

中联资产评估集团有限公司关于中国证券监督管理委员会

深圳证券交易所《关于对中成进出口股份有限公司的重组问询函》（非许可类重组问询函〔2021〕第22号）

资产评估相关问题回复之核查意见

深圳证券交易所：

根据贵所 2021 年 11 月 30 日对中成进出口股份有限公司出具的《关于对中成进出口股份有限公司的重组问询函》（非许可类重组问询函〔2021〕第 22 号），中联资产评估集团有限公司（以下简称“中联评估”）作为本次交易的资产评估机构，已会同上市公司与各中介机构，就贵所反馈意见要求评估师核查的内容进行了核查及落实，现就相关问题作出书面回复如下。

问题1. (原问题1)

报告书显示，本次交易的业绩承诺方中成香港承诺，交易标的在 2021 年度、2022 年度和 2023 年度实现的经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 6,221.30 万元、8,195.94 万元及 9,215.34 万元，如本次股份转让未能如期在 2021 年度实施完毕，而在 2022 年度实施完毕的，则业绩承诺期调整为 2022 年度、2023 年度、2024 年度。2024 年度扣除非经常性损益后的归属于母公司的净利润承诺数为 10,279.18 万元。

报告书显示，交易标的 2019 年归属于母公司股东的净利润 9,575.69 万元，2020 年归属于母公司股东的净利润 8,941.97 万元，2021 年 1-7 月归属于母公司股东的净利润 2,974.05 万元；2019 年、2020 年和 2021 年 1-7 月，交易标的非经常性损益分别为 263.29 万元、535.57 万元和 289.09 万元。根据收益法评估下的营业收入预测，交易标的 2022 年营业收入同比增长近一倍，2022 年承诺净利润较 2021 年承诺净利润增长 31.74%。请你公司：

(1) 结合营业收入预测和净利润预测情况，说明交易标的营业收入预测情况与净利润预测情况不匹配的原因及合理性。

(2) 结合交易标的 2019、2020 年实际盈利情况、2021 年至 2023 年承诺实现业绩、相关评估参数选取等，分析并说明交易标的承诺期业绩低于前期已实现业绩的原因及合理性，是否出现业绩下滑。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的回复

(一) 结合营业收入预测和净利润预测情况，说明交易标的营业收入预测情况与净利润预测情况不匹配的原因及合理性。

1. 标的公司营业收入及净利润预测情况

标的公司预测期营业收入及净利润预测情况如下：

单位：万元

项目/年度	2021 年 8-12 月	2021 全年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2026 年以后
收入	51,965.85	113,940.09	219,617.72	132,303.24	141,653.44	148,340.66	155,362.25	155,362.25
成本	42,206.47	92,913.80	194,725.22	106,806.92	114,145.46	119,558.93	125,243.08	125,243.08
毛利	9,759.38	21,026.29	24,892.51	25,496.32	27,507.98	28,781.73	30,119.17	30,119.17

期间费用	5,747.20	13,100.29	14,956.65	14,249.36	14,965.86	15,674.56	16,384.31	16,384.31
净利润	3,247.25	6,221.30	8,195.94	9,215.34	10,279.18	10,737.02	11,246.45	11,246.45

2. 说明交易标的营业收入预测情况与净利润预测情况不匹配的原因及合理性

由以上标的公司预测期营业收入及净利润预测情况可知，2022 年收入较 2021 年收入增长 105,677.63 万元，增长率为 92.75%，净利润增长 1,974.63 万元，增长率为 31.74%，毛利增长 3,866.21 万元，增长率为 18.39%。收入增长较为显著的原因是由于标的公司于 2021 年承接的 Micron、Sustio 以及 Aspen 三个体量较大的工程承包（GC）类业务跨期导致，标的公司管理层根据三个跨期项目的合同以及 2021 年预计完工情况，预计该等项目于 2022 年应确认收入分别为 10.64 亿元、3.53 亿元以及 1.17 亿元，共计 15.33 亿元。。因此导致 2022 年较 2021 年收入增长率较高。

上述三个项目由于项目特性的原因，该等三个跨期项目管理层根据合同以及概算预计毛利率较低，预计 2022 年对毛利贡献为 0.95 亿元。

由上述可知，由于标的公司所承接的跨期大项目毛利率影响，标的公司 2022 年收入与净利润的增长存在一定的差异性，但标的公司 2022 年总体毛利较 2021 年增长 3,866.21 万元，期间费用较 2021 年增长 1,856.35 万元，与净利润增长 1,974.63 万元相匹配。因此结合历史情况，2022 年收入预测与净利润预测具有一定合理性。

（二）结合交易标的 2019、2020 年实际盈利情况、2021 年至 2023 年承诺实现业绩、相关评估参数选取等，分析并说明交易标的承诺期业绩低于前期已实现业绩的原因及合理性，是否出现业绩下滑。

1. 交易标的 2019、2020 年实际盈利情况、2021 年至 2023 年承诺实现业绩、相关评估参数选取

标的公司 2019 年、2020 年的实际业绩，以及 2021 年至 2023 年的承诺业绩情况如下：

单位：万元

项目/年度	2019 年	2020 年	2021 全年	2022 年	2023 年
净利润	9,575.69	8,941.97	6,221.30	8,195.94	9,215.34

相关评估参数情况如下：

参数	选取逻辑
工程承包（GC）类业务增长率	管理层根据在执行项目预计 2021 年下半年数据，2023 年-2026 年按照每年 5%的水平递增，2022 年根据当前在手大项目合同周期预计当年完成进度。
环境科技（ET）类业务增长率	管理层根据在执行项目预计 2021 年下半年数据，2022 年收入根据 2019-2020 年平均水平增长 10%预测，2022 年-2024 年根据企业自身发展规划按照每年 10%的水平递增，2025 年后逐步放缓至 5%。
复合材料类业务增长率	管理层根据在执行项目预计 2021 年下半年数据，2022 年收入根据 2019-2020 年平均水平增长 10%预测，2022 年-2024 年根据企业自身发展规划按照每年 10%的递增至满产水平进入稳定期。
工程承包（GC）类业务毛利率	2021 年成本均根据项目概算确定，2022 年工程承包（GC）类业务 3 个跨期大项目根据概算确认预计总成本，2023 年以后以 2019，2020 年平均毛利率水平预计。
环境科技（ET）类业务毛利率	2021 年成本均根据项目概算确定，2022 年以后以 2019，2020 年平均毛利率水平预计。
复合材料类业务毛利率	2021 年成本均根据项目概算确定，2022 年以后以 2019，2020 年平均毛利率水平预计。

2. 交易标的承诺期业绩低于前期已实现业绩的原因及合理性，是否出现业绩下滑

标的公司承诺期业绩低于报告期 2019 年业绩，主要原因系疫情影响导致部分工程业务受到影响，2020 年较 2019 年业绩小幅减少也可以说明疫情对于业绩的影响。

2020 年受疫情因素的影响，标的公司部分工程承包业务延期，导致标的公司 2020 年净利润存在波动；2021 年，受疫情因素的影响，马来西亚颁布了出行禁令，导致标的公司在马来西亚地区部分工程承包项目暂停施工，同时，也在一定程度上影响了标的公司包括马来西亚在内的东南亚地区工程承包业务的下游需求。

根据目前马来西亚地区工程承包项目的开展情况，标的公司预计 2021 年净利润将有所下滑。但伴随着疫情逐步常态化，疫情对标的公司经营业绩的影响将逐步减小，下游终端需求逐步恢复，标的公司的经营业绩亦将恢复。管理层考虑疫情等因素的影响后，谨慎估计的承诺期业绩具有一定合理性。

标的公司承诺期业绩分别为 6,221.30 万元、8,195.94 万元、9,215.34 万元，三年复合增长率 22%，与报告期不受疫情影响的 2019 年以及受疫情影响的 2020 年平均业绩水平 9,258.83 万元相差 0.47%，管理层认为标的公司可以以较高的业绩增速恢复至疫情常态化水平下业绩情况。

综上，受疫情等因素的影响，虽然标的公司短期内的经营业绩存在一定的波动，但随着疫情逐步常态化，经营业绩将有所回升。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司结合营业收入预测和净利润预测情况，说明了交易标的营业收入预测情况与净利润预测情况不匹配的原因及合理性以及交易标的承诺期业绩低于前期已实现业绩的原因及合理性。相关披露具备合理性。

问题2. (原问题2)

报告书显示，交易标的前次交易对价为 1.22 亿新币，结合当时的汇率以及股权交易情况，对应 100%的股权价值约为 11.96 亿元人民币。本次评估选取收益法评估结果作为评估结论，交易标的 100%股权的评估值为 126,300.00 万元，较账面价值 48,370.96 万元，增值 77,929.04 万元，增值率为 161.11%。两次估值结果相差 0.67 亿元，差异较大。主要原因系自上次估值以来，交易标的于 2019 年实现净利润 9,575.69 万元，2020 年实现净利润 8,941.97 万元，净资产由 2019 年末的 4.11 亿元增长至 2021 年 7 月末的 4.84 亿元，前后两次的估值结果与交易标的的净资产变动具有一定关联性。请结合前次交易评估情况，比较分析本次评估与前次评估的差异，包括评估方法、参数、结论等，说明本次评估的合理性，请评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的答复

(一) 本次评估与前次估值的差异情况

本次评估与前次估值的评估方法、主要参数、结论情况如下：

项目	前次估值	本次评估
评估方法	收益法、市场法、收益法定价	收益法、市场法、收益法定价
综合所得税率	16.19%	16.52%
折现率	12% (上限折现率), 13% (下限折现率)	9.5%
永续增长率	2.6%	-
永续期折现率	9.4% (上限折现率) 10.4% (下限折现率)	9.5%
永续期折现值 (两次占经营性资产 价值均超过 65%)	7.57 亿元 (下限折现值) 8.68 亿元 (上限折现值)	7.71 亿元
经营性资产价值	9.93 亿元 (下限) 11.09 亿元 (上限)	11.78 亿元
估值	2.36 亿新币 (下限), 2.60 亿新币 (上限), 以 估值基准日 2018 年 6 月 30 日央行汇率中间价 4.8386 计算对应人民币估值区间为 11.42-12.58 亿元	12.63 亿元

(二) 本次评估的合理性

由上述表格可知，前后两次在折现率方面略有差异，前后两次折现率计算方面差异情况如下：

项目	前次估值	本次评估
----	------	------

Rf	根据美国长期国债利率，新加坡、中国、马来西亚、越南平均通膨率以及美国长期通膨率调整，Rf 取值 3.6%	根据主要经营主体分别选取 rf 马来西亚 rf3.17% 新加坡 rf1.31% 中国 rf3.44%
Rm	德勤财务咨询研究调查，9.6%	根据主要经营主体分别选取 rm 马来西亚 rm9.30% 新加坡 rm15.76% 中国 rm10.53%
特性风险系数	5.4%-6.4%	3%
税前债务成本	新加坡长期借款利率 5.3%	马来西亚 BLR4.85% 新加坡 BLR5.25% 中国 5 年期 LPR4.65%
可比公司	选取了全球市场 10 家从事工程承包行业以及环境科技行业的可比上市公司	选取新加坡，马来西亚上市的 GC 类业务可比上市公司，中国 A 股上市的 ET 类以及复合材料类可比上市公司

注：本次评估参数选择具体信息见重组报告书“第五章 本次交易的评估情况，一、标的资产评估概况，（三）收益法评估情况”

综上，因前后两次具体参数不同，折现率结果略有不同，但前后两次估值折现率参数选取均来自公开数据，折现率计算合理。

除折现率外，前次估值与本次评估均以收益法定价，综合所得税率基本一致，尽管前次折现率期间与本次折现率略有差异，但前次估值为永续增长模型，从前后两次占经营性资产价值比例均超过 65%的永续期来看，本次评估永续期折现率处于前次永续期折现率上下限区间 9.4%-10.4%之间，永续期折现值处于前次永续期折现值 7.57-8.68 亿元之间，经营性资产价值 11.78 亿元略高于前次 9.93-11.09 亿元，两次估值方法以及主要参数不存在重大差异。

标的公司自前次中成集团收购以来，虽短期受到疫情影响导致业绩出现一定波动，但是随着疫情常态化，管理层认为标的公司经营情况长期向好。前次收购时点至今标的公司持续盈利，经营情况未发生重大变化，期间收益未向股东分红，本次评估较前次估值略有增值具有一定合理性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司披露了本次评估与前次估值在评估方法、参数、结论方面的差异，并说明了本次评估的合理性，相关披露具备合理性。

问题3. (原问题6)

报告书显示，市场法评估下，交易标的估值由境内估值和境外估值两部分组成，请你公司补充披露交易标的报告期境内、外收入及利润情况，以及预测期境内、外收入及利润预测情况，同时，请你公司说明净利润预测是否考虑汇率变动的影响，并就可能存在的汇率风险进行充分风险提示。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的答复

(一) 请你公司补充披露交易标的报告期境内、外收入及利润情况。

公司已在重组报告书“第八章管理层讨论与分析”之“四、拟购买资产近三年的财务状况和盈利能力”之“(二) 盈利能力分析”之“1、营业收入分析”之“(3) 营业收入区域构成分析”中补充披露了交易标的营业收入区域构成。具体如下：“

单位：万元

期间	境内		境外	
	收入	利润总额	收入	利润总额
2021年1-7月	12,024.78	1,662.33	49,949.47	1,794.30
2020年度	28,871.28	6,512.35	71,090.76	4,262.45
2019年度	39,596.98	4,933.08	97,439.81	6,469.96

”

(二) 预测期境内、外收入及利润预测情况，同时，请你公司说明净利润预测是否考虑汇率变动的影响。

市场法评估时，以历史期三年境内公司、境外公司净利润占比乘以2019年、2020年、2021年7月TTM口径平均净利润划分境内、境外口径，并不涉及预测期境内外收入利润情况。

收益法下标的公司使用合并口径盈利预测，由于各类业务模式周期较短，故管理层依靠行业情况以及历史各类业务数据确定以后年度各类业务收入，并未以各地区口径预计业务收入，利润情况。因此，并未有准确的预测期境内、外收入及利润情况，仅能参照上一小问报告期收入及利润境内外占比初步划分预测期收入及利润情况，划分结果如下：

单位：万元

科目	区域	2021年8-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2026年以后
收入	境内	13,990.86	59,128.06	35,620.23	38,137.60	39,938.01	41,828.45	41,828.45
	境外	37,974.99	160,489.66	96,683.01	103,515.84	108,402.65	113,533.80	113,533.80
利润总额	境内	2,043.10	5,020.06	5,644.45	6,296.06	6,576.49	6,888.52	6,888.52
	境外	1,952.53	4,797.53	5,394.24	6,016.96	6,284.96	6,583.16	6,583.16

关于汇率，由于汇率变动性无法合理估计，在评估假设中假设基准日后汇率不变，若评估假设出现大幅变动，评估结论失效，已在评估报告中披露。

公司已在重组报告书之“重大风险提示”之“一、与本次交易相关的风险”之“（四）标的资产估值风险”对汇率风险作了补充披露，具体如下：

“标的公司在新加坡、马来西亚、越南等境外国家主要开展工程承包、环境科技业务，在经营过程中与客户、供应商的业务往来主要采用当地货币如新加坡元、林吉特、越南盾，以及美元、欧元等进行结算，因此若未来上述货币兑人民币汇率出现大幅波动，则可能对标的公司的经营业绩、标的资产估值产生较大影响。”

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司已补充说明了标的公司预测期境内、外收入及利润预测情况，以及净利润预测未考虑汇率变动的情况。相关披露具有合理性。

（此页无正文，仅为《中联资产评估集团有限公司关于中国证券监督管理委员会深圳证券交易所<关于对中成进出口股份有限公司的重组问询函>（非许可类重组问询函（2021）第 22 号）资产评估相关问题回复之核查意见》之盖章页）



2021年 12 月 6 日