



关于《关于恒锋工具股份有限公司发行股份购买资产申请相关问题函》上市部函〔2016〕1034 号 评估相关问题之回复

中国证券监督管理委员会：

由恒锋工具股份有限公司（以下简称“上市公司”或“恒锋工具”）转来的贵会《关于恒锋工具股份有限公司发行股份购买资产申请相关问题的函》（以下简称“问题函”）奉悉。我们已对问题函中所提及的评估事项进行了审慎核查，现回复如下，请予审核。

问题 3：申请材料显示，标的公司将在自有土地上新建厂房并计划于 2017 年下半年进行整体搬迁，可能会导致现有人员流失、生产经营部分中断、生产经营成本增加、销售下降以及其他不确定性情况的发生。评估假设预测期内标的资产新厂区规划及投资能如期施行。申请材料同时显示，本次收益法评估上优刀具折现率为 11.97%，其中企业特定风险系数为 2%。请申请人补充说明：1）厂房搬迁对标的资产未来生产经营和业绩的影响。2）标的资产厂房搬迁目前进展，上述情形对本次交易评估假设和评估结果的影响，以及收益法评估中相关折旧摊销、资本性支出、营运资金的预测合理性。3）标的资产评估折现率是否充分考虑了厂房搬迁的影响及相关风险，并结合市场可比交易折现率情况，补充披露上优刀具折现率主要参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等）取值的合理性。

【回复】

一、标的资产厂房搬迁目前进展情况

标的公司拟整体搬迁至温岭市东部新区，根据标的公司提供的《国有土地使用

证》、《建设工程规划许可证》及《建筑工程施工许可证》，新厂区占地面积为 23,348 平方米，建设规模为地上 21,969 平方米、地下 80 平方米，土建总投资共计 3,000 万元（不含土地使用权）。

标的公司的厂房搬迁事宜正在按计划有条不紊地推进中。目前新厂区厂房建设在正常进行，其中基础工程已全部完工，主体工程正在建设中，预计至 2017 年 1 月底全部房屋将实现结顶，2017 年 4 月建筑工程全部完工，整体工程预计 2017 年 6 月完工，并于 2017 年 8 月搬迁完毕。上述工程进度情况完全符合标的公司当初的进度计划目标，从而有效保证了 2017 年下半年进行整体搬迁的总体目标。

二、标的公司厂房搬迁对其未来生产经营和业绩的影响

标的公司在上述整体搬迁过程中，可能会导致现有人员流失、生产经营部分中断、生产经营成本增加、销售下降以及其他不确定性情况的发生，若标的公司不能妥善处理搬迁安排事宜，将会对经营成果产生一定的不利影响。

由于标的公司为机械加工企业，其生产设备以单台的机床为主，生产特性是非连续性的，区别于化工等行业的连续或流水线作业。因此标的公司可以充分利用生产间隙，采取边生产边搬迁的办法，在不停产的情况下分批将现有生产设备进行搬迁，从而最大限度地降低对现有产能及生产经营的影响。

对于员工流失问题，首先标的公司员工主要以外地人员为主，对工厂地域的敏感度不大，同时新厂区与老厂区间的距离也不远，标的公司也已经做好摸排工作，大部分员工拥护新厂区的搬迁，另外，标的公司还在新厂区安排了职工宿舍，可供大部分员工住宿。因此基本不会造成现有人员的流失。

另外，新厂区的搬迁也不会造成生产经营成本增加和销售下降。所以我们认为，标的公司此次厂房搬迁不会对其未来生产经营和业绩构成重大不利影响。

三、上述情形对本次交易评估假设和评估结果的影响，以及收益法评估中相关折旧摊销、资本性支出、营运资金的预测合理性

（一）厂房搬迁进展情况对本次交易评估假设和评估结果的影响

本次评估中假设预测期内标的公司新厂区规划及投资能够如期施行。

根据上述分析，标的公司的厂房搬迁事宜相关进度情况完全符合标的公司当初的进度计划目标，从而有效保证了 2017 年下半年进行整体搬迁的总体目标。因此目前的厂房搬迁进展情况与评估假设一致，故不会影响评估结果。

（二）收益法评估中相关折旧摊销、资本性支出、营运资金的预测合理性

1、折旧及摊销的预测

折旧费及摊销费用由两部分组成的，即对基准日现有的长期资产(存量资产)以及基准日后新增的长期资产（增量资产）按企业会计计提折旧（摊销）的方法(直线法)计提折旧（摊销）。对基准日后新增的长期资产(增量资产)，按投入使用的时间开始计提折旧（摊销）。

年折旧（摊销）额=资产原值×年折旧（摊销）率

上优刀具拟整体搬迁至温岭市东部新区，根据公司提供的《国有土地使用证》、《建设工程规划许可证》及《建筑工程施工许可证》，新厂区占地面积 23,348 平方米，建设规模为地上 21,969 平方米、地下 80 平方米，土建总投资共计 3,000 万元（不含土地使用权），工程预计 2017 年 6 月完工，并于 2017 年 8 月搬迁完毕并开工生产；根据规划公司拟追加设备投资共 2,500 万元，于 2016 年至 2018 年分期投入。

另外，公司拟于 2016 年下半年至 2018 年在全国范围内分批设立若干个修磨网点，需增加相应投资额。

上述新增投资的投入及形成的资产情况如下：

金额单位：人民币元

项目	新增投资			形成长期资产			备注
	2016 年 6-12 月	2017 年	2018 年	2016 年 8 月	2017 年 6 月	2018 年 6 月	
修磨网点投资	1,530,000	1,530,000	1,020,000	1,530,000	1,530,000	1,020,000	
新厂区土建	15,000,000	10,762,478			30,000,000		其中在建工程 4,237,522 元
新老厂区设备	10,000,000	10,000,000	5,000,000	10,000,000	10,000,000	5,000,000	
合 计	26,530,000	22,292,478	6,020,000	11,530,000	41,530,000	6,020,000	

对于原有、更新及新增的资产，评估中均按照企业现有会计政策并结合评估经济耐用年限对其折旧和摊销进行预测。

对于上述折旧和摊销，在明确的收益预测期内以具体测算数进行确定，在永续期始则将后续折旧及摊销总额年金化确定各年的折旧及摊销金额。

未来各年折旧及摊销预测如下：

金额单位：人民币元

项目	2016 年 6-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	永续期
存量资产折旧、摊销	2,827,000	4,665,000	4,765,500	4,830,400	4,022,300	3,330,400	3,330,400
增量资产折旧、摊销	397,100	2,661,900	4,508,800	4,885,000	4,885,000	3,884,000	3,884,000
小计	3,224,100	7,326,900	9,274,300	9,715,400	8,907,300	7,214,400	7,214,400

2、资本性支出的预测

资本性支出主要为新增资产投资（增量资产）以及现有的资产（存量资产）的更新。新增资产投资详见“折旧及摊销的预测”。

对于存量资产和增量资产的更新，评估人员按照资产在评估基准日（或投入使用时）的重置价格水平和经济使用年限确定未来年度所需的资产更新支出总额，在明确的收益预测期内以具体测算数进行确定，在永续期则将后续支出总额折现至永续期初后进行年金化确定各年的更新支出。

未来各年资本性支出预测如下：

金额单位：人民币元

项目	2016年6-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	永续期
存量资产资本性支出	323,600	51,400	1,037,000	238,800	363,600	3,947,700	3,947,700
增量资产资本性支出	26,530,000	22,292,500	6,020,000			1,821,000	1,821,000
小计	26,853,600	22,343,900	7,057,000	238,800	363,600	5,768,700	5,768,700

3、营运资本增减额的预测

营运资本主要为经营性流动资产减去不含有息负债的经营性流动负债。随着公司生产规模的变化，公司的营运资金也会相应的发生变化，具体表现在货币资金、应收账款、预付款项、存货的周转和应付、预收款项、应付职工薪酬、应交税费以及其他应收、应付款中的经营收、付款项等的变动上。

对于货币资金，参考近年各期公司账面货币资金的保有及波动情况，根据公司未来年度现金流预测及管理人员访谈，结合各营运资金的相关预测金额，谨慎考虑保留平均 2 个月的付现成本作为未来各年最低现金保有量，账面的货币资金扣除最低现金保有量的金额作为溢余资产。

对于其他项目，评估人员分析了 2014 年至基准日营运资金的变动情况，结合管理层营运资金策略，根据与营业收入的比例关系，在分析各项比例的基础上及公司未来的发展策略的基础上，预测未来的相应比例，然后按相应比例乘以各年的营业收入（或营业成本）后得到各项目占用的当期营运资金额。

2021 年以后由于收入、成本不再变动，故相应的营运资金变动为零。

其中，对于 2016 年各资金测算的收入及成本均为全年金额。

对于 2016 年及期后各营运资金变动数，以上述各资金全年平均数减去上期数即为变动数。

三、标的资产评估折现率是否充分考虑了厂房搬迁的影响及相关风险，并结合市场可比交易折现率情况，补充披露上优刀具折现率主要参数（无风险收益率、市场预期报酬率、 β 值、特定系数等）取值的合理性

（一）折现率的计算过程

1、折现率计算模型

本次评估中采用加权平均资本成本(WACC)这一计算模型。

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

式中：WACC——加权平均资本成本；

K_e ——权益资本成本；

K_d ——债务资本成本；

T ——所得税率；

D/E ——资本结构。

债务资本成本 K_d 采用一年期贷款基准利率，权数参照同行业上市公司平均资本结构确定。

权益资本成本按国际通常使用的CAPM模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + \beta \times ERP + R_s = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

其中： K_e ——权益资本成本

R_f ——无风险报酬率

R_m ——市场收益率

β ——系统风险系数

ERP——市场风险溢价

R_s ——特定风险调整系数

2、模型中有关参数的计算过程

A. 无风险报酬率的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，本次评估用评估基准日长期国债的到期收益率作为无风险利率 R_f 。无风险报酬率 R_f 为 3.95%。

B. 系统风险系数 Beta (β)

通过“同花顺 iFinD”终端查询金属制品相关行业上市公司近 24 个月含财务杠杆的 Beta 系数后，通过公式 $\beta_u = \beta_l \div [1 + (1-T) \times D \div E]$ （公式中，T 为税率， β_l 为含财务杠杆的 Beta 系数， β_u 为剔除财务杠杆因素的 Beta 系数， $D \div E$ 为类比公司资本结构）对各项 Beta 调整为剔除财务杠杆因素后的 Beta 系数，然后通过公式 $\beta_l' = \beta_u \times [1 + (1-T) \times D \div E]$ ，计算评估对象带自身财务杠杆系数的 Beta 系数。

公司合并企业所得税率为 17%，目标资本结构 D/E 根据行业水平取为 12.82%，由此计算得到 Beta 系数为 0.9068。

C. 计算市场收益率及市场风险溢价 *ERP*

a. 衡量股市 *ERP* 指数的选取：估算股票市场的投资回报率首先需要确定一个衡量股市波动变化的指数，中国目前沪、深两市有许多指数，评估人员选用沪深 300 指数为 A 股市场投资收益的指标。

b. 指数年期的选择：本次对具体指数的时间区间选择为 2001 年到 2015 年。

c. 指数成分股及其数据采集：

由于沪深 300 指数的成分股是每年发生变化的，因此评估人员采用每年年末时沪深 300 指数的成分股。对于沪深 300 指数没有推出之前的 2001、2002、2003 年，评估人员采用外推的方式推算其相关数据，即采用 2004 年年末沪深 300 指数的成分股外推到上述年份，亦即假定 2001 年、2002 年、2003 年的成分股与 2004 年年末一样。

为简化本次测算过程，评估人员借助 Wind 资讯的数据系统选择每年末成分股的各年末交易收盘价作为基础数据进行测算。由于成分股收益中应该包括每年分红、派息和送股等产生的收益，因此评估人员选用的成分股年末收盘价是包含了每年分红、派息和送股等产生的收益的复权年末收盘价格，以全面反映各成分股各年的收益状况。

d. 年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种方法：

a) 算术平均值计算方法

设：每年收益率为 R_i ，则：

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}} \quad (i=1,2,3,\dots)$$

上式中：\$R_i\$ 为第 \$i\$ 年收益率

\$P_i\$ 为第 \$i\$ 年年末收盘价（后复权价）

\$P_{i-1}\$ 为第 \$i-1\$ 年年末收盘价（后复权价）

设第 1 年到第 \$n\$ 年的算术平均收益率为 \$A_i\$，则：

$$A_i = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

上式中：\$A_i\$ 为第 1 年到第 \$n\$ 年收益率的算术平均值，\$n=1,2,3, \dots\$

\$N\$ 为项数

b) 几何平均值计算方法

设第 1 年到第 \$i\$ 年的几何平均收益率为 \$C_i\$，则：

$$C_i = \sqrt[i]{\frac{P_i}{P_0}} - 1 \quad (i=1, 2, 3, \dots)$$

上式中：\$P_i\$ 为第 \$i\$ 年年末收盘价（后复权价）

e. 计算期每年年末的无风险收益率 \$R_{fi}\$ 的估算：为估算每年的 **ERP**，需要估算计算期内每年年末的无风险收益率 \$R_{fi}\$，本次评估人员采用国债的到期收益率作为无风险收益率。样本的选择标准是每年年末距国债到期日的剩余年限超过 10 年的国债，最后以选取的全部国债的到期收益率的平均值作为每年年末的无风险收益率 \$R_{fi}\$。

f. 估算结论

经上述计算分析，得到沪深 300 成分股的各年算术平均及几何平均收益率，以全部成分股的算术或几何平均收益率的加权平均数作为各年股市收益率，再与各年无风险收益率比较，得到股票市场各年的 **ERP**。由于几何平均收益率能更好地反映股市收益率的长期趋势，故采用几何平均收益率估算的 **ERP** 的算术平均值作为目前国内股市的风险收益率，即市场风险溢价为 7.82%。

D. \$R_s\$—企业特定风险调整系数的确定

a. 能否保持持续创新能力的风险

现代高效工具行业为技术密集型的先进制造业，产品科技含量和持续创新能力日渐成为现代高效工具行业的核心竞争力中最重要的组成部分，只有始终处于技术创新的前沿，加快研发成果产业化的进程，才能获得高于行业平均水平的利润和持续的盈利能力。若公司不能持续紧跟国际现代高效工具行业的发展趋势，充分关注客户多样化的个性需求，后续研发投入不足，则将面临因无法保持持续创新能力导致市场竞争力下降的风险。

b. 原材料供应商较为集中的风险

高速钢是工具行业的主要原材料之一，具有高硬度、高耐磨性和高耐热性的特性。受益于制造业向中国转移，我国高速钢产量快速增加，但是由于生产工艺的特殊性，目前我国能生产优质高速钢的厂家较少，主要为河冶科技股份有限公司等大型厂家，且高端高速钢仍需进口，上述格局导致了公司存在高速钢供应商较为集中带来的潜在风险。

c. 税收优惠政策变化风险

上优刀具于 2014 年 9 月 27 日取得由浙江省科学技术厅、浙江省财政局、浙江省国家税务局和浙江省地方税务局颁发的《高新技术企业证书》（证书编号：GR201433000192），有效期为三年，公司自 2014 年至 2016 年享受 15%的企业所得税税率优惠。

若如果公司在未来不能持续取得高新技术企业资格或国家对高新技术企业的税收优惠政策发生变化，将对公司的经营成果产生一定的不利影响。

d. 公司生产场地搬迁带来的风险

2017 年下半年公司拟整体搬迁至温岭市东部新区，可能会导致现有人员流失、生产经营部分中断、生产经营成本增加、销售下降以及其他不确定性情况的发生，若公司不能妥善处理搬迁安排事宜，将会对公司的经营成果产生一定的不利影响。

经综合分析，取企业特定风险调整系数为 2%。

（3）加权平均成本的计算

A. 权益资本成本 K_e 的计算

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times ERP + R_s \\ &= 3.95\% + 0.9068 \times 7.82\% + 2\% \\ &= 13.04\% \end{aligned}$$

B. 债务资本成本 K_d 计算

债务资本成本 K_d 采用基准日一年内贷款基准利率 4.35%。

C. 加权资本成本计算

$$\begin{aligned} WACC &= K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-T) \times \frac{D}{E+D} \\ &= 13.04\% \times 88.64\% + 4.35\% \times (1-17\%) \times 11.36\% \\ &= 11.97\% \end{aligned}$$

本次评估折现率各项参数确定依据充分，且已充分考虑了厂房搬迁的影响及相关风险，整体取值在合理范围。

(二) 收益法评估选取的折现率的合理性

上优刀具主营业务为机床用工具的研发、生产与销售，经收集近期同行业并购案例，可比交易案例折现率选取情况如下：

证券代码	证券名称	交易标的	评估基准日	特定风险	折现率
300441.SZ	鲍斯股份	新世达 100%股权	2016/6/30	2.00%	12.91%
300391.SZ	康跃科技	羿珩科技 100%股权	2016/3/31	3.00%	10.89%
300461.SZ	田中精机	远洋翔瑞 55%股权	2016/3/31	2.50%	14.62%
002101.SZ	广东鸿图	四维尔股份 100%股权	2016/3/31	0.65%	10.32%
601717.SH	郑煤机	亚新科凸轮轴 60%股权	2015/11/30	2.00%	12.20%
601717.SH	郑煤机	亚新科双环 63%股权	2015/11/30	2.00%	11.20%
300441.SZ	鲍斯股份	阿诺精密 100%股权	2015/6/30	2.00%	12.00%
300420.SZ	五洋科技	伟创自动化 100%股权	2015/6/30	3.00%	11.79%
平均值				2.14%	11.68%
本次交易				2.00%	11.97%

由上表可知，近期同类交易案例折现率取值在 10.32%-14.62%之间，平均值为 11.68%。上优刀具收益法评估折现率取值为 11.97%，位于近期同类交易案例折现率取值范围内，略高于可比交易案例折现率的平均值，折现率选取较为合理。

四、评估师核查意见

经核查，坤元评估认为：

1、上优刀具厂房搬迁目前进展情况符合标的公司当初的进度计划目标，此次搬迁不会对其未来生产经营和业绩构成重大不利影响，且搬迁进度与本次交易评估假设一致，故不会影响评估结果。

2、收益法评估中对厂房搬迁新增资产相关的折旧摊销、资本性支出以及营运资金的预测，依据较为充分且预测金额比较合理。

3、上优刀具收益法评估折现率取值已充分考虑了厂房搬迁的影响及相关风险，位于近期同类交易案例折现率取值范围内，具有合理性。

坤元资产评估有限公司

2016 年 12 月 8 日