证券代码:603080 证券简称:新疆火炬 公告编号:2025-030

新疆火炬燃气股份有限公司关于上海证券交易所《关于对新疆火炬燃气股份有限公司收购股权暨关联交易事项的问询函》的回复公告

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法律责任。

新疆火炬燃气股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”或“新疆火炬”）于2025年5月16日收到上海证券交易所上市公司管理一部《关于对新疆火炬燃气股份有限公司收购股权暨关联交易事项的问询函》（上证公函【2025】0585号）（以下简称“问询函”），并于2025年5月17日披露了相关内容。

收到《问询函》后，公司高度重视，针对《问询函》中提到的问题积极组织会同相关中介机构及人员对有关问题进行了认真分析、逐项落实，并完成了《问询函》之回复。

现将问询函的回复公告如下：

1.关于资产评估。

公告显示，公司同时采用收益法、资产基础法对标的公司进行评估。其中，按照收益法玉山利泰的评估值为12,946.00万元，增值率为203.20%，按照资产基础法评估值4,374.01万元，增值率为2.44%。本次交易最终采用收益法结果定价，经协商交易价款最终为12,500 万元，但未披露评估过程及依据。此外，评估报告显示，标的公司存在两笔对外担保，借款余额合计 16,019.45万元。

请公司：（1）补充披露标的公司采用收益法评估涉及主要参数选择，包括但不限于收入、成本、费用、净利润、现金流等数据预测和现金流折现值等测算过程及依据等，说明标的公司评估增值率较高的原因，并对比同行业公司同类资产收购定价情况及可比上市公司市盈率情况说明交易定价公允性；（2）说明违规收益法而非资产基础法进行评估作价的原因及合理性；（3）标的公司对外担保事项的具体情况，解决措施，以及是否可能对公司产生不利影响；（4）评估过程中是否考虑上述担保事项，主要的考虑因素，以及是否可能影响评估定价的公允性。请评估师对问题（1）（2）（4）发表意见。

【回复】

（1）标的公司采用收益法评估涉及主要参数选择，包括但不限于收入、成本、费用、净利润、现金流等数据预测和现金流折现值等测算过程及依据等，说明标的公司评估增值率较高的原因，并对比同行业公司同类资产收购定价情况及可比上市公司市盈率情况说明交易定价公允性；

（一）收益法评估涉及主要参数选择

收益法是指将预期收益资本化或者折现，确定标的公司玉山利泰价值的评估方法。本次评估采用现金流口径的未来收益折现法，即现金流折现法（DCF），其中，现金流采用企业自由现金流（FCFF），具体方法为，以加权资本成本（WACC）作为折现率，将未来各年的预计企业自由现金流折现加总得到经营性资产价值，再加上评估基准日的溢余资产和非经营性资产的价值后，减去非经营性负债、付息债务价值后，得到股东全部权益价值。基本公式如下：

股东全部权益价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营资产价值-非经营负债价值-付息债务价值

1.经营性资产价值

（1）计算公式

经营性资产是指与标的公司玉山利泰生产经营相关的，评估基准日后企业自由现金流量预测所涉及的资产与负债。经营性资产价值的计算公式如下：

$$P=\sum_{i=1}^{n}\frac{NCF_i}{(1+r)^i}+\frac{NCF_{n+1}}{(r-g)\times(1+r)^n}$$

式中：

P:评估基准日的企业经营性资产价值；

n:明确的预测期；

i:预测期第i年；

NCFi:标的公司玉山利泰未来第i年的预期自由现金流量；

NCFn+1:稳定期（永续期）第一年的预期自由现金流量；

r:折现率；

g:永续期增长率。

（2）主要参数选取

①企业自由现金流量计算如下：

预测期内每年企业自由现金流量=税后净利润+税后利息费用+折旧及摊销-资本性支出-营运资金追加额

实现收益的时点按年中折算。

②收益年限的确定

标的公司玉山利泰主营业务方向稳定，运营状况比较平稳，且该行业处于成熟稳定的运营周期内，故明确的预测期选取确定到2030年，因第一阶段为2025年4月至2030年，第二阶段自2031年起为永续经营，在此阶段标的公司玉山利泰将保持稳定的盈利水平。

③折现率

折现率是将未来有期限的预期收益折算成现值的比率，是一种特定条件下的收益率，说明资产取得该项收益的收益率水平。本次评估选取的收益额口径为企业自由现金流量，相对应的折现率口径应为加权平均投资回收率，在实际确定折现率时，采用了通常所用的WACC模型，并通过被评估企业的实际情况和相应指标进行对比分析确定折现率数值。

折现率（加权平均资本成本，WACC）计算公式如下：

WACC=E/（D+E）×Re+D/（D+E）×Rd×（1-T）

式中:WACC——加权平均资本成本（折现率或资本化率）

Re——权益资本成本

Rd——债务资本成本

E——权益资本价值

D——债务资本价值

A,债务成本Rd的求取

债务成本Rd参考同比公司评估基准日被评估对象债务成本=基准日LPR×（1+包含自身特性调整的贷款上浮率）确定。

B,权益资本成本的求取

采用资本资产定价模型进行测算，计算公式为：

Re=Rf+×（Rm-Rf）+Rc

式中:Rf——无风险投酬率

Rm——市场预期收益率（投资者期望的投酬率）

——标的公司玉山利泰权益系统风险系数

Rc——企业特殊性风险调整系数

标的公司玉山利泰的权益系统风险系数计算公式如下：

=[1+(1?7?)×D/E]×

式中:：有财务杠杆的权益的系统风险系数

:无财务杠杆的权益的系统风险系数

T:标的公司玉山利泰的所得税税率

D/E:标的公司玉山利泰的目标资本结构

③永续期增长率

结合企业经营情况，基于谨慎原则，本次评估不考虑永续期增长，在此阶段标的公司玉山利泰将保持稳定的盈利水平。

2.溢余资产、非经营性资产和负债价值

溢余资产是指超过企业正常经营需要的资产。

非经营性资产是指与企业经营活动无关的资产。

对溢余资产、非经营性资产价值进行单独评估，针对不同的资产负债类别与资产负债状况选择合适的评估方法对其价值进行估算。

3.付息债务价值

付息债务是指评估基准日标的公司玉山利泰需要支付利息的负债。截止评估基准日，标的公司付息债务50,740,000.00元。

（二）测算过程及依据

1.营业收入成本预测

经玉山县工业和信息化局2022年1月审批的《江西省工业企业技术改造项目备案登记信息表》显示，玉山利泰已改造完成的管道设备,年供气能力为8,760.00万立方米。

玉山利泰历史收入可以分为燃气销售、安装业务及增值业务,具体各项经营情况如下：

（1）燃气销售

金额单位:人民币元

项目/年度	2023年度	2024年度	2025年1-3月
销售数量（立方米）	22,556,726.60	27,628,699.00	9,814,307.00
综合销售单价	4.36	3.47	3.21
收入	98,324,933.98	96,939,727.66	31,542,526.03
成本	89,376,174.78	83,533,448.92	27,857,408.87
毛利率（%）	9%	13%	12%

注:上表数据包含贸易及关联销售

历史经营分析:

该类产品为玉山利泰主要业务。

2012年1月11日,玉山县利泰天然气有限公司与玉山县城市管理局签订《玉山县天然气特许经营协议》,正式获得玉山县行政区域范围内管道天然气25年的特许经营权。2014年9月5日,玉山利泰开始向玉山县居民供管道天然气。

在接入国家管网前,玉山县天然气供应完全依赖LNG（液态天然气）气化站供气,这种模式成本较高且供应稳定性有限。2024年5月30日,国家管网公司西气东输二线上海支干线顺利实现试生产通气,玉山县正式迈入管输天然气新时代。

历史销售量分析:接入管输气前,玉山县天然气年供应量呈现波动下降趋势,2022年至计供气量为2,047.70万立方米（不含贸易及关联销售,下同）,2023年下降至1,798.95万立方米（同比减少12%）,2024年进一步降至91,765.95万立方米。这种下降趋势主要受LNG价格波动及经济环境影响。而接入管输气后,用气成本大幅下降,结合玉山市场的存量用户及政府招商引资计划,2024年下半年至2025年一季度用户量及户均用量均有所增长呈现明显的恢复性增长态势。

历史销售单价分析:2022年-2025年第一季度,价格整体呈下降趋势,下降趋势主要受LNG价格波动及经济环境影响。而接入管输气后,用气成本大幅下降,政销售单价也有所下降。

历史毛利率分析:2024年5月开始正式接入管输气后,玉山利泰燃气销售业务利润开始增长。

未来预测分析:

A,销售量预测

居民用户方面,玉山县下辖2街道、10镇、6乡,全县常住人口52万人,县城区常住人口约17万人,其中冰溪街道约15万人,文成街道约2万人。玉山利泰根据目前老旧小区、新建小区尚未安装使用燃气情况,预计后期建设进度,预计未来5年的新增一定的居民用户。

商业及工业用户方面,接入管输气后,用气成本大幅下降,结合玉山市场的存量用户及政府招商引资计划,如2025新签约的江西佰达新材料有限公司（已签约）,冶谈中的江西联瑞科技有限公司,江西红睿马钢管有限公司等公司,预计预测期间仍有一定商业及工业用户增长。

未来销售量预测根据预计用户数量、近两年户均用量进行预测。

B,销售单价预测

根据上饶市发展和改革委员会最新发布的《关于调整上饶市中心城区管道天然气销售价格的通知（饶发改价管字【2025】5号）》,“居民用天然气终端销售价格分别为:一档3.20元/立方米、二档3.52元/立方米、三档4.16元/立方米。”玉山县居民用天然气销售价格为4.05元/立方米。各燃气企业可根据用户用气的实际情况,在上述价格的基础上允许下浮,幅度不限”。玉山利泰未来销售价格在上述文件规定范围内,结合公司未来经营规划、目前最新用户平均单价预测。

C,成本预测

燃气业务的主要成本为天然气采购、折旧摊销、运营人工成本、安全生产费及其他。

对于天然气采购,包括天然气费用及管输费;分析天然气历史耗用率情况、未来预测销售量、最新市场价格水平进行预测;

对于折旧摊销:按折旧摊销测算表数据预测确定;

对于运营人工成本,近年来人员基本较稳定,根据类世《中国整体薪酬调研》数据,2025年中国薪酬预测增长率为4.4%,预测2025年及未来的薪酬增长率为5%;

安全生产费:根据行业相关规定,结合未来销售额预测情况进行计提;

其他:权历史平均成本占比确定。

玉山利泰管理层参考与上、下游客户已签订的合同、企业未来经营规划等等综合因素来进行预测,燃气销售预测收入与成本如下:

金额单位:人民币万元

项目/年度	2025年4-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
销售数量（万立方米）	1,496.00	2,061.00	2,279.00	2,504.00	2,650.00	2,795.00	2,795.00
综合销售单价	3.46	3.47	3.47	3.47	3.46	3.46	3.46
收入	5,169.00	7,152.00	7,910.00	8,690.00	9,181.00	9,684.00	9,684.00
成本	4,471.59	6,159.20	6,768.89	7,373.96	7,764.18	8,144.17	8,164.73
毛利率（%）	13%	14%	14%	15%	15%	16%	16%

（2）安装业务

金额单位:人民币元

项目/年度	2023年度	2024年度	2025年1-3月
安装数量（户）	3,627	3,058	52
单价	3,961.11	2,946.06	6,603.81
增长率（%）	14%	-26%	-
收入	14,366,949.15	9,009,049.82	343,398.16
成本	7,266,432.89	3,809,324.13	273,184.56
毛利率（%）	49%	58%	20%

历史经营分析:

安装业务是辅助业务,主要是燃气用户新增加时,首次需要进行燃气工程安装形成的收入。

未来预测分析:

A,销售量预测

玉山利泰分析玉山县用户情况,老旧小区、新建小区的分别有较多用户未安装居民用户约有3万户,预计未来2025-2029该部分小区,同时接入管气后用气成本下降,商业、工业也将迎来一些用气需求的客户,该部分用气用户也需要先进行安装业务。2030年度及永续主要为考虑有一定的旧用户替换需要或更新用户的安装需求,预计约3000户/年。

B,销售单价预测

根据上饶市发展和改革委员会最新发布的《关于调整上饶市中心城区老住宅区居民管道燃气安装收费标准的通知（饶发改价管字【2025】6号）》,“未配套建设管道燃气设施的居民住宅区居民申请安装管道燃气的,需交纳居民燃气工程安装费,收费标准调整为每户2100元”。

商业、工业用户根据所处位置情况不同,按工程造价情况收取安装费用。故其安装价格将略有不同而且将高于居民安装。

未来预测主要从综合角度考虑,结合公司历史综合单价预测。

C,毛利率预测

管理层预计预测期平均可保持2025年第一季度最新水平。

玉山利泰管理层参考与上、下游客户已签订的合同、企业未来经营规划等等综合因素来进行预测,预测安装业务收入与成本如下:

金额单位:人民币元

项目/年度	2025年4-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
安装数量（户）	3,000.00	4,000.00	5,000.00	5,000.00	4,000.00	3,000.00	3,000.00
单价	3,500.00	3,500.00	3,500.00	3,500.00	3,500.00	3,500.00	3,500.00
收入	1,050.00	1,400.00	1,750.00	1,750.00	1,400.00	1,050.00	1,050.00
成本	835.00	1,114.00	1,392.00	1,392.00	1,114.00	835.00	835.00
毛利率（%）	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

（3）增值业务

金额单位:人民币元

项目/年度	2023年度	2024年度	2025年1-3月
占燃气销售比（%）	3%	4%	3%
收入	2,488,403.01	3,996,886.62	1,007,311.51
成本	596,291.43	1,206,215.59	152,927.08
毛利率（%）	76%	70%	85%

历史经营分析:

增值业务是辅助业务,主要是与燃气销售相关的灶具、热水器销售,燃气保险,表后材料销售和其他能提供的有偿服务。

未来预测分析:

A,销售收入预测:增值业务一般伴随着燃气销售情况发生,故玉山利泰管理层结合历史一般增值业务占燃气销售业务比例情况、同时结合未来预测的燃气销售情况进行分析。

B,毛利率预测

增值业务一般根据业务内容不同,毛利率也有所差异,但整体综合变化不大。管理层预计预测期毛利率情况参考近年整体平均毛利率水平预测。

玉山利泰管理层参考与上、下游客户已签订的合同、企业未来经营规划等等综合因素来进行预测,预测增值业务收入与成本如下:

金额单位:人民币万元

项目/年度	2025年4-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
占燃气销售比（%）	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
收入	207.00	286.00	316.00	348.00	367.00	387.00	387.00
成本	47.00	66.00	72.00	79.00	83.00	88.00	88.00
毛利率（%）	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%

综上分析,玉山利泰整体营业收入与成本预测如下:

金额单位:人民币万元

项目/年度	2025年4-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
收入	6,426.00	8,838.00	9,976.00	10,788.00	10,948.00	11,121.00	11,121.00
成本	5,353.59	7,338.20	8,232.89	8,844.96	8,961.18	9,067.17	9,087.73
毛利率（%）	17%	17%	17%	18%	18%	18%	18%

2.税金及附加预测

标的公司玉山利泰增值税主要为13%、9%、6%,附加税费以当期应交增值税税额为计税依据,城市维护建设税（5%）,教育费附加（3%）和地方教育附加（2%）;因花税按购销合同金额的万分之三计征。

预测期税金及附加情况如下:

金额单位:人民币万元

项目	2025年4-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
营业收入	6,426.00	8,838.00	9,976.00	10,788.00	10,948.00	11,121.00	11,121.00
税金及附加	28.11	34.01	36.15	37.68	37.98	38.31	38.31
占收入比率	0.39%	0.38%	0.36%	0.35%	0.35%	0.34%	0.34%

3.期间费用预测

期间费用预测主要包括销售费用、管理费用及财务费用,未来具体预测如下:

（1）销售费用预测

销售费用主要包括销售人员薪酬、办公费、长期待摊费用摊销等。

预测期根据公司前三年的销售费用明细,将销售费用按与收入关联性分类,分为直接相关、相对固定、人员工资、折旧摊销和偶然发生等几个类型,根据各种费用与收入的相关性,各费用预测内确定方法如下:

A.直接相关:按历史收入占比确定;

B.相对固定:按上年度的水平每年按预测比率进增确定;

C.折旧摊销:按折旧摊销测算表数据预测确定;

D.人员工资:根据企业现有及未来规划的职工人数,结合上年度人均薪酬水平每年按预测比率进增确定;

E.偶然发生:属于一次性偶然发生,未来不预测。

综上分析,预测期销售费用情况如下:

金额单位:人民币万元

项目	2025年4-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
营业收入	6,426.00	8,838.00	9,976.00	10,788.00	10,948.00	11,121.00	11,121.00
销售费用	156.27	214.76	224.44	234.49	244.97	255.76	256.57
占收入比率	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

（2）管理费用预测

管理费用主要包括管理人员的职工薪酬、办公及差旅费、业务招待费、折旧与摊销等。预测期根据公司前三年的管理费用明细,将管理费用按与收入关联性分类,分为直接相关、相对固定、人员工资、折旧摊销和偶然发生等几个类型,根据各种费用与收入的相关性,各费用预测内确定方法如下:

A.直接相关:按历史收入占比确定;

B.相对固定:按上年度的水平每年按预测比率进增确定;

C.折旧摊销:按折旧摊销测算表数据预测确定;

D.人员工资:根据企业现有及未来规划的职工人数,结合上年度人均薪酬水平每年按预测比率进增确定;

E.偶然发生:属于一次性偶然发生,未来不预测。

预测期管理费用情况如下:

金额单位:人民币万元

项目	2025年4-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
营业收入	6,426.00	8,838.00	9,976.00	10,788.00	10,948.00	11,121.00	11,121.00
管理费用	272.81	373.56	394.16	411.40	422.31	433.24	436.78
占收入比率	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

（3）财务费用

财务费用主要是利息收入、利息支出、手续费及其他费用等。

鉴于本次评估是预测经营性资产的未来收益,安全营运资金刚好满足日常经营所需,流动性强,产生的活期存款利息收入较少,影响较小,可以忽略,因此不考虑相关利息收入;利息支出按基准日带息负债及对应利率测算;手续费主要是日常经营中发生的银行手续费用,由于金额较少,未来发生数难以确定,且对评估结果不产生实质影响,故不做预测;预测期财务费用情况如下:

金额单位:人民币元

项目	2025年4-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
营业收入	6,426.00	8,838.00	9,976.00	10,788.00	10,948.00	11,121.00	11,121.00
财务费用	140.75	199.66	199.66	199.66	199.66	199.66	199.66
占收入比率	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

4.营业外收入及支出预测

营业外收入、营业外支出为非经常性事项的偶然性收支。从谨慎角度考虑,本次预测中不考虑上述事项。

5.所得税费用预测

本次评估根据国家现行的现行所得税法,并结合标的公司玉山利泰未来利润总额和纳税调整事项进行估算。

标的公司玉山利泰适用税率为25%,故本次以25%作为计算所得税费用的企业所得税率。

纳税调整事项主要为业务招待费;历史亏损额已在非经营性资产中考虑,此处不再作重复考虑;其他纳税调整事项没有发生或涉及金额较小,影响非常小,可以忽略不计。

未来年度的所得税费用预测结果如下:

金额单位:人民币万元

项目	2025年4-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
营业收入	6,426.00	8,838.00	9,976.00	10,788.00	10,948.00	11,121.00	11,121.00
所得税费用	123.65	180.50	234.65	278.44	284.16	295.62	289.39
占收入比率	1.92%	2.04%	2.35%	2.58%	2.60%	2.66%	2.60%

6.折旧与摊销预测

标的公司玉山利泰的资产按取得时的实际成本计价。本次评估中,在计算原有资产折旧摊销时,按照标的公司玉山利泰执行的资产折旧政策或摊销政策,以基准日标的公司玉山利泰资产的账面原值,预计使用期等估算未来经营期的折旧摊销额。未来新增资产的折旧摊销根据标的公司玉山利泰执行的折旧摊销政策估算未来经营期的折旧额。预测期折旧与摊销的预测结果如下：

金额单位:人民币万元

项目	2025年4-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
折旧摊销	319.95	434.57	433.09	427.38	419.85	406.14	436.38

7.营运资金增加额估算

根据对企业的调查与座谈,评估基准日资产规模已满足未来生产计划,未来经营期内的资本性支出主要为持续经营所需的基准日现有资产及未来新增资产的更新。资本支出预测如下:

金额单位:人民币万元

项目	2025年4-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
资本化支出	87.77	61.13	61.74	81.83	96.83	54.43	349.10

8.营运资金增加额估算

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下,为维持正常经营而需新增投入的营运性资金,即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。如正常经营所需保持的现金、产品存货制作购置费、代客户垫付的款项（应收账款）等所需的基本资金以及应付款项等。估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金（最低现金保有量）、存货、应收应付款项等主要因素。

根据对标的公司玉山利泰经营情况的调查,以及历史经营的资产和损益、收入及成本费用的统计分析,以及对未来经营期内各年度收入与成本的估算结果,并结合标的公司玉山利泰目前的经营计划,参考同行业数据,对营运资金增加额情况进行预测。

经分析：

（1）标的公司玉山利泰2024年5月开始业务模式（接入管输气）有所变化,同时考虑历史年度2023年以前未经审计,故根据最新经审计的2024年度经营情况计算的相关指标作为预测期的各项指标水平。

（2）由于标的公司玉山利泰的特殊经营模式（预收气费）,故根据历史数据显示一般无需占用营运资金（营运资金甚至为负）,与行业特性相符,管理层预测在合理范围。

预测期营运资金增加额情况如下：

金额单位:人民币万元

项目	2025年4-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
营运资金增加额	-757.24	-124.12	-322.22	-223.84	-42.74	-41.72	-

9.折现率的选取

折现率,又称期望投资回报率,该折现率是企业在购置或者投资资产时所要求的必要投酬率。本次评估中,在确定折现率时,根据评估对象加权平均资本成本（WACC）作适当调整后确定。

税后WACC=E/(D+E)×Ke+D/(D+E)×(1-T)×Kd

其中:Ke:权益资本成本;

Kd:债务资本成本;

E:被评估对象的目标权益资本的市场价值;

D:被评估对象的目标债务资本的市场价值;

T:被评估对象所得税税率

本次评估采用资本资产定价修正模型（CAPM）,来确定评估对象普通权益资本成本Ke,计算公式为:

Ke=Rf+β L× MRP+Rc

式中:Ke——权益资本成本;

Rf——无风险投酬率;

β L——权益资本系统风险系数;

MRP——市场风险溢价;

Rc——一评估对象特定风险调整系数。

模型中有关参数的选取过程:

（1）无风险投酬率Rf的确定

无风险投酬率（Risk-freeratreofreturn）是指把资金投资于一个没有任何风险的投资对象所能得到的收益率。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。

本次评估取沪深两市交易的到期日距评估基准日10年以上的且在评估基准日当月有交易记录的全部国债在评估基准日的到期收益率（复利）的算术平均值作为长期无风险投酬率Rf,结果为2.09%。

（2）权益系统风险系数β L的确定

被评估对象的权益系统风险系数计算公式如下:

β L=β u×（1+（1-T）×D/E）

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:被评估对象的所得税税率

D/E:被评估对象的目标资本结构

权益系统风险系数是衡量委估企业相对于资本市场整体回报的风险溢价程度,也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。样本公司的选择,通常来说选择与被评估对象在同一行业或受同一经济因素影响的上市公司作为参考公司,且尽量选择与被评估对象在同一国家或地区的企业作为参考公司。

①可比样本公司的选择

一般选取被评估单位所属新证监会行业的全部在深沪上市的A股公司,并按以下②的选择标准排除不合适的公司后作为可比样本公司。

②可比样本公司的选择标准

A,可比样本公司与被评估单位同行业或近似行业,在深沪交易所上市的公司;

B,可比样本公司必须为至少有两年上市历史,并超过Beta测算期间;

C,可比样本公司只发行人民币A股;

D,排除ST类上市公司等风险差异较大的上市公司;

E,排除其他交易明显异常、参数明显异常的公司。

我们通过同花顺iFinD金融数据终端查询了属于同行业可比公司的调整权益系统风险系数值，通过获取可比公司的权益债务比及所得税率,确定可比无财务杠杆Beta系数β u为05701,及被评估对象的目标资本结构D/E为48.81%。

被评估对象适用税率为25%,故本次预测以25%作为计算折现率的企业所得税率。

则:被评估对象的权益系统风险系数β L

=β u×（1+（1-T）×D/E）

=0.7788

（3）确定市场风险超额回报率

市场风险溢价（MarketRiskPremium,MRP）又称为股权风险溢价（EquityRiskPremiums,ERP）,是对于一个充分风险分散的市场投资,投资者所要求的高于无风险收益率的回报率。

中国市场风险溢价通常可以利用中国证券市场指数的历史风险溢价数据计算、采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法、引用相关专家学者或专业机构研究发布的数据。

本次评估利用中国证券市场沪深300指数的历史风险溢价数据计算。计算方法及过程如下:

1）Rm计算基数为2004年12月31日的沪深300收盘指数;

2）计算每个月的年化市场收益率,计算的评估方法为几何平均;

3）取评估基准日前120个月的年化市场收益率的平均数作为评估基准日的期望市场投酬率Rm,计算结果为9.58%;

4）长期市场风险溢价MRP为Rm-Rf=9.58%-2.09%=7.49%;

（4）特定风险调整系数的确定。

企业特性风险调整系数是根据待估企业因自身因素与行业（对比企业）在优劣势等方面差异进行的调整系数。特定风险投酬率一般可以通过多因素回归分析等数理统计方法计算得出,也可以按分为规模溢价和其他特定风险溢价进行确定,还可以在综合分析企业规模、核心竞争力,大客户和关键供应商依赖等因素的基础上根据经验进行判断。

本次评估综合考虑被评估单位的情况,重点考虑以下几方面因素:企业规模;历史经营情况;企业的财务风险;企业经营业务、产品和地区的分布;企业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与行业（对比企业）在优劣势等方面差异来确定企业特性风险调整系数。评估单位特性风险调整系数为25%。

（5）计算权益资本成本Ke

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式,计算得出被评估单位所处企业的权益资本成本。

Ke=Rf+β L×MRP+Rc

=10.42%

（6）债务资本成本Kd

债务成本KD（债权期望投酬率）=基准日LPR×（1+包含自身特性调整的贷款上浮率）,被评估单位近期贷款一般贷款上浮率为7.53%,则采用5年期LPR利率3.60%×（1+7.53%）=3.87%作为债务资本成本Kd。

（7）税后折现率WACC的确定

税后WACC=E/(D+E)×Ke+D/(D+E)×(1-T)×Kd

=7.96%

10.净现金流量的预测结果

下表给出了标的公司玉山利泰未来经营期内的营业收入以及净现金流量的预测结果。本次评估中对未来收益的估算,主要是在标的公司玉山利泰报表揭示的历史营业收入、成本和财务数据的核实以及对行业的市场调研、分析的基础上,根据其经营历史、市场未来的发展等综合情况作出的一种专业判断。估算目不考虑未来经营期内补贴收入以及其它非经常性经营等所产生的损益。

未来经营期内的净现金流量预测

金额单位:人民币万元

项目/年度	预测数据						
	2025年4-12月	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
一.营业收入	6,426.00	8,838.00	9,976.00	10,788.00	10,948.00	11,121.00	11,121.00
减:营业成本	5,353.59	7,338.20	8,232.89	8,844.96	8,961.18	9,067.17	9,087.73
税金及附加	28.11	34.01	36.15	37.68	37.98	38.31	38.31
销售费用	156.27	214.76	224.44	234.49	244.97	255.76	256.57
管理费用	272.81	373.56	394.15	411.40	422.31	433.24	436.78
财务费用	140.75	199.66	199.66	199.66	199.66	199.66	199.66
二.利润总额	468.46	677.81	888.71	1,060.81	1,081.89	1,126.86	1,101.06
减:所得税费用	123.65	180.50	234.65	278.44	284.16	295.62	289.39
三.净利润	344.80	497.31	654.06	781.37	797.74	831.24	812.56
加:税后利息费用	112.31	149.75	149.75	149.75	149.75	149.75	149.75
加:折旧与摊销	319.95	434.57	433.09	427.38	419.85	406.14	436.38
减:资本性支出	87.77	61.13	61.74	81.83	96.83	54.43	349.10
减:营运资金增加	-757.24	-124.12	-322.22	-223.84	-42.74	-41.72	-
四.企业自由现金流量	1,446.53	1,144.62	1,497.38	1,500.52	1,313.25	1,374.43	1,049.69
折现率	7.96%	7.96%	7.96%	7.96%	7.96%	7.96%	7.96%
年期	0.75	1.75	2.75	3.75	4.75	5.75	——
折现期（年中折现）	0.38	1.25	2.25	3.25	4.25	5.25	——
折现系数	0.9717	0.9087	0.8418	0.7797	0.7222	0.6691	8.4098
五.企业自由现金流现值	1,406.59	1,040.17	1,260.46	1,170.02	948.54	919.57	8,826.87
六.累计企业自由现金流量现值							15,571.22
加:溢余及非经营性资产负债净额							2,448.62
七.企业整体价值							18,019.84
减:付息债务							5,074.00
八.股东全部权益价值（万位取整）							12,946.00

（二）标的公司评估增值率较高的原因

截至评估基准日2025年5月31日,在持续经营前提下,经收益法评估,玉山县利泰天然气有限公司股东全部权益账面值为4,269.80万元,评估值为12,946.00万元,增值额为8,676.20万元,增值率为203.20%。

标的公司玉山利泰主要业务为燃气销售业务及其附带的安装业务、增值业务,标的公司账面净资产为按照会计准则对相关资产历史成本及历史经营情况的反映,未考虑资产市场价值的变动,账面净资产并不能全面反映标的公司的真实价值。企业价值除了各类实物资产、营运资金等有形资源之外,还应包含了企业所享受的各项政策红利、经营资质、特许经营权、供应商资源优势、销售渠道网络、服务能力、人力资源、商誉等无形资源的资源。

标的公司玉山利泰的账面价值未体现上述无形资源的价值,而收益法评估的结论是对标的公司各项综合要素形成的企业整体盈利能力所体现市场价值的反映,包含了上述账面未记录的无形资源的贡献,因此收益法评估结果较账面净资产有较大增值。

经过上述测算后,标的公司收益法评估值增值率为203.20%,属于正常范围。

（四）对比同行业公司同类资产收购定价情况及可比上市公司市盈率情况说明交易定价公允性

1.对比同行业公司同类资产收购定价情况

我们查询了燃气行业近年的交易标的情况,挑选了部分公开信息较全的案例,并计算可比交易标的的市净率情况,见如下表:

序号	涉及标的公司	交易标的	并购金额（万元）	评估基准日	评估值增长率	市净率（P/B）	市盈率（P/E）
1	永发燃气603318.SH	山东胜动燃气综合利用有限责任公司100%股权	34,568.24	2024/3/31	183.97%	2.84	12.78
2	首华燃气300483.SZ	永和县伟润燃气有限公司51%股权	34,875.00	2023/12/31	170.97%	2.51	10.31
3	深圳能源000027.SZ	新疆南天城建（集团）股份有限公司60.07%股权	21,479.22	2023/5/31	44.49%	1.44	183.94
4	新奥股份600803.SH	新奥（舟山）液化天然气有限公司90%股权	856,000.00	2021/12/31	225.34%	3.24	14.94
5	德龙汇能000593.SZ	曲靖市马龙区盛能燃气有限公司70%股权	17,010.00	2023/2/28	56.61%	1.53	33.88
6	蓝天燃气605368.SH	长裕蓝天新能源有限公司52%股权	40,000.00	2021/12/31	937.46%	10.36	14.81

注:1.计算公式为根据交易股权比例计算的金额/净资产为100%全部股东权益账面价值;

2.市净率=标的股权交易价格/（净资产*购买的股权比例）

如上表所示,城燃企业的市净率是政策环境、商业模式、资产质量和市场预期共同作用的结果,具体不同企业,其业务结构（工业用气占比高的企业通常盈利高、市净率及市盈率更高）、区域特征（所在区域天然气消费增速情况）、气价顺价机制的完善程度等等均有所不同,市净率及市盈率也有所不同。

标的公司玉山利泰具有所在地区玉山县的特许经营权,近年利润也相对稳定,市净率2.93、市盈率在10.42至13.08,在行业中属于合理区间范围