

(上接B73版)
本次收购公司聘请了具备证券服务业务资格的审计机构天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)对标的公司进行审计,并出具了《黑龙江海外民爆器材有限公司模拟审计报告》(天职业字[2025]4541号)。

五、标的公司的评估、定价情况

(一)标的公司的评估情况

1.评估对象、评估基准日、评估方法及评估结论

公司聘请四川健天华衡资产评估有限公司以2025年10月31日为评估基准日对标的公司进行评估,根据四川健天华衡资产评估有限公司于2025年12月23日出具的《高争民爆(002827.SZ)拟收购股权涉及的黑龙江海外民爆器材有限公司经资产重组后的模拟存续主体股东全部权益价值评估报告》(川华衡评报字[2025]J296号)(以下简称“评估报告”),评估报告采用资产基础法,取收益法对海外民爆资产重组后的模拟存续主体股东全部权益价值进行评估,评估结论如下:

(1)采用资产基础法评估:标的公司经资产重组后的模拟存续主体股东权益账面值为5,526.96万元,评估值为44,442.40万元,增值率704.10%。

(2)采用收益法评估:标的公司经资产重组后的模拟存续主体股东权益账面值为5,526.96万元,评估值为51,500.00万元,增值率为831.80%。

2.对评估结论的分析和结论
本次评估采用资产基础法得出的股东全部权益价值为44,442.40万元,比收益法测算得出的股东全部权益价值51,500.00万元低1,057.60万元,差异率为13.70%,收益法与资产基础法的主要差异在于,资产基础法是将单项要素资产可能产生价值的累加,而收益法将企业视为一个有机的整体,在各项要素资产价值之外,涵盖了企业合理的资源配置、管理、经验以及经营形成的商誉等综合因素带来的价值。

标的公司拥有良好的管理、技术,以及优良的团队,收益法评估结果更能全面、合理地反映被评估单位的市场价值。基于上述分析,采用收益法测算结果为评估结论。在满足评估假设条件下,标的公司经资产重组后的模拟存续主体股东全部权益在评估基准日的市场价值为人民币51,500.00万元。

3.资产评估方法评估具体过程及结果

资产评估基础法以资产负债表为基础,逐项评估表内及表外各项资产及负债价值,并汇总确定评估对象的各项资产的评估方法。被评估单位可以提供,或资产评估专业人员可以从外部收集到满足资产评估所需的数据,可以对被评估单位资产及负债展开全面的清查和评估,符合资产评估法的适用前提。

在资产评估的基础上,根据标的公司经资产重组后的模拟存续主体的资产构成和经营业务特点以及评估尽职调查情况,以标的公司经审计的模拟财务报表为基础,评估范围内及可识别的外表各项资产、负债价值,确定标的公司股权价值。

采用资产基础法对标的公司股东全部权益价值进行评估,得出的评估基准日的评估结果;标的公司经资产重组后的模拟存续主体股东权益账面值5,526.96万元,评估值44,442.40万元,增值率704.10%。

4.收益法评估的具体过程及结果

收益法从预期未来收益的角度评价资产的合理价值,在企业价值评估中能够完整的体现企业整体的内在价值,是一种被市场参与者广泛接受的评估方法。从收益法适用条件来看,由于标的公司具有独特的盈利能力且标的公司管理层提供了未来年度的盈利预测数据,根据历史经营数据和内外部经营环境能够合理预计未来的盈利水平,并且未来收益的风险可以合理量化,符合收益法的适用前提。

采用收益法评估的标的公司股东全部权益价值进行评估,得出的评估基准日的评估结果;标的公司经资产重组后的模拟存续主体股东权益账面值5,526.96万元,评估值51,500.00万元,增值率831.80%。计算模型及主要评估参数如下:

(1)计算模型
本次评估选用的是现金流折现法,将标的公司自由现金流量作为其预期收益的量化指标,并将其与之匹配的加权平均资本成本模型(WACC)计算折现率。计算公式如下:

$$E=V-D-S \quad \text{公式一}$$

$$V=P+C_1-C_2+C' \quad \text{公式二}$$

上式中:

E: 股东全部权益价值;

V: 企业价值;

D: 付息债务评估价值;

S: 少数股东权益;

P: 经营性资产评估价值;

C₁: 潘余及非经营性资产评估价值;

C₂: 潘余及非经营性负债评估价值;

E': 长期股权投资评估价值

其中,公式二中经营性资产评估价值P按如下公式取:

$$P=\sum_{i=1}^n [R_i \times (1+r)^{-i}] + \frac{R_{n+1}}{(r-g)} \times (1+r)^{-n} \quad \text{公式三}$$

上式前半部分为明确预测期价值,后半部分为永续期价值(终值)。

公式三中:

R_i: 明确预测期的第i期的企业自由现金流

t: 明确预测期期数1,2,3, ..., n;

R_{n+1}: 永续期的企业自由现金流;

g: 永续期的增长率,本次评估 g=0;

n: 确定预测期年末。

企业自由现金流计算公式为:企业自由现金流=税后净利润+折旧与摊销+利息费用×(1-税率 T)-资本性支出-营运资金变动 公式四

加权平均资本成本计算公式为: WACC = K_e × $\frac{E}{D+E}$ + K_d × (1-T) × $\frac{D}{D+E}$ 公式五

式中:

WACC: 加权平均资本成本;

K_e: 权益的市场价值;

K_d: 债务的市场价值;

K_c: 权益资本成本;

K_d: 债务资本成本;

T: 被评估企业的所得税率。

加权平均资本成本 WACC 计算公式中,权益资本成本 K_c 按照国际惯例做法,采

用资本资产定价模型(CAPM)估算,计算公式如下:

$$K_c=R_f+\beta \times MRP+R_x \quad \text{公式六}$$

式中:

K_c: 权益资本成本;

R_f: 无风险收益率;

β : 权益系统风险系数;

MRP: 市场风险溢价;

R_x: 企业特定风险调整系数。

(2)经营预测

公司经营预测结果如下:

金额单位:人民币万元

项目内容	2025年11-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续期
营业收入	1,398.20	13,647.35	14,174.78	15,229.65	16,102.80	17,075.66	17,075.66
营业成本	810.54	7,780.44	8,046.14	8,661.68	9,140.33	9,775.66	9,765.15
毛利润增加	7.64	66.07	69.38	72.98	75.63	79.18	73.84
销售费用	4.12	25.00	25.63	26.27	26.92	27.73	27.73
管理费用	165.66	1,016.76	1,026.43	1,036.09	1,051.60	1,067.58	1,064.64
研发费用	95.16	572.36	589.46	626.81	656.14	695.88	695.32
其他费用							
营业利润	315.07	4,186.31	4,417.75	4,805.81	5,070.18	5,429.62	5,448.98
营业收入							
营业外收入							
利润总额	315.07	4,186.31	4,417.75	4,805.81	5,070.18	5,429.62	5,448.98
所得税	47.26	618.74	615.62	711.69	804.45	740.95	
净利润	267.81	3,567.57	3,764.12	4,094.13	4,319.14	4,625.17	4,708.40

(3)自由现金流预测

标的公司自由现金流预测结果如下:

金额单位:人民币万元

项目内容	2025年11-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续期
净利润	267.81	3,567.57	3,764.12	4,094.13	4,319.14	4,625.17	4,708.40
股利分配(融资)							
税后利息费用							
股利	267.81	4,186.31	4,417.75	4,805.81	5,070.18	5,429.62	5,448.98
股利增加							
股利减少							
股利支付							
股利支付	17.70	106.17	106.17	106.17	106.17	106.17	94.73
资本性支出							
资本性支出	200.00						
长期经营性负债的							
长期经营性负债的	5.00						
企业自由现金流	-99.86	2,122.63	4,216.26	4,455.76	4,714.14	4,986.95	4,509.67

注:本表系根据公司经审计的2025年1-10月经营数据,结合2025年11-12月经营预算,并考虑2026-2030年经营预算,并考虑2030年后经营情况不变的情况下,按2025年11-12月经营预算进行预测。

（4）加权平均资本成本(WACC)的确定

①无风险收益率的确定

国债收益率通常被认为是无风险的,因为持有该债券到期不能兑付的风险很小,可以忽略不计。根据中国银行间市场交易商协会提供的距离评估基准日剩余期限为10年的企

业债得到的收益率为1.80%。

②市场风险溢价的确定

市场风险溢价是一时期的市场平均收益率和无风险利率之间的差额。采用中国证券

指数编制委员会发布的WIND资讯系统查询的SW民爆制品行业的B₁值(起始交易日期:2022年10月31日;截止交易日期:2025年10月31日),然后根据标的公司的

实际所得税率、资本结构和信用评级来确定的D_B值,将计算出来的B₁取数平均值0.8339作为标的公司的B₁值,则海外民爆具有财务杠

杆的值为:

$$B_1 = \beta_B \times \left[1 - (1 - T) \times \frac{D}{E} \right] = 0.8339 \times \left[1 - (1 - 0.25) \times \frac{D}{E} \right]$$

③贝塔系数的确定

根据标的公司的业务特点,评估人员通过WIND资讯系统查询了SW民爆制品行业的B₂值(起始交易日期:2022年10月31日;截止交易日期:2025年10月31日),然后根据标的公司的

实际所得税率、资本结构和信用评级来确定的D_B值,将计算出来的B₂取数平均值0.8339作为标的公司的B₂值,则海外民爆具有财务杠

杆的值为:

$$B_2 = \beta_B \times \left[1 - (1 - T) \times \frac{D}{E} \right] = 0.8339 \times \left[1 - (1 - 0.25) \times \frac{D}{E} \right]$$

④企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数是指企业相对于同行业企业的特定风险,影响因素主要有企业

所处经营阶段、商业模式、企业规模、历史经营情况、财务状况、管理人员能力及内部管理控制机制、核心竞争力、产品