

北京中和谊资产评估有限公司
对《关于对中山达华智能科技股份有限公司
的重组问询函》涉及评估问题回复

北京中和谊资产评估有限公司
2019 年 3 月

对《关于对中山达华智能科技股份有限公司 的重组问询函》涉及评估问题回复

深圳证券交易所中小板公司管理部：

根据贵部于 2018 年 10 月 16 日下发的《关于对中山达华智能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））（以下简称问询函）的要求，北京中和谊资产评估有限公司对问询函中涉及评估问题进行了认真的研究和分析，并就该问题进行意见回复，现将具体情况汇报如下：

问题八：《报告书》披露，本次交易最终采用收益法确定评估值，润兴租赁以 2018 年 3 月 31 日为评估基准日全部股东权益的评估值为 24.65 亿元，评估增值率 122.59%。2016 年你公司收购润兴租赁时，以 2016 年 3 月 31 日为评估基准日润兴租赁全部股东权益的评估值为 25.67 亿元，评估增值率 173.74%。请补充披露以下信息：（1）详细列明本次评估较前次评估收益法下主要评估参数的变化及对评估结果的影响，并分析说明上述两次评估增值存在差异的原因及合理性；（2）结合行业发展趋势、同行业公司盈利状况、可比公司估值情况等因素说明本次交易收益法下参数预测的合理性和公允性；请独立财务顾问和评估师就上述问题发表明确意见。

【回复】：

一、详细列明本次评估较前次评估收益法下主要评估参数的变化及对评估结果的影响，并分析说明上述两次评估增值存在差异的原因及合理性

（一）本次评估较前次评估收益法下主要评估参数的变化及对评估结果的及影响

2016 年，上市公司以现金方式收购润兴租赁 40%股权。沃克森（北京）国际资产评估有限公司对标的资产采用了收益法和资产基础法两种方法进行评估，并以收益法评估结果作为定价依据。根据“沃克森评报字[2016]第 0671 号”《资产评估报告》，截至评估基准日 2016 年 3 月 31 日，润兴租赁的股东全部权益价值评估值为 256,710.82 万元，评估值较账面资产评估增值 162,932.05 万元，增值率为 173.74%。

本次交易中，根据中和谊评估出具的“中和谊评报字(2018)第 11130 号”《资产评估报告》，中和谊评估采用资产基础法和收益法两种方法对标的公司进行评估，并以收益法评估结果作为最终评估结论。截至评估基准日 2018 年 3 月 31 日，润兴租赁母公司净资产账面价值为 110,749.67 万元，股东全部权益价值为 246,517.29 万元，增值 135,767.62 万元，增值率 122.59%。

两次评估主要参数的情况如下：

项目	对比	剩余 1 期	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年
收入	前次评估	81,994.90	130,420.29	148,118.80	162,953.55	168,531.40	176,591.26	176,591.26
	本次评估	77,409.44	63,486.20	31,686.24	57,720.74	82,016.82	106,589.10	106,589.10
成本	前次评估	33,090.79	60,085.26	74,983.21	75,467.31	71,024.52	66,172.36	60,574.77
	本次评估	71,294.52	39,066.72	27,687.91	42,301.45	51,220.03	69,220.03	69,220.03
净利润	前次评估	30,866.57	43,708.73	44,048.89	53,699.82	57,422.56	66,244.21	70,279.44
	本次评估	4,333.18	16,744.26	1,202.58	9,628.03	21,001.64	25,811.81	25,811.81

注：前次评估剩余 1 期为 2016 年 4-12 月，本次评估剩余 1 期为 2018 年 4-12 月

本次评估较前次评估收益法下主要评估参数的变化及对评估结果的影响如下表：

单位：万元

项目	2016 年收购①	2018 年出售②	差异（②-①）
评估基准日	2016/3/31	2018/3/31	-
基准日净资产	93,778.78	110,749.67	16,970.90
评估值	256,710.82	246,517.29	-10,193.53

其中：经营性资产价值	248,789.23	156,644.78	-92,144.45
长期股权投资	-	65,193.01	65,193.01
其它资产和负债的评估价值	7,921.60	24,679.50	16,757.90
折现率	14.12%	12.99%	-1.13%
6 年 1 期预测期收入总额	1,045,201.47	525,497.64	-519,703.83
6 年 1 期预测期成本总额	441,398.22	370,010.68	-71,387.54
6 年 1 期预测期所得税率	25.00%	25.00%	-
6 年 1 期预测期净利润	366,270.22	104,533.30	-261,736.92
6 年 1 期预测期平均净利润率	35.03%	18.07%	-16.96%

本次评估中，主要评估参数收入、成本及净利润较前次评估下降幅度较大，造成评估价值下降；折现率略有下降，对评估价值有正面影响。

（二）两次评估值差异的原因及合理性分析

2018 年标的资产评估值比 2016 年评估值低 10,193.53 万元，下降幅度为 10.58%，其中经营性资产评估价值较前次评估低 92,144.45 万元，估值下降幅度达到 37.04%，主要原因系：

（1）2016 年评估时润兴租赁处于快速发展状态，2015 年度营业收入和净利润较上年分别增长 128.18%和 101.17%，交易双方对于未来经营较有信心。交易双方约定了三年的业绩承诺，珠海晟则和中融资管承诺润兴租赁 2016 年-2018 年经审计扣非后净利润不低于 3 亿元、4 亿元和 5 亿，或各期累计扣非后净利润不低于 3 亿元、7 亿元和 12 亿元。因此，2016 年评估中预测期 6 年 1 期的收入总额、净利润总额、净利润率三个指标相对较高。

（2）2018 年 1-3 月，标的公司亏损 6,903.26 万元，受当前国际国内宏观经济下行、行业政策限制、企业目前实际经营情况等因素影响，本次交易评估时企业下调了未来经营收益的预期。标的公司计划未来经营期内逐步停止开展新的融资租赁、投资管理、咨询服务等业务，目前存续业务全部按合同执行到期后，预计在 2021 年之前逐步收回存续业务的投资，同时逐步转向股权投资业务。

综合上述原因，在评估过程中下调标的公司盈利预测，造成本次评估值低于前次评估值具有合理性。

二、结合行业发展趋势、同行业公司盈利状况、可比公司估值情况等因素说明本次交易收益法下参数预测的合理性和公允性

根据中和谊评估出具的“中和谊评报字（2018）第 11130 号”《资产评估报告》，本次收益法下主要参数包括收入、成本、折现率等指标，各项参数的取得思路和依据如下：

（一）收入预测

1、融资租赁行业发展趋势

融资租赁市场需求受国内宏观经济环境、细分租赁业务领域行业周期等因素影响。融资租赁行业在我国的快速发展始于 2007 年，至今已有 10 余年时间。在这段期间里，融资租赁行业在公司设立数量、注册资金、业务规模等方面均有长足进步。截至 2017 年末，全国注册运营的融资租赁公司约 9,090 家，其中包括金融租赁公司 69 家，内资租赁公司 276 家及外资租赁公司 8,745 家。

在高速发展的背景下，我国融资租赁行业形成两极分化严重的特点，以金融租赁公司为代表的一批企业凭借其资金、成本优势和客户数量优势，在行业中占据较大的市场份额，企业市场竞争力持续加强。另一方面，大量新设的小型融资租赁公司积极地争取客户，但尚未打造出成熟完整的经营模式，产品同质化严重。

2017 年以来，我国实施积极稳健的财政政策和货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，确保经济平稳发展，提高经济运行质量和效益，同时强化金融去杠杆并守住不发生系统性金融风险的底线。2018 年 5 月 14 日，商务部发布《关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》，商务部已将制定融资租赁公司、商业保理公司、典当行业务经营和监管规则职责划给银保监会。竞争加剧与金融监管趋严使得融资租赁行业的持续发展面临一定的挑战。

随着去杠杆、强监管不断推进，尤其是自 2017 年以来，市场融资成本不断上升，加大了融资租赁行业企业的融资难度。在当前的市场、政策环境下，融资租赁行业企业相应政策要求加强风险防范，收紧新增项目投放，发展速度有所放缓。

2、同行业公司盈利状况

润兴租赁属于融资租赁行业，从市场中选取与润兴租赁主营业务相同或相近的上市公司江苏租赁（600901.SH）、渤海金控（000415.SZ）和富银融资股份（08452.HK）作为可比公司。

近两年及一期，同行业上市公司盈利情况如下：

单位：万元

公司	经营指标	2018 年 1-3 月	2017 年度	2016 年度
江苏租赁	营业收入	60,115.12	194,268.60	180,978.43
	同比增长率	5.10%	7.34%	36.63%
	净利润	32,517.86	101,062.91	82,404.30
	同比增长率	9.23%	22.64%	12.51%
渤海金控	营业收入	741,314.60	3,593,435.10	2,425,754.80
	同比增长率	-21.97%	48.14%	151.14%
	净利润	59,011.80	315,612.60	284,120.90
	同比增长率	5.41%	11.08%	58.88%
富银融资股份	营业收入	3,066.94	12,273.92	7,604.75
	同比增长率	79.23%	61.40%	9.25%
	净利润	1,051.75	2,068.90	1,616.92
	同比增长率	736.71%	27.95%	128.82%

除富银融资股份营业规模相对较小可比性相对较小外，江苏租赁和渤海金控经营规模、盈利增长在 2017 年之后增长速度皆有所放缓。

3、本次评估收入预测

（1）历史年度收入情况

公司 2014 年至 2017 年，以及 2018 年 1-3 月主营业务收入如下表所示：

单位：万元

项目名称	历史年度经营数据				
	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-3 月
收入合计	16,080.68	36,692.37	117,388.40	187,342.56	34,409.46

项目名称		历史年度经营数据				
		2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-3 月
成本合计		2,360.75	12,537.11	67,314.98	126,399.35	39,439.63
1、股权投资业务	收入	-	-	-	-	2,124.00
	投放资金规模	-	-	-	-	70,800.00
2、融资租赁业务	收入	6,687.21	13,286.64	19,649.41	24,335.28	6,114.52
	投放资金规模	-	-	-	-	288,171.00
3、投资管理、咨询业务	收入	9,393.47	23,405.73	97,739.00	163,007.28	26,170.94
	其中：信托资管	591.67	350.54	27,265.09	78,121.07	16,353.02
	委托贷款	-	-	4,388.62	13,275.68	3,030.67
	资金拆借	-	-	1,831.36	7,530.80	5,271.28
	咨询业务	8,801.80	23,055.18	64,253.93	64,079.73	1,515.96
	投放资金规模	-	-	-	-	1,135,376.03

(2) 预测未来年度收入情况

根据企业未来发展规划，基于对政府金融市场监管新规的影响、融资租赁行业收益率下降的实际情况、国家去杠杆政策的导向等综合因素的判断，润兴租赁未来期间计划全面逐步停止开展新的融资租赁、投资管理、咨询服务等业务，将现有的业务全部按合同执行到期后，预计在 2021 年之前收回全部业务的投资，并逐步转向股权投资业务。

基于上述规划，对未来期间的收入预测，融资租赁、投资管理、咨询服务等业务根据现有正在执行的合同预测未来年度收入；股权投资业务，2021 年之前以基准日时已经投资的一个股权投资项目，以及基准日后新增的投资业务为基础，预测 2018 年 4 月至 2020 年的收入。从 2021 年开始，基于企业已经收回了融资租赁、信托等业务的投资，拥有较为充足的资金，并且经过 3 年的积累，预期从 2021 年开始大幅增加股权投资规模。

本次被评估单位未来年度收入预测情况如下：

单位：万元

项目名称		未来年度预测数据						
		2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续年
收入合计		77,409.44	63,486.20	31,686.24	57,720.74	82,016.82	106,589.10	106,589.10
成本合计		71,294.52	39,066.72	27,687.91	42,301.45	51,220.03	69,220.03	69,220.03
1、股权投资 业务	收入	10,122.00	19,746.00	30,142.00	57,444.54	82,016.82	106,589.10	106,589.10
	收入 / 投放 资金规模	12.96%	13.54%	13.65%	13.65%	13.65%	13.65%	13.65%
	投 放 资 金 规模合计	95,800.00	145,800.00	220,800.00	420,800.00	600,800.00	780,800.00	780,800.00
	上 年 度 已 有投资	70,800.00	120,800.00	170,800.00	270,800.00	420,800.00	600,800.00	-
	当 年 度 追 加投资	50,000.00	50,000.00	100,000.00	150,000.00	180,000.00	180,000.00	-
	资 金 规 模 增长率		52.19%	51.44%	90.58%	42.78%	29.96%	-
2、融资租赁 业务	收入	10,138.56	4,387.57	1,541.60	276.20			
	收入 / 投放 资金规模	6.40%	2.44%	1.11%	0.24%			
	投 放 资 金 规模	219,706.90	139,217.25	139,217.25	90,352.60			
3、投资管理、咨询业 务	收入	57,148.88	39,352.63	2.64	-	-	-	-
	其中：信托 资管	33,066.32	17,462.53	2.64				
	委托贷款	4,428.64	3,750.00					
	资金拆借	18,219.60	18,140.11					
	咨询业务	1,434.32						
	投 放 资 金 规模	678,420.03	194,249.72	5,461.62	461.62			

本次交易评估中，被评估单位根据融资租赁行业近年来的发展情况，制定未来的发展规划，并在此基础上对现有存续的融资租赁、投资管理、咨询服务等业务和拟重点开展的股权投资业务收入预测进行综合判断，所作出的收入预测具有合理性。

（二）成本预测

1、历史年度成本情况

被评估单位营业成本主要为开展各类业务发生的利息支出、咨询成本。本次评估根据每年的有息负债规模、支付的利息支出、咨询成本，统计出以往年度融资成本利率、咨询费率，再以未来年度的融资规模乘以预期的融资利率得出融资成本。

历史年度成本情况如下：

单位：万元

项目名称		历史年度经营数据				
		2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-3 月
成本	总资金投放规模	222,019.00	347,065.54	1,205,543.74	1,659,523.36	1,494,347.03
	净资产（合并）	71,327.68	91,356.05	121,339.16	170,032.97	166,046.13
	有息负债	77,010.00	355,925.14	1,083,773.26	1,455,302.45	1,368,853.07
	总资金投放规模/净资产	3.11	3.80	9.94	9.76	9.00
	成本	2,360.75	12,537.11	67,314.98	126,399.35	39,439.63
	其中：利息支出	1,759.04	9,193.42	52,909.58	96,164.98	20,887.73
	占有息负债比例	2.28%	2.58%	4.80%	6.51%	1.53%
	咨询成本	601.71	3,343.69	15,309.28	31,606.96	18,845.50
	占有息负债比例	0.78%	0.94%	1.41%	2.17%	1.36%

2、预测未来年度成本情况

对于未来年度的成本预测，参考历史年度资金成本和未来年度的融资规模（即有息负债）进行预测。其中，融资规模按照总资金需求规模口径自由资金（即净资产）的 80%进行预计。

被评估单位融资规模自 2018 年 4 月-2020 年呈下降趋势，主要原因系被评估单位计划未来逐步停止开展新的融资租赁、投资管理、咨询服务等业务，逐步收回投放资金后转向股权投资业务。

未来年度成本预测如下：

单位：万元

项目名称		未来年度预测数据						
		2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续年
成本	总资金投 放规模	993,926.93	479,266.96	365,478.86	511,614.22	600,800.00	780,800.00	780,800.00

净资产	110,749.67	110,749.67	110,749.67	110,749.67	110,749.67	110,749.67	110,749.67
有息负债	905,327.19	390,667.23	276,879.13	423,014.48	512,200.26	692,200.26	692,200.26
总资金投放规模/净资产	8.97	4.33	3.30	4.62	5.42	7.05	7.05
总成本	71,294.52	39,066.72	27,687.91	42,301.45	51,220.03	69,220.03	69,220.03
其中：利息支出	54,319.63	30,472.04	21,596.57	32,995.13	39,951.62	53,991.62	53,991.62
占有息负债比例	8.00%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%
咨询成本	16,974.88	8,594.68	6,091.34	9,306.32	11,268.41	15,228.41	15,228.41
占有息负债比例	2.50%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%

成本、净利润率等指标主要以预测收入为基础，参考基准日时点被评估单位的资金成本、咨询成本等进行预测。其中预测资金成本率 7.8%、咨询成本率 2.2%，合计比率为 10%。该成本率综合考虑了被评估单位历史融资来源、融资结构、历史成本率、监管指标要求等因素，具有合理性和公允性。

（三）折现率

本次采用股权现金流口径的折现率为 12.99%，采用资本资产定价模型(CAPM)计算确定。

1、折现率 (r) 公式

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon$$

式中：

r_f ：无风险报酬率；

r_m ：市场期望报酬率；

β_e ：评估对象权益资本的预期市场风险系数；

$r_m - r_f$ ：股权风险溢价；

ε ：评估对象特有风险调整系数。

2、具体参数的确定

①无风险收益率 R_f 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。根据东方财富 Choice 数据系统所披露的信息，剩余大于等于 10 年的国债在评估基准日的到期年平均收益率为 4.1789%，本评估报告以 4.1789% 作为无风险收益率。

②企业系统风险系数 β

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---被评估企业的所得税税率；

D/E---被评估企业的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点，评估人员通过东方财富 Choice 数据中，从沪深 A 股市场选取了 10 家代表性的其他金融类企业，得到资本结构、平均所得税率及 β_L 值如下：

10 家上市其他金融类企业平均数据

β_L	带息负债/全部投入资本	所得税税率 (T)	换算 D/E
0.8213	57.625%	24.75%	135.99%

按照被评估单位目标资本结构及所得税率 25%，则，按照公式 $\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$ 测算被评估单位的 β_L 为 0.8199。

③市场风险溢价 ERP 的确定

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报酬率的回报率。

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也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。即：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2016 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.23%；国家风险补偿额取 0.86%。 则：

$$RP_m = 6.23\% + 0.86\% = 7.09\%$$

故本次市场风险溢价取 7.09%

④企业特定风险调整系数 R_c 的确定

企业特定风险主要与企业的性质、企业所在的行业情况、企业规模、企业所处经营阶段、历史经营状况、企业的财务风险、公司内部管理及控制机制、管理人员的经验和资历、对主要客户及供应商的依赖等有关，考虑到被评估企业融资条件，资本流动性以及公司的治理结构等方面的原因，故取企业特定风险调整系数 R_c 为 3%。

⑤权益资本成本 CAPM 的确定

根据上述确定的参数，则预测期权益资本成本计算如下：

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta_L \times RP_m + R_c \\ &= 4.1789\% + 0.8199 \times 7.09\% + 3.0\% \\ &= 12.99\% \end{aligned}$$

（四）同行业公司估值比较

润兴租赁属于融资租赁业。从市场中选取与润兴租赁主营业务相同或相近的上市公司江苏租赁（600901.SH）、渤海金控（000415.SZ）和富银融资股份（08452.HK）作为可比公司。可比公司的市盈率、市净率情况如下表所示：

经营指标	江苏租赁	渤海金控	富银融资股份	润兴租赁
静态市盈率	29.19	13.73	36.38	6.42
市净率	2.82	1.16	0.93	1.87

注：市净率指标按 2018 年 3 月 31 日计算，市盈率指标按 2017 年计算

润兴租赁本次交易价格的市净率介于江苏租赁、渤海金控和富银融资股份的市净率之间，静态市盈率低于三家公司，反映上市公司整体具有相对较高的市盈率水平。因此本次交易定价符合行业水平，具备合理性。

2016 年以来 A 股市场已完成的主要融资租赁行业标的资产的出售与购买情况案例如下：

序号	上市公司	标的资产	评估基准日	标的资产交易价格（万元）	市净率
1	大名城	中程租赁有限公司 100%股权	2016 年 3 月 31 日	250,000.00	3.09
2	力帆股份	出让力帆融资租赁（上海）有限公司 51%股权	2017 年 9 月 30 日	46,500.00	1.72
3	华鑫股份	受让仪电思佰益融资租赁（上海）有限公司 65%股权	2017 年 12 月 31 日	19,921.06	1.01
4	*ST 海投	出让上海海盛上寿融资租赁有限公司 50%股权	2017 年 12 月 31 日	43,200.00	1.65
5	康盛股份	出让富嘉融资租赁有限公司 40%股权	2017 年 12 月 31 日	59,200.00	2.11
6	达华智能	润兴融资租赁有限公司 40%股权	2018 年 3 月 31 日	124,000.00	1.87

注：标的公司市净率=标的公司交易价格/基准日标的公司净资产

近年来，我国 A 股上市公司完成收购融资租赁公司的市净率范围为 1.01-3.09，润兴租赁本次出售市净率处于该区间，交易价格与同类型收购案例接近，具备合理性。

三、请评估师就上述问题发表明确意见。

经核查，评估师认为：两次评估增值存在差异的主要原因系考虑到当前国际国内宏观经济下行、行业政策限制、企业目前实际经营情况等因素影响，本次交易评估中较大幅度下调盈利预测；本次交易评估中，主要参数收入、成本和折现率等预测具有合理性和公允性。

（此页以下无正文）

（此页无正文，为北京中和谊资产评估有限公司《关于对中山达华智能科技股份有限公司的重组问询函》涉及评估问题回复意见之签章页）

资产评估机构：北京中和谊资产评估有限公司

2019 年 3 月 11 日