

# 北京中企华资产评估有限责任公司

## 关于佳电股份资产评估问题的补充回复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会意见，北京中企华资产评估有限责任公司（以下简称“中企华”、“评估机构”）与阿城继电器股份有限公司（以下简称“阿继电器”）、中信证券股份有限公司（以下简称“中信证券”、“独立财务顾问”）针对佳木斯电机股份有限公司（以下简称“佳电股份”）资产评估问题进行了研究。中企华现进行补充回复，请审核。

一、本次佳电股份股权价值评估采用收益法，在产能、利润、收入等指标未有特别提升情况下，估值水平较 2007 年评估结果有较大提升。请详细说明原因，解释其合理性，并请独立财务顾问和评估机构发表意见。

答：

中发国际资产评估有限公司（以下简称“中发评估”）以 2007 年 11 月 30 日为评估基准日对佳电股份进行了评估，出具了中发评报字 [2007] 第 156 号《资产评估报告》，评估值为 38,099.56 万元。

中企华以 2010 年 9 月 30 日为评估基准日对佳电股份进行了评估，出具了中企华评报字 [2011] 第 002 号《资产评估报告》，评估值为 208,000.84 万元。

两次评估均以收益法评估结果为最终评估值。收益法评估的计算公式如下：

评估值 = 营业性资产价值 + 非营业性资产价值 + 长期投资价值 - 付息债务

两次评估具有较大差异的原因是：① 以未来年度净现金流量折现获得营业性资产价值有较大差异；② 溢余货币资金等非营业性资产价值、长期投资价值 and 付息债务有一定差异。分述如下：

单位：万元

评估年份	营业性资产价值	非营业性资产价值	长期投资价值	付息债务	评估值(合计)
2007 年	50,443.63	-7,398.06	0	4,946.00	<b>38,099.56</b>
2010 年	178,699.86	15,558.40	14,390.30	647.71	<b>208,000.84</b>

### （一）营业性资产价值

营业性资产价值以未来净现金流量折现获得，其差异来源于未来净现金流量和折现率两方面。

#### 1、未来净现金流量

##### （1）2007 年评估对未来净现金流量的预测

2007 年时，公司生产能力、资产规模和盈利水平等与 2010 年有较大差距。2007 年公司全年产能 580 万千瓦，当年净利润仅 1.05 亿元，当年 11 月 30 日（评估基准日）净资产为 2.23 亿元。

并且，受国民经济发展水平制约，当时我国中小电机行业整体市场规模为11,924.90万千瓦，远小于2010年的16,098.50万千瓦。

在这种情况下，中发评估对佳电股份未来净现金流量采取了较为谨慎的预测。

单位：万元

项目	2007年 12月	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年后 永续期间
营业收入	11,803.05	148,504.04	160,964.94	171,789.06	181,181.24	189,297.39	结合企业实际情况，确定企业2013年后增长率为0
营业成本	8,182.56	105,049.63	114,227.46	122,265.59	129,708.64	137,161.42	
利润总额	1,222.03	14,663.94	15,185.11	15,669.71	15,596.81	15,548.24	
净利润	818.76	10,997.95	11,388.83	11,752.28	11,697.61	11,661.18	
折旧	138.22	2,596.68	2,888.17	3,179.66	3,471.15	3,762.64	
摊销	3.36	73.59	73.59	73.59	73.59	73.59	
资本性支出	138.22	14,060.19	3,055.19	3,055.19	3,055.19	3,055.19	
营运资金追加额	885.30	1,831.14	2,842.39	2,459.36	2,232.87	2,074.98	
<b>净现金流量</b>	<b>-63.17</b>	<b>-2,223.11</b>	<b>8,453.01</b>	<b>9,490.99</b>	<b>9,954.29</b>	<b>10,367.24</b>	<b>10,367.24</b>

(注：根据当时情况，企业所得税率按33%确定，2008年以后按25%确定)

## (2) 2008年后公司发展迅速

但2008年往后数年，公司生产能力、产品价格、销售收入和净利润均取得较快增长。

### ①电机产能对比

年度/项目	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
中发预计数(万千瓦)	624	678	725	765	798
企业2008-2010实际数及2011-2012预计数(万千瓦)	704	719	906	1010	1124
差异率	12.82%	6.05%	24.97%	32.03%	40.85%

### ②平均价格对比

年度/项目	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
中发预计数(元/千瓦)	227	227	226	226	227
企业2008-2010实际数及2011-2012预计数(元/千瓦)	263	240	228	260	255
差异率	15.86%	5.73%	0.88%	15.04%	12.33%

### ③销售收入对比

年度/项目	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
中发预计数(万元)	141,636	153,714	164,131	173,093	180,752
企业2008-2010实际数及2011-2012预计数(万元)	195,830	183,467	221,662	266,505	289,678
差异率	38.26%	19.36%	35.05%	53.97%	60.26%

### ④净利润对比

项目	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
中发预计数(万元)	10,998	11,389	11,752	11,698	11,661
企业2008-2010实际数及2011-2012预计数(万元)	18,894	22,273	18,137	17,624	19,050
差异率	71.80%	95.57%	54.33%	50.66%	63.36%

### (3) 2010年评估对未来净现金流量的预测

2008年往后,佳电股份发展迅速。2010年9月30日,公司净资产已增值9.42亿元,产能超过900万千瓦,预计在建项目完工后产能将提升到1,300万千瓦以上。并且,2007年到2010年,我国中小电机行业发展迅速,市场规模不断扩大,发展前景更加明朗。

在这种情况下,中企华根据行业和企业发展的实际情况,对未来净现金流量进行了预测:

单位:万元

项目	2010年10-12月	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年后永续期间
营业收入	56,625.04	232,952.32	255,960.64	281,316.74	309,208.46	318,412.71	预计2015年后生产规模不再扩大,主营业务维持稳定
营业成本	41,452.38	177,818.60	195,300.89	214,143.22	235,130.47	243,038.00	
利润总额	8,513.59	20,209.08	21,920.41	26,100.51	28,917.02	29,246.52	
息前税后净利润	7,236.55	15,156.81	16,440.31	19,575.39	21,687.76	21,934.89	
折旧	1,021.21	3,474.30	3,697.19	4,081.14	4,259.97	4,259.97	
摊销	143.87	575.47	575.47	575.47	575.47	575.47	
资本性支出	12,131.73	2,619.96	6,011.66	6,820.47	354.75	387.27	
营运资金追加额	-7,856.31	3,046.29	2,761.00	3,042.73	3,347.01	1,104.51	
净现金流量	4,126.21	13,540.33	11,940.31	14,368.79	22,821.45	25,278.56	

中企华的预测谨慎、稳健。根据未经审计的财务数据，佳电股份 2011 年 1-9 月已实现收入 194,878.49 万元，实现净利润 17,409.74 万元，毛利率达到 24.30%，比 2010 年提高了 2.66 个百分点，销售净利润率达到 8.93%，比 2010 年提高了 0.94 个百分点。

## 2、折现率

2007 年评估时折现率为 13.71%，2010 年评估时折现率为 12.09%。折现率的差异“放大”了未来净现金流量的差异，使得两次评估营业性资产价值出现 12.8 亿元差异。

折现率公式为： $WACC=K_e \times E/(D+E)+K_d \times D/(D+E) \times (1-T)$ 。

其中权益资本报酬率  $K_e$  = 无风险报酬率  $R_f$  + 企业风险系数  $\beta$   $\times$  市场风险溢价  $RP_m$  + 企业特定风险调整系数  $R_c$

### (1) 权益资产报酬率

#### ①无风险报酬率

2007 年评估，采用 8 只国债于当时基准日附近的到期收益率平均值 4.51% 作为无风险报酬率。

2010 年评估，采用距基准日 10 年期国债的平均收益率 3.61% 为无风险报酬率。

#### ②企业风险系数

2007 年评估，采用国内 34 家机械行业上市公司股票近几年的股票交易价格数据和分红、配股及送股方面的资料，测算其有财务杠杆  $\beta$  值，然后综合调整为无杠杆  $\beta$  值，经测算该类上市公司的无杠杆  $\beta$  值为 1.0936。以所得税率 25% 计算，企业风险系数为 1.5365。

2010 年评估，根据 Wind 资讯查询的可比上市公司无财务杠杆的平均  $\beta$  为 1.0290。以所得税率 25% 计算，企业风险系数为 1.0735。

#### ③市场风险溢价

2007 年评估，根据中发评估的研究，市场风险溢价取 7.67%。2010 年评估，

根据中企华的研究，市场风险溢价取 7.38%。两者差异不大。

#### ④企业特定风险调整系数

2007 年评估，企业特定风险调整系数取 2%。随着公司资产规模的扩大和经营能力的增强，抗风险能力获得提升。2010 年评估，企业特定风险调整系数取 1%。

### (2) 债务成本

2007 年评估，债务成本按企业目前执行的贷款条件测算近期的平均贷款利率并适当考虑基准日后的利率调整因素后，取为 7.85%。

2010 年评估，债务成本以目前企业执行的平均贷款利率为基础，经分析今后利率走势及企业历史年度利率后确定 5.81%。

### (二) 非营业性资产价值

非营业性资产价值，主要包括溢余货币资金和往来帐项调整等方面。

2007 年评估，非营业性资产价值为-7,398.06 万元，主要调整了溢余货币资金 9,401.94 万元，与生产经营无关的 32,000 万元负债（其他应付款）和 15,200 万元资产（应收票据）。

2010 年评估，非营业性资产价值为 15,558.40 万元，主要调整了溢余货币资金 13,205.20 万元和非经营性资产及负债 2,353.20 万元。非经营性资产及负债包括其他应收款中往来款 15,622.31 万元、递延所得税资产 822.46 万元、其他应付款中应付佳电厂往来款 6,731.22 万元、应付股利 8,351.13 万元、为成都佳电代购设备 990.77 万元。

### (三) 长期投资价值

2007 年评估，因当时佳电股份无长期股权投资，因此长期投资价值评估值为 0。

2010 年，佳电股份长期投资评估值为 14,390.30 万元。

### (四) 付息债务

2007 年评估，在评估基准日付息债务为 4,946.00 万元。

2010 年评估，在评估基准日付息债务为 647.71 万元。

### （五）评估机构的意见

评估机构中企华认为：

（1）中发评估出具的佳电股份 2007 年评估报告和中企华出具的 2010 年评估报告，均符合评估法规和规定，并经有权部门备案。

（2）中企华 2010 年评估报告充分考虑了评估基准日佳电股份生产经营的客观情况、电机行业和宏观经济的走势，采用恰当的评估方法，选取合适的评估参数。

（3）2010 年评估值高于 2007 年评估值的原因是：

公司产能、收入和利润大幅增长导致的未来净现金流量预测水平大幅提升；  
市场基准利率下降、行业成长风险相对降低、公司抗风险能力增强带来的折现率的下降；

溢余货币资金等非营业性资产价值的上升，长期股权投资的增加和付息债务的下降。

二、佳电股份新的资产评估报告(2011年5月31日为评估基准日)与前次(2010年9月30日为评估基准日)相比,显示公司发展前景向好,产量、价格、收入和利润等指标均有提高,但是折现率,折旧、摊销以及现金保有量却有所降低。请说明原因,并请独立财务顾问和评估机构发表意见。

答:

新评估报告与前次相比,产量、价格、收入和利润等指标提高,折现率,折旧和摊销以及现金保有量有所降低。原因分述如下:

### (一) 产量、价格、收入和利润等指标上升的原因

#### 1、两次评估报告现金流量测算表对比

根据中企华评报字(2011)第002号评估说明,佳电股份母公司以2010年9月30日为基准日的现金流量测算表如下:

单位:万元

项目	10年10-12月	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	未来永续
一、营业收入	56,625.04	232,952.32	255,960.64	281,316.74	309,208.46	318,412.71	
减:营业成本	41,452.38	177,818.60	195,300.89	214,143.22	235,130.47	243,038.00	
营业税金及附加	89.62	1,143.80	1,207.19	1,282.91	1,545.26	1,572.15	
营业费用	5,567.22	23,573.05	26,298.33	27,911.88	30,744.65	31,572.85	
管理费用	2,322.23	10,207.79	11,233.82	11,878.22	12,871.07	12,983.18	
二、营业利润	7,193.59	20,209.08	21,920.41	26,100.51	28,917.02	29,246.52	
加:营业外收入	1,400.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
减:营业外支出	80.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
三、利润总额	8,513.59	20,209.08	21,920.41	26,100.51	28,917.02	29,246.52	
四、息税前利润	8,513.59	20,209.08	21,920.41	26,100.51	28,917.02	29,246.52	30,109.68
所得税率	15.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
减:所得税	1,277.04	5,052.27	5,480.10	6,525.13	7,229.25	7,311.63	7,527.42
五、息前税后净利润	7,236.55	15,156.81	16,440.31	19,575.39	21,687.76	21,934.89	22,582.26
加:折旧	1,021.21	3,474.30	3,697.19	4,081.14	4,259.97	4,259.97	3,688.64
摊销	143.87	575.47	575.47	575.47	575.47	575.47	283.65
减:资本性支出	12,131.73	2,619.96	6,011.66	6,820.47	354.75	387.27	3,195.10
营运资本增加额	-7,856.31	3,046.29	2,761.00	3,042.73	3,347.01	1,104.51	-
六、自由现金流量	4,126.21	13,540.33	11,940.31	14,368.79	22,821.45	25,278.56	23,359.44
折现率	12.16%	12.09%	12.09%	12.09%	12.09%	12.09%	



根据中企华评报字（2011）第 1269 号评估说明，佳电股份以 2011 年 5 月 31 日为基准日的现金流量测算表如下：

单位：人民币万元

项目	11年6-12月	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	未来永续
一、营业收入	168,642.32	289,678.23	302,873.78	330,155.32	339,984.97	339,984.97	
减：营业成本	132,326.88	225,958.14	234,146.94	255,925.48	263,569.98	263,239.98	
营业税金及附加	664.72	1,334.16	1,394.67	1,456.51	1,612.81	1,618.43	
营业费用	17,151.02	28,782.12	30,068.73	32,668.33	33,609.95	33,609.95	
管理费用	5,200.18	9,941.33	10,399.70	10,934.68	11,237.95	11,238.01	
二、营业利润	13,299.51	23,662.48	26,863.73	29,170.31	29,954.28	30,278.60	
三、利润总额	13,299.51	23,662.48	26,863.73	29,170.31	29,954.28	30,278.60	
四、息税前利润	13,299.51	23,662.48	26,863.73	29,170.31	29,954.28	30,278.60	30,359.34
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
减：所得税	3,324.88	5,915.62	6,715.93	7,292.58	7,488.57	7,569.65	7,589.84
五、息前税后净利润	9,974.63	17,746.86	20,147.80	21,877.73	22,465.71	22,708.95	22,769.51
加：折旧	1,716.84	3,498.90	3,710.51	4,066.25	4,228.16	4,228.16	4,443.93
摊销	337.83	579.14	579.14	579.14	579.14	579.14	282.64
减：资本性支出	6,478.37	2,641.24	4,368.64	6,207.32	354.94	384.38	4,105.33
营运资本增加额	-1,734.68	4,634.65	2,639.11	5,456.31	1,965.93	0.00	-
六、自由现金流量	7,285.61	14,549.02	17,429.70	14,859.50	24,952.15	27,131.88	23,390.74
折现率	11.38%	11.38%	11.38%	11.38%	11.38%	11.38%	

## 2、收入增长的原因是在行业总体发展态势良好的背景下，佳电股份产品销售数量和销售价格有所上升

根据中国电器工业协会、中小型电机分会、经济信息统计部发布的全国中小型电机行业主要指标完成情况，2011年上半年，中小电机行业实现工业总产值288.2亿元，同比增长22.8%，实现工业增加值66.4亿元，同比增长18.2%，较全国规模以上工业增加值14.3%的增速高出3.9个百分点。2011年上半年，全国中小电机行业总产量9,174.9万千瓦，增产1,340.9万千瓦，同比增长17.1%。

佳电股份是我国中小电机行业的领先企业，拥有较高的市场份额和较强的产品竞争力。佳电股份利用中小电机整体市场规模扩大的形势，大力拓展销售，2011年总体情况良好。

中企华是于 2011 年 8-9 月对佳电股份实施补充评估的，当时 2011 年的订单情况已经较为明朗，2012 年和 2013 年也有部分订单。总体订单情况与前次评估时的预测相比呈现增加态势。

因此，中企华考虑到行业发展态势和公司经营的实际情况，适当修正了 2011 年-2013 年的销售数量预测数据，出于谨慎性的考虑，2014 年后仍然维持原预测数。

单位：千瓦

名称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
930 报告	8,400,000	9,820,000	10,800,000	11,880,000	13,068,000	13,460,040
531 报告	9,059,600	10,100,000	11,242,000	11,980,000	13,068,000	13,460,040
差异率	7.86%	2.85%	4.09%	0.84%	0%	0%

注：930 报告中全部数据均为预测数，531 报告 2010 年数据为实际完成数，以下相同。

另一方面，在进行补充评估时，由于市场需求增加和原材料价格上升，电机产品价格的提高也超越了前次评估的预测。因此，中企华根据在手订单情况和公司实际生产情况，适当调整了 2011 年的销售价格，但出于谨慎性考虑，预测 2012 年后电机产品价格逐步下降。

单位：元/千瓦

名称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
930 报告	223.81	232.68	232.68	232.68	232.68	232.68
531 报告	227.68	258.80	254.91	250.20	250.20	250.20
差异率	1.73%	11.23%	9.55%	7.53%	7.53%	7.53%

在销售数量和销售价格预测均有所提升的情况下，营业收入预测也出现一定程度的增长。

单位：万元

名称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
930 报告	207,566.54	232,952.32	255,960.64	281,316.74	309,208.46	318,412.71
531 报告	221,661.83	266,504.99	289,678.23	302,873.78	330,155.32	339,984.97
差异率	6.79%	14.40%	13.17%	7.66%	6.77%	6.77%

### 3、评估机构根据原材料价格上涨的实际情况，同时调升了营业成本预测。

总体来看，净利润预测仍有所上升

评估机构根据原材料价格上涨的实际情况，调升了营业成本预测。补充评估报告与前次相比，总成本和单位成本均有所增加。

单位：万元

名称	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
930 报告总成本	160,979.27	177,818.60	195,300.89	214,143.22	235,130.47	243,038.00
单位成本	191.64	181.08	180.83	180.26	179.93	180.56
531 报告总成本	174,528.55	225,958.14	234,146.94	255,925.48	263,569.98	263,239.98
单位成本	192.64	202.43	200.99	195.45	195.84	195.82
单位成本差异率	0.52%	11.79%	11.15%	8.43%	8.84%	8.45%

综合营业收入和营业成本等多方面因素的影响，总体来看，在行业迅速发展的大背景下，公司总体发展态势良好，息前税后净利润预测水平有所上升。

单位：亿元

名称	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
930 报告	1.72	1.52	1.64	1.96	2.17	2.19
531 报告	1.81	1.80	1.77	2.01	2.19	2.25
差异率	5.23%	18.42%	7.93%	2.55%	0.92%	2.74%

## （二）折现率降低的原因

折现率由 12.09% 降到 11.38%，主要是行业 $\beta$  系数由 1.0290 降低到 0.9517 所致。该数值由 WIND 咨询查询而来，表明电机行业相对整个市场风险有所降低，与佳电股份个体的经营状况无直接关联。

前次评估时，行业 $\beta$  和资本结构情况如下：

股票代码	公司名称	无财务杠杆的 Beta
000536	闽闽东	0.8415
002176	江特电机	1.1971
002196	方正电机	1.1278
002249	大洋电机	1.2665
600416	湘电股份	1.1190
600580	卧龙电气	0.8407
002202	金风科技	1.1232
002112	三变科技	0.7162
平均值		1.0290

新评估报告中，行业 $\beta$  和资本结构情况如下：

股票代码	公司名称	无财务杠杆的 Beta
002112.SZ	三变科技	0.9646
002176.SZ	江特电机	0.8865
002196.SZ	方正电机	0.9851
002202.SZ	金风科技	0.9535
002249.SZ	大洋电机	0.9570

600416.SH	湘电股份	1.0342
600580.SH	卧龙电气	0.8808
平均值		0.9517

新评估报告中所选取上市公司比前次减少 1 家，为闽闽东公司。原因是该公司已重组为华映科技，不再从事电机产品生产。

### （三）现金保有量降低的原因

现金保有量是指保证企业正常运营而需要的现金数量，前次评估报告预测为 9,340 万元，新评估报告测算为 7,300 万元，降低的主要原因是：

现金保有量是企业营运资金的一部分。对企业整体而言，营运资金科目之间在一定时期内是可以转换的，因此在企业营运资金整体基本保持不变的前提下，现金保有量不一定是一个固定数，而是随着企业的经营状况有所变化。

新评估报告基准日相对于前次评估报告基准日而言，佳电股份账面应收票据、存货等增加较多，这些流动资产会增加公司货币资金、或减少货币资金占用。经分析，佳电股份需要 7300 万元即可保证正常运营。

单位：亿元

科目	2011年5月31日	2010年9月30日	差额
应收票据	2.22	0.52	1.70
应收账款	5.76	4.30	1.46
预付款项	1.54	0.67	0.87
其他应收款	1.98	2.16	-0.18
存货	6.04	4.74	1.30
合计	17.54	12.39	5.15

### （四）折旧和摊销降低的原因

新评估报告折旧、摊销等比上次前次略有降低，原因是公司个别在建项目建设进度调整，导致转固金额和购置无形资产较原预期数略有推迟。具体如下：

单位：万元

科目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
新评估报告预计折旧及摊销	2,987	3,922	4,078	4,290	4,645	4,807
前次评估报告预计折旧摊销	3,017	4,050	4,273	4,657	4,835	4,835
差异率	-0.99%	-3.16%	-4.56%	-7.88%	-3.93%	-0.58%

## （五）评估机构意见

评估机构中企华认为：

（1）中企华从佳电股份生产经营的实际情况和电机行业发展状况出发，严格按照评估法规和规定出具两份评估报告。

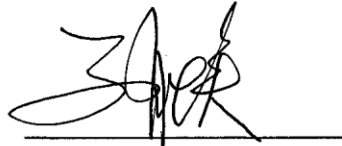
（2）新评估报告中，产量、价格、收入和利润有所提高，主要原因是中企华基于不同时点公司的实际情况，在谨慎性基础上进行少量调整。

（3）新评估报告中，折现率降低，主要是因为电机行业相对整个市场风险有所降低；现金保有量降低，主要是因为公司账面应收票据、存货等增加较多，这些流动资产会增加公司货币资金、或减少货币资金占用；折旧、摊销略有降低，主要是因为公司个别在建项目建设进度调整，导致转固金额和购置无形资产较原预期数略有推迟。

（以下无正文）

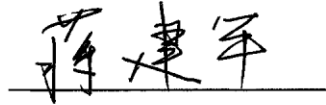
(此页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于佳电股份资产评估问题的补充回复》盖章页)

法定代表人（或授权代表）

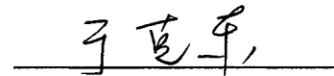


孙月焕

经办资产评估师



蒋建军



于克东

北京中企华资产评估有限责任公司



2011年12月13日