

**北京中企华资产评估有限责任公司关于深圳证券交易所
中小板重组问询函（不需行政许可）【2019】第 3 号《关于对贵州泰
永长征技术股份有限公司的重组问询函》之回复**

深圳证券交易所：

根据贵所于 2019 年 3 月 21 日下发的中小板重组问询函（不需行政许可）【2019】第 3 号《关于对贵州泰永长征技术股份有限公司的重组问询函》的要求，北京中企华资产评估有限责任公司（以下简称“中企华”）就相关意见回复如下：

《关于对贵州泰永长征技术股份有限公司的重组问询函》第 9 题：根据草案，本次交易中北京中企华资产评估有限责任公司采用资产基础法和收益法两种方法对重庆源通的 100%股权价值进行了评估，并最终采取收益法评估结果作为评估结论。以 2018 年 10 月 31 日为评估基准日，重庆源通 100%股权的评估值为 15,769.01 万元，较净资产账面值增值 87.47%。

（1）请结合重庆源通核心竞争力、历史经营业绩、在手订单情况以及主要评估假设、计算模型、主要评估参数的选取及其依据以及可比公司估值情况等，说明本次评估增值率较高的原因和合理性。

（2）在不足一年时间内，重庆源通两次接受评估，但最终评估结论差异较大，最近一次评估结果较前次评估结果增值 49.32%。请结合前次评估以来重庆源通经营状况的变化、评估参数选取等因素，具体说明两次估值存在较大差异的原因和合理性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复】：

一、本次交易评估中增值的原因和合理性

根据中企华出具的《资产评估报告》，经收益法评估，重庆源通 100%股权的评估值为 15,769.01 万元，较评估基准日账面净资产增值 87.47%。本次评估增值主要基于以下原因：

（一）重庆源通 2018 年 1-10 月经营状况较好

报告期内，重庆源通的主要经营状况如下：

单位：万元

项目	2018 年 1-10 月	2017 年度	2016 年度
营业收入	31,236.50	31,382.99	33,054.21
营业成本	26,876.38	26,897.18	28,036.94
营业利润	624.75	549.70	755.19
净利润	583.24	489.38	717.05

重庆源通 2018 年 1-10 月的经营状况较好，2018 年 1-10 月份的营业收入为 31,236.50 万元，已实现 2017 年度全年收入水平的 99.53%，考虑到标的公司下半年为销售旺季，预计全年比 2017 年收入有较大提升；重庆源通 2018 年 1-10 月份实现净利润 583.24 万元，为 2017 年全年净利润的 119.18%，净利润水平有较大提升。

重庆源通的历史业绩相对较为稳定，2018 年 1-10 月份的收入和盈利实现情况较好，预计未来重庆源通能够保持平稳的增长势头，因此收益法评估值相对较高。

（二）重庆源通具备良好的竞争优势

公司经过 20 余年的生产经验积淀，具备生产各型变压器、中低压成套开关设备的完整生产体系，具备变压器年产 5000 台，成套年产 8000 台面，检修服务 1200 台的生产能力；公司的技术中心为省级技术中心，拥有高级、中级等经验丰富的变压器、成套产品设计工程师队伍，产品设计遵循着“设计一代、研发一代、储备一代”，能够紧跟行业发展节奏，迅速响应市场需求，如非晶合金变压器，S13 系列叠铁芯及立体卷铁芯变压器，SC 系列干式变压器、一体化台套设备，箱式变电站、工厂化预制等，无论是质量和成本，在同行业中均具有竞争优势。

（三）重庆源通在手订单储备良好

重庆源通主要业务为变压器制造，当前国家电网建设正在高速发展，行业需求大，重庆源通客户主要为国网重庆下属公司及关联公司，客户资源较为稳定，根据以往中标情况，在市场占据一定的份额，截止本回复出具之日，重庆源通已

中标尚未开始履行或尚未履行完毕的订单总额合计为 30,369.74 万元，在手订单储备情况良好，有效保障了后续经营业务的持续、稳定发展。

（四）本次评估主要评估参数选择合理性

1、营业收入预测

重庆源通本次营业收入预测情况如下表所示：

单位：万元

业务类别	类型	2018 年 11-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续年度
成套	收入	4,280.38	28,252.88	30,800.07	33,272.15	35,605.83	37,386.00	37,386.00
	增长率	38.55%	10.00%	9.02%	8.03%	7.01%	5.00%	0.00%
变压器	收入	1,563.13	9,591.32	10,084.12	10,607.52	10,931.91	10,937.03	10,937.03
	增长率	3.63%	2.19%	5.14%	5.19%	3.06%	0.05%	0.00%
台区	收入	184.14	1,140.44	1,165.68	1,173.33	1,180.98	1,186.08	1,186.08
	增长率	-60.77%	2.97%	2.21%	0.66%	0.65%	0.43%	0.00%
大修及改造	收入	192.41	1,246.83	1,343.27	1,432.48	1,500.84	1,550.37	1,550.37
	增长率	78.64%	7.83%	7.74%	6.64%	4.77%	3.30%	0.00%
其他业务收入	收入	24.00	146.00	146.00	146.00	146.00	146.00	146.00
	增长率	-53.99%	0.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	收入	6,244.07	40,377.47	43,539.14	46,631.48	49,365.55	51,205.48	51,205.48
	增长率	-0.05%	7.73%	7.83%	7.10%	5.86%	3.73%	0.00%

由于重庆源通的业务方式主要以客户招投标模式为主，根据订单量进行生产，2019 年收入预测主要基于原有客户招标需求情况，以及未履约完毕的在手订单情况进行预测；未来年度的收入预测，主要根据对市场的综合判断以及企业历史年度各类业务的收入增长情况，预计各年各类业务的收入增长率，从而预测未来年度的营业收入。

具体到各类业务预测上，本次评估中，成套产品未来年度收入按照一定的增长进行预测，预测增长率较高，主要是由于公司成套产品业务发展迅速，具备优良的成套设备研发、生产能力，产品市场竞争力较强；变压器业务未来年度收入基于现有市场情况进行预测，保持相对平稳的增长；台区业务占营业收入中较小，且收入增长率逐年下降，未来年度该类型业务收入增长较低；大修及改造预测增长率相对较高，主要是由于大修和改造业务是公司未来重点业务发展方向，该业务市场前景广阔，公司已具备了大力拓展大修及改造业务的人员、资质和技术条件，因此该收入按照一定的增长率进行预测。

综上，本次评估预测的未来收入增长综合考虑了历史增长、在手订单和市场

前景，符合重庆源通的实际情况，具备合理性。

2、毛利率预测

重庆源通本次评估毛利率预测如下：

年度	2018 年 1-10 月	2018 年 11-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
毛利率	13.96%	13.65%	13.62%	13.97%	14.12%	14.19%	14.34%

标的公司的毛利率水平相对较低，本次预测中，标的公司毛利率水平处于逐渐上升的趋势，主要是因为：（1）产品结构的变化。预测期内，标的公司毛利相对较高的成套开关设备业务比重逐渐上升，毛利率相对较低的变压器和台区设备业务比重逐渐下降，导致总体毛利率水平上升；（2）标的公司对成本管理的加强预计带来运营效率的提升。标的公司管理层正在逐步采取多种措施提升运营效率，节约成本，从而提升产品的毛利率水平。

3、管理费用率及销售费用率预测

本次预测中，标的公司管理费用率及销售费用率如下：

年度	2018 年 1-10 月	2018 年 11-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
管理费用率	4.79%	5.86%	4.88%	4.71%	4.60%	4.54%	4.54%
销售费用率	4.21%	4.33%	4.18%	4.16%	4.16%	4.18%	4.18%

从上表可以看出，标的公司预测期内的管理费用率及销售费用率与 2018 年 1-10 月相应比率不存在较大差异，预测较为谨慎、合理。

（五）可比交易估值情况

以重庆源通所属行业“电气机械和器材制造业”为选取标准，选取了近年来上市公司可比并购案例进行比较如下：

上市公司	标的股权	评估基准日	标的股权交易价格（万元）	评估增值率	预计实施首年市盈率（倍）	预计实施期平均市盈率（倍）	市净率（倍）
大烨智能	苏州国宇	2018/5/31	31,500.00	254.82%	12.86	10.00	3.53
白云电器	桂林电容	2017/5/31	97,292.96	93.86%	10.92	8.47	1.87
鲁亿通	昇辉电子	2017/3/31	200,000.00	674.37%	9.26	8.42	7.7

上市公司	标的股权	评估基准日	标的股权交易价格（万元）	评估增值率	预计实施首年市盈率（倍）	预计实施期平均市盈率（倍）	市净率（倍）
国电南瑞	继保电气	2016/12/31	1,890,430.58	243.83%	11.71	10.43	2.67
红相股份	银川卧龙	2016/9/30	117,000.00	279.73%	13.00	11.11	2.88
平均值				309.32%	11.55	9.69	3.73
标的公司				87.47%	13.01	10.41	1.86

注：1、市盈率=标的 100%股权交易价格/预计实施当年的归属于母公司净利润；

2、平均市盈率=标的 100%股权交易价格/预计实施当年到业绩预测期末的归属于母公司净利润的平均值。

3、市净率=对应交易 100%股权估值/标的公司截至审计基准日归属于母公司所有者权益。

由上表可以看出，本次交易的评估增值率及市净率为可比交易案例最低水平；标的资产预计实施首年市盈率与大烨智能、红相股份相近，但略高于同行业可比案例平均水平；预计实施期内平均市盈率处于同行业可比并购案例范围内。本次评估标的资产的估值情况较为合理。

二、两次评估估值存在较大差异的原因和合理性

本次重组评估与前次评估的评估结果比较如下：

评估对象	评估目的	评估基准日	最终选定的评估方法	评估值（万元）	较评估基准日账面净资产增值率
重庆源通 100%股权	挂牌转让	2018 年 3 月 31 日	收益法	10,560.36	17.73%
	本次交易	2018 年 10 月 31 日	收益法	15,769.01	87.47%

本次评估与前次评估的评估结果差异较大主要是由于以下因素所致：

（一）评估目的不同

前次评估主要为重庆源通在重庆联合产权交易所挂牌转让股权提供价值参考，评估结果为挂牌交易底价，最终重庆源通股权估值需经过产权交易所市场化竞价确定，根据产权交易所的竞价结果，泰永科技以 9,174.23 万元的最高报价受让了重庆源通 65%的股权，较标的资产评估结果增值了 33.65%。本次评估主要是为上市公司收购重庆源通 65%的股权提供价值参考，交易双方以评估值为参考确定标的资产的交易价格，本次评估结果与市场可比交易案例相比，评估增值率较低，与同行业上市公司相应的估值指标相比不存在重大差异，本次评估的结果能够反映重庆源通在评估基准日的公允价值。

（二）两次评估基准日间标的公司经营状况的变化

前次股权转让收益法评估以 2017 年收入为预测基础，2017 年标的公司的营业收入较 2016 年有一定下滑，因此对未来收入增长率预测相对较低。本次收益法评估以 2018 年 1-10 月标的公司收入作为预测基础，2018 年 1-10 月实际收入 31,236.50 万元，已超过前次评估全年预测收入水平，尤其是标的公司的成套业务和大修业务收入较 2017 年有较大提升，预计全年收入相比 2017 年有较大幅度提升。

鉴于标的公司两次评估基准日之间经营业绩有较大的改善，因此本次评估的收入预测基准和未来收入增长率均较前次评估有一定提升。

（三）本次评估结果与前次交易价格差异较小

标的公司前次股权转让系在重庆联合产权交易所挂牌公开转让，各竞标方经过累计 35 次报价，最终泰永科技以 9,174.23 万元的价格成为最高报价者。泰永科技取得标的公司 65% 股权共支付交易价款及交易服务费用 9,632.95 万元，本次评估标的资产评估价值为 10,249.86 万元，较泰永科技取得标的资产的成本增值 6.40%，增值比例较小。标的资产在产权交易所经过充分竞价形成的成交价格反映了标的资产的市场价值，其与本次评估结果差异较小，可以说明本次评估结果公允、合理，能够反映标的资产的真实市场价值。

三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：本次收益法评估综合考虑了标的公司 2018 年 1-10 月份的业绩增长情况、标的公司的市场竞争优势及在手订单储备状况，评估参数选择合理，评估增值率较高具备合理性；标的公司前后两次评估中，由于评估目的不同，且标的公司的业务经营情况在两次评估基准日之间发生改变，本次评估基于标的公司的历史业绩、未来盈利能力等方面综合考虑导致前后两次评估存在较大差异，本次收益法评估价值能客观、全面的反映目前企业的股东全部权益价值，评估结论合理。

（本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于深圳证券交易所
中小板重组问询函（不需行政许可）【2019】第 3 号之回复》之盖章页）

北京中企华资产评估有限责任公司

