证券代码：603713　　证券简称：密尔克卫　　公告编号：2020-060

密尔克卫化工供应链服务股份有限公司关于收购湖南瑞鑫化工有限公司 65%股权的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

重要内容提示：

密尔克卫化工供应链服务股份有限公司（以下简称“公司”）拟收购湖南瑞鑫化工有限公司（以下简称“瑞鑫化工”、“标的公司”或“目标公司”）65%股权，交易价格为人民币 104,000,000.00 元。

本次交易未构成关联交易。

本次交易未构成重大资产重组。

交易实施不存在重大法律障碍。

本次交易已经公司董事会审议通过。

本次股权收购的完成将基于尽职调查、审计和评估的情况以及公司董事会的批准，交易具有不确定性，敬请广大投资者注意风险。

一、　交易概述

为拓展华中及华南地区的专业化工品贸易业务，加入专业运营团队，进一步拉动公司在精细化工、苯类、醇类、酯类等煤化工、醇基燃料及其配套设备、加油站运营以及油品批发等领域的提升，公司拟收购瑞鑫化工 65%股权。

（一）2020 年 5 月 21 日，公司与湖南昊华新能源有限责任公司（以下简称“昊华新能源”）签署了《密尔克卫化工供应链服务股份有限公司与湖南昊华新能源有限责任公司关于以支付现金方式购买湖南瑞鑫化工有限公司股权之协议书》（以下简称“《股权转让协议书》”），拟以自筹资金收购昊华新能源持有的瑞鑫化工 65%股权，交易价格为人民币 104,000,000.00 元。本次收购完成后，瑞鑫化工将成为公司的控股子公司。本次交易的价格以采用收益法对标的公司的股东全部权益进行评估得出的评估值为基础，即：截至评估基准日 2020 年 2 月 29 日，瑞鑫化工纳入评估范围内的所有者权益账面价值为 1,946.97 万元，在持续经营前提下股权全部权益的评估价值为 16,047.26 万元，增值额为 14,100.29 万元，增值率为 724.22%，并结合市场价值进行确认。

（二）公司于 2020 年 5 月 21 日召开了第二届董事会第二十一次会议，审议并通过了《关于收购湖南瑞鑫化工有限公司 65%股权的议案》。

（三）根据《上海证券交易所股票上市规则》、《公司章程》等相关规定，该事项在董事会权限范围内，无需提交股东大会审议。

二、　交易各方当事人情况介绍

（一）交易对方情况介绍

企业名称	湖南昊华新能源有限责任公司
统一社会信用代码	91430105MA4PQYR039
企业类型	有限责任公司（自然人投资或控股）
成立时间	2018 年 07 月 27 日
住所	长沙市开福区秀峰街道植基路 79 号秀峰山庄二期 12 幢 4 层 404 房
经营范围	新能源的技术开发、咨询及转让；节能技术开发服务；化工产品检测服务、研发；能源管理服务；化工原料销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
持有瑞鑫化工股权比例	100%

（二）交易对方、标的公司及其董事、监事和高级管理人员与上市公司之间不存在产权、业务、资产、债权债务、人员等方面的其它关系，交易对方与公司无业务往来。

（三）交易对方最近一年一期主要财务数据（未经审计）

单位：元

项目	2020 年 3 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
资产总额	5,131,214.09	3,131,214.08
负债总额	4,932,249.75	3,179,580.61
所有者权益总额	198,964.34	−48,366.53
项目	2020 年 1−3 月	2019 年 1−12 月
营业收入	0	0
净利润	−52,669.13	−46,848.58

三、　交易的基本情况

（一）　基本信息

公司名称	湖南瑞鑫化工有限公司
统一社会信用代码	91430122074977406
企业类型	有限责任公司（自然人投资或控股的法人独资）
成立时间	2013 年 08 月 08 日
注册资本	1000.00 万人民币
法定代表人	曾建平
住所	湖南省望城经济开发区铜官循环经济工业基地
经营范围	其他未列明零售业；不带储存设施经营丙烯酸、丙烯酸甲酯、丙烯酸乙酯、丙烯酸丁酯、丙烯酸异辛酯、丙烯酸羟乙酯、丙烯酸羟丙酯、苯，三甲基苯、正丁烷、异丁烷、2- 甲基 −1、3- 丁二烯、异戊间二烯、1、3- 环戊二烯、异丙苯、甲基丙烯酸、甲基丙烯酸甲酯、甲基丙烯酸丁酯、甲基丙烯酸羟乙酯、甲基丙烯酸羟丙酯、过硫酸铵、过硫酸钾、OP−10、过氧化苯甲酰叔丁酯、BPO、苯乙烯、丙烯腈、氨水、双氧水、丙烯酰胺、N- 羟甲基丙烯酰胺、一乙胺、二乙胺、三乙胺、一乙醇胺、二乙醇胺、三乙醇胺、邻苯二甲酸二丁酯(DBP)、二辛酯、苯酐、顺酐、醋酸乙烯、醋酸甲酯、邻苯二甲酸酯、聚丙烯酰胺、环氧丙烷、环氧乙烷、氢氧化钠、二甲基甲酰胺、甲醛、二氯甲烷、冰醋酸、VAE、甲醇、乙醇、二乙醇、二乙二醇、异丁醇、正丁醇、仲丁醇、醋酸仲丁酯、异丙醇、二甲苯、乙二醇乙醚、乙二醇甲醚、乙二醇丁醚、乙二醇甲醚、乙二醇丁醚、乙二醇甲醚、乙二醇丁醚醋酸酯、乙二醇乙醚醋酸酯、乙二醇甲醚醋酸酯、甲基叔丁基甲醚、石脑油、碳 5、凝析油、二丙二醇甲醚、三丙二醇甲醚、三乙二醇丁醚、丙二醇丁醚、二丙二醇丁醚、三丙二醇丁醚、丙二醇丙醚、丙二醇苯醚、乙二醇异辛醚、二乙二醇异辛醚、乙二醇丁醚乙酸酯、丙二醇乙酸、丙二醇乙醚乙酸酯、二乙二醇已醚、聚乙烯醇、甲苯、丁酮、丙酮（《危险化学品经营许可证》有效期限 2019 年 7 月 24 日至 2022 年 7 月 23 日）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

（二）股权结构

序号	股东名称	出资额（万元）	持股比例（%）
1	湖南昊华新能源有限责任公司	1,000	100
合计	—	1,000	100

（三）主要资产

长期股权投资：纳入评估范围内的长期股权投资账面价值为 951.78 万元，占评估范围内总资产的 14%，主要为瑞鑫化工下属全资子公司：湖南鸿胜石化有限公司、湖南大春新能源有限公司。

（四）主要财务数据（经审计）

单位：元

项目	2020 年 2 月 29 日	2019 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日
资产总额	106,629,676.33	132,043,933.74	110,618,279.27
负债总额	86,592,052.04	80,112,447.10	41,395,479.29
所有者权益总额	20,037,624.29	51,931,486.64	69,222,799.98
项目	2020 年 1−2 月	2019 年度	2018 年度
营业收入	36,160,522.10	421,557,161.03	519,156,079.58
净利润	4,887,525.08	8,235,053.66	13,013,473.14

（五）截至评估基准日 2020 年 2 月 29 日，瑞鑫化工存在资产抵押事项，具体情况如下：

抵押资产名称	所在位置	抵押银行	抵押日期	抵押贷款金额(元)	抵押资产评估价值(元)
房产抵押	开福区植基路 79 号 12 栋 402	长沙农村商业银行股份有限公司金马支行	2018/6/27	800,000	1,612,350
房产抵押	开福区植基路 79 号 12 栋 503	长沙农村商业银行股份有限公司金马支行	2017/9/26	440,000	1,018,302
房产抵押	开福区植基路 79 号 12 栋 504	长沙农村商业银行股份有限公司金马支行	2017/9/26	500,000	884,664

除上述情形外，交易标的其余产权清晰，不存在抵押质押及其他任何限制转让的情况，亦不涉及诉讼、仲裁事项或查封、冻结等司法措施，以及不存在妨碍权属转移的其他情况。

（六）交易标的评估基本情况

1、本次评估的基本情况

公司聘请具有从事证券、期货从业资格的沃克森（北京）国际资产评估有限公司对瑞鑫化工评估基准日为 2020 年 2 月 29 日的全部股权股东权益进行了评估，并出具了《密尔克卫化工供应链服务股份有限公司拟收购湖南瑞鑫化工有限公司股权项目涉及的湖南瑞鑫化工有限公司股东全部权益价值资产评估报告》（沃克森评报字（2020）第 0646 号）。

（1）资产基础法评估结果

截至评估基准日 2020 年 2 月 29 日，瑞鑫化工纳入评估范围内的总资产账面价值为 6,793.02 万元，评估值 13,134.52 万元，增值额为 6,341.50 万元，增值率为 93.35%；负债账面价值为 4,846.05 万元，评估值 4,849.16 万元，增值 3.11 万元，增值率 0.06%；所有者权益账面值 1,946.97 万元，在保持现有用途持续经营前提下股东全部权益的评估值为 8,285.36 万元，增值额为 6,338.39 万元，增值率为 325.55%。具体各类资产的评估结果见下表：

单位：人民币万元

项目名称	账面价值	评估价值	增减值	增值率%
流动资产	5,376.84	5,417.54	40.70	0.76
非流动资产	1,416.18	7,716.98	6,300.80	444.91
其中：长期股权投资	951.78	6,997.66	6,045.88	635.22
固定资产	451.18	706.10	254.92	56.50
在建工程	−	−	−	−
无形资产	−	−	−	−
长期待摊费用	−	−	−	−
递延所得税资产	13.22	13.22	−	−
其他非流动资产	−	−	−	−
资产总计	6,793.02	13,134.52	6,341.50	93.35
流动负债	4,846.05	4,849.16	3.11	0.06
非流动负债	−	−	−	−
负债总计	4,846.05	4,849.16	3.11	0.06
所有者权益	1,946.97	8,285.36	6,338.39	325.55

其中，长期股权投资账面价值为 951.78 万元，评估价值为 6,997.66 万元，增值率为 635.22%；固定资产账面价值为 451.18 万元，评估价值为 706.10 万元，增值率 56.50%。

（2）收益法评估结果

评估专业人员通过调查、研究、分析企业资产经营情况的现状及其提供的各项历史指标，结合企业的现状，考虑国家宏观经济政策的影响和企业所处的内外部环境状况，分析相关经营风险、会同企业管理人员和财务、技术人员，在评估假设成立的前提下合理预测未来年度的预测收益、折现率、收益期等指标，计算股东全部权益的评估价值为人民币 16,047.26 万元。

2、评估结果分析及最终结论

本次评估采用收益法得出的评估结果比采用资产基础法得出的评估结果高 7,761.90 万元，出现差异的主要原因是：

（1）采用资产基础法评估是以资产的成本重置为价值标准，反映的是资产投入（购建成本）所耗费的社会必要劳动，这种购建成本通常将随着国民经济的变化而变化。

（2）收益法评估是以资产的预期收益为价值标准，反映的是资产的经营能力（获利能力）的大小，这种获利能力通常将受到宏观经济、政府控制以及资产的有效使用等多种条件的影响。

两种评估方法估算出的评估结果对企业价值内涵对象解释不同，通常情况下，企业拥有的经营优势、客户资源等无形资源难以全部在资产基础法评估结果中反映。

综上所述，由于两种评估方法价值标准、影响因素不同，从而造成两种评估方法下评估结果的差异。

瑞鑫化工主要从事化工品批发与零售，未来年度的收益可以合理预测，与企业预期收益相关的风险报酬能估算计量。

收益法是采用预期收益折现的途径来评估企业价值，不仅考虑了企业以会计原则计量的资产，同时也考虑了在资产负债表中无法反映的企业实际拥有或控制的资源，如销售网络、人力资源等，而该类资源对企业的贡献均体现在企业的净现金流中，所以，收益法的评估结论能更好体现企业整体的成长性和盈利能力。

综上，评估专业人员认为收益法评估结论更能够比较完整、合理的体现瑞鑫化工蕴含的股东全部权益的市场价值。因此本次评估以收益法评估结果作为最终评估结论。即：截至评估基准日 2020 年 2 月 29 日，湖南瑞鑫化工有限公司纳入评估范围内的所有者权益账面价值为 1,946.97 万元，在持续经营前提下股东全部权益的评估价值为 16,047.26 万元，增值额为 14,100.29 万元，增值率为 724.22%。

本次交易所涉标的评估报告的评估参数合国家相关法律、法规和规范性文件的规定，符合评估准则及行业惯例的要求，符合评估对象的实际情况，具有合理性。

（七）交易标的评估具体情况

1、本次收益法评估的评估过程，包括但不限于预测收益、折现率、增长率等

（1）收益模型的选取

本次采用企业自由现金流折现模型。以未来若干年度内的企业自由现金流量作为基础，采用适当折现率折现后加总计算得出标的公司的主营业务价值。

在得出标的公司主营业务价值的基础上，加上非经营性、溢余资产的价值，减去非经营性、溢余负债的价值，得出标的公司企业整体价值，之后减去付息债务价值得出股东全部权益的市场价值。

（2）收益年限的确定

瑞鑫化工主营化工产品贸易，成立时间较长且未来有较好的经营前景，评估基准日及至评估报告出具日，没有确切证据表明标的公司在未来某个时间终止经营。最终，确定标的公司收益期为无限期，预测期为 2020 年 3 月至 2025 年度。

（3）未来收益的确定

①未来收益预测的收益主体、口径的确定

瑞鑫化工拥有两家长期股权投资公司：湖南鸿胜石化有限公司（以下简称“湖南鸿胜”）及湖南大春新能源有限公司（以下简称“湖南大春”）。瑞鑫化工主营化工产品贸易；湖南鸿胜主营汽车加油站运营以及油品批发；湖南大春主营醇基燃料及其配套灶具的销售业务。标的公司的主要经营业务在长沙市具有一定的知名度及市场销售规模，考虑收益预测的合理性，确定标的公司收益期收益主体为瑞鑫化工及各个子公司，收益口径为各个独立公司预测期的企业自由现金流量。其中由于评估基准日时，瑞鑫化工业务重组，原股东将其两家公司湖南中油鸿源石化有限公司（以下简称“中油鸿源”）和湖南中化鸿泰石化有限公司（以下简称“中化鸿泰”）的业务板块转移至瑞鑫化工内，故对于瑞鑫化工的盈利预测中包括了中化鸿泰及中油鸿源业务相关损益，收益口径为预测期的企业自由现金流量。

②营业收入的预测

A.对于瑞鑫化工的收入预测

瑞鑫化工的主营产品主要为精细化工产品；中化鸿泰主营苯类、醇类、酯类等化工产品；中油鸿源主营产品为煤类化工产品。

瑞鑫化工主要化工产品分类为羟乙及酯类、醇类、苯类、酸类等。未来收入预测如下：

通过 Wind 公开数据查询分析出，近三年大部分化工产品单价皆处于下降趋势，但是近五年看大部分化工产品单价是呈小幅上涨态势。由此判断，化工产品的价格有一定的周期性，会在一定区间内往复。通过分析近几年各类型中的主要化工产品的年平均价格，可判断 2020 年 1−2 月平均单价已经接近低谷，预计未来单价将会有一定的提升。本次评估对于化工产品单价的预测：2020 年 3−12 月考虑在 2019 年的各类型产品单价的基础上考虑一定的折价，预计未来年度化工品单价水平会在 2019 年单价的上下水平浮动，故以 2019 年的单价进行预测。

根据中国石油和化学工业联合会主办的 2020 年石油和化工行业经济运行新闻发布会会上分析，根据宏观经济运行趋势、行业生产、价格走势、结构调整变化以及新冠肺炎疫情等因素综合分析判断，2020 年石油和化工行业经济运行将呈现前低后高、企稳回升态势，预计全年全行业营业收入同比增长 5%左右，其中化学工业营业收入增幅约为 7%。预计石油和化工行业全年利润总额同比增长 8%上下。被评估单位聚焦于湖南长沙本地业务，公司管理层经验相对丰富，未来年度产品销量以 8%的增幅进行预测。考虑 2020 年受到疫情影响，经济状况及经济发展受到一定影响，2020 年 3−12 月销量以 2019 年 3−12 月实际销量为基础，考虑 4%的增长率。

中化鸿泰及中油鸿源的收入预测思路与瑞鑫化工一致，以近几年财务数据为基础进行预测。

B.对于长期股权投资一：湖南鸿胜的收入预测

湖南鸿胜主营汽车加油站运营以及油品批发。未来收入预测如下：

a.加油站收入的预测

加油站汽油销量：随着国民经济的发展和人民生活水平的提高，我国汽车保有量不断增加，加油站成为人们生活中不可或缺的一部分。根据公安部交通管理局的统计，2018 年全国新注册登记机动车 3172 万辆，机动车保有量已达 3.27 亿辆，并且还有上升的空间。其中，汽车 2.4 亿辆，小型载客汽车首次突破 2 亿辆。不断攀升的机动车保有量对加油站的需求越来越大。根据 Wind 数据显示，湖南省民用汽车拥有量逐年上升，每年的增长幅度在 10%以上。由于疫情因素的影响，本次 2020 年 3−12 月销量按照 2019 年 3−12 月的销售基础上折减 2%按照 8%预测。2021 年 −2025 年预测年度增长幅度分别为 10%、10%、10%、5%、5%。

加油站汽油单价：根据《中华人民共和国价格法》和《国务院关于实施成品油价格和税费改革的通知》（国发[2008]37 号）等有关规定，制定了《石油价格管理办法》，根据规定，汽、柴油零售价格和批发价格，向社会批发企业和铁路、交通等专项用户供应汽、柴油供应价格，实行政府指导价。同时规定：当国际市场原油价格低于每桶 40 美元（含）时，按原油价格每桶 40 美元、正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶 40 美元低于 80 美元（含）时，按正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶 80 美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。高于每桶 130 美元（含）时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。

综上分析，湖南鸿胜成品油销售时实行联动调整价格机制，即若上游采购价格调整时，湖南鸿胜保证销售毛利的情况下，实时价格根据发改委及政府调价政策而调整。由于成品油的销售价格受国家相关物价部门制约，其价格变动情况存在一定的不可预见性，由于 2020 年国际油价下跌，导致 2020 年企业油价下调。本次预测 2020 年 3−12 月油价以 2019 年平均油价为基础考虑一定的折价，未来年度的油价按照 2019 年平均油价进行测算。

新增加油站：从基准日经营的加油站数量外，根据企业访谈得知，企业会在未来新租加油站，由于今年疫情因素影响，企业预计 2021 年和 2022 年各新增一个加油站。本次预测新增加油站收入按照每年现有加油站的平均收入乘以加油站数量进行测算。

b.普柴收入预测

普柴收入为批发销售普通柴油相关收入，该类收入毛利较低，为企业附带销售。预测年度普柴收入按照 2019 收入水平进行预测。

C.对于长期股权投资二：湖南大春的收入预测

湖南大春主营醇基燃料及其配套灶具的销售。未来预测如下：

销售单价：环保油、精醇油及高能油 3 种产品售价会受市场竞争情况及甲醇价格影响，但正常情况下，企业会根据甲醇的价格适量囤货，故单价随着客户群的稳定发展，不会有较大的涨跌。2018 年 −2020 年各产品单价呈下降趋势，主要是因为 2018 年初期刚开始发展，体量不大成本较高引起的销售单价偏高，2020 年受疫情影响，导致销售单价偏低。故 2020 年 3−12 月会依据 2020 年 1−2 月的平均销售单价进行预测，2021 年及以后年度依据 2019 年的平均销售单价进行预测。

销售数量：通过访谈了解到湖南大春新能源有限公司目前已占有长沙市约 26%的市场份额，企业配套油罐车共 12 辆，配送服务能力约 166 万升 / 月。2020 年 3 月起餐饮业已逐渐开始正常运作，综合疫情影响和企业前期的发展趋势，2020 年 3−12 月销量同比 2019 年 3−12 月以 8%增长，将发展期延后为 2021 年，以 15%的增长率进行增长，2022 年 −2025 年及以后按 10%的增长率进行增长。灶具有关收入为醇基燃料配套设施与服务，与燃料销量同趋势。

通过以上测算，对标的公司及长期股权投资公司未来收益期实现的营业收入进行估算，具体见下表：

单位：万元

项目	2020 年 3−12 月	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度
瑞鑫化工	50,526.52	65,419.64	70,286.54	75,525.64	81,165.87	86,852.43
湖南鸿胜	5,887.00	9,036.91	10,857.40	11,858.67	12,409.37	12,987.61
湖南大春	2,751.89	3,502.94	3,853.23	4,238.55	4,662.41	5,128.65
收入合计	59,165.41	77,959.49	84,997.17	91,622.86	98,237.65	104,968.69
增长率		24.18%	9.03%	7.80%	7.22%	6.85%

注：2021 年增长率是对 2020 年全年收入的增长率，2020 年 1−2 月收入不包括中化鸿泰以及中油鸿源收入。

③营业成本的预测

标的公司营业成本为化工产品及其他销售产品的采购成本。未来考虑以 2019 年毛利率水平进行预测。

通过以上测算，对标的公司未来收益期实现的营业成本进行估算，具体见下表：

单位：万元

项目	2020 年 3−12 月	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度
瑞鑫化工	47,862.08	61,970.67	66,579.96	71,541.67	76,883.19	82,276.67
湖南鸿胜	4,485.62	6,823.13	8,181.11	8,916.72	9,321.31	9,746.13
湖南大春	1,803.90	2,296.72	2,526.39	2,779.03	3,056.93	3,362.62
成本合计	54,151.60	71,090.52	77,287.46	83,237.42	89,261.43	95,385.42
增长率		23.99%	8.72%	7.70%	7.24%	6.86%

注：2021 年增长率是对 2020 年全年成本的增长率，2020 年 1−2 月成本不包括中化鸿泰及中油鸿源的主营业务成本。

④毛利率的预测

标的公司历史年度毛利率见下表：

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年 1−2 月
瑞鑫化工	2.92%	4.24%	3.97%
湖南鸿胜	26.26%	24.28%	24.85%
湖南大春	23.69%	34.40%	33.95%
综合毛利率	7.70%	9.69%	11.88%

2018 年 −2019 年毛利率变化较大，主要原因如下：①2019 年相对于 2018 年整体相比较，化工产品价格下浮较大，原油价格呈下跌趋势，2019 年逐渐平缓，稍有上浮并趋于平稳；②瑞鑫化工 2019 年失去一家应收较大客户，其主要产品为醋酸乙烯，客户位于广西，毛利较小，失去该客户后，毛利率有所提升；③湖南鸿胜 2019 年与 2018 年相比较，毛利率降低，主要是湖南鸿胜承租的黄兴加油站和仙人加油站租约到期，未能顺利续租导致；④湖南大春成立于 2018 年下半年，2018 年销售收入规模较小，其当期毛利率不能体现正常经营的水平，故 2018 年数据无可比性。

通过以上对收入及成本的测算，标的公司未来收益期实现的毛利率情况见下表：

项目	2020 年 3−12 月	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年
综合毛利率	8.47%	8.81%	9.07%	9.15%	9.14%	9.13%

预测期毛利率下降的主要原因：

未来收入中，毛利率相对较低的瑞鑫化工对应的化工产品贸易收入占比增加，导致综合毛利率降低。

⑤期间费用的预测

营业费用由工资薪酬及福利、运输费与其他费用组成。

管理费用主要由折旧与摊销、工资薪酬及福利费、办公费、业务招待费、差旅费等与公司经营相关的费用组成。

财务费用主要由手续费和利息支出组成。

在对标的公司期间费用各项影响因素进行了分析和访谈的基础上，结合历史期各项费用占收入比例、工资增长和固定资产折旧费用的变化等情况，进行期间费用的预测。

⑥净利润的预测

通过以上测算，标的公司净利润预测情况见下表：

单位：万元

项目 \ 年份	预测年度					
	2020 年 3−12 月	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年
瑞鑫化工	874.55	1,131.26	1,240.28	1,358.06	1,494.93	1,618.51
湖南鸿胜	96.75	288.2	445.02	572.02	631.18	681.39
湖南大春	147.8	225.01	210.41	245.44	281.82	322.87
合计	1,119.10	1,644.47	1,895.71	2,175.52	2,407.93	2,622.77

⑦折现率的确定

在估算标的公司预测期企业自由现金流量基础上，计算与其口径相一致的加权平均资本成本（WACC），具体计算公式如下：

$$WACC = K_D \times (1-T) \times \frac{D}{V} + K_E \times \frac{E}{V}$$

其中：WACC——加权平均资本成本；

KD——付息债务资本成本；

KE——权益资本成本；

D——付息债务价值；

E——权益价值；

V=D+E；

T——标的公司执行的所得税税率。

加权平均资本成本的计算需要确定如下指标：权益资本成本、付息债务资本成本和付息债务与权益价值比例。

A.权益资本成本（KE）的计算

对于权益资本成本的计算，运用资本资产定价模型（CAPM）确定。

即：KE=RF+β（RM−RF）+α

其中：KE——权益资本成本；

RF——无风险收益率；

（RM - RF）——市场风险溢价；

β——Beta 系数；

α——企业特有风险。

a.无风险收益率（RF）的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，因持有该债权到期不能兑付的风险很小。本次计算采用 32 只、剩余年限 10 年以上 20 年以下的国债于评估基准日的到期收益率平均值 3.98%作为无风险报酬率。

b.市场风险溢价的计算

市场风险溢价是预期未来较长期间市场证券组合收益率与无风险利率之间的差额。市场风险溢价的确定既可以依靠历史数据，也可以基于事前估算。

由于我国资本市场是一个新兴而且相对封闭的市场，市场历史数据涵盖期间较短、市场投机气氛较浓，投资者结构、投资理念不断调整，资本市场存在较多非理性因素，同时市场存在大量非流通股，再加上我国对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，因此，直接采用我国证券市场历史数据得出的股权风险溢价可信度不高。而在以美国证券市场为代表的成熟证券市场中，由于有较长的资本市场历史数据、市场有效性较强，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据取得。国际上新兴市场的股权风险溢价通常可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。

因此，本次评估对于股权风险溢价的确定，我们采用美国纽约大学斯特恩商学院著名金融学教授、估值专家 Aswath Damodaran 的计算方法，通过在成熟股票市场风险溢价的基础上进行国家信用违约风险息差调整，得到中国市场风险溢价比例为 5.89%。

c. β 的计算

β 反映一种股票与市场同向变动的幅度，β 指标计算模型为市场模型：

Ri= α + β Rm+ ε

在市场模型中，以市场回报率对股票回报率做回归求得 β 指标值，本说明中样本 β 指标的取值来源于 Wind 资讯平台。

标的公司 β 指标值的确定以选取的样本自 Wind 资讯平台取得的考虑财务杠杆的 β 指标值为基础，计算标的公司所处行业业务板块的不考虑财务杠杆的 β 指标值，根据标的公司的资本结构计算其考虑财务杠杆的 β 指标值。

考虑财务杠杆的 β 指标值与不考财务杠杆的 β 指标值换算公式如下：

βU= βL/[1+（1−T）× D/E]

式中：

βL：考虑财务杠杆的 Beta；

βU：不考虑财务杠杆的 Beta；

T：所得税率；

金额单位：万元

证券简称	考虑 beta	d	e	d/e	t	不考虑 beta
海越能源	1.3321	30,566.60	340,621.16	0.0897	25.00%	1.2481
华谊集团	1.2893	896,336.27	1,157,949.45	0.7741	25.00%	0.8157
泰山石油	0.8393	6.40	221,645.72	0.0000	25.00%	0.8393
国际实业	0.9466	37,190.00	241,304.37	0.1541	15.00%	0.8370
广聚能源	0.9585	0.00	546,480.00	−	25.00%	0.9585
平均值	/	/	/	/	/	0.9397

数据来源：Wind

通过上述计算，被评估单位综合不考虑财务杠杆的 β 指标值为 0.9397，以评估基准日资本结构作为预测期资本结构，最终确定企业 2020 年 3 月至 2025 年度 β 指标值为 1.0454。

d.企业特有风险的调整

由于选取样本上市公司与标的公司经营环境不同，同时考虑标的公司自身经营风险，考虑企业特有风险调整为 2%。

e.股权资本成本的计算

通过以上计算，依据 KE=RF+β（RM−RF）+α，计算被评估单位 2020 年 3 月至 2025 年度股权资本成本为 =12.137%。

B.付息债务资本成本

考虑被评估单位及行业在评估基准日付息债务情况，确定付息债务资本成本为 4.89%。

C.加权平均资本成本的确定

通过上述指标的确定，依据 $WACC = K_D \times (1-T) \times \frac{D}{V} + K_E \times \frac{E}{V}$，计算加权平均资本成本 WACC=4.885% ×（1−25%）× 13.04%+12.137% × 86.96%=11.03%（保留百分位后两位小数），具体结果为 2020 年 3 月至 2025 年度加权平均资本成本为 =11.03%。

综上所述，本次交易所涉标的评估报告的评估参数合国家相关法律、法规和规范性文件的规定，符合评估准则及行业惯例的要求，符合评估对象的实际情况，具有合理性。

2、结合标的公司目前的经营业绩，补充披露相关预测数据及其增长情况的合理性及可实现性

（1）合并口径下，标的公司未来收益期盈利情况见下表：

单位：万元

项目	2020 年 3−12 月	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年
收入合计	59,165.41	77,959.49	84,997.17	91,622.86	98,237.65	104,968.69
增长率		24.18%	9.03%	7.80%	7.22%	6.85%
成本合计	54,151.60	71,090.52	77,287.46	83,237.42	89,261.43	95,385.42
增长率		23.99%	8.72%	7.70%	7.24%	6.86%
净利润	1,119.10	1,644.47	1,895.71	2,175.52	2,407.93	2,622.77

注：2021 年增长率是对 2020 年全年收入的增长率。

（2）标的公司自身收益预测合理性分析

根据《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），公司所属行业为“批发业”，行业代码为 F51；按《国民经济行业分类》（GB/T 4754−2011）和《挂牌公司管理型行业分类指引》的标准，公司所属行业为“批发和零售业”中的“批发业”（F51）行业下属的“石油及制品批发”（F5162）行业。

公司的主营业务为化工制品销售，化工制品是指以石油、天然气、煤炭、化学矿和生物质等为原料进行化学加工而成的产品，化工产品的运用十分广泛，其可制备各种试剂及合成物，可用于纺织、电气、汽车、日用品等和人民生活息息相关的各类产品。随着居民消费水平的升高及对生活品质要求的不断提高，对化工产品的需要也逐年提升。

根据宏观经济运行趋势、行业生产、价格走势、结构调整变化以及新冠肺炎疫情等因素综合分析判断，2020 年石油和化工行业经济运行将呈现前低后高、企稳回升态势。初步预计，全年全行业营业收入同比增长 5%左右，其中化学工业营业收入增幅约为 7%。预计石油和化工行业全年利润总额同比增长 8%上下。

因瑞鑫化工涉及业务重组事宜，新增两家公司的业务导致 2020 年营业收入增长率较高。若不考虑 2020 年公司营业收入增长率，在瑞鑫化工合并口径下，2021 年度至 2025 年平均营业收入增长率 7.72%，平均营业成本增长率 7.63%，与行业增长率基本一致。公司 2021 年度至 2025 年平均净利润增长率为 12.41%，增幅原因如下：①瑞鑫化工因新增两块化工贸易业务后，总体毛利率小幅提升。并且业务合并后，预计营业收入增长水平高于成本及相关费用增长水平，导致净利润增加；②瑞鑫化工的子公司湖南鸿胜预计在预测期新增租赁运营的汽车加油站数量。对于湖南鸿胜来说，运营的加油站数量是至关重要的，目前湖南鸿胜已与长沙市内的几家加油站讨论后续的合作事宜，故认为预测期内增加运营的加油站数量是可以实现的，湖南鸿胜营业利润的增长也是可以实现的；③湖南大春成立时间较短，2019 年企业经营数据良好，预测期内，基于管理层的运营经营及母公司的客户资源等，未来收益有一定上升空间。故基于以上判断，本次预测是合理的。

3、结合同行业可比公司、可比交易情况，说明评估定价的公允性

（1）本次交易定价的市盈率

本次交易定价的市盈率根据沃克森（北京）国际资产评估有限公司出具的标的公司《评估报告》，本次交易拟购买标的公司 100%股权按收益法的评估值为 16,047.26 万元。经各方协商，交易作价为 16,000.00 万元。根据天职国际会计师事务所出具的标的公司《审计报告》，拟购买标的公司相关市盈率计算如下：

项目	2019 年净利润	2020 年预测净利润
公司实际净利润（万元）	823.51	1,607.85
公司扣非后实际净利润（万元）	672.91	1,174.63
评估基准日归属于母公司所有者权益（万元）	16,047.26	
瑞鑫化工 100%股权交易作价（万元）	16,000.00	
本次交易市盈率（倍）	19.49	9.98
本次交易扣非后市盈率（倍）	23.85	13.66

注：本次交易市盈率 = 标的公司 100%股权评估值 / 标的公司前一年度归属于母公司股东的净利润。

（2）标的公司及同行业公司估值情况

经查阅公开信息，物流行业可比上市公司估值情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率(P/E)
000059.SZ	华锦股份	9.63
000096.SZ	广聚能源	43.76
000159.SZ	国际实业	79.33
000637.SZ	茂化实华	28.24
000819.SZ	岳阳兴长	43.23
002221.SZ	东华能源	15.78
300135.SZ	宝利国际	57.39
600256.SH	广汇能源	12.04
600387.SH	海越能源	7.13
600688.SH	上海石化	19.56
600623.SH	华谊集团	19.44
平均值		30.50
中位数		19.56
标的公司	2019 年市盈率	23.85
	2020 年市盈率	13.66

注：数据来源：Wind；

上述可比上市公司的数据基准日均为 2020 年 2 月 28 日，市盈率采取扣除非经常性损益后的利润指标且扣除 PE 指标异常的上市公司数据；

2019 年市盈率指标未考虑新增的中油鸿源及中化鸿