

北京中企华资产评估有限责任公司

关于中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见相关问题的回复

中国证券监督管理委员会：

在接到贵会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（190910号）后，我公司就反馈意见函所提意见逐项进行了认真核查及分析。现就通知中涉及的与资产评估相关的问题说明如下，请贵会审核。

一、《通知书》第7个问题：“申请文件显示，标的资产2017年、2018年同一控制下、非同一控制下收购多家公司。请你公司补充披露1)报告期内收购资产的原因，并说明相关资产购买与出售的定价依据及合理性。2)收购非特钢业务公司的原因和必要性，标的资产子公司间主营业务协同效应的体现。3)标的资产重要子公司青岛特殊钢铁有限公司2018、2017年归母净利润分别为69,235.85万元、-83,526.13万元，其大幅扭亏的原因，与可比公司、同行业发展趋势是否一致，盈利可持续性。4)量化分析标的资产报告期内购买资产对标的资产评估值的影响。请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表明确意见”。

答复：

（四）量化分析标的资产报告期内购买资产对标的资产评估值的影响

被评估单位是高度专业化的特钢生产企业，主要有江阴、靖江、黄石、青岛“四大制造基地”、铜陵、扬州“两大原料基地”以及上海统一集采中心，形成钢铁企业全产业链的生产模式。江阴、靖江、黄石、青岛四大制造基地主要业务为各种钢材的生产及销售，四个板块均为主要钢材生产以及加工业务。其中江阴板块、黄石板块与铜陵、扬州原料基地有非常紧密的上下游关系，江阴板块与靖江板块为代加工关系，各单位通过上海板块进行统购统销，故本次基于标的公司钢铁生产全产业链闭环的模式，利用合并口径进行收益法整体预测：考虑到2017年、2018年同一控制下收购的公司，属于中信集团内部的业务整合，主要是为了理顺特钢板块股权结构等进行。从交易双方角度分析，这些资产的产权持有主体存

在多样性，但并不会影响这些资产的本身估值。因此本次交易重点从 2017 年、2018 年非同一控制下收购的多家公司进行量化分析。

2017 年非同一控制下收购的公司主要为青岛特殊钢有限责任公司。

2018 年非同一控制下收购的公司主要为泰富特钢靖江港务有限公司（原名华菱靖江港务有限公司）、江苏锡钢集团有限公司、靖江特殊钢有限公司。

由于本次标的公司收益法采用合并口径进行测算，未单独对各家单位进行专项收益法评估测算其未来现金流。对于泰富特钢靖江港务有限公司（原名华菱靖江港务有限公司）、江苏锡钢集团有限公司由于并未开展实际业务，仅为壳公司，预测期未考虑预测收益，故采用资产基础法；青岛特殊钢有限责任公司及靖江特殊钢有限公司为实际生产单位，采用收益法进行模拟测算分析。

经测算，非同一控制下四家单位估值约为 48.3 亿元，占本次估值结果的 18%，其中青岛特殊钢有限责任公司估值约为 44.65 亿元。

青岛特殊钢有限责任公司估值分析如下：

青岛特殊钢有限责任公司的主营业务为特种钢材的生产和销售，其钢帘线、胎圈钢丝用钢盘条、特种焊接用钢盘条、弹簧扁钢等产品具有较高的市场知名度。青岛特钢在巩固现有优势产品精品线材、弹簧扁钢产品质量档次的基础上，形成了一批中高档次优特钢产品，包括轴承钢、汽车用齿轮钢、弹簧钢、易切削非调质钢、工程机械用钢、桥梁缆索用钢、低合金高强度钢、高压合金管坯钢、合金结构钢、锚链钢、磨球钢等行业高端特种用钢。

本次按照青岛特殊钢有限责任公司产品形态分为线材钢及棒材钢。主要用于汽车和机械等行业。

如下为青岛特钢母公司口径盈利预测：

单位：万元

项 目	报告期	预测期				
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	1,415,067.73	1,386,060.35	1,437,256.64	1,464,535.07	1,464,535.07	1,464,535.07
减：营业成本	1,252,932.11	1,190,930.28	1,217,855.70	1,229,984.94	1,230,139.97	1,230,299.10
营业税金及附加	9,812.93	13,897.03	15,568.23	16,055.49	16,056.93	16,058.34
销售费用	22,055.15	22,078.29	22,863.72	23,286.79	23,300.97	23,315.33

项 目	报告期	预测期				
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
管理及研发费用	71,109.22	70,061.05	72,418.19	73,298.97	73,365.52	73,434.74
财务费用	35,112.20	33,492.35	33,505.28	33,512.17	33,512.17	33,512.17
资产减值损失	-1,083.86					
加：投资收益	-2,134.83					
资产处置收益	5,279.67					
其他收益	434.70					
营业利润	28,709.51	55,601.35	75,045.52	88,396.71	88,159.50	87,915.38
加：营业外收入	106.62	-	-	-	-	-
减：营业外支出	599.16	-	-	-	-	-
利润总额	28,216.98	55,601.35	75,045.52	88,396.71	88,159.50	87,915.38
减：所得税费用	-33,966.00	-	5,665.00	21,782.76	21,723.06	21,661.62
净利润	62,182.98	55,601.35	69,380.52	66,613.95	66,436.44	66,253.76

如下为青岛特钢母公司口径主要产品销量及单价的预测：

项目	报告期	预测期				
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
主营业务收入（万元）	1,280,259.24	1,312,725.35	1,363,921.64	1,391,200.07	1,391,200.07	1,391,200.07
线材钢产品	871,893.92	893,298.83	928,137.49	946,700.24	946,700.24	946,700.24
棒材钢产品	408,365.32	419,426.52	435,784.15	444,499.83	444,499.83	444,499.83
产品销量（吨）	3,088,960.80	3,090,000.00	3,090,000.00	3,090,000.00	3,090,000.00	3,090,000.00
线材钢产品	2,120,931.35	2,120,000.00	2,120,000.00	2,120,000.00	2,120,000.00	2,120,000.00
棒材钢产品	968,029.45	970,000.00	970,000.00	970,000.00	970,000.00	970,000.00
产品单价（元）						
线材钢产品	4,110.90	4,213.67	4,378.01	4,465.57	4,465.57	4,465.57
棒材钢产品	4,218.52	4,323.98	4,492.62	4,582.47	4,582.47	4,582.47

青岛特殊钢有限责任公司主要产品为线材钢及棒材钢，线材钢主要用于汽车行业、棒材钢主要用于机械行业，其中：线材应用的汽车行业：2018 年，商用车产销同比继续呈现增长，增速明显回落。商用车产销分别达到 428 万辆和 437.1 万辆，比上年同期分别增长 1.7%和 5.1%，增速分别回落 12.1 个百分点和 8.9 个百分点。预计 2019 年趋势将不会大幅改变，故 2019 年预测略微下降，2020 年及以后基本稳定在 2019 年水平。棒材应用的机械行业：2018 年基建项目审批加快、地方政府融资额上升，财政政策有望在未来逆周期调节中发挥更加积极的作用，预计 2019 年国内基建投资将实现 5%-10%的增长，其中铁路投资、中央项

目投资增长确定性更强，公路投资、城市轨道交通投资等也有望逐步加速。从而带动工程机械行业向好。2020 年亦能享受相关红利，行业前景不错。故预测青岛特钢棒材产品 2019 年小幅上涨，2020 年及以后基本维持在 2019 年水平。

目前青岛特钢正处于产品转型及过渡阶段，从优钢向特钢产品升级，从低端线材向高端线材发展，故其产品销售单价略微上涨，逐渐向特钢产品靠近。

青岛特殊钢有限责任公司资产量及估值情况如下：

单位：亿元

项目	总资产	净资产	估值	动态 PE（倍）	PB（倍）
标的单位	625.13	194.51	267.97	7.99	1.38
青岛特钢	162.68	28.70	44.65	6.99	1.56
占比	26.02%	14.76%	16.66%		

经过测算，青岛特殊钢有限责任公司模拟收益法估值约为 44.65 亿元，动态 PE 为 6.99，标的公司收益法估值为 267.97 亿元，动态 PE 为 7.99。青岛特殊钢有限责任公司估值占本次估值结果的 16.66%，PE 略低于本次标的单位整体估值，故青岛特殊钢有限责任公司预测较为合理。

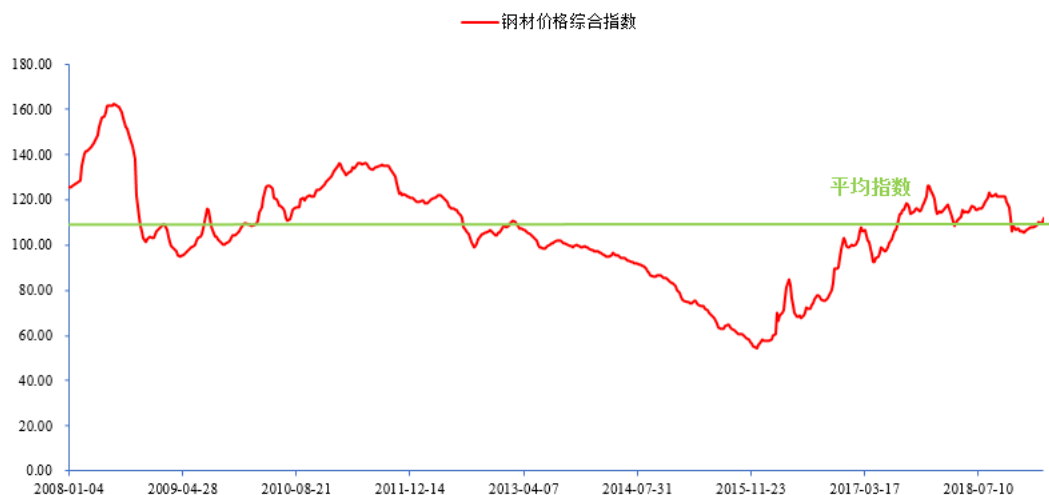
二、《通知书》第 14 个问题：“申请文件显示， 2018 年钢价处于历史 10 年间中间价格，并预测未来几年特钢的价格将保持稳定。预测期标的资产营业收入呈增长趋势，请你公司：结合近 10 年钢价情况、标的资产主要产品类型，补充披露预测期各类产品的产销量、销售价格情况及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见”。

答复：

一、近 10 年钢价情况、标的资产主要产品类型与预测期各类产品的产销量、销售价格情况的合理性

（一）近 10 年钢价整体情况

2008 年至 2018 年钢材综合价格指数变化情况如下图所示：



数据来源：中国钢铁工业协会

从上图可以看出，2008 年钢材价格达到顶峰，2009 年逐渐回落，2015 年达到近 10 年以来的最低值，2016 年逐步反弹上升，随着我国“一带一路”战略实施，为我国钢铁行业广泛参与国际合作提供了市场机遇。2015 年行业价格触底，2016 年-2018 年三年期间，钢铁行业是一个调整阶段，受钢铁行业淘汰落后和过剩产能政策的影响，钢铁行业严重产能过剩的局面得以缓解，钢材价格得以修复，但从长期趋势看，钢铁行业价格难以回到历史高点。

从宏观环境来看，我国经济高速增长的势头已经明显趋缓，GDP 增速已由 2008 年的 9.7%逐步放缓至 2018 年的 6.6%，未来还可能进一步放缓。从政府工作目标来看，中国经济不再单纯追求规模增长，而是更加注重质量的提升。2018 年，我国 GDP 的总量已突破 90 万亿，接近 10 年前的 3 倍，宏观调控后局部财政政策的刺激对于拉动经济增长的边际效用在逐步递减，预计未来几年很难由于短期政策调整导致经济增速出现脉冲式反弹。中国经济将经历长期的 L 型发展阶段。

钢铁行业的发展与宏观环境密切相关，未来几年，总需求低迷和产能过剩并存的格局难以出现根本改变，2008 年至 2018 年的 10 年间，钢铁行业经历了从波峰到波谷并逐渐调整的过程，报告期内标的单位钢铁销售价格受钢铁行业整体影响，钢铁单价与行业趋势基本一致，从 2008 年-2018 年钢铁价格指数数据来看，2018 年钢铁价格基本处于 10 年平均价格水平区间。

（二）标的资产主要产品类型

报告期内，标的资产主要产品为板材、棒材、线材、坯材、钢管等各类特种钢材，各类产品报告期销量及用途如下：

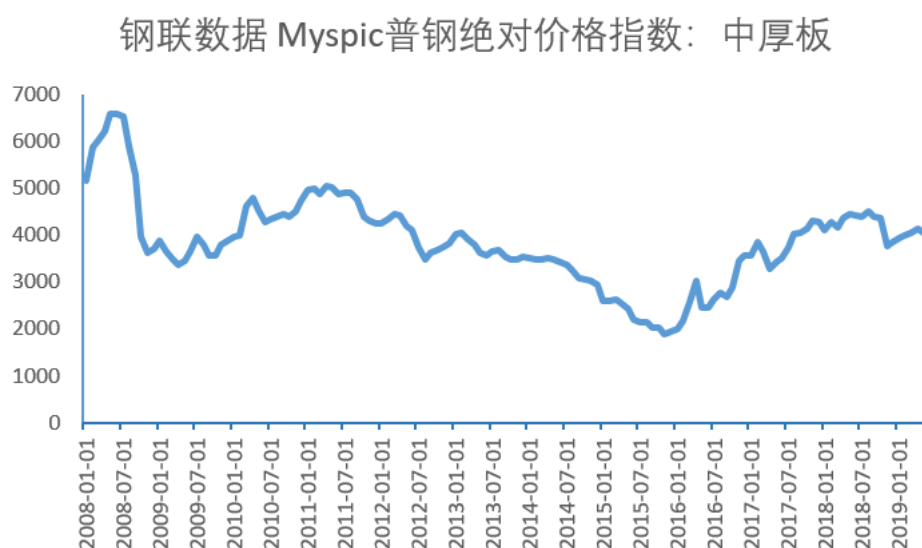
单位：吨

项目	2017 年		2018 年		主要用途
	抵消前	抵消后	抵消前	抵消后	
板材	165.82	165.46	174.79	174.79	能源、建筑
棒材	262.15	245.96	372.88	355.32	汽车、轴承
线材	188.01	174.42	280.20	254.79	紧固件
钢管	45.39	45.39	105.94	105.77	石化、工程机械
钢坯	180.21	143.65	163.83	99.34	能源
合计销量	841.58	774.89	1,097.63	990.01	

（三）预测期各类产品的销售价格情况及合理性

1、主要销售产品近年来价格指数图：

（1）板材2000年-2018年价格趋势如下图所示：



数据来源：我的钢铁网

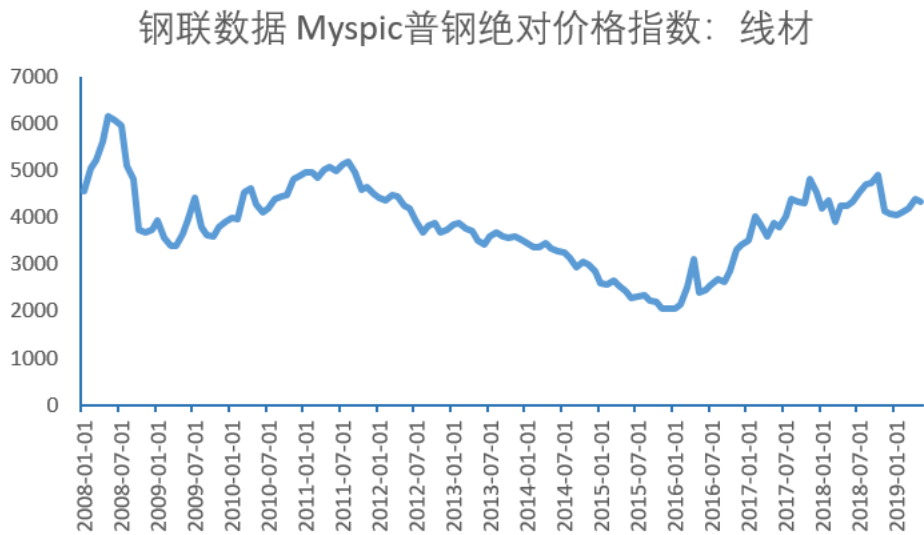
备注：本次价格指数主要以2008年-2018年10年间价格指数进行分析，若2008年无相关产品价格指数数据，本次从最新披露年度开始分析。

公开披露数据中无棒材指数，故本次棒材价格参考钢材综合指数进行分析

2008 年-2018 年 10 年间板材价格指数与钢铁行业整体价格指数趋势基本一致。近期来看，2015 年处于低峰，2016 年起逐渐回升。从数据来看，2008 年-2018

年 10 年间中厚板价格平均指数在 4300-4700 之间。2018 年中厚板价格指数基本处于 10 年中平均价格附近。

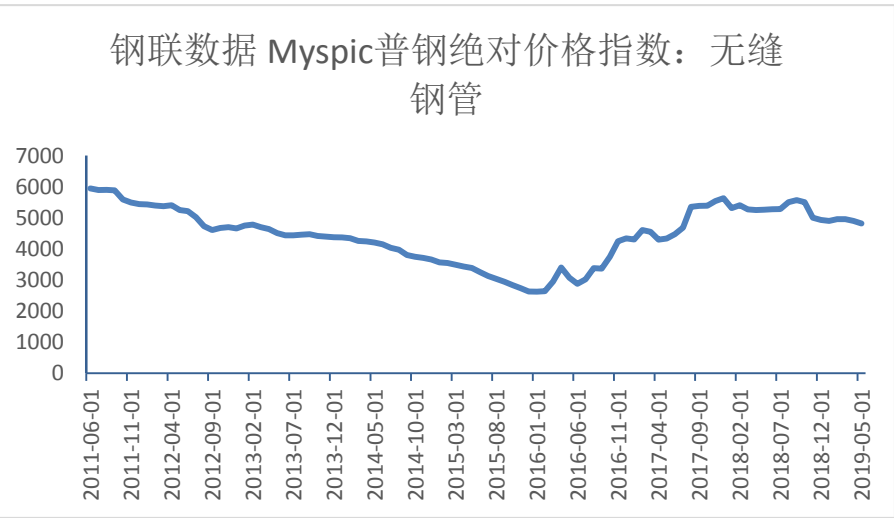
(2) 线材 2008 年-2018 年价格趋势如下图所示：



数据来源：我的钢铁网

2008 年-2018 年 10 年间线材价格指数与钢铁行业整体价格指数趋势基本一致。近期来看，2015 年处于低峰，2016 年起逐渐回升。从数据来看，2008 年-2018 年 10 年间线材价格平均指数在 4200-4600 之间。2018 年线材价格指数基本处于 10 年平均水平附近。

(3) 钢管 2011 年-2018 年价格趋势图

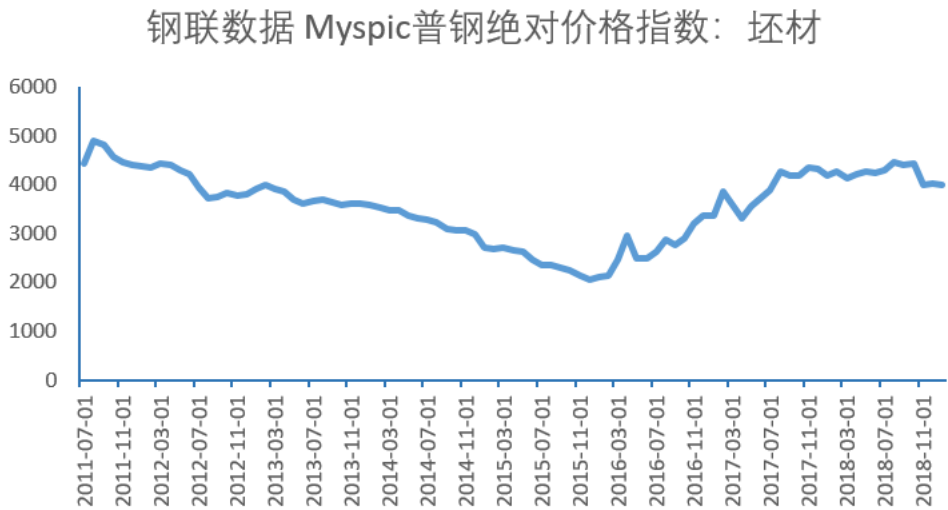


数据来源：我的钢铁网

备注：钢管数据最新披露自 2011 年起，故本次分析坯材价格指数采用 2011 年-2018 年 7 年数据。

2011 年-2018 年 7 年间钢管价格波动及相对价格指数与钢铁行业 2011 年-2018 年钢铁综合价格指数趋势基本一致，故由此推测，2008 年-2018 年 10 年钢管价格指数与 2008 年-2018 年钢铁综合价格指数变化趋势一致。近期来看，2015 年处于低峰，2016 年起逐渐回升，2018 钢管价格指数基本处于 10 年间平均价格水平。

(4) 坯材 2011 年-2018 年价格趋势图



数据来源：我的钢铁网

备注：坯材数据最新披露自 2011 年起，故本次分析坯材价格指数采用 2011 年-2018 年 7 年数据。

2011年-2018年7年间坯材价格波动及相对价格指数与钢铁行业2011年-2018年钢铁综合价格指数趋势基本一致。故由此推测，2008年-2018年10年坯材价格指数与2008年-2018年钢铁综合价格指数变化趋势一致。近期来看，2015年处于低峰，2016年起逐渐回升，2018年坯材价格指数基本处于行业10年间平均价格水平。

2、标的资产预测期各类产品的销售价格

(1) 标的资产预测期各类产品的销售价格如下：

单位：元/吨

产品类型	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
板材	3873	4661	4684	4709	4709	4709	4709
棒材	4806	5210	5226	5301	5330	5330	5330
线材	4210	4247	4346	4481	4549	4549	4549
钢管	5176	6095	5934	5944	5945	5945	5945
坯材	3556	4035	4094	4112	4112	4112	4112

备注：销售价格按照标的单位抵消前数据列示；钢管单价中包括靖江半年数据，未来预测按照全年情况考虑。根据 2018 年全年计算钢管平均单价为 5,929 元/吨。

标的公司 2017 年-2018 年各类产品价格均为上升趋势，与市场趋势基本保持一致。从钢材综合价格指数可以看到，2018 年钢材价格基本处于 2008 年-2018 年 10 年平均价格水平附近，本次预测首先分析了标的公司 2018 年钢材销售价格的整体情况及价格水平；其次结合 2008 年-2018 年 10 年价格变动趋势，判断评估基准日价格水平所在区间；最后，分析标的公司销售价格、采购成本变动之间的传导关系，分析报告期内标的公司整体的毛利水平，综合确定标的公司产品的销售单价。标的公司毛利率及销售单价预测如下：

(2) 标的公司毛利率如下表所示：

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	4,732,143.19	6,540,497.51	6,265,099.62	6,385,778.92	6,533,097.42	6,598,119.02	6,640,549.83
营业成本	4,072,355.09	5,523,553.48	5,332,982.75	5,444,278.17	5,562,866.40	5,618,155.08	5,655,395.66
毛利率	13.94%	15.55%	14.88%	14.74%	14.85%	14.85%	14.84%

标的公司 2017 年-2018 年的毛利率呈稳定上升趋势，2018 年毛利率较 2017 年上升了 1.61%，2017 年-2018 年两年平均毛利率为 14.75%，未来预测毛利率维持在 14.74%-14.88%之间，波动区间仅为 0.14%，整体上基本无较大波动。

(3) 标的公司各产品销售价格：

板材：从板材价格指数趋势来看，2018 年价格指数基本处在 2008 年-2018 年 10 年平均水平，平均水平基本在 4300-4700 之间，标的公司板材价格 2018 年为 4661 元，处于行业平均水平区间。故未来预测板材价格与 2018 年基本保持一致，处于平均水平之间。

棒材：标的公司棒材价格 2018 年达到 5210 元，根据 2007 年至 2018 年特

钢综合指数变化情况来看，2018 年钢铁综合价格基本为 2010 年-2018 年 10 年平均价格，故未来棒材与行业趋势基本一致，处于稳定状态，未来预测略微上涨，基本保持不变。

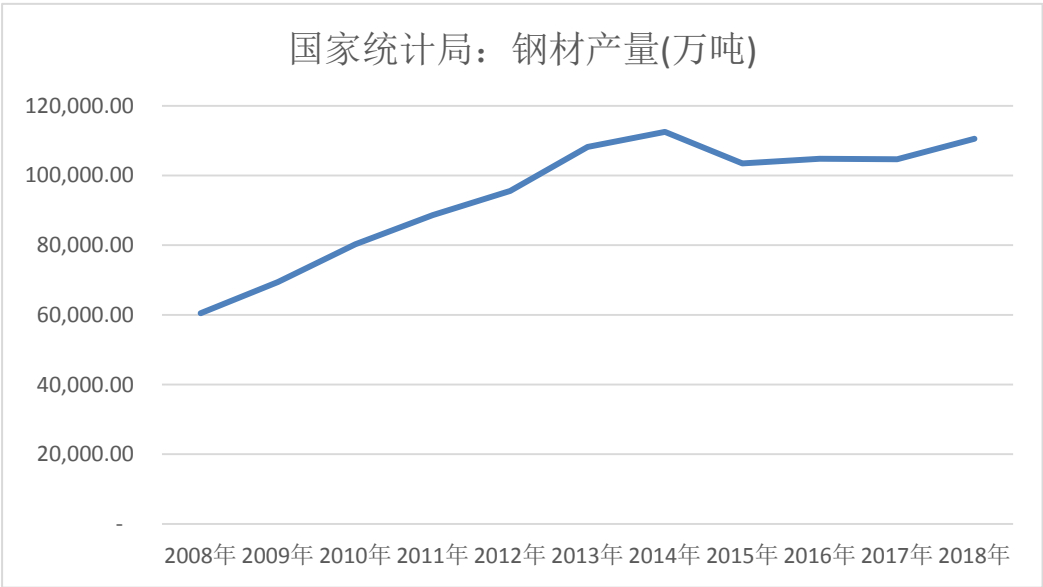
线材：从板材价格指数趋势来看，2018 年价格指数基本处在 2008 年-2018 年 10 年平均水平，平均水平基本在 4200-4600 之间，标的公司线材价格 2018 年达到 4247 元，处于行业 10 年间线材平均价格区间。故未来预测板材价格略微增长，最终不突破平均价格上限。

钢管、坯材：2011 年-2018 年 7 年间钢管价格波动及相对价格指数与钢铁行业 2011 年-2018 年钢铁综合价格指数趋势基本一致，故由此推测，2008 年-2018 年 10 年钢管价格指数与 2008 年-2018 年钢铁综合价格指数变化趋势一致。2018 年钢铁综合价格基本为 2010 年-2018 年 10 年平均价格，由于判断，2018 年钢管价格处于 10 年钢管平均价格水平，故未来预测钢管价格基本保持不变，处于平均价格水平。

（四）预测期各类产品的销量情况及合理性

1、2010 年-2018 年国内钢铁产量情况

2010 年-2018 年我国钢铁产量如下图所示：



数据来源：国家统计局

根据国家统计局数据统计：2008 年-2014 年钢材产量为逐年上涨，2015 钢铁市场突然下跌，为 2013 年-2018 年最低点，2016 年起逐渐回调略显回调，2016 年-2018 年呈小幅上涨态势。

2、标的资产预测期各类产品的销量及合理性

标的资产预测期各类产品的销量如下：

单位：万吨

产品类型	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
板材	155.56	159.92	163.91	166.37	168.04
棒材	347.45	354.46	360.91	364.86	367.53
线材	272.08	273.28	273.89	274.39	274.39
钢管	126.85	128.72	130.31	131.61	132.32
坯材	147.45	151.25	154.67	156.82	158.33
合计	1,049.38	1,067.62	1,083.69	1,094.05	1,100.59

备注：销量统计为抵消前的数据。

鉴于 2016 年至 2018 年由于钢铁市场形势较好，行业经营状况明显改善，尤其是 2018 年，钢铁行业继续实现稳中向好较快发展的一年，突出体现在市场环境明显改善、优势产能充分发挥、企业效益明显改善等方面。基于本次评估基准日为 2018 年底，钢铁行业虽然回暖明显，但未来是否能持续，目前仍存在较大的不确定。因此，本次预测未来销量时，主要考虑两个方面的因素，其一：2018 年钢铁市场为近些年来较为繁盛的一年，钢铁行业竞争越发激烈，未来几年钢铁行业较难超越 2018 年钢铁市场情形；其二：标的公司部分产品应用领域需求略有变化，主要为：①板材应用的建筑行业：2019 基建投资的减少及房地产开发疲软将使我国建筑业需求增速有所放缓，标的公司受市场以及同行加剧竞争的情况下，预测标的公司 2019 年建筑用板材销量略有下降，2020 年及以后年度通过提高产品质量、跟随市场变化，调整产品结构等方式将维持 2019 年水平略有回升且基本保持稳定状态。②棒材应用的汽车行业：据中汽协数据统计，2018 年，中国汽车产销分别完成 2780.9 万辆和 2808.1 万辆，产销量比上年同期分别下降 4.2%和 2.8%。中汽协预计，2019 年汽车销量低于 2018 年，增速为-2.5%—0%之间，零增长或将成为常态。本次 2019 年棒材销量预测根据市场情况及参考中汽协的数据，未来随着市场回暖及标的公司自身产品升级及结构调整，适应行业发

展，2020 年及以后年度在 2019 年呈小幅上涨。③坯材应用的能源行业：标的公司坯材主要用于风电法兰的连铸圆坯销量最大，但近年来连铸圆坯产能严重过剩，市场同质化竞争激烈，总体上讲公司连铸圆坯，利润情况不错，在风电行业竞争较强、产能过剩的情况下依然保持较强竞争力。本次谨慎性预测 2019 年略有下降，2020 年及以后标的公司继续向高端产品发展，预测 2020 年及以后在 2019 年基础上略有回升。

综上分析，标的公司根据自身产品情况、目前市场竞争以及相关下游企业的需求分析，基于谨慎性原则，预计 2019 年的整体销量相比 2018 年会有小幅度下降，2020 年及以后产品小幅增长，主要考虑到 2020 年置换 1500m³ 高炉预计会投产，对原有的产能有一定提升空间；另一方面考虑市场情况不会过于客观，未来销量增幅维持在 0.6%~1.77% 范围内，相对谨慎，具有合理性。

对于预测期的销量，主要参考历史年度的销量情况及不同产品所面临的下游市场综合判断，各类产品分析如下：

（1）板材销量：

建筑行业：2018 年，建筑领域投资在去杠杆基调下明显走弱，对钢铁需求或有负面影响。地产投资、基建投资在政策收紧和去杠杆的大背景下增长较为乏力，从市场整体情况来看，2018 年全年建筑用钢需求量基本维持在上年水平。标的公司钢板目前主要为高层建筑用钢板，市场竞争性较强，在整体市场需求量平稳的状态下略显上升趋势，但是 2019 年房地产调控政策继续延续，使得房地产需求难有起色。基建投资的减少及房地产开发疲软将使我国建筑业需求增速有所放缓。同时，随着建筑行业竞争的加剧，将使多数建筑业相关企业的盈利水平承受巨大压力。标的公司受市场以及同行加剧竞争的情况下，预测 2019 年钢板销量略有下降，2020 年及以后年度通过提高产品质量、跟随市场变化，调整产品结构等方式将维持 2019 年水平略有回升且基本保持稳定状态。

（2）棒材销量：

汽车行业：2018 年，汽车产销分别完成 2780.9 万辆和 2808.1 万辆，产销量比上年同期分别下降 4.2% 和 2.8%。中汽协预计，2019 年汽车销量低于 2018 年，

增速为-2.5%—0%之间，零增长或将成为常态。本次 2019 年棒材销量预测根据市场情况及参考中汽协的数据，未来随着市场回暖及标的公司自身产品升级及结构调整，适应行业发展，2020 年及以后在 2019 年呈小幅上涨。

轴承行业：2018 年公司棒材品种在轴承行业处于市场领先地位，且在高端轴承钢市场份额排名第一，但由于汽车行业销量将大幅减少，对汽车轴承也会形成一定的冲击，因此预测 2019 年公司轴承钢销量有所下降。但目前公司已通过高铁轴承的认证，预测 2020 年高铁轴承量产后销量会有小幅增加，未来年度基本保持 2020 年水平。

（3）线材销量：

紧固件行业：紧固件广泛应用各种机械、设备、建筑、结构、工具及仪器仪表等领域，与装备制造业的发展紧密相关。随着 2019 年我国经济不确定性，紧固件行业需求可能随之下降，故 2019 年预测略显下降；但标的公司相关紧固件行业用线材正在转型中，产品质量趋于高端，产品的成本上优势较大，产品竞争力较强，2020 年及以后谨慎性预测小幅增长，未来最大销量不超过 2018 年水平。

（4）钢管销量：

石化行业：受益于供给侧改革，自 2016 年底以来石化业复苏势头强劲，成为中国制造业周期性复苏的龙头板块，2017 年全行业利润总额 8,462 亿元，2018 年一举突破 9,000 亿元大关，创历史新高。2019 年石化业景气度回落，预测 2019 年钢管销量略显下降，但石化行业战略支柱行业性质不会改变，国家战略投资力度大，行业整体稳中有进，故未来预测用钢量呈小幅增长趋势。

（5）坯材销量：

能源行业：2018 年公司坯料主要应用在风电行业，其中用于风电法兰的连铸圆坯销量最大，但连铸圆坯产能严重过剩，市场同质化竞争激烈。2019 年连铸圆坯产能依旧庞大、竞争依旧，加之公司连铸圆坯在中高端市场具有引领作用。总体上讲公司连铸圆坯 2019 年在风电行业竞争较强、产能过剩的情况下依然保持较强竞争力，本次谨慎性预测 2019 年略有下降，但标的公司继续向高端产品发展，2020 年及以后在 2019 年基础上略有上升。

（六）核查意见

评估师核查后认为：标的公司未来产品销量符合行业以及企业自身发展，产品单价符合市场情况，收入预测较为合理。

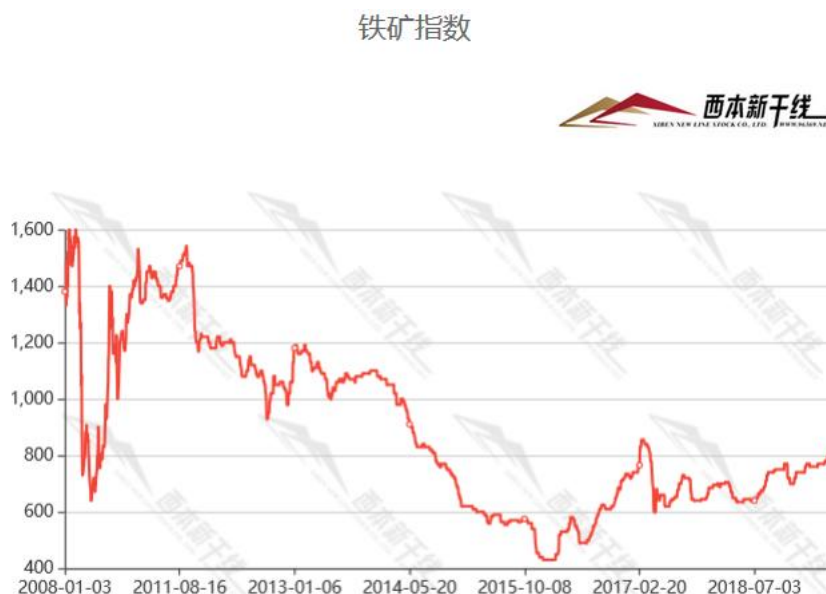
三、《通知书》第 15 个问题：“申请文件显示，兴澄特钢主要材料为矿砂、球团矿、煤、废钢、合金等，预测参考近年平均价格变化情况预测。请你公司结合近年以来主要材料价格变化情况，补充披露采用平均价格的合理性，请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、近年以来主要材料市场价格变化情况

（一）2008 年-2018 年铁矿石价格指数变动情况

2008 年-2018 年铁矿石价格指数变动情况如下图所示：



2008 年-2018 年铁矿石价格指数较为波动，波动趋势与钢铁价格指数基本一致。2018 年铁矿石价格整体陷入区间内震荡，全年可以分为四个阶段，一季度末钢厂需求不佳，国产矿随进口矿价格大幅下跌；二季度需求持续回暖，河北、华东部分地区矿山铁精粉价格有小幅回升；第三季度受到钢厂高利润的影响，高品、低铝精粉价格迅速攀升；四季度中 11 月份出现较大回落，受河北等地区限产不及预期的影响，钢材价格大幅下跌，钢厂利润收窄，高品位矿带头下跌，铁

精粉价格同样呈现大幅下跌，但 12 月份随着年前钢厂补库需要，铁矿石价格止跌回升。从 2008 年-2018 年铁矿石价格指数来看，2018 年价格指数略处于 10 年平均价格水平之下，逐渐向平均价格水平靠近。

（二）废钢 2008 年-2018 年价格趋势

2008 年-2018 年，废钢价格趋势如下图所示：

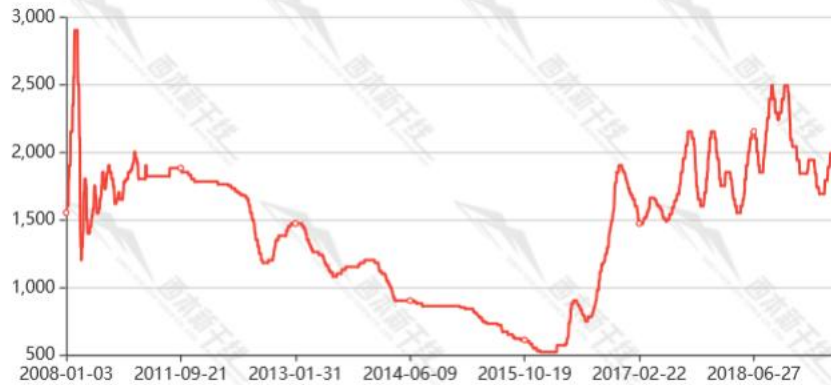


2008 年-2018 年废钢价格较为波动，波动趋势与钢铁价格趋势基本一致，总的来看，2018 年国内废钢价格较 2017 年有大幅增长，主要因为 2018 年新建电弧炉增多，在全年成品材高位运行的状态下，刺激了钢厂提高废钢入炉比例的积极性，废钢需求持续上升。从 2008 年-2018 年废钢价格指数来看，2018 年废钢价格指数基本处于 10 年平均价格水平区间小幅波动。

（三）焦炭 2008 年-2018 年价格趋势

2008 年-2018 年，焦炭价格指数变动趋势如下表所示：

焦炭指数



2008年-2018年焦炭价格波动较为明显，波动趋势与钢铁价格趋势基本一致。近期来看，2015年处于低峰，2016年起逐渐回升，从2008年-2018年10年焦炭价格指数来看，2018年在焦炭价格指数基本在2008年-2018年平均价格指数区间内波动。

（二）主要材料采购价格情况及合理性

（一）标的公司主要原材料采购单价预测

预测期内标的公司主要原材料采购单价如下表所示：

单位：元/吨

原材料	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
铁矿石	642.55	643.99	645.44	645.44	645.44	645.44
废钢	2,003.14	2,033.19	2,037.26	2,037.26	2,037.26	2,037.26
焦煤	1,609.80	1,644.17	1,685.70	1,685.97	1,686.35	1,686.92
合金	17,988.35	18,168.23	18,349.91	18,349.91	18,349.91	18,349.91

备注：焦炭数据为主焦煤、1/3焦煤、肥煤、瘦煤、辅助材料、人工、燃料以及其他费用构成。

本次评估参考标的公司2018年主要原材料采购单价，通过各类钢产品总成本、总销量及各原材料的总耗用量，得出本年度各类原材料的平均单耗（吨钢耗用）及平均单价数据，将其与市场价格进行对比分析，通过市场价反向验证计算出的平均单价符合各原材料价格指数。然后参考近年来各材料的价格指数及钢铁价格指数、各产品2018年计算出的平均单耗及单价以及各钢材产品的销售单价

综合确定各材料单价。其中分项预测如下：

铁矿石：标的公司 2018 年铁矿石平均采购单价为 642.55 元/吨，根据西本新干线统计数据显示：2008 年-2018 年 10 年间铁矿石平均价格指数在 600-700 元/吨之间，2018 年铁矿石价格指数基本处在 10 年间平均价格区间。故本次预测根据钢铁销售单价在 2018 年水平略微上涨的传导机制，铁矿石价格相应略微上涨，但均处于平均价格水平区间。

废钢：据我的钢铁网数据显示 2008 年-2018 年废钢平均价基本在 2000-2400 元/吨之间。2018 年废钢价格基本保持在 10 年间平均价格水平，标的公司 2018 年废钢平均采购单价为 2,003.14 元/吨，与市场平均价格基本一致。故本次预测根据钢铁销售单价在 2018 年水平略微上涨的传导机制，废钢价格相应略微上涨，无较大波动，处于平均价格水平区间，保持与市场均价相近。

焦炭：标的公司 2018 年焦炭价格为 1,609.80 元/吨，根据西本新干线数据显示 2008 年-2018 年 10 年间平均价格维持在 1500-1800 元/吨之间。标的公司焦炭价格基本处于平均价格水平之间，由于本次预测钢铁销售单价在 2018 年水平略微上涨，根据传导机制，其钢铁对应主要原材料也略微上涨，但是考虑到市场变化趋势，评估谨慎性考虑未来、预测略微增长，最终不突破平均价格高线。

合金：标的公司 2018 年合金平均采购单价为 17,988.35 元/吨，由于标的公司产品较多，合金种类繁多，本次通过加权计算出合金的历史单价。本次预测钢铁销售单价在 2018 年水平略微上涨，根据传导机制，其主要原材料也略微上涨，故未来合金采购单价呈小幅上升趋势。

（三）核查意见

评估师核查后认为：本次评估通过分析 2018 年原材料采购单价处于 10 年间平均价格区间内，对比标的公司 2018 年水平以及考虑钢材产品的未来预测单价，综合确定原材料未来采购单价较为合理。

四、《通知书》第 16 个问题：“申请文件显示，标的资产 2020 年以后可以预期的重大技改及环保投资将逐渐减少，并仅维持对现有资产的更新，因此资本性支出不断下降。请你公司 1)补充披露标的资产目前产能利用率情况 2)结合

产能利用率、固定资产剩余使用年限情况，补充披露未来资本性支出的充分性及合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见”。

答复：

一、标的资产目前产能利用率情况

标的公司当前产能利用率情况如下表所示：

单位：万吨

项目	2019 年一季度		
	产能（全年）	实际产量（2019 年一季度）	产能利用率
炼钢	1,242	309.53	99.69%

注：标的公司当前的产能利用率为根据标的公司一季度数据年化所得。

二、产能利用率、固定资产剩余使用年限及预测期资本性支出的充分性及合理性

（一）标的公司产能利用率

兴澄特钢可生产 3,000 多品种、5,000 多个种规格的特殊钢材，报告期内公司根据市场需求、订单情况灵活组织不同种类钢材的生产活动。报告期内，标的公司基于现有设备的炼钢产能及产量情况如下表所示：

单位：万吨

项目	2018 年度			2017 年度		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
炼钢	1,242	1,152	92.75%	1,090	930	85.32%

注：1. 上述产能依据已建成装备，不考虑未建成、已拆除的设备及产能；

2. 2017 年产能依据现有装备并根据工信部下发的《工业和信息化部关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》（工信部产业[2015] 127 号）计算；

3. 2018 年产能依据现有装备并根据工信部下发的《关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》（工信部原[2017] 337 号）计算；

4. 标的公司于 2017 年 5 月 31 日取得青岛特钢控制权，2017 年度青岛特钢实际产量统计口径为 6-12 月。

预测期的产能及利用率情况如下：

单位：万吨

时间	指标	基准日 产能	预测期销量 (抵消前)	预测期销量 (抵消后)	折算为产量	产能利用率
----	----	-----------	----------------	----------------	-------	-------

时间	指标	基准日 产能	预测期销量 (抵消前)	预测期销量 (抵消后)	折算为产量	产能利用率
2019 年	炼钢	1,242	1,049	946.49	1,006.90	81%
2020 年	炼钢	1,242	1,068	962.94	1,024.41	82%
2021 年	炼钢	1,242	1,084	977.44	1,039.83	84%
202 年	炼钢	1,242	1,094	986.78	1,049.77	85%
2023 年	炼钢	1,242	1,101	992.68	1,056.04	85%

备注：产能依据工信部印发《钢铁行业产能置换实施办法》测算，工信部通常每年度下发一份产能换算表，需要根据产能换算表与企业装备进行对比计算，因而上表中的基准日产能是一个相对数，不是预测期当年的绝对数，可能存在一定差异；抵消后销量按照 2018 年抵消后销量和抵消前销量比例测算；销量折算为产量指标参考标的公司的历史出材率为 0.94 折算。

从上表分析，本次预测期的钢材产量主要考虑几方面的因素：其一：2018 年钢铁市场为近些年来较为繁盛的一年，钢铁行业竞争越发激烈，未来几年钢铁行业较难超越 2018 年钢铁市场情形；其二：标的公司部分产品的应用领域略显下降趋势；其三，2018 年度产能利用率提升较高，主要与 2018 年的市场环境有关，标的公司推迟了部分设备检修、维护时间。但是该因素并不会持续发生，故在 2019 年及 2020 年适当考虑设备维护、检修等影响。

综上分析，标的公司根据自身产品情况、目前市场竞争以及相关下游企业的需求分析，基于谨慎性原则，整个预测期的产能利用率均维持在 81%~85% 以内，具有合理性。

（2）固定资产剩余使用年限

根据江阴兴澄特种钢铁有限公司（合并）的数据及会计折旧年限分析，不同类别资产的剩余年限情况如下：

金额单位：万元、年

序号	固定资产类别	账面原值	账面净值	账面价值	净值占 原值比 例	账面价值 占原值比 例	主要资 产折旧 年限	基准日折 算类别资 产剩余折 旧年限	剩余年 限占比
1	房屋建筑物	1,567,269.67	1,293,430.50	1,247,080.98	82.53%	79.57%	30	24.76	82.53%
2	机器设备	3,163,761.22	1,898,117.56	1,764,324.19	60.00%	55.77%	15	9.00	60.00%
3	运输及办公设备	190,464.49	78,302.02	72,320.58	41.11%	37.97%	5	2.06	41.20%

备注：若不考虑固定资产减值因素，折算为房屋建筑物剩余年限为 24.76 年，机器设备剩余年限为 9.00 年，运输及办公设备剩余年限为 2.06 年。

从上表分析，截止评估基准日标的公司房屋建筑类会计折旧年限为 30 年，折算后资产剩余年限约为 23.87 年，剩余年限占会计折旧年限的比例约 80%；若

不考虑房屋建筑物减值准备金额，折算为房屋建筑物剩余年限为 24.76 年，剩余年限占会计折旧年限的比例约 83%；说明房屋建筑物类资产的整体成新率高，短期内无需重大的资本性支出；

机器设备会计折旧年限为 15 年，折算后资产剩余年限约为 8.37 年，剩余年限占会计折旧年限的比例约 56%；若不考虑机器设备减值准备金额，折算为机器设备剩余年限为 9.00 年，剩余年限占会计折旧年限的比例约 60%；说明机器设备资产的整体成新率较高，通过设备的使用、磨合，这个阶段的机器设备状态处于一个较好的时段内，短期内无需重大的新增性资本性支出，除非是技改或改造性投入，以进一步改善设备的性能及效率等；

运输及办公设备会计折旧年限为 5 年，折算后资产剩余年限约为 1.90 年，剩余年限占会计折旧年限的比例约 38%；若不考虑机器设备减值准备金额，折算为机器设备剩余年限为 2.06 年，剩余年限占会计折旧年限的比例约 41%；说明运输及办公设备资产的整体成新率偏低。通常运输设备及办公设备的实际使用年限远高于 5 年，一般企业不会在计提完折旧后就立即更新，也就是说实际更新时间远高于 5 年，所以短期内无需较大的资本性支出，而是逐步进行更新且金额不会较大。

针对标的公司的实际情况，评估基准日的公司已对部分机器设备进行技改或更新投资，预测期 2019 年资本性支出为 286,089.75 万元，主要为机器设备投资，该投资投入后可提升整体设备成新率约 3.32%，2020 年资本性支出的金额为 135,576.14 万元，主要为机器设备投资，该投资投入后可提升整体设备成新率约 1.64%。这两年资本性支出累计投入可提升机器设备整体成新率约 4.96%，使机器设备的整体成新率提升到 65%左右。上述资金投资完毕后，已较好提升现有机器设备的使用性能和使用状态，提升或延长机器设备的实际使用年限。这个阶段的机器设备状态处于一个较好的时段内，短期内无需重大的资本性支出，已满足标的公司预测期生产规模对应的需求。

（三）未来资本性支出的合理性

江阴兴澄特种钢铁有限公司预测期资本性支出情况如下：

单位：万元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
资本性支出	286,089.75	135,576.14	83,685.88	81,744.58	77,443.63

评估师在分析资本性支出时主要考虑评估基准日在建工程继续投资以及未来对原有资产的更新及改造几个方面。2019 年及 2020 年资本性支出主要为标的公司及下属子公司评估基准日账面在建工程的后续投资金额。

各单位评估基准日在建工程如下：

江阴兴澄特种钢铁有限公司评估基准日在建工程约 38 项，其中：概算金额较大的有四项，分别为钢渣综合利用改造项目、淘汰落后产能烧结系统升级改造项目、1500m³ 高炉建设项目、棒材深加工项目，剩余其他项为环保治理改造项目、设备生产线技改项目等。上述技改及大修项目后续将有大量的资金支出，预计金额约 131,155.28 万元。

特种钢管评估基准日在建工程约 7 项，大部分为大修和技改项目，上述技改及大修项目后续将有较大的资金支出，预计金额约 2,925.31 万元。

特种材料评估基准日在建工程约 14 项，大部分为技改、环保工程及大修项目，上述项目后续将有较大的资金支出，预计金额约 79,186.85 万元。

青岛特钢评估基准日在建工程约 28 项，主要为产品升级项目、技改工程、环保工程等，上述项目后续将有较大的资金支出，预计金额约 85,896.70 万元。

泰富特钢悬架评估基准日在建工程约 19 项，主要为生产线改造、设备升级等，上述项目后续将继续会有资金支出，预计金额为 1,791.93 万元。

铜陵泰富特种材料有限公司评估基准日在建工程约 16 项，主要为改造项目，上述项目后续将继续会有资金支出，预计金额约 2,300.74 万元。

扬州泰富特种材料有限公司主要为 2019 年应补交土地出让金约 2,043.6 万元。

另外，结合本次评估基准日标的公司固定资产的整体成新度状况分析，房屋建筑物的整体成新度约为 83%，机器设备的整体成新度约为 60%，运输及办公设备的整体成新度约为 41%，在保持预测期收入规模的前提下，通常不需要重大的资本性需求。

综上所述，2019 年-2020 年资本性支出金额分别为 286,089.75 万元、135,576.14 万元，其中，升级改造类在建项目资本性支出大约为 7 亿元和 1 亿元，现有固定资产更新约为 5.7 亿元和 4.5 亿元，剩余项目大多为新增类在建工程资本性支出。通过相关财务数据以及与企业核实了解到标的公司及下属子公司 2017-2018 年由于技改、大修以及环保问题，致使近几年的升级改造、维护类投入资金较多。随着上述在建项目的陆续完工，2020 年及以后可预期内的重大技改及相关环保投资将会逐步减少，每年基本保持现有资产更新的投资状态。通过对现有资产的更新测算分析，2021 年及以后现有资产更新金额维持约每年 7-8 个亿左右较为合适，与企业实际情况基本吻合，具有合理性。

（四）核查意见

评估师核查后认为：未来资本性支出主要考虑现有在建工程继续投资以及未来对原有资产的更新及改造几个方面进行。2019 年及 2020 年资本性支出较大，主要是为根据各企业现有项目的投资计划或进度进行测算，在建工程工期大部分约 2-3 年，江阴兴澄特种钢铁有限公司及下属子公司基准日账面在建工程主要集中在 2018 年至 2020 年，致使 2019 年的投资金额也比较大，2020 年下降主要是因为现有或可合理预期的在建工程逐渐完工或已经完工，后续支出也会随之减少。2021 年及以后主要考虑为维持正常生产经营对现有资产的更新投资，保证企业能够维持现有的生产经营需要。通过对现有资产的更新测算分析，2021 年及以后现有资产更新金额维持约每年 7-8 个亿左右较为合适，与企业实际情况基本吻合，具有合理性。

五、《通知书》第 17 个问题：“申请文件显示，标的资产分别在 2017 年、2018 年、2019 年享受 15% 的企业所得税税收优惠。请你公司补充披露若后续无法继续享受相应的税收优惠政策，对其盈利水平及评估值的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见”。

答复：

一、评估基准日，标的公司高新技术企业证书情况

评估基准日，标的公司持有《高新技术企业证书》（证书编号 GR201732001626），证书颁发时间为 2017 年 11 月 17 日，有效期叁年。

据此，标的公司分别在 2017 年度、2018 年度、2019 年度享受 15%的企业所得税税收优惠政策。

二、历史年度，标的公司高新技术企业证书获得情况

2008 年 10 月 21 日，标的公司获得了由江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局、江苏省地方税务局颁发《高新技术企业证书》(证书编号为 GR200832000462)，有效期为叁年；

2011 年，标的公司重新申请高新技术企业证书。2011 年 9 月 30 日，标的公司取得新颁发的《高新技术企业证书》(证书编号为 GF201132000692)，有效期为叁年；

2014 年，标的公司重新申请高新技术企业证书。2014 年 6 月 30 日，标的公司取得新颁发的《高新技术企业证书》(证书编号为 GR201432000349)，有效期为叁年；

2017 年，标的公司重新申请高新技术企业证书。2017 年 11 月 17 日，标的公司取得新颁发的《高新技术企业证书》(证书编号为 GR201732001626)，有效期为叁年。

三、到期后继续获得证书的难易程度

根据《高新技术企业认定管理办法》的规定，高新技术企业资格自颁发证书之日起有效期为叁年，企业应在期满前三个月内提出复审申请，不提出复审申请或复审不合格的，其高新技术企业资格到期自动失效；通过复审的高新技术企业资格有效期为叁年，期满后，企业再次提出认定申请的，按初次认定办理。根据该规定，标的公司应在《高新技术企业证书》有效期届满（即应于 2020 年 8 月）前三个月提出复审申请。

高新技术企业税收优惠是根据《中华人民共和国企业所得税法》规定企业可以享受的税收优惠，其符合税收法定原则，不属于《国务院关于清理规范税收等优惠政策的通知》规定的清理范围。因此，在可预期未来，高新技术企业税收优惠的可持续性不存在实质性障碍。

四、本次预测期内所得税率均按照 15%进行预测的原因及合理性

经比照核对《高新技术企业认定管理办法》规定的认定条件，在高新技术企业的认定条件不发生重大变更的情况下，预测期标的公司企业所得税率按照 15% 进行预测，主要原因如下：

1、标的公司一直坚持自主研发并对其主要产品的核心技术拥有自主知识产权。截至评估基准日，标的公司合法拥有专利 419 项、著作权 2 项，258 项国内外注册商标。公司仍在持续进行专利及著作权研发和申请；

2、标的公司一直持续进行研究开发活动，历史年度及预测期的研发费用投入均比较大。其中预测期（2019 年至 2023 年）的研发费用金额分别为 209,067.06 万元、214,986.46 万元、212,708.38 万元、210,409.26 万元和 210,183.22 万元，占预测期（2019 年至 2023 年）营业收入的比例分别为 3.34%、3.37%、3.26%、3.19%和 3.17%；根据《高新技术企业认定管理办法》规定，销售收入为 5000 万-2 亿元的企业，比例定为 4%；销售收入为 2 亿元以上的企业，比例定为 3%。本次标的公司预测期的研发费用投入比例均高于高新技术企业认定管理办法的规定要求；

3、标的公司近些年在研究开发组织管理方面严格进行投入核算，特别是加强研发人员和投入的核算，加大研发力度的投入，建立健全了投入核算体系。

经比对分析，标的公司在整个预期持续符合国家关于高新技术企业认定的相关标准，在理论上可以继续享受高新技术企业税收优惠。因此，在可预期未来，高新技术企业税收优惠的可持续性不存在实质性障碍，本次评估预测期按照 15% 税率进行预测是合理的。

五、若后续无法继续享受相应的税收优惠政策对盈利能力及估值的影响

如国家关于高新技术企业认定及税收优惠的政策取消或调整，或由于标的公司未按规定时间提出复审申请或复审不合格，可能无法继续享受相应的税收优惠政策，从而对其盈利水平造成一定不利影响。考虑到标的公司现有的《高新技术企业证书》有效期是 2019 年，假设自 2020 年起标的公司所得税率恢复至 25%，以此测算所得税对标的公司未来年度的净利润的影响，具体如下表所示：

单位：万元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
标的公司所得税率	15%	15%	15%	15%	15%
净利润 1	334,325.68	332,305.42	339,329.44	346,933.82	350,207.33
标的公司所得税率	15%	25%	25%	25%	25%
净利润 2	334,325.68	318,693.88	324,445.68	331,404.74	334,385.73
净利润差异	-	-13,611.54	-14,883.77	-15,529.08	-15,821.60
差异率	-	-4.10%	-4.39%	-4.48%	-4.52%

另外，若假设 2020 年起标的公司的所得税率恢复至 25%，则相应的会影响到 2020 年及之后年度的折现率，税率的上升会使得折现率整体有所下降。若江阴兴澄特种钢铁有限公司于本次高新技术企业到期后无法继续享受相应的税收优惠政策，则对估值的影响约为 5.24%。具体数据如下：

单位：万元

内 容	2019 年至永续所得税率为 1	2020 年至永续所得税率 25%	差异率
评估值	2,679,698.81	2,539,211.98	5.24%

（六）核查意见

评估师核查后认为，标的公司从 2008 年 10 月获得高新技术企业证书开始，截止目前高新技术证书仍在有效期内。根据相关规定，2017 年度、2018 年度、2019 年度标的公司享受 15%的企业所得税税收优惠政策。若标的公司于本次高新技术企业到期后无法继续享受相应的税收优惠政策，则对预测期净利润的影响介于 4.10%~4.52%之间，对评估值的影响约为 5.24%。

六、《通知书》第 18 个问题：“申请文件显示，标的资产 1)以 2018 年 1 月 31 日为基准日，员工持股平台增资入股，净资产评估值为 1,342,050.48 0 2) 以 2018 年 3 月 29 日为基准日，兴澄特钢收到了母公司泰富投资的增资款，金额为人民币 450,834.27 万元。请你公司补充披露 1) 2018 年 1 月 31 日，员工持股平台增资入股和本次交易作价之间存在较大差异的具体原因及合理性，该次增资是否构成股份支付，公司是否确认相关的股份支付费用及具体依据。2) 2018 年 3 月 29 日增资的交易作价情况。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见”。

答复：

一、2018年1月31日，员工持股平台增资入股和本次交易作价之间存在较大差异的具体原因及合理性，该次增资是否构成股份支付，公司是否确认相关的股份支付费用及具体依据。

（一）前次员工持股平台增资与本次交易作价的依据

2018年6月26日，江阴信泰、江阴冶泰、江阴扬泰、江阴青泰、江阴信富五家合伙企业合计出资人民币193,653.86万元（折合成美元29,725.96万元，其中18,424.33万美元为计入实收资本）对标的公司进行增资，增资完成后，上述合伙企业合计持有标的公司10%股权。本次增资作价依据为银信资产评估有限公司出具的以2018年1月31日为基准日的银信评报字（2018）沪第0329号《资产评估报告》，根据该报告，本次增资前，标的公司全部股东权益的经期后调整后评估值为1,742,884.74万元，本次增资完成后，对应的估值为1,936,538.60万元。

本次交易为上市公司向泰富投资及江阴信泰、江阴冶泰、江阴扬泰、江阴青泰、江阴信富发行股份购买标的公司86.50%股权。本次交易的作价依据为中企华出具的以2018年12月31日为评估基准日的中企华评报字[2019]第1026-01号《资产评估报告》，根据该报告，标的公司100%股东权益的评估值为2,679,698.81万元，本次交易作价为2,317,939.47万元。

（二）前次员工增资与本次交易之间作价的差异及合理性

前次增资与本次交易均依据了经国资备案的《资产评估报告》作为定价依据。两次评估的差异情况如下：

单位：万元

	前次增资		本次交易	差异
	期后调整前	期后调整后		
标的公司100%股权评估值	1,342,050.48	1,742,884.74	2,679,698.81	936,814.07

2018年1月31日与2018年12月31日评估基准日评估报告均已经有权国资监管机构审核，并完成备案。前述两次评估存在一定差异具有其合理性：1、标的公司的资产状况发生了较大变化；2、两次评估选用的评估方法不同；3、标的公司的盈利能力大幅增长。具体如下所示：

1、标的公司的资产状况发生了较大变化

员工持股平台增资入股的评估基准日为 2018 年 1 月 31 日，本次交易选取的评估基准日为 2018 年 12 月 31 日。两次评估期间标的公司通过资产整合与经营净利润积累增加了净资产，评估数据已发生明显变化，具体如下：

单位：万元

资产规模水平	2018/12/31	2018/1/31	变化率
总资产	6,251,316.21	6,123,857.53	2.08%
净资产	1,945,131.45	1,229,114.94	58.25%

不同评估基准日间标的公司的资产状况变化的主要原因为：（1）股东增资增厚净资产；（2）公司经营导致净资产增厚。

（1）股东增资增厚净资产

自员工持股平台增资入股的评估基准日 2018 年 1 月 31 日至本次交易评估作价基准日 2018 年 12 月 31 日，共发生了两次股东增资：1）2018 年 3 月兴澄特钢收到当时单一股东泰富投资的增资款共计 450,834.27 万元；2）2018 年 6 月江阴信泰、江阴冶泰、江阴扬泰、江阴青泰、江阴信富共计向标的公司增资 193,653.86 万元。前述两次增资合计为 644,488.13 万元。

（2）经营导致净资产增厚

自员工持股平台增资入股的评估基准日 2018 年 1 月 31 日至本次交易评估作价基准日 2018 年 12 月 31 日，标的公司经营导致净资产增厚约 364,713.67 万元。根据普华永道中天会计师事务所分别出具的基准日为 2018 年 1 月 31 日和 2018 年 12 月 31 日的《审计报告》，标的公司合并口径 2018 年 1 月及 2018 年全年累计净利润分别为 27,484.62 万元和 392,198.29 万元，据此推算标的公司 2018 年 2-12 月累计净利润约为 364,713.67 万元。

2、两次评估结果选用的评估方法不同

本次资产评估采用收益法作为资产评估结果，前次员工增资入股采用资产基础法作为资产评估结果，不同的评估方法得出的结果存在一定差异具有其合理性。

（1）不同评估方法差异的合理性

资产基础法是在持续经营基础上，以重置各项生产要素为假设前提，根据要素资产的具体情况采用适宜的方法分别评定估算企业各项要素资产的价值并累加求和，再扣减相关负债评估价值，得出资产基础法下股东全部权益的评估价值，反映的是企业基于现有资产的重置价值。

本次交易评估采用资产基础法和收益法对兴澄特钢股东全部权益价值进行评估，采用收益法评估结果作为最终评估结论。收益法是从企业未来发展的角度，通过合理预测企业未来收益及其对应的风险，综合评估企业股东全部权益价值，在评估时，不仅考虑了各分项资产是否在企业中得到合理和充分利用、组合在一起时是否发挥了其应有的贡献等因素对企业股东全部权益价值的影响，同时也考虑了行业竞争力、企业的管理水平、人力资源、要素协同作用等资产基础法无法考虑的因素对股东全部权益价值的影响。由于采用的评估方法的不同，所以两次评估结论出现差异，是合理的。

（2）本次评估采用收益法评估结果的原因

1) 资产基础法是从资产的再取得途径考虑的，反映的是企业现有资产的重置价值；收益法是从企业的未来获利能力角度考虑的，反映了企业各项资产的综合获利能力，包括积累的客户关系、业务渠道、生产技术和工艺、管理层团队、商誉等综合因素在内。

江阴兴澄特种钢铁有限公司是我国目前单体规模最大的特钢产业基地和中国特钢技术引领企业，经过二十多年的发展，现已成为中国特钢行业中的龙头企业。被评估单位在特钢行业中具有较高的知名度，为客户提供不同规格型号的产品，主要产品包括轴承钢、齿轮钢、弹簧钢、系泊链钢、帘线钢、易切削非调质钢、连铸合金大圆坯、特厚钢板、容器钢、管线钢、高强耐磨钢等，其产品广泛应用于石油化工、工程机械、汽车用钢、高速铁路、海洋工程、风力发电、新能源等行业，目前公司发展趋势相对较好。本次评估基于被评估单位历史年度的经营业绩为基础，并结合公司在手订单及业务发展趋势，对未来的收益进行了合理估计，收益法能更好的真正体现出标的公司的价值所在，故本次评估结论选用收益法。

2) 两次评估基准日间标的公司并入了多家子公司。截至前次评估基准日

(2018 年 1 月 31 日)，部分企业没有在兴澄特钢控制下完整会计年度的经营记录，未来收益和风险较难预测及量化，因此综合考虑后，该次采用资产基础法和市场法进行评估，并选取资产基础法评估结果作为评估结论。而截至本次评估基准日，新并入兴澄特钢子公司在其经营管理下具备了较长时间的稳定经营记录，对其未来收益可以进行合理预测，具备了以收益法进行评估的基础，因此采用收益法对标的公司全部股东权益进行评估。

2017、2018 年，中信集团对特钢板块架构进行内部整合，并进行了集团外部特钢资产收购。兴澄特钢 2017、2018 年度新并入子公司情况如下：

公司名称	持股比例		整合时间
	直接	间接	
青岛特钢	100%	-	2017 年 10 月
青岛帅潮（已剥离）	-	60%	
济南帅潮	-	100%	
成都帅潮	-	100%	
青岛特钢国际贸易控股有限公司	-	100%	
青岛特钢销售有限公司	-	100%	
青钢房地产（已剥离）	-	100%	
青岛琅琊台龙海湾置业有限公司（已剥离）	-	51%	
青岛钢铁进出口有限公司	-	100%	
润亿丰泰国际有限公司	-	100%	
润亿丰泰(新加坡)有限公司	-	100%	
江阴泰富兴澄特种材料有限公司	100%	-	2017 年 12 月
无锡兴澄特种材料有限公司	100%	-	
江阴兴澄合金材料有限公司	100%	-	
江阴澄东炉料有限公司	100%	-	
江阴兴澄金属制品有限公司	100%	-	
江阴兴澄储运有限公司	100%	-	
江阴兴澄港务有限公司	-	90%	
江阴泰富兴澄工业气体有限公司	100%	-	
扬州泰富特种材料有限公司	100%	-	
扬州泰富港务有限公司	100%	-	
铜陵泰富特种材料有限公司	100%	-	

公司名称	持股比例		整合时间
	直接	间接	
铜陵新亚星港务有限公司	100%	-	
铜陵新亚星能源有限公司	100%	-	
中信泰富特钢有限公司	100%	-	
中信泰富特钢经贸有限公司	-	100%	
中信特种材料技术(上海)有限公司	-	100%	
湖北新冶钢特种钢管有限公司	100%	-	
湖北中特新化能科技有限公司	100%	-	
黄石中特国贸有限公司	-	100%	
湖北新冶钢特种材料有限公司	100%	-	2018 年 1 月
湖北新冶钢汽车零部件有限公司	80%	-	
江苏锡钢集团有限公司	100%	-	2018 年 6 月
无锡西姆莱斯特特种钢管有限公司（注销中）	-	100%	
靖江特殊钢有限公司	100%	-	
富奕有限公司（注销中）	-	100%	
华菱靖江管加工有限公司（已注销）	-	100%	
泰富特钢靖江港务有限公司	100%	-	
华菱靖江置业有限公司（已注销）	-	100%	
润亿能源	-	100%	2018 年 11 日

3、标的公司的盈利能力大幅增长

2015 年以来，国家大力推进供给侧结构性改革的决策部署，2017 年，钢铁行业供给侧结构性改革在各方面都取得较大成就，钢材价格上涨，钢铁行业上市公司盈利能力回升。特钢行业相对于普钢行业利润增长具有滞后性，行业上市公司整理利润业绩增长于 2018 年释放。可比上市公司 2018 年净利润同比大幅增长（剔除两期均亏损企业），同期标的公司盈利水平也有同趋势变动。

自 2018 年 1 月 31 日评估基准日评估报告出具日至本次交易评估报告出具日，标的公司并入资产在兴澄特钢管理下经历了一段时间的生产经营，其盈利状况有所改善。标的公司各业务板块之间的协同效应开始显现，进一步增强了标的公司的盈利能力及市场竞争力。

综上，自 2018 年 1 月 31 日至 2018 年 12 月 31 日，标的公司的盈利能力大

幅增长，具体如下：

单位：万元

收入利润水平	2018 年度	2017 年度	增幅
营业收入	6,540,497.51	4,732,143.19	38.21%
净利润	392,198.29	139,211.61	181.73%
加权平均净资产收益率	21.28%	7.06%	14.22%
净利率	6.00%	2.94%	3.06%
毛利率	15.55%	13.94%	1.61%

注：1 营业收入、净利润增幅=（2018 年指标-2017 年指标）/2017 年指标*100%

2 加权平均净资产收益率、净利率、毛利率增幅=2018 年指标-2017 年指标

鉴于标的公司的盈利能力同比大幅增长，本次交易作价与前次员工持股平台增资入股前有所差异是合理的。

（三）该次增资不构成股份支付，标的公司无需就本次增资确认股份支付费用

根据《企业会计准则——第 11 号股份支付》，股份支付是指企业为获取职工和其他方提供服务而授予权益工具或者承担以权益工具为基础确定的负债的交易。股份支付分为以权益结算的股份支付和以现金结算的股份支付。以权益结算的股份支付，是指企业为获取服务以股份或其他权益工具作为对价进行结算的交易。以现金结算的股份支付，是指企业为获取服务承担以股份或其他权益工具为基础计算确定的交付现金或者其他资产义务的交易。以权益结算的股份支付换取职工提供服务的，应当以授予职工权益工具的公允价值计量。

根据前述规定，股份支付具有以下特征：1、股份支付是企业与职工或其他方之间发生的交易；2、股份支付是以获取职工或其他方服务为目的的交易；3、股份支付交易的对价或其定价与企业自身权益工具未来的价值密切相关。因此，是否进行股份支付处理的依据在于本次增资的定价与标的公司股份对应的公允价值是否存在差异。

江阴信泰、江阴冶泰、江阴扬泰、江阴青泰及江阴信富对兴澄特钢的本次增资不涉及股份支付，具体如下：

（1）员工持股平台增资入股取得了有权国资监管机构的整体批复

员工持股平台增资入股前，标的公司逐级向有权国资监管单位请示了增资扩

股的方案，并取得了中信股份的相关批复，同意了整体方案及增资价格的确定方式。

2018年3月15日，中信股份下发《关于同意中信泰富特钢实施增资扩股的批复》（中信股份[2018]36号），同意兴澄特钢实施增资扩股，增资价格不低于经中信集团备案的资产评估值。

（2）员工持股平台增资入股价格依据为经有权国资监管机构备案的评估值

标的公司为非上市公司，其公允价值的确定依赖于资产评估机构出具的《资产评估报告》；

员工持股平台增资入股以银信资产评估有限公司出具、且经中信集团备案的《资产评估报告》（银信评报字[2018]沪第0329号）确定的评估值（经期后事项调整）作为增资的作价依据。根据前述《资产评估报告》，以2018年1月31日为评估基准日，兴澄特钢100%股权的评估值为人民币1,342,050.48万元，经股东增资及分配股利两项期后调整事项调整后的评估值应为1,742,884.74万元。（3）增资价格的公允性分析

1）员工持股平台增资入股时对应的估值水平高于可比交易平均PE推算的估值水平

参照同行业上市公司并购案例PE平均值对员工持股平台增资时点标的公司估值进行测算，员工持股平台增资入股依据的标的公司估值高于市场可比交易PE均值推算估值，但差异较小，因此本次交易员工增资入股价格公允。具体如下：

单位：万元

可比交易PE均值	11.74
标的公司2017年净利润	139,211.61
标的公司推算估值	1,634,344.30
员工增资入股前标的公司估值（期后调整后）	1,742,884.74

注：可比交易PE均值取值情况详见报告书“第六节 标的资产评估情况”之“二、公司董事会对本次交易标的的评估合理性以及定价的公允性分析”之“（七）交易的定价公允性分析”

2）员工持股平台增资入股时对应的估值水平高于大冶特钢同期二级市场估值水平

根据上述《资产评估报告》，本次增资前标的公司 100%股权的对应的价值为 174.29 亿元，标的公司 2017 年度经审计的净利润为 13.92 亿元，增资前标的公司的市盈率为（标的资产评估值/标的公司 2017 年度净利润）12.52x。截至 2018 年 6 月 19 日（增资协议签署日）收盘，大冶特钢总市值为 42.15 亿元，对应的静态市盈率为 10.67x。该等员工持股平台增资入股时对应的估值水平高于大冶特钢同期二级市场估值水平，本次增资对应的评估价格是公允的。

基于上述，本次增资整体方案及价格确定经中信股份批复同意，本次增资价格依据经中信集团备案资产评估报告确定，且本次增资对应的估值水平高于可比交易平均 PE 推算估值，高于同期大冶特钢的估值水平，本次增资价格定价公允。该等合伙企业对标的公司的增资不构成股份支付，标的公司无需就此确认股份支付费用。

二、2018 年 3 月 29 日增资的交易作价情况

2018 年 1 月 25 日，兴澄特钢单一股东泰富投资作出股东决定，同意兴澄特钢注册资本增加至 165,818.97 万美元，由泰富投资向标的公司增资 450,834.27 万元，等额于 43,775.40 万美元的部分计入注册资本，剩余金额计入资本公积，投资总额由 170,000 万美元增加至 215,000 万美元；相应修改公司章程。

根据股东会决议及章程约定，兴澄特钢新增注册资本 43,775.40 万美元，由泰富投资以人民币 450,834.27 万元认缴，前述增资款中按照泰富投资实际出资当日中国人民银行公布美元对人民币中间价计算，等额于 43,775.40 万美元（约合 275,986.41 万元人民币）的部分将计入公司的注册资本金，剩余金额约合 174,847.86 万元人民币计入公司的资本公积。

本次增资评估作价依据为 2018 年 1 月 23 日无锡德恒方资产评估事务所签署的评估基准日为 2018 年 1 月 6 日的锡德评字(2018)第 006 号《资产评估报告》。以 2018 年 1 月 6 日为评估基准日，兴澄特钢 100%股权评估值为 1,256,902.73 万元。

由于本次增资与 2018 年 1 月 25 日尚康贸易、长越投资、尚康国际将所持有兴澄特钢股权转让予泰富投资的股权转让时间较为接近，且标的公司为实施本次

股权转让已委托评估机构对标的公司净资产进行评估，本次增资亦采用锡德评字（2018）第 006 号《资产评估报告》为增资价格依据。

根据兴澄特钢提供的工商资料等相关文件资料，截至本次增资实施日，兴澄特钢为泰富投资的全资子公司。本次增资前，增资行为已经标的公司股东会投资决议同意。

2018 年 1 月 29 日，兴澄特钢取得江阴市市场监督管理局换发的《营业执照》。2018 年 2 月 6 日，江阴高新技术产业开发区就上述增资相关事宜进行备案（澄高管外备 201800006）。

于 2018 年 3 月 29 日，兴澄特钢收到了母公司泰富投资对本公司的增资款，增资方式为货币，金额为人民币 450,834.27 万元，实收资本变更为美元 165,818.97 万元，与注册资本相同。至此，泰富投资已向兴澄特钢足额缴纳本次增资款。

本次增资完成后，兴澄特钢的股东及股权结构如下：

股东名称	认缴出资额（万美元）	持股比例（%）
泰富投资	165,818.9732	100.00
合计	165,818.9732	100.00

三、中介机构核查意见

评估师核查后认为：标的公司员工持股平台增资入股和本次交易作价之间存在一定差异是合理的，员工增资入股定价公允，不构成股份支付，标的公司无需确认股份支付费用。

七、《通知书》第 19 个问题：“申请文件显示，标的资产本次收益法评估折现率为 11.69%。请你公司 1)补充披露收益法评估折现率相关参数(无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等)取值依据及合理性。2)结合市场可比交易折现率情况，补充披露折现率取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见”。

答复：

（一）收益法评估折现率相关参数(无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等)取值依据及合理性

（1）收益法评估折现率相关参数取值依据

1) 无风险收益率 r_f

本次评估无风险收益率采用国债收益率。国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。根据 WIND 资讯系统所披露的信息，中长期国债在评估基准日的到期年收益率为 3.23%，本评估报告以 3.23% 作为无风险收益率。

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利率的回报率，由于目前国内 A 股市场是一个新兴而且相对封闭的市场。一方面：历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，投资者结构、投资理念在不断的发生变化，市场波动幅度很大；另一方面：目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性(存在非流通股)，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价包含有较多的异常因素，可信度较差，国际上新兴市场的风险溢价通常采用成熟市场的风险溢价进行调整确定，因此本次评估采用公认的成熟市场(美国市场)的风险溢价进行调整，具体计算过程如下：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家补偿额

=成熟股票市场的基本补偿额+国家违约补偿额 $\times$ (σ 股票/ σ 国债)

其中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2018 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.26%；国家风险补偿额取 0.98%。

根据上述测算思路和公式，计算确定 2018 年度市场风险溢价为 7.24%。

3) 权益的系统风险系数 β

标的单位的权益系统风险系数计算公式如下：

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

式中： β_L ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_U ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t ：标的单位的所得税税率；

D/E ：标的单位的目标资本结构。

根据标的单位的业务特点，评估人员通过 WIND 资讯系统查询了 5 家沪深 A 股主营业务范围、经营业绩情况等均与被评估单位相当或相近的可比上市公司

2018 年 12 月 31 日的 β_L 值，然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成 β_U 值，并取其平均值作为被评估单位的 β_U 值。具体数据如下：

证券代码	证券简称	资本结构	BETA (U)
000708.SZ	大冶特钢	12.69%	1.02
002318.SZ	久立特材	16.80%	1.11
002756.SZ	永兴特钢	2.94%	0.91
603878.SH	武进不锈	6.93%	0.97
600507.SH	方大特钢	5.97%	1.11
平均值		9.06%	1.03

4) 企业特定风险调整系数 r_c

标的单位为非上市公司，而主要参数选取参照的是上市公司，故需通过企业特定风险系数进行调整。对于企业特定风险系数的估算，目前国内没有一个固定的估算模型，一般可以采用定性分析的方法进行估算，一般的取值范围为 0%-5%。本次估算综合考虑标的公司与可比上市公司在融资渠道、规模及市场影响力、经营管理规范程度等方面的对比，确定标的公司特定风险系数 r_c 为 0.5%。

5) 权益资本成本 K_e 的测算

$$\begin{aligned}
 K_e &= r_f + MRP \times \beta + r_c \\
 &= 3.23\% + 7.24\% \times 1.10 + 0.5\% \\
 &= 11.69\%
 \end{aligned}$$

6) 加权平均资本成本

评估基准日标的单位存在有息负债，其平均债务成本率 (K_d) 4.36%，标的公司目标资本结构取可比上市公司平均资本结构 (D/E)，上市公司平均资本结构 (D/E) 为 9.06%。将上述确定的参数代入加权平均资本成本计算公式，计算得出被评估单位的加权平均资本成本。

$$\begin{aligned}
 WACC &= K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E} \\
 &= 11.01\%
 \end{aligned}$$

(二) 结合市场可比交易折现率情况，补充披露折现率取值的合理性

近年同行业已完成的可比交易案例中，收益法中的折现率取值情况如下：

证券代码	上市公司	标的公司	评估基准日	评估值	折现率
002057	中钢天源	中钢制品院	2016 年 5 月 31 日	29,744.52	12.15%

证券代码	上市公司	标的公司	评估基准日	评估值	折现率
600581	八一钢铁	八钢公司下属非股权资产	2017 年 6 月 30 日	430,000.00	10.40%
002110	三钢闽光	三安钢铁	2017 年 8 月 31 日	283,515.99	12.15%
000898	鞍钢股份	朝阳钢铁	2018 年 5 月 31 日	590204.98	8.18%
最大值					12.15%
最小值					8.18%
平均值					10.72%
标的公司			2018 年 12 月 31 日	2,679,698.81	11.01%

本次评估采用的折现率与国内同行业主要重组案例中标的公司折现率相比，本次标的公司的折现率在最大值与最小值之间，标的公司的折现率高于平均值。本次标的公司折现率与同行业重组案例中标的公司的折现率整体上在一个水平内，本次标的公司折现率的选取较为合理。

（三）核查意见

评估师核查后认为，本次收益法评估所选取的折现率相关参数，包括无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等的取值依据符合评估准则及行业的操作惯例，具有合理性；本次标的公司折现率与同行业重组案例中标的公司的折现率整体上在一个水平内，本次折现率的选取较为合理。

八、《通知书》第 20 个问题：“申请文件显示，根据敏感性分析，标的资产营业收入和营业成本的变动对评估结论有较大影响。请你公司结合标的资产行业发展情况、营业成本变动情况、同行业可比公司情况等，补充披露评估作价的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见”。

答复：

一、标的资产行业发展情况、营业成本变动情况、同行业可比公司情况

（一）行业发展情况

2016 年-2018 年，钢铁行业供给侧改革取得了阶段性成果。2016 年实现化解过剩产能 6500 万吨；2017 年继续化解炼钢产能 5500 万吨；2018 年去产能目标任务 3000 万吨，提前 2 年完成 1.5 亿吨去产能上限目标。2018 年钢铁行业受益于去产能，市场秩序进一步规范，合规企业生产积极性持续提高，产能利用率明显提升，钢铁产量同比继续上升。

2018 年是钢铁行业实现稳中向好发展的一年，突出体现在市场环境明显改善、优势产能充分发挥、企业效益明显改善上。2018 年前 10 个月，CSPI(中国钢材价格平均指数)基本在 110 点-120 点之间波动。进入 11 月份以后，钢材价格出现了快速下滑，12 月份又有所回升。从全年情况看，2018 年 CSPI 指数 114.75 点，同比上升 7.01 点。

根据国家发改委公布的数据显示：2018 年钢铁行业实现利润 4,704 亿元，比 2017 年增长 39.3%。2018 年，全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 77,105 万吨、92,826 万吨、11,0552 万吨，分别同比增长 3%、6.6%、8.5%。

由于市场形势较好，行业经营状况明显改善。2018 年，中钢协会员企业实现工业总产值 3.46 万亿元，同比 2017 年增长 14.67%；实现销售收入 4.11 万亿元，同比 2017 年增长 13.04%；盈利 2862.72 亿元，同比 2017 年大幅增长 41.12%；资产负债率 65.02%，同比下降 2.63 个百分点。

（二）同行业可比公司情况

1、营业收入情况

同行业可比公司的营业收入情况如下表所示：

单位：万元

营业收入				
证券代码	证券简称	2017 年	2018 年	2017-2018 增长率
000708.SZ	大冶特钢	1,022,706.96	1,257,307.14	22.94%
002318.SZ	久立特材	283,300.30	406,305.71	43.42%
002756.SZ	永兴特钢	403,124.03	479,434.96	18.93%
603878.SH	武进不锈	146,119.57	200,006.98	36.88%
600507.SH	方大特钢	1,394,474.96	1,728,585.10	23.96%
最高值				43.42%
最低值				18.93%
平均值				29.23%
标的公司		4,732,143.19	6,540,497.51	38.21%

数据来源：wind

可比公司 2017 年-2018 年营业收入增幅较快，平均营业收入增长率为 29.23%，标的公司 2017 年-2018 年营业收入增幅为 38.21%，营业收入增长幅度大于同行业可比公司平均增幅。

2、毛利率情况

同行业可比公司的毛利率情况如下表所示：

毛利率情况			
证券代码	证券简称	2017 年	2018 年
000708.SZ	大冶特钢	11.56%	12.60%
002318.SZ	久立特材	21.47%	25.06%
002756.SZ	永兴特钢	15.86%	14.95%
603878.SH	武进不锈	19.10%	20.54%
600507.SH	方大特钢	32.03%	32.87%
最高值		32.03%	32.87%
最低值		11.56%	12.60%
平均值		20.00%	21.21%
标的单位		13.94%	15.55%

2017 年-2018 年可比公司毛利率平均值分别为 20.00%和 21.21%，毛利率上升 1.21%。标的公司毛利率为 13.94%和 15.55%，毛利率上升 1.61%。毛利率低于同行可比公司。

（三）标的公司营业成本及毛利率变动情况

标的公司报告期营业收入、营业成本、毛利率变动情况如下表所示：

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2017-2018 变动情况
营业收入	4,732,143.19	6,540,497.51	38.21%
营业成本	4,072,355.09	5,523,553.48	35.64%
毛利润	659,788.10	1,016,944.03	
毛利率	13.94%	15.55%	1.61%

报告期内标的公司营业收入和营业成本均为上升态势，2017 年-2018 年营业收入增长率为 38.21%，营业成本增长率为 35.64%。2017 年和 2018 年毛利率分别为 13.94%和 15.55%，上升 1.61%。

标的公司预测期营业收入营业收入、营业成本、毛利率变动情况如下表所示：

单位：万元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	6,265,099.62	6,385,778.92	6,533,097.42	6,598,119.02	6,640,549.83
营业收入变动		1.93%	2.31%	1.00%	0.64%
营业成本	5,332,982.75	5,444,278.17	5,562,866.40	5,618,155.08	5,655,395.66

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业成本变动		2.09%	2.18%	0.99%	0.66%
毛利润	932,116.87	941,500.75	970,231.01	979,963.94	985,154.17
毛利率	14.88%	14.74%	14.85%	14.85%	14.84%

预测期标的公司营业收入和营业成本均小幅增长，变动幅度基本保持在 2.13% 以内，未来预测毛利率稳定在 14.74%-14.88%之间，波动区间仅为 0.14%，整体上基本无较大波动。

二、评估作价的合理性

（一）标的公司的行业地位

标的公司是高度专业化的特钢生产企业，主营业务为特殊钢及其辅助材料的研发、生产和销售，其独具特色的特钢制造流程、工艺技术及标准体系已达到世界先进水平，产品主要有合金结构钢、碳素结构钢、轴承钢、弹簧钢、齿轮钢、工模具钢等特殊钢材。其拥有江阴、青岛、靖江、黄石“四大制造基地”和铜陵、扬州“两大原料基地”，形成了沿江沿海产业链战略布局，拥有从原材料资源到产品、产品延伸加工、终端服务介入的完整特钢产业链。

截至 2018 年末，标的公司已经成为国内最大的专业化特钢生产基地之一，技术装备已达到国际先进水平。标的公司的高标准轴承钢产销量世界第一，国内市场占有率超过 80%；汽车零部件用钢国内产销量第一，高端汽车钢国内市场占有率 65%以上；高端海洋系泊链用钢的国内市场占有率超过 90%；矿用链条钢国内市场占有率超过 80%；高端连铸大圆坯国内市场占有率超过 70%。

（二）核心竞争力和市场竞争格局

标的公司的核心竞争力主要来源于五个方面，分别是产品优势、规模优势、技术优势、市场反应优势、区位优势。

1、产品优势

目前，钢铁行业处于限制产能、调整产业结构、淘汰落后产能的产业调整时期，标的公司多年以来以国际客户的标准打磨自身产品，把市场和客户的需求作为创新的原动力，紧跟下游新兴的产业步伐，并秉持“质量就是保护企业生命线”的原则进行严苛的质量把控，在竞争加剧、产能过剩、企业逐步淘汰的大环境下，实现了净利润大幅度增长的瞩目成绩。

目前标的公司的产品被广泛应用于汽车、铁路、核电、航空航天等高端装备制造行业，市场需求旺盛。在整个钢铁行业控制总量、淘汰落后产能调控背景下，新进入该行业企业减少、落后企业逐渐被淘汰。标的公司凭借产品优势，将具有更强的市场竞争力。

2、规模优势

标的公司拥有江阴、青岛、湖北、靖江“四大制造基地”和铜陵、扬州“两大原料基地”，形成了沿江沿海产业链战略布局，拥有从原材料资源到产品、产品延伸加工、终端服务介入的完整特钢产业链。

标的公司拥有常规品种 3000 多个，规格 5000 多种，钢种覆盖面大、涵盖品种全、产品类别多，拥有合金钢棒材、特种中厚板材、特种无缝钢管、合金钢线材、连铸合金圆坯“五大产品群”以及热处理材、银亮材、汽车零部件、钢球等深加工产品系列，品种规格配套齐全并具有明显优势。

3、技术优势

标的公司全面深化质量管理体系建设，通过了 ISO9001、ISO/TS16949、ISO/TS29001 质量管理体系认证，通过了奔驰、宝马、奥迪、通用、SKF、FAG、一汽、东风汽车等大量第二方高端客户认证以及美国 API、九国船级社等第三方认证，质量管理基础牢固。同时，标的公司大力开发新产品，持续推进品种升级，高档产品快速增长，高端客户群不断扩大，产品畅销国际国内，被广泛认可与接受，与国内外越来越多的高端客户建立了长期稳定的战略伙伴关系。

标的公司拥有集中统一的科研平台，是目前国内唯一一家专业化特钢研究院，拥有国家级技术中心、国家认可实验室、院士工作站、博士后科研工作站、省级特钢工程中心等，拥有一支结构合理、整体素质能力优秀的人才队伍，支撑着企业的创新发展。

此外，标的公司领导在创新的理念层面上引导各级干部，加强创新技术投入，提升硬件水平，解决关键技术难题，建立产学研一体化体系，培养员工创新意识。标的公司执行每周 4 小时技术学习和培训制度，管理人员和一线工人，每年必须分别参加 100 小时和 80 小时的专业培训。标的公司特别重点加强了对中高级科技和管理人才的继续教育，与多个知名大学合作开展研究培训班，并不定期派骨干赴欧美接受专业技术培训，让员工广泛接受新知识，新技术，开拓思路。

4、市场反应优势

标的公司以市场需求为出发点，瞄准战略性新兴产业和下游发展方向，把握结构性机遇，大力开发能源用钢、超纯净轴承钢、汽车关键部件用钢、新一代海洋系泊链、高等级盘条、高端工模具钢等前沿品种，紧贴市场快速反应。

标的公司通过赋予营销部门权力和压力的方式对特钢品种市场实行全面布局以及战略调整。强调市场一线销售部门的前瞻性、洞察力，要求销售人员要紧跟产品的市场销售均价，并赋予销售部门负责人安排生产先后顺序的权力。同时，标的公司始终保持一定的品种更新率，每年淘汰 10%的品种，用新产品替代，以质取胜，不打价格战。

5、区位优势

标的公司及旗下企业均位于长江、黄海沿岸，形成了沿江沿海大产业链战略布局。标的公司在江阴和扬州的生产基地拥有十万吨级长江码头，标的公司在湖北和铜陵生产基地拥有万吨级长江专用码头和厂区铁路专线，青岛特钢毗邻青岛市黄岛区董家口码头，形成了公路、水运、铁路并举的大物流格局，具有得天独厚的地理和物流优势。标的公司深化物流管理，建立了集运输、仓储、管理一体化的信息平台，致力为客户提供快捷、高效、低成本的物流服务。

（三）同行业可比公司市盈率、市净率情况

兴澄特钢生产的主要产品为合金钢棒（扁）材、特种中厚板材、特种无缝钢管、合金钢线材、连铸合金圆坯等产品群以及热处理材、银亮材、汽车零部件、钢球、弹簧总成等深加工产品系列。按照中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），兴澄特钢所属行业为“黑色金属冶炼及压延加工业”。

根据兴澄特钢所属的行业细分领域选择申银万国特钢行业上市公司中业务可比性较强的可比公司，根据 2018 年 12 月 28 日收盘价计算，该项下所属全部 A 股上市公司的市盈率及市净率情况如下：

证券代码	证券简称	2018 年度归母 净利润 (亿元)	2018 年末归 母净资产 (亿 元)	市值 (亿元)	PE (倍)	PB (倍)
600507.SH	方大特钢	29.27	64.45	144.84	4.95	2.25
002075.SZ	沙钢股份	11.75	44.61	177.20	15.08	3.97
000708.SZ	大冶特钢	5.1	44.04	39.41	7.73	0.89
002756.SZ	永兴特钢	4.02	34.2	42.91	10.67	1.25

证券代码	证券简称	2018 年度归母 净利润 (亿元)	2018 年末归 母净资产 (亿 元)	市值 (亿元)	PE (倍)	PB (倍)
002318.SZ	久立特材	3.05	31.72	53.35	17.49	1.68
603878.SH	武进不锈	1.83*	26.56*	23.17	12.66	0.87
均值					11.44	1.82
中值					11.66	1.47
本次交易					7.99	1.38

注 1: 数据来源: Wind 资讯

注 2: 市值根据 2018 年 12 月 28 日收盘价计算而成

注 3: 可比上市公司市盈率=市值/2018 年度归属于母公司所有者净利润

注 4: 可比上市公司市净率=市值/2018 年度归属于母公司所有者净资产

注 5: 带有*号标记的财务数据因截至本报告书签署日, 上市公司未披露年度报告, 而采用 Wind 一致预测口径统计

如上所示, 根据 2018 年 12 月 28 日收盘价计算, 上述可比上市公司市盈率和市净率的均值分别为 11.44 倍和 1.82 倍, 高于标的公司本次交易作价所对应的市盈率 7.99 倍和市净率 1.38 倍。。

(四) 可比收购案例

2015 年以来完成的, 钢铁行业上市公司涉及发行股份收购标的资产的主要可比交易其具体估值情况如下:

证券代码	上市公司	标的公司	评估基准日	标的作价 (100%股权)	PE	PB
002057	三钢闽光	三安钢铁 100%股权	2017 年 8 月 31 日	276,154.58	10.35	1.88
600581	中钢天源	中钢制品院 100%股权; 湖南特材 100%股权; 中唯公司 100%股权	2016 年 5 月 31 日	44,260.57	9.24	1.60
002057	三钢闽光	三钢集团资产包和三明化工土地使用权	2015 年 3 月 31 日	312,473.66	15.62	1.35
均值					11.74	1.61
中值					10.35	1.60
本次交易					7.99	1.38

注 1: 数据来源: Wind 资讯、公司公告

注 2: 除中钢天源采取静态市盈率外, 其余可比交易均为业绩承诺期平均净利润计算的动态市盈率

从上表数据分析, 标的公司动态 PE 为 7.99 倍, PB 为 1.38 倍, 均低于国内

同行业主要重组案例中标的公司的平均值，说明本次交易的估值相对谨慎。

（5）承诺期的利润占估值比例

单位：万元

内容	2019 年至 2021 年承诺利润情况		
	2019 年净利润	2020 年净利润	2021 年净利润
标的公司	334,325.68	332,305.42	339,329.44
合计	1,005,960.54		
占估值比例	37.54%		

经评估师统计 2016 年-2018 年重大资产重组项目承诺利润占收益法估值的比例情况分析，通常是在 26%-32%之间，本次承诺利润占比为 37.54%，已高于平均值，说明估值相对谨慎，具有合理性。

（三）核查意见

评估师核查后认为，标的公司在行业中具有较高的影响力，发展趋势良好，核心竞争力较强，本次收益法评估结果对应的动态 PE 为 7.99，低于国内可比上市公司及同行业主要重组案例中标的公司市盈率的平均值水平，收益法评估具有合理性。

（本页无正文，为北京中企华资产评估有限责任公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（190910 号）相关问题的回复之签字盖章页）

资产评估师：李文彪

资产评估师：郁宁

资产评估师：张慧玲

北京中企华资产评估有限责任公司

2018 年 7 月 8 日