

中信建投证券股份有限公司

关于深圳证券交易所《关于对杭州巨星科技股份有限公司的重组问询函》相关问题之专项核查意见

深圳证券交易所：

中信建投证券股份有限公司作为杭州巨星科技股份有限公司（以下简称“上市公司”或“巨星科技”）本次重大资产购买的独立财务顾问，就贵部于 2019 年 6 月 25 日下发的《关于对杭州巨星科技股份有限公司的重组问询函》[中小板重组问询函（不需行政许可）【2019】第 8 号]涉及的相关问题进行了核查，现将核查情况报告如下，请予审核。

如无特殊说明，本核查意见中所采用的释义与《杭州巨星科技股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）》一致。

1、根据回函，你公司拟通过与中策橡胶现有经销商建立产品销售和经销代理关系，向中策橡胶经销商终端门店提供汽修工具产品，目标在 5 年内获取不低于 50%的中策橡胶经销商终端零售门店汽修工具采购额。你公司预计 2019 年至 2021 年上述合作将给你公司带来 292.67 万元、1,170.67 万元和 1,951.12 万元净利润，合计 3,414.46 万元。同时，中策橡胶有望依托于公司与北美客户建立的稳定合作关系进入北美大型零售商的供应商名录，预计未来三年在中策橡胶原有业务增长的基础上将新增其现有北美地区收入的 1%、2%和 5%，即新增营业收入 3,892.50 万元、7,785.01 万元和 19,462.52 万元。根据中策泰国生产产品毛利率、期间费用率和所得税优惠政策，预计未来三年中策泰国将累计新增 4,278.64 万元净利润。（1）请补充披露中策橡胶经销商终端零售门店是否存在对外采购汽修工具的情形，并结合中策橡胶对其经销商的控制力，说明你公司汽修工具产品在中策橡胶经销商终端门店实现销售的可行性，你公司目标在 5 年内获取不低于 50%的中策橡胶经销商终端零售门店汽修工具采购额的依据以及可行性；（2）请补充披露 2019 年至 2021 年你公司汽修工具毛利率、期间费用率的预测值，对比你公司现有汽修工具产品境内外销售情况及同行业其他公司毛利率、期间费用率情况，说明 3,414.46 万元净利润的测算依据及合理性；（3）请补充披露你公司预测的

2019年至2021年北美大型零售商、汽配供应链企业对中策橡胶轮胎产品的采购额和采购比例，预测的中策泰国对美出口轮胎的毛利率、期间费用率，说明4,278.64万元净利润的测算依据及合理性；（4）你公司2016年至2018年实现净利润分别为62,163.84万元、54,864.08万元和71,699.95万元，合计188,727.87万元。未来三年新增汽修工具产品净利润3,414.46万元仅占2018年净利润的4.76%，占2016-2018三年合计净利润的1.81%。中策橡胶2017年至2018年实现净利润分别为65,707.60万元和80,206.20万元，未来三年中策泰国新增对美出口产品净利润4,278.64万元仅占2018年净利润的5.33%。请补充说明少数股权与上市公司现有主营业务之间“显著的协同效应”是如何体现的；（5）请补充披露本次交易独立财务顾问认为中策橡胶与上市公司现有业务具有显著的协同效应的核查意见依据，独立财务顾问是否勤勉尽责。

回复：

一、请补充披露中策橡胶经销商终端零售门店是否存在对外采购汽修工具的情形，并结合中策橡胶对其经销商的控制力，说明你公司汽修工具产品在中策橡胶经销商终端门店实现销售的可行性，你公司目标在5年内获取不低于50%的中策橡胶经销商终端零售门店汽修工具采购额的依据以及可行性

（一）中策橡胶经销商终端零售门店存在对外采购汽修工具的情形

中策橡胶现拥有230余家经销商，对接了40,000余家终端零售门店。终端零售门店在销售轮胎产品时会根据消费者需要配套提供轮胎拆卸、检修、安装、保养等服务，门店在提供上述服务时需要使用起子、棘轮扳手、套筒、千斤顶和锤子等汽修工具，因此终端零售门店均有对外采购汽修工具的需求。除上述因提供轮胎配套服务所需要采购的配套汽修工具外，部分4S店还同时出售车载汽修工具。

综上，中策橡胶目前40,000余家终端零售门店均存在对外采购汽修工具的情形和需求。

（二）结合中策橡胶对其经销商的控制力，说明公司汽修工具产品在中策橡胶经销商终端门店实现销售的可行性

中策橡胶与经销商建立了长期、稳定的合作关系，主要经销商均与中策橡胶有 5 年以上的长期合作且主要销售中策橡胶的产品。相关经销商对于中策橡胶具有较高的品牌忠诚度及信任度，在对于汽修工具具有确定性的需求和对外采购的前提下，愿意就中策橡胶推荐的合作伙伴所生产的汽修工具进行试用并根据试用效果逐步替换现有供应商。

经销商对于汽修工具的选择主要基于产品品质、性价比、售后服务等因素。巨星科技是世界领先的手工具研发制造企业，拥有工具五金自主设计、研发、生产和全国配套服务的能力，其技术水平位居行业前列。公司汽修工具远销欧美市场，并且在全球多家大型零售集团取得了超过 8,000 万美元的销售收入，公司汽修工具具有性价比高、产品质量稳定、售后服务完善等优势，能够满足中策橡胶终端零售门店对于汽修工具的相关需求，因此上市公司向中策橡胶经销商终端零售门店销售汽修工具具备可行性。

（三）公司目标在 5 年内获取不低于 50%的中策橡胶经销商终端零售门店汽修工具采购额的依据以及可行性

中策橡胶终端零售门店根据其规模或提供的服务主要分为两种类型，一类为 4S 店或大型汽配店，另一类为 2S 店或小型汽配店。根据上市公司境外销售相关经验并结合上市公司市场调研，预计 4S 店和大型汽配店平均年采购汽修工具约 4.5 万元；预计 2S 店和小型汽配店平均每年采购汽修工具约 1.4 万元。根据中策橡胶终端销售渠道构成，预计中策橡胶经销商终端零售门店每年采购汽修工具金额合计约为 8-10 亿元。

上市公司已就汽修工具在中策橡胶经销商门店进行布局制定了切实可行的计划安排。根据该计划，上市公司将在本次交易完成后预计于 2019 年下半年开始在中策橡胶江浙沪地区最主要的 10 家经销商及相应对接的约 3,000 家终端零售门店先行布局公司汽修工具，综合考虑相关门店调研中更换汽修工具意愿及公司产品优势，保守估计上述门店约有 50%的转化率，因此预计 2019 年度上市公司可在上述门店实现约 2,700 万元收入。2020 年和 2021 年公司将扩大经销商覆盖区域至珠三角和华东片区，并完成对中国经济最发达的三大片区 130 家经销商和 19,000 家终端门店的对接布局。随着上市公司在这些门店陆续完成布局，考

考虑到经销商对于门店管理及经销商对于汽修工具品牌的统一性，以及相关产品市场影响力的提升，上市公司可以将相关经验复制至其他经销商及对应零售门店，因此预计 2020 年和 2021 年将实现约 10,800 万元和 18,000 万元的收入，在前三年的布局期合计实现约 3,414.46 万元净利润。同时根据公司长期积累的经销商渠道开发经验，公司计划在 2022 年至 2023 年深耕上述三大片区门店和进一步开发华北、西南片区终端门店，并迎来业务快速增长期和成熟期，预计至 2023 年上市公司汽修工具可覆盖中策橡胶约 50% 终端零售门店，进而每年为上市公司贡献 45,000 万元营业收入，实现约 14,300 万元毛利和 4,877.80 万元净利润。该计划的制定参考了同行业可比公司世达工具 SATA 近几年成功拓展汽修工具市场的相关经验，并且以对中策橡胶部分核心经销商的走访和问卷调查结果为依据，充分调研了汽修工具市场的有关特性。中策橡胶的轮胎产品在 230 家境内经销商的对外销售的轮胎产品中占比超过 80%，且其中 150 家左右的中大型经销商和其辐射的 20,000 家左右的终端零售门店占总体采购规模的七成以上。上市公司计划集中打通上述中大型经销商渠道，实现 5 年内获取不低于 50% 的中策橡胶经销商终端零售门店汽修工具采购额的目标。

综上所述，公司上述渠道覆盖目标依据较为充分，具有较强的可行性。

二、请补充披露2019年至2021年你公司汽修工具毛利率、期间费用率的预测值，对比你公司现有汽修工具产品境内外销售情况及同行业其他公司毛利率、期间费用率情况，说明3,414.46万元净利润的测算依据及合理性；

2019 至 2021 年预测期间，公司汽修工具毛利率预计为 31.78%，公司营业税金及附加及期间费用率合计预计为 17.33%。

公司目前国内汽修工具主要通过控股子公司巨星钢盾进行销售。巨星钢盾 2018 年毛利率为 31.78%，营业税金及附加及期间费用率合计为 30.41%。

公司汽修工具境外销售的主要客户为 SEARS ROEBUCK & COMPANY、WALMART 和加拿大 CTC，2018 年公司汽修工具业务销售毛利率为 32.04%，期间费用率合计为 10.06%。

目前境内外同行业公司均未就汽修工具披露毛利率或期间费用率，因此无法直接进行比较。可比同行业境外公司如全球工具龙头史丹利百德（SWK）的销售毛利率为 34.69%；可比同行业境内公司如博深股份（002282）的销售毛利率为 29.66%，期间费用率合计为 17.63%。

基于上述数据，在毛利率方面，公司境内、外销售与同行业可比公司差异较小，因此预测期内相关汽修工具毛利率参照巨星钢盾 2018 年毛利率具有合理性。在期间费用率方面，公司境外销售费用率远低于境内销售费用率，主要系公司在境外已建立稳定的销售渠道，因此在市场开拓方面所需投入相对较少。在境内销售方面，考虑到预测期内公司可以利用中策橡胶现有经销商渠道实现汽修工具收入，相较巨星钢盾可减少市场营销费用的投入比例，且与境内可比公司的期间费用率相近，具有合理性。

综上所述，公司在预测期内所采用的毛利率及期间费用率主要基于公司汽修工具业务实际经营情况和同行业可比公司情况，测算依据较为充分，2019 年至 2021 年合计新增 3,414.46 万元净利润的预测具有合理性。

三、请补充披露你公司预测的2019年至2021年北美大型零售商、汽配供应链企业对中策橡胶轮胎产品的采购额和采购比例，预测的中策泰国对美出口轮胎的毛利率、期间费用率，说明4,278.64万元净利润的测算依据及合理性；

公司现有北美大型零售商客户及汽配供应链企业客户均为业内大型知名企业，其中大型零售商客户主要包括了 WALMART INC.、SEARS ROEBUCK & COMPANY、LOWES COMPANIES INC.、THE HOME DEPOT INC.等综合零售商或工具类产品专业零售商；汽配供应链企业客户则主要包括 AUTOZONE、ADVANCE AUTO、NAPA、O'Reilly、PEPBOYS AUTO 等规模较大客户，上述零售商或汽配供应链企业客户年销售规模均在 50 亿美元以上。本次交易完成后，中策橡胶拟依托上市公司与上述零售商及汽配供应链企业的合作关系，进一步提升其在北美地区的市场份额。

中策橡胶在北美地区 2018 年实现营业收入 389,250.42 万元，其销售以经销模式为主，中策橡胶原有销售渠道与上市公司销售渠道存在显著差异。结合中策橡胶对现有北美地区主要客户的销售规模，同时考虑到上市公司带来的增量销售

渠道的影响，预计中策橡胶可以在其现有北美地区收入的基础上，通过与上述零售客户或汽配供应链客户建立合作关系增加一定比例的收入。考虑客户拓展的计划进度，公司预计 2019 年-2021 年分别新增其现有北美地区收入的 1%、2%和 5%，即新增营业收入 3,892.50 万元、7,785.01 万元和 19,462.52 万元。上述客户对中策橡胶轮胎的采购额及占该客户 2018 年轮胎采购总额的比例预计如下：

单位：万元

项目	2019年度	占其2018年 轮胎采购总 额的比例	2020年度	占其2018年 轮胎采购总 额的比例	2021年度	占其2018年 轮胎采购总 额的比例
WALMART INC.	400.00	0.02%	800.00	0.04%	2,000.00	0.10%
SEARS ROEBUCK & COMPANY	1,400.00	0.25%	2,800.00	0.51%	7,000.00	1.27%
THE HOME DEPOT INC.	400.00	0.04%	800.00	0.08%	2,000.00	0.19%
Canadian Tire Corp.	1,400.00	0.32%	2,800.00	0.64%	7,000.00	1.61%
AUTOZONE等汽配 供应链企业	292.50	/	585.01	/	1,462.52	/
合计采购额	3,892.50	/	7,785.01	/	19,462.52	/

公司预测的中策泰国对美出口轮胎的毛利率为 17.94%，期间费用率为 4.20%。中策橡胶向美国地区的销售主要通过中策泰国出口，因此在测算预测期毛利率及期间费用率时均与中策泰国 2018 年相关财务指标保持一致。同时在测算时考虑了中策泰国在当地享有的所得税优惠政策，即 2019 年至 2022 年，无需缴纳所得税，2023 年至 2027 年仅需按照当地所得税标准税率的一半（即 10%）缴纳所得税。因此，公司预计未来三年中策泰国将累计新增 4,278.64 万元净利润。

综上所述，公司预测的 2019 年至 2021 年北美大型零售商、汽配供应链企业对中策橡胶轮胎产品的采购额、采购比例和所采用的毛利率及期间费用率基于目前经营情况、潜在市场空间和未来市场开拓计划，相关测算依据较为充分，2019 年至 2021 年合计新增 4,278.64 万元净利润的预测具有合理性。

四、你公司2016年至2018年实现净利润分别为62,163.84万元、54,864.08万元和71,699.95万元，合计188,727.87万元。未来三年新增汽修工具产品净利润3,414.46万元仅占2018年净利润的4.76%，占2016-2018三年合计净利润的1.81%。

中策橡胶2017年至2018年实现净利润分别为65,707.60万元和80,206.20万元,未来三年中策泰国新增对美出口产品净利润4,278.64万元仅占2018年净利润的5.33%。请补充说明少数股权与上市公司现有主营业务之间“显著的协同效应”是如何体现的;

(一) 交易协同性对于巨星科技境内销售的影响

发展国内汽车修理工具业务一直是公司的重点战略方向之一,公司汽车修理类工具 2018 年境内实现收入不足 1,000 万元,金额较小。而同行业的竞争对手如世达工具 SATA 通过 10 多年的努力,在 2018 年度实现汽修工具销售收入超过人民币 8 亿元。巨星科技在国内汽修工具市场占有率较低,因此在开拓市场时存在循序渐进的过程,相关协同收入也需要逐步体现。此外,由于假设本次交易于 2019 年 7 月末完成,测算 2019 年业务协同对于公司经营业绩的影响仅考虑了 2019 年剩余 5 个月。综上,2019 年至 2021 年新增汽修工具产品净利润合计对利润贡献较少。

2022 年以后,随着公司产品在中策橡胶经销商终端零售门店的渗透率逐步提高以及国内市场影响力的逐步提升,相关销售收入及净利润将会显著增长,2022 年预计公司因协同效应新增收入 31,500 万元,增厚净利润 3,414.46 万元。

根据公司规划,预计 2023 年及以后覆盖中策橡胶终端经销商门店数比例不低于 50%,以此计算 2023 年及以后每年可以为上市公司贡献 4,877.80 万元净利润。因此本次交易完成后五年内(2019 年至 2023 年),将合计新增净利润 11,706.71 万元,占巨星科技 2018 年净利润的 16.33%。由于终端零售门店对于汽修工具的采购存在持续性需求,不考虑渠道的进一步拓展,预计 2023 年以后仍将每年为公司贡献 45,000 万元营业收入以及 4,877.80 万元净利润。

各年度具体预测如下:

单位:万元

项目	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度及以后
覆盖中策橡胶终端经销商门店数比例	3%	12%	20%	35%	50%

新增销售收入	2,700.00	10,800.00	18,000.00	31,500.00	45,000.00
毛利	858.00	3,432.02	5,720.03	10,010.06	14,300.08
税金及附加、 期间费用	467.78	1,871.13	3,118.54	5,457.45	7,796.36
净利润	292.67	1,170.67	1,951.12	3,414.46	4,877.80

除上述协同效应直接对上市公司经营业绩的影响外，本次交易将为上市公司全面布局国内汽修工具市场提供突破口。公司拟通过与中策橡胶现有经销商建立产品销售和经销代理关系，向中策橡胶经销商终端门店提供统一高品质的汽修工具产品，从而进入国内汽车修理市场；公司汽修工具在中策橡胶经销商体系的应用将加快公司在国内市场口碑及品牌建设，促进上市公司汽修工具业务的发展，并快速抢占汽修工具市场份额。

（二）交易协同性对于巨星科技境外销售的影响

中策橡胶是境外大型专业轮胎销售公司的战略合作伙伴，这些境外大型专业轮胎销售公司也是全球除大型零售商、汽配供应链企业外最大的汽修工具采购商。北美排名靠前的轮胎销售公司 TIRECO INC.和 LIONSHEAD SPECIALTY TIRE&WHEEL,LLC 分别为中策橡胶 2018 年境外销售第二大和第五大客户。上述两家公司年采购汽修工具及设备均在 1 亿美元以上。公司现有的销售渠道尚未对这些专业领域客户进行覆盖，本次交易完成后，公司与中策橡胶可合作引导上述客户成为公司手工具的客户，为公司带来新的增长点。上述市场拓展目标参考了公司以往实践经验。公司在 2015 年和 2016 年分别收购了激光测量工具公司华达科捷和 ODA 电子，通过 2-3 年的引导，使得包括 BOSCH、LEICA 在内的专业测量产品客户成为了公司手工具客户。

因此，通过本次交易后与中策橡胶的业务协同，公司将进一步提升主营业务的客户广度和竞争力。

（三）交易协同性对于中策橡胶的影响

单位：万元

项目	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
新增销售收入	3,892.50	7,785.01	19,462.52	31,140.03	38,925.04

毛利	698.32	1,396.63	3,491.58	5,586.52	6,983.15
期间费用	163.49	326.97	817.43	1,307.88	1,634.85
所得税	-	-	-	-	534.83
净利润	534.83	1,069.66	2,674.15	4,278.64	4,813.47

本次交易完成后五年内（2019 年至 2023 年），将合计新增中策橡胶净利润 13,370.75 万元，占中策橡胶 2018 年净利润的 16.67%。

综上所述，基于制造业企业业务发展的客观周期和本次交易的进度情况，未来三年公司和中策橡胶的业务协同需要经历铺垫期和发展期，双方需根据渠道的拓展调整优化研发、生产、销售等环节及产品策略，该阶段收益较小符合客观规律，公司相关预测较为审慎、合理。

本次交易收购中策橡胶少数股权后，公司将协同中策橡胶这一同属汽车后市场的配件龙头企业，利用中策橡胶境内外的经销商渠道和行业口碑，预计在未来五年内合计新增境内销售收入 10.80 亿元，占公司 2018 年营业收入的 18.20%，并且有望增加境外销售收入。2019 年至 2023 年合计新增公司主营业务净利润 11,706.71 万元（不考虑巨星境外销售收入增长部分），占公司 2018 年净利润的 16.33%，且该主营业务净利润均为直接现金流流入，能有效提高公司本次收购的内部收益率。

为充分发挥上市公司与标的公司的业务协同，进一步保障上市公司的投资权益，本次交易完成后，上市公司拟分别取得中策橡胶两个董事会席位和中策海潮两个董事会席位，均超过上市公司在标的公司的股权比例对应席位，通过本次交易安排，上市公司可以获取对中策橡胶和中策海潮更强的决策权和影响力，增强业务协同纽带。综上，公司认为该少数股权与主营业务之间具有显著的协同效应。

五、请补充披露本次交易独立财务顾问认为中策橡胶与上市公司现有业务具有显著的协同效应的核查意见依据，独立财务顾问是否勤勉尽责。

独立财务顾问就中策橡胶与上市公司现有业务的协同性履行了如下的核查程序：

- 1、查阅了国内汽修市场相关行业数据；

2、就上市公司在汽修工具业务方面的发展规划与上市公司相关销售主管人员进行了访谈；

3、就中策橡胶现有经销门店类型访谈了中策橡胶销售部门负责人并取得了相关明细；

4、对于部分经销商门店进行了走访，并取得了主要经销商门店关于采购汽修工具的相关调查问卷；

5、就测算对巨星科技协同效应的相关影响进行了复核，对于数据合理性进行了分析；

6、就测算对中策橡胶协同效应的相关影响进行了复核，对于数据合理性进行了分析；

7、查询了境内外同行业上市公司财务数据，并就其相关财务数据与上市公司进行了比对；

8、比较了协同效应前后对于上市公司业绩增厚的影响。

经过上述核查及分析，独立财务顾问认为本次交易中策橡胶与上市公司均聚焦于汽车后市场，通过本次交易能够利用双方在汽车后市场业务布局的差异，在交易销售渠道方面产生较强的协同性，此外根据上市公司在汽修工具方面的发展规划，能够通过本次交易在国内市场上快速抢占一定的市场份额并取得品牌影响力，独立财务顾问已经履行了上述核查程序对本次交易协同性进行了核查，独立财务顾问已经履行了勤勉尽责的义务。经核查，独立财务顾问认为中策橡胶与上市公司现有业务具有显著的协同效应。

2、根据回函，本次交易你公司将减少 110,000 万元货币资金，且未来七年无法从中策橡胶获得实际的现金分红，未来三年业务协同仅能为你公司增加 3,414.46 万元净利润。（1）请补充测算本次交易预计的投资回收期，并对比最近三年你公司投资活动的收益率（包括但不限于未达到重大资产重组标准的收购、银行理财等）说明本次交易的内部收益率是否具备合理性，本次交易是否具有必要性；（2）请结合上述情况说明你公司认为本次交易能够“改善财务状况、提

升上市公司盈利能力和上市公司业绩”的具体判断依据。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、请补充测算本次交易预计的投资回收期，并对比最近三年你公司投资活动的收益率（包括但不限于未达到重大资产重组标准的收购、银行理财等）说明本次交易的内部收益率是否具备合理性，本次交易是否具有必要性；

（一）本次交易预计的投资回收期和内部收益率

本次交易中公司初始投资为 110,000 万元，中策橡胶预测期的营业收入、利润、自由现金流、折现率等数据均与评估报告中收益法对应预测值及参数保持一致。本次交易预计的投资回收期和内部收益率的测算情况如下：

1、不考虑本次交易的协同性所新增的净利润及现金流

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
中策橡胶预计营业收入	2,759,462.00	2,910,338.00	2,935,910.00	2,951,555.00	2,972,222.00	2,972,222.00	2,972,222.00	2,972,222.00	2,972,222.00
中策橡胶预计净利润	91,367.68	107,949.95	113,561.19	120,994.30	116,564.41	133,723.53	133,723.53	133,723.53	133,723.53
中策橡胶自由现金流	54,878.44	102,819.24	217,311.77	242,485.76	239,126.76	158,405.57	158,405.57	158,405.57	158,405.57
中策橡胶净利润归属于中策海潮的部分	42,896.12	50,681.31	53,315.73	56,805.49	54,725.71	62,781.73	62,781.73	62,781.73	62,781.73
并购贷款的利息费用	3,307.50	7,820.76	7,593.85	7,249.90	6,644.99	5,510.91	3,628.63	982.76	-
中策海潮预计净利润	39,588.62	42,860.55	45,721.88	49,555.59	48,080.72	57,270.82	59,153.10	61,798.97	62,781.73
上市公司享有的中策海潮净利润	10,886.87	11,786.65	12,573.52	13,627.79	13,222.20	15,749.47	16,267.10	16,994.72	17,264.97
上市公司累计享有的净利润	10,886.87	22,673.52	35,247.04	48,874.83	62,097.03	77,846.50	94,113.60	111,108.32	128,373.29
中策橡胶预计分红比例	30%	30%	30%	40%	50%	60%	60%	60%	60%

中策橡胶预计 分红金额	27,410.30	32,384.99	34,068.36	48,397.72	58,282.21	80,234.12	80,234.12	80,234.12	80,234.12
中策海潮可获得的分红	12,868.84	15,204.39	15,994.72	22,722.20	27,362.85	37,669.04	37,669.04	37,669.04	37,669.04
中策海潮获得的 分红累计数	12,868.84	28,073.23	44,067.95	66,790.15	94,153.00	131,822.04	169,491.07	207,160.11	244,829.15
上市公司现金流影响数	-110,000.00	-	-	-	-	-	-	-	250,127.93
投资回收期 (年)									7.93
折现率									8.38%
IRR									10.81%

注：1、中策海潮作为持股平台，假设其在投资期内每年仅偿还并购贷款利息及部分本金，未发生其他期间费用。

2、假设未来期间中策橡胶每年均进行现金分红，未来分红比例由 30% 逐渐上升到 60%，并在 2024 年开始保持不变。

3、根据本次交易的评估报告（万邦评报（2019）86 号）及其说明，中策橡胶的预测收入和利润于 2024 年进入永续期，其当年的折现率取值为 8.38%。

4、本次交易中策海潮并购贷款本金为 180,000.00 万元，还款期为 2019-2026 年，共需偿还利息 42,739.29 万元。中策海潮取得的分红优先用于偿还并购贷款本息，故在贷款本息偿还完毕之前，本次投资无法为公司带来实际的现金流入。

5、假设公司在偿还完毕并购贷款的当年末按剩余永续期自由现金流的折现值处置所持有的中策海潮全部股权，以下处置价值计算方式相同。

6、中策橡胶自由现金流取自本次交易的评估报告（万邦评报（2019）86 号）说明“第二章 收益法评估说明”中的“企业自由现金流预测表”。其中，2024 年开始自由现金流较之前年度有大幅下降，主要原因为：中策橡胶未来年度资本性更新支出预计大幅增加，以及作为主要利润来源的子公司中策泰国自 2015 年起享受的 8 年所得税免税政策优惠在 2023 年到期导致所得税费用支出大幅增加。

7、投资回收期指本次交易完成后公司获得的收益总额（累计享有的净利润）达到其初始投入的投资总额（110,000.00 万元）所需要的时间（年限）。

由上表可知,上市公司预计到 2026 年末累计实现的新增净利润为 111,108.32 万元,即当年可覆盖初始投资成本 111,000 万元,故从会计净利润角度,可计算出本次投资的回收期为 7.93 年。

假设中策海潮完全依靠自中策橡胶取得的现金分红偿付并购贷款本息(含巨星集团差额补足及收回),其累计需支付的金额为 222,739.29 万元,由于其在 2027 年末累计取得现金分红为 244,829.15 万元,即当年方可完成全部本息偿还义务。2027 年末,中策海潮还本付息后的剩余现金为 22,089.85 万元,其中,按 27.50%的持股比例归属于公司的部分为 6,074.71 万元。

鉴于从 2027 年开始,中策海潮开始持续地产生可用于给自身股东分红的自由现金流为 74,369.67 (158,405.57*46.9489%) 万元。假设公司于 2027 年末处置其持有的中策海潮 27.50%的股权,按自由现金流折算,该部分股权此时对应的现值为: $74,369.67/8.38\%*27.50\%+6,074.71=250,127.93$ 万元;若按照本次交易的实际市盈率 15.3978 测算,2027 年末该部分股权对应的价值为 265,842.86 万元。谨慎起见,选取 250,127.93 万元作为公司退出投资时取得的现金流入。据此,计算出本次交易在投资期(2019-2027 年)的内部收益率为 10.81%。

2、考虑本次交易的协同性所新增的净利润和现金流

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
中策橡胶预计营业收入	2,759,462.00	2,910,338.00	2,935,910.00	2,951,555.00	2,972,222.00	2,972,222.00	2,972,222.00	2,972,222.00	2,972,222.00
中策橡胶预计净利润	91,367.68	107,949.95	113,561.19	120,994.30	116,564.41	133,723.53	133,723.53	133,723.53	133,723.53
对中策橡胶协同效应带来的净利润	534.83	1,069.66	2,674.15	4,278.64	4,813.47	4,813.47	4,813.47	4,813.47	4,813.47
中策橡胶净利润归属于中策海潮部分	43,147.22	51,183.51	54,571.21	58,814.27	56,985.58	65,041.60	65,041.60	65,041.60	65,041.60
并购贷款的利息费用	3,307.50	7,820.76	7,593.85	7,249.90	6,644.99	5,510.91	3,628.63	982.76	-
中策海潮预计净利润	39,839.72	43,362.75	46,977.37	51,564.37	50,340.59	59,530.69	61,412.97	64,058.84	65,041.60
公司享有的中策海潮净利润	10,955.92	11,924.76	12,918.78	14,180.20	13,843.66	16,370.94	16,888.57	17,616.18	17,886.44
协同效应带来的新增净利润	292.67	1,170.67	1,951.12	3,414.46	4,877.80	4,877.80	4,877.80	4,877.80	4,877.80

上市公司增加的净利润累计数	11,248.59	24,344.02	39,213.91	56,808.57	75,530.03	96,778.76	118,545.12	141,039.10	163,803.34
中策橡胶自由现金流	54,878.44	102,819.24	217,311.77	242,485.76	239,126.76	158,405.57	158,405.57	158,405.57	158,405.57
协同效应产生的现金流	534.83	1,069.66	2,674.15	4,278.64	4,813.47	4,813.47	4,813.47	4,813.47	4,813.47
中策橡胶自由现金流新增合计	55,413.27	103,888.90	219,985.92	246,764.40	243,940.23	163,219.04	163,219.04	163,219.04	163,219.04
中策橡胶预计分红比例	30%	30%	30%	40%	50%	60%	60%	60%	60%
中策橡胶预计分红金额	27,570.75	32,705.88	34,870.60	50,109.18	60,688.94	83,122.20	83,122.20	83,122.20	83,122.20
中策海潮可获得的分红	12,944.16	15,355.05	16,371.36	23,525.71	28,492.79	39,024.96	39,024.96	39,024.96	39,024.96
中策海潮获得的分红累计数	12,944.16	28,299.22	44,670.58	68,196.29	96,689.08	135,714.04	174,739.00	213,763.96	252,788.92
上市公司现金流影响数	-110,000.00	-	-	-	-	-	-	-	259,732.91
投资回收期(年)									6.61
折现率									8.38%

IRR									11.34%
------------	--	--	--	--	--	--	--	--	---------------

- 注：1、中策海潮作为持股平台，假设其在投资期内每年仅偿还并购贷款利息及部分本金，未发生其他期间费用。
- 2、假设未来期间中策橡胶每年进行现金分红，分红比例由 30% 逐渐上升到 60%，并在 2024 年开始保持不变。
- 3、根据本次交易的评估报告（万邦评报〔2019〕86 号）及其说明，中策橡胶的预测收入和利润于 2024 年进入永续期，其当年的折现率取值为 8.38%。
- 4、本次交易中策海潮并购贷款本金为 180,000.00 万元，还款期为 2019-2026 年，共需偿还利息 42,739.29 万元。中策海潮取得的分红优先用于偿还并购贷款本息，故在贷款本息偿还完毕之前，本次投资无法为公司带来实际的现金流入。
- 5、假设公司在偿还完毕并购贷款的当年末按剩余永续期自由现金流的折现值处置所持有的中策海潮全部股权。
- 6、由于上市公司对中策橡胶的协同效应主要反映在境外子公司中策泰国，假设不考虑税费影响，中策橡胶因此增加的自由现金流即等于新增的净利润。
- 7、中策橡胶自由现金流取自本次交易的评估报告（万邦评报〔2019〕86 号）说明“第二章 收益法评估说明”中的“企业自由现金流预测表”。其中，2024 年开始自由现金流较之前年度有大幅下降，主要原因为：中策橡胶未来年度资本性更新支出预计大幅增加，以及作为主要利润来源的子公司中策泰国自 2015 年起享受的 8 年所得税免税政策优惠在 2023 年到期导致所得税费用支出大幅增加。
- 8、投资回收期指本次交易完成后公司获得的收益总额（累计享有的净利润）达到其初始投入的投资总额（110,000.00 万元）所需要的时间（年限）。

由上表可知,上市公司预计到 2025 年末累计实现的新增净利润为 118,545.12 万元,即当年可覆盖初始投资成本 111,000 万元,故从会计净利润角度,可计算出本次投资的回收期为 6.61 年。

假设中策海潮完全依靠自中策橡胶取得的现金分红偿付并购贷款本息(含巨星集团差额补足及收回),其累计需支付的金额为 222,739.29 万元,由于其在 2027 年末累计取得现金分红为 252,788.92 万元,即当年方可完成全部本息偿还义务。2027 年末,中策海潮还本付息后的剩余现金为 30,049.62 万元,其中,按 27.50%的持股比例归属于公司的部分为 8,263.65 万元。

鉴于从 2027 年开始,中策海潮开始持续地产生可用于给自身股东分红的自由现金流为 $(158,405.57+4,813.47) * 46.9489\% = 76,629.54$ 万元。假设公司于 2027 年末处置其持有的中策海潮 27.50%的股权,按自由现金流折算,该部分股权此时对应的现金价值为: $76,629.54 / 8.38\% * 27.50\% + 8,263.65 = 259,732.91$ 万元;若按照本次交易的实际市盈率 15.3978 测算,2027 年末该部分股权对应的价值为 275,412.05 万元。谨慎起见,选取 259,732.91 万元作为公司退出投资时取得的现金流入。据此,计算出本次交易在投资期(2019-2027 年)的内部收益率为 11.34%。

(二) 与最近三年公司重大投资活动收益率的比较

1、与最近三年公司完成的重大资产收购的内部收益率比较

最近三年公司完成的单笔收购金额在 5,000 万元以上的重大资产收购(不构成重大资产重组)情况如下:

单位: 万元

被购买方名称	购买日	合并对价 支付方式	支付币种	收购股权 比例	初始合并 成本
Lista Holding AG	2018 年 7 月 1 日	支付现金	瑞士法郎	100.00%	18,450.00
Arrow Fastener Co., LLC	2017 年 7 月 1 日	支付现金	美元	100.00%	12,807.14
Prim' Tools Limited	2016 年 12 月 16 日	支付现金	欧元	100.00%	2,268.60
龙游沪工锻三工具 有限公司	2018 年 10 月 12 日	支付现金	人民币	67.00%	8,461.22

注: 2017 年 5 月, 公司与 Prim' Tools Limited 管理层共同对其增资, 其中公司增资额折合人民币 4,841.66 万元, 增资后持有 Prim' Tools Limited 股权比例为 86.96%。

(1) Lista Holding AG (以下简称“Lista”) 内部收益率测算

①按照 Lista 进入永续期且并购贷款偿还完毕作为股权退出时点测算的内部收益率

单位：万元

项目	2018年 7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
预计营业收入	43,437.71	89,573.00	94,947.00	99,694.00	103,682.00	106,792.00	106,792.00
预计净利润	4,730.51	13,525.80	14,831.70	15,913.80	16,848.20	17,219.00	17,219.00
Lista 自由现金流	7,150.00	14,400.00	15,500.00	16,500.00	17,000.00	17,200.00	17,200.00
Lista 净利润归属于欧洲巨星的部分	4,730.51	13,525.80	14,831.70	15,913.80	16,848.20	17,219.00	17,219.00
并购贷款的利息费用	-	508.80	440.82	339.89	214.23	74.16	-
欧洲巨星预计净利润	4,730.51	13,017.00	14,390.88	15,573.91	16,633.97	17,144.84	17,219.00
上市公司享有的净利润	4,730.51	13,017.00	14,390.88	15,573.91	16,633.97	17,144.84	17,219.00
上市公司累计享有的净利润	4,730.51	17,747.51	32,138.39	47,712.31	64,346.27	81,491.12	98,710.12
Lista 分红比例	82.94%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
欧洲巨星获得的分红	7,847.30	12,173.22	13,348.53	14,322.42	15,163.38	15,497.10	15,497.10
欧洲巨星累计获得的分红	7,847.30	20,020.52	33,369.05	47,691.47	62,854.85	78,351.95	93,849.05
上市公司现金流影响数	-123,279.21	-	-	-	-	160,986.73	
折现率						12.72%	

IRR						5.48%	
------------	--	--	--	--	--	--------------	--

注：1、公司通过全资子公司欧洲巨星收购 Lista 股权的初始投资成本为 123,279.21 万元，Lista 于 2019 年及以后年度的预期营业收入、净利润、自由现金流、折现率等数据均取自坤元资产评估有限公司于 2019 年 4 月出具的涉及 Lista Holding AG 资产组组合价值评估项目的坤元评报〔2019〕204 号评估报告。

2、欧洲巨星作为持股平台，假设其在投资期内每年仅偿还并购贷款利息及部分本金，未发生其他期间费用。

3、2018 年 Lista 分红金额取实际发生数。Lista 作为全资子公司，公司可完全主导其分红决策权，假设其 2019 年及以后各年度进行现金分红的比例均为 90%（扣除预提所得税后的剩余净利润）。

4、根据坤元评报〔2019〕204 号评估报告，Lista 于 2023 年进入永续期，其收入和自由现金流后续保持稳定。

5、欧洲巨星并购贷款本金为 51,007.45 万元，还款期为 2019-2023 年，共需偿还利息 1,577.90 万元。欧洲巨星取得的分红优先用于偿还并购贷款本息，故在贷款本息偿还完毕之前，本次投资无法为公司带来实际的现金流入。

6、假设公司在偿还完毕并购贷款的当年末按剩余永续期自由现金流的折现值处置所持有的 Lista 全部股权。

②按照与本次交易相同的投资回收期（8 年）和永续期折现率测算的内部收益率

单位：万元

项目	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8
预计营业收入	86,875.42	89,573.00	94,947.00	99,694.00	103,682.00	106,792.00	106,792.00	106,792.00
预计净利润	9,461.03	13,525.80	14,831.70	15,913.80	16,848.20	17,219.00	17,219.00	17,219.00
Lista 自由现金流	14,300.00	14,400.00	15,500.00	16,500.00	17,000.00	17,200.00	17,200.00	17,200.00
Lista 净利润归属于欧洲巨星的部分	9,461.03	13,525.80	14,831.70	15,913.80	16,848.20	17,219.00	17,219.00	17,219.00
并购贷款的利息费用	-	508.80	440.82	339.89	214.23	74.16	-	-
欧洲巨星预计净利润	9,461.03	13,017.00	14,390.88	15,573.91	16,633.97	17,144.84	17,219.00	17,219.00
上市公司享有的净利润	9,461.03	13,017.00	14,390.88	15,573.91	16,633.97	17,144.84	17,219.00	17,219.00
上市公司	9,461.03	22,478.03	36,868.91	52,442.82	69,076.79	86,221.63	103,440.63	120,659.63

累计享有的净利润								
Lista 分红比例	82.94%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
欧洲巨星获得的分红	7,847.30	12,173.22	13,348.53	14,322.42	15,163.38	15,497.10	15,497.10	15,497.10
欧洲巨星累计获得的分红	7,847.30	20,020.52	33,369.05	47,691.47	62,854.85	78,351.95	93,849.05	109,346.15
上市公司现金流影响数	-123,279.21	-	-	-	-	25,766.60	15,497.10	220,747.70
折现率								8.38%
IRR								11.87%

注：1、公司通过全资子公司欧洲巨星收购 Lista 股权的初始投资成本为 123,279.21 万元，Lista 于 2019 年及以后年度的预期营业收入、净利润、自由现金流、折现率等数据均取自坤元资产评估有限公司于 2019 年 4 月出具的涉及 Lista Holding AG 资产组组合价值评估项目的坤元评报（2019）204 号评估报告。

2、欧洲巨星作为持股平台，假设其在投资期内每年仅偿还并购贷款利息及部分本金，未发生其他期间费用。

3、2018 年作为第 1 年（Y1），Lista 分红金额取实际发生数。Lista 作为全资子公司，公司可完全主导其分红决策权，假设其 2019 年及以后各年度进行现金分红的比例均为 90%（扣除预提所得税后的剩余净利润）。

4、根据上述评估报告，Lista 于 2023 年（Y6）进入永续期，其收入和自由现金流后续保持稳定。

5、欧洲巨星并购贷款本金为 51,007.45 万元，还款期为 2019-2023 年，共需偿还利息 1,577.90 万元。欧洲巨星取得的分红优先用于偿还并购贷款本息，故在贷款本息偿还完毕之前，本次投资无法为公司带来实际的现金流入。贷款本息偿还完毕之后，所有剩余现金均分配给公司，形成公司实际的现金流入。

6、假设公司在第 8 年年末处置按剩余永续期自由现金流的折现值所持有的 Lista 全部股权。

（2）Arrow Fastener Co., LLC（以下简称“Arrow”）内部收益率测算

①按照 Arrow 进入永续期且并购贷款偿还完毕作为股权退出时点测算的内部收益率

单位：万元

项目	2017 年 7-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
预计营业收入	26,368.45	53,619.55	58,955.01	64,555.73	70,365.75	76,346.83	82,454.58	82,454.58

预计净利润	4,786.87	7,881.65	10,962.14	12,250.78	13,588.51	15,080.77	16,602.75	16,588.54
Arrow 自由现金流	7,732.01	2,405.09	8,446.44	9,730.48	11,123.89	12,682.54	14,283.38	16,588.54
Arrow 净利润归属于欧洲巨星的部分	4,786.87	7,881.65	10,962.14	12,250.78	13,588.51	15,080.77	16,602.75	16,588.54
并购贷款的利息费用	348.31	1,366.46	1,178.94	964.63	750.32	536.01	321.70	107.33
美国巨星工具预计净利润	4,760.09	7,774.49	10,854.98	12,143.62	13,481.35	14,973.61	16,495.59	16,588.54
上市公司享有的净利润	4,438.56	6,515.18	9,783.20	11,286.15	12,838.19	14,544.76	16,281.05	16,481.21
上市公司累计享有的净利润	4,438.56	10,953.74	20,736.94	32,023.09	44,861.28	59,406.04	75,687.09	92,168.30
Arrow 分红比例	-	40%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
美国巨星工具获得的分红	-	3,148.49	9,865.93	11,025.70	12,229.66	13,572.69	14,942.48	14,929.69
美国巨星工具累计获得的分红	-	3,148.49	13,014.42	24,040.12	36,269.78	49,842.47	64,784.95	79,714.64
上市公司现金流影响数	-87,108.98	-	-	-	-	-	-	135,050.95
折现率								15.26%
IRR								6.46%

注：1、公司通过全资子公司美国巨星工具收购 Arrow 股权的初始投资成本为 87,108.98 万元，Arrow 于 2019 年及以后年度的预期营业收入、净利润、自由现金流、折现率等数据均取自坤元资产评估有限公司于 2019 年 4 月出具的涉及 Fastener Co., LLC 资产组组合价值评估项目的坤元评报（2019）206 号评估报告。

2、美国巨星工具作为持股平台，假设其在投资期内每年仅偿还并购贷款利息及部分本金，未发生其他期间费用。

3、2017-2018 年公司获得的分红数按照实际取得金额计算。Arrow 作为全资子公司，公司可完全主导其分红决策权，假设其 2019 年及以后各年度进行现金分红的比例均为 90%。

4、根据上述评估报告，Arrow 于 2024 年进入永续期，其收入和自由现金流后续保持稳定。

5、美国巨星工具并购贷款本金为 47,796.00 万元，还款期为 2017-2024 年，共需偿还利息 5,573.71 万元。美国巨星工具取得的分红优先用于偿还并购贷款本息，故在贷款本息偿还完毕之前，本次投资无法为公司带来实际的现金流入。

6、假设公司在偿还完毕并购贷款的当年末按剩余永续期自由现金流的折现值处置所持有的 Arrow 全部股权。

②按照与本次交易相同的投资回收期（8 年）和永续期折现率测算的内部收益率

单位：万元

项目	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8
预计营业收入	52,736.91	53,619.55	58,955.01	64,555.73	70,365.75	76,346.83	82,454.58	82,454.58
预计净利润	9,573.75	7,881.65	10,962.14	12,250.78	13,588.51	15,080.77	16,602.75	16,588.54
Arrow 自由现金流	7,732.01	2,405.09	8,446.44	9,730.48	11,123.89	12,682.54	14,283.38	16,588.54
Arrow 净利润归属于欧洲巨星的部分	9,573.75	7,881.65	10,962.14	12,250.78	13,588.51	15,080.77	16,602.75	16,588.54
并购贷款的利息费用	348.31	1,366.46	1,178.94	964.63	750.32	536.01	321.70	107.33
欧洲巨星预计净利润	9,225.43	7,774.49	10,854.98	12,143.62	13,481.35	14,973.61	16,495.59	16,588.54
上市公司享有的净利润	9,225.43	6,515.18	9,783.20	11,286.15	12,838.19	14,544.76	16,281.05	16,481.21
上市公司累计享有的净利润	9,225.43	15,740.62	25,523.81	36,809.96	49,648.15	64,192.91	80,473.96	96,955.17
Arrow 分红比例	-	40%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
欧洲巨星获得的分红	-	3,148.49	9,865.93	11,025.70	12,229.66	13,572.69	14,942.48	14,929.69
欧洲巨星累计获得的分红	-	3,148.49	13,014.42	24,040.12	36,269.78	49,842.47	64,784.95	79,714.64

上市公司 现金流影 响数	-87,108.98	-	-	-	-	-	-	224,298.86
折现率								8.38%
IRR								14.47%

注：1、公司通过全资子公司美国巨星工具收购 Arrow 股权的初始投资成本为 87,108.98 万元，Arrow 于 2019 年及以后年度的预期营业收入、净利润、自由现金流、折现率等数据均取自坤元资产评估有限公司于 2019 年 4 月出具的涉及 Arrow Holding AG 资产组组合价值评估项目的坤元评报〔2019〕206 号评估报告。

2、美国巨星工具作为持股平台，假设其在投资期内每年仅偿还并购贷款利息及部分本金，未发生其他期间费用。

3、2017-2018 年作为第 1-2 年（Y1 和 Y2），公司获得的分红数按照实际取得金额计算。Arrow 作为全资子公司，公司可完全主导其分红决策权，假设其 2019 年及以后各年度进行现金分红的比例均为 90%。

4、根据上述评估报告，Arrow 于 2024 年（Y8）进入永续期，其收入和自由现金流后续保持稳定。

5、美国巨星工具并购贷款本金为 47,796.00 万元，还款期为 2017-2024 年，共需偿还利息 5,573.71 万元。美国巨星工具取得的分红优先用于偿还并购贷款本息，故在贷款本息偿还完毕之前，本次投资无法为公司带来实际的现金流入。贷款本息偿还完毕之后，所有剩余现金均分配给公司，形成公司实际的现金流入。

6、假设公司在第 8 年年末按剩余永续期自由现金流的折现值处置所持有的 Arrow 全部股权。

（3）Prim' Tools Limited（以下简称“PT”）有限公司内部收益率测算

①按照 PT 进入永续期作为股权退出时点测算的内部收益率

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
预计营业收入	11,733.80	14,149.41	17,479.28	19,192.09	20,761.62	22,326.76	23,874.55	23,874.55
预计净利润	1,704.43	1,707.89	2,038.57	2,262.07	2,496.77	2,756.15	3,025.62	3,024.26
PT 自由现金流	1,841.31	422.28	365.58	1,558.43	1,840.63	2,211.44	2,587.15	2,989.63
PT 净利润归属于巨星科技的部分	1,482.17	1,485.18	1,772.74	1,967.10	2,171.19	2,396.75	2,631.08	2,629.90
上市公司累计享有的净利润	1,482.17	2,967.36	4,740.10	6,707.19	8,878.38	11,275.13	13,906.21	16,536.11
PT 分红比例	561.42%	18.92%	30.00%	30.00%	30.00%	40.00%	50.00%	60.00%
上市公司获得的分红	9,569.07	323.17	531.82	393.60	434.44	1,438.71	1,579.37	1,578.66

上市公司现金流影响数	-11,711.91	323.17	531.82	393.60	434.44	1,438.71	1,579.37	17,880.21
折现率								14.54%
IRR								10.84%

注：1、公司 2016 年底出资 2,268.60 万欧元收购 PT100% 股权，2017 年对 PT 增资 630 万欧元，同时当年取得分红 9,569.07 万元，折合首年现金流出为 11,711.91 万元。

2、2017 年底，公司考虑到 PT 公司的运营和未来发展情况，采用先行分红降低公司估值，后引入 PT 公司管理层增资入股，共同发展 PT 公司的激励方式。截止 2019 年 5 月底，该方式取得了较好的激励效果。

3、PT 公司 2019 年以前数据采用实际经营数据，2019 年及以后年度的预期营业收入、净利润、自由现金流、折现率等数据均取自坤元资产评估有限公司出具的评估报告（坤元评报（2019）第 208 号）。

4、PT 公司作为公司控股子公司，公司可主导其分红决策权，综合考虑其未来发展阶段和中小股东诉求，假设其预测期分红比例与中策橡胶相同。

5、假设 PT 公司于 2024 年进入永续期，其营业收入和自由现金流后续保持稳定。

6、假设公司在进入永续期的当年年末按剩余永续期自由现金流的折现值处置所持有的 PT 公司全部股权。

②按照与本次交易相同的投资回收期（8 年）和永续期折现率测算的内部收益率

单位：万元

项目	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8
预计营业收入	11,733.80	14,149.41	17,479.28	19,192.09	20,761.62	22,326.76	23,874.55	23,874.55
预计净利润	1,704.43	1,707.89	2,038.57	2,262.07	2,496.77	2,756.15	3,025.62	3,024.26
PT 自由现金流	1,841.31	422.28	365.58	1,558.43	1,840.63	2,211.44	2,587.15	2,989.63
PT 净利润归属于巨星科技的部分	1,482.17	1,485.18	1,772.74	1,967.10	2,171.19	2,396.75	2,631.08	2,629.90
上市公司累计享有的净利润	1,482.17	2,967.36	4,740.10	6,707.19	8,878.38	11,275.13	13,906.21	16,536.11
PT 分红比例	561.42%	18.92%	30.00%	30.00%	30.00%	40.00%	50.00%	60.00%
上市公司获得的分红	9,569.07	323.17	531.82	393.60	434.44	1,438.71	1,579.37	1,578.66
上市公司现金流影响数	-11,711.91	323.17	531.82	393.60	434.44	1,438.71	1,579.37	31,023.65
折现率								8.38%
IRR								18.56%

注：1、公司 2016 年底出资 2,268.60 万欧元收购 PT100% 股权，2017 年对 PT 增资 630 万欧元，同时当年取得分红 9,569.07 万元，折合首年现金流出为 11,711.91 万元。

2、2017 年底，公司考虑到 PT 公司的运营和未来发展情况，采用先行分红降低公司估值，后引入 PT 公司管理层增资入股，共同发展 PT 公司的激励方式。截止 2019 年 5 月底，该方式取得了极好的激励效果。

3、PT 公司前 2 年数据采用实际经营数据，第 3 年及以后年度的预期营业收入、净利润、自由现金流、折现率等数据均取自坤元资产评估有限公司出具的评估报告（坤元评报（2019）第 208 号）。

4、PT 公司作为公司控股子公司，公司可完全主导其分红决策权，考虑其未来发展情况和中小股东诉求，假设其预测期分红比例与中策橡胶相同。

5、假设 PT 公司于 Y8 年进入永续期，其收入和自由现金流开始保持稳定。

6、对上市公司的现金流入影响实际包括 2017 年流出 11,711.91 万元，以及后续分红。

7、假设公司在第 8 年年末处置按剩余永续期自由现金流的折现值所持有的 PT 全部股权。

(4) 龙游沪工锻三工具有限公司（以下简称“沪工锻三”）内部收益率测算

①按照沪工锻三进入永续期且偿还完借款作为股权退出时点测算的内部收益率

单位：万元

项目	2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
预计营业收入	5,600.72	17,180.00	18,898.00	20,787.80	22,450.82	24,022.38	24,022.38	24,022.38
预计净利润	274.85	1,663.70	2,516.29	2,777.08	3,124.42	3,343.14	3,343.07	2,239.86
沪工锻三自由现金流	5,490.48	1,613.70	2,466.29	2,677.08	3,024.42	3,243.14	3,343.07	3,343.07
沪工锻三净利润归属于 巨星科技的部分	184.15	1,172.10	1,743.33	1,918.06	2,150.78	2,297.32	2,297.28	2,239.86
上市公司累计享有的净利润	184.15	1,356.25	3,099.58	5,017.64	7,168.42	9,465.75	11,763.02	13,987.64
沪工锻三分红比例	30%	30%	30%	40%	50%	60%	60%	60%
上市公司获得的分红	-	299.43	470.80	523.22	790.71	1,061.66	1,292.53	1,343.91
上市公司现金流影响数	-12,461.21	473.43	644.80	697.22	964.71	2,297.32	4,358.69	13,501.25
折现率								16.59%
IRR								10.74%

注：1、公司收购沪工锻三 67% 股权的初始投资成本为 8,461.21 万元，并在收购完成后对其借款人民币 4,000 万元补充运营资金，双方约定每年按照人民银行一年期贷款基准利率计算

支付借款利息。沪工锻三于 2019 年及以后年度的预期营业收入、净利润、自由现金流、折现率等数据均取自天健会计师事务所和公司在 2018 年底进行商誉减值测试分析时的假设条件。

2、沪工锻三作为公司控股子公司，公司可主导其分红决策权，考虑其未来发展阶段，假设其分红安排与中策橡胶一致。

3、假设沪工锻三于 2024 年进入永续期，其收入和自由现金流后续保持稳定。

4、假设其在步入永续期的当年和上一年偿还公司的借款本金。

5、对公司现金流入的影响包括每年的利息收入和分红收入，以及最后两年的借款本金收回。

6、假设公司在第 8 年年末按剩余永续期自由现金流的折现值处置所持有的沪工锻三全部股权。

②按照与本次交易相同的投资回收期（8 年）和永续期折现率测算的内部收益率

单位：万元

项目	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8
预计营业收入	22,402.88	17,180.00	18,898.00	20,787.80	22,450.82	24,022.38	24,022.38	24,022.38
预计净利润	1,099.38	1,663.70	2,516.29	2,777.08	3,124.42	3,343.14	3,343.07	2,239.86
沪工锻三自由现金流	5,490.48	1,613.70	2,466.29	2,677.08	3,024.42	3,243.14	3,343.07	3,343.07
沪工锻三净利润归属于巨星科技的部分	736.59	1,172.10	1,743.33	1,918.06	2,150.78	2,297.32	2,297.28	2,239.86
上市公司累计享有的净利润	736.59	1,908.69	3,652.02	5,570.08	7,720.86	10,018.19	12,315.46	14,555.32
沪工锻三分红比例	-	30%	30%	40%	50%	60%	60%	60%
上市公司获得的分红	-	299.43	470.80	523.22	790.71	1,061.66	1,292.53	1,343.91
上市公司现金流影响数	-12,461.21	473.43	644.80	697.22	964.71	2,297.32	4,358.69	26,728.60
折现率								8.38%
IRR								18.51%

注：1、公司收购沪工锻三 67% 股权的初始投资成本为 8,461.21 万元，并在收购完成后对其借款人民币 4,000 万元补充运营资金，双方约定每年按照人民银行一年期贷款基准利率计算支付借款利息。沪工锻三于 2019 年及以后年度的预期营业收入、净利润、自由现金流等数据均取自天健会计师事务所和公司在 2018 年底进行商誉减值测试分析时的假设条件。

2、沪工锻三作为公司控股子公司，公司可完全主导其分红决策权，考虑其未来发展阶段，假设其分红安排和中策橡胶一致。

3、假设沪工锻三于第 7 年（Y7）进入永续期，其收入和自由现金流后续保持稳定。

4、假设其在步入永续期的当年和上一年偿还公司的借款本金。

5、对公司的现金流入影响包括每年的利息收入和分红收入，以及最后两年的借款本金收回。

6、假设折现率和回报期限的测算均与中策橡胶一致，假设公司在第 8 年年末处置所持有的沪工锻三全部股权。

由于沪工锻三属于传统手工具工厂，当时购买股权价格较低，考虑到沪工锻三没有成熟的销售渠道和品牌，如进行对外处置，实际处置价值将显著低于该假设值，上述测算仅作为参考。

本次交易的内部收益率与最近三年公司收购的重大资产的内部收益率对比情况如下：

序号	收购的公司名称	内部收益率 1	内部收益率 2
1	Lista	5.48%	11.87%
2	Arrow	6.46%	14.47%
3	PT	14.54%	18.56%
4	沪工锻三	16.59%	18.51%
平均水平		10.77%	15.85%
本次交易		10.81%	11.34%

注：内部收益率 1 为按照所收购资产进入永续期且并购贷款（如有）偿还完毕作为股权退出时点测算的内部收益率，内部收益率 2 为按照与本次交易相同的投资回收期（8 年）和折现率（8.38%）测算的内部收益率。

由上表可知，本次交易的内部收益率处于最近三年公司收购的重大资产的内部收益率的波动范围内，与后者的平均水平差异较小。

2、与最近三年公司购买的大额银行理财年化收益率的比较

最近三年公司购买的单笔金额在 5,000 万元以上的大额银行理财情况如下：

受托人名称	产品名称	认购金额 (万元)	起始日	终止日	年化收益率	天数
招商银行	鼎鼎成金 69650 号理财计划	20,000.00	2016-2-5	2016-8-3	4.30%	180
招商银行	理财增利系统 175	20,000.00	2016-8-11	2017-2-3	3.55%	176
招商银行	理财增利系统 241	10,000.00	2016-12-15	2017-1-24	4.00%	40
交通银行	稳得利 7 天	10,000.00	2016-12-29	2017-1-6	4.30%	8
交通银行	稳得利 63 天	8,000.00	2016-12-29	2017-3-3	4.30%	64
招商银行	理财增利系统 275 号理财计划	20,000.00	2017-2-8	2017-5-10	4.15%	91
招商银行	理财增利系列 297 号理财计划	30,000.00	2017-3-20	2017-6-16	4.10%	88

招商银行	理财增利系列 308 号理财计划	5,000.00	2017-4-10	2017-5-18	4.58%	38
交通银行	蕴通财富日增利	50,000.00	2017-6-23	2017-8-1	4.80%	39
中国银行	中银平稳理财计划-智荟系列	30,000.00	2017-9-29	2018-1-8	5.10%	101
中国银行	中银智富融荟系列理财计划	30,000.00	2017-9-29	2018-4-9	5.15%	192
招商银行	点金公司理财增利系列 370 号	20,000.00	2017-12-21	2018-2-13	5.10%	54
中行开元支行	中银智富-融荟系列理财计划（182）产品	30,000.00	2017-9-29	2018-1-8	5.10%	101
中行开元支行	中银智富-融荟系列理财计划（182）产品	30,000.00	2017-9-29	2018-4-9	5.15%	192
招行滨江支行	点金公司理财增利系列 370 号	20,000.00	2017-12-21	2018-2-13	5.10%	54
交行城西支行	交行蕴通财富稳得利	30,000.00	2018-5-29	2018-7-2	4.75%	34
交行城西支行	交行蕴通财富稳得利	50,000.00	2018-7-6	2018-8-17	4.60%	42

最近三年公司购买的单笔金额在 5,000 万元以上的大额银行理财年化收益率的区间为 3.55%-5.15%，明显低于本次交易预计的内部收益率 10.81% 和 11.34%。

综上所述，本次交易预计的投资回收期为 6.61-7.93 年；对比本次交易内部收益率与最近三年公司完成的重大资产收购的内部收益率差异不大，本次交易的内部收益率具有合理性；且由于本次交易的内部收益率远高于最近三年公司购买的大额银行理财的年化收益率，如进行本次交易，有利于提高上市公司资产质量，改善财务状况、提高上市公司每股收益和增强持续盈利能力，因此本次交易具有必要性。

二、请结合上述情况说明你公司认为本次交易能够“改善财务状况、提升上市公司盈利能力和上市公司业绩”的具体判断依据。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

本次交易实施后，公司资产负债表中的 110,000 万元货币资金将转化为长期股权投资，其他资产负债情况并未发生变化，不会增加公司的负债率。公司本次交易不考虑协同效应的内部收益率为 10.81%，即平均每年新增 7,106 万元投资收益并相应增加长期股权投资账面价值，进而增厚公司资产总额并持续降低公司资

产负债率。中策海潮并购贷款本息偿付完毕后，公司可收取持续稳定的现金分红。此外，根据标的公司的历史经营业绩和未来发展前景，该项长期股权投资较货币资金具有更强的增值空间，必要时公司可处置该项长期股权投资回笼资金，提高偿债能力。因此，公司认为本次交易能够改善公司财务状况。

同时，本次交易有利于提升上市公司盈利能力和上市公司业绩。公司持有的110,000万元货币资金，根据平均年化理财收益率4.35%测算，每年可以获得4,785万元投资收益。本次交易实施后，不考虑协同效应的内部收益率为10.81%，即平均每年可以新增7,106万元投资收益（ $110,000 \times 10.81\% - 4,785$ ），提高上市公司每股收益0.066元，占公司2018年净利润的9.91%；考虑协同效应后内部收益率为11.34%，即平均每年可以新增7,689万元投资收益，提高上市公司每股收益0.072元，占公司2018年净利润的10.72%。

综上所述，公司认为本次交易能够改善公司财务状况、提升上市公司盈利能力和上市公司业绩。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为，本次交易能够改善上市公司财务状况、提升上市公司盈利能力和上市公司业绩。

(本页无正文,为《中信建投证券股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对杭州巨星科技股份有限公司的重组问询函>相关问题之专项核查意见》之签章页)

财务顾问主办人:

邵寅翀

邵宪宝

周伟

赵小敏

中信建投证券股份有限公司

年 月 日