在手订单情况，未来持续经营能力较强。

沈阳含能生产的钨合金产品具有独特的性能，在军品行业领域内的用途难以替代，在军民融合的发展环境下，钨合金产品的需求受国内外宏观经济的影响相对较小，同时，受国家对航天、军工等高端产业的升级拉动，高端钨合金产品的需求逐渐增大。

沈阳含能的主要客户均是我国重要军工企业的核心供应商，沈阳含能与客户签订的合同均需得到军方的确认，因此沈阳含能已成为部分主要军品的重要供应商。

沈阳含能在钨合金材料制造领域拥有多年产品研发的经验积累和技术储备，具有相对较强的设计和制造技术优势。沈阳含能积极与各院校、科研院所合作，如中科院金属研究所、中南大学粉末冶金研究院、北京理工大学、南京理工大学、沈阳理工大学及企业科研院所等，积极推动了新材料、新工艺、新产品的开发与应用，适时拓展产业领域，具有雄厚的持续研发能力，从而保证了稳定的产品质量，在

市场上具有良好的口碑。

经统计，沈阳含能目前的在手订单合计金额已达 7,841.43 万元，已覆盖 2018 年预测收入的 87%。资产基础法是指在合理评估企业各分项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估思路，即将构成企业的各种要素资产的评估值加总减去负债评估值求得企业股东权益价值的方法。收益法是从企业的未来获利能力角度出发，反映了企业各项资产的综合获利能力。

综上，虽然沈阳含能的成立时间不长，但其核心团队人员已从事该行业 10 年以上，具有丰富的研发、制造经验，结合历史年度经营业绩及沈阳含能所处的军民融合的发展环境、自身核心竞争力及在手订单情况，未来持续经营能力较强。因此收益法能够客观、全面的反映被评估单位的内在价值，因此采用收益法而非资产基础法作为评估结果具有合理性。

三、补充披露评估说明,评估增值的原因及合理性

(一)评估基本情况

本次交易由具有证券、期货业务资格的上海东洲资产评估有限公司（以下简称“东洲评估”）对沈阳含能进行了资产评估，并出具了《江门甘蔗化工厂（集团）股份有限公司拟现金收购将乐鸿光企业管理服务中心（普通合伙）及沙县鸿光企业管理服务合伙企业（普通合伙）持有的沈阳含能金属材料制造有限公司 45%股权涉及股东全部权益价值评估报告》（东洲评报字[2018]第 0450 号），评估范围为沈阳含能股东全部权益，评估基准日为 2017 年 12 月 31 日。截至评估基准日，沈阳含能经审计的净资产账面价值为人民币 4,568.53 万元，评估值为人民币 40,800.00 万元，评估增值人民币 36,231.47 万元，

增值率为 793.07%。根据资产评估相关准则要求，东洲评估充分考虑了评估目的、评估对象和范围的相关要求，评估人员通过对评估对象的现场勘查及其相关资料的收集和分析，分别采用资产基础法和收益法进行评估，最后确定评估结论的方法为收益法。

(二)主要评估假设

1、基本假设

1) 公开市场假设：公开市场是指充分发达与完善的市场条件，是一个有自愿的买者和卖者的竞争性市场，在这个市场上，买者和卖者的地位是平等的，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、理智的而非强制的或不受限制的条件下去进行的。

2) 持续使用假设：该假设首先设定被评估资产正处于使用状态，包括正在使用中的资产和备用的资产；其次根据有关数据和信息，推断这些处于使用状态的资产还将继续使用下去。持续使用假设既说明了被评估资产所面临的市场条件或市场环境，同时又着重说明了资产的存续状态。

3) 持续经营假设：即假设被评估单位以现有资产、资源条件为基础，在可预见的将来不会因为各种原因而停止营业，而是合法地持续不断地经营下去。

2、一般假设

1) 本报告除特别说明外，对即使存在或将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方式等影响评估价值的非正常因素没有考虑。

2) 国家现行的有关法律及政策、产业政策、国家宏观经济形势无重大变化，评估对象所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化，

无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大不利影响。

3) 评估对象所执行的税赋、税率等政策无重大变化, 信贷政策、利率、汇率基本稳定。

4) 依据本次评估目的, 确定本次估算的价值类型为市场价值。估算中的一切取价标准均为估值基准日有效的价格标准及价值体系。

3、针对性假设

1) 被评估单位提供的业务合同以及公司的营业执照、章程, 签署的协议, 审计报告、财务资料等所有证据资料是真实的、有效的。

2) 评估对象目前及未来的经营管理班子尽职, 不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项, 并继续保持现有的经营管理模式持续经营。

3) 企业以前年度及当年签订的合同有效, 并能得到执行。

4) 本次评估的未来预测是基于现有的市场情况对未来的一个合理的预测, 不考虑今后市场会发生目前不可预测的重大变化和波动。如政治动乱、经济危机、恶性通货膨胀等。

5) 本次评估中所依据的各种收入及相关价格和成本等均是评估机构依据被评估单位提供的历史数据为基础, 在尽职调查后所做的一种专业判断, 评估机构判断的合理性等将会对评估结果产生一定的影响。

6) 根据《财政部国家税务总局关于军队、军工系统所属单位征收流转税、资源税问题的通知》(财税字〔1994〕11号)第一条第(三)款, “除军工、军队系统企业以外的一般工业企业生产的军品, 只对枪、炮、雷、弹、军用航艇、飞机、坦克、雷达、电台、舰艇用柴油机、各种炮用瞄准具和瞄准镜, 一律在总装企业就总装成品免征增值税”。根据沈阳市大东区国家税务局出具的纳税人减免税备案登记表,

沈阳含能自 2016 年 12 月 1 日起享受军队、军工系统部分货物免征增值税优惠。本次评估假设该税收优惠政策保持不变。

7) 经核实, 沈阳含能金属材料制造有限公司于 2017 年 8 月 8 日被辽宁省科学技术厅、辽宁省财政厅、辽宁省国家税务局和辽宁省地方税务局联合评为高新技术企业(证书编号: GR201721000248), 有效期为三年, 期限内享受企业所得税减按 15% 税率征收。目前公司专科及以上学历的员工占员工总数的 28.33% (高新技术企业要求超过 20%); 技术人员占员工总数的 16.67% (高新技术企业要求超过 10%), 目前研发费用占主营业务收入的比例为 4.95% (高新技术企业要求超过 3%)。相关资质和人员条件均符合高新技术企业审批的条件, 未来假设其能继续评为高新技术企业所得税税率为 15%。

(三) 评估过程及各参数确定过程

1、净利润的预测

沈阳含能近年的盈利情况如下:

单位: 万元(下同)

项目\年份	2016	2017
一、营业总收入	1,792.08	8,132.23
其中: 主营业务收入	1,326.27	8,110.32
其他业务收入	465.81	21.91
二、营业总成本	1,806.49	5,216.38
其中: 营业成本	1,269.44	4,313.32
其中: 主营业务成本	803.63	4,294.98
其他业务成本	465.81	18.34
税金及附加	0.52	2.73
销售费用	34.14	1.98
管理费用	499.22	758.21
财务费用	0.44	142.62
资产减值损失	2.73	-2.48
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00
三、营业利润	-14.41	2,915.85
加: 营业外收入	0.00	10.00
减: 营业外支出	0.00	0.00
四、利润总额	-14.41	2,925.85

减：所得税	-22.20	405.77
五、净利润	7.79	2,520.07

2017 年数据已经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计。

（1）主营业务收入分析预测

沈阳含能的主营业务收入包括军品收入及民品收入，其中军品收入可分柱形预制破片、环形预制破片及球型预制破片收入。

沈阳含能主要承担各种规格钨合金预制破片的研发及制造，生产的产品广泛应用于国防科技及民用领域，未来销售收入逐渐增加，系基于军民融合的发展环境及自身核心竞争力。

1) 军民融合的发展环境

2013 年以来，我国政府高层高度重视，不断加强政策支持，2016 年政治局审议通过《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》，再次明确军民融合上升为国家战略，并提出要加紧推进国家和地方军民融合领导机构建设。2017 年 9 月，中央军民融合发展委员会第二次全体会议审议通过了《“十三五”国防科技工业发展规划》、《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》、《“十三五”期间推进军事后勤军民融合深度发展的实施意见》、《经济建设与国防建设密切相关的建设项目贯彻国防要求管理办法（试行）》，在全国范围推广军民大型国防科研仪器设备整合共享、以股权为纽带的军民两用技术联盟创新合作、民口企业配套核心军品的认定和准入标准 3 项创新举措。

会议指出，国防科技工业是军民融合发展的重点领域，是实施军民融合发展战略的重要组成部分，也是推进国家创新驱动发展战略实施、促进供给侧结构性改革的迫切需要。国防科技工业必须以军民融合发展战略为引领，紧紧依靠国家科技和工业基础，深深融入国家社会经济体系，为促进经济社会发展提供更加强劲的发展新动能。坚持自主创新，增强核心基础产品和国防关键技术自主可控能力，完善国

防科技协同创新机制，促进武器装备体系化、信息化、自主化、实战化发展。坚持深化改革，积极推进国防科技工业体制改革，瞄准各方反映强烈的矛盾和问题，坚决拆壁垒、破坚冰、去门槛，破除制度藩篱和利益羁绊，营造公平竞争的政策环境。坚持优化体系，扩大军工开放，推动军品科研生产能力结构调整。坚持融合共享，加快技术、资本、信息、人才、设备设施等资源要素的军民互动，实现相互支撑、有效转化。

沈阳含能生产的钨合金预制破片具有独特的性能，在军品行业领域内的用途难以替代，在军民融合的发展环境下，钨合金产品的需求受国内外宏观经济的影响相对较小，同时，受国家对航天、军工等高端产业的升级拉动，高端钨合金产品的需求逐渐增大。

（2）自身核心竞争力

1) 客户优势

沈阳含能主要客户为军工企业 L、军工企业 B 及军工企业 C 等，其中军工企业 L 是中国兵器工业集团公司所属的大型国有独资企业，为国营第七二四厂提供军用产品；军工企业 B 前身为辽宁锦华机械厂，是集科研与生产、军工与民用于一体的现代化大型企业，为国营第五五零三厂提供军用产品；军工企业 C 是按照中兵集团区域化和专业化原则组建的战略性子集团，为国营第七四三厂提供军用产品。

沈阳含能的主要客户均是我国重要军工厂的核心供应商，沈阳含能与客户签订的合同均需得到军方的确认，因此沈阳含能已成为部分主要军品的重要供应商。

2) 技术优势

沈阳含能在钨合金材料制造领域拥有多年产品研发的经验积累和技术储备，具有相对较强的设计和制造技术优势，拥有高温高推速

烧结技术、硬脂酸成型剂压制成型技术、环型预制破片铣槽技术等核心技术。

3) 质量优势

沈阳含能具有多年的钨合金产品生产经验及独有的生产工艺，尤其是预制破片用高比重钨合金方面，沈阳含能积极与各院校、科研院所合作，如中科院金属研究所、中南大学粉末冶金研究院、北京理工大学、南京理工大学、沈阳理工大学及企业科研院所等，积极推动了新材料、新工艺、新产品的开发与应用，适时拓展产业领域，具有雄厚的持续研发能力，从而保证了稳定的产品质量，在市场上具有良好的口碑。经统计，沈阳含能目前的在手订单合计金额已达 7,841.43 万元，已覆盖 2018 年预测收入的 87%。本次预测 2018 年至 2022 年军品的柱形预制破片、环形预制破片、球型预制破片及民品的销量增长情况，在结合军民融合的发展环境、企业的自身优势后综合考虑确定。

由于军品价格较为固定，某个品种的产品一经审价，单价将固定不变，且若遇到原材料大幅上涨的情况，沈阳含能可向军方申请提高产品单价，故预测未来各类型军品的单价保持不变。由于市场竞争日趋激烈，为了消化客户的降价要求，保证企业的产品在市场上的价格竞争力，预测未来民品的单价将有所下降。

沈阳含能在钨合金产品，尤其是预制破片用高比重钨合金方面具有多年的生产经验，具有独特的生产工艺，具有与多所院校、科研院所合作的雄厚的研发能力，以及稳定的产品质量，在市场上具有良好的口碑。目前沈阳含能已是某常用型号军品预制破片的重要供应商，随着未来销量的不断提升，产能利用率不断提高，将有利于维持企业的毛利率水平，基于谨慎性，预测未来毛利率有所下降。

(3) 其他业务收入分析预测

沈阳含能以前年度的其他业务收入情况如下：

序号	项目\年份	2016	2017
1	其他业务收入	465.81	21.91

沈阳含能的其他业务收入主要是原料销售收入，经向企业管理层了解，计划不再经营该业务，未来不予考虑。

(4) 主营业务成本分析预测

沈阳含能以前年度的主营业务成本情况如下：

序号	项目\年份	2016	2017
1	主营业务成本	803.63	4,294.98
2	毛利率	39.41%	47.04%
3	材料费用	525.05	3,384.29
4	占主营业务收入比例	39.59%	41.73%
5	人工费用	134.22	301.22
6	年增长率		124.42%
7	员工人数(人)	38	40
8	增加人数		2
9	人均工资(万元/人)	3.53	7.53
10	年增长率		113.31%
11	制造费用—折旧摊销	23.93	99.57
12	制造费用—其他	120.43	509.90
13	占主营业务收入比例	9.08%	6.29%

沈阳含能的主营业务成本按材料费用、人工费用、制造费用—折旧摊销及制造费用—其他进行预测。

材料费用与企业的主营业务收入显强对应性，未来假设其继续占主营业务收入一定比例预测，考虑到材料价格上涨的因素，本次预测未来年度材料费用占主营业务收入的比例逐年提高。

人工费用，本次根据企业的经营计划预测未来各年人员增加数，以后年度人均工资在2017年的基础上预测按一定比例增长。

根据历史年度制造费用—折旧摊销所占的比例，本次测算得到的

折旧摊销的一定比例进行预测。

制造费用—其他与企业的主营业务收入显强对应性，未来假设其继续占主营业务收入一定比例预测。

(5) 其他业务成本分析预测

沈阳含能以前年度的其他业务成本情况如下：

序号	项目\年份	2016	2017
1	其他业务成本	465.81	18.34

沈阳含能的其他业务成本主要是原料销售成本，经向企业管理层了解，计划不再经营该业务，未来不予考虑。

(6) 税金及附加分析预测

沈阳含能以前年度的税金及附加情况如下：

序号	项目\年份	2016	2017
1	税金及附加	0.52	2.73

沈阳含能税金及附加分为城建税等及印花税进行预测。

印花税主要是销售及采购合同印花税，以后年度按照未来营业收入和成本的一定比例进行预测。

城建税等系城建税（7%）、教育费附加（3%）、地方教育附加（2%），由于军品收入免征增值税，以后年度按民品收入的销项税乘以流转税税率进行预测。

(7) 销售费用分析预测

沈阳含能以前年度的销售费用情况如下：

序号	项目\年份	2016	2017
1	销售费用	34.14	1.98
2	占营业收入比例	1.90%	0.02%
3	其中：差旅费	26.51	1.18
4	占主营业务收入比例	2.00%	0.01%
5	其他	7.63	0.80
6	占主营业务收入比例	0.58%	0.01%

沈阳含能的销售费用分为差旅费及其他进行预测。

差旅费及其他与企业的主营业务收入显强对应性，未来假设其继续占主营业务收入一定比例预测。

(8) 管理费用分析预测

沈阳含能以前年度的管理费用情况如下：

序号	项目\年份	2016	2017
1	管理费用	499.22	758.21
2	占营业收入比例	27.86%	9.32%
3	其中：职工薪酬	86.44	205.23
4	年增长率		137.42%
5	员工人数（人）	13	12
6	增加人数	13	-1
7	人均工资（万元/人）	6.65	17.10
8	年增长率		157.14%
9	业务招待费	19.19	39.98
10	年增长率		108.34%
11	修理费	130.49	53.48
12	占主营业务收入比例	9.84%	0.66%
13	研发费用	232.74	401.15
14	占主营业务收入比例	17.55%	4.95%
15	研发费用—工资	52.41	77.24
16	年增长率		47.38%
17	员工人数（人）	6	7
18	增加人数		1
19	人均工资（万元/人）	8.74	11.03
20	年增长率		26.20%
21	研发费用—其他	180.33	323.91
22	占主营业务收入比例	13.60%	3.99%
23	折旧摊销	0.72	0.81
24	其他	29.64	57.56
25	占主营业务收入比例	2.23%	0.71%

对沈阳含能管理费用中的各项费用进行分类分析，根据不同费用的发生特点、变动规律进行分析，按照和主营业务收入的关系、自身的增长规律，采用不同的模型计算。

职工薪酬及研发费用—工资工资，本次根据企业的经营计划预测未

来各年人员增加数，以后年度人工工资在 2017 年的基础上预测按一定比例增长。

业务招待费与企业的主营业务收入显弱对应性，以后年度在 2017 年的基础上预测按一定比例增长。

修理费、其他及研发费用—其他与企业的主营业务收入显强对应性，未来假设其继续占主营业务收入一定比例预测。

根据历史年度管理费用—折旧摊销所占比例，本次测算得到的折旧摊销的一定比例进行预测。

(9) 财务费用分析预测

沈阳含能以前年度的财务费用情况如下：

序号	项目\年份	2016	2017
1	财务费用	0.44	142.62

沈阳含能的财务费用主要为利息支出，由于企业目前无付息债务，故未来不予考虑。

(10) 资产减值损失

沈阳含能以前年度的资产减值损失情况如下：

序号	项目\年份	2016	2017
1	资产减值损失	2.73	-2.48

沈阳含能的资产减值损失主要为坏账准备，未来不予考虑。

(11) 其他

营业外收入及营业外支出属于非经常性损益，未来不予考虑。

(12) 所得税的计算

经核实，沈阳含能于 2017 年 8 月 8 日被辽宁省科学技术厅、辽宁省财政厅、辽宁省国家税务局和辽宁省地方税务局联合评为高新技术企业（证书编号：GR201721000248），有效期为三年，期限内享受企业所

得税减按 15%税率征收。目前沈阳含能专科及以上学历的员工占员工总数的 28.33%（高新技术企业要求超过 20%）；技术人员占员工总数的 16.67%（高新技术企业要求超过 10%）；研发费用占主营业务收入的比例为 4.95%（高新技术企业要求超过 4%）。相关条件均符合高新技术企业审批的条件，未来假设其能继续评为高新技术企业所得税税率为 15%。

根据目前的所得税征收管理条例，业务招待费 60%的部分，营业收入的 0.5%以内的部分准予税前抵扣，40%的部分和超过 0.5%的要在税后列支，部分研发费用加计 50%税前列支。所得税的计算按照该条例的规定计算。

（13）净利润的预测

结合上述军民融合环境及沈阳含能自身核心竞争力，沈阳含能未来 5 年的盈利预测数据如下：

项目\年份	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	8,970.57	10,344.00	12,818.91	15,670.58	18,109.35
营业成本	4,818.05	5,595.71	6,937.65	8,489.03	9,845.86
税金及附加	4.38	4.99	6.10	7.37	8.48
销售费用	1.80	2.06	2.56	3.14	3.62
管理费用	877.20	1,006.23	1,199.24	1,383.76	1,548.60
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,269.14	3,735.01	4,673.36	5,787.28	6,702.79
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3,269.14	3,735.01	4,673.36	5,787.28	6,702.79
所得税	471.81	538.83	674.74	836.91	970.13
净利润	2,797.33	3,196.18	3,998.62	4,950.37	5,732.66

2、企业自由现金流的预测

企业自由现金流=净利润+折旧和摊销+税后付息债务利息-资本性支出-运营资本增加额

(1) 折旧和摊销

折旧和摊销的预测,除根据企业原有的各类固定资产和其它长期资产,并且考虑了扩张、改良和未来更新的固定资产和其它长期资产。

(2) 税后付息债务利息

税后付息债务利息根据财务费用中列支的利息支出,扣除所得税后确定。

税后付息债务利息=利息支出×(1-所得税率)

(3) 资本性支出

本处定义的资本性支出是指企业为满足未来经营计划而需要更新现有固定资产设备和未来可能增加的资本支出及超过一年的长期资产投入的资本性支出。

基于本次收益法的假设前提之一为未来收益期限为无限期,所以目前使用的固定资产将在经济使用年限届满后,为了维持持续经营而必须投入的更新支出。分析企业现有主要设备的成新率,大规模更新的时间在详细预测期之后,这样就存在在预测期内的现金流量与以后更设备新时的现金流量口径上不一致,为使两者能够匹配,本次按设备的账面原值/会计折旧年限的金额,假设该金额的累计数能够满足将未来一次性资本性支出,故将其在预测期作为更新资本性支出。

(4) 运营资本增加额

营运资本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。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化,获取他人的商业信用而占用的现金,正常经营所需保持

的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。

生产性、销售型企业营运资本主要包括：正常经营所需保持的安全现金保有量、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收、预付账款）等所需的基本资金以及应付、预收账款等。通常上述科目的金额与收入、成本呈相对稳定的比例关系，其他应收款和其他应付账款需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性确定（其中与主营业务无关或暂时性的往来作为非经营性）；应交税费和应付职工薪酬按各年预测数据确定。本报告所定义的营运资本增加额为：

营运资本增加额 = 当期营运资本 - 上期营运资本

营运资本 = 安全现金量 + 应收款项 + 存货 - 应付款项 - 应付职工薪酬 - 应交税费

安全现金保有量：企业要维持正常运营，需要一定数量的现金保有量。结合分析企业以前年度营运资金的现金持有量与付现成本情况确定安全现金保有量为 1 个月的完全付现成本费用。

月完全付现成本 = (营业成本 + 应交税费 + 三项费用 - 折旧与摊销) / 12

应收账款 = 营业收入总额 / 应收账款周转率

预付账款 = 营业成本总额 / 预付账款周转率

存货 = 营业成本总额 / 存货周转率

应付账款 = 营业成本总额 / 应付账款周转率

预收账款 = 营业收入总额 / 预收账款周转率

应付职工薪酬 = 营业成本总额 / 应付职工薪酬周转率

应交税费 = 营业收入总额 / 应交税费周转率

综上，企业自由现金流的预测如下：

项目 \ 年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023年及以后
净利润	2797.33	3196.18	3998.62	4950.37	5732.66	5732.66
加：折旧和摊销	110.69	110.69	110.69	110.69	110.69	110.69
减：资本性支出	0	110.69	110.69	110.69	110.69	110.69
减：营运资本增加	507.2092	572.12	1010.33	1163.08	1004.17	0
股权自由现金流	2400.811	2624.06	2988.29	3787.29	4728.49	5732.66
加：税后的付息债务利息	0	0	0	0	0	0
企业自由现金流	2400.81	2624.06	2988.29	3787.29	4728.49	5732.66

3、折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是收益法确定评估企业市场价值的重要参数。由于被评估企业不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次评估采用选取对比公司进行分析计算的方法估算被评估企业期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数 β ；第二步，根据对比公司平均资本结构、对比公司 β 以及被评估公司资本结构估算被评估企业的期望投资回报率，并以此作为折现率。

本次采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率。WACC模型它是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

在计算总投资回报率时，第一步需要计算，截至评估基准日，股权资金回报率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步，计算加权平均股权回报率和债权回报率。

总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$R = R_d \times (1 - T) \times W_d + R_e \times W_e$$

式中：

W_d ：评估对象的付息债务比率；

$$W_d = \frac{D}{(E + D)}$$

W_e ：评估对象的权益资本比率；

$$W_e = \frac{E}{(E + D)}$$

T ：所得税税率；

R_d ：付息债务利率；

R_e ：权益资本成本；

(1) 权益资本成本

权益资本成本，按资本资产定价模型 (CAPM) 确定权益资本成本：

$$R_e = R_f + \beta_e \times MRP + \varepsilon$$

式中：

R_f ：无风险报酬率；

MRP ：市场风险溢价；

ε ：评估对象的特定风险调整系数；

β_e ：评估对象权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_t \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}\right)$$

式中： β_t 为可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

D、E：分别为可比公司的付息债务与权益资本。

分析 CAPM 我们采用以下几步：

1) 无风险报酬率

根据 Aswath Damodaran 的研究，一般会把作为无风险资产的零违约证券的久期，设为现金流的久期。国际上，企业价值评估中最常选用的年限为 10 年期债券利率作为无风险利率。经查中国债券信息网最新

10 年期的、可以市场交易的国债平均到期实际收益率为 3.88%。

2) 市场风险溢价 MRP

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报酬率的回报率。

由于我国证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场,历史数据较短、投机气氛较浓、市场波动幅度很大,存在较多非理性因素,并且存在大量非流通股,再加上我国对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制,因此,直接采用我国证券市场历史数据得出的股权风险溢价可信度不高。而以美国证券市场为代表的成熟证券市场,由于有较长的历史数据,且市场有效性较强,市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到。国际上新兴市场的股权风险溢价通常可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。

因此,本次评估中采用美国纽约大学斯特恩商学院著名金融学教授、估值专家 Aswath Damodaran 的方法,通过在成熟股票市场风险溢价的基础上进行信用违约风险息差调整,得到中国市场的风险溢价。具体计算过程如下:

成熟市场的风险溢价计算公式为:

市场风险溢价 = 成熟股票市场的风险溢价 + 国家风险溢价

成熟股票市场的风险溢价:美国股票市场是世界上成熟股票市场的最典型代表,Aswath Damodaran 采用 1928 年至今美国股票市场标准普尔 500 指数和国债收益率数据,经计算得到截至目前美国股票与国债的算术平均收益差为 6.37%。

国家风险溢价:Aswath Damodaran 根据彭博数据库 (Bloomberg) 发布的最新世界各国 10 年期 CDS (信用违约互换) 利率,计算得到中国相对于美国的信用违约风险息差,并结合中国股票市场相对于债券的

收益率标准差，计算得出目前中国的国家风险溢价补偿约 0.75%。

则： $MRP=6.37\%+0.75\%$

$=7.12\%$

即目前中国股权市场风险溢价约为 7.12%。

3) β_e 值

该系数是衡量委估企业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。由于委估企业目前为非上市公司，一般情况下难以直接对其测算出该系数指标值，故本次通过选定与委估企业处于同行业的上市公司于基准日的 β 系数（即 β_t ）指标平均值作为参照。

目前中国国内同花顺资讯公司是一家从事于 β 的研究并给出计算 β 值的计算公式的公司。经查金属制品行业的加权剔除财务杠杆调整平均 $\beta_t=0.927$ 。

考虑到被评估单位的资本结构与上市公司有差异，因此本次资本结构根据企业自身的资本结构计算确定。

经过计算，公司自身的 $D/E=0.0\%$ 。

最后得到评估对象的权益资本预期风险系数的估计值 $\beta_e=0.927$ 。

4) 特定风险 ε 的确定

本次评估在采用收益法评估时，评估师分别从行业竞争激烈程度、资产规模、公司治理结构、公司资本结构等方面对标的公司个别风险进行了分析，并根据各因素对个别风险影响综合判断后得出企业个别风险取值。

本次评估综合考虑到沈阳含能行业竞争激烈程度、资产规模、公司治理结构和公司资本结构等个别风险，设公司特定个体风险调整系数 $\varepsilon=1.5\%$ 。

5) 权益资本成本的确定

最终得到评估对象的权益资本成本 R_e :

$$R_e = 3.88\% + 0.927 \times 7.12\% + 1.5\% = 12.0\%$$

(2) 债务资本成本

债务资本成本取基准日企业自身的付息负债利率, 由于企业无付息负债, 债务资本成本取 0%。

(3) 资本结构的确定

由于企业资本结构与上市公司有差异, 故采用企业自身资本结构计算。

$$= D / (D + E) = 0.0\%$$

$$= E / (D + E) = 100.0\%$$

(4) 折现率计算

$$R = R_d \times (1 - T) \times W_d + R_e \times W_e$$

适用税率: 沈阳含能所得税税率为 15%。

折现率 r :

$$r = 0.00\% \times (1 - 15\%) \times 0.0\% + 12.0\% \times 100.0\%$$

$$= 12.0\%$$

4、股东全部权益价值计算

本次评估的基本模型为:

$$E = B - D$$

式中:

E: 评估对象的股东全部权益价值;

B: 评估对象的企业价值;

$$B = P + C_i$$

P: 评估对象的经营性资产价值;

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i}$$

式中：

R_i：评估对象未来第 i 年的预期收益（自由现金流量）；

r：折现率；

n：评估对象的未来经营期；

C_i：评估对象基准日存在的非经营性资产（负债）的价值。

D：评估对象付息债务价值。

（1）经营性资产价值

企业自由现金流 = 净利润 + 折旧和摊销 + 税后付息债务利息 - 资本性支出 - 运营资本增加额

对纳入报表范围的资产和主营业务，按照最近几年的历史经营状况的变化趋势和业务类型估算预期收益（净现金流量），并折现得到评估对象经营性资产的价值为 40,807.70 万元，具体计算过程如下：

项目 \ 年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023年及以后
企业自由现金流	2400.81	2624.06	2988.29	3787.29	4728.49	5732.66
折现率	12%	12%	12%	12%	12%	12%
折现期（月）	6	18	30	42	54	
折现系数	0.9449	0.8437	0.7533	0.6726	0.6005	5.0042
收益现值	2268.53	2213.92	2251.08	2547.33	2839.46	28687.38
经营性资产价值	40807.70					

（2）非经营性资产价值

经过资产清查，和收益分析预测，企业的非经营性资产和负债包括：

递延所得税资产：系企业根据应收款项坏账准备及未能税前扣除的应付职工薪酬乘以所得税税率计提的递延税款。

递延所得税资产账面值为 0.07 万元，确认为非经营性资产的项目账面值合计 0.07 万元，系企业根据应收款项坏账准备及未能税前扣除

的应付职工薪酬乘以所得税税率计提的递延税款。评估人员核对了企业计提的比例及依据，确定递延所得税资产账面值属实，本次按照估计的应收款项坏账及未能税前扣除的应付职工薪酬乘以所得税税率确定评估值。

非经营性资产—递延所得税资产评估值为 0.07 万元。

其他应付款：系质保金。

其他应付款账面值为 3.01 万元，确认为非经营性负债的项目账面值合计 0.57 万元，系质保金。评估人员核对明细账、总账与评估申报表的一致性的基础上，对其中金额较大或时间较长的款项抽查了原始入账凭证，询问有关财务人员或向债权人发函询证，金额无误。经过上述程序后，评估人员分析认为其他应付款账面值属实，本次按照非经营性负债账面值确定评估值。

非经营性负债—其他应付款评估值为 0.57 万元。

故非经营性资产评估值 $C_i = -0.50$ 万元。

(3) 股东全部权益价值的确定

1) 企业价值

将所得到的经营性资产的价值、基准日非经营性资产价值代入式

(2)，即得到评估对象企业价值为 40,807.20 万元。

$$\begin{aligned} B &= P + C_i \\ &= 40,807.70 + (-0.50) \\ &= 40,807.20 \text{ 万元} \end{aligned}$$

2) 全部权益价值

将评估对象的付息债务的价值代入式 (1)，得到评估对象的全部权益价值为：

D: 付息债务的确定

付息债务=0.00 万元

$E=B-D$

=40,807.20-0.00

=40,800.00 万元（取整）

5、收益法评估结论

经收益法评估，沈沈阳含能于评估基准日 2017 年 12 月 31 日，在各项假设条件成立的前提下，股东全部权益价值为人民币 40,800.00 万元。

（四）评估增值的原因及合理性

综上，产品销量的预测系基于军民融合的发展环境、自身核心竞争力及在手订单情况，截至本回复出具日，在手订单金额已覆盖 2018 年预测收入的 87%；军用的产品一经审价，除材料成本上升可申请提价外，单价将固定不变，预测未来军品单价保持不变，考虑到民品市场竞争日趋激烈，预测未来民品单价有所下降；企业自由现金流按规定公式进行测算；主要针对性假设符合企业现实情况。上述主要评估假设参数的确定过程及相关依据具有合理性。

沈阳含能股权收益法下评估增值 793.07%是由于企业未来持续经营能力较强，收益法评估基于上述各项主要评估假设参数确定评估值，故具有合理性，不存在假设参数过于乐观的情形。

四、评估机构核查意见

经核查，资产评估机构认为：沈阳含能股权收益法下评估增值 793.07%是合理的，不存在假设参数过于乐观的情形。

问题六、《公告》显示，沈阳含能 2017 年末所有者权益为 4,568 万元，2018 年 3 月 31 日，所有者权益为 2,343 万元。请你公司说明

沈阳含能所有者权益减少的原因及评估过程是否考虑了前述事项对评估结果的影响,相关协议是否设置了因过渡期间分红派息等事项对相关评估作价的调整条款。

回复:

沈阳含能所有者权益减少的原因系沈阳含能的分红所致,根据沈阳含能股东会通过的 2017 年度股利分配决议,按股东实缴出资比例分配利润 2,272.46 万元。鉴于股利分配事项在评估基准日后,本次评估最终采用收益法评估结果,分红事项并未改变沈阳含能未来营运能力及业绩承诺,本次评估值中不考虑该事项对评估结果的影响。

经交易各方协商一致,本次分红为对历史滚存利润的分配,鉴于本次作价参考收益法评估结果,分红事项并未改变沈阳含能未来营运能力及业绩承诺,基于市场化交易原则及进一步促成本次交易的目的,在《股权收购协议》中未设置因该分红派息事项对相关评估作价的调整条款。

特此公告。

江门甘蔗化工厂(集团)股份有限公司董事会

二〇一八年八月四日