

北京天健兴业资产评估有限公司
关于江苏中利集团股份有限公司非公开发行股票申请一
次反馈意见中有关评估事项的回复

北京天健兴业资产评估有限公司

2019 年 3 月

中国证券监督管理委员会：

根据《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》(190016 号)的要求，北京天健兴业资产评估有限公司（以下简称“本机构”）作为江苏中利集团股份有限公司（以下简称“中利集团”、“发行人”、“申请人”、“公司”）非公开发行股票的评估机构，现就涉及到评估方面问题回复如下：

一、重点问题

1.申请人本次拟通过非公开发行募集资金 16.79 亿元，其中 11.79 亿元用于收购中利电子 49.14%的股权，收购完成后，申请人将持有其 100%的股权。2016 年及 2017 年，中利电子股权经过多次转让，在上述转让中，中利电子整体评估作价在 3.5 亿元到 14.17 亿元之间，本次评估作价 24.16 亿元，评估基准日为 2018 年 9 月 30 日。最近两年转让评估作价差异明显较大。针对本次收购：

④请评估机构提供本次评估相关具体参数并重点说明增长期、增长率及折现率的选取依据及是否与行业发展趋势相符。请结合标的资产最近五年净利润状况及其波动性，说明参数选取是否与历史业绩情况相符。请结合标的资产 2018 年的实际经营情况，说明评估预测的审慎性。

请评估机构对比本次评估报告与 2017 年 9 月 12 日股权转让的评估报告，列表对比说明造成评估结果重大差异的原因及各自参数。

回复：

一、本次评估相关具体参数，增长期、增长率及折现率的选取与行业发展趋势相符

本次评估主要数据如下：

单位：万元

项目名称	2018.10-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
营业收入	86,776.34	190,298.48	228,361.14	264,900.10	296,690.48	311,527.97	311,527.97
营业成本	66,380.06	146,142.03	175,342.45	203,376.54	227,791.99	239,231.61	239,218.19
营业税金及附加	633.99	836.61	959.52	1,108.03	1,236.75	1,297.36	1,297.36
销售费用	31.29	69.28	77.22	84.63	90.99	94.96	94.96
管理费用	1,519.67	8,986.11	10,103.15	11,473.24	12,646.34	13,254.36	13,165.47
财务费用	2,189.46	10,357.83	11,957.83	13,557.83	15,157.83	15,157.83	15,157.83
其中：利息支出	2,189.46	10,357.83	11,957.83	13,557.83	15,157.83	15,157.83	15,157.83

项目名称	2018.10-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
营业利润	16,021.88	23,906.63	29,920.98	35,299.83	39,766.59	42,491.84	42,594.15
营业外收入	-	800.00	-	-	-	-	
营业外支出	-	-	-	-	-	-	
利润总额	16,021.88	24,706.63	29,920.98	35,299.83	39,766.59	42,491.84	42,594.15
所得税费用	2,271.09	3,582.20	4,354.89	5,150.46	5,806.79	6,197.49	6,197.49
净利润	13,750.79	21,124.43	25,566.08	30,149.38	33,959.80	36,294.35	36,396.66
加：折旧&摊销	85.84	343.36	343.36	343.36	343.36	340.90	238.60
加：利息费用*（1-T）	1,861.04	8,804.15	10,164.15	11,524.15	12,884.15	12,884.15	12,884.15
减：营运资金增加额	-8,300.87	5,894.44	30,781.71	29,595.63	25,794.64	12,009.08	-
减：资本性支出	-	-	31.40	20.20	41.64	18.05	106.60
企业自由现金流	23,998.53	24,377.50	5,260.48	12,401.06	21,351.04	37,494.46	49,412.81

（一）营业收入增长率的选取依据

盈利预测期内，中利电子营业收入增长率如下表所示：

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入增长率	7.93%	20.05%	20.00%	16.00%	12.00%	5.00%
复合增长率						14.47%

注 1：上表中计算营业收入增长率所使用的 2018 年营业收入为中利电子 2018 年 1-9 月实现收入与本次评估对中利电子 2018 年 10-12 月预测收入之和

注 2：N 年复合增长率的计算公式为 $\sqrt[N-1]{N \text{ 年数} / \text{第 1 年数}} - 1$

本次评估中，评估机构对标的公司盈利预测期内营业收入增长率的预测是基于标的公司历史营业收入增长情况、标的公司管理层提供的未来年度的收益预测和标的公司在手订单情况，通过复核、判断、分析并结合其他相关佐证资料所作出的。

1、标的公司历史营业收入增长情况

考虑本次评估中预计 2018 年 10-12 月实现的收入，标的公司 2016 年、2017

年及 2018 年的营业收入及增长情况如下所示：

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	[注]2018 年
营业收入	100,364.83	146,870.34	158,513.19
营业收入同比增长率	39.61%	46.34%	7.93%
复合增长率	25.67%		

注：上表中 2018 年营业收入为中利电子 2018 年 1-9 月实现收入与本次评估对中利电子 2018 年 10-12 月预测收入之和

从上表可见，2016 年和 2017 年标的公司营业收入分别同比增长 39.61%和 46.34%；受“军改”的影响，2018 年标的公司客户订单金额增速放缓，导致其营业收入增速相应放缓至 7.93%。随着相关外部影响因素逐渐消除，标的公司营业收入增长预计将有所回升。

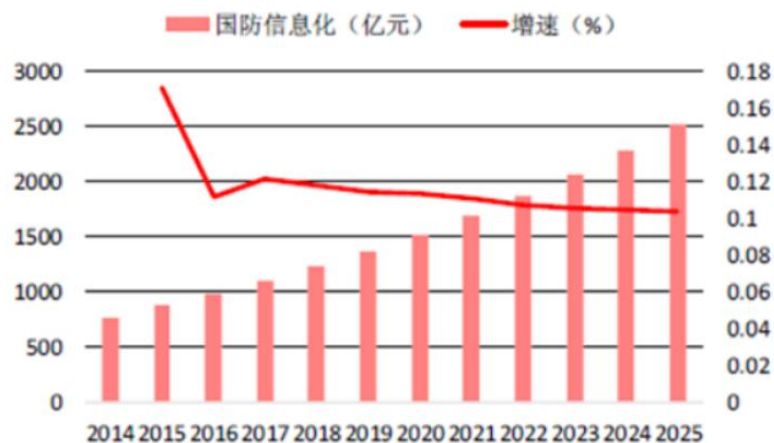
出于审慎考虑，本次评估标的公司预测营业收入增长率低于标的公司历史营业收入复合增长率。

2、标的公司在手订单情况

截止 2019 年 2 月 28 日，标的公司在手订单含税金额已经达到 225,001.92 万元，预计全部将会在 2019 年度内交货实现收入。上述订单金额预计已覆盖本次评估预测标的公司 2019 年收入金额，为标的公司实现本次评估预测营业收入提供了有力保障。

3、本次评估标的公司营业收入增长率与行业发展趋势相符

2014 年，我国国防装备领域投入约 2,586 亿元，其中装备信息化开支约 750 亿元；2015 年，我国国防装备总支出约 2,927 亿元，其中装备信息化开支约 878 亿元，占比为 30%。据预测，2025 年中国国防信息化开支将增长至 2,513 亿元，年复合增长率 11.6%，占 2025 年国防装备费用（6,284 亿元）比例达到 40%。未来 10 年国防信息化总规模有望达到 1.66 万亿元。



数据来源：太平洋证券、智研咨询

（二）折现率的选取依据

1、折现率的计算公式

折现率应该与预期收益的口径保持一致。由于本评估报告选用的是企业现金流折现模型，预期收益口径为企业现金流，故相应的折现率选取加权平均资本成本（WACC），计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E}$$

式中：

WACC：加权平均资本成本；

E：权益的市场价值；

D：债务的市场价值；

Ke：权益资本成本；

Kd：债务资本成本；

t：被评估企业的所得税税率。

加权平均资本成本 WACC 计算公式中，权益资本成本 Ke 按照国际惯常作法采用资本资产定价模型（CAPM）估算，计算公式如下：

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$

式中：

K_e ：权益资本成本；

R_f ：无风险收益率；

β ：权益系统风险系数；

MRP ：市场风险溢价；

R_c ：企业特定风险调整系数；

T ：被评估企业的所得税税率。

2、折现率具体参数的确定

1) 无风险收益率的确定

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，10 年期国债在评估基准日的到期年收益率为 3.61%，本评估报告以 3.61%作为无风险收益率。

2) 贝塔系数 β_L 的确定

i. 计算公式

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

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

式中：

β_L ：有财务杠杆的 Beta；

β_U ：无财务杠杆的 Beta；

t ：被评估单位的所得税税率；

D/E ：被评估单位的目标资本结构。

ii. 被评估单位无财务杠杆 β_U 的确定

根据被评估单位的业务特点，评估人员通过 WIND 资讯系统查询了 7 家沪深 A 股可比上市公司的 β_L 值（起始交易日期：2013 年 9 月 30 日；截止交易日期：2018 年 9 月 30 日），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。在计算资本结构时 D、E 按市场价值确定。将计算出来的 β_U 取平均值 0.789 作为被评估单位的 β_U 值，具体数据见下表：

股票代码	公司简称	β_L 值	β_U 值
000547.SZ	航天发展	0.8601	0.0950
000687.SZ	华讯方舟	0.7304	0.0296
002089.SZ	新海宜	0.9539	0.0380
002446.SZ	盛路通信	1.2690	0.0550
002465.SZ	海格通信	0.8659	0.1608
600260.SH	凯乐科技	1.0195	0.1094
600485.SH	信威集团	0.8613	0.3013
平均值			0.789

（ β_U 值精确到小数点 3 位）

iii. 被评估单位资本结构 D/E 的确定

明确预测期按企业付息债务市场价值与评估出的企业股东全部权益价值迭代计算确定每年的资本结构 D/E。

由于被评估单位未来经营所需营运资金较多，且未来经营期间各年的付息债务金额可以合理预测，各年资本结构如下：

项目	2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
付息债务/权益比值	0.4576	0.5412	0.6248	0.7083	0.7919	0.7919

iv. β_L 计算结果

将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出被评估单位的权益系统风险系数。

被评估单位为高新技术企业，评估基准日执行的所得税税率为 15%。

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

各年 β_L 如下表：

项目	2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
β_L	1.0960	1.1521	1.2082	1.2642	1.3203	1.3203

3) 市场风险溢价的确定

由于国内证券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，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，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价不具有可信度；而在成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到；因此国际上新兴市场的风险溢价通常采用美国成熟市场的风险溢价进行调整确定，计算公式为：

中国市场风险溢价=美国股票市场风险溢价+中国股票市场违约贴息

i. 美国股票市场风险溢价

美国股票市场风险溢价=美国股票市场收益率-美国无风险收益率

美国市场收益率选取标普 500 指数进行测算，标普 500 指数数据来源于雅虎财经 <http://finance.yahoo.com/>；美国无风险收益率以美国 10 年期国债到期收益率表示，数据来源于 Wind 资讯终端全球宏观数据板块。

ii 中国股票市场违约贴息

根据国际权威评级机构穆迪投资者服务公司公布的中国债务评级及对风险补偿的相关研究测算，得到中国股票市场违约贴息。

在美国股票市场风险溢价和中国股票市场违约贴息数据的基础上，计算得到评估基准日中国市场风险溢价为 6.07%。

4) 企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数指的是企业相对于同行业企业的特定风险，影响因素主要有：（1）主要产品所处发展阶段；（2）企业经营业务、产品和地区的分布；（3）企业经营规模；（4）对主要客户及供应商的依赖；（5）财务风险。

综合考虑上述因素，本次评估中的个别风险报酬率确定为 4%。

5) 折现率计算结果

i. 计算权益资本成本

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式，计算得出被评估单位的权益资本成本。

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$

各年权益资本成本如下表：

项目	2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
β_L	1.0960	1.1521	1.2082	1.2642	1.3203	1.3203
R_f	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%
R_c	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
MRP	6.07%	6.07%	6.07%	6.07%	6.07%	6.07%
K_e	13.26%	13.55%	13.84%	14.13%	14.42%	14.42%

ii. 计算加权平均资本成本

评估基准日被评估单位付息债务的平均年利率为 8%，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。

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E}$$

项目	2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
R_d	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Wacc	11.2%	11.2%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%

6) 永续期的折现率确定

永续期折现率的计算与明确预测期相同。按以下公式确定：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E}$$

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$

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

在计算过程中，D/E、E/(D+E)、D/(D+E)按标的公司目标资本结构确定。

将相关数据代入上式计算得出永续期折现率 r 为 11.1%。

3、本次评估折现率与市场可比交易案例的对比

近期市场可比交易案例中标的公司评估折现率及权益资本成本如下表所示：

评估基准日	交易标的	买方	折现率	权益资本成本
2017-5-31	波发特 100%股权	世嘉科技	11.21%	11.57%
2016-12-31	中兴物联 84.07%股权	高新兴	12.25%	13.84%
2016-10-31	北海通信 100.00%股权	世纪瑞尔	12.20%	12.50%
2016-9-30	星波通信 67.54%股权	红相股份	10.60%	10.78%
2016-9-30	辽宁邮电 99.854%股权	恒泰实达	11.52%	11.85%
2016-6-30	三旗通信 100%股权	索菱股份	13.45%	13.45%
2015-9-30	圣非凡 100%股权	中国长城	11.84%	12.35%
平均值			11.87%	12.33%
中位数			11.84%	12.35%

本次评估中，2018 年 10-12 月的折现率为 11.1%，2019 年至 2023 年及永续期的折现率 11.2%，略低于可比交易案例的折现率平均值和中位数，导致上述情况的原因主要系中利电子目标资本结构中有息债务占比较高所致。同时，本次评估权益资本成本为 13.26%至 14.13%，明显高于可比交易案例的权益资本成本平均值和中位数，体现了本次评估的审慎性，折现率的选取与市场可比案例具备可比性。

二、结合标的公司最近五年净利润波动状况，参数选取与历史业绩情况相符

中利电子 2013 年、2014 年、2015 年、2016 年、2017 年及 2018 年 1-9 月实现营业收入及净利润情况如下表所示：

单位：万元

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
营业收入	14,470.26	50,023.85	71,888.29	100,364.83	146,870.34	71,736.85
营业收入增长率	-	245.70%	43.70%	39.60%	46.30%	-
5 年营业收入复合增长率	78.49%					-
净利润	2,028.92	2,139.94	5,689.07	11,383.42	16,480.78	4,288.52
净利润增长率		5.47%	165.85%	100.09%	44.78%	-
5 年净利润复合增长率	68.82%					-
销售净利率	14.00%	4.30%	7.90%	11.30%	11.20%	5.98%

注 1：中利电子 2013 年、2014 年财务数据未经审计

注 2：N 年复合增长率的计算公式为 $\sqrt[N-1]{N \text{ 年数} / \text{第 1 年数}} - 1$

最近五年，中利电子营业收入及净利润持续快速增长。

中利电子在本次评估预测期内的营业收入及利润情况如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	86,776.34	190,298.48	228,361.14	264,900.10	296,690.48	311,527.97
营业收入增长率	-	20.05%	20.00%	16.00%	12.00%	5.00%
5 年营业收入复合增长率	-	13.11%				
净利润	13,750.79	21,124.43	25,566.08	30,149.38	33,959.80	36,294.35
净利润增长率	-	17.10%	21.03%	17.93%	12.64%	6.87%
5 年净利润复合增长率	-	14.49%				
净利润率	15.85%	11.10%	11.20%	11.38%	11.45%	11.65%

注：N 年复合增长率的计算公式为 $\sqrt[N-1]{N \text{ 年数} / \text{第 1 年数}} - 1$

对比可见，本次评估标的公司预测期营业收入增长率和净利润增长率明显低于其最近五年实现营业收入增长率和净利润增长率，本次评估基于中利电子历史经营业绩的基础上进行了审慎合理的预测，与历史业绩情况相符。

三、结合标的公司 2018 年的实际经营情况本次评估预测较为审慎

标的公司 2018 年利润表主要预测数据与实际情况如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年预测			2018 年实现（未经审计）	差异率
	2018 年 1-9 月 （实现）	2018 年 10-12 月 （预测）	合计		
收入	71,736.85	86,776.34	158,513.19	158,329.19	-0.12%
成本	55,205.45	66,380.06	121,585.51	121,626.07	0.03%
毛利率	23.04%	23.50%	23.30%	23.18%	-0.50%
净利润	4,288.52	13,750.79	18,039.31	18,316.01	1.53%
净利润率	5.98%	15.85%	11.38%	11.57%	1.67%

标的公司 2018 年的实际经营情况与本次评估情况基本相符，本次评估预测具备审慎性。

四、请评估机构对比本次评估报告与 2017 年 9 月 12 日股权转让的评估报告，列表对比说明造成评估结果重大差异的原因及各自参数

（一）本次评估报告与 2017 年 9 月 12 日股权转让的评估报告差异情况

本次评估报告与 2017 年 9 月 12 日股权转让的评估（以下简称“前次评估”）报告评估结论差异如下：

单位：万元

项目	账面值	评估值	增值额	增值率
本次评估	45,587.36	241,616.00	196,028.64	430%
前次评估	23,716.85	141,700.00	117,983.15	497%
差异	21,870.51	99,916.00	78,045.49	

两次评估值差异为 99,916.00 万元，其中账面值差异 21,870.51 万元，评估增值差异 78,045.49 万元。

（二）造成评估结果重大差异的原因

前次评估影响估值的主要参数如下表：

单位：万元

项 目	2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
主营业务收入	132,000.00	151,545.30	158,847.86	169,108.38	175,459.83	179,856.75
主营业务成本	100,590.10	115,539.33	121,105.25	128,930.57	133,790.04	137,167.05
营业利润	19,488.97	21,681.46	23,111.99	25,134.63	26,364.94	27,194.73
净利润	15,005.14	16,462.03	17,572.52	19,100.41	20,038.23	20,669.84
毛利率	23.80%	23.76%	23.76%	23.76%	23.75%	23.74%
净利润率	11.37%	10.86%	11.06%	11.29%	11.42%	11.49%
折现率	10.29%	10.29%	10.29%	10.29%	10.29%	10.29%

本次评估影响估值的主要参数如下表：

单位：万元

项 目	2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
主营业务收入	86,776.34	190,298.48	228,361.14	264,900.10	296,690.48	311,527.97
主营业务成本	66,380.06	146,142.03	175,342.45	203,376.54	227,791.99	239,231.61
营业利润	16,021.88	23,906.63	29,920.98	35,299.83	39,766.59	42,491.84
净利润	13,750.79	21,124.43	25,566.08	30,149.38	33,959.80	36,294.35
毛利率	23.50%	23.20%	23.22%	23.23%	23.22%	23.21%
净利润率	15.85%	11.10%	11.20%	11.38%	11.45%	11.65%
折现率	11.20%	11.20%	11.10%	11.10%	11.10%	11.10%

1、评估基准日及预测期差异

前次评估基准日为 2017 年 3 月 31 日，预测期为 2017 年 4-12 月及 2018 年至 2022 年；本次评估基准日为 2018 年 9 月 30 日，预测期为 2018 年 10-12 月及 2019 年至 2023 年，与前次评估存在明显差异。

前次评估与本次评估预测期均包括 2019 年至 2022 年，现就该期间内各评估参数差异进行比较和分析。

2、主营业务收入

单位：万元

主营业务收入	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
前次评估	158,847.86	169,108.38	175,459.83	179,856.75

主营业务收入	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
本次评估	190,298.48	228,361.14	264,900.10	296,690.48
差异	31,450.62	59,252.76	89,440.27	116,833.73
差异率	19.80%	35.04%	50.97%	64.96%

注：差异率的计算公式为（本次评估金额-前次评估金额）/前次评估金额

本次评估对标的公司盈利预测期内营业收入增长率的预测是基于标的公司历史营业收入增长情况、标的公司管理层提供的未来年度的收益预测和标的公司在手订单情况，通过复核、判断、分析并结合其他相关佐证资料所做出的。鉴于本次评估与前次评估评估基准日存在差异，标的公司经营情况与其管理层对于未来经营业绩的预期也发生了变化，具体情况如下：

单位：台、万元

	产品名称	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
本次评估	移动式智能自组网数据通讯台站	数量	12,864	15,437	17,907	20,056
		价格	14.79	14.79	14.79	14.79
		收入	190,298.48	228,361.14	264,900.10	296,690.48
前次评估	移动式智能自组网数据通讯台站	数量	9,500	10,000	10,300	10,500
		价格	14.67	14.67	14.67	14.67
		收入	139,333.33	146,666.67	151,066.67	154,000.00
	三路自组网数据通讯基站	数量	400	460	500	530
		价格	48.79	48.79	48.79	48.79
		收入	19,514.53	22,441.71	24,393.16	25,856.75
		合计	158,847.86	169,108.38	175,459.83	179,856.75

与前次评估相比，本次评估对收入预测主要有销售产品种类和数量两个方面的差异：（1）由于 2017 年以后标的公司不再生产和销售三路自组网数据通讯基站，因此本次评估不再对三路自组网数据通讯基站进行预测；（2）基于标的公司近期的经营业绩、在手订单及未来业务规划，标的公司管理层对移动式智能自组网数据通讯台站的销售数量做出了高于前次评估的预测。本次评估中移动式智能自组网数据通讯台站的销售价格与前次评估基本相同。

受“军改”等因素影响，行业内大部份上市公司 2017 年度营业收入增速较低，部分上市公司甚至当年出现了营业收入下滑的情况，因此前次评估时标的公司管理层对于未来产品销量和收入增长情况作出了较低估计。但本次评估时市场

普遍认为“军改”影响以逐步消除，国防信息化带来的武器装备升级需求正在开启，标的公司在手订单规模相应持续增长。截止 2019 年 2 月 28 日，标的公司在手订单含税金额已经达到 225,001.92 万元，预计将全部在 2019 年度内交货实现收入。上述订单金额预计已经覆盖本次评估预测标的公司 2019 年收入金额，为标的公司实现本次评估预测营业收入的实现提供了有力保障。

综上所述，本次评估与前次评估预测的收入存在的差异具备合理性。

3、主营业务成本

单位：万元

主营业务成本	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
上次评估	121,105.25	128,930.57	133,790.04	137,167.05
本次评估	146,142.03	175,342.45	203,376.54	227,791.99
差异	25,036.78	46,411.88	69,586.50	90,624.94
差异率	20.67%	36.00%	52.01%	66.07%

注：差异率的计算公式为（本次评估金额-前次评估金额）/前次评估金额

本次评估的主营业务成本的预测主要基于预计销售产品的数量及每台产品的生产成本。由于标的公司生产所需原材料占成本比较高且价格稳定，因此每台产品的生产成本亦相应较为稳定，故本次评估与前次评估主营业务成本的差异需要系产品销售预测差异所致，且差异幅度与主营业务收入基本相同。

4、净利润

单位：万元

净利润	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
上次评估	17,572.52	19,100.41	20,038.23	20,669.84
本次评估	21,124.43	25,566.08	30,149.38	33,959.80
差异	3,551.91	6,465.67	10,111.15	13,289.96
差异率	20.21%	33.85%	50.46%	64.30%

注：差异率的计算公式为（本次评估金额-前次评估金额）/前次评估金额

由于两次评估预测的销售净利率基本相同且稳定，因此净利润的差异主要系同步主营业务收入的差异所致。

4、折现率

折现率	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
上次评估	10.29%	10.29%	10.29%	10.29%
本次评估	11.20%	11.10%	11.10%	11.10%
差异	0.91%	0.81%	0.81%	0.81%

折现率是根据基准日市场各项风险系数计算，折现率的计算过程详见本回复“重点问题”之“问题 1”之“第④问”之“一、（二）折现率的选择依据”。对比可见，本次评估的折现率高于前次评估，因此本次评估对于折现率的测算更为谨慎。

综上所述，在产品销售价格及生产单位成本差异较小的情况下，本次评估预测的产品销量高于前次评估，因此主营业务收入和净利润相应高于前次评估，最终导致本次评估的结果高于上次评估结果。

五、评估机构核查意见

经核查，本评估机构认为：评估机构本次评估相关参数选取依据充分，与行业发展趋势相符，与标的公司历史业绩情况相符，标的公司 2018 年度实际经营情况与评估预测情况基本相符，本次评估预测具备审慎性。本次评估报告与本次评估报告与 2017 年 9 月 12 日股权转让的评估报告差异原因主要在不同评估基准日时标的公司经营情况及其管理层对于未来经营业绩判断产生差异所致，具备合理性。

（以下无正文）

（本页无正文，为《北京天健兴业资产评估有限公司关于江苏中利集团股份有限公司非公开发行股票申请一次反馈意见中有关评估事项的回复》之签章页）

法定代表人：_____

孙建民

中国资产评估师：_____

谭正祥

中国资产评估师：_____

陈小兵

北京天健兴业资产评估有限公司

年 月 日