

北京天健兴业资产评估有限公司

关于深圳证券交易所《关于对江苏华宏科技股份有限公司的重组问询函》的回复

深圳证券交易所中小板公司管理部：

2019年10月17日，贵所下发的《关于对江苏华宏科技股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（需行政许可）【2019】第38号）（以下简称“《问询函》”）就江苏华宏科技股份有限公司发行股份购买资产事项进行了审核，并提出了问询意见。北京天健兴业资产评估有限公司作为本次资产评估机构，对问询意见进行了审慎核查，现对问询意见回复如下：

问题1、重组标的吉安鑫泰科技股份有限公司（以下简称“鑫泰科技”）100%股权交易定价为8.10亿元，较鑫泰科技停牌前总市值4.62亿元增长75.36%，请结合鑫泰科技在方案披露前6个月的市值和流动性、股票交易价格等情况，说明本次交易定价较鑫泰科技停牌前市值较大幅度增长的原因及合理性，交易定价是否公允，是否存在高估定价的情形。此外，2017年7月，鑫泰科技发行股份并募集配套资金的股票发行价格均为每股6.1元，本次交易鑫泰科技股票价格为每股11.91元，每股定价的增幅为95.24%，请公司说明鑫泰科技最近三年增资价格或股权转让价格相较于本次交易作价存在较大差异的原因与合理性。请独立财务顾问和评估机构核查并发表明确意见。

（一）本次交易定价较鑫泰科技停牌前市值较大幅度增长的原因及合理性

1、鑫泰科技在股转系统的股票交易价格和市值情况不能完全代表其公允价值

在本次交易方案披露前6个月内，鑫泰科技股份在股转系统中共交易4笔，交易具体情况如下：

序号	成交时间	成交价	复权后成交价	成交数量	复权后市值
1	2019年5月17日	6.96元/股	6.23元/股	1,000股	42,385.24万元
2	2019年5月21日	7.01元/股	6.28元/股	1,000股	42,725.41万元
3				1,000股	
4	2019年6月20日	7.52元/股	6.79元/股	2,000股	46,195.15万元

注：2019年6月25日，鑫泰科技实施现金分红，向全体股东每10股派7.3元。

鑫泰科技在股转系统挂牌以来，仅有原股东中余学红和陈圣位2名股东分别在2018年3月和2018年6月出于试验的心态通过集合竞价转让的方式合计出售5,000股股份，股份数量较少，且转让定价并不代表该2名股东对鑫泰科技整体价值的判断。在本次交易方案披露前6个月内，外部中小投资者所取得的该5,000股股份发生了上表所列示的4笔交易。

整体而言，鑫泰科技股份在股转系统的交易量较小，交易价格的形成具有一定偶然性，交易目的和交易量均不足以发挥价值发现功能，交易价格和对应产生的市值数据不能完全代表鑫泰科技的公允价值。

2、本次交易定价公允，不存在高估定价的情形

(1) 本次交易定价对应市盈率和市净率指标低于同行业上市公司的平均水平

截至本次交易的评估基准日2019年6月30日，主营业务与标的公司具有可比性的上市公司估值情况如下：

序号	证券代码	证券简称	市盈率PE (TTM)	市净率PB (MRQ)
1	000831.SZ	五矿稀土	193.71	7.45
2	002340.SZ	格林美	26.68	1.94
3	002672.SZ	东江环保	25.28	2.40
4	600111.SH	北方稀土	73.80	4.97
5	600217.SH	中再资环	28.07	6.69
6	600392.SH	盛和资源	71.04	3.72
平均值			69.76	4.53

综上，截至评估基准日，可比上市公司的平均市盈率为69.76倍、平均市净率为4.53倍，本次交易作价81,000.00万元按标的公司2019年承诺净利润7,000.00万元计算的市盈率为11.57倍、按标的公司2019年6月30日归属于母公司所有者的净资产31,103.50万元计算的市净率为2.61倍，低于同行业上市公司的平均水平。

(2) 本次交易定价与可比收购案例相比不存在高估定价的情形

近年来，A股上市公司收购同类企业的主要可比案例为盛和资源（600578）于2017年收购晨光稀土，本次交易作价情况与之对比如下：

项目	本次交易	盛和资源收购案例
评估基准日净资产账面价值（万元）	31,103.50	83,805.74
本次交易作价（万元）	81,000.00	132,890.85
溢价率	160.42%	58.57%
3年累计承诺净利润（万元）	25,500.00	38,200.00
收购市盈率	3.18	3.48

本次交易作价较标的公司净资产的溢价率高于可比案例，主要系标的公司在子公司金诚新材达产后盈利能力较强、净资产收益率较高，对应收益法评估结果增值率相对较高；而盛和资源所收购之标的资产经过多年经营积累净资产规模相对较大，对应收益法评估结果增值率相对较低。本次交易的收购市盈率低于可比案例，不存在高估定价的情形。

3、本次交易定价相比鑫泰科技停牌前市值较大幅度增长的原因和合理性

如前文所述，鑫泰科技股份在股转系统的交易量较小，交易价格的形成具有一定偶然性，交易目的和交易量均不足以发挥价值发现功能，交易价格和对应产生的市值数据不能完全代表鑫泰科技的公允价值。

而本次交易属于市场化并购，交易定价系基于评估结果经交易各方协商确定。

因此，考虑到本次交易在交易目的、定价原则、交易条款等方面均与鑫泰科技在股转系统的股份交易存在较大差异，本次交易定价相比鑫泰科技停牌前市值较大幅度增长具有合理性。

（二）说明鑫泰科技最近三年增资价格或股权转让价格相较于本次交易作价存在较大差异的原因与合理性

最近三年内，鑫泰科技曾发生一次发行股份购买资产并募集配套资金，标的公司股份在股转系统中发生六次转让，具体如下：

时间	事项	交易价格	对应标的公司全部股权价值
2017年5月 (董事会审议通过)	发行股份购买资产并募集配套资金	发行价格为6.1元/股	该次收购完成后，标的公司总股本为6,803.41万股，对应整体价值为41,500.80万元，对应标的公司2016年净利润的市盈率为16.08倍
2018年3月至2019年6月	股转系统股份转让	交易价格为6.10元/股至7.52元/股	对应复权后市值为36,534.31万元至46,195.15万元，对应标的公司2018年净利润的市盈率为8.48倍至10.72倍

其中，本次交易作价81,000.00万元较上述事项对应标的公司全部股权价值存在较大差异，主要原因如下：

1、截至2017年5月即鑫泰科技发行股份购买资产并募集配套资金之时，鑫泰科技自在股转系统挂牌以来未有股票成交价格，亦未实施定向增发，因此该次股票发行价格的定价无法参考历史成交价格。鉴于截至2016年12月31日鑫泰科技归属于挂牌公司股东的每股净资产为2.49元，该次股票发行价格综合考虑了鑫泰科技每股净资产、所属行业、商业模式、未来的成长性等多种因素，并与交易对方以及特定投资者协商后最终确定为6.1元/股。而本次交易截至评估基准日的公司基本面已发生较大变化，标的公司子公司金诚新材顺利投产后，其产销规模和预期营业收入、净利润规模均实现大幅提升，相比2016年鑫泰科技实现净利润2,581.57万元，本次交易预测鑫泰科技（合并口径）2019年至2021年实现净利润分别为6,708.21万元、8,488.14万元和9,668.21万元，鑫泰科技的发展前景和盈利能力均取得较大提升，其整体价值对应提升，具有合理性；

2、股转系统股份转让交易量较小，该等交易并不会导致投资者对于标的公司日常经营具有控制力或影响力；而本次交易系上市公司基于产业链延伸布局之目的收购鑫泰科技100%股权，交易完成后标的公司将成为上市公司全资子公司，因此在交易背景和目的上均存在不同，本次交易作价存在控制权溢价，具有合理性；

3、2017年5月和股转系统交易均不涉及对鑫泰科技进行评估，且不涉及业绩承诺条款；而本次交易定价系交易各方基于评估结果协商确定，且主要交易对方已对标的公司作出业绩承诺，因此，本次交易作价较前述交易事项对应标的公司整体价值存在差异，具有合理性。

（三）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

1、鑫泰科技股份在股转系统的交易量较小，交易价格的形成具有一定偶然性，交易目的和交易量均不足以发挥价值发现功能，交易价格和对应产生的市值数据亦不能完全代表鑫泰科技的公允价值；本次交易定价系交易各方基于评估结果协商确定，定价公允，不存在高估定价的情形；考虑到本次交易在交易目的、定价原则、交易条款等方面均与鑫泰科技在股转系统的股份交易存在较大差异，本次交易定价相比鑫泰

科技停牌前市值较大幅度增长具有合理性；

2、鑫泰科技最近三年增资价格或股权转让价格相较于本次交易作价存在较大差异，主要系因为鑫泰科技基本面发生较大变化，且在交易背景、交易目的、定价依据和交易条款等方面均存在较大差异，具有合理性。

问题2、在标的评估方面，公司假设收益预测的未来产品销售价格和原材料采购价格均以同花顺金融公布的稀土氧化物2016年至2019年6月的平均价格为基准，不考虑未来产成品和原材料的价格可能发生的变动；磁钢产品以2017年至2019年6月的加权平均单价作为预测单价。报告期内，鑫泰科技稀土氧化物产品的售价呈逐年上涨趋势，而磁钢产品的售价呈逐年下降趋势。请公司说明前述原材料预计采购价格、产品预计售价的假设是否充分、合理，是否与行业趋势相一致，公司是否充分评估价格波动对预测营业收入、预测毛利率以及评估值的影响。请公司执行价格波动对预测营业收入、预测净利润以及评估值的敏感性分析。请独立财务顾问和评估机构核查并发表意见。

回复：

（一）说明前述原材料预计采购价格、产品预计售价的假设是否充分、合理，是否与行业趋势相一致

1、鑫泰科技稀土氧化物产品销售价格和原材料采购价格均系锚定稀土氧化物市场价格确定，以稀土氧化物市场价格为基准来预测未来产品销售价格和原材料采购价格具有合理性

在销售端，鑫泰科技根据生产产能以及客户订单情况安排生产计划，并根据原料采购价格、稀土氧化物的市场交易价格和网络平台公布价格等与客户协商稀土氧化物产品的售价；在采购端，鑫泰科技根据市场行情和采购安排与供应商协商采购价格，其原材料采购价格与即时的稀土氧化物市场价格具有相对稳定的对应关系，具体如下：采购价格=（稀土氧化物不含税市场价格*（1+增值税税率）*钕铁硼废料中相应稀土元素检测含量*结算收率-加工费）/（1+增值税税率）。

以鑫泰科技主要产品氧化镨钕为例，报告期内鑫泰科技氧化镨钕的平均销售单价、原材料采购对应氧化镨钕平均单价与氧化镨钕市场价格比较如下：

单位：万元/吨

期间平均价格	2017年度	2018年度	2019年1-6月
氧化镨钕市场价格	29.36	28.41	26.64
鑫泰科技氧化镨钕销售单价	28.10	27.36	25.69
鑫泰科技售价与市场价格比较	95.71%	96.30%	96.43%
鑫泰科技原材料采购对应氧化镨钕单价	29.38	27.63	26.80
鑫泰科技采购价格与市场价格比较	100.07%	97.25%	100.60%

鑫泰科技稀土氧化物产品销售价格和原材料采购价格均系锚定稀土氧化物市场价格，尽管由于相关销售和采购行为并非均匀发生，导致相关平均销售单价和平均采购单价与市场平均价格并不完全一致，但整体而言与稀土氧化物市场价格具有较为稳定的对应关系。

因此，以稀土氧化物市场价格为基准来预测未来产品销售价格和原材料采购价格具有合理性。

2、磁钢产品以历史期平均售价为基准预测未来销售单价具有合理性

中杭新材的磁钢产品主要根据客户订单定制化生产，不同订单对产品性能和规格等要求差异较大，对应磁钢产品的配方和加工工艺差异较大。磁钢产品的主要原材料为镨钕金属，因此，磁钢产品销售单价主要依据镨钕金属成本来确定，镨钕金属的市场价格是磁钢产品销售定价的重要决定因素，同时亦会综合考虑产品配方、机加工工艺难易程度、付款条件、客户要求等因素，并预留一定利润空间。

报告期内，中杭新材磁钢产品的平均销售单价与镨钕金属市场价格比较如下：

单位：万元/吨

期间平均价格	2017年9-12月	2018年度	2019年1-6月
镨钕金属的市场价格	43.60	36.47	34.30
中杭新材磁钢毛坯产品单价	12.78	11.26	10.23
磁钢毛坯产品单价与镨钕金属单价比较	29.31%	30.87%	29.82%
中杭新材磁钢成品单价	18.99	16.58	15.09
磁钢成品单价与镨钕金属单价比较	43.55%	45.46%	43.99%

注：中杭新材于2017年9月纳入鑫泰科技合并报表范围，上表仅统计2017年9-12月数据。

由上表可见，中杭新材磁钢产品销售单价与镨钕金属市场价格整体变动趋势一致。

同时，考虑到镨钕金属市场价格变动传导到磁钢产品销售价格变动存在一定时滞，且磁钢产品作为非标准化产品，除受整体市场行情影响外，其销售价格同时亦受企业具体产品配方、生产工艺水平等多方面因素影响，而中杭新材磁钢产品的历史售价同时蕴含了镨钕金属市场价格影响和中杭新材的业务特质，因此，中杭新材的磁钢产品以历史期平均售价为基准预测未来销售单价具有合理性。

3、稀土氧化物、磁钢产品市场价格波动较大，选取历史期间平均值作为未来较长时期的评估预测值可降低短期波动的干扰，更能体现企业的实际经营情况

如前文所述，鑫泰科技稀土氧化物的销售价格和对应原材料采购价格均系以稀土氧化物的市场价格为基础确定，而中杭新材磁钢产品销售定价的重要决定因素为镨钕金属的市场价格。

根据从同花顺金融取得的数据，在2016年至2019年6月期间，氧化镨钕市场价格变动情况如下：

单位：万元/吨

期间	最小值	最大值	平均值	波动幅度
2016年	24.45	27.25	25.69	11.45%
2017年	25.90	51.00	34.35	96.91%
2018年	31.60	37.00	33.04	17.09%
2019年6月	26.15	37.75	30.48	44.36%
2019年1月-2019年6月	26.15	37.75	30.48	44.36%
2018年1月-2019年6月	26.15	37.75	32.22	44.36%
2017年1月-2019年6月	25.90	51.00	33.08	96.91%
2016年1月-2019年6月	24.45	51.00	30.95	108.59%

数据来源：通过同花顺iFinD取得的上海有色金属网镨钕氧化物现货均价（含税价）

根据从同花顺金融取得的数据，报告期内，镨钕金属市场价格变动情况如下：

单位：万元/吨

期间	最小值	最大值	平均值	波动幅度
2017年	33.35	65.50	44.07	96.40%
其中：2017年9-12月	38.00	65.50	51.02	72.37%
2018年	40.50	47.00	42.43	16.05%
2019年6月	33.25	48.40	39.25	45.56%
2019年1月-2019年6月	33.25	48.40	39.25	45.56%

期间	最小值	最大值	平均值	波动幅度
2018年1月-2019年6月	33.25	48.40	41.40	45.56%
2017年1月-2019年6月	33.25	65.50	42.48	96.99%

数据来源：通过同花顺iFinD取得的上海有色金属网镨钕金属现货均价（含税价）

由上表可见，稀土氧化物和镨钕金属的市场价格波动幅度较大且无规律可循，预测其未来变动情况缺乏依据和合理性。

因此，本次收益法预测选取稀土氧化物市场价格和磁钢产品销售价格的历史期平均值，可以体现稀土氧化物和镨钕金属在较长价格波动周期中的平均价格水平，从长期来看更能体现企业的实际经营情况，有效降低市场价格短期波动的干扰，客观地评价企业的盈利能力。

4、选取历史期间平均值作为未来较长时期的评估预测值符合收益法预测惯例

近年来，收益法预测时选取历史期间平均值作为未来较长时期的评估预测值的部分类似案例如下：

时间	收购方	标的公司名称	标的公司主营业务	相关预测情况
2019年10月	赤峰黄金 (600988)	吉林瀚丰矿业科技有限公司	铜、铅、锌、钼等有色金属采选、冶炼、深加工与销售。	由于铜铅锌金属近年来均存在一定的价格波动，结合本次的评估目的和评估谨慎原则，经综合考虑本次评估选取评估基准日前3年的价格平均值作为预测单价并保持不变。
2019年3月	鄂尔多斯 (600295)	内蒙古鄂尔多斯电力冶金集团股份有限公司	业务范围涵盖了煤炭采选、火力发电、铁合金冶炼、氯碱化工等环节。	经综合考虑，评估认为，以统计财务资料计算的煤炭销售价格基本可以反映当地同类煤质市场销售情况，以此为基础可以作为矿山未来生产期的预测价格，故本次评估确定精煤产品不含税销售价格669.41元/吨、中煤产品不含税销售价格175.58元/吨（即2015年至2018年1-8月的有关产品平均不含税价格）。
2018年12月	露天煤业 (002128)	内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司	电解铝业务及其配套的自备电厂发电业务。	本次评估电解铝产品的销售价格按照霍煤鸿骏2015-2017年电解铝平均价格10,937.64元/吨（不含税）进行预测（预测期保持不变）。 从行业来看，2015-2017年3个完整年度，行业出现了一个较为完整的运行周期，覆盖了电解铝价

时间	收购方	标的公司名称	标的公司主营业务	相关预测情况
				格的最低点和最高点。为更好预测企业的平均盈利能力，主要产品电解铝的价格选用企业2015-2017年度平均水平进行预测，具有合理性。
2018年12月	昊华科技 (600378)	海洋化工研究院 有限公司等	海洋涂料（整船配套涂料）、工业重防腐涂料、环保型涂料、功能性涂料及材料、胶粘剂及有关原材料和助剂的研究开发、生产、检测、销售及服务等	报告期内，海化院主要产品销售价格存在波动，主要系细分产品结构有所不同，同时海化院涉及军品业务，各年军、民品销售结构变化致平均价格存在差异。2017年在2016年的平均单价基础上有所上升，但整体低于2015年水平，受特种涂料市场供货周期的影响，结合报告期涂料产品平均单价走势，评估师认为2017年全年的数据相对可靠，且接近企业实际市场价格水平，更能合理反映企业优化产品结构后的价格水平，因此，预测期选用2017年全年平均单价作为预测单价并保持不变。
2017年12月	华源控股 (002787)	常州瑞杰新材料 科技股份有限公司	塑料制品的研发、 制造与销售。	报告期内，瑞杰科技主营产品注塑包装类产品和吹塑包装类产品的年均销售单价整体呈现逐渐下降趋势。谨慎起见，注塑包装类产品选取2017年1-6月份的平均单价6.71元作为评估预测单价，吹塑包装类产品选取2017年1-6月份的平均单价3.25元作为评估预测单价。
2016年12月	盛和资源 (600392)	赣州晨光稀土新 材料股份有限公司	稀土氧化物分离、 稀土金属加工和钽 铁硼、荧光粉废料 回收及综合利用。	选取评估现场工作日较近的2015年10月份市场平均价格作为2015年（预测期第一年）第四季度的产品销售价格的预测数。在2016年及以后年度（即预测期第二年开始）稀土金属和稀土金属氧化物的预测价格比2015年第四季度上升8%左右，且后续保持不变。

由上表可见，在类似情况下，选取历史期间平均值作为未来较长时期的评估预测值符合收益法预测惯例。

5、报告期内鑫泰科技稀土氧化物产品的售价呈逐年上涨趋势，而磁钢产品的售价呈逐年下降趋势的原因

报告期内，鑫泰科技稀土氧化物产品的平均销售单价呈逐年上涨趋势，主要系受稀土氧化物市场价格变动和销售结构的影响，具体如下：

单位：万元/吨

项目	2019年上半年		2018年度		2017年度	
	收入占比	销售单价	收入占比	销售单价	收入占比	销售单价
氧化镨钕	53.85%	25.69	75.37%	27.36	65.45%	28.10
氧化镨	7.05%	34.17	3.98%	35.43	5.91%	32.46
氧化钕	17.36%	25.29	8.15%	27.93	14.04%	25.57
镨钕氧化物小计	78.26%	26.18	87.51%	27.70	85.40%	27.90
氧化镝	12.56%	122.21	7.05%	87.80	8.78%	102.01
氧化铽	6.45%	294.08	2.59%	230.56	3.01%	313.06

其中，鑫泰科技氧化镨钕与中杭新材磁钢产品的销售单价对比如下：

单位：万元/吨

期间平均价格	2017年度	2018年度	2019年上半年
氧化镨钕市场价格	29.36	28.41	26.64
鑫泰科技氧化镨钕销售单价	28.10	27.36	25.69
镨钕金属市场价格	37.67	36.47	34.34
中杭新材磁钢毛坯产品单价	11.73	11.26	10.23
中杭新材磁钢成品单价	15.59	16.58	15.09

由上表可见，报告期内鑫泰科技的氧化镨钕平均销售单价、鑫泰科技子公司中杭新材的磁钢毛坯产品平均销售单价、以及氧化镨钕和镨钕金属在各期间的平均市场价格均有所下降，整体变动趋势一致。

6、相关预测是否与行业趋势相一致

如前文所述，稀土氧化物和镨钕金属的市场价格波动幅度较大且无规律可循，因此，本次收益法预测选取稀土氧化物市场价格和磁钢产品销售价格的历史期平均值。

本次收益法预测选取的稀土氧化物价格和磁钢产品销售价格与实际实现情况以及市场行情对比如下：

(1) 主要稀土氧化物的预测价格与实际实现情况以及市场行情对比

单位：万元/吨

项目名称	预测期	2019年7-9月实际实现	2019年7-9月市场价格
------	-----	---------------	---------------

项目名称	预测期	2019年7-9月实际实现	2019年7-9月市场价格
氧化镨钕	25.92	28.27	26.96
氧化镨	32.36	32.74	33.01
氧化钕	25.63	27.78	27.18
氧化铽	259.27	349.56	338.01
氧化钷	8.82	14.20	15.11
氧化镝	107.81	163.60	163.19

(2) 磁钢产品的预测价格与实际实现情况对比

单位：万元/吨

项目名称	预测期	2019年7-9月实际实现
磁材毛坯	11.24	10.63
磁材成品	15.89	16.41

由上表可见，与鑫泰科技期后实际实现情况以及市场行情相比，本次收益法预测价格整体较为谨慎，具有合理性。

综上所述，鑫泰科技稀土氧化物产品销售价格和原材料采购价格均系锚定稀土氧化物市场价格确定，而中杭新材磁钢产品销售定价的重要决定因素为镨钕金属的市场价格；鉴于稀土氧化物和镨钕金属的市场价格波动幅度较大且无规律可循，预测其未来变动情况缺乏依据和合理性，因此，本次收益法预测选取稀土氧化物市场价格和磁钢产品销售价格的历史期平均值，可以体现稀土氧化物和镨钕金属在较长价格波动周期中的平均价格水平，从长期来看更能体现企业的实际经营情况，有效降低市场价格短期波动的干扰，客观地评价企业的盈利能力。与期后市场行情相比，本次收益法预测价格整体较为谨慎。因此，本次收益法预测相关原材料预计采购价格、产品预计售价的假设具有充分依据和合理性。

7、是否充分评估价格波动对预测营业收入、预测毛利率以及评估值的影响

价格波动对预测营业收入、预测毛利率以及评估值的影响详见下文相关敏感性分析。

(二) 价格波动对预测营业收入、预测净利润以及评估值的敏感性分析

鑫泰科技稀土氧化物产品销售价格和原材料采购价格均系锚定稀土氧化物市场价格确定，因此，稀土氧化物市场价格变动将同时影响其营业收入和营业成本；中杭

新材磁钢产品销售定价的重要决定因素为镨钕金属的市场价格，因此，假设磁钢产品价格与对应镨钕金属的市场价格同步变动，相应将影响其营业成本中的相关材料成本。

基于上述假设：

1、若稀土氧化物和磁钢产品销售单价上升或下降5%，对应预测营业收入的变化如下：

单位：万元

营业收入		2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
价格 不变	鑫泰科技	29,009.85	71,656.09	80,916.32	81,779.39	82,635.66	82,635.66
	中杭新材	11,028.81	22,081.69	22,570.02	22,905.33	23,076.35	23,249.07
	合计	40,038.66	93,737.78	103,486.34	104,684.73	105,712.01	105,884.73
价格 下降5%	鑫泰科技	27,562.63	68,080.31	76,877.72	77,697.93	78,511.52	78,511.52
	中杭新材	10,477.37	20,977.61	21,441.52	21,760.07	21,922.53	22,086.62
	合计	38,040.00	89,057.92	98,319.24	99,458.00	100,434.05	100,598.14
	差异率	-4.99%	-4.99%	-4.99%	-4.99%	-4.99%	-4.99%
价格 上升5%	鑫泰科技	30,457.07	75,231.86	84,954.92	85,860.86	86,759.81	86,759.81
	中杭新材	11,580.25	23,185.77	23,698.52	24,050.60	24,230.16	24,411.52
	合计	42,037.32	98,417.63	108,653.44	109,911.46	110,989.97	111,171.33
	差异率	4.99%	4.99%	4.99%	4.99%	4.99%	4.99%

由上表可见，若稀土氧化物和磁钢产品销售单价上升或下降，对应预测营业收入将发生同比例变动。

2、若稀土氧化物和磁钢产品销售单价上升或下降5%，对应预测净利润的变化如下：

单位：万元

净利润		2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
价格 不变	鑫泰科技	2,355.41	6,740.33	7,891.84	7,928.48	7,966.02	7,966.02
	中杭新材	817.09	1,747.81	1,776.37	1,782.73	1,765.82	1,746.78
	合计	3,172.50	8,488.14	9,668.21	9,711.21	9,731.84	9,712.80
价格 下降5%	鑫泰科技	2,199.76	6,331.61	7,440.36	7,472.63	7,505.31	7,505.31
	中杭新材	705.83	1,526.76	1,547.22	1,548.00	1,528.25	1,506.34

净利润		2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	合计	2,905.59	7,858.37	8,987.57	9,020.63	9,033.56	9,011.66
	差异率	-8.41%	-7.42%	-7.04%	-7.11%	-7.18%	-7.22%
价格 上升5%	鑫泰科技	2,501.85	7,126.12	8,320.04	8,360.81	8,402.99	8,402.99
	中杭新材	921.07	1,954.30	1,990.99	2,002.91	1,988.84	1,972.68
	合计	3,422.93	9,080.42	10,311.02	10,363.72	10,391.84	10,375.67
	差异率	7.89%	6.98%	6.65%	6.72%	6.78%	6.82%

由上表可见，若稀土氧化物和磁钢产品销售单价上升或下降，对应预测净利润提升或减少的幅度将大于价格的变化幅度。

3、若稀土氧化物和磁钢产品销售单价上升或下降5%，对应整体估值的变化如下：

项目	整体估值（万元）
价格不变	81,130.00
价格下降5%	75,490.00
差异率	-6.95%
价格上升5%	86,420.00
差异率	6.52%

由上表可见，若稀土氧化物和磁钢产品销售单价上升或下降，对应整体估值提升或减少的幅度将大于价格的变化幅度。

综上所述，稀土氧化物产品和磁钢产品的价格变动会导致预测营业收入、预测净利润和评估值同方向变动，如果出现大幅的价格波动，将对标的资产的整体估值产生一定的影响。

（三）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：鑫泰科技稀土氧化物产品销售价格和原材料采购价格均系锚定稀土氧化物市场价格确定，而中杭新材磁钢产品销售定价的重要决定因素为镨钕金属的市场价格；鉴于稀土氧化物和镨钕金属的市场价格波动幅度较大且无规律可循，预测其未来变动情况缺乏依据和合理性，因此，本次收益法预测选取稀土氧化物市场价格和磁钢产品销售价格的历史期平均值，可以体现稀土氧化物和镨钕金属在较长价格波动周期中的平均价格水平，从长期来看更能体现企业的实际经营情况，有效

降低市场价格短期波动的干扰，客观地评价企业的盈利能力。与期后市场行情相比，本次收益法预测价格整体较为谨慎。因此，本次收益法预测相关原材料预计采购价格、产品预计售价的假设具有充分依据和合理性。

问题3、根据草案，公司预计鑫泰科技2019年、2020年、2021年稀土氧化物业务实现营业收入5.70亿元、7.17亿元、8.09亿元，较2018年的4.08亿元有较大幅度增长；公司预计鑫泰科技子公司中杭新材2019年、2020年、2021年钕铁硼磁钢业务实现营业收入2.10亿元、2.21亿元、2.25亿元，较2018年的2.23亿元保持稳定，预计该业务每年实现净利润超过1,700万元，高于中杭新材2018年净利润1,377.73万元。请公司说明前述营业收入的测算依据和测算过程，并说明钕铁硼磁钢业务在预计营业收入保持稳定的情况下净利润明显高于历史水平的原因及合理性。请独立财务顾问和评估机构核查并发表意见。

回复：

（一）说明前述营业收入的测算依据和测算过程

1、鑫泰科技稀土氧化物业务营业收入的测算依据和测算过程

（1）销售数量

预测期内，鑫泰科技稀土氧化物产销数量具体如下：

单位：吨

项目名称	2017年	2018年	2019年 1-6月	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年 及以后
产能	1,776.79	1,776.79	1,479.22	1,479.22	2,958.44	2,958.44	2,958.44	2,958.44
产量	1,551.36	1,367.53	845.64	1,016.10	2,514.67	2,840.10	2,869.69	2,899.27
销量	1,496.06	1,413.94	871.74	1,016.10	2,514.67	2,840.10	2,869.69	2,899.27
增长率	-	-5.49%	33.52%		33.91%	12.94%	1.04%	1.03%

注：上表所列示的产能系指鑫泰科技及金诚新材的相关稀土废料综合利用项目在履行环评程序时所批复的稀土氧化物产出量；上表所列示的产量和销量均未包括碳酸镧铈等副产品；报告期内标的公司存在外购部分产品用于销售的情形，在计算销量时未包含该等外购产品。

其中，2019年稀土氧化物产销数量系根据管理层年度销售计划确定，后续2020年至2023年产销数量系按产能利用率分别为85%、96%、97%和98%预测。

考虑到鑫泰科技采购同类钕铁硼废料的稀土元素含量相似，预测期内主要稀土氧化物的销售数量占比系参考鑫泰科技历史经营情况确定，具体如下：

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年上半年	历史期累计	预测期占比
氧化镨钕	76.05%	68.69%	79.09%	62.93%	72.59%	72.59%
氧化镨	3.34%	5.47%	3.24%	6.65%	4.47%	4.47%
氧化钕	10.58%	16.51%	8.40%	22.16%	13.61%	13.61%
氧化铽	0.43%	0.29%	0.32%	0.71%	0.41%	0.41%
氧化钐	6.83%	6.45%	6.69%	4.24%	6.24%	6.24%
氧化镝	2.77%	2.59%	2.26%	3.32%	2.67%	2.67%

注：在计算销售结构时仅考虑上表所列示的主要稀土氧化物，未考虑氧化铟等占比较低的产品和碳酸镧铈等副产品，亦未包含外购产品。

(2) 销售单价

考虑到该企业的主要原材料价格随稀土氧化物的市场价格同向波动的特点，本次评估时，假设收益预测的未来产品销售价格和原材料采购价格均以同花顺金融公布的稀土氧化物2016年至2019年6月的平均价格为基准，不考虑未来产成品和原材料的价格可能发生的变动。

主要稀土氧化物在报告期内、预测期内销售单价情况如下：

单位：万元/吨

项目名称	2017年	2018年	2019年上半年	预测期
氧化镨钕	28.10	27.36	25.69	25.92
氧化镨	32.46	35.43	34.17	32.36
氧化钕	25.57	27.93	25.29	25.63
氧化铽	313.06	230.56	294.08	259.27
氧化钐	6.31	10.18	12.33	8.82
氧化镝	102.01	87.80	122.21	107.81

(3) 营业收入

基于上述销售数量和销售单价，预测期内鑫泰科技稀土氧化物业务营业收入测算如下：

单位：万元

项目名称	2019年7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年及以后
氧化镨钕	19,122.13	47,324.00	53,448.28	54,005.04	54,561.79
氧化镨	1,471.22	3,641.02	4,112.21	4,155.04	4,197.88
氧化钕	3,543.40	8,769.32	9,904.17	10,007.34	10,110.51
氧化铽	1,076.42	2,663.96	3,008.71	3,040.05	3,071.39

项目名称	2019年7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年及以后
氧化钆	559.43	1,384.49	1,563.65	1,579.94	1,596.23
氧化镨	2,924.10	7,236.65	8,173.16	8,258.30	8,343.43
其他	313.15	636.65	706.13	733.69	754.43
合计	29,009.85	71,656.09	80,916.31	81,779.40	82,635.66

2、中杭新材钕铁硼磁钢业务营业收入的测算依据和测算过程

(1) 销售数量

预测期内，中杭新材钕铁硼磁钢业务销售数量主要系根据管理层经营计划预测，具体如下：

单位：吨

项目名称	2017年 9-12月	2018年	2019年 1-6月	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年 及以后
磁材毛坯	304.15	954.76	669.37	722.92	1,447.99	1,491.43	1,521.26	1,536.47	1,551.83
磁材成品	273.26	688.05	182.68	182.68	365.36	365.36	365.36	365.36	365.36
合计	577.41	1,642.81	852.05	905.60	1,813.34	1,856.78	1,886.61	1,901.82	1,917.19
增长率	-	18.20%	6.99%		3.17%	2.40%	1.61%	0.81%	0.81%

注：鉴于中杭新材于2017年9月起被纳入鑫泰科技的合并范围，上表所列示2017年度相关数据仅统计9至12月份；但2018年增长率系基于2017年全年销量计算。

其中，对于磁材毛坯，预测2019年下半年产销数量在2019年上半年基础上增长8%，并预测2020年至2024年分别增长4%、3%、2%、1%和1%；对于成品磁钢，基于谨慎考虑，预测2019年下半年产销数量与2019年上半年保持一致，2020年及以后年度产销数量与2019年全年保持一致。具体如下：

单位：吨

项目名称	2019年 1-6月	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年 及以后
磁材毛坯	669.37	722.92	1,447.99	1,491.43	1,521.26	1,536.47	1,551.83
增长率	-	8.00%	4.00%	3.00%	2.00%	1.00%	1.00%
磁材成品	182.68	182.68	365.36	365.36	365.36	365.36	365.36
增长率	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(2) 销售单价

2017-2019年6月，磁钢产品价格存在下降趋势，主要是受磁材市场价格波动的影响，本次评估为降低价格波动对估值的影响，取2017-2019年6月的加权平均单价作为

预测单价。

磁钢产品在报告期内、预测期内销售单价情况具体如下：

单位：万元/吨

项目名称	2017年	2018年	2019年上半年	预测期
磁材毛坯	12.78	11.26	10.23	11.24
磁材成品	18.99	16.58	15.09	15.89

(3) 营业收入

基于上述销售数量和销售单价，预测期内中杭新材钕铁硼磁钢业务营业收入测算如下：

单位：万元

项目名称	2019年7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年
磁材毛坯	8,126.74	16,277.57	16,765.89	17,101.21	17,272.22
磁材成品	2,902.06	5,804.12	5,804.12	5,804.12	5,804.12
合计	11,028.81	22,081.69	22,570.02	22,905.33	23,076.35

(二)说明钕铁硼磁钢业务在预计营业收入保持稳定的情况下净利润明显高于历史水平的原因及合理性

中杭新材钕铁硼磁钢业务在报告期内盈利情况具体如下：

单位：万元

项目名称	2017年9-12月	2018年	2019年1-6月
营业收入	9,075.07	22,783.27	9,947.63
毛利额	1,258.93	3,278.04	1,763.02
毛利率	13.87%	14.39%	17.72%
期间费用	629.57	1,667.12	713.37
期间费用率	6.94%	7.32%	7.17%
净利润	565.41	1,377.73	941.14
净利润率	6.23%	6.05%	9.46%

注：上表所列示财务数据系按中杭新材单体报表口径统计。

中杭新材钕铁硼磁钢业务在预测期盈利情况具体如下：

单位：万元

项目名称	2019年7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年及以后
------	------------	-------	-------	-------	-------	----------

项目名称	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年 及以后
营业收入	11,028.81	22,081.69	22,570.02	22,905.33	23,076.35	23,249.07
毛利额	1,942.90	3,859.92	3,927.30	3,960.71	3,958.33	3,953.94
毛利率	17.62%	17.48%	17.40%	17.29%	17.15%	17.01%
期间费用	1,003.92	1,784.48	1,818.88	1,845.23	1,862.96	1,881.19
期间费用率	9.10%	8.08%	8.06%	8.06%	8.07%	8.09%
净利润	817.09	1,747.81	1,776.37	1,782.73	1,765.82	1,746.78
净利润率	7.41%	7.92%	7.87%	7.78%	7.65%	7.51%

由上表可见，中杭新材钕铁硼磁钢业务在预计营业收入保持稳定的情况下净利润明显高于历史水平，主要系因为2019年上半年优化产品结构后钕铁硼磁钢业务毛利率有所提升（详见本回复第7题的相关内容），而预测期内产品结构系以管理层参考历史期间经营情况所作出的未来经营规划为依据，基于预测期经营规划和产品结构，钕铁硼磁钢业务毛利率高于以前年度，进而导致预测期内钕铁硼磁钢业务净利润率高于以前年度，具有合理性。

（三）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：鑫泰科技子公司中杭新材钕铁硼磁钢业务在预计营业收入保持稳定的情况下净利润明显高于历史水平，主要系因为2019年上半年优化产品结构后钕铁硼磁钢业务毛利率有所提升，而预测期内产品结构系以管理层参考历史期间经营情况所作出的未来经营规划为依据，基于预测期经营规划和产品结构，钕铁硼磁钢业务毛利率高于以前年度，进而导致预测期内钕铁硼磁钢业务净利润率高于以前年度，具有合理性。

（本页无正文，为《北京天健兴业资产评估有限公司关于对江苏华宏科技股份有限公司的重组问询函的回复》之盖章页）

北京天健兴业资产评估有限公司

年 月 日