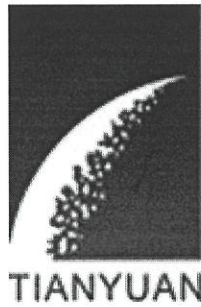


关于中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见 通知书（180636号）有关资产评估问题回复的 专项说明

天源函报字[2018] 第0228号



天源资产评估有限公司

二〇一八年六月

关于中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书（180636 号） 有关资产评估问题回复的专项说明

天源函报字[2018]第 0228 号

中国证券监督管理委员会：

2018 年 6 月 8 日，浙江五洲新春集团股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”、“五洲新春”）及各方中介机构收到贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（180636 号）（以下简称“反馈意见”），天源资产评估有限公司经办资产评估师（以下简称“资产评估师”）对反馈意见所涉及的问题进行了认真的核查，并回复如下，敬请审核。

如无特别说明，本核查意见内容中出现的简称均与《浙江五洲新春集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》中的释义内容相同。本核查意见中部分合计数与各明细数直接相加之和在尾数上如有差异，主要系四舍五入导致。

反馈问题 20、申请文件显示，1) 报告期 2016 年、2017 年新龙实业主营业务收入增长率分别为 37.05%和 50.68%，保持较高的增长速度。2) 预测期 2018 年至 2025 年预测新龙实业主营业务分别为 58,697.34 万元、65,494.77 万元、72,075.99 万元、79,233.70 万元、85,700.60 万元、91,772.63 万元、97,268.68 万元和 102,132.11 万元，增长率分别为 18.45%、11.58%、10.05%、9.93%、8.16%、7.09%、5.99%和 5.00%。请你公司：1) 结合截至目前新龙实业的业绩实现情况，补充披露新龙实业预测 2018 年营业收入和净利润的可实现性。2) 结合新龙实业所处行业实际情况，补充披露本次交易收益法评估中，对新龙实业预测期间长达 8 年且持续增长的合理性，相关预测是否可靠。3) 结合新龙实业所处行业及下游产业的发展情况、竞争态势、目前在手订单等，进一步补充披露本次交易收益法评估预测未来营业收入的可实现性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合截至目前新龙实业的业绩实现情况，补充披露新龙实业预测 2018 年营业收入和净利润的可实现性

2018 年 1-5 月，标的公司已实现营业收入 24,498.97 万元，扣非后归属于母公司股东净利润 1,904.31 万元，分别占 2018 年预测数据的 41.04%和 41.57%。截至本反馈意见回复出具日，标的公司经营业绩良好，全年的业绩可实现性较高。截至 2018 年 5 月，标的公司已实现业绩情况及全年预测情况比较如下：

金额单位：人民币万元

项目	2018 年 1-5 月	2018 年预测数	完成率
营业收入	24,498.97	59,692.34	41.04%
扣非后归属母公司股东净利润	1,904.31	4,580.50	41.57%

二、结合新龙实业所处行业实际情况，补充披露本次交易收益法评估中，对新龙实业预测期间长达8年且持续增长的合理性，相关预测是否可靠

在综合考虑行业总体发展趋势、标的公司研发能力、竞争优劣势、在手订单情况及新客户拓展等情况下，标的公司2018年-2025年收入增长率情况统计如下表：

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	年均复合增长率
家空产品增长率	20.00%	12.08%	10.05%	10.00%	8.06%	7.03%	6.00%	5.00%	9.69%
汽空产品增长率	14.73%	10.32%	10.03%	9.75%	8.43%	7.23%	5.96%	5.00%	8.90%
综合增长率	18.45%	11.58%	10.05%	9.93%	8.16%	7.09%	5.99%	5.00%	9.46%

以下内容分别从准则规定、标的公司行业发展状况以及可比交易案例预测期收入增长情况等三个方面对预测期、增长的合理性以及相关预测的可靠性进行阐述。

1. 符合资产评估准则中对于确定预测期的相关要求

根据《资产评估执业准则—企业价值》（中评协〔2017〕36号）的第二十五条，确定预测期的主要因素是企业经营达到相对稳定所经历的时间段。资产评估专业人员应当在对企业收入结构、成本结构、资本结构、资本性支出、投资收益和风险水平等综合分析的基础上，结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素合理确定预测期。

结合资产评估准则要求，从宏观政策、行业分析以及标的公司自身的经营情况进行详细分析如下：

（1）宏观政策分析

2015年国务院发布《中国制造2025》国发〔2015〕28号文件，提出强化前瞻性基础研究，着力解决影响核心基础零部件（元器件）产品性能和稳定性的关键共性技术。建立基础工艺创新体系，开展先进成型、加工等关键制造工艺联合攻关；支持企业开展工艺创新，培养工艺专业人才。加大基础专用材料研发力度，提高专用材料自给保障能力和制备技术水平。我国制造业转型升级、创新发展迎来重大机遇。标的公司下游客户所处的汽车制造和家电制造属于国家支柱产业，是推动国家产业升级、经济结构调整的重要力量。由此可以预测，截至2025年，

汽车制造和家电制造产业将持续保持较高速增长，市场空间巨大。

（2）中观行业分析

根据行业生命周期理论，具体到汽车行业，中国汽车行业还处于从成长期进入成熟期的阶段，中国这一阶段大致对应美国90年代和日本80年代的汽车工业，故中国汽车行业还有很长一段时间处于上升期。具体到空调行业，中国百户家庭拥有的空调数量远不及日本、欧美等发达国家，中国百户空调拥有量仅相当于日本80年代中期水平，空调消费滞后日本接近30年。我国家用空调行业仍然处于半程，保有量与销量均有显著提升空间。

1) 汽车产业发展前景

根据WIND数据统计，2016年度世界各国汽车普及度情况如下：

项目	中国	美国	德国	日本	韩国
汽车销售量（万台）	2,793	1,786	354	505	183
每千人汽车保有量（台）	140	800	572	591	376

从汽车行业饱和点角度分析，据相关统计中国目前大约有4.5亿个家庭，按照每户家庭一辆计算，未来汽车保有量至少达到4.5亿台的规模。截至2016年底，我国汽车总保有量达1.94亿辆，千人汽车保有量刚超过140辆，远低于美国的800辆、日本的591辆和韩国的376辆。在汽车产业振兴规划等一系列鼓励汽车消费政策的推动下，我国二、三线城市乘用车市场需求迅速增长，由于二、三线市场人口基数、经济总量大，目前汽车保有量水平低，后续增长空间巨大。

2) 空调产业发展前景

城镇化是未来经济发展的一个重要驱动力，相比于发达国家，我国城镇化率水平相对较低，未来家用空调市场需求空间巨大。经济增长带来的消费需求增长以及中产阶级的逐渐崛起，势必会加速我国城镇居民空调拥有量。根据国家统计局及WIND数据统计显示，近五年来我国平均百户家庭空调拥有量逐年攀升，其中农村居民家庭每百户空调拥有量的增长率远高于城镇居民家庭空调增长率，但截至2016年底，我国农村家庭空调保有量不足50台/百户，即便在经济较发达并且夏季炎热的华东地区渗透率也仅有63台/百户。因此未来我国家用空调仍具有广阔的发展空间。2010年-2016年我国平均百户家庭空调拥有量统计如下：

数量单位：台

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
农村居民家庭	25.36	29.80	34.20	38.80	47.60
城镇居民家庭	126.81	102.20	107.40	114.60	123.70
农村居民家庭空调增长率	-	17.51%	14.77%	13.45%	22.68%
城镇居民家庭空调增长率	-	-19.41%	5.09%	6.70%	7.94%

数据来源：国家统计局、WIND 资讯

从家用空调行业饱和点角度分析来看，据国家统计局等相关统计，中国目前大约有 4.5 亿个家庭，城镇人口占比约 60%，未来饱和状态下城镇家庭空调保有量为 2.2 台/户，农村家庭空调保有量为 1.8 台/户，经测算饱和状态下中国空调需求总量约 9.4 亿台。而根据国家统计局数据，截至 2016 年，城镇百户人口空调拥有量为 123.7 台，农村百户人口空调拥有量仅为 47.6 台，合计空调拥有量为 4.5 亿台，后续增量空间巨大。

近年来，农村居民的工资性收入持续增加且在农村居民收入中的占比逐渐增大，而且随着国家多项利民政策的实施，预计未来几年农村居民的收入依然会维持一定的增速，农村居民的消费能力将持续增强，农村居民的消费能力和改善性需求已经大幅提高，必将带动空调等家电的加速拥有。

（3）企业经营微观分析

标的公司从成立至今，一直致力于汽空产品和家空产品的研发、生产、销售，研发能力较强，产品质量较好。在汽空产品方面，从客户整车设计的前期就介入开发，与客户建立了稳固的长期合作关系。一般一个新车型的生命周期在 8 年左右，相应的汽车零配件产品的生命周期为 8 年左右。

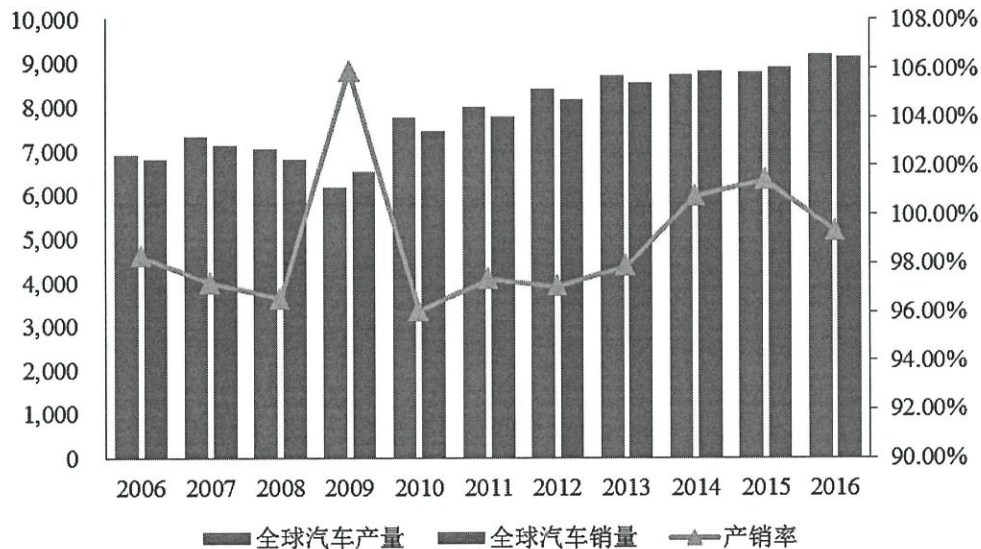
新龙实业主要向法雷奥、马勒贝洱等国内知名汽车零部件厂家供货配套，截至评估报告日，新龙实业新签订的汽空产品任命书中较大部分产品的批量生产时间将持续到 2025-2026 年。根据新龙实业收入成本结构、在手订单统计、经营计划及风险水平等综合分析，新龙实业在现有的产品周期内实现稳定增长是合理的。

综合上述宏观、中观、微观三方面的因素分析，详细预测期确定为 8 年符合资产评估准则中对于确定预测期的相关要求。

2. 相关行业仍处于稳步发展阶段

（1）汽车行业发展状况

最近十年，全球汽车产销量整体呈现稳步上升趋势。2006年至2016年，全球汽车产量年均复合增长率（CAGR）为2.89%，全球汽车销量年均复合增长率（CAGR）为3.00%。尽管2008年至2009年期间，全球汽车产销量受到金融危机影响有所下滑，2009年全球汽车产量为6,098.7万辆，同比下降12.38%。但2010年开始，伴随美国和日本的复苏以及中国、印度等新兴市场的快速增长，全球汽车产销量情况逐步好转，当年全球汽车总产量达到7,760.99万辆，同比增长25.75%。2011年至2016年，全球汽车产量整体稳步增长，产销量不断提高。截至2016年底，全球汽车总产量达到9,203.26万辆，总销量达到9,141.25万辆，2006年-2016年全球汽车产销及产销率如下：



数据来源：WIND 资讯

2007年-2017年是中国汽车行业发展的黄金时期，在此阶段我国汽车产量、销量年均复合增长率（CAGR）分别达到了12.60%、12.66%。不同于全球汽车市场，2009年，中国汽车市场在政府相关鼓励汽车消费政策的推动下，经受住了金融危机的冲击，全年汽车销量达1,362.15万辆，同比增长45.48%。2010年至2017年，中国汽车市场持续保持良好的发展势头，2017年我国汽车销量达2,894.15万辆，再创历史新高，连续九年位居全球第一。随着宏观经济的持续平稳增长和人均收入的不断提高，我国居民消费逐渐从解决衣食需求向美好生活需要转变，汽车作为居民出行的重要交通工具，逐渐成为国内居民新一轮消费升

级的热点。2006年-2017年中国汽车产销及产销率如下：

数量单位：万台

年份	中国汽车销量	中国汽车产量	产销率
2007	878.48	887.30	99.01%
2008	936.33	932.36	100.43%
2009	1,362.15	1,376.37	98.97%
2010	1,804.18	1,824.29	98.90%
2011	1,853.34	1,843.18	100.55%
2012	1,930.34	1,927.10	100.17%
2013	2,199.42	2,212.71	99.40%
2014	2,348.86	2,372.50	99.00%
2015	2,456.30	2,446.77	100.39%
2016	2,793.89	2,800.84	99.75%
2017	2,894.15	2,907.26	99.55%

数据来源：WIND 资讯

此外，根据中国汽车工业协会数据，2017年，我国新能源汽车产量79.4万辆，销量77.7万辆，较2016年分别增长53.8%和53.3%，2017年新能源汽车市场占比2.7%，同比提高0.9个百分点。根据国务院《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，到2020年，实现当年产销新能源汽车200万辆以上，累计产销超过500万辆。预计新能源汽车行业的迅猛发展，将进一步带动汽车空调及其零部件需求的增长。

（2）空调行业发展状况

国内市场，随着居民消费升级进程加速，消费者对品牌认可度、产品品质提出更高要求，同时对空调的节能、健康、舒适性、智能化提出了新的标准，更新换代需求表现强劲；伴随着新型城镇化进程的推进，家电在三四级市场的扩容不断加快。外销方面，全球经济复苏为空调市场增长提供了持续动力，“一带一路”战略为中国企业“走出去”创造了绝佳契机。2017年度，国内主流家电行业上市公司空调业务板块经营情况如下：

金额单位：人民币亿元

证券代码	证券简称	2017年空调业务 板块收入	2016年空调业务 板块收入	同比增速（%）
000333.SZ	美的集团	953.52	687.26	38.74
000651.SZ	格力电器	1,234.10	880.85	40.10
600690.SH	青岛海尔	287.45	186.76	53.91
000921.SZ	海信科龙	145.88	103.81	40.52
000521.SZ	美菱电器	70.05	41.58	68.47

数据来源：根据定期公告整理

由上表可见，国内主流家用空调品牌厂家 2017 年度经营业绩均实现较快增长，其中：格力电器 2017 年度空调板块营业收入较 2016 年增加 40.10%，美的电器 2017 年度空调板块营业收入较 2016 年增加 38.74%，在政策推动及消费结构升级的双重影响下，国内空调行业预计将进入新一轮的增长周期。

近 20 年来我国空调产业发展迅猛，已实现了从国有垄断阶段到品牌集中阶段的全面提升。目前，我国已成为全球家用空调的主要生产基地，产能约占全球产能的 85%。2006 年至 2010 年，我国空调行业景气度不断提升，突破了 1 亿台的产销大关；2011 年至 2015 年，伴随国家“十二五”规划的推动，以旧换新、能效补贴、高能效标准的强制实施等政策的相继出台，市场需求不断扩大，进一步促进了空调行业的高速发展；2016 年以来，消费升级带动的空调产品结构优化，成为城镇和农村市场新增需求的又一重要驱动力。

根据产业在线数据统计显示，2017 年度，中国家用空调总产销规模数量均突破 1.4 亿台，终端零售市场表现优异，达到历史以来的最高水平，销售量同比增加 31%，内销数量同比增加 46.80%，空调行业工厂和渠道补库需求较为强劲。根据产业在线数据统计，2012 年-2017 年国内家用空调销售量情况统计如下：

数量单位：万台

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
家用空调产量	9,983.10	10,912.20	11,742.80	10,380.10	11,152.10	14,350.00
家用空调销售量	10,412.50	11,111.80	11,606.50	10,635.80	10,817.30	14,170.20
家用空调内销量	5,715.90	6,235.20	7,016.50	6,268.50	6,045.60	8,875.40

数据来源：产业在线

根据产业在线数据统计显示，2018年1-4月，我国家用空调销售量达到5,708.70台，较2017年1-4月同比增长14.76%，受城镇化、棚户区改造、一户多机、城镇新房购置空调等多种需求拉动，预计2018年度我国家用空调将保持良好的增速。随着消费升级，人们不断追求越来越舒适的生活空间，空调的多场所、多领域应用给空调市场提供了广阔空间。“十三五”期间，随着国家绿色发展理念的强化，北方的“煤改电”项目给空调行业的发展提供了巨大市场。下游空调产业广阔的发展前景将为标的公司未来营业收入的可实现性奠定可靠的基础。

（3）家空产品下游客户发展情况

标的公司家空产品的主要客户系四川长虹空调有限公司和青岛海信日立空调系统有限公司等，其中长虹空调为美菱电器旗下全资子公司，根据其定期公告数据，合肥美菱空调业务板块近年来经营情况如下：

金额单位：人民币亿元

项目	2017年度	2016年度	2015年度
美菱电器空调业务板块	70.05	41.58	34.16
同比增速（%）	68.47	21.72	-

数据来源：上市公司定期公告

由上表可知，合肥美菱的白色家电、空调业务板块增长迅速，其中，空调业务2017年实现营业收入约70.05亿元，同比增长68.47%。标的公司控股子公司长新制冷为长虹创投的合资公司，同时，长虹空调是标的公司家空产品的第一大客户，长虹空调的发展及盈利状况与标的公司家空产品的销售情况息息相关。近两年，长虹空调的盈利能力大幅提升，渠道结构更趋合理，增量业务持续突破，战略性ODM、家用中央空调、空气净化器、高校租赁等业务实现规模上量。

根据海信科龙定期公告数据，海信日立近年来经营情况如下：

金额单位：人民币亿元

项目	2017年度	2016年度	2015年度
海信日立营业收入	94.02	65.18	48.09
同比增速（%）	44.25	35.54	-

数据来源：上市公司定期公告

由上表可知，2017年度海信日立实现营业收入65.18亿元，较2016年同比增长44.25%。近年来，海信日立积极消化吸收合资方日立空调先进的制造技术和理念，经营业绩持续攀升。根据艾肯空调发布的数据显示，海信日立多联机产品市场占有率为22.2%，家装零售多联机产品持续高速增长。

综上，相比于长虹空调和海信日立历史年度空调业务的高增长率，标的公司未来年度家空产品的收入增长相对处于较低的水平，可实现性较高。根据标的公司家空产品历史年度收入增长情况及2018年新增收入情况分析，同时结合空调行业的发展趋势和主要客户的盈利情况分析，未来年度预测收入实现的可能性较大。

（4）汽空产品下游客户发展情况

法雷奥是标的公司汽空产品的主要客户，法雷奥的经营发展及盈利状况与标的公司汽空产品的发展关系密切。根据法雷奥（VALEO）定期公告，法雷奥近年来经营情况如下：

金额单位：亿欧元

项目	2017年度	2016年度	2015年度
法雷奥（VALEO） 营业收入	185.50	165.19	145.44
同比增速（%）	12.29	13.58	-
法雷奥中国区	27.83	23.13	20.36
同比增速（%）	20.32	13.58	-

数据来源：VALEO年度报告

由上表可见，法雷奥2017年度实现营业收入185.50亿欧元，较2016年度增长12.29%，法雷奥中国区2017年度实现营业收入27.83亿欧元，较2016年度增长20.32%。法雷奥（VALEO）是一家专业致力于汽车零部件、系统、模块的设计、开发、生产及销售的全球性工业集团，其业务涉及原配套业务及售后业务，是世界领先的汽车零部件供应商。标的公司已进入法雷奥全球采购体系，是法雷奥大中国区“优质供应商”，法雷奥未来良好的经营业绩增速预期能够为标的公司未来汽车空调业务的增长奠定可靠的基础。

综上，根据汽车行业、空调行业以及家空产品和汽空产品下游客户的发展状况看，相关行业仍处于稳步发展阶段。收入预测时，2018年根据在手订单和生产计划按实预测，2018年以后的预测反映了行业的基本增速，因此未来年度的收入增长率是合理的。

3. 相对行业可比交易案例，预测过程更为谨慎

近年上市公司重组的可比交易案例中，奥特佳收购牡丹江富通汽车空调科技股份有限公司（以下简称“富通空调”）和三花智控收购浙江三花汽车零部件有限公司（以下简称“三花汽零”）与本次交易案例较为相似。富通空调与三花汽零在主营业务模式、客户结构以及原材料供应等方面与新龙实业均具有较高的相似度，可比性较强。

其中，富通空调主要生产销售各类汽车空调压缩机，下游行业主要包括汽车整车市场、汽车空调系统生产厂商，上游企业主要为铝材等原材料供应商以及以铝材制造的毛坯件或零配件的供应商；而三花汽零是一家专门从事汽车空调及热管理系统控制部件的研发、生产和销售的汽车零部件公司，主要客户包括法雷奥、马勒贝洱、爱斯达克等国内外知名汽车空调和热管理系统制造企业，原材料主要包括铝型材、阀体等，主要供应商包括亚太科技、慈溪市东南复合材料有限公司等。

上述两个可比交易案例预测期收入增长情况统计如下：

序号	上市公司	标的公司	预测第一期	预测第二期	预测第三期	预测第四期	预测第五期	年均复合增长率	详细预测期总增长率
1	奥特佳	富通空调	37.79%	19.49%	15.44%	11.01%	5.33%	17.32%	122.24%
2	三花智控	三花汽零	21.41%	22.05%	17.20%	10.33%	5.73%	15.17%	102.59%
平均值			29.60%	20.77%	16.32%	10.67%	5.53%	16.24%	112.41%
新龙实业								9.46%	106.10%

注：详细预测期总增长率=稳定期主营收入金额/报告期基期主营收入金额×100%

上述两个并购案例预测期均为5年，详细预测期内收入年复合增长率的均值为16.24%，报告期基期到稳定期的总增长率的平均值为112.41%。本次评估预测期为8年，详细预测期收入的年均复合增长率为9.46%，报告期基期到稳定期的总增长率为106.10%，详细预测期收入年复合增长率低于可比交易案例，总增长率和可比交易案例的均值相近。在总增长率相近的情况下，延长详细预测期使得收入及利润预测过程更为谨慎。

综上所述，从资产评估执业准则规定、标的公司所处行业的发展状况以及

行业可比交易案例的预测期收入增长情况等三个方面分析，本次评估中采用的8年预测期及相关的增长情况是合理的，相关预测较为可靠。

三、结合新龙实业所处行业及下游产业的发展情况、竞争态势、目前在手订单等，进一步补充披露本次交易收益法评估预测未来营业收入的可实现性

在综合考虑行业总体发展趋势、下游产业发展情况、标的公司竞争态势、在手订单情况及新客户拓展等情况下，标的公司预测期营业收入情况如下表：

金额单位：人民币万元

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
主营业务收入	58,697.34	65,494.77	72,075.99	79,233.70	85,700.60

项目名称	2023年	2024年	2025年	稳定期	
主营业务收入	91,772.63	97,268.68	102,132.11	102,132.11	

以下内容分别通过描述标的公司所在行业发展趋势、下游产业发展情况、标的公司的竞争态势以及在手订单情况来说明未来营业收入预测的可实现性。

行业发展趋势及下游产业发展情况

见反馈问题第20题第2)小问题回复意见中相关行业发展状况及下游产业发展情况的描述。

1. 标的公司竞争态势

标的公司是国内的汽车空调管路和家用空调管路领域内知名供应商，与国内知名汽车空调、家用空调生产厂家有着多年的良好合作记录，标的公司的空调管路产品质量稳定、供货及时，具有一定的市场竞争力。

(1) 汽车零部件产业竞争态势

汽车零部件供应商体系是金字塔式的多层级体系，整车厂商对一级供应商的要求较高、合作紧密，供应采购关系非常稳定，因而使得一级供应商之间的竞争格局也较为稳定；而二级供应商根据所配套一级供应商的规模不同，有着不同程度的竞争关系，一般来说国际知名的一级供应商主要配套于一线汽车品牌，因此对供应商的准入门槛较高，供需关系相对稳定。

汽车空调管路方面，标的公司主要向法雷奥、马勒贝洱等国内知名汽车零部

件厂家供货配套，多年来，标的公司紧贴汽空产品市场需求的发展趋势，与客户在项目开发方面深度合作，产品适销对路。2018年6月，标的公司荣获欧洲第二汽车配件供应商-法雷奥（VALEO）颁发的2018年法雷奥大中国区“优质供应商”奖。未来，随着标的公司的技术实力进一步提升，与法雷奥、马勒贝洱、富奥翰昂等优质客户的合作将日趋紧密。

（2）家用空调产业竞争态势

当前我国为全球制冷空调设备最大的生产国和消费市场，制冷空调设备广泛应用于国民经济各行业，制冷空调行业已成为我国制造业的有生力量和国民经济的重要组成部分。我国是空调制造大国，在空调制造行业拥有一批包含海尔、格力、美的、长虹、海信等在内的国内知名家电品牌，主流空调品牌市场份额占比较大，市场集中度较高，具有较强的集聚效应，龙头企业占据较大的市场份额。家空产品方面，标的公司主要向长虹空调、海信日立等国内知名空调厂家供货配套，产品质量和产品性能较好，客户对标的公司的产品满意度较高。

综上，标的公司目前已经建立了较好的客户基础，形成了一定的品牌影响力，标的公司在空调管路制造领域的行业地位，为其业务进一步发展奠定了重要的基础。

2. 在手订单情况

（1）汽空产品

标的公司从成立至今，一直致力于汽空产品和家空产品的研发、生产、销售，研发能力较强，产品质量较好。在汽空产品方面，从客户整车设计的前期就介入开发，与客户建立了稳固的长期合作关系。一般一个新车型的生命周期在8年左右，一旦新车型的零部件供应商配套开发完成，周期内更换供应商的可能性很低，所以汽车供应商的竞争格局短期内难以打破，供应商一旦从前期进入客户，业务将保持相对稳定。稳定长期的合作关系和汽车行业特有的周期性，保证了客户的可持续性。

经访谈核实，截至本反馈意见答复日，根据标的公司提供的已签订的任命书及正在洽谈有任命意向的订单，按照客户大类统计了2018年-2022年的任命情况如下表：

金额单位：人民币万元

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
已任命订单合计	16,998.86	16,609.47	16,310.69	14,491.88	12,998.96
其中：国内法雷奥	5,558.53	5,476.89	5,485.78	5,497.70	5,168.06
海外法雷奥	7,599.14	6,784.65	6,892.71	5,553.62	4,551.74
马勒贝洱	1,067.46	1,248.17	1,002.41	745.64	505.64
富奥翰昂	1,158.80	1,353.79	1,303.78	1,096.81	1,146.05
三花智控	1,055.58	929.87	863.34	790.48	812.31
摩丁热能	174.39	507.26	512.65	611.29	692.20
其他客户	384.96	308.85	250.02	196.34	122.96
待任命订单	-	1,905.01	2,376.66	2,401.53	2,291.31
汽空收入预测数	16,686.30	18,409.00	20,256.03	22,231.75	24,106.95
订单覆盖率 (不考虑待任命)	102%	90%	81%	65%	54%
订单覆盖率 (考虑待任命)	102%	101%	92%	76%	63%

标的公司已与法雷奥（VALEO）、马勒贝洱（BEHR）、伟世通（VISTEON）、四川长虹、海信日立等国内外知名企业建立了良好的合作关系，并已进入法雷奥（VALEO）、马勒贝洱（BEHR）、伟世通（VISTEON）等国际著名汽车零部件跨国公司的全球采购体系，通过上述汽车零部件跨国公司向奔驰、宝马、大众、通用、福特、日产、沃尔沃等国外知名汽车品牌供应零部件，是国内外知名汽车品牌和企业的二级供应商。

标的公司产品得到了众多国内外知名厂商的认可，未来年度公司将充分利用现有的销售网络，一方面积极扩大与现有客户的合作规模，另一方面积极开拓新客户、新市场，不断提升公司的经营业绩。

标的公司近期已陆续获得了巴西法雷奥尼桑车型的X52和CMFB项目平台、佛山法雷奥大众车型的PHEV项目平台、西班牙法雷奥尼桑车型的CMF1和大众车型的MQB-AB项目平台、英国法雷奥尼桑车型的P13项目平台以及常州摩丁、荷兰摩丁、匈牙利摩丁的新项目平台的合作认可。同时，标的公司目前正在洽谈开发中的客户及项目平台明细如下：

客户名称	项目平台名称	预计批量时间
三花智控	LZ919	2019
法雷奥（罗马尼亚）	CMFB	2019
法雷奥（西班牙）	MQB-AO	2019
法雷奥（美国格林斯）	DXXX	2019

法雷奥（美国底特律）	U625、CX482	2019
法雷奥（捷克）	XFK	2020
法雷奥（佛山）	MRA2	2019
法雷奥（土耳其）	CMF1	2019
法雷奥（墨西哥）	D2UX	2020
法雷奥（韩国）	CMFB	2019
法雷奥（沙市）	S106、CHJ	2019
马勒贝洱	Audi C8 ICOND	2019
富奥翰昂	D077	2019

据汽车行业特点及标的公司历史订单的统计情况看，一般一个订单在开始批量的下个年度会带来较大幅度的收入增量，故上表中待任命的订单会在2019年和2020年贡献一定的收入增量，进一步提高现有订单覆盖率。

除此之外，标的公司还将通过各种途径积极开拓新客户、新市场，不断提升公司的经营业绩。

综上所述，标的公司2018年-2022年汽空产品的订单覆盖率分别达到了102%、90%、81%、65%、54%（不考虑待任命订单的情况），102%、101%、92%、76%、63%（考虑待任命订单的情况），订单覆盖率较高。在此基础上，考虑到新开发客户的新增订单，未来年度收入实现性有充足的保障。

（2）家空产品

1) 标的公司家空产品历史年度收入统计

标的公司家空产品历史年度收入及增长情况统计如下：

金额单位：人民币万元

项目名称	2015年	2016年	2017年
家空产品收入	13,019.88	19,713.67	35,009.98
收入增长率		51.41%	77.59%

从上表可知，标的公司家空产品在报告期内收入增长迅速。

2) 标的公司家空产品2018年度收入

经访谈核实，截至本反馈意见答复日，标的公司家空产品在手订单金额以及全年生产计划情况如下：

金额单位：人民币万元

客户名称	在手订单金额	2018年度生产计划金额
长虹空调	18,678.93	33,000.00
海信日立	4,945.98	7,450.00
三菱重工汽车空调系统（上海）有限公司	607.98	1,100.00
芜湖美智空调设备有限公司	332.25	400.00
其他客户	18.48	-
合计	24,583.61	41,950.00

从上表可见，截至本反馈意见答复日，2018年在手订单情况较好，依托良好的客户基础与较强配套供应能力，在家用空调行业健康发展的背景下，2018年收入实现有比较好的保障。

综上所述，根据标的公司家空产品历史年度收入增长情况及2018年新增收入情况分析，同时结合空调行业的发展趋势、下游产业的发展情况、标的公司的竞争态势以及在手订单情况，未来年度预测收入实现的可能性较大。

四、中介机构核查意见

经核查，资产评估师认为：根据截至目前新龙实业的业绩实现情况，新龙实业预测2018年营业收入和净利润的实现有较好的保障；从资产评估执业准则规定、标的公司所处行业的发展状况以及行业可比交易案例的预测期收入增长情况等三个方面的分析，本次评估中采用的8年预测期及相关的增长情况是合理性的，相关预测较为可靠；同时，结合新龙实业所处行业及下游产业的发展情况、竞争态势、目前在手订单等情况分析，收益法中未来营业收入实现的有较强的保障。

反馈问题 21、申请文件显示，1) 新龙实业 2016 年、2017 年综合毛利率分别为 25.27%和 21.75%，毛利率出现下降，其中毛利率较低的家用电器管路业务报告期销售收入占比出现上升。2) 本次交易收益法评估预测期 2018 年至 2025 年预测新龙实业综合毛利率保持在 21%左右。3) 从新龙实业预测 2018 年至 2025 年营业收入来看，预测家用电器管路和汽车空调管路的销售收入占比较为稳定，其中预测期各年家用电器管路销售收入占比均在 71.8%左右。请你公司：1) 补充披露新龙实业预测期 2018 年至 2025 年家用电器管路和汽车空调管路预测销售收入占比保持较为稳定的具体预测依据。2) 结合报告期新龙实业综合毛利率出现下降、主要原材料价格出现明显上升、汽车空调管路销售单价出现下降等实际情况，进一步补充披露收益法评估中毛利率预测的具体依据及可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露新龙实业预测期 2018 年至 2025 年家用电器管路和汽车空调管路预测销售收入占比保持较为稳定的具体预测依据

报告期标的公司家空产品和汽空产品销售收入占比情况统计如下：

金额单位：人民币万元

项目名称	2016 年	2017 年
家空产品收入	19,713.67	35,009.98
汽空产品收入	13,173.54	14,543.63
收入合计	32,887.21	49,553.61
家空产品收入占比	59.94%	70.65%
汽空产品收入占比	40.06%	29.35%

由上表可看出，报告期家空产品收入占比从 59.94%增长到 70.65%。本次评估是在报告期基期家空产品和汽空产品收入的基础上，考虑空调行业汽车零部件行业的发展状况、标的公司的竞争优势及在手订单等方面，对未来年度家空产品和汽空产品的收入增长率进行预测。预测期 2018 年至 2025 年家空产品和汽空产品预测销售收入及收入占比情况如下表：

金额单位：人民币万元

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
家空产品	42,011.04	47,085.77	51,819.95	57,001.95	61,593.65
汽空产品	16,686.30	18,409.00	20,256.03	22,231.75	24,106.95
收入合计	58,697.34	65,494.77	72,075.99	79,233.70	85,700.60
家空产品增长率	20.00%	12.08%	10.05%	10.00%	8.06%
汽空产品增长率	14.73%	10.32%	10.03%	9.75%	8.43%
综合增长率	18.45%	11.58%	10.05%	9.93%	8.16%
家空产品占比	71.57%	71.89%	71.90%	71.94%	71.87%

项目名称	2023年	2024年	2025年	稳定期	
家空空调管路	65,922.56	69,877.91	73,371.81	73,371.81	
汽空产品	25,850.07	27,390.77	28,760.30	28,760.30	
收入合计	91,772.63	97,268.68	102,132.11	102,132.11	
家空产品增长率	7.03%	6.00%	5.00%		
汽空产品增长率	7.23%	5.96%	5.00%		
综合增长率	7.09%	5.99%	5.00%		
家空产品占比	71.83%	71.84%	71.84%	71.84%	

从上表可以看出，预测期 2018 年至稳定期家空产品收入占比略有波动，但整体较为稳定。主要原因系两类空调管路产品的收入预计增长率较为接近，虽然 2018 年略有差异，2019 年以后保持接近，在未来增长率接近的情况下，收入结构将保持相对稳定。

对于 2018 年度收入的预测，主要基于截至评估报告日，标的公司提供的在手订单统计及 2018 年度生产计划，同时结合行业大背景进行预测，2018 年度家空产品的增速在 2017 年高速增长后将逐步回落，并趋于稳定；对于 2019 年及以后年度收入的预测，在综合分析行业发展趋势、标的公司的竞争态势、以及已签订和正在洽谈的未来年度的订单等情况下，同时基于未来年度原材料的采购价格较为平稳的前提下进行合理预测，详细预测依据及合理性见反馈问题第 20 题第 1) 小问题“结合截至目前新龙实业的业绩实现情况，补充披露新龙实业预测 2018 年营业收入和净利润的可实现性”以及第 20 题第 3) 小问题“结合新龙实业所处行业及下游产业的发展情况、竞争态势、目前在手订单等，进一步补充披露本次交易收益法评估预测未来营业收入的可实现性”的相关回复意见。

综上所述，在综合分析标的公司行业发展趋势、竞争态势、已签订和正在洽谈的未来年度的订单等情况下，对于未来年度家空产品和汽空产品收入增长率分别进行预测。基于两类产品收入增长率预测合理且相近的情况下，预测期

2018年至2025年两类产品预测销售收入占比保持较为稳定是合理的。

二、结合报告期新龙实业综合毛利率出现下降、主要原材料价格出现明显上升、汽车空调管路销售单价出现下降等实际情况，进一步补充披露收益法评估中毛利率预测的具体依据及可实现性

1. 报告期毛利率变动分析

报告期内，标的公司主营业务收入毛利率如下所示：

项目名称	2016年度	2017年度
汽空产品毛利率	40.40%	38.50%
家空产品毛利率	15.15%	14.79%
主营业务毛利率	25.27%	21.75%

2017年标的公司主要原材料采购价格出现了明显上升，铜材和铝材采购价格分别上涨26.03%和7.89%；汽空产品由于行业年降条款以及对部分车型采取主动降价扩大市场份额的销售策略，导致产品的销售单价有所下降；2016年和2017年，标的公司汽空产品的毛利率分别为40.40%、38.50%，家空产品的毛利率分别为15.15%、14.79%，报告期毛利率波动较小，较为稳定。

2. 报告期同行业上市公司毛利率比较分析

根据所处产品应用领域不同，报告期内标的公司与可比上市公司综合毛利率指标对比如下：

证券代码	股票简称	所属行业	2016年度	2017年度
603158.SH	腾龙股份	汽车零部件	34.48%	35.07%
300742.SZ	越博动力		30.19%	26.78%
603161.SH	科华控股		34.41%	31.08%
300695.SZ	兆丰股份		53.78%	53.63%
603306.SH	华懋科技		46.18%	42.68%
汽车零部件行业均值			39.81%	37.85%
标的公司			40.40%	38.50%

证券代码	股票简称	所属行业	2016年度	2017年度
603320.SH	迪贝电气	制冷配件	17.54%	15.59%
002676.SZ	顺威股份		21.69%	18.99%
002418.SZ	康盛股份		13.20%	10.03%
002011.SZ	盾安环境		19.17%	15.55%
603726.SH	朗迪集团		27.54%	24.24%
制冷配件行业平均			19.83%	16.88%
标的公司			15.15%	14.79%

注：康盛股份毛利率为制冷管路及制冷配件毛利率；盾安环境毛利率为制冷配件毛利率。

由上表可见，报告期内标的公司两大类产品的毛利率变动趋势与可比上市公司趋同，汽空产品的毛利率处于行业中等水平；家空产品毛利率略低于同行业上市公司平均水平。

3. 标的公司预期未来产品毛利率将维持在较稳定水平

预测期 2018 年至 2025 年家空产品和汽空产品毛利率情况如下表：

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
家空产品	14.44%	14.46%	14.47%	14.47%	14.49%
汽空产品	38.17%	37.80%	37.43%	37.50%	37.54%
综合毛利率	21.19%	21.02%	20.92%	20.93%	20.97%

项目名称	2023年	2024年	2025年	稳定期	
家空产品	14.49%	14.49%	14.49%	14.49%	
汽空产品	37.58%	37.60%	37.60%	37.60%	
综合毛利率	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	

以下分家空产品及汽空产品两大类，对毛利率的稳定性进行分析。

（1）家空产品毛利率分析

家空产品 2016 年和 2017 年的毛利率分别为 15.15%、14.79%，2017 年较 2016 年略微有所下降，但基本保持稳定。家空产品，由于销售定价与主要原料市场价格存在联动机制，一般每月按上月电解铜的均价进行价格调整，故材料成本上涨对于毛利率的影响相对较小，毛利率较为稳定。

（2）汽空产品毛利率分析

汽空产品 2016 年和 2017 年的毛利率分别为 40.40%、38.50%，2017 年较 2016 年有所下降，主要系汽车整车厂或一级供应商一般对一款汽车生命周期内的定价

采用前高后低的销售策略，故其与零配件供应商的采购合同中对于采购价格往往会约定年度降价条款，进而导致新龙实业汽空产品中相同规格型号的产品售价出现了一定幅度的下降。另外，2017年新龙实业对部分配套车型采取主动降价扩大市场份额的销售策略，部分产品售价有所下降。

根据标的公司汽空产品的生命周期统计，2000-2010年之间批量的产品，由于汽车整车的更新换代较慢，汽空产品的生命周期也较长，一般在10年-15年之间，该批产品大部分在2020年之前结束批量生产；2011-2020年批量的产品，随着汽车整车更新换代速度的加快，生命周期在8年左右，该批产品大部分的批量生产时间将持续到2025-2026年。考虑到老产品毛利率下降的影响，未来3年2018-2020年毛利率将仍会有一定幅度的下降。但从目前已经签订的汽空产品任命书统计看，2017年底开始陆续有新产品任命书下达，尤其于2019年开始批量的新产品较多，该部分产品在2020年及以后年度会有较大的收入增长。随着后续新产品不断替代老产品，新产品毛利率的上涨基本与老产品毛利下降幅度持平，在2020年及以后年度标的公司汽空产品的毛利率基本趋于稳定。

标的公司是行业内较早从事汽空产品研发、生产和销售的专业企业，在行业内具备一定的竞争优势，持续获取新订单能力较强。随着标的公司新订单的陆续批量生产，新产品的高毛利将进一步抬高整体毛利水平；且随着产销规模不断提升，规模效应愈加显著，摊薄单位制造费用和单位人工费用，一定程度上也会提升产品的毛利率水平。

另外，对于汽车行业来说，客户切换供应商的成本高，特别是对于新产品，切换供应商需要重新开发和验证，技术替代难度高、成本高、周期长，因此外部竞争较小，产品的毛利率可以维持在较高的水平。标的公司的汽空产品的技术和管理能力已经得到了国内外知名厂商的认可，较强的综合实力和技术实力使得标的公司在行业中拥有一定的竞争优势和议价能力。

（3）毛利率维持稳定的具体措施

为保持主要业务未来毛利率的稳定，标的公司管理层将继续采取以下措施：

1) 持续开拓优质客户，扩大经营规模

标的公司将在维护现有客户的同时，依托其在空调管路领域的品牌优势、产品质量优势，持续对汽车行业客户和家用空调行业客户进行开拓，扩大生产经营规模，增强规模效应。标的公司与现有汽空产品和家空产品厂家的合作关系紧密

并且稳定。在维护现有客户的基础上，标的公司相继开发摩丁机械(常州)有限公司、荷兰摩丁、匈牙利摩丁等汽空产品新客户，以及江森自控日立空调（芜湖）有限公司、中山长虹电器有限公司等家空产品新客户。

2) 加强生产管理，提升自动化水平

2016年8月以来，标的公司针对汽空产品进行了自动化设备升级改造，对降低人工、制造费用取得了良好的成效；未来，标的公司将持续加强对生产工序的数字化统计管理，根据实际经济效率，对必要工序实施自动化改造，降低单位制造费用。

3) 持续新产品开发，拓宽现有产品线

标的公司将持续增强公司研发实力，一方面继续加强对现有产品的同步开发能力，提升新车型订单获取能力；另一方面在现有汽空产品的基础上，加强对其他汽车机舱内管路产品的开发，拓宽现有产品线，发挥技术服务能力优势，提高客户粘性，进一步增强标的公司盈利能力。

综上所述，标的公司未来年度毛利率会有微小的下降但基本趋于稳定是合理的。

综上所述，从标的公司报告期毛利率变动、报告期同行业可比上市公司毛利率比较以及未来年度毛利率分析等方面看，标的公司收益法评估中毛利率预测的依据充分、结果合理，有较强的可实现性。

三、中介机构核查意见

经核查，资产评估师认为：新龙实业预测期2018年至2025年家空产品和汽空产品收入占比稳定预测依据充分且合理；从标的公司报告期毛利率变动、报告期同行业可比上市公司毛利率比较以及未来年度毛利率分析等方面来看，标的公司收益法评估中毛利率预测的依据充分、结果合理，有较强的可实现性。

反馈问题 22、申请文件显示，1) 新龙实业 2016 年、2017 年期间费用率分别为 13.65%和 15.53%，如扣除 2017 年股份支付费用的影响，2017 年期间费用率为 10.04%，低于 2016 年。2) 本次交易收益法评估预测新龙实业 2018 年至 2025 年期间费用率分别为 8.98%、8.89%、8.76%、8.57%、8.41%、8.35%、8.22%和 8.09%，低于报告期期间费用率。请你公司补充披露新龙实业预测期期间费用率低于报告期且逐年下降的具体预测依据及可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、请你公司补充披露新龙实业预测期期间费用率低于报告期且逐年下降的具体预测依据及可实现性

收益法评估中，根据标的公司历史数据，结合未来发展情况，对未来年度的期间费用进行了合理预测，主要期间费用简单预测过程如下：

研发费用：新龙实业2016年及2017年的研发费用主要系针对于汽空产品客户订购的新产品发生的研发人员人工费用、直接材料投入费用及相关设备折旧等。本次评估根据未来年度汽空产品收入预测及历史年度研发费用占该产品收入的比例进行预测；

职工薪酬：职工薪酬主要有管理人员和销售人员的工资、奖金、福利及社保支出等，本次评估根据目前的人员人数、未来生产及销售计划、未来招工计划以及新龙实业公司的工资政策进行预测；

折旧和摊销：在评估基准日折旧摊销基础上并结合未来的资产更新及扩张支出情况及企业的折旧摊销政策计算确定；

中介服务费：本次评估根据企业未来年度正常的年报审计及相关咨询服务费用进行预测；

其他可控费用：对于差旅费、办公费、业务招待费等其他可控费用，其与销售收入存在较强的关联性，本次评估结合历史年度各费用占销售收入的比率来估算未来年度的各项管理费用。

根据上述预测思路，报告期及预测期期间费用率如下表所示：

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年及稳定期
销售费用率	3.62%	2.76%	2.75%	2.73%	2.76%	2.73%	2.72%	2.71%	2.70%	2.67%
管理费用率	7.83%	5.68%	5.03%	5.00%	4.89%	4.79%	4.69%	4.68%	4.59%	4.52%
财务费用率	1.75%	1.42%	1.19%	1.17%	1.11%	1.05%	1.01%	0.96%	0.93%	0.90%
期间费用率	13.20%	9.85%	8.98%	8.89%	8.76%	8.57%	8.41%	8.35%	8.22%	8.09%
销售管理费用率	11.45%	8.44%	7.79%	7.72%	7.65%	7.51%	7.41%	7.39%	7.29%	7.19%

上表显示，新龙实业销售费用率和管理费用率合计数在2016年和2017年分别为11.45%和8.44%，预测期各年合计数分别为7.79%、7.72%、7.65%、7.51%、7.41%、7.39%、7.29%、7.19%；稳定预测期和报告期基期数相比下降1.25%。

下降主要原因分析如下：

1) 标的公司及其子公司的客户法雷奥、海信日立、长虹空调等均为国内外知名企业，与标的公司保持着长期、稳定的合作关系，每年市场维护费用较低，仅需要必要的人员薪酬支出，因此预测期内未来销售费用的增长低于营业收入的增长，导致销售费用率有微小的下降；

2) 管理费用-中介服务费，2017年，标的公司拟进行股份制改造，进行了前期的工作，发生了202.55万的中介服务费，该费用系偶然因素，而预测期是根据正常的中介服务费进行预测，从而导致管理费用率下降；

3) 管理费用-折旧及摊销，由于本次评估中对于部分房产及设备作为非经营性资产考虑，对应的折旧及摊销金额较报告期减少，从而导致管理费用率小幅下降；

4) 部分期间费用系固定费用，不会随着生产经营规模的扩张而增长，从而导致管理费用率的降低。

综上所述，从新龙实业期间费用的预测过程及主要费用未来变动趋势方面分析看，新龙实业预测期费用率低于报告期且逐年下降的依据是充分的，并具有较强的可实现性。

二、中介机构核查意见

经核查，资产评估师认为：从新龙实业期间费用的预测过程及主要费用未来变动趋势分析，新龙实业预测期期间费用率低于报告期且逐年下降是的依据是充

分的，并具有可实现性。

反馈问题 23、申请文件显示，本次交易收益法评估中采取折现率在 2020 年及以前为 11.57%，在 2021 年及以后年度为 11.52%。请你公司结合同行业可比交易的具体情况，补充披露本次交易折现率选取的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、请你公司结合同行业可比交易的具体情况，补充披露本次交易折现率选取的合理性

近年上市公司重组的可比交易案例中，收益法中的折现率取值情况统计情况如下表所示：

序号	股票代码	上市公司	标的公司	基准日	折现率 (WACC)	所属行业
1	002708	光洋股份	天津天海同步科技股份有限公司	2014.10.31	10.16%	汽车零部件
2	002434	万里扬	芜湖奇瑞变速箱有限公司	2015.12.31	11.93%	汽车零部件
3	002265	西仪股份	承德苏垦银河连杆股份有限公司	2015.8.31	10.80%	汽车零部件
4	002239	奥特佳	牡丹江富通汽车空调科技股份有限公司	2015.9.30	12.12%	汽车零部件
5	002101	广东鸿图	宁波四维尔工业股份有限公司	2016.9.30	10.32%	汽车零部件
6	002283	天润曲轴	东莞鸿图精密压铸有限公司	2016.7.31	10.91%	汽车零部件
7	300276	三丰智能	上海鑫燕隆汽车装备制造有限公司	2016.9.30	11.13%	汽车零部件
8	002050	三花智控	浙江三花汽车零部件有限公司	2016.12.31	11.83%	汽车零部件
9	300100	双林股份	宁波双林汽车部件投资有限公司	2017.4.30	13.94%	汽车零部件
10	000700	模塑科技	江阴道达汽车饰件有限公司	2017.6.30	10.70%	汽车零部件
平均值					11.38%	
本次评估折现率					11.52% ^①	

注^①：本次评估中采用的折现率在 2020 年及以前为 11.57%，在 2021 年及以后年度为

11.52%，差异的原因系2020年及以前标的公司子公司四川长新公司拥有税收优惠政策，所得税率为15%。

上述统计的上市公司并购可比案例中，收益法估值中采用的折现率平均值为11.38%，本次收益法估值的折现率取值为11.52%，略高于可比案例的折现率平均值，所以与交易案例相比，取值是合理的。

二、中介机构核查意见

经核查，资产评估师认为：根据同行业上市公司并购可比案例中资产评估机构采用的折现率相关统计，本次交易资产评估收益法折现率的取值是合理的。

反馈问题24、申请文件显示，新龙实业收益法评估中，溢余资产和非经营资产账面价值为3,839.09万元，评估价值为8,437.30万元。请你公司补充披露：1) 收益法评估中将固定资产、办公专家楼、设备等作为溢余资产或非经营性资产评估的合理性。2) 主要的可供出售金融资产、投资性房地产、房屋建筑物及土地等主要溢余资产或非经营性资产评估价值增值率较高的具体原因及合理性。3) 收益法评估中，作为溢余资产或非经营性资产的投资性房地产账面价值远高于新龙实业报告期末审计报告显示的投资性房地产账面价值的具体原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、收益法评估中将固定资产、办公专家楼、设备等作为溢余资产或非经营性资产评估的合理性

非经营性资产是指相对企业的主营业务没有直接“贡献”的资产（相对于经营性资产而言），是一个相对的概念，与收益法测算时的现金流口径相对应，具体合理性分析如下：

1. 凤山佳苑宿舍楼

新龙实业原将凤山佳苑房产用作职工宿舍楼，后因利用率不高转作销售，该房产的销售对职工和企业正常经营不构成影响。且该房产类固定资产与收益法测算时的自由现金流无关，故作为非经营性资产处理。

2. 办公专家楼

新龙实业名下的专家办公楼房产，报告期内实际上作为公司实际控制人吴岳民先生名下其他产业相关专家的办公场所，与新龙实业主营业务并没有关联；根据新龙实业与五龙投资签署的《资产转让协议书》，新龙实业拟将专家办公楼房屋及对应的土地使用权转让给五龙投资，故本次评估中作为非经营性资产处理。

3. 设备

本次评估将光伏发电设备、出租给鸿邦机械公司的设备以及在建工程中的设备作为非经营性资产，合理性分析如下：

1) 光伏发电设备：系位于新龙实业厂区的屋顶光伏发电设施，新龙实业于2016年11月21日签订光伏发电工程合同，2017年4月30日完工，2017年5月18日通过县供电公司并网验收，于2017年6月结转固定资产并向电力公司出售电力，取得业务收入。本次收益法评估时，并未将该光伏发电收入作为自由现金流预测，光伏发电设备与预测的自由现金流无关，故本次评估将其作为非经营性资产处理。

2) 出租给鸿邦机械公司的设备：对于该部分出租的设备，其使用权已对外出租，本次收益法评估时，并未将该部分设备的出租收入作为自由现金流预测，该部分出租的设备与预测的自由现金流无关，故本次评估将其作为非经营性资产处理。

3) 在建工程中的设备：系企业采购的自动化生产线，用于提高生产的自动化程度，但截至评估报告日，部分设备处于安装测试阶段，部分设备还未到货，均未用于企业的正常生产，也未有明确的投用时间表，该部分设备对于企业的生产经营的影响尚无法量化，故本次收益法测算的自由现金流中未考虑该设备的使用对收入、成本、折旧摊销以及资本性支出的影响，本次评估将其作为非经营性资产处理。

4. 投资性房地产-四川绵阳房产土地

新龙实业单体报表中，四川绵阳厂区的房产及土地于投资性房地产科目核算。收益法测算中，其子公司四川长新制冷承租的部分房产支付的租金已经计入经营成本，所以本次评估将新龙实业母公司账面中的投资性房地产作为非经营性资产处理。

综上所述，收益法评估中将固定资产、办公专家楼、设备等作为溢余资产

或非经营性资产评估具备合理性。

二、主要的可供出售金融资产、投资性房地产、房屋建筑物及土地等主要溢余资产或非经营性资产评估价值增值率较高的具体原因及合理性

新龙实业主要的非经营性资产包括：可供出售金融资产、投资性房地产、办公专家楼、凤山佳苑宿舍楼等，对于这几类主要非经营性资产的评估方法、评估增减值率、增减值原因分析如下：

1. 可供出售金融资产

新龙实业可供出售金融资产系其于2013年7月投资浙江新昌农村商业银行股份有限公司（以下简称“新昌农商行”）取得的200万股原始股，后分别于2014年5月获得配股60万股、2015年5月获得配股78万股；截至评估基准日，新龙实业合计持有新昌农商行338万股，投资成本200万元人民币，合计持股比例1.9881%，系新昌农商行前十大法人股股东之一。

新昌农商行近年来的经营财务数据摘录如下：

金额单位：人民币元

指标名称	2015年	2016年	2017年
营业收入	448,566,040.69	433,911,537.74	479,552,875.26
利息净收入	344,055,665.96	278,784,219.08	297,977,905.34
营业支出及损失	238,989,224.37	220,681,107.97	238,809,379.38
营业利润	209,576,816.32	213,230,429.77	190,425,536.77
利润总额	204,151,517.18	208,836,379.46	186,731,933.13
净利润	158,639,968.84	165,085,347.51	148,049,699.25
资产总计	12,015,118,639.03	12,941,402,128.24	14,155,528,807.92
发放贷款及垫款总额	6,583,689,522.85	6,882,204,496.42	7,545,205,196.09
负债合计	11,006,194,926.47	11,813,210,648.32	12,910,958,083.82
吸收存款	10,044,452,301.19	11,222,650,735.52	12,439,125,893.83
所有者权益合计	1,008,923,712.56	1,128,191,479.92	1,244,570,724.10
股本	170,014,000.00	170,014,000.00	170,014,000.00
每股净资产=股东权益/总股本	5.93	6.64	7.32

新昌农商行近年来主要银行财务指标数据如下：

指标名称	2015年	2016年	2017年
每股净资产=股东权益/总股本	5.93	6.64	7.32

每股收益=净利润/总股本	0.93	0.97	0.87
资产利润率(%)=净利润/资产平均占有额	1.32	1.28	1.05
净资产收益率(%)=税后利润/所有者权益	15.72	14.63	11.90
成本收入比(%)=营业费用/营业收入	32.59	38.71	38.77
资本充足率(%)	12.78	12.49	13.51%
存贷比(%)=贷款总额/存款总额	68.26	63.86	63.01%
不良贷款比率(%)	1.89	1.89	1.11%
拨备覆盖率(%)	210.36	212.69	341.96%

从新昌农商行近年来的历史经营数据和主要银行财务指标来看，其经营发展较为稳定，未见显著的业务波动，正处于平稳增长的阶段。

本次评估中，采用市场法——交易案例比较法对新昌农商行的股东部分权益的市场价值进行评估，评估值 2,120.90 万元，每股价值为 8.1733 元，P/B 倍数为 1.12，评估增值 1,920.90 万元。增值主要原因分析如下：

(1) 新龙实业系新昌农商行的发起人股东，其股权原始取得成本较低；

(2) 新昌农商行为区域内存贷款规模最大的银行，营业网点众多，历史经营成果的积累使得其股权价值已得到较大幅度的增长。

综上所述，通过对新昌农商行经营状况、财务指标、评估方法、增减值原因分析后，资产评估师认为可供出售金融资产的评估值较公允，其评估增值是合理的。

2. 投资性房地产

新龙实业的投资性房地产系其采用成本模式计量的房屋建(构)筑物和土地使用权，其中房屋建筑物 6 项，建筑面积合计 16,764.34 平方米，主要为 1 期厂房、办公楼、食堂、2 期厂房等；构筑物 3 项，主要为厂区围墙、1 期附属工程、2 期附属工程；土地使用权 1 项，证载面积 23,558.32 平方米，证载权利人为新龙实业。具体情况详见下表：

金额单位：人民币元

项目	账面原值	账面净值
投资性房地产—房产	17,026,342.89	13,771,612.98
投资性房地产—土地使用权	5,105,370.40	4,069,534.06
合计	22,131,713.29	17,841,147.04

其中房产主要系新龙实业建造的厂房及办公楼等，明细如下：

金额单位：人民币元

建筑物名称	结构	建成年月	建筑面积 (平方米)	账面价值	
				原值	净值
绵阳厂区1期厂房	钢结构	2011/2	5,264.94	3,513,848.53	2,386,839.69
绵阳厂区办公楼	砖混	2015/10	5,059.00	6,088,363.76	5,231,413.31
绵阳厂区食堂	砖混	2015/10	1,229.00	1,346,566.75	1,154,680.99
绵阳厂区2期108m厂房	钢结构	2015/10	3,526.00	2,795,467.87	2,330,721.33
绵阳厂区2期48m厂房	砖混	2015/10	1,647.00	1,541,599.78	1,321,921.81
绵阳厂区传达室	砖混	2015/10	38.40	83,168.57	71,317.05
绵阳厂区围墙	砖混	2010/4	133.68	360,066.30	229,797.26
绵阳厂区1期附属工程	砖混	2010/10	1(项)	345,091.50	228,435.92
绵阳厂区2期附属工程	砖混	2015/12	1(项)	952,169.82	816,485.62
合计				17,026,342.88	13,771,612.98

土地使用权系上述房产所对应的工业用地，明细如下：

金额单位：人民币元

土地权证编号	取得日期	用地性质	准用年限	开发程度	面积 (平方米)	账面价值
绵城国用(2008)第01354号	2008/1	出让	50.00	五通一平	23,558.32	4,069,534.06

(1) 投资性房地产----房产

1) 评估方法

根据房屋建筑中的具体资产情况，选择成本法评估。

成本法是以取得被评估资产的重置成本为基础的评估方法。即在现行市场条件下，根据重新建造一项资产所支付的全部货币总额组成重置成本，扣减实体性贬值、功能性贬值和经济性贬值，或在确定综合成新率的基础上，计算委估资产评估值的一种方法。

采用成本法的计算公式为：

评估价值 = 重置成本 × 综合成新率

2) 评估结果及增减值原因

投资性房地产评估结果如下：

金额单位：人民币元

项目	评估价值		增值额		增值率%	
	原值	净值	原值	净值	原值	净值
1期厂房	3,584,600.00	3,154,400.00	70,751.47	767,560.31	2.01	32.16
办公楼	6,718,800.00	6,181,300.00	630,436.24	949,886.69	10.35	18.16

食堂	1,598,000.00	1,486,100.00	251,433.25	331,419.01	18.67	28.70
2期108m厂房	3,189,600.00	2,934,400.00	394,132.13	603,678.67	14.10	25.90
2期48m厂房	1,829,500.00	1,683,100.00	287,900.22	361,178.19	18.68	27.32
传达室	98,700.00	93,800.00	15,531.43	22,482.95	18.67	31.53
围墙	454,500.00	295,400.00	94,433.70	65,602.74	26.23	28.55
1期附属工程	435,600.00	283,100.00	90,508.50	54,664.08	26.23	23.93
2期附属工程	1,130,000.00	1,005,700.00	177,830.18	189,214.38	18.68	23.17
合计	19,039,300.00	17,117,300.00	2,012,957.12	3,345,687.02	11.82	24.29

增值原因分析如下：

① 建筑安装工程成本较建造时有一定的上升，导致重置成本有一定的增加；

② 新龙实业对以成本模式计量的房屋建(构)筑物按照年限平均法分20年进行折旧，而评估时一般按建筑物的经济寿命年限计算成新率，远长于企业会计折旧年限，从而导致评估净值增加。

综上所述，通过对评估方法、评估过程、增减值原因分析后，资产评估师认为投资性房地产的评估值公允，其评估增值是合理的。

(2) 投资性房地产----土地使用权

1) 评估方法

根据宗地现状、资料收集情况等，采用市场法进行评估。

市场法是根据替代原则，将待估宗地与在评估基准日近期市场交易的类似宗地交易实例进行比较，并对类似宗地的成交价格作适当的修正，以此估算待估宗地价值的方法。其基本公式为：

$$V = V_B \times A \times B \times C \times D \times E$$

式中：

V ：待估宗地价格；

V_B ：比较实例价格；

A ：待估宗地交易情况指数/比较实例交易情况指数；

B ：待估宗地评估基准日地价指数/比较实例评估基准日地价指数；

C ：待估宗地区域因素条件指数/比较实例区域因素条件指数；

D ：待估宗地实物状况因素条件指数/比较实例实物状况因素条件指数；

E ：待估宗地权益状况因素条件指数/比较实例权益状况因素条件指数。

在运用市场比较法计算待估宗地使用权价值的基础上，根据资产基础法原理，考虑达到土地使用权当前状态所需缴纳的契税等因素影响，得到待估宗地的

评估值。

2) 评估结果及增减值原因

投资性房地产—土地使用权评估值 1,172.66 万元，评估增值 765.71 万元，增值率 188.16%，该土地使用权评估单价为 33.18 万元/亩（含契税）。

土地使用权增值原因主要系土地为 10 年前取得，时间较早，取得成本较低。近些年当地土地出让价格有较大幅度的增长，从而导致评估增值。

根据绵府发【2018】2 号《绵阳市人民政府关于公布实施绵阳市（涪城区、游仙区）城区及乡镇基准地价的通知》，委估宗地系 I 级工业用地，基准地价为 31.2 万元/亩（不含契税），与本次土地评估结果相近。

综上所述，由于土地取得时间较早，取得成本较低，评估时土地价格有较大幅度的增长，从而导致评估增值。故本次投资性房地产—土地使用权的评估值较为公允，增值较为合理。

3. 凤山佳苑宿舍楼

新龙实业账面有位于凤山佳苑的 16 套职工宿舍及配套管理用房和车位，账面原值 4,170,138.51 元，账面净值 3,773,975.35 元。新龙实业原将其用作职工宿舍楼，后因利用率不高转作销售。故本次评估对该部分房产参照其自身近期成交价格采用市场法进行评估，同时考虑扣除相关交易税费、所得税、土地增值税等，得到其评估价值。

凤山佳苑宿舍楼评估净值为 10,346,600.00 元，评估增值 6,572,624.65 元。

评估增值原因分析：

（1）评估值中包含了凤山佳苑房产及所对应土地使用权的价值，相应的无形资产—土地使用权价值评估为零；

（2）新昌城区的住宅价格在 2017 年出现了较大幅度的上涨，同时凤山佳苑有较好的学区，所以市场价值较建造成本有较大幅度的上升；

综上所述，本次评估对于凤山佳苑房产的评估值较为公允，评估增值较为合理。

4. 办公专家楼

办公专家楼的房屋在新龙实业固定资产—房屋建筑物中核算，相应的土地使用权在无形资产中核算。本次评估采用成本法对该房屋进行评估，采用市场法对其对应的土地使用权进行评估。

采用成本法对于房产进行评估，最终评估原值为 9,947,300.00 元，评估净值为 8,554,700.00 元，评估增值 3,858,024.87 元。采用市场法对于土地使用权进行评估，最终评估价值为 6,139,958.59 元，评估增值 5,085,626.96 元。办公专家楼（含房产和土地）总的评估价值为 14,694,658.59 元，评估增值 8,943,651.83 元。

评估增值原因分析：

（1）近年来建安成本上升，使得房屋建筑物重置成本增值，同时房屋经济寿命年限长于企业会计折旧年限，导致评估净值增值；

（2）专家办公楼评估值中包含了“办公专家楼园区”（账面记录在构筑物中）部分，办公专家楼园区账面原值 3,492,557.99 元，账面净值 2,628,117.04 元。相应构筑物中评估为零；

（3）近年来土地市场价格上涨，土地的现行市场价值已远高于其原始取得成本，增值幅度较大。

综上所述，办公专家楼评估值较为公允，评估增值较为合理。

三、收益法评估中，作为溢余资产或非经营性资产的投资性房地产账面价值远高于新龙实业报告期末审计报告显示的投资性房地产账面价值的具体原因及合理性

收益法评估中投资性房地产账面价值和新龙实业审计报告账面价值数据列示如下：

项目名称	评估列示账面价值	审计报告列示账面价值	差异
投资性房地产-房屋	13,771,612.98	2,787,154.59	10,984,458.39
投资性房地产-土地使用权	4,069,534.06	439,871.02	3,629,663.04
投资性房地产合计	17,841,147.04	3,227,025.61	14,614,121.43

1. 差异原因分析如下：

新龙实业名下的四川绵阳厂区房产及土地分别由四川长新制冷和四川长新生物承租，审计报告中根据租赁面积对绵阳厂区的房产及土地的账面值进行分摊，投资性房地产科目核算四川长新生物承租的房产及土地，固定资产和无形资产科目核算四川长新制冷承租的房产及土地。具体账面值分摊明细如下表：

项目名称	总账面价值	四川长新制冷分摊	四川长新生物分摊
合并报表核算科目		固定资产-房屋建筑物、 无形资产-土地使用权	投资性房地产
房屋建筑物账面价值	13,771,612.98	10,984,458.39	2,787,154.59
土地使用权账面价值	4,069,534.06	3,629,663.04	439,871.02
房产土地账面价值合计	17,841,147.04	14,614,121.43	3,227,025.61

综上所述，收益法评估中投资性房地产账面价值和新龙实业审计报告账面价值差异系四川长新制冷承租的绵阳厂区房产及土地的账面值，共计14,614,121.43元。

2. 合理性分析如下：

新龙实业单体报表中，四川绵阳厂区的房产及土地于投资性房地产科目核算。收益法测算中，其子公司四川长新制冷承租的部分房产支付的租金已经计入经营成本，所以本次评估将新龙实业母公司账面中的投资性房地产作为非经营性资产处理。

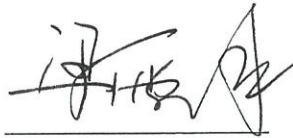
综上所述，本次收益法评估中投资性房地产账面价值和新龙实业审计报告账面价值差异原因清晰且合理。

四、中介机构核查意见

经核查，资产评估师认为：收益法评估中作为非经营性资产评估的固定资产、办公专家楼、设备等与收益法测算时的现金流口径不一致，故作为非经营性资产处理是合理的；可供出售金融资产、投资性房地产、房屋建筑物及土地等主要溢余资产或非经营性资产评估价值合理；作为溢余资产或非经营性资产的投资性房地产账面价值远高于新龙实业报告期末审计报告显示的投资性房地产账面价值原因清晰且合理。

（此页无正文，为《关于中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书（180636号）有关资产评估问题回复的专项说明》签字盖章页）

签字资产评估师：



梁雪冰



卢怡

法定代表人：



钱幽燕

