

北京中同华资产评估有限公司  
关于深圳证券交易所  
《关于青岛双星股份有限公司发行股份、现金购买资产并募集配套资金申请的审核问询函》资产评估相关问题回复之专项核查意见

北京中同华资产评估有限公司

二〇二四年十二月

**深圳证券交易所上市审核中心：**

根据贵所上市审核中心 2024 年 11 月 22 日对青岛双星股份有限公司下发的《关于青岛双星股份有限公司发行股份、现金购买资产并募集配套资金申请的审核问询函》（审核函〔2024〕130011 号）（以下简称“审核问询函”），上市公司对问询问题进行了回复及补充披露。北京中同华资产评估有限公司（以下简称“评估机构”或“中同华”）作为青岛双星发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易（以下简称“本次交易”）的评估机构，根据问询函的相关要求，会同上市公司及相关中介机构，对有关问题进行了认真分析与核查，现就相关事项回复如下，请贵所予以审核。

如无特别说明，本审核问询函回复（以下简称“本回复”）中的简称或名词释义与重组报告书所定义的词语或简称具有相同的含义。在本回复中，若合计数与各分项数值相加之和在尾数上存在差异，均为四舍五入所致。

## 问题七 关于收益法评估

申请文件显示：（1）目标公司股票自 2005 年在韩国证券交易所上市交易；本次对目标公司股东全部权益采用收益法和市场法进行评估，并选取收益法评估结果作为最终评估结论，收益法评估结果为 22,380 亿韩元，增值率为 77.18%；（2）轮胎市场价格的波动主要受核心原材料橡胶制品采购成本的变动影响，本次收益法评估中考虑橡胶价格不存在明显波动前提，按照销售单价保持在近两年平均水平进行预测；（3）下游行业波动及国际贸易摩擦对轮胎销售产生一定影响，收益法评估中，预测期各期轮胎销售数量分别增长 10.20%、4.47%、2.30%、2%和 0.77%；（4）本次收益法评估以近两年的橡胶采购成本、船运物流价格作为基础，考虑在橡胶价格不存在明显波动的前提下，对主营业务成本进行预测；（5）收益法评估中，以目标公司发展规模和收入增长情况为基础，参考历史年度的费用发生额确定合理的增长比率预测目标公司其他境外法人未来年度中的税费；（6）收益法评估中，以预计残值率为 0%为基础测算折旧摊销金额，报告期内，标的资产计提折旧时对相关资产的预计残值率设定在 0-10%之间；（7）收益法评估中，分别根据历史年度情况和相关产能增加计划预测维持现有生产能力的资本性支出和新增生产能力的资本性支出；（8）收益法评估中将预测期的折现率确定为 9.37%-9.34%，其中参照韩国央行公布的截至评估基准日无担保隔夜拆借利率确定债权收益率；（9）标的资产 2018 年收购目标公司形成 2.63 亿元商誉；报告期内，标的资产将被收购公司认定为一个资产组基于相关参数进行减值测试；（10）在对非经营性资产负债的评估中，以账面值评估递延所得税资产和预计负债；评估基准日，标的资产递延所得税资产余额为 134,898.11 万元，主要来源为可抵扣亏损及未实现损益等；预计负债账面值为 13,629.12 万元，而目标公司及其下属公司作为被告而未结案的涉诉案件共计 50 起，涉诉金额约合人民币 23,610.00 万元；（11）因少数股东持有目标公司子公司锦湖越南 42.41%的股权，收益法评估中扣除了对应的少数股东权益 2,676.01 亿韩元。

请上市公司补充披露：（1）预测期各年销售单价的具体预测情况及测算过程，并结合橡胶等主要原材料价格的历史波动情况、轮胎市场价格的历史波动情况、橡胶价格波动对轮胎市场价格的影响、目标公司历史期间的成本转嫁能力、橡胶及轮胎近两年价格同历史期价格的差异情况、不同地区不同产品市场

的价格差异、目标公司的产品结构与市场结构等，补充披露评估中假定橡胶价格不存在明显波动是否谨慎合理，以近两年平均售价预测销售单价是否充分考虑历史价格波动情况，对单价的预测依据是否充分、谨慎、合理；（2）预测期各年销售数量的具体预测情况及测算过程，并结合目标公司现有产能及规划情况、历史期不同地区不同产品市场的轮胎消费量波动情况、历史期内行业及公司销量的波动、目标公司相关订单或合同情况等，补充披露对销售数量的预测同目标公司产能是否匹配，是否存在相关订单及合同支撑，评估中是否充分考虑汽车及轮胎市场的周期波动，预测期内销量持续增长是否谨慎合理；（3）对直接材料成本及船运物流成本的具体预测情况及测算过程，并结合橡胶等主要原材料价格的历史波动情况、船运物流价格的历史波动情况、目标公司历史年度材料单耗及变动情况、目标公司产品结构的变动对材料单耗的影响，补充披露以近两年价格为基础预测相关成本是否充分考虑历史价格波动情况，对材料成本的预测是否充分考虑产品结构变动的的影响，同历史期是否存在明显差异，对成本的预测是否谨慎合理；（4）对直接人工成本的具体预测情况及测算过程，并结合历史期的工资标准及人员配备情况、目标公司的后续调薪计划、产能规划安排、人均产出、不同地区工资标准等补充披露对直接人工成本预测的合理性；（5）对其他成本及附加费用的具体预测情况及测算过程，并结合各项明细的性质、特点、相关价格历史期是否存在波动、历史期与收入规模的匹配程度等，补充披露对其他成本及附加费用的预测是否谨慎合理；（6）对税费的具体预测情况及测算过程，并结合各境外法人主体历史期税率是否存在波动等披露对税费的预测是否谨慎合理；（7）对期间费用的具体预测情况及测算过程，预测期内目标公司的期间费用率较历史期是否存在差异，对期间费用的预测是否谨慎合理；（8）评估中预计净残值率同报告期内存在差异的原因及合理性，残值率不同对评估值的影响，对折旧摊销的预测是否准确合理；（9）结合预测期内生产能力和设备使用情况、历史运营年度的资产更替发生额、历史年度销售法人维持性支出、不含税投资金额等补充披露对资本性支出的具体预测过程及准确性；（10）折现率的具体确定过程，债权收益率同目标公司的债务成本是否存在明显差异，折现率的确定是否谨慎、合理；（11）对照商誉减值测试的关键参数同本次收益法评估是否存在差异，如是，详细披露差异原因及合理性，本次评估参数的选取是否谨慎合理；（12）结合目标公司的收益预测情况、目标公

司各经营地区的相关所得税政策等补充披露对递延所得税资产评估的准确性，并结合相关涉诉案件的进展情况补充披露对预计负债评估的准确性，后续目标公司因涉诉案件发生相关费用的承担方；（13）锦湖越南少数股东权益的具体确定过程；（14）基于前述事项，结合报告期各期商誉减值测试情况、截至回函日目标公司的实际经营情况、贸易摩擦等目标公司面临的经营风险对经营业绩及估值的影响等，补充披露本次收益法评估相关参数选取是否谨慎、合理，预测过程是否准确客观，本次交易定价是否公允，是否符合《重组办法》第十一条的规定；（15）本次重组相关披露信息、财务数据与在韩交所披露信息是否存在重大差异。

请独立财务顾问和评估师、会计师、律师核查并发表明确意见。

## 一、相关问题的答复

（一）预测期各年销售单价的具体预测情况及测算过程，并结合橡胶等主要原材料价格的历史波动情况、轮胎市场价格的历史波动情况、橡胶价格波动对轮胎市场价格的影响、目标公司历史期间的成本转嫁能力、橡胶及轮胎近两年价格同历史期价格的差异情况、不同地区不同产品市场的价格差异、目标公司的产品结构与市场结构等，补充披露评估中假定橡胶价格不存在明显波动是否谨慎合理，以近两年平均售价预测销售单价是否充分考虑历史价格波动情况，对单价的预测依据是否充分、谨慎、合理

### 1、预测期各年销售单价的具体预测情况及测算过程

#### （1）目标公司产品及市场结构情况

目标公司主要从事 PCR 乘用车轮胎和 LTR 轻卡轮胎等产品的生产及销售，产品销售按下游市场类型分为 RE 市场（替换市场）与 OE 市场（原装配套市场）。针对 RE 市场，目标公司细分销售区域可分为韩国 RE 市场、北美 RE 市场、欧洲 RE 市场、中国 RE 市场以及其他地区 RE 市场；针对 OE 市场，目标公司细分销售区域可分为韩国 OE 市场、中国 OE 市场以及其他海外 OE 市场。

#### （2）预测期各年销售单价测算过程

2022 年及 2023 年目标公司轮胎产品基于前述细分市场销售单价情况如下：

序号	项目	2022年	2023年	平均销售单价
<b>1</b>	<b>RE 市场</b>			
1-1	韩国 RE 市场（百万韩元）	602,349	622,238	/
	销售重量（吨）	97,800	99,197	/
	<b>销售单价（百万韩元/千克）</b>	<b>6,159</b>	<b>6,273</b>	<b>6,216</b>
1-2	北美 RE 市场（百万韩元）	746,746	814,670	/
	销售重量（吨）	90,751	97,468	/
	<b>销售单价（百万韩元/千克）</b>	<b>8,229</b>	<b>8,358</b>	<b>8,293</b>
1-3	欧洲 RE 市场（百万韩元）	665,651	899,827	/
	销售重量（吨）	106,154	131,810	/
	<b>销售单价（百万韩元/千克）</b>	<b>6,271</b>	<b>6,827</b>	<b>6,549</b>
1-4	中国 RE 市场（百万韩元）	78,988	119,712	/
	销售重量（吨）	18,913	30,914	/
	<b>销售单价（百万韩元/千克）</b>	<b>4,176</b>	<b>3,872</b>	<b>4,024</b>
1-5	其他地区 RE 市场（百万韩元）	600,264	573,395	/
	销售重量（吨）	102,705	97,457	/
	<b>销售单价（百万韩元/千克）</b>	<b>5,845</b>	<b>5,884</b>	<b>5,864</b>
<b>2</b>	<b>OE 市场</b>			
2-1	韩国 OE 市场（百万韩元）	235,622	270,985	/
	销售重量（吨）	49,863	58,244	/
	<b>销售单价（百万韩元/千克）</b>	<b>4,725</b>	<b>4,653</b>	<b>4,689</b>
2-2	中国 OE 市场（百万韩元）	128,943	185,891	/
	销售重量（吨）	35,435	52,157	/
	<b>销售单价（百万韩元/千克）</b>	<b>3,639</b>	<b>3,564</b>	<b>3,601</b>
2-3	其他海外 OE 市场（百万韩元）	487,172	561,125	/
	销售重量（吨）	73,809	88,550	/
	<b>销售单价（百万韩元/千克）</b>	<b>6,600</b>	<b>6,337</b>	<b>6,469</b>

本次评估基于上述细分市场，以目标公司 2022 年、2023 年各细分市场营业收入除销售重量得到各年销售单价，并取 2022 年、2023 年销售单价平均值作为该细分市场预测期各年销售单价。

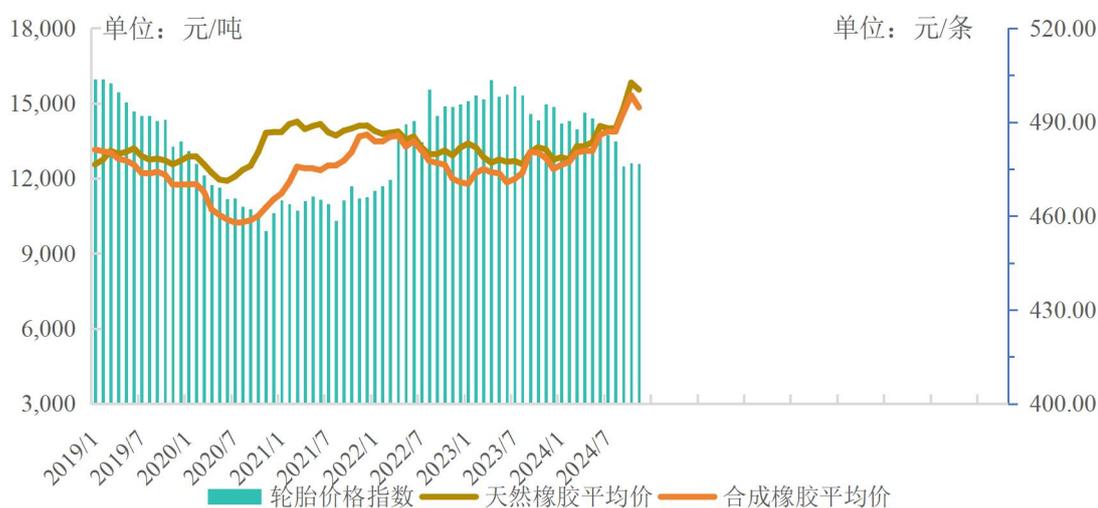
2、结合橡胶等主要原材料价格的历史波动情况、轮胎市场价格的历史波动情况、橡胶价格波动对轮胎市场价格的影响、目标公司历史期间的成本转嫁能力、橡胶及轮胎近两年价格同历史期价格的差异情况、不同地区不同产品市场的价格差异、目标公司的产品结构与市场结构等，补充披露评估中假定橡胶价格不存在明显波动是否谨慎合理，以近两年平均售价预测销售单价是否充分考虑历史价格波动情况，对单价的预测依据是否充分、谨慎、合理

(1) 橡胶等主要原材料价格和轮胎市场价格的历史波动情况、橡胶价格波动对轮胎市场价格的影响、橡胶及轮胎近两年价格同历史期价格的差异情况、本次评估中假定橡胶价格不存在明显波动的合理性

①历史期间橡胶及轮胎价格波动情况

目标公司轮胎生产主要原材料包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑等，其中天然橡胶和合成橡胶是最主要的生产原材料，近两年在成本结构中的占比均超过 20%，对轮胎价格影响较大。历史期间天然橡胶、合成橡胶及轮胎价格指数波动情况如下：

2019年-2024年天然橡胶、合成橡胶及轮胎价格指数情况



注 1：天然橡胶均价数据来自中国商务部，均价计算方式为进口 3 号烟片胶及国产 5 号标胶的月度算术平均值；合成橡胶均价数据来自中国商务部，均价计算方式为丁苯橡胶（1502#）及顺丁橡胶（BR9000）的月度算术平均值；数据截至 2024 年 11 月；

注 2：汽车轮胎经销商价格指数数据来自“我的轮胎网”、同花顺 iFind，计算方式为月度加权均价的算术平均值。

2020 年初受不可抗力因素影响，国际贸易限制增多、居民出行和货物运输减少，导致下游汽车和轮胎消费量、出口量大幅降低，各类橡胶价格迅速下滑，轮胎价格指数也呈现震荡下行态势。自 2020 年 5 月起，因天然橡胶主产区减产、欧洲原油供给减少带动原油价格上涨，导致各类橡胶价格持续走高。受此影响，轮胎价格指数有所上涨。2022 年下半年以来，随着全球经济增长放缓，基础原料价格下跌，天然橡胶及合成橡胶价格回落，轮胎价格亦有所回调。目标公司历史年度橡胶采购价格及轮胎产品销售价格波动情况如下表所示：

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
天然橡胶（韩元/千克）	1,751	1,726	2,054	2,391	2,058
合成橡胶（韩元/千克）	2,027	1,863	2,232	2,781	2,531
轮胎价格（韩元/千克）	5,043	4,990	5,194	6,162	6,172
天然橡胶采购价格波动率		-1.43%	19.00%	16.41%	-13.93%
合成橡胶采购价格波动率		-8.09%	19.81%	24.60%	-8.99%
轮胎销售价格（韩元/千克）波动率		-1.06%	4.11%	18.63%	0.17%

2019年以来目标公司橡胶采购价格及轮胎销售价格变动情况与历史同期前述市场波动趋势相匹配。2020年目标公司天然橡胶、合成橡胶采购价格较2019年分别下降1.43%、8.09%，同年轮胎产品销售价格下降1.06%；2020年至2022年间，目标公司天然橡胶、合成橡胶采购价格显著上涨，带动轮胎产品销售价格有所提升。2023年尽管目标公司天然橡胶、合成橡胶采购价格较2022年有所回落，但受益于产品结构优化以及议价能力改善，目标公司轮胎产品销售价格保持相对稳定，盈利能力显著提升。

②本次评估中假定橡胶价格不存在明显波动具有合理性

天然橡胶作为大宗商品，其价格受宏观经济、供需状况、天气变化等诸多因素影响。根据ANRPC（天然橡胶生产国联合会）发布的2024年10月天然橡胶月度统计报告，2024年前10个月，全球天然橡胶产量达到1,120万吨，同比增长2.9%。全球天然橡胶需求量达到1,210万吨，与2023年同期相比下降4.5%。在此背景下，预计天然橡胶价格中短期呈现震荡上行走势。

轮胎用合成橡胶以顺丁橡胶和丁苯橡胶为主，其上游原料丁二烯通常是炼厂乙烯裂解装置的副产物，受原油价格影响较大，当前全球石油市场进入低增长阶段，原油价格相对稳定；从供需情况看，合成橡胶市场整体处于产能过剩阶段，故不具备大幅涨价的基础。

综合上述因素，本次评估假定预测期橡胶价格不存在明显波动，是基于目前全球宏观经济形势、行业供需情况做出的谨慎判断，具有合理性。

**(2) 目标公司历史期间的成本转嫁能力、不同地区不同产品市场的价格差异情况**

### ①目标公司历史期间的成本转嫁能力

目标公司轮胎产品销售定价采用“以成本加合理利润率”的模式，目标公司通过与下游部分客户协商调整产品定价，能够在一定程度上将原材料价格上涨的压力转移到市场端。如 2021 年随着橡胶价格上涨，目标公司同步开始提价，但受限于外部不可抗力因素，下游市场需求疲软，2021 年轮胎平均销售价格较 2020 年仅上涨 4.1%；2022 年随着下游汽车市场需求回暖，目标公司进一步提高轮胎产品销售价格，平均售价较 2021 年上涨 18.9%。历史年度随着原材料价格的上涨，目标公司能够相应提高产品售价，具备一定的成本转嫁能力。

### ②目标公司不同地区、产品市场售价差异情况

目标公司不同地区不同产品市场的价格差异情况如下：

#### a、RE 轮胎分地区：

单位：韩元/千克

销售地区	2023 年平均售价	2022 年平均售价
韩国 RE	6,273	6,159
北美 RE	8,358	8,229
欧洲 RE	6,827	6,271
其他地区 RE	5,884	5,845
中国 RE	3,872	4,176
合计	6,632	6,471

#### b、OE 轮胎分地区：

单位：韩元/千克

销售地区	2023 年平均售价	2022 年平均售价
韩国 OE	4,653	4,725
海外 OE	6,337	6,600
中国 OE	3,564	3,639
合计	5,117	5,353

目标公司不同地区的轮胎售价差异主要受各地区经济水平、产品结构、运输成本、税收政策等因素的影响，轮胎产品在欧洲、北美地区售价更高，而其他地区经济状况和消费者的购买力弱于欧美市场，因此售价相对较低。同时，OE 市

市场竞争较 RE 市场更为激烈，且大多数情况下，出于批量销售和维护整车厂长期合作关系的考虑，OE 轮胎定价较 RE 轮胎更低。

### ③目标公司产品结构变化情况

在轮胎行业，大尺寸轮胎通常具有较高的利润空间，因此也是各轮胎公司寻求业绩增长的重要途径之一。自 2022 年以来，目标公司持续扩大大尺寸轮胎的销售占比，加大研发投入并持续丰富大尺寸、高性能轮胎产品矩阵，使得目标公司品牌价值及议价能力得到提升。

期间	大尺寸轮胎（18 英寸及以上）销售占比
2024 年 1-6 月	40.80%
2023 年	38.10%
2022 年	36.70%

数据来源：锦湖轮胎年报、半年报，大尺寸轮胎销售占比指 18 英寸及以上的乘用车轮胎及轻卡车轮胎销售收入占乘用车轮胎及轻卡车轮胎总收入的比例。

鉴于大尺寸轮胎毛利率相对更高，随着其销售占比的提升，无论原材料价格涨跌，均能在一定程度上平滑成本波动带来的不利影响。

### （3）本次评估以近两年平均售价预测销售单价具有合理性

轮胎行业定价策略受到多种因素的影响，如原材料价格、产品结构、议价能力等。本次评估采用目标公司近两年平均售价可以充分反映原材料价格变动、产品结构优化对销售价格的影响，同时考虑到目标公司轮胎平均售价自 2020 年以来保持稳步提升，最近两年平均售价也是目标公司在所处市场环境中成功实施其定价策略的有力印证，相关售价水平可以作为预测期产品售价的合理基准。

综上所述，目标公司以近两年平均售价作为预测期各年度销售单价充分考虑了历史期原材料价格及轮胎市场价格波动情况，并结合了目标公司自身产品定价策略，本次评估对销售单价的预测依据充分、谨慎、合理。

上市公司已在《重组报告书》中补充披露预测期各年销售单价的具体预测情况，详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“（一）收益法评估情况”之“2、未来收益预测”之“（1）营业收入预测”之“1）预测期各年销售单价的具体预测情况及分析”。

(二) 预测期各年销售数量的具体预测情况及测算过程，并结合目标公司现有产能及规划情况、历史期不同地区不同产品市场的轮胎消费量波动情况、历史期内行业及公司销量的波动、目标公司相关订单或合同情况等，补充披露对销售数量的预测同目标公司产能是否匹配，是否存在相关订单及合同支撑，评估中是否充分考虑汽车及轮胎市场的周期波动，预测期内销量持续增长是否谨慎合理

### 1、目标公司预测期各年销售数量预测情况

目标公司最近两年及预测期分市场销售数量情况如下：

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2023-2028年复合增长率
<b>一、韩国 RE 市场</b>								
销售重量（吨）	97,800	99,197	102,845	104,413	106,839	110,016	111,016	2.28%
销售数量（条）	6,782	6,982	7,233	7,337	7,485	7,669	7,715	2.02%
<b>二、韩国 OE 市场</b>								
销售重量（吨）	49,863	58,244	58,647	59,593	60,505	61,040	61,351	1.04%
销售数量（条）	4,614	5,229	5,262	5,352	5,420	5,465	5,495	0.99%
<b>三、全球 RE 市场（除中国大陆及韩国）</b>								
销售重量（吨）	299,610	326,735	391,011	421,428	437,872	450,587	454,465	6.82%
销售数量（条）	24,126	27,786	32,731	34,559	35,594	36,366	36,634	5.68%
<b>四、全球 OE 市场（除中国大陆和韩国）</b>								
销售重量（吨）	73,809	88,550	89,042	90,622	91,441	92,556	93,500	1.09%
销售数量（条）	6,756	8,055	8,090	8,152	8,202	8,293	8,368	0.76%
<b>五、中国 RE/OE 市场</b>								
销售重量（吨）	54,349	83,072	90,313	98,963	102,152	106,055	107,300	5.25%
销售数量（条）	5,263	7,620	8,034	8,695	8,865	9,085	9,184	3.80%
<b>合计</b>								
销售重量（吨）	<b>575,430</b>	<b>655,798</b>	<b>731,857</b>	<b>775,019</b>	<b>798,809</b>	<b>820,254</b>	<b>827,632</b>	<b>4.76%</b>
销售数量（条）	<b>47,542</b>	<b>55,672</b>	<b>61,351</b>	<b>64,095</b>	<b>65,567</b>	<b>66,879</b>	<b>67,396</b>	<b>3.90%</b>

本次评估销量预测主要基于目标公司历史销售数据及标的公司管理层未来经营规划。其中管理层预测系基于英国 LMC Automotive（英国知名数据分析公司，在汽车预测和市场情报方面有较长的历史，以下简称“LMC”）对全球不同地区轮胎市场发展展望并结合目标公司自身经营发展规划做出。具体说明如下：

#### (1) 韩国市场

根据 LMC 预测，韩国 RE 轮胎市场 2023-2028 年销量复合增长率展望为 2.7%。

同期目标公司韩国 RE 市场销售重量、销售数量复合增长率预测分别为 2.28%、2.02%，其增速与行业预期不存在显著差异；LMC 对韩国 OE 轮胎市场 2023-2028 年复合增长率展望为 0.9%，同期目标公司韩国 OE 市场销售重量、销售数量复合增长率预测分别为 1.04%、0.99%。考虑 2023 年目标公司开始对车企新增 LTR 订单，如对现代汽车新增供应 Kona 和 Santafe 车型的配套轮胎，对起亚汽车新增供应 Seltos 和 Bongo 车型的配套轮胎。故在上述增量订单的带动下，预测期增速略高于行业平均水平具有可实现性。

## （2）全球 RE 市场（除中国大陆及韩国）

RE 轮胎市场的增长受到多种因素驱动，包括消费者对汽车性能和安全性关注度的提升、轮胎技术的不断进步以及全球经济状况的改善等。同时，新兴市场和发展中国家汽车保有量增长迅速，也为 RE 轮胎市场提供了广阔的发展空间。

根据 LMC 预测，全球 RE 轮胎市场 2023-2028 年销量复合增长率为 2.7%。同期目标公司除中国大陆及韩国 RE 市场外的海外 RE 市场销售重量、销售数量复合增长率预测分别为 6.82%、5.68%，高于行业平均水平，主要受以下几个市场因素影响：

### ① 欧洲 RE 市场

根据目标公司最新财务报告披露，2024 年前三季度目标公司在欧洲市场实现销售收入 995,278 百万韩元，较 2023 年同期增长 39.57%。目标公司在欧洲市场销量增长强劲，主要受益于经营战略的改善和市场环境的变化。在战略与经营方面，目标公司通过加强与主力市场经销商的合作和扩展新的经销渠道，强化了欧洲本土的营销策略，巩固并强化了与德国、意大利、法国、英国、荷兰等主要区域经销商的合作关系。2022 年在欧洲市场与目标公司发生交易的经销商为 2,300 余家，2023 年增加至 2,600 余家。同时，目标公司通过赞助意大利 AC 米兰、英国托特纳姆热刺、德国勒沃库森等足球俱乐部，增强了欧洲本土的市场推广力度和产品知名度。

在市场环境方面，随着欧洲通胀加剧，消费降级凸显，使得高性价比轮胎愈发受到消费者青睐。部分消费者在进行轮胎替换时，在同样的质量条件下，有选择高性价比产品的倾向。在此情形下，目标公司的产品更具竞争力。根据米其林

集团发布的 2023 年财报，米其林 2023 年在欧洲市场销售额为 98.91 亿欧元，较 2022 年下降 2.5%，欧洲市场对其销售额的贡献比例亦由 2022 年的 35.5% 下降至 2023 年的 34.9%。同为韩国轮胎制造企业的韩泰轮胎 2023 年在欧洲市场的销售收入同比实现增长，与欧洲市场消费者更青睐高性价比产品的情况相符。基于上述，标的公司管理层预计 2023-2028 年能够在欧洲市场保持 6.9% 的销量复合增长率。

## ② 北美 RE 市场

目标公司在北美地区的预期增长，主要受 PCR 产品的经销市场增长所带动。目标公司通过加大北美经销市场开拓力度，并以高性价比产品，形成对头部轮胎企业的替代效应。得益于强化与当地大型轮胎经销商的深入合作，2023 年在北美 RE 市场整体下行态势下，目标公司仍较 2022 年实现了 14.94% 的销量增长。另根据目标公司最新财务报告披露，2024 年前三季度目标公司在北美市场实现销售收入 998,287 百万韩元，较 2023 年同期增长 7.91%。因此，标的公司管理层认为预测期北美市场仍有希望通过渠道拓展及头部品牌替代，实现优于行业平均的销量增长。

## ③ 其他地区 RE 市场

其他地区 RE 市场主要为南美洲、大洋洲、东南亚、中东以及非洲市场等，目标公司 2024 年上半年在相关地区实现轮胎销售 56,267 吨，年化后同比 2023 年增长 15.47%。考虑到新兴市场和发展中国家的汽车保有量仍将稳步提升，对轮胎需求亦将保持稳定增长。因此，管理层预计目标公司 2023-2028 年在其他地区 RE 市场能够保持 4.2% 的销量复合增长率。

## (3) 全球 OE 市场（除中国大陆及韩国）

根据米其林集团发布的 2024 年上半年报告，OE 轮胎市场方面，欧洲和北美需求较 2023 年同期有所下降，主要系受到短期利率上升和电动汽车购买补贴减少、短期新车销售购买力收紧的影响，但总体保持稳定。根据 LMC 预测，全球 OE 轮胎市场 2023-2028 年复合增长率为 2.4%。标的公司管理层为确保预测期稳固当前 OE 轮胎市场竞争地位并进一步扩大市场份额，制订了针对 OE 市场发展的中长期战略规划，包括集中提高 HPV&EV 车型的配套轮胎供应；在欧洲扩大

主流车厂的产品供应；在北美取得多家新能源汽车厂商的准入资质，并持续扩大订单量。故基于上述战略规划，标的公司管理层预测相关 OE 市场 2023-2028 年销售重量、销售条数复合增长率分别为 1.09%、0.76%。

#### **(4) 中国市场**

中国是亚洲地区轮胎产品最大消费国。据中国汽车工业协会统计，2023 年，中国乘用车产销分别完成 2,612.4 万辆和 2,606.3 万辆，同比分别增长 9.6%和 10.6%；2023 年新能源汽车产销量分别为 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8%和 37.9%。根据 LMC 预测，2023-2028 年中国市场轮胎销量复合增长率 4.9%。其中，中国 OE 市场 2023-2028 年 PCR、LTR、TBR 轮胎销量复合增长率展望分别为 1.9%、2.0%、2.3%；中国 RE 市场 2023-2028 年 PCR、LTR、TBR 轮胎销量复合增长率展望分别为 9.7%、0.5%、4.7%。

在中国 OE 市场，目标公司销量从 2022 年的 35,435 吨增长至 2023 年的 52,157 吨，涨幅 47%，配套车型已不局限于传统的韩系和欧系整车厂，而是逐步覆盖至中资企业，整体配套已达到 14 家主机厂，21 个品牌，2025 年预计将延伸至 30 家主机厂，40 个品牌，市场份额显著提升。因此，标的公司管理层预计 2023-2028 年中国 OE 市场销售重量、销售数量复合增长率分别约 5.7%、3.6%，具有可实现性。

对于中国 RE 市场，目标公司销量从 2022 年的 18,913 吨增长至 2023 年的 30,914 吨，增幅达 63%。考虑中国汽车保有量稳步提升的趋势，标的公司管理层预计 2023-2028 年中国 RE 市场销售重量、销售数量复合增长率分别为 4.5%、4.2%，与行业增速不存在显著差异。

## **2、汽车及轮胎市场的周期波动情况**

### **(1) 全球汽车保有量稳步增长，为轮胎销量增长提供有效支撑**

轮胎市场整体由 OE 市场和 RE 市场组成。其中 OE 轮胎市场主要依赖于新车产量，市场景气程度与汽车工业景气程度存在正相关性；RE 轮胎市场主要依赖于汽车保有量，随着汽车保有量日益增加，RE 轮胎需求具备一定刚性。

根据世界汽车组织 OICA 统计数据，2012 至 2017 年全球汽车产销量保持稳

步增长。2018 年受世界经济周期性波动影响，全球汽车产销量开始出现下滑。2021 年，随着全球经济呈现恢复性增长，汽车市场需求有所回升。2022 年全球汽车产量为 8,502 万辆，较上年增长 6.08%，全球汽车销量为 8,163 万辆，较上年小幅下降 1.37%。2023 年全球新车总产量约为 9,354 万辆，较 2022 年增长 10.3%；总销量约 8,006 万辆，较 2022 年增长 12.7%。此外，新能源汽车产销量持续保持高速增长，在全球迎来向上周期。根据 Trend Force 集邦咨询数据统计，2023 年全球新能源汽车销量达 1,300 万辆，较 2022 年销量增长超过 20%。

全球汽车销量和保有量的增长对汽车轮胎市场有直接影响。2015-2019 年，全球轮胎市场消费量整体呈现稳定上升趋势；据米其林年度报告统计，2022 年全球汽车轮胎市场销量为 17.49 亿条，同比 2021 年增长 0.03%，虽与 2019 年相比小幅下滑 1.98%，但仍创 2020 年以来新高。2023 年全球轮胎总销量为 17.9 亿条，同比增长 2.3%。

目标公司历史期销量也呈现与汽车工业及轮胎行业市场波动相匹配的趋势变化。

## （2）欧美市场趋向高性价比产品，利好目标公司获得更高市场份额

近年来，高通胀叠加高利率环境使得欧美消费者面临利息昂贵与物价上涨的双重挤压，海外市场消费降级趋势愈演愈烈。根据美国轮胎电商平台 SimpleTire 数据，目标公司轮胎价格为国际三大品牌（普利司通、米其林、固特异）的 60%-70%，消费降级下目标公司性价比优势尤为凸显。

此外，外部不可抗力事件叠加俄乌冲突的双重影响导致 2022 年来通胀持续抬升，欧美轮胎老旧产能竞争劣势进一步放大，高通胀带来的成本压力持续侵蚀欧美轮胎厂及其下游产业链利润并加速落后产能退出，这为目标公司迎来替代良机。根据国际胎企公开披露信息不完全统计，2022 年以来米其林、固特异、普利司通等海外头部轮胎企业在欧美地区（含俄罗斯）关停或减产的轮胎工厂超过 15 个，其中欧洲地区（不含俄罗斯）超过 10 个、基本为 50 年以上老厂，共涉及轮胎（乘用车+商用车）年产能超 5,000 万条。

基于上述因素影响，轮胎市场份额向东亚企业倾斜的趋势愈加明显。根据普利司通官网信息，米其林、固特异、普利司通国际三大品牌轮胎企业从 2002 年

约 56% 的市场份额下降至 2022 年的 39% 左右。国际轮胎巨头企业市占率的逐年降低，为包括目标公司在内的东亚地区轮胎公司销量增长提供了有力支撑。

### 3、目标公司不同市场及产品类型的销量波动情况

历史年度目标公司不同市场及产品类型的销量变化情况如下：

单位：千条

项目		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
销售路径	OE	10,144	10,517	14,791	18,199
	RE	26,163	31,295	32,751	37,473
产品类型	PCR	23,495	26,557	30,135	35,483
	LTR	11,210	13,223	15,332	18,130
	TBR	1,217	1,439	1,476	1,489
	SPECIALTY	385	593	598	570
合计		<b>36,307</b>	<b>41,812</b>	<b>47,542</b>	<b>55,672</b>

历史年度目标公司产品销售以 PCR 乘用车轮胎和 LTR 轻卡轮胎为主，这与目标公司在该类产品上的技术和品牌优势相符合。在各类产品中，RE 轮胎贡献了大部分销量，这与目前轮胎行业中 RE 轮胎的市场容量远高于 OE 轮胎的市场容量这一行业特性相符合。此外，近年来目标公司不断优化产品类型，逐年增加销售单价、利润空间更高的大尺寸（18 寸以上）轮胎销售占比，使得产品竞争力持续提升。

### 4、目标公司现有产能规划及与预测销量的匹配情况

目标公司历史年度及预测期产能规划、预期销量情况如下表所示：

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
生产产能（吨）	680,397	666,618	679,958	680,601	765,885	806,257	833,222	849,016	864,084
生产量（吨）	451,433	513,057	581,053	649,934	736,585	778,986	809,298	836,095	852,669
销售量（吨）	443,354	510,931	571,049	650,369	731,531	777,633	804,078	832,321	842,695
产能利用率（%）	66.35%	76.96%	85.45%	95.50%	96.17%	96.62%	97.13%	98.48%	98.68%
产销率（%）	98.21%	99.59%	98.28%	100.07%	99.31%	99.83%	99.35%	99.55%	98.28%

注：2020、2021 年数据源于目标公司年报公开披露信息。

截至 2023 年末，目标公司全球共计 8 个生产工厂，设计产能约为 680,601 吨/年，2023 年全年实际生产 649,934 吨，产能利用率约为 95.50%。预测期目标

公司产能保持稳定增长，新增产能主要系锦湖越南工厂三、四期工程完全落地投产以及锦湖南京工厂 178 万条轮胎的新增产线投产。随着全球汽车市场需求增长，标的公司管理层据此分析未来年度目标公司订单量将在产能充分释放的条件下稳步提升，产能利用率预计保持在 95%以上水平。

综上，目标公司产能可覆盖预测期内的轮胎生产需求，销售量的预测与目标公司产能相匹配。

## 5、目标公司订单、合同与销量匹配情况

目标公司 2024 年 1-9 月份已实现轮胎销售 4,510.80 万条，占全年销售预测约 73.52%。截至 2024 年 11 月 29 日，目标公司各类型轮胎在手订单合计约 824.26 万条，占全年销售预测约 13.4%（2024 年全年销售预测为 6,135.1 万条）。

根据目标公司产品销售模式，主要客户通常会与目标公司签署年度框架协议或者战略合作协议，但考虑到轮胎市场需求主要取决于下游汽车市场需求变化，整车厂及经销商为避免产生库存积压，会根据下游市场订单情况具体制定采购计划，故不会在框架协议中约定年度采购量或采购价格，而是以持续订单方式约定各批轮胎具体需求的品种和数量。

2024 年上半年目标公司合计销售轮胎 2,959 万条，2024 年 4 月、5 月、6 月末在手订单数量分别为 606.7 万条、581.7 万条、907.9 万条，2024 年上半年实际销售数量均远超各月末在手订单量。故基于目标公司业务特点情况，目标公司在手订单转化周期较短，期末在手订单并不能完全反映产品市场需求及库存消化情况。

综上所述，结合历史年度汽车及轮胎市场周期波动、目标公司现有产能及规划、历史期不同地区、不同产品市场销售以及目标公司订单、合同与销量预期匹配关系，预计目标公司预测期内销量保持增长具有合理性。

上市公司已在《重组报告书》中补充披露预测期各年销售数量的具体预测情况，详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“（一）收益法评估情况”之“2、未来收益预测”之“（1）营业收入预测”之“2）预测期各年销售数量的具体预测情况及分析”。

(三) 对直接材料成本及船运物流成本的具体预测情况及测算过程，并结合橡胶等主要原材料价格的历史波动情况、船运物流价格的历史波动情况、目标公司历史年度材料单耗及变动情况、目标公司产品结构的变动对材料单耗的影响，补充披露以近两年价格为基础预测相关成本是否充分考虑历史价格波动情况，对材料成本的预测是否充分考虑产品结构变动的的影响，同历史期是否存在明显差异，对成本的预测是否谨慎合理

### 1、对直接材料成本及船运物流成本的具体预测情况及测算过程

#### (1) 对直接材料成本的具体预测情况及测算过程

目标公司最近两年及预测期分生产工厂的直接材料成本情况如下表：

项目	单位	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
<b>韩国轮胎工厂</b>								
直接材料成本	百万韩元	842,697	753,588	849,780	886,523	929,283	954,526	968,451
生产量	吨	328,125	311,322	351,061	359,059	372,651	382,773	388,358
单位材料成本	(韩元/千克)	2,568	2,421	2,421	2,469	2,494	2,494	2,494
<b>南京轮胎工厂</b>								
直接材料成本	百万韩元	113,292	108,839	122,560	170,315	173,317	176,071	176,314
生产量	吨	46,291	53,080	59,771	81,432	82,047	83,350	83,465
单位材料成本	(韩元/千克)	2,447	2,050	2,050	2,092	2,112	2,112	2,112
<b>天津轮胎工厂</b>								
直接材料成本	百万韩元	157,794	154,205	194,912	219,623	231,884	241,854	242,108
生产量	吨	64,413	79,540	100,537	111,062	116,101	121,093	121,220
单位材料成本	(韩元/千克)	2,450	1,939	1,939	1,977	1,997	1,997	1,997
<b>长春轮胎工厂</b>								
直接材料成本	百万韩元	69,549	68,137	91,446	97,140	103,437	109,127	113,799
生产量	吨	27,623	33,594	45,086	46,954	49,504	52,227	54,463
单位材料成本	(韩元/千克)	2,518	2,028	2,028	2,069	2,089	2,089	2,089
<b>越南轮胎工厂</b>								
直接材料成本	百万韩元	218,415	298,480	328,457	337,861	344,650	348,913	349,945
生产量	吨	83,740	136,739	150,472	151,746	153,262	155,158	155,617
单位材料成本	(韩元/千克)	2,608	2,183	2,183	2,226	2,249	2,249	2,249
<b>佐治亚轮胎工厂</b>								

项目	单位	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
直接材料成本	百万韩元	134,593	128,219	135,958	141,721	153,159	156,015	157,096
生产量	吨	30,860	35,659	37,812	38,641	41,347	42,118	42,409
单位材料成本	(韩元/千克)	4,361	3,596	3,596	3,668	3,704	3,704	3,704

本次评估以目标公司最近两年各生产工厂直接材料成本和生产量，计算得到对应年度各生产工厂单位材料成本，并以2023年为基础，在2024年上半年主要产品销售价格、单位材料成本无大幅波动的情况下，预测2024年各生产工厂单位材料成本与2023年持平。同时考虑到当前主要原材料天然橡胶价格处于震荡上行区间，故谨慎预测2025年单位材料成本在2024年基础上提高2%，2026年在2025年基础上进一步提高1%，之后预测年度单位材料成本维持2026年水平。

基于上述预测期各年单位材料成本，结合标的公司管理层对于各生产工厂产量预测情况，计算得到预测期各年各生产工厂直接材料成本。

## (2) 对船运物流成本的具体预测情况及测算过程

目标公司船运物流成本由两部分构成，分别为运输、仓储成本及船运成本。

### ① 运输、仓储成本

运输、仓储成本指内陆转运及轮胎存放的仓储成本，预测期内根据目标公司2022年及2023年的运输、仓储成本占其主营业务收入的比重，取平均值后乘以预测期各年主营业务收入，得到预测期各年运输、仓储成本。最近两年目标公司运输、仓储成本及收入占比相对稳定，具体情况如下：

单位：百万韩元

项目	2022年	2023年
运输、仓储成本	154,601	180,231
主营业务收入	3,564,195	4,060,905
运输、仓储成本占主营业务收入比	4.34%	4.44%
平均比重		4.39%

### ② 船运成本

船运成本指海上物流转运成本，包括船运及保险费，该部分费用核算于附加

费用内。历史年度目标公司船运成本及收入占比情况如下：

单位：百万韩元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
船运成本	51,266	114,282	74,525	235,719	352,746	122,866
主营业务收入	2,558,681	2,369,199	2,170,677	2,601,223	3,564,195	4,060,905
船运成本收入占比	2.00%	4.82%	3.43%	9.06%	9.90%	3.03%

2021年、2022年目标公司船运成本波动较大。2020年以来受外部不可抗力因素、俄乌冲突、中东地缘政治等因素影响，海运价格波动上行，使得目标公司船运成本在2021年、2022年占收入比重持续上涨：2021年目标公司船运成本占收入比重9.06%、2022年船运成本占收入比重9.90%。自2023年以来，随着海外港口拥堵问题得到治理和解决，港口劳动力供应逐步回升，运转效率加快，拥堵度下降，全球海运价格回归正常水平。预测期船运成本以2023年船运成本占主营业务收入比重为基础进行预测。

## 2、橡胶等主要原材料价格的历史波动情况、船运物流价格的历史波动情况

### (1) 橡胶等主要原材料价格历史波动情况

目标公司橡胶等主要原材料历史价格波动情况分析详见本题回复“（一）预测期各年销售单价的具体预测情况及测算过程……，对单价的预测依据是否充分、谨慎、合理；”之“2、结合橡胶等主要原材料价格的历史波动情况……，对单价的预测依据是否充分、谨慎、合理”之“（1）橡胶等主要原材料价格和轮胎市场价格的历史波动情况、橡胶价格波动对轮胎市场价格的影响、橡胶及轮胎近两年价格同历史期价格的差异情况”。

综合橡胶等主要原材料价格历史波动情况，本次评估假定预测期橡胶价格不存在明显波动。2024年上半年目标公司实际发生直接材料成本为808,932百万韩元，年化后较2024年全年预测低6.11%；2024年上半年单位材料成本为2,309韩元/千克，较2024年全年预测低0.21%。考虑到预测期目标公司将持续推进产品结构优化，提高大尺寸、高性能轮胎销售占比，物料耗用效率有所提升；同时采购逐渐呈现规模化效应，也有助于降低单位采购成本。因此，本次评估假设预测期内单位重量轮胎材料单价整体保持平稳并略有提升，具有合理性。

## (2) 船运物流价格的历史波动情况

2015 年以来全球船运物流价格波动情况如下图所示：



数据来源：波罗的海航运交易所、同花顺 iFind，数据截至 2024 年 10 月。

2020 年至 2022 年间，全球海运费波动较大。在外部不可抗力因素影响期间，由于供应链断裂、海运需求提升及供给不足导致全球海运费高涨。2022 年下半年以来，随着全球通胀加剧、消费需求下降及港口堵塞问题解决，此前囤积的库存市场无法消化，欧美市场减少甚至取消商品订单，影响海运订舱需求量，使得 2022 年 6 月以来海运费快速下跌，2023 年基本恢复至往年正常水平。历史年度目标公司船运成本变化情况与上述海运费走势保持一致。本次评估中预测期船运成本以 2023 年船运成本收入占比为基准进行预测具有合理性。

### 3、目标公司历史年度材料单耗及变动情况、目标公司产品结构的变动对材料单耗的影响

因目标公司各工厂、各年度生产轮胎产品类型、尺寸存在差异，为更合理体现材料耗用量情况，本次评估以轮胎生产重量作为量化比较参数进行分析。最近两年目标公司单位材料耗用量对比情况如下：

工厂	主要原材料	2023 年	变动比例	2022 年
韩国谷城工厂	天然橡胶	0.2807	-0.68%	0.2826
	合成橡胶	0.1715	-2.14%	0.1752

工厂	主要原材料	2023 年	变动比例	2022 年
	轮胎帘布	0.0273	-1.05%	0.0276
	钢丝绳	0.1057	-0.36%	0.1061
	炭黑	0.2061	-1.32%	0.2089
韩国光州工厂	天然橡胶	0.2530	0.41%	0.2520
	合成橡胶	0.2666	-4.30%	0.2786
	轮胎帘布	0.0532	1.26%	0.0526
	钢丝绳	0.0796	0.95%	0.0788
	炭黑	0.2342	-2.95%	0.2414
中国天津工厂	天然橡胶	0.2206	2.72%	0.2148
	合成橡胶	0.2092	-5.43%	0.2212
	轮胎帘布	0.0460	-3.02%	0.0474
	钢丝绳	0.0719	0.51%	0.0715
	炭黑	0.1828	-1.23%	0.1850
越南工厂	天然橡胶	0.2099	-1.67%	0.2135
	合成橡胶	0.2367	-4.32%	0.2473
	轮胎帘布	0.0475	1.58%	0.0468
	钢丝绳	0.0721	-1.71%	0.0733
	炭黑	0.2293	-4.81%	0.2409
中国南京工厂	天然橡胶	0.2171	-0.94%	0.2192
	合成橡胶	0.2283	-1.80%	0.2325
	轮胎帘布	0.0497	3.89%	0.0478
	钢丝绳	0.0812	1.08%	0.0803
	炭黑	0.1995	-7.15%	0.2149
中国长春工厂	天然橡胶	0.2300	-0.78%	0.2318
	合成橡胶	0.2245	0.65%	0.2230
	轮胎帘布	0.0463	5.70%	0.0438
	钢丝绳	0.0689	-0.56%	0.0693
	炭黑	0.2061	2.37%	0.2013
美国佐治亚工厂	天然橡胶	0.2326	1.84%	0.2284
	合成橡胶	0.2469	-4.39%	0.2582
	轮胎帘布	0.0632	3.99%	0.0608
	钢丝绳	0.0829	1.42%	0.0817
	炭黑	0.2029	-3.32%	0.2099

工厂	主要原材料	2023 年	变动比例	2022 年
韩国平泽工厂	天然橡胶	-	-	-
	合成橡胶	-	-	-
	轮胎帘布	0.0480	-4.02%	0.0500
	钢丝绳	0.0689	-3.17%	0.0712
	炭黑	-	-	-

注 1：单位材料耗用量=耗用量（千克）÷产量（千克）

注 2：韩国平泽工厂无密炼工艺，故不采购橡胶和炭黑等原材料，由谷城工厂和光州工厂生产成半成品，平泽工厂继续生产成品轮胎。

由于目标公司各工厂所供应的产品类型及具体型号（涉及不同轮胎系列和功能特性等）差别较大，且不同工厂建厂时间不一，设备新旧程度及工艺水平也不尽相同，因此横向比较单位耗用量存在差异。2023 年中国天津工厂单位合成橡胶用量下降 5.43%，主要系 PCR 轮胎生产占比减少所导致；2023 年中国南京工厂单位炭黑用量下降 7.15%，主要为配合部分 OE 轮胎客户需求，胎面配方减少炭黑用料所致；2023 年中国长春工厂单位帘布用量增加 5.70%，主要系大尺寸的 LTR 轮胎生产占比增加所导致。目标公司各工厂单位原材料耗用量间存在差异，主要与生产的轮胎尺寸、型号、功能特性等有关，最近两年单位耗用量变动不大，差异具有合理性。

综上所述，目标公司以近两年价格为基础预测相关成本充分考虑了历史价格波动情况，对材料成本的预测考虑了大尺寸轮胎销售占比提升对降低原材料价格波动风险的影响，成本预测同历史期不存在明显差异，对成本的预测谨慎合理。

上市公司已在《重组报告书》中补充披露对直接材料成本及船运物流成本的具体预测情况，详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“（一）收益法评估情况”之“2、未来收益预测”之“（2）营业成本预测”之“2）直接材料”及“4）其他成本”之“①对船运物流成本的具体预测情况及分析”。

（四）对直接人工成本的具体预测情况及测算过程，并结合历史期的工资标准及人员配备情况、目标公司的后续调薪计划、产能规划安排、人均产出、不同地区工资标准等补充披露对直接人工成本预测的合理性

#### 1、对直接人工成本的具体预测情况及测算过程

目标公司轮胎产品核心生产工艺包括密炼、压延、压出、裁断、胎圈、成型、硫化和检验入库，根据不同工艺环节相应设置生产车间。最近两年及预测期生产人员配置及产量情况如下表：

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
生产人员数量（人）	7,314	7,554	7,624	7,809	7,924	7,979	8,019
平均薪酬水平（百万韩元/年）	63.46	66.53	67.56	68.15	69.06	70.22	71.50
产量（吨）	581,053	649,934	736,585	778,986	809,298	836,095	852,669
人均产出（吨/人）	79.44	86.04	96.61	99.75	102.13	104.79	106.33

注：各年人数数量为年末数据，数据来自各工厂单体数据汇总。

目标公司生产用工人数量总体与预测期业务量相匹配，生产人员数量随着产量提升有所增加，人均产出随产能利用率的提升以及产品结构的优化保持稳定增长。预测期内，以实际用工需求人数，在2023年平均薪酬水平基础上按照2%增幅预测直接人工成本。

## 2、目标公司历史及预测期不同地区人员配备及工资标准情况

目标公司历史年度及预测期不同地区生产人员配备、人均工资情况如下表所示：

地区	项目名称	单位	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2020-2023年复合增长率	2023年-2028年复合增长率
韩国地区	生产人员	人	3,157	3,063	3,970	3,986	3,986	3,986	3,986	3,986	3,986	8.08%	0.00%
	生产人员平均年薪标准	百万韩元/年	85.99	87.83	87.88	93.46	95.33	97.23	99.18	101.16	103.18	2.81%	2.00%
	生产人员平均年薪增长率	%		2.14	0.06	6.34	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00		
中国地区	生产人员	人	1,828	1,752	1,751	1,799	1,839	1,949	2,014	2,044	2,069	-0.53%	2.84%
	生产人员平均年薪标准	百万韩元/年	23.78	25.98	30.44	30.65	31.26	31.89	32.54	33.19	33.86	8.82%	2.01%
	生产人员平均年薪增长率	%		9.24	17.16	0.69	2.01	2.02	2.02	2.01	2.00		
越南地区	生产人员	人	617	716	1,237	1,418	1,443	1,503	1,543	1,563	1,573	31.97%	2.10%
	生产人员平均年薪标准	百万韩元/年	15.58	14.43	13.95	15.48	15.79	16.11	16.43	16.76	17.10	-0.21%	2.00%
	生产人员平均年薪增长率	%		-7.36	-3.37	11.01	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00		
美国地区	生产人员	人	304	338	356	351	356	371	381	386	391	4.91%	2.18%
	生产人员平均年薪标准	百万韩元/年	111.72	116.24	125.53	150.91	153.93	157.01	160.15	163.35	166.62	10.54%	2.00%
	生产人员平均年薪增长率	%		4.05	7.99	20.22	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00		
目标公司合计	生产人员	人	5,906	5,869	7,314	7,554	7,624	7,809	7,924	7,979	8,019	8.55%	1.20%
	生产人员平均年薪标准	百万韩元/年	60.71	62.05	63.46	66.53	67.56	68.15	69.06	70.22	71.50	3.10%	1.45%
	生产人员平均年薪增长率	%		2.21	2.27	4.84	1.54	0.88	1.33	1.69	1.82		
	人均创收（营业收入/员工总人数）	百万韩元/人	367.54	443.21	487.31	537.58	595.76	616.87	627.75	640.64	643.16	13.51%	3.65%
	人均产出（总产量/员工总人数）	吨/人	76.44	87.42	79.44	86.04	96.61	99.75	102.13	104.79	106.33	4.02%	4.33%

就生产人员数量而言，2021 年受外部不可抗力因素影响，目标公司开工率不足，生产人员数量需求减少，故 2021 年相较 2020 年生产人员数量有所下降。2022 年以来，随着汽车市场需求回升，目标公司产能利用率逐步提升，生产人员数量在此期间同步增加。截至 2023 年年底，目标公司全球 8 个生产工厂合计设计产能约为 680,601 吨/年，实际生产 649,934 吨，产能利用率约为 95.50%。目标公司现有产能已趋于饱和，目前无大规模人员扩张计划，故预测期预计生产人员数量总体保持稳定。

就生产人员薪酬水平而言，2022 年、2023 年随着目标公司经营效益改善，主要工厂根据订单需求、生产负荷及生产效率的变化集中进行了薪酬调整，中国、韩国、越南、美国地区生产人员薪酬待遇较历史年度显著提高。除此之外，2023 年美国佐治亚工厂对生产环节的人员制定了激励计划，主要在减少不良率、提高月平均生产率、出勤率等方面设置激励措施，相关激励计划的制定使得 2023 年年均薪酬标准相较上年增幅明显。最近两年目标公司结合实际经营情况及调薪计划已对生产人员薪酬进行了总体调整，预测期暂无大幅调薪计划。故预测期生产人员工资以 2023 年目标公司各地区工厂实际薪酬水平为基础进行预测。

综上，本次评估中对目标公司直接人工成本的预测具有合理性。

上市公司已在《重组报告书》中补充披露对直接人工成本预测的合理性，详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“（一）收益法评估情况”之“2、未来收益预测”之“（2）营业成本预测”之“1）直接人工”。

**（五）对其他成本及附加费用的具体预测情况及测算过程，并结合各项明细的性质、特点、相关价格历史期是否存在波动、历史期与收入规模的匹配程度等，补充披露对其他成本及附加费用的预测是否谨慎合理**

#### **1、其他成本预测情况及合理性分析**

目标公司主营业务成本中其他成本主要包含水电费、修缮费、采购运费、办公费、折旧摊销等。最近两年及预测期其他业务成本情况如下：

单位：百万韩元

序号	项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
1	其他成本	416,676	422,461	541,522	554,771	537,143	540,411	530,113
	占营业收入比例	11.69%	10.40%	11.92%	11.52%	10.80%	10.57%	10.28%
1-1	折旧摊销	195,252	208,397	279,844	278,154	250,094	245,610	232,078
1-2	办公费	5,047	5,169	6,154	6,502	6,736	6,910	6,994
	占营业收入比例	0.14%	0.13%	0.14%	0.13%	0.14%	0.14%	0.14%
1-3	水电费	147,760	163,700	193,633	205,874	213,213	219,170	221,618
	占营业收入比例	4.15%	4.03%	4.26%	4.27%	4.29%	4.29%	4.30%
1-4	修缮费	18,116	20,231	24,319	25,364	26,423	27,051	27,307
	占营业收入比例	0.51%	0.50%	0.54%	0.53%	0.53%	0.53%	0.53%
1-5	运费	861	852	1,043	1,074	1,115	1,145	1,159
	占营业收入比例	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
1-6	租金费用	1,496	1,562	1,873	1,951	2,055	2,110	2,131
	占营业收入比例	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
1-7	保险费用	5,133	5,460	6,636	6,852	7,165	7,336	7,413
	占营业收入比例	0.14%	0.13%	0.15%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%
1-8	其他税费	2,664	2,835	3,254	3,327	3,450	3,542	3,592
	占营业收入比例	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
1-9	代理费	19,453	10,582	20,208	20,960	22,020	22,544	22,770
	占营业收入比例	0.55%	0.26%	0.44%	0.44%	0.44%	0.44%	0.44%
1-10	技术服务费	17,428	0	0	0	0	0	0
	占营业收入比例	0.49%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
1-11	研究支出经费	2,576	2,386	3,288	3,414	3,524	3,608	3,645
	占营业收入比例	0.07%	0.06%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
1-12	教育培训费	888	1,287	1,270	1,299	1,348	1,385	1,405
	占营业收入比例	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%

本次评估对上述各项成本费用进行分类，并根据不同费用的发生特点、变动规律进行分析，采用不同模型进行预测，具体说明如下：

①折旧、摊销费用：该类费用与收入占比关系较小，按照目标公司各经营主体现有固定资产及无形资产和资本性支出预算，对应折旧、摊销年限水平预测。

②水电费、修缮费、采购运费、办公费等其他费用：根据其在历史年度中的支付水平，以目标公司发展规模和收入水平为基础，参考2022年、2023年期间

的相关费用占收入平均比例进行预测。

目标公司其他成本历史期间不存在大幅度变动。除折旧、摊销费用外，本次评估根据目标公司最近两年各项其他费用占营业收入平均比例进行预测，能够反映目标公司实际成本构成情况，具有合理性。

## 2、附加费用预测情况及合理性分析

目标公司在全球范围内从事轮胎生产、销售，下属不同国家或地区的法人主体分别承担生产、销售及管理等不同职能。结合目标公司销售管理模式，其下属8个生产工厂的轮胎产品通过韩国本社或者其他销售法人进行内部结算后，再次销售至终端企业。在内部销售及产品流转过程中，产生的包括船运成本、关税、成品胎直接销售成本以及产品流转过程中的其他销售成本纳入附加费用进行核算，最近两年目标公司附加费用占营业成本比例情况如下：

单位：百万韩元

项目	2022年	2023年
附加费用	555,593.92	510,646.58
主营业务成本占比	17.80%	16.31%
主营业务收入占比	15.67%	12.62%

附加费用中船运成本分析详见本题回复“（三）对直接材料成本及船运物流成本的具体预测情况及测算过程.....，对成本的预测是否谨慎合理”之“1、对直接材料成本及船运物流成本的具体预测情况及测算过程”之“（2）对船运物流成本的具体预测情况及测算过程”之“②船运成本”。

附加费用中关税、成品胎直接销售成本、其他销售成本历史期营业收入及营业成本占比情况如下：

项目	2020年	2021年	2022年	2023年
关税占营业收入比例	0.27%	1.65%	2.06%	1.71%
关税占营业成本比例	0.35%	2.01%	2.35%	2.21%
成品胎直接销售成本占营业收入比例	1.22%	0.67%	0.63%	0.57%
成品胎直接销售成本占营业成本比例	1.56%	0.81%	0.72%	0.74%
其他销售成本占营业收入比例	-0.71%	3.11%	2.99%	6.89%

项目	2020年	2021年	2022年	2023年
其他销售成本占营业成本比例	-0.91%	3.78%	3.41%	8.90%

目标公司关税占收入成本比例自 2021 年以来保持相对稳定；成品胎直接销售成本系目标公司各销售法人直接采购成品胎发生的成本，近年来随着自产轮胎销售占比提升而逐年下降；其他销售成本主要为产品内部流通过程中各销售法人发生的运营成本，包括产品质保金、配套产品服务费及销售法人的运营推广费用等。随着目标公司营收规模及销售渠道的不断拓展，其他销售成本占比同步增加。本次评估以 2023 年相关成本占营业收入比例为基础对预测期各年附加费用中关税、成品胎直接销售成本及其他销售成本进行预测，能够合理反映基于 2023 年 12 月 31 日评估基准日时点的目标公司经营状况，具有合理性。

本次评估中附加费用采用 2023 年相关成本占营业收入比例进行预测，以充分反映上述相关费用影响，具有合理性。

上市公司已在《重组报告书》中补充披露对其他成本及附加费用的预测是否谨慎合理，详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“（一）收益法评估情况”之“2、未来收益预测”之“（2）营业成本预测”之“4）其他成本”之“②其他业务成本预测情况及合理性分析”及“5）附加费用”之“①附加费用预测情况及合理性分析”。

**（六）对税费的具体预测情况及测算过程，并结合各境外法人主体历史期税率是否存在波动等披露对税费的预测是否谨慎合理**

### 1、对税费的具体预测情况及测算过程

#### （1）税金及附加

目标公司税金及附加分为中国境内公司税金及附加以及其他境外法人的其他税费。

中国境内公司税金及附加包括城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加、房产税、土地使用税、印花税等，本次评估以预测年度的营业收入为基础结合评估基准日适用的税率确定未来年度的税金及附加。

评估基准日中国境内法人执行的税率详见下表：

税种	税率
增值税—销项税	13%、6%
增值税—进项税	13%、9%、6%
城市维护建设税	7%
教育费附加	3%
地方教育费附加	2%
房产税	从租计征,租金收入 12%;从价计征,房产原值 70%的 1.2%
土地使用税	土地使用税按照实际占用的土地面积及该土地所在地段的适用税额计缴
印花税	0.03%

其他境外法人的其他税费,根据其在历史年度中的支付水平,参考目标公司最近两年的费用发生额占境外法人收入平均比例进行预测。

## (2) 所得税

本次评估考虑目标公司合并范围内的各子公司所属国际或地区的税收制度差异,对于所得税按照各子公司现金流口径预测至税前利润,并计算得到各单家法人的预测期应纳所得税,将金额汇总反映至合并现金流口径。

## 2、各境外法人主体历史期税率及波动情况

目标公司各境外法人主体历史期税率情况如下:

所属国家	历史期各地区企业主要的税率
韩国	增值税: 10%; 所得税: 适用阶梯累进制办法征缴,其中税前利润: 2 亿韩元以下的部分: 10%减按 9%; 2 亿韩元(含)~200 亿韩元的部分: 20%减按 19%; 200 亿韩元(含)~3,000 亿韩元的部分: 22%减按 21%; 超过 3,000 亿韩元的部分: 25%减按 24%
日本	消费税: 日本政府在 2019 年 10 月起将消费税从现在的 8%提高至 10%; 所得税: 注册资本在 1 亿日元以下企业的有效法定税率为 33.58%(锦湖日本注册资本为 4,000 万日元)
越南	增值税: 0%、5%、10%; 所得税: 法定税率 20%(目标公司根据第 218/2013/nd-CP 法令第十六条的有关规定享受企业所得税优惠政策,即从 2023 年 7 月开始在满足规定的投资条件(完成在特定园区内的扩建投资)的前提下,自首个获利年度起,2 年免缴企业所得税,4 年减半缴纳企业所得税)
德国	增值税: 7%、19%; 法定公司税 15%,其他附加税、地方贸易税率合计约 15%(视不同地区而定)
英国	增值税: 0%、5%、20%; 法定税率 19%,2023 年 4 月 1 日起为 25%

所属国家	历史期各地区企业主要的税率
法国	增值税：20%； 法定税率 28%，2022 年起为 25%
美国	联邦税 21%，佐治亚州税率 5.75%
加拿大	联邦税 15%，安大略省税率 11.5%
墨西哥	增值税 16%；法定税率 30%
澳大利亚	法定税率 30%

目标公司各境外法人主体历史期税率无明显波动。目标公司税金及附加最近两年及预测期如下表所示：

单位：百万韩元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
营业收入	3,564,195	4,060,905	4,542,098	4,817,111	4,974,307	5,111,658	5,157,503
税金及附加	7,518	11,136	15,005	16,525	17,008	17,492	17,767
税金占比	0.21%	0.27%	0.33%	0.34%	0.34%	0.34%	0.34%

预测期目标公司税金及附加收入占比略有提升主要系最近两年目标公司扭亏为盈、主要工厂完成投建，留抵进项税逐步被消化，故预测期税金及附加占比略有提升，并与营业收入规模变化趋势保持一致。

目标公司所得税最近两年及预测期如下表所示：

单位：百万韩元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
税前利润	-86,296	227,368	287,826	320,709	346,146	368,979	369,029
所得税	-6,574	55,282	67,715	78,084	87,864	92,497	94,636
所得税占比	7.62%	24.31%	23.53%	24.35%	25.38%	25.07%	25.64%

目标公司 2023 年实现扭亏为盈，2023 年实现纳税额 55,282 百万韩元，占税前利润 24.31%。预测期目标公司各法人主体税率按照 2023 年度执行税率，并根据各法人主体息税前利润进行加权后确定综合所得税税率。预测期所得税与实际执行税率、2023 年度实际所得税占比基本一致，无明显波动。

综上，本次评估税费的预测具有合理性。

上市公司已在《重组报告书》中补充披露对税费的具体预测过程及测算过程，详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“（一）收益法评估情况”之“2、未来收益预测”之“（3）税金及

附加预测”及“(5) 所得税及税后净利润的预测”。

(七) 对期间费用的具体预测情况及测算过程，预测期内目标公司的期间费用率较历史期是否存在差异，对期间费用的预测是否谨慎合理

### 1、期间费用的具体预测情况及测算过程

目标公司期间费用主要包含销售及管理费用、研发费用、财务费用。其中研发费用根据韩国国际会计准则（K-IFRS）纳入销售及管理费用核算。销售及管理费用主要为广告营销费、办公费、保险费、折旧摊销及人员工资等；财务费用主要为利息支出、手续费等。目标公司期间费用预测情况如下：

#### (1) 销售及管理费用

目标公司最近两年及预测期销售及管理费用如下表所示：

单位：百万韩元

序号	项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
<b>1</b>	<b>销售及管理费用</b>	<b>414,219</b>	<b>492,336</b>	<b>537,541</b>	<b>569,888</b>	<b>594,110</b>	<b>617,234</b>	<b>630,701</b>
	占营业收入比例	11.62%	12.12%	11.83%	11.83%	11.94%	12.08%	12.23%
1-1	人工费用	179,980	209,281	221,827	236,505	253,110	265,381	276,721
1-2	折旧摊销	25,022	24,532	37,826	38,669	36,669	39,118	38,440
1-3	租赁费	26,371	31,749	34,559	36,651	37,847	38,892	39,241
	占营业收入比例	0.74%	0.78%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
1-4	其他税费	420	439	513	544	561	577	582
	占营业收入比例	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
1-5	修理费	4,099	4,821	5,308	5,629	5,813	5,974	6,027
	占营业收入比例	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
1-6	保险费	10,734	11,000	12,991	13,777	14,227	14,620	14,751
	占营业收入比例	0.30%	0.27%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
1-7	业务招待费	1,956	2,307	2,537	2,690	2,778	2,855	2,880
	占营业收入比例	0.05%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
1-8	广告费	46,959	61,718	64,437	68,339	70,569	72,517	73,168
	占营业收入比例	1.32%	1.52%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%
1-9	代理费	25,167	36,131	36,242	38,436	39,690	40,786	41,152
	占营业收入比例	0.71%	0.89%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
1-10	劳务费	30,882	36,375	40,020	42,443	43,828	45,038	45,442
	占营业收入比例	0.87%	0.90%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%
1-11	替换补偿费	4,053	5,636	5,734	6,081	6,280	6,453	6,511
	占营业收入比例	0.11%	0.14%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%

序号	项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
1-12	教育培训费	729	1,198	1,134	1,203	1,242	1,276	1,288
	占营业收入比例	0.02%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
1-13	办公费	20,165	24,182	26,373	27,969	28,882	29,680	29,946
	占营业收入比例	0.57%	0.60%	0.58%	0.58%	0.58%	0.58%	0.58%
1-14	研发费用	37,685	42,968	48,042	50,951	52,613	54,066	54,551
	占营业收入比例	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%

本次评估对上述各项费用进行分类，并根据不同费用的发生特点、变动规律进行分析，按照和营业收入占比的关系、自身的增长规律，采用不同模型进行预测，具体说明如下：

①人工费用：人工费用包括销售、管理、研发类人员的工资，最近两年人工费用增幅明显，系目标公司为适应市场需求，进一步完善销售渠道、加大高性能轮胎研发投入，导致2023年新增较多的相关人员同时适度提高人员薪酬所致。预测期以2023年人工成本和人员数量为基础，并根据目标公司制定的工资标准和人员配备情况，结合工资水平上涨及未来业务规划等因素进行预测。

②折旧、摊销费用：该类费用与占收入的比例变动关系不大，按照目标公司各经营主体现有固定资产及无形资产和资本性支出预算，对应折旧、摊销年限水平进行预测。

③广告费、代理费、办公费等其他费用：根据其在历史年度中的支付水平，以目标公司发展规模和收入水平为基础，参考2022年、2023年期间的相关费用占收入平均比例测算。

## (2) 财务费用

目标公司最近两年及预测期财务费用如下表所示：

单位：百万韩元

序号	项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
<b>1</b>	<b>财务费用合计</b>	<b>119,658</b>	<b>166,572</b>	<b>138,735</b>	<b>138,854</b>	<b>138,922</b>	<b>138,982</b>	<b>139,002</b>
	占营业收入比例	3.36%	4.10%	3.05%	2.88%	2.79%	2.72%	2.70%
1-1	其中：利息支出	103,123	171,776	136,771	136,771	136,771	136,771	136,771
1-2	利息收入	-3,665	-4,398					
1-3	汇兑损失	200,438	113,102					
1-4	汇兑收益	-181,768	-115,677					
1-5	财务费用-手续费	1,530	1,769	1,964	2,083	2,151	2,211	2,231

财务费用主要构成为银行存款所带来的利息收入、汇率变动损益、利息支出和财务费用手续费等。利息收入考虑其生息资产规模、预计获息利率难以准确预计，本次评估中谨慎考虑未进行预测；汇率变动损益因不能可靠计量，故未来不进行预测。

利息支出与目标公司的借款本金和利率密切相关，贷款利息支出以预测年度的借款金额为基础，参考目标公司长短期贷款利率，根据目标公司各类型付息负债加权平均利率水平预测未来年度的利息支出；财务费用手续费根据 2022 年、2023 年手续费占收入平均比例进行预测。

## 2、预测期内目标公司的期间费用率较历史期是否存在差异，对期间费用的预测是否谨慎合理

目标公司最近两年及预测期内期间费用率情况如下：

单位：百万韩元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
销售及管理费用小计	414,219	492,336	537,541	569,888	594,110	617,234	630,701
销售及管理费用率	11.62%	12.12%	11.83%	11.83%	11.94%	12.08%	12.23%
财务费用小计	119,658	166,572	138,735	138,854	138,922	138,982	139,002
财务费用率	3.36%	4.10%	3.05%	2.88%	2.79%	2.72%	2.70%
<b>期间费用合计</b>	<b>533,878</b>	<b>658,908</b>	<b>676,277</b>	<b>708,742</b>	<b>733,033</b>	<b>756,215</b>	<b>769,702</b>
<b>期间费用率</b>	<b>14.98%</b>	<b>16.23%</b>	<b>14.89%</b>	<b>14.71%</b>	<b>14.74%</b>	<b>14.79%</b>	<b>14.92%</b>

注：销售及管理费用中包含研发费用。

目标公司预测期内期间费用率分别为 14.89%、14.71%、14.74%、14.79%、14.92%。目标公司期间费用主要为人员工资、研发支出、租金费用、日常生产经营所必要的差旅办公费、折旧费用及利息支出等。根据目标公司在预测期的经营发展及业务规划，员工人数、工资薪酬及其他正常运营中产生的各项费用以收入水平为基础，维持合理增长；就研发费用而言，目标公司长期致力于推动技术更新、提高产品技术含量，因此预期将继续加大研发投入；目标公司利息支出与其借款本金及利率密切相关，预测期以实际借款金额为基础参考同期贷款利率水平进行预测。

预测期目标公司期间费用率较最近两年不存在显著差异。随着预测期目标公司收入增长及产能利用率的进一步提升，目标公司将产生一定规模效应，本次评估预计预测期期间费用占营业收入比例基本稳定，具有合理性。

上市公司已在《重组报告书》中补充披露对期间费用的具体预测情况及测算过程，详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“（一）收益法评估情况”之“2、未来收益预测”之“（4）期间费用”。

**（八）评估中预计净残值率同报告期内存在差异的原因及合理性，残值率不同对评估值的影响，对折旧摊销的预测是否准确合理**

**1、评估中预计净残值率同报告期内存在差异的原因及合理性**

本次评估目标公司折旧及摊销年限及净残值率预计情况如下表：

资产类别	折旧方法	折旧年限	预计净残值率
房屋建（构）筑物	直线摊销法	15-40 年	0%
机器设备及工器具	直线摊销法	6-30 年	0%
其他设备资产	直线摊销法	4-8 年	0%
长期待摊费用/无形资产	直线摊销法	3-10 年	0%
土地使用权（适用中国、越南等地区）	直线摊销法	50 年	0%

鉴于目标公司下属企业较多，且分布范围较广，各地区公司适用的会计政策及对残值率的会计估计有所差异：中国地区的四家子公司残值率的会计估计为 10%，韩国本社对各项资产保留 1,000 韩元作为残值进行会计估计；锦湖日本对各项资产保留 1 日元作为残值进行会计估计；其他如欧洲、北美地区子公司残值率为 0%。

本次评估中参照历史年度目标公司对残值率的会计估计，并结合对轮胎生产工艺流程的了解，考虑目标公司相关资产实际可回收残值金额较小，故对各项资产预计残值率取 0%，具有合理性。

**2、残值率不同对评估值的影响，对折旧摊销的预测是否准确合理**

针对评估预测残值率与目标公司实际执行不同的情况，结合上述中国地区法人主体的残值率会计估计差异，评估机构对目标公司的评估值进行了补充测算，

在对 4 家中国子公司预计残值率取 10%的情况下,目标公司股东全部权益评估值为 2,275,000 百万韩元,较原评估值 2,238,000 百万韩元增加 37,000 百万韩元,评估值增幅 1.65%。故经测算与原评估值不存在显著差异。

综上,本次评估对折旧摊销的预测系结合目标公司相关资产实际使用状况做出的谨慎预计,对折旧、摊销的预测准确、合理。

上市公司已在《重组报告书》中补充披露预计净残值率同报告期内存在差异的原因及合理性,详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“(一)收益法评估情况”之“3、企业自由现金流的预测”之“(1)折旧及摊销的预测”。

**(九) 结合预测期内生产能力和设备使用情况、历史运营年度的资产更替发生额、历史年度销售法人维持性支出、不含税投资金额等补充披露对资本性支出的具体预测过程及准确性**

**1、维持性支出预测情况**

预测期维持性支出是标的公司管理层根据现有主要长期资产的成新率情况,参考各类长期资产的账面原值和可使用年限,作为因维持持续经营预计的更新资本性支出,预测期目标公司各法人主体维持性支出情况如下表所示:

单位:百万韩元

地区	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
锦湖本社	87,179	87,179	87,179	87,179	87,179
中国	92	92	92	92	92
南京工厂	9,983	9,983	9,983	9,983	9,983
天津工厂	10,263	10,263	10,263	10,263	10,263
长春工厂	5,775	5,775	5,775	5,775	5,775
日本	1	1	124	1	1
越南工厂	9,845	9,845	9,845	9,845	9,845
德国	54	54	54	54	54
英国	9	9	9	9	9
法国	264	264	264	264	264
美国	2,409	2,409	2,409	2,409	2,409
加拿大	78	78	78	78	78

地区	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
佐治亚工厂	9,669	9,669	9,669	9,669	9,669
墨西哥	5	5	5	5	5
澳大利亚	499	499	499	499	499

维持性支出主要考虑为保持目标公司现有生产能力、设备更新及维护需求，并根据历史运营年度的资产更替发生额确定各年的资本性支出金额。本次评估预测期各年度维持性支出发生额约 136,126 百万韩元，占预测期各年度平均营业收入比例约为 3%。

## 2、新增生产能力支出

目标公司各法人主体新增生产能力支出预测情况如下表所示：

单位：百万韩元

地区	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
韩国本社	57,222	-	-	-	-
南京工厂	32,647	-	-	-	-
天津工厂	1,120	2,240	-	-	-
长春工厂	1,600	-	-	-	-
越南工厂	2,836	-	-	-	-

目标公司新增生产能力支出主要为南京工厂、天津工厂、长春工厂扩建项目。其中，南京工厂拟于 2025 年完成新能源汽车高性能轮胎生产线升级改造项目，该项目新增产能 178 万条，合计投资 2.04 亿元人民币（不含税金额约 1.81 亿元人民币），于 2024 年启动建设，建设期为 1 年；天津工厂 2024 年下半年新增投入三台加硫设备线和 2 台成型设备线，预计 2024 年新增产能 9 万条，2025 年实现新增产能 35.4 万条；长春工厂于 2024 年 5 月完成新增产能 27.5 万条，实际投资额 1,035.76 万元人民币（不含税金额约 916.6 万元人民币）。

其他新增生产能力支出主要涉及韩国本土的光州工厂、谷城工厂，主要为一部分提高生产性能和效率的设备产线，预计投入 57,222 百万韩元。

## 3、资本性支出预测合理性分析

根据市场需求和行业趋势，目标公司预测期内收入规模保持稳步增长，2024 年至 2028 年销售重量复合增长率 3.12%。预测期目标公司主要通过优化生产流

程和升级设备性能，以提高生产能力和生产效率，预测期产能复合增长率预计为3.10%，新增产能投入与预测销量增长情况相匹配。

此外，在对历史运营年度资产更替发生额进行统计，并剔除历史年度增设投资发生额后，目标公司2020年至2023年年均维持性支出额为91,595百万韩元，历史年度年维持性支出均值占营业收入均值比为2.96%。具体测算情况如下：

单位：百万韩元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年
历史运营年度资产更替发生额（所有法人）①	95,682	193,846	372,542	202,883
增设投资预算②		381,813	3,219	58,945
增设投资预计三年期间实际结转固定资产发生额③=②/12×11				406,979
历史年度年维持性支出均值④=①-③				91,595
历史年度年维持性支出均值占营业收入均值比				2.96%

本次评估预测期间除2024年、2025年考虑新增产能优化提升工程外，预测期间主要资产更替的维持性支出约为136,126百万韩元，占预测期各年度平均营业收入比例约为3%，与历史年度维持性资本支出规模不存在显著差异。鉴于资产使用状况持续变化及物价水平的普遍提升，相关投入预测合理谨慎。

综上，本次评估对资本性支出的预测具有合理性。

上市公司已在《重组报告书》中补充披露预计净残值率同报告期内存在差异的原因及合理性，详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“（一）收益法评估情况”之“3、企业自由现金流的预测”之“（2）资本性支出预测”。

**（十）折现率的具体确定过程，债权收益率同目标公司的债务成本是否存在明显差异，折现率的确定是否谨慎、合理**

### 1、折现率的具体确定过程

本次收益法评估中折现率采用加权平均资本成本（WACC）方法计算确定。目标公司总部位于韩国，属轮胎制造行业，并在全球范围内从事轮胎产品的生产

与销售，在韩国、中国、美国、越南等地设有 8 家轮胎生产基地。截至评估基准日，韩国工厂产能占比约 46%，中国工厂产能占比约 31%，目标公司在中韩两国的产能布局占其全部生产能力的 77%。同时，考虑到本次评估涉及的交易市场发生在中国大陆，评估师认为最有利市场应为中国资本市场。

综上，结合目标公司主要交易市场及核心资产、核心业务所在市场，综合分析可比上市公司的选取范围确定在中国及韩国证券交易市场内。

在上述交易市场范围确定后，本次评估参考并遵循中国证监会发布的《监管规则适用指引——评估类第 1 号》《资产评估专家指引第 13 号——境外并购资产评估》相关文件，采用加权平均资本成本（WACC）计算折现率，具体所涉及的相关参数确定依据如下：

### **(1) 无风险利率**

确定折现率中的无风险利率时，如果标的资产及其组织成员分布在不同国家或者地区，可以采用标的资产注册地或者总部、核心组织成员、核心资产、核心业务所在国家或者地区的相关参数。本次评估所涉及的目标公司总部位于韩国，评估师可以直接获取韩国地区国债的到期收益率，本次评估选择截至评估基准日的韩国 10 年期以上国债收益率，并计算其到期收益率为 3.415%，作为本次评估无风险收益率。

### **(2) 市场风险溢价（ERP）**

市场风险溢价的确定途径通常包括利用标的资产所在国家或者地区证券市场指数的历史风险溢价数据计算、采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法、以及引用相关专家学者或者专业机构研究发布的数据。

综合考虑样本的市场代表性、与被评估企业的相关性，以及与无风险利率的匹配性后，评估师倾向于选择韩国市场历史风险溢价数据确定市场风险溢价，但由于无法直接获取到韩国证券市场指数的历史风险溢价数据。本次评估利用目标公司部分核心资产、核心业务所在国家以及交易市场所在国中国大陆地区的证券市场指数的历史风险溢价数据优先得到中国股权市场风险溢价 ERP，在采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法最终还原得到接近于目标公司所在地的市场风

险溢价。

即，市场风险溢价=中国股权市场风险溢价 ERP +（被评估单位所在市场国家风险溢价-中国国家风险溢价）

具体确定过程为：首先，选择利用中国证券市场指数的历史风险溢价数据计算股权市场风险溢价，将每年沪深 300 指数成份股收益率几何平均值计算出来后，根据每个成份股在沪深 300 指数计算中的权重，计算 300 个股票几何平均收益率的加权平均值，以此作为本年计算 ERP 所需的投资收益率 Rm。通过估算可以得到 2023 年股权市场风险溢价 ERP=6.75%。

其次，采用公认的成熟市场（美国市场）风险溢价进行调整，同时考虑被评估单位所在市场的国家风险补偿额综合确定。根据达摩达兰数据库公布的国家风险溢价，中国市场的国家风险溢价及韩国市场的国家风险溢价如下：

国家	穆迪评级	Adj. Default Spread	股权风险溢价	国家风险溢价	企业所得税税率
中国	A1	0.77%	5.63%	1.03%	25.00%
韩国	Aa2	0.54%	5.32%	0.72%	25.00%

评估单位所在市场的国家风险补偿额为 0.72%，交易市场所在中国大陆地区的国家风险补偿额为 1.03%。

最后，以得到的中国股权市场风险溢价 ERP，在采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法最终还原得到接近于目标公司所在地的市场风险溢价。具体计算如下：

$$\text{市场风险溢价 (ERP)} = 6.75\% + (0.72\% - 1.03\%) = 6.44\%$$

### (3) $\beta$ 系数

确定折现率中的贝塔系数等相关参数时，可比上市公司可以选择与标的资产或者其核心组织成员、核心资产和核心业务所在国家或者地区资本市场发展状况相同或者相近的资本市场中的可比上市公司，并关注其与市场风险溢价的匹配性。

本次评估综合考虑目标公司核心业务市场以及本次评估交易市场所在地，综合分析可比上市公司的选取范围确定在中国及韩国证券交易市场内。

中国国内可比公司选择沪深 300 指数，并根据同花顺 iFinD 资讯公司公布的  $\beta$  计算器计算可比公司的  $\beta$  值；韩国可比公司选择韩国证券市场 KOSPI 指数，并根据彭博数据库计算得到的可比公司的  $\beta$  值。

#### (4) 资本结构

本次评估采用目标资本结构作为被评估单位的资本结构，在确定目标资本结构时采用市场价值计算债权和股权的权重。

#### (5) 特定风险报酬率

特定风险报酬率主要是针对公司具有的一些非系统的特有因素所产生风险的风险溢价或折价，评估师通过对企业的风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素进行分析确定特定风险报酬率。目标公司主要特有风险包括汇率波动风险、国际经贸环境恶化风险、市场竞争风险、税务风险等方面，综合以上因素分析，特定风险报酬率按 2% 预测。

#### (6) 债权收益率

本次评估参照韩国央行于 2023 年 12 月 31 日公布的无担保隔夜拆借利率，确定 3.6390% 作为债权收益率。

#### (7) 目标公司折现率

总资本加权平均回报率可以通过股权期望回报率和债权回报率加权平均的方法计算得出。权重为评估对象实际股权、债权结构比例。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

其中：WACC 为加权平均总资本回报率；E 为股权价值； $R_e$  为期望股本回报率；D 为付息债权价值； $R_d$  为债权期望回报率；T 为企业所得税率。

根据上述计算得到目标公司总资本加权平均回报率在预测期介于 9.37%~9.34%，稳定期资本加权平均回报率为 9.33%，本次评估以其作为被评估单位于预测期各年的折现率，具有合理性。

## 2、债权收益率同目标公司的债务成本是否存在明显差异，折现率的确定是否谨慎、合理

根据中国证监会发布的《监管规则适用指引——评估类第1号》第七条（二）专家指引“债权期望报酬率一般可以全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率（LPR）为基础调整得出；也可以采用被评估企业的实际债务利率，但其前提是其利率水平与市场利率不存在较大偏差”。

本次评估参照韩国央行于2023年12月31日公布的无担保隔夜拆借利率，确定3.6390%作为债权收益率。而中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心2023年12月20日公布的贷款市场报价利率（LPR）显示1年期LPR为3.45%；中国和韩国贷款市场报价利率水平趋近。目标公司付息负债的加权平均债务成本约6.09%。目标公司当前的债务成本高于市场债权收益率。无法体现最佳资本结构下的市场价值水平。

根据韩国央行公布的近一年基准利率，自2023年1月至2024年5月韩国基准利率维持不变，在一段时间内维持了紧缩的货币政策，其利率政策在评估基准日所处年度保持稳定，仅在2022年底进行了一次加息调整。与目前韩国市场的拆借利率趋势保持同步性。故以韩国无担保隔夜拆借利率为基准作为债权收益率具有合理性。

综上，本次收益法评估折现率的确定符合《监管规则适用指引——评估类第1号》的相关规定，具有合理性。

上市公司已在《重组报告书》中补充披露折现率的具体确定过程，详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“（一）收益法评估情况”之“4、折现率的确定”。

**（十一）对照商誉减值测试的关键参数同本次收益法评估是否存在差异，如是，详细披露差异原因及合理性，本次评估参数的选取是否谨慎合理**

以2023年12月31日为评估基准日，目标公司商誉减值测试关键参数中的毛利率、折现率，同本次收益法评估存在一定差异，具体差异情况如下表所示：

单位：百万韩元

本	项目名称	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	稳定期
---	------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-----

次收益法评估	营业收入	3,564,195	4,060,905	4,542,098	4,817,111	4,974,307	5,111,658	5,157,503	5,157,503
	营业收入增长率	-	13.94%	11.85%	6.05%	3.26%	2.76%	0.90%	0.00%
	营业成本	3,131,291	3,141,486	3,562,990	3,771,135	3,878,120	3,968,971	4,001,004	4,001,004
	毛利率	12.15%	22.64%	21.56%	21.71%	22.04%	22.35%	22.42%	22.42%
	折现率	-	-	9.37%	9.34%	9.34%	9.34%	9.34%	9.33%
商誉减值测试	项目名称	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	稳定期
	营业收入	3,564,195	4,060,905	4,542,098	4,817,111	4,974,307	5,111,658	5,157,503	5,157,503
	营业收入增长率	-	13.94%	11.85%	6.05%	3.26%	2.76%	0.90%	0.00%
	营业成本	3,095,201	3,108,640	3,531,187	3,744,795	3,851,553	3,946,238	3,986,601	3,986,601
	毛利率	13.16%	23.45%	22.26%	22.26%	22.57%	22.80%	22.70%	22.70%
	折现率	12.59%							

商誉减值测试中收入增长率同本次收益法评估预测不存在差异，均采用基于2023年12月31日的管理层预测数据；毛利率预测存在差异，差异原因主要为商誉减值测试考虑公允价值计量（PPA）对固定资产、无形资产增减值的影响，从而对成本预测产生影响。

商誉减值测试中折现率的预测同本次收益法评估存在差异，主要系本次收益法评估的评估对象为目标公司全部股东权益，商誉减值测试的测试对象为与商誉相关的资产组。在进行股权评估时采用税后折现率，具体方法为首先在上市公司中选取可比公司，然后估算可比公司的系统性风险系数 $\beta$ ，之后根据可比公司资本结构、可比公司 $\beta$ 以及市场风险溢价（ERP）、目标公司特定风险报酬率、债权投资回报率估算目标公司总资本加权平均回报率为9.37%~9.33%，以此作为股权评估所适用的税后折现率。

结合《企业会计准则第8号——资产减值》，资产减值测试中估算资产（包括单项资产或资产组组合）预计未来现金流量现值时所使用的折现率应当是反映当前市场货币时间价值和资产特定风险的税前利率，故商誉减值测试计算得到目标公司税前加权平均资本成本为12.59%。与本次收益法评估折现率取值存在差异。

除上述情况外，商誉减值测试的关键参数与本次收益法评估无其他差异，本次评估参数选取谨慎、合理。

上市公司已在《重组报告书》中补充披露商誉减值测试的关键参数同本次收益法评估存在差异的情况，详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“（一）收益法评估情况”之“8、本次收益法评估与商誉减值测试关键参数对比情况”。

**（十二）结合目标公司的收益预测情况、目标公司各经营地区的相关所得税政策等补充披露对递延所得税资产评估的准确性，并结合相关涉诉案件的进展情况补充披露对预计负债评估的准确性，后续目标公司因涉诉案件发生相关费用的承担方**

**1、结合目标公司的收益预测情况、目标公司各经营地区的相关所得税政策等补充披露对递延所得税资产评估的准确性**

截至 2023 年 12 月 31 日，目标公司各经营地区的递延所得税资产构成情况如下：

项目	递延所得税资产（韩元）	递延所得税资产（人民币）
锦湖韩国	162,175,415,940.00	894,218,217.58
锦湖越南	993,045,593.00	5,475,549.15
锦湖美国	2,173,909,497.00	11,986,708.74
锦湖加拿大	26,681,023.00	147,116.36
佐治亚工厂	28,251,353,842.00	155,774,999.13
锦湖澳洲	671,716,448.00	3,703,773.97

注：韩元兑人民币折算汇率为 181.36：1。

经确认，上述资产根据当地所得税政策属于可以确认的可抵扣暂时性差异产生的所得税资产，并均处于可弥补期限内确认的递延所得税资产。其中：越南地区可弥补期限为 5 年，韩国及澳洲地区为 10 年，加拿大及美国地区递延所得税的弥补期限没有限制，结合目标公司的收益预测情况上述地区产生的递延所得税资产均处于可弥补期限，本次评估按照账面审定后的递延所得税资产确认评估值是准确的。

**2、结合相关涉诉案件的进展情况补充披露对预计负债评估的准确性，后续目标公司因涉诉案件发生相关费用的承担方**

《企业会计准则第 13 号——或有事项》规定：“与或有事项相关的义务同时

满足下列条件的，应当确认为预计负债：①该义务是企业承担的现时义务；②履行该义务很可能导致经济利益流出企业；③该义务的金额能够可靠地计量，预计负债应当按照履行相关现时义务所需支出的最佳估计数进行初始计量。”

《企业会计准则第 29 号——资产负债表日后事项》规定：“企业发生的资产负债表日后非调整事项，通常包括下列各项：（一）资产负债表日后发生重大诉讼、仲裁、承诺。”

截至 2023 年 12 月 31 日，目标公司预计负债账面值为 13,629.12 万元，与涉诉案件相关预计负债账面值为 9,275.45 万元，占比 68.06%；而目标公司及其下属公司作为被告而未结案的涉诉案件共计 50 起，涉诉金额约人民币 23,610 万元。其中：以“请求支付通常工资计算遗漏部分之诉”、“劳动者地位确认之诉”、“其他人事劳务诉讼”为主的劳动争议纠纷案件占全部涉诉案件件数的 72%；诉讼金额约 19,335 万元，占全部涉诉案件金额的 82%；截至 2023 年 12 月 31 日已计提预计负债约 8,560 万元，占比 92%。

劳动争议相关的涉诉案件的进展情况分析详见本回复问题十二“一、截至回函披露日，上述未决诉讼、仲裁案件的进展，目标公司预计赔偿金额，并结合案件原告员工在目标公司的任职情况，进一步说明是否对目标公司日常生产运营和持续经营能力产生影响”之“（一）锦湖轮胎本部作为被告的未决劳动争议案件进展”。

其他类型的以目标公司或其下属公司作为被告的未决涉诉案件（且涉案金额在人民币 200 万元以上）的进展情况如下：

序号	原告	案由	诉讼标的金额	案件进展/ 与报告期末变化	备注
1	Michael Curran 和 Timothy Borland（单独并代表处境相似的所有其他人）	乘用车替换轮胎反垄断集体诉讼	按实际损失三倍赔偿（具体金额在审判中确定）	审理中	推进协商诉讼终止
2	Louise Shumate（单独并代表处境相似的所有其他人）	乘用车替换轮胎反垄断集体诉讼	按实际损失两倍赔偿（具体金额在审判中确定）	审理中	推进协商诉讼终止
3	Percy Price（单独并代表处境相似的所有其他人）	乘用车替换轮胎反垄断集体诉讼	按实际损失三倍赔偿（具体金额在审判中确定）	审理中	推进协商诉讼终止

序号	原告	案由	诉讼标的金额	案件进展/ 与报告期末变化	备注
4	Reifen Straub GmbH (反诉被告)	锦湖欧洲与 经销商发生 的货款纠纷	本诉：486,672.70 欧元(折合人民币 约 3,728,740 元) 及利息； 反诉：739,548.69 欧元(折合人民币 约 5,666,200 元) 及利息	一审败诉，二审 进行中	/

截至本回复出具日，上述未决诉讼和仲裁案件的进展、赔偿金额持续变动，目标公司随着案件的进展情况及诉讼阶段持续跟进并适时补充诉讼准备金的计提，标的公司管理层已持续判断相关未决诉讼对财务状况的不利影响，资产负债表中在不同报告期已确认相关预计负债。截至 2023 年 12 月 31 日，对应的诉讼尚未形成最终生效的判决或裁定，因此本次评估已充分考虑未决诉讼对评估值的影响。

尽管有持续进行中的劳动争议纠纷案件，自 2022 年 1 月 1 日起，目标公司未发生集体罢工事件，未因相关案件而发生生产停滞、放缓或其他重大不利影响。目标公司亦出具了《关于劳动争议相关事项的承诺函》承诺，针对交易完成前的未决劳动诉讼，如需承担赔偿责任，目标公司将严格遵守并执行法院裁决或双方和解协议，妥善解决争议；本次交易完成后，目标公司将继续积极推动和解，尽最大努力达成和解协议，维护员工权益。

同时，双星集团已出具承诺函，承诺对目标公司作为被告所涉及的未决诉讼经判决、裁定或调解后，如有关判决、裁定或调解实际确定的赔偿金额超过目标公司已计提的预计/或有负债（“超额损失”），双星集团承诺向上市公司全额补偿所有超额损失。

综上分析，本次对预计负债评估准确，后续目标公司因涉诉案件发生的已计提预计负债相关费用承担方为目标公司锦湖轮胎；对于赔偿金额超过目标公司已计提预计负债的部分，双星集团承诺向上市公司全额补偿所有损失。

上市公司已在《重组报告书》中补充披露对递延所得税资产评估的准确性以及预计负债评估的准确性，详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作

价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“(一)收益法评估情况”之“5、非经营性资产负债的评估”。

### (十三) 锦湖越南少数股东权益的具体确定过程

本次评估中目标公司涉及少数股东权益的公司为锦湖轮胎(越南)有限公司,目标公司持有其 57.591%的股权,本次评估采用收益法确认该部分少数股东权益价值。具体情况如下:

序号	被投资单位名称	控股关系	股东	持股比例%	是否整体评估	采用的评估方法	经营状况
1	锦湖轮胎(越南)有限公司	子公司	锦湖轮胎	57.591	是	收益法	存续经营, 轮胎制造生产、销售

收益法下锦湖越南少数股东权益价值的具体确定过程如下:

#### 1、锦湖越南收益预测说明

##### (1) 收益年限的确定

收益年限的确定与目标公司收益法的确定过程保持一致,即确定预测期为 5 年,收益期为无限期。

本次评估将预测期分两个阶段,第一阶段为 2024 年 1 月 1 日至 2028 年 12 月 31 日;第二阶段为 2029 年 1 月 1 日直至永续。

##### (2) 未来收益预测

###### ①营业收入预测

锦湖越南主要从事 PCR 乘用车轮胎和 LTR 轻卡轮胎等产品的加工、生产及销售。主要经营业务可按销售路径分为越南内销市场产品和出口市场产品。

历史年度锦湖越南主要产品的销售收入及销售情况如下表:

产品		2022 年	2023 年
产品 1 - Tire-Export 轮胎出口 (EX)	收入 (万美元)	22,183.29	35,415.91
	数量 (吨)	78,464	127,280
	出口轮胎销售占有率%	94%	96%
	单价 (美元/千克)	2.83	2.78

产品		2022 年	2023 年
产品 2 - Tire - Domestic 本地 (RE 零售/OE 配套)	收入 (万美元)	1,703.80	1,910.35
	数量 (吨)	4,662	5,142
	本地轮胎销售占有率%	6%	4%
	单价 (美元/千克)	3.65	3.72
整体销售量 (吨)		<b>83,126.18</b>	<b>132,421.72</b>
整体销售额 (万美元)		<b>23,887.09</b>	<b>37,326.26</b>
整体销售额 (百万韩元)		<b>308,609.26</b>	<b>487,260.75</b>

锦湖越南营业收入未来年度具体预测情况如下：

产品		2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
产品 1 - Tire-Export 轮胎出口 (EX)	收入 (万美元)	38,208.36	37,375.70	36,994.31	37,077.34	37,187.00
	数量 (吨)	136,223	133,254	131,894	132,190	132,581
	出口轮胎销售占有率%	91%	89%	87%	86%	86%
	单价 (美元/千克)	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80
产品 2 - Tire - Domestic 本地(RE 零售/OE 配套)	收入 (万美元)	4,696.77	6,255.26	7,309.72	7,892.19	7,915.53
	数量 (吨)	12,745	16,974	19,836	21,416	21,479
	本地轮胎销售占有率%	9%	11%	13%	14%	14%
	单价 (美元/千克)	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69
整体销售量 (吨)		<b>148,967.65</b>	<b>150,228.11</b>	<b>151,729.74</b>	<b>153,606.32</b>	<b>154,060.63</b>
整体销售额 (万美元)		<b>42,905.13</b>	<b>43,630.96</b>	<b>44,304.04</b>	<b>44,969.53</b>	<b>45,102.53</b>
整体销售额 (百万韩元)		<b>560,087.81</b>	<b>569,562.91</b>	<b>578,349.32</b>	<b>587,036.75</b>	<b>588,772.99</b>

上述销售收入、销售单价、销售量预测思路及过程与目标公司保持一致。

## ②营业成本预测

锦湖越南主营业务成本及毛利率预测情况如下：

单位：百万韩元

项目	历史数据		预测数据				
	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
直接材料成本	218,415	298,480	328,457	337,861	344,650	348,913	349,945
直接人工成本	17,253	21,956	22,790	24,212	25,354	26,196	26,891
其他经费	41,401	63,262	74,881	76,173	77,279	76,425	69,928

项目	历史数据		预测数据				
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
其他附加费用	63	122	140	142	144	147	147
船运成本	4,828	7,048	8,101	8,238	8,365	8,491	8,516
<b>合计</b>	<b>281,959</b>	<b>390,867</b>	<b>434,369</b>	<b>446,627</b>	<b>455,793</b>	<b>460,172</b>	<b>455,427</b>
毛利率	8.64%	19.78%	22.45%	21.58%	21.19%	21.61%	22.65%

营业成本预测思路及过程与目标公司保持一致。

### ③期间费用预测

期间费用预测思路及过程与目标公司保持一致。

### ④所得税及税后净利润的预测

根据上述一系列预测，可以得出锦湖越南未来各年度的利润总额，在此基础上，按照锦湖越南所执行的所得税率，对未来各年的所得税和净利润予以估算。计算公式如下：

净利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用-所得税。

截至评估基准日，除锦湖越南按第 218/2013/nd-CP 法令第十六条的有关规定享受企业所得税优惠政策，即从 2023 年 7 月开始在满足规定的投资条件（完成在特定园区内的扩建投资）的前提下，自首个获利年度起，2 年免缴企业所得税，4 年减半缴纳企业所得税。截至评估基准日，锦湖越南增设的 3、4 期工程已投产，并在 2023 年第二季度开始享受上述税收优惠政策，根据相关税法规定，锦湖越南具体减免税收政策适用情况如下表所示：

类型	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
法定税率（CIT）	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
减免后适用税率	0.00%	0.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

## 2、企业自由现金流的预测

企业自由现金流 = 净利润+利息支出×（1-所得税率）+折旧及摊销- 年资本性支出 - 年营运资金增加额

### （1）折旧及摊销的预测

根据锦湖越南财务报告和资产负债调整情况表，截至评估基准日被评估单位折旧及摊销情况如下表：

类别	折旧方法	折旧年限	预计净残值率	年折旧率
房屋建（构）筑物	直线摊销法	15-40 年	0%	2.50%-6.67%
机器设备及工器具	直线摊销法	6-30 年	0%	3.33%-16.67%
其他设备资产	直线摊销法	4-8 年	0%	12.50%-25.00%
长期待摊费用/无形资产	直线摊销法	3-10 年	0%	10.00%-33.33%
土地使用权（适用中国、越南等地区）	直线摊销法	50 年	0%	2%

对于今后每年资本性支出形成的各类资产，遵循了企业执行的一贯会计政策计提，其折旧年限按以上年限计算折旧。

## （2）资本性支出预测

资本性支出是在保证企业生产经营可以正常发展的情况下，企业每年需要发生的资本性支出。本次评估根据锦湖越南提供的财务资料、工程资料及企业管理人员的介绍，采用如下方式预测资本性支出：

①维持现有生产能力的支出：现有生产能力未来维持不变，根据预测期内生产能力和设备使用情况确定各年的资本性支出金额。

越南生产基地年维持性支出：

单位：百万韩元

名称	维持性资本性支出	金额
机器设备	a、Industrialization 产业升级	25
机器设备	b、ESG/에너지/원가环境、清洁能源升级	-
机器设备	c、품질/성능향상品质/性能提高	-
软件无形资产	d、IT/보안/시스템고도화 IT/安防/系统的高效化	703
其他资产	e、영업/물류인프라확보营业/物流基础设施的改造	-
机器设备	f、안전/환경개선安全/环境改善	83
机器设备	g、생산성(효율)향상生产效率的提高	-
机器设备	h、능력유지产能维持升级	6,319
其他资产	i、Mold 模具改造	2,714
小计		9,845

②新增生产能力的支出：锦湖越南三、四期扩建工程已完工，预计仅剩竣工验收的零星支出。三、四期工程完全投入后，设计产能约为 1,253 万条/年，未来年度暂无新增生产能力方面的支出规划。

### (3) 营运资金增加预测

影响锦湖越南营运资金的因素主要包括经营现金、经营性应收项目和经营性应付项目的增减，其中经营性应收项目包括应收账款、预付账款、存货和经营性其他应收款等；经营性应付项目包括应付账款、合同负债、应交税费和经营性其他应付款等；对于各类款项对营运资金变化的影响具体如下表所示：

单位：百万韩元

项目	2024 年末	2025 年末	2026 年末	2027 年末	2028 年末
<b>营运资金增加</b>	<b>-9,740.83</b>	<b>4,148.53</b>	<b>3,233.56</b>	<b>2,598.13</b>	<b>170.23</b>
期末营运资金	162,633.33	166,781.86	170,015.42	172,613.55	172,783.78
运营现金	36,136.76	37,404.38	38,160.55	38,722.45	38,981.43
应收账款	109,821.14	111,679.00	113,401.83	115,105.24	115,445.68
预付款项	2,209.40	2,271.75	2,318.38	2,340.65	2,316.52
经营性其他应收款	642.48	642.48	642.48	642.48	642.48
存货	74,891.16	77,004.61	78,585.01	79,339.93	78,521.96
应付账款	38,782.92	39,877.38	40,695.81	41,086.75	40,663.16
合同负债	42.48	43.20	43.86	44.52	44.65
应交税费	3,402.72	3,460.29	3,513.67	3,566.44	3,576.99
经营性其他应付款	18,839.49	18,839.49	18,839.49	18,839.49	18,839.49

### (4) 终值预测

本次评估对锦湖越南采用永续增长模型（固定增长模型）进行预测，假定企业的经营在 2028 年及以后每年的经营情况趋于稳定。

## 3、折现率的确定

折现率采用加权平均资本成本（WACC）方法计算确定，具体所涉及的相关参数确定依据如下：

### (1) 无风险利率

确定折现率中的无风险利率时，如果标的资产及其组织成员分布在不同国家或者地区，可以采用标的资产注册地或者总部、核心组织成员、核心资产、核心

业务所在国家或者地区的相关参数。本次评估少数股权涉及的经营主体位于越南，评估师查询了越南当地国债收益率，并选择越南 10 年期、15 年期、20 年期、25 年期国债收益率，计算上述越南国债截至评估基准日所反映的国债到期收益率的平均值作为本次评估无风险收益率。综上，评估师以超过 10 年期的国债到期收益率平均值 2.81%作为本次评估的无风险收益率；

## (2) 市场风险溢价 (ERP)

市场风险溢价的确定途径通常包括利用标的资产所在国家或者地区证券市场指数的历史风险溢价数据计算、采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法、以及引用相关专家学者或者专业机构研究发布的数据。

综合考虑样本的市场代表性、与被评估企业的相关性，以及与无风险利率的匹配性后，评估师倾向于选择韩国市场历史风险溢价数据确定市场风险溢价，但由于无法直接获取到韩国证券市场指数的历史风险溢价数据。

本次评估利用核心组织成员、核心资产、核心业务所在国家以及交易市场所在国中国大陆地区的证券市场指数的历史风险溢价数据优先得到中国股权市场风险溢价 ERP，在采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法最终还原得到接近于目标公司所在地的市场风险溢价。

即，市场风险溢价=中国股权市场风险溢价 ERP + (被评估单位所在市场国家风险溢价-中国国家风险溢价)

具体确定过程为：首先，选择利用中国证券市场指数的历史风险溢价数据计算股权市场风险溢价，具体计算方法是将每年沪深 300 指数成份股收益率几何平均值计算出来后，根据每个成份股在沪深 300 指数计算中的权重，计算 300 个股票几何平均收益率的加权平均值，以此作为本年计算 ERP 所需的投资收益率  $R_m$ 。通过估算可以得到 2023 年股权市场风险溢价 ERP=6.75%。

其次，采用公认的成熟市场（美国市场）的风险溢价进行调整，同时考虑被评估单位所在市场的国家风险补偿额综合确定。根据达摩达兰数据库公布的国家风险溢价，中国市场的国家风险溢价及越南国家风险溢价如下：

国家	穆迪评级	Adj. Default Spread	股权风险溢价	国家风险溢价	企业所得税税率
----	------	---------------------	--------	--------	---------

国家	穆迪评级	Adj. Default Spread	股权风险溢价	国家风险溢价	企业所得税税率
中国	A1	0.77%	5.63%	1.03%	25.00%
越南	Ba2	3.28%	9.00%	4.40%	25.00%

评估单位所在市场的国家风险补偿额为 4.40%，交易市场所在中国大陆地区的国家风险补偿额为 1.03%。

最后，以得到的中国股权市场风险溢价 ERP，在采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法最终还原得到接近于目标公司所在地的市场风险溢价。

市场风险溢价（ERP）=6.75%+（4.40%-1.03%）=10.12%。

### （3）贝塔系数

与目标公司确定方法一致。

### （4）资本结构

与目标公司确定方法一致。

### （5）特定风险报酬率

与目标公司确定方法一致，特定风险调整系数按 2%预测。

### （6）债权收益率

截至评估基准日，锦湖越南向金融机构融资贷款余额为 217,183.83 百万韩元，贷款利率分别适用 3.08%~7.02%不等。同期，越南国家银行间同业拆借利率为 5.90%。越南国家银行间同业拆借利率介于标的企业实际利率之间，较能公允反映市场报价利率与债权人回报期望值之间的差距，因此，本次评估选用越南国家银行间同业拆借利率 5.90%作为债权投资回报率。

### （7）锦湖越南折现率

股权期望回报率和债权回报率可以用加权平均的方法计算总资本加权平均回报率。权重为评估对象实际股权、债权结构比例。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

其中：WACC 为加权平均总资本回报率；E 为股权价值；Re 为期望股本回报率；D 为付息债权价值；Rd 为债权期望回报率；T 为企业所得税率。

根据上述计算得到锦湖越南总资本加权平均回报率为 11.84%，本次评估以其作为被评估单位预测期各年折现率。

#### 4、非经营性资产负债的评估

根据我们的分析，被评估单位非经营性资产负债的情况如下表：

单位：百万韩元

序号	项目	账面价值	评估价值
1	非经营性资产小计	<b>10,102.08</b>	<b>10,102.08</b>
1-1	溢余资金	7,755.27	7,755.27
1-2	其他流动资产	1,353.77	1,353.77
1-3	递延所得税资产	993.05	993.05
2	非经营性负债小计	<b>5,904.30</b>	<b>5,904.30</b>
2-1	其他应付款	1,738.34	1,738.34
2-2	一年内到期的非流动负债	1,554.22	1,554.22
2-3	预计负债	2,611.75	2,611.75
3	非经营性资产净值合计	<b>4,197.77</b>	<b>4,197.77</b>

#### 5、付息负债的评估

锦湖越南付息负债为银行借款 217,183.83 百万韩元，关联方拆借 70,369.01 百万韩元。

#### 6、锦湖越南少数股东权益价值的评估结论

综上，经评估截至评估基准日 2023 年 12 月 31 日，锦湖越南的股东全部权益价值，在持续经营条件下收益法的评估值为 631,000.00 百万韩元。目标公司对其持有 57.591% 股权，即归属于锦湖越南少数股东权益价值为 631,000 × (1-57.591%)=267,600.79 百万韩元。

上市公司已在重组报告书中补充披露对锦湖越南少数股东权益的具体确定过程，详见重组报告书“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎

评估情况”之“(一) 收益法评估情况”之“7、少数股权权益的确定”。

(十四) 基于前述事项，结合报告期各期商誉减值测试情况、截至回函日目标公司的实际经营情况、贸易摩擦等目标公司面临的经营风险对经营业绩及估值的影响等，补充披露本次收益法评估相关参数选取是否谨慎、合理，预测过程是否准确客观，本次交易定价是否公允，是否符合《重组办法》第十一条的规定

根据目标公司报告期各期商誉减值测试情况，与标的公司商誉相关资产组未发生减值迹象。具体减值测试情况详见本回复问题六“(五) 标的公司在目标公司持续亏损的年度未计提商誉减值的原因”中分析。

截至本回复出具日，目标公司的实际经营情况与预测收入、利润等数据比较情况列示如下：

单位：百万韩元

项目	2024年预测	2024年1-9月实际实现数据	年化差异	年化差异率
营业收入	4,542,098	3,291,440	-153,511.78	-3.38%
利润总额	287,826	333,345	156,634.33	54.42%
所得税	67,715	69,349	24,750.05	36.55%
归母净利润	161,598	248,993	170,392.59	105.44%

注：2024年1-9月实际实现数据为目标公司公开披露的三季度财务数据，上述数据未经审计且未进行准则转换。

目标公司2024年1-9月实际实现收入较全年预测完成率为72.47%，实际实现收入（年化后）与预测收入差异率-3.38%，差异较小，目标公司基本实现预期订单转换、产销规划安排；目标公司2024年1-9月归属于母公司股东净利润优于全年预期，主要得益于目标公司在各主要市场加强营销建设，不断优化产品类型，推出高性能产品，争取大尺寸轮胎的市场份额，产品竞争力及盈利能力持续提升。

虽然国际贸易摩擦风险因素可能持续存在，但行业外部环境整体趋势向好，汽车及轮胎市场需求稳定持续增长，随着目标公司品牌影响力、议价能力、技术创新能力等不断提升，将不断规避贸易摩擦带来的负面影响。

综上所述，本次收益法评估相关参数选取谨慎、合理，预测过程准确客观，

本次交易定价公允，符合《重组管理办法》第十一条的规定。

上市公司已在《重组报告书》中对本次交易定价是否公允，是否符合《重组管理办法》第十一条的规定进行了补充披露，详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“(一) 收益法评估情况”之“9、收益法评估结论及分析”。

## **(十五) 本次重组相关披露信息、财务数据与在韩交所披露信息是否存在重大差异**

### **1、本次重组相关披露信息与韩交所披露信息的差异情况**

根据韩国律师对本次交易方案出具的相关意见，本次重组不属于韩国证券交易所规定应披露的第一大股东直接变更情况，本次重组无需在韩国证券交易所进行披露。

在对目标公司的尽职调查过程中，除已在韩国证券交易所披露的控股子公司外，目标公司还在巴拿马、巴西两国注册了控股子公司。根据目标公司的说明，其最初拟以代表处的形式在巴拿马及巴西两国设立分支机构，由于受到当地法律限制，仅能以法人形式成立附属企业，故将其在巴拿马、巴西两国的办事机构实际设立为子公司，但以分支机构的模式对其进行日常运营及管理。因此，本次重组披露的目标公司控股子公司及分支机构的情况与目标公司在韩国证券交易所披露的信息存在前述差异。除此之外，本次重组相关披露信息在实质内容上与目标公司在韩国证券交易所披露内容不存在重大差异，仅在信息披露范围及披露数据颗粒度上与目标公司在韩国证券交易所的披露口径有所不同，该等差异主要基于中韩两地证券市场监管环境、投资者结构及市场特点的不同，具有合理性。

### **2、本次重组相关财务数据与韩交所披露信息差异情况**

本次重组披露目标公司相关财务数据与韩国证券交易所披露数据存在差异，报告期各期主要财务指标差异情况如下：

#### **(1) 2024年6月30日/2024年1-6月**

单位：万元

项目	本次重组数据 (a)	韩交所披露数据 (b)	差异 (a-b)	差异比例((a-b)/b)
净资产	846,667.15	847,549.49	-882.34	-0.10%
营业收入	1,159,804.74	1,155,041.21	4,763.53	0.41%
净利润	91,334.51	91,171.09	163.42	0.18%

注：净资产人民币金额系根据 2024 年 6 月末韩元兑人民币汇率 192.73：1 折算；营业收入、净利润人民币金额系根据 2024 年 1-6 月韩元兑人民币平均汇率 188.43：1 折算。

### (2) 2023 年 12 月 31 日/2023 年度

单位：万元

项目	本次重组数据 (a)	韩交所披露数据 (b)	差异 (a-b)	差异比例((a-b)/b)
净资产	770,752.15	771,425.34	-673.19	-0.09%
营业收入	2,198,649.34	2,188,095.38	10,553.96	0.48%
净利润	93,170.48	93,041.94	128.54	0.14%

注 1：净资产人民币金额系根据 2023 年 12 月末韩元兑人民币汇率 181.36：1 折算；营业收入、净利润人民币金额系根据 2023 年 1-12 月韩元兑人民币平均汇率 184.70：1 折算

### (3) 2022 年 12 月 31 日/2022 年度

单位：万元

项目	本次重组数据 (a)	韩交所披露数据 (b)	差异 (a-b)	差异比例((a-b)/b)
净资产	689,408.70	687,371.93	2,036.77	0.30%
营业收入	1,858,093.36	1,855,467.87	2,625.49	0.14%
净利润	-41,560.96	-40,386.67	-1,174.29	2.91%

注 1：净资产人民币金额系根据 2022 年 12 月末韩元兑人民币汇率 181.06：1 折算；营业收入、净利润人民币金额系根据 2022 年 1-12 月韩元兑人民币平均汇率 191.82：1 折算

本次重组披露目标公司的主要财务数据与韩国证券交易所披露信息差异较小，产生差异的主要原因一方面系目标公司在韩国证券交易所披露的财务数据所采用的会计准则为韩国国际会计准则（K-IFRS），而本次重组披露相关财务数据所采用的是中国企业会计准则，因此存在因准则转换而导致的差异；另一方面系目标公司本次重组适用上市公司青岛双星的会计政策而导致的差异。

本次评估利用安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）出具的按照中国企业会计准则编制的财务数据，除适用的会计准则、会计政策差异影响的调整，本次重组披露的数据与目标公司在韩国证券交易所披露的数据不存在其他重大差异。

上市公司已在《重组报告书》中对本次重组相关披露信息、财务数据与在韩

交所披露信息是否存在重大差异进行了补充披露，详见《重组报告书》之“第十三节 其他重要事项”之“九、本次重组相关披露信息、财务数据与在韩交所披露信息差异情况的说明”。

## 二、中介机构核查程序和核查意见

### （一）核查程序

针对前述事项，评估师主要实施了以下核查程序：

1、取得并查阅天然橡胶、合成橡胶及轮胎历史价格数据，结合行业研究报告了解历史价格波动情况；

2、取得并查阅波罗的海运费指数数据，了解海运费历史波动情况；

3、取得并了解目标公司历史年度原材料采购价格、产品销售价格以及产品类型相关数据；

4、取得并查阅英国 LMC Automotive 出具的行业预测报告及其他汽车及轮胎市场分析报告；

5、取得并查阅目标公司历史产能、产量、销量及在手订单相关数据，对在手订单与销量匹配情况进行分析；

6、取得并分析目标公司直接材料成本、人工成本、期间费用、税费等财务数据；

7、复核收益法对于预计净残值率、资本性支出及折现率的计算及预测过程，并对主要参数的选取合理性进行分析；

8、取得目标公司递延所得税资产及预计负债明细；

9、取得目标公司及下属子公司未决诉讼进展，查阅韩国律师出具的法律意见，取得并查阅双星集团就未决劳动诉讼出具的承诺函；

10、取得并查阅目标公司商誉减值测试报告，就主要假设参数取值情况与本次收益法进行比较分析；

11、查阅深交所和韩国证券交易所的有关披露规则，取得韩国律师就韩国证

券交易所信息披露相关规则的意见；

12、查阅目标公司在韩国证券交易所披露的财务报表。

## （二）核查结论

经核查，评估师认为：

1、本次评估假定橡胶价格不存在明显波动谨慎合理，以近两年平均售价预测销售单价已充分考虑历史价格波动情况，对销售单价的预测依据充分、谨慎、合理；

2、本次评估对销售数量的预测与目标公司产能匹配，评估中已充分考虑汽车及轮胎市场的周期波动，预测期内销量持续增长谨慎、合理；

3、本次评估以近两年价格为基础预测相关成本已充分考虑历史价格波动情况，对材料成本的预测已充分考虑产品结构变动的的影响，与历史期不存在明显差异，对成本的预测谨慎、合理；

4、本次评估对直接人工成本的预测谨慎、合理；

5、本次评估对其他成本及附加费用的预测谨慎、合理；

6、本次评估对税费的预测谨慎、合理；

7、本次评估对期间费用的预测谨慎、合理；

8、本次评估对折旧摊销的预测谨慎、合理；

9、本次评估对资本性支出的具体预测准确，与预测期内生产能力和设备使用情况相匹配，与历史运营年度的资产更替发生额保持一贯性；

10、本次评估对折现率的确定谨慎、合理；

11、本次评估对递延所得税资产及预计负债的评估准确，目标公司及双星集团已承诺将作为后续因涉诉案件发生相关费用的承担方；

12、本次收益法评估相关参数选取谨慎、合理，预测过程准确客观，本次交易定价公允，符合《重组管理办法》第十一条的规定；

13、本次评估利用安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）出具的按照企业会计准则编制的财务数据，除适用的会计准则、会计政策差异影响的调整外，本次重组相关披露信息、财务数据与在韩国证券交易所披露信息不存在重大差异，本次交易定价公允。

#### 问题八 关于可比公司选取的合理性

申请文件显示：（1）目标公司自 2005 年在韩国证券交易所上市；（2）评估中选取赛轮轮胎、玲珑轮胎、S 佳通 3 家上交所上市公司与韩国上市公司韩泰轮胎作为可比公司；（3）赛轮轮胎、玲珑轮胎、S 佳通的 P/E 分别为 11.88、20.38、13.77，P/B 分别为 2.47、1.36、2.07，韩泰轮胎的 P/E，P/B 分别为 7.81 和 0.59，市场法评估中以四家公司调整后 P/E、P/B 的算术平均为基础评估目标公司的价值。

请上市公司结合不同注册地的会计、税收、产业政策、商业环境的差异，不同经营地域面临的经营风险、客户群体、政策优惠的差异，不同股票市场的交易活跃度与估值差异，目标公司业务规模、其股票在公开市场的市场价值波动情况及波动区间等，补充披露可比公司选取的具体依据、标准和方法，是否客观、全面、公正，与目标公司是否具有可比性，市场法评估结果是否准确、公允。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

#### 一、上市公司补充披露

（一）请上市公司结合不同注册地的会计、税收、产业政策、商业环境的差异，不同经营地域面临的经营风险、客户群体、政策优惠的差异，不同股票市场的交易活跃度与估值差异，目标公司业务规模、其股票在公开市场的市场价值波动情况及波动区间等，补充披露可比公司选取的具体依据、标准和方法，是否客观、全面、公正，与目标公司是否具有可比性，市场法评估结果是否准确、公允

## 1、可比公司选取的具体依据、标准和方法

目标公司位于韩国，主要在全球范围内从事轮胎产品的生产与销售，在韩国、中国、美国、越南等地设有 8 家轮胎生产基地，并在海外设有 12 个销售法人公司和 11 个海外分公司/事务所负责全球轮胎销售。

目标公司产能分布主要集中于韩国和中国。截至 2023 年 12 月 31 日，韩国工厂产能占目标公司总产能约 46%，中国工厂产能占目标公司总产能约 31%。同时，本次交易收购主体为中国境内上市公司，即本次评估涉及的交易市场发生在中国，故评估师认为最有利市场应属于国内资本市场。

根据目标公司经营特点及其组织成员分布程度，参考并遵循《资产评估专家指引第 13 号——境外并购资产评估》相关建议，本次评估结合主要交易市场及核心资产、核心业务所在市场，综合分析可比上市公司的选取范围确定在中国及韩国证券交易市场内。

目标公司主营业务为轮胎产品的研发、生产及销售，在本次评估中采用以下基本标准作为筛选可比公司的具体标准：

- (1) 可比公司具有至少两年上市历史；
- (2) 可比公司发行上市于中国及韩国证券交易市场；
- (3) 可比公司所从事的行业或其主营业务为橡胶制品业，并且主营该行业历史不少于 2 年；
- (4) 可比公司海外出口销售比接近或超过 50%；
- (5) 可比公司所处轮胎行业全球排名 20 位以内；
- (6) 核心组织成员、核心资产、核心业务所在国家或者地区资本市场发展状况相同或者相近。

经过上述条件筛选，并结合目标公司主营业务及产品情况，评估师认为 A 股上市公司赛轮轮胎、玲珑轮胎、S 佳通及韩国证券交易市场上市的韩泰轮胎、耐克森凭借资本市场平台以及自身优势，发展成为行业内经营规模较大的企业，在轮胎行业全球排名较高，市场地位较为显著，上述上市公司与目标公司具备一

定的可比性。

目标公司 2023 年实现营业收入 4,060,905 百万韩元,净资产收益率为 12.28%。经查阅上述同行业上市公司披露的财务数据,目标公司业务规模处于上述可比公司中等水平,盈利能力则处于中等偏上水平。与之相比,纳入可比范围内的五家上市公司中,耐克森 2023 年实现营业收入 2,701,720 百万韩元,净资产收益率为 6.06%, 债权结构比例接近 70%, 行业排名处于前述可比公司及目标公司之后,相关财务数据及资产负债结构明显不同于其他可比公司,故最终未纳入可比公司范围。

综合上述原则,评估机构利用同花顺 iFinD 金融数据终端及彭博数据库进行筛选,最终选取了以下 4 家上市公司作为可比公司,具有合理性。

序号	证券代码	证券简称	首发上市日期	上市地点	主营业务或主营产品	收入结构	2023 年轮胎行业排名
1	601058.SH	赛轮轮胎	2011/6/30	中国	全钢载重子午胎、半钢子午胎和工程子午胎的研发、制造和销售	出口及海外销售收入占比 74.16%; 国内销售收入占比 25.84%	12
2	601966.SH	玲珑轮胎	2016/7/6	中国	汽车轮胎产品的研发、生产和销售	出口及海外销售收入占比 46.60%; 国内销售收入占比 53.40%	17
3	600182.SH	S 佳通	1999/5/7	中国	生产销售轮胎、轮胎原辅材	出口及海外销售收入占比 38.05%; 国内销售收入占比 61.95%	15
4	161390.KS	韩泰轮胎	2012/10/4	韩国	PCR、TBR 轮胎	出口及海外销售收入占比 82.85%; 国内销售收入占比 17.15%	7

注 1: 资料来源为各上市公司公开披露信息,轮胎行业排名参考美国《Tire Business》杂志发布的 2023 全球轮胎 75 强榜单;

注 2: 收入结构为 2023 年数据;

注 3: 韩泰轮胎国内销售指在韩国境内的销售,其他 A 股可比上市公司国内销售指在中国境内的销售。

综上所述,本次市场法可比公司选取的具体依据、标准和方法客观、全面、

公正。

3、结合不同注册地的会计、税收、产业政策、商业环境的差异，不同经营地域面临的经营风险、客户群体、政策优惠的差异，不同股票市场的交易活跃度与估值差异，目标公司业务规模、其股票在公开市场的市场价值波动情况及波动区间等，比较可比公司选取与目标公司是否具有可比性，市场法评估结果是否准确、公允

(1) 不同注册地的会计、税收、产业政策、商业环境的差异，不同经营地域面临的经营风险、客户群体、政策优惠的差异

本次评估在选取可比公司时，评估师充分考虑了中韩两国在会计、税收、产业政策、商业环境等方面的差异，具体说明如下：

在会计政策方面，根据国别经济结构和产业特点的不同，中韩两国制定了遵循于两国会计信息透明度和监管效率的企业会计准则，但中国和韩国的会计准则在制定和修订方面存在相似之处，都考虑国际会计准则（IAS）和国际财务报告准则（IFRS）等国际标准。

在税收方面，虽然两国适用税率存在差异，但税收体系均以个人所得税、增值税和企业所得税为核心。

在产业政策、商业环境方面，目标公司所在韩国地区，其支柱产业主要有半导体、汽车、电子电器、石化、造船、机械设备、数字经济等，而轮胎制造业作为汽车工业供应链的重要上游环节，也是韩国鼓励发展、重点推进的战略产业之一。同时，作为跨国经营企业，目标公司需要遵循包括中国在内的不同国家产业政策、营商环境，以此制定自身经营发展规划。

此外，在选取可比公司时，本次评估亦充分考虑了不同经营地域面临的经营风险、客户群体、政策优惠等方面的差异，具体说明如下：

在经营风险方面，天然橡胶、合成橡胶等材料成本波动影响存在一定差异，中国轮胎企业主要受国内原材料市场价格波动影响，如橡胶、炭黑、钢丝等的价格波动。韩国轮胎企业更依赖于国际原材料市场。同时，韩国轮胎企业作为出口导向型企业，受国际贸易政策和关税的影响较大。中国轮胎企业则可依托国内市

场庞大需求在一定程度上降低国际贸易壁垒带来的负面影响。此外，中国轮胎行业竞争激烈，市场集中度相对较低，而韩国轮胎行业则由韩泰轮胎、锦湖轮胎等大型企业主导，竞争格局相对稳定。

在政策优惠方面，中韩轮胎企业对轮胎行业的健康发展均给予政策引导和支持。中国政府出台了一系列政策措施，旨在促进轮胎行业的结构调整和产业升级，推动行业向着绿色、低碳、高质量方向迈进；韩国政府亦出台了一系列政策旨在提升本国轮胎产业的竞争力、促进技术创新及扩大出口。

在客户群体方面，韩国轮胎企业在全市场通常定位于欧美中高端市场，而中国轮胎企业则在中低端市场占有较大份额。但近年来受“双反”贸易政策影响，中韩轮胎企业均布局海外产能，完善全球化布局，加强全球化客户群体合作，以应对贸易政策变化。

尽管中韩两国轮胎企业在经营风险、政策优惠、客户群体等方面存在一定差异，但其所面临的汇率波动风险、国际经贸环境恶化风险、市场竞争风险等是共同存在的。本次评估所选可比公司无论所处注册地是韩国或中国，均存在于不同国家地区开展跨国生产、经营的情况，可比公司所面临的全球化产业政策、营商环境与目标公司是相似的。

在此基础上，本次市场法评估参考并遵循《资产评估专家指引第13号——境外并购资产评估》相关建议，充分考虑了可比上市公司所在国家或者地区的政治、经济、技术、社会文化等环境差异对市场法评估测算结果的影响，并就本次评估对可比公司与目标公司处于不同注册地的国家主权信用评级、可比公司与目标公司之间的行业地位、跨地区经营规模进行了调整、修正。

综上所述，本次评估考虑了目标公司与可比公司在不同注册地的会计、税收、产业政策、商业环境的差异，不同经营地域面临的经营风险、客户群体、政策优惠的差异，并充分反映了相关因素可能对评估结果造成的影响，市场法评估结果准确、公允。

## **(2) 所选可比公司在不同股票市场的交易活跃度与估值差异**

### **① 不同股票市场的股票周转速率情况**

选取近 1 年以来中韩两国股票市场股票周转速率情况如下：

月份	韩国交易所	深圳证券交易所	上海证券交易所
2024 年 10 月	153.21	765.87	336.05
2024 年 9 月	143.31	318.09	150.24
2024 年 8 月	177.21	344.06	153.70
2024 年 7 月	200.76	365.11	178.06
2024 年 6 月	182.25	335.07	158.42
2024 年 5 月	194.54	389.09	185.70
2024 年 4 月	192.39	408.35	201.69
2024 年 3 月	201.57	495.45	227.66
2024 年 2 月	197.78	322.27	165.40
2024 年 1 月	209.92	401.83	200.56
2023 年 12 月	165.89	356.92	178.73
2023 年 11 月	170.32	437.09	198.21
2023 年 10 月	154.67	318.64	146.06
<b>平均数</b>	<b>180.29</b>	<b>404.45</b>	<b>190.81</b>

数据来源：世界交易所联合会（The World Federation of Exchanges）

注：股票周转速率 = 当地上市公司总电子买卖盘（Electronic Order Book）价值 ÷ 当地上市公司总市值

根据世界交易所联合会统计数据，目标公司所处的韩国交易所整体交易活跃度略低于中国上海证券交易所，远低于深圳证券交易所。

## ②不同股票市场估值差异

选取 2022 年以来中韩两国主要股票指数估值情况如下：

日期	市盈率倍数		市净率倍数	
	KOSPI 200	沪深 300	KOSPI 200	沪深 300
2024 年 12 月	13.08	12.78	0.85	1.35
2024 年 11 月	13.36	12.72	0.87	1.34
2024 年 10 月	13.89	12.94	0.90	1.37
2024 年 9 月	15.73	11.33	0.92	1.19
2024 年 8 月	17.86	11.46	0.96	1.21
2024 年 7 月	19.14	11.87	1.03	1.25
2024 年 6 月	20.09	11.93	1.01	1.24
2024 年 5 月	21.41	12.17	0.99	1.26
2024 年 4 月	18.92	11.94	0.98	1.23
2024 年 3 月	18.92	11.69	0.98	1.26
2024 年 2 月	18.34	11.23	0.95	1.21
2024 年 1 月	17.55	10.72	0.91	1.15
2023 年 12 月	17.65	10.79	0.93	1.18
2023 年 11 月	16.87	11.24	0.89	1.22

日期	市盈率倍数		市净率倍数	
	KOSPI 200	沪深 300	KOSPI 200	沪深 300
2023 年 10 月	16.18	11.39	0.86	1.23
2023 年 9 月	14.95	11.72	0.91	1.30
2023 年 8 月	13.72	11.94	0.92	1.32
2023 年 7 月	13.93	12.00	0.93	1.33
2023 年 6 月	13.41	11.82	0.94	1.33
2023 年 5 月	11.32	12.11	0.93	1.36
2023 年 4 月	10.52	12.23	0.91	1.37
2023 年 3 月	10.08	12.08	0.87	1.38
2023 年 2 月	10.30	12.07	0.89	1.38
2023 年 1 月	9.99	11.92	0.87	1.36
2022 年 12 月	9.34	11.43	0.87	1.34
2022 年 11 月	9.02	10.98	0.90	1.28
2022 年 10 月	8.36	10.86	0.84	1.27
2022 年 9 月	8.86	11.56	0.88	1.37
2022 年 8 月	9.66	11.87	0.96	1.41
2022 年 7 月	9.29	12.31	0.92	1.46
2022 年 6 月	9.55	12.57	0.96	1.46
2022 年 5 月	9.66	11.91	1.03	1.36
2022 年 4 月	10.84	12.15	1.07	1.39
2022 年 3 月	10.93	12.64	1.08	1.47
2022 年 2 月	10.99	13.52	1.09	1.58
2022 年 1 月	11.47	13.84	1.14	1.61
平均数	13.48	11.94	0.94	1.33
中位数	13.22	11.92	0.92	1.34

数据来源：同花顺 iFind、韩国交易所

根据同花顺 iFind 和韩国交易所统计数据，目标公司所处的韩国交易所 KOSPI 200 指数市盈率倍数略高于沪深 300 指数，市净率倍数低于沪深 300 指数。

鉴于目标公司主要资产位于韩国，投融资活动大部分在韩国本地进行，故本次市场法评估审慎考虑选取韩国上市公司韩泰轮胎作为可比公司之一。

### (3) 目标公司业务规模、其股票在公开市场的市场价值波动情况及波动区间的比较

#### 1) 目标公司业务规模

报告期各期，目标公司实现营业收入分别为 185.81 亿元、219.86 亿元和 115.98 亿元，营业收入规模保持稳定增长。就具体业务发展而言，目标公司通过

开拓新的销售市场及销售渠道、培育中坚代理店、提升高收益产品的销售占比、提升物流网络效率等方式实现 RE 轮胎业务的收入增长。同时，目标公司通过提高研发投入，强化研发基础体系，及时开发新车型适用轮胎、提升与整车厂的事前研发紧密度等方式推动 OE 轮胎业务收入的增长。目标公司与可比公司营业收入对比情况如下：

单位：万元

证券代码	证券简称	2023 年度		2022 年度
		金额	变动率	金额
601058.SH	赛轮轮胎	2,597,825.95	18.61%	2,190,221.39
601966.SH	玲珑轮胎	2,016,527.47	18.58%	1,700,588.57
600182.SH	S 佳通	416,406.60	18.74%	350,700.64
161390.KS	韩泰轮胎	4,929,307.28	6.32%	4,636,118.34
平均值		<b>2,490,016.83</b>	<b>12.19%</b>	<b>2,219,407.24</b>
目标公司		2,198,649.34	18.33%	1,858,093.36

报告期内，目标公司营业收入规模略小于同行业可比公司平均水平，处于同行业可比公司营业收入合理区间内；2023 年度，目标公司营业收入较上年增长 18.33%，变动趋势与可比公司一致，符合行业变动趋势。在轮胎行业步入上行周期的经营背景下，目标公司通过改善产品结构并提升高收益产品的占比、优化物流模式以及进行全球产能布局的转换等举措实现自身营业收入的较快增长，使得其整体增速水平高于同行业平均水平。

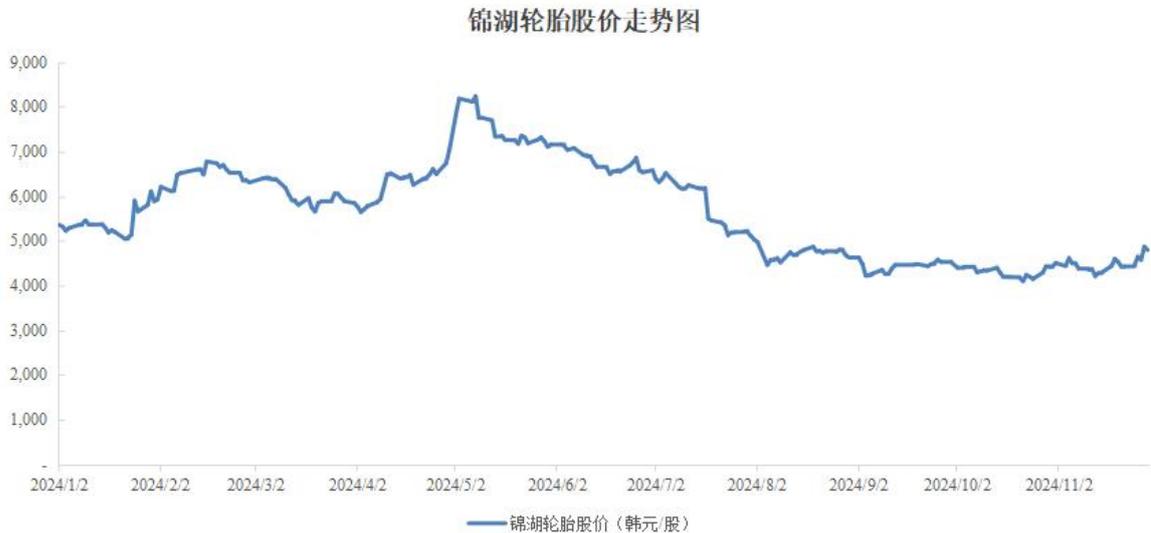
## 2) 目标公司股票在公开市场的市场价值波动情况及波动区间的比较

根据本次交易评估定价结果，目标公司估值对应价格为 7,791 韩元/股。自 2024 年起，目标公司二级市场股价波动较大，呈现先升后降态势。近一年目标公司股价高点出现于 2024 年 5 月 8 日，为 8,240 韩元/股。不同取值期间本次交易评估值对应每股价格较二级市场交易价格溢价率情况如下表所示：

单位：韩元/股

项目	目标公司 股价	基准	溢价率
评估基准日（2023 年 12 月 31 日）	5,390	7,791	44.55%
审计基准日（2024 年 6 月 30 日）	6,540	7,791	19.13%
自 2024 年起至 12 月 18 日目标公司收盘价均价	5,604	7,791	39.02%

2024 年下半年以来，目标公司金融债权人股东减持以及韩国股市整体行情下挫，使得本次评估值对应短期内目标公司二级市场估值存在一定溢价。具体说明如下：



如上图所示，2024 年 5 月以来，目标公司股价大幅下跌，主要受金融债权人股东限售解禁影响：一方面市场预计金融债权人股东于 2024 年 7 月 6 日解禁期满后陆续减持，故自 2024 年 5 月开始有部分机构及个人投资者提前减持锁定收益，从而形成抛压；另一方面友利银行、韩国进出口银行等金融债权人股东限售股解禁后持续减持进一步造成股价下跌。

目标公司股价对比韩国大盘走势图具体如下：



韩国大盘方面，韩国综指（KOSPI）于 2024 年 1-6 月呈现震荡上行趋势，

但于 2024 年 7 月开始持续下跌。根据路透社公开信息，韩国综指下跌主要受美国科技股下跌、美国经济放缓、亚洲市场指数下跌等因素的影响。

目标公司股价对比韩国可比公司韩泰轮胎股价情况如下：



受轮胎行业进入景气周期，公告业绩向好影响，目标公司与韩泰轮胎股价于 2024 年 1-4 月间呈上涨态势。但自 2024 年 5 月开始，受韩国大盘走势影响，两家公司股价均呈现震荡下行。

截至 2024 年 12 月 18 日，目标公司、韩泰轮胎、韩国综指的股价或指数较 2023 年 12 月 31 日跌幅情况如下表所示：

单位：韩元/股

项目	目标公司	韩泰轮胎	韩国综指
2024 年 12 月 18 日股价或指数	4,895.00	40,000.00	2,484.43
评估基准日 (2023 年 12 月 31 日)	5,390.00	45,400.00	2,655.28
跌幅	-9.18%	-11.89%	-6.43%

综合上述分析，目标公司市场法评估结果处于其 2024 年以来的二级市场股价波动区间内，较其当前股价存在一定比例的溢价具有合理性，市场法评估结果准确、公允。

上市公司已在《重组报告书》中补充披露可比公司选取的具体依据、标准和方法，详见《重组报告书》之“第六节 标的资产评估及作价情况”之“四、锦湖轮胎评估情况”之“(二) 市场法评估情况”之“1、市场法评估模型”。

## 二、中介机构核查程序和核查意见

### （一）核查程序

针对前述事项，独立财务顾问和评估师主要实施了以下核查程序：

- 1、了解目标公司及行业公司的财务数据；
- 2、查阅相关地区法律法规、准则、指引文件；
- 3、复核市场法的计算过程，并对主要参数的选取合理性进行分析；
- 4、了解不同资本市场会计、税收、产业政策、商业环境、经营风险、客户群体、政策优惠等信息；
- 5、取得并查阅世界交易所联合会股票周转速率数据，了解不同股票市场的交易活跃度情况；
- 6、取得并查阅沪深 300 指数、韩国 KOPSI 200 指数数据，了解不同股票市场估值情况；
- 7、查阅目标公司审计报告，韩国 KOPSI 指数、目标公司及韩泰轮胎股票在公开市场的交易数据。

### （二）核查结论

经核查，评估师认为：

本次评估对可比公司选取的依据、标准和方法客观、全面、公正，与目标公司具有可比性，市场法评估结果准确、公允。

（本页无正文，为《北京中同华资产评估有限公司<关于青岛双星股份有限公司发行股份、现金购买资产并募集配套资金申请的审核问询函>资产评估相关问题回复之专项核查意见》之盖章页）

签字评估师：焦

亮



签字评估师：梁

悦



北京中同华资产评估有限公司



2024年12月19日