

江苏天健华辰资产评估有限公司

关于对安徽聚隆传动科技股份有限公司的重组问询函的回复

深圳证券交易所创业板公司管理部：

贵所于 2021 年 3 月 2 日下发了《关于对安徽聚隆传动科技股份有限公司的重组问询函》（创业板非许可类重组问询函（2021）第 4 号）（以下简称重组问询函），就安徽聚隆传动科技股份有限公司披露的《重大资产购买报告书（草案）》进行了审核，并提出了审核意见。江苏天健华辰资产评估有限公司作为本次重组的资产评估机构，对重组问询函中涉及资产评估的相关问询意见进行了审慎核查，现对相关问询意见回复如下：

问题 17.本次交易采取了资产法和收益法对联合创泰进行了估值，收益法估值 169,500.00 万元，评估增值 135,793.15 万元，增值率为 402.87%。

（1）报告书显示，预测联合创泰 2021-2023 年销售收入、销售成本增长分别为 33%、38%、24%。请量化分析销售收入、销售成本、毛利率预测过程、测算依据及合理性，并进一步说明本次交易估值是否合理。

回复：

联合创泰聚焦于存储器、主控芯片等领域的电子元器件产品分销，其最主要的产品为服务器 DRAM，客户群覆盖云存储服务、汽车电子、移动通讯等优势及新兴行业，所处行业面临较大的发展机遇。

联合创泰的主要经营模式为在获得原厂的销售代理授权后将产品销售给下游客户并同时提供技术支持服务。目前联合创泰拥有全球前三、全产业存储器供应商之一的 SK 海力士、全球著名主控芯片品牌 MTK、国内存储控制芯片领域领头厂商兆易创新（GigaDevice）等多品牌代理资格；依托于上游的原厂资源，联合创泰结合原厂产品的性能以及下游客户终端产品的功能需求，在各大下游细分领域深入发展，目前客户涵盖互联网云服务行业、移动通讯行业、物联网智能行业、ODM 制造业等多个行业的头部客户，包括阿里巴巴、中霸集团、字节跳动、华勤通讯、紫光存储、立讯、百度等。

对于联合创泰的主要客户如：阿里巴巴、中霸集团、字节跳动等，原厂每年事先与其签订 LTA 框架协议，约定当年度采购量，同时，根据电子元器件分销行业一般惯例，原厂对于已授权区域代理商所开发的客户，不会再授权其他经销商向其销售产品。

（一）销售收入预测过程的核查说明

本次评估，对于联合创泰未来年度销售收入的预测是在公司现有客户基础上分产品进行。其中，对 2020 年 9-12 月的销售收入，参考其实际经营收入进行预测；对 2021 年销售收入的预测，主要系参考原厂与联合创泰客户已签订的 LTA 框架协议签约量，并结合相应产品的预期价格进行预测；对于 2022 年及 2023 年的销售收入，系在 2021 年销量规模的基础上，参考行业的发展状况考虑了一定增长，并结合相应产品的预期价格进行预测。

现以联合创泰客户阿里巴巴、中霸集团采购服务器用存储器为例，详细阐述 2021 年-2023 年销售收入预测过程如下：

阿里巴巴、中霸集团在联合创泰采购的主要产品为服务器用存储器，存储器类型主要为 SK 海力士生产的 DRAM16GB、DRAM32GB、DRAM64GB，2019 年-2020 年阿里巴巴、中霸集团与 SK 海力士 LTA 框架协议签约量以及联合创泰实际出货量如下：

客户	2019 年			2020 年		
	签约量	实际出货量	完成率	签约量	实际出货量	完成率
阿里巴巴	500M	550M	110.00%	700M	1,050M	150.00%
中霸集团	-	310M	-	500M	365M	73.00%

根据阿里巴巴、中霸集团与 SK 海力士签订的 LTA 框架协议，阿里巴巴、中霸集团 2021 年 1-4 季度签约量如下：

客户	一季度	二季度	三季度	四季度	全年	备注
阿里巴巴	250M	300M	250M	200M	1,000M	合计 1.25 亿 GB
中霸集团	200M	150M	175M	175M	700M	合计 0.875 亿 GB

参考上述 LTA 框架协议签约量并结合以前年度签约完成情况，预测阿里巴巴、中霸集团 2021 年 1-4 季度分产品采购量如下：

单位：PCS

客户	产品	一季度	二季度	三季度	四季度	全年
阿里巴巴	DRAM64GB	50,000.00	400,000.00	165,000.00	35,000.00	650,000.00

客户	产品	一季度	二季度	三季度	四季度	全年
	DRAM32GB	140,000.00	650,000.00	460,000.00	140,000.00	1,390,000.00
	DRAM16GB	15,000.00	130,000.00	35,000.00	25,000.00	205,000.00
中霸集团	DRAM64GB	-	-	-	15,000.00	15,000.00
	DRAM32GB	400,000.00	500,000.00	350,000.00	350,000.00	1,600,000.00

2021 年阿里巴巴、中霸集团上述产品预测采购量与签约量对比如下：

客户	签约量	采购量	完成率	备注
阿里巴巴	1,000M	714.88 M	71.49%	采购量根据上述各产品预测量合计后折算
中霸集团	700M	456.84 M	65.26%	

对于 2022 年及 2023 年 DRAM 相关产品的销售量预测，在 2021 年销量基础上，参考行业历年增速考虑了一定增长，阿里巴巴、中霸集团 2022 年及 2023 年 DRAM 相关产品销量预测如下：

单位：PCS

客户	产品	2022 年	增长率	2023 年	增长率
阿里巴巴	DRAM64GB	850,915.00	30.91%	1,058,964.00	24.45%
	DRAM32GB	1,819,944.00	30.93%	2,265,356.00	24.47%
	DRAM16GB	268,366.00	30.91%	333,981.00	24.45%
中霸集团	DRAM64GB	19,637.00	30.91%	24,438.00	24.45%
	DRAM32GB	2,094,560.00	30.91%	2,606,680.00	24.45%

结合 DRAM16GB、DRAM32GB、DRAM64GB 在 2021 年 1-4 季度、2022 年及 2023 年的预测单价，预测联合创泰 2021 年-2023 年对阿里巴巴、中霸集团销售服务器用存储器的收入。相关产品在 2021 年 1-4 季度、2022 年及 2023 年的预测单价分析过程详见本问题第（5）条意见回复。

DRAM16GB、DRAM32GB、DRAM64GB 预测单价如下：

金额单位：美元

产品	一季度	二季度	三季度	四季度	2022 年	2023 年
DRAM64GB	220.00	235.00	250.00	265.00	265.00	265.00
DRAM32GB	125.00	130.00	135.00	140.00	140.00	140.00
DRAM16GB	55.00	60.00	65.00	70.00	70.00	70.00

联合创泰 2021 年-2023 年对阿里巴巴、中霸集团销售服务器用存储器的收入预测如下：

金额单位：美元

客户	产品	2021 年	2022 年	2023 年
阿里巴巴	DRAM64GB	155,525,000.00	225,492,475.00	280,625,385.14

客户	产品	2021年	2022年	2023年
	DRAM32GB	183,700,000.00	254,792,160.00	317,149,883.40
	DRAM16GB	12,650,000.00	18,785,585.00	23,378,660.53
中霸集团	DRAM64GB	4,050,000.00	5,301,855.00	6,598,158.55
	DRAM32GB	211,250,000.00	293,238,400.00	364,935,188.80

对于阿里巴巴、中霸集团采购的其他产品、联合创泰其他客户及其采购的相应产品的销售收入预测，主要参照上述阿里巴巴、中霸集团采购服务器用存储器的预测逻辑。按基准日汇率 6.8605 进行折算，联合创泰 2021 年-2023 年销售收入预测如下：

金额单位：万元

项目	2021年	2022年	2023年
销售收入	860,359.54	1,186,900.59	1,477,139.66
增长率	32.52%	37.95%	24.45%

2021 年联合创泰预计销售收入增长 32.52%，系由于联合创泰客户与原厂签订 LTA 框架协议签约量增长，且相应产品预期价格在 2021 年 1-4 季度持续上涨，因此预计联合创泰整体销售收入较 2020 年出现较大增长；2022 年及 2023 年预计销售收入增长分别为 37.95% 和 24.45%，系预计联合创泰所面临的目标市场发展前景广阔，预计未来的业务增长率较高所致。

（二）销售成本及毛利率预测过程核查说明

本次评估对于联合创泰各产品销售毛利率的预测，主要参考同类产品 2020 年的平均销售毛利水平，分产品类型适当考虑未来市场供需关系，并根据预测产品的毛利率估算其相应销售成本。

以联合创泰向阿里巴巴、中霸集团销售服务器用存储器为例进行说明，服务器用存储器主要为 DRAM16GB、DRAM32GB、DRAM64GB，联合创泰根据其销售定价政策并结合当前市场情况以及 2020 年 1-8 月相关产品销售情况，预估上述产品的销售毛利率在 5% 左右，2020 年 1-8 月联合创泰向阿里巴巴、中霸集团销售 DRAM 主要产品情况如下：

金额单位：万元

项目	销售收入	销售成本	毛利率
阿里巴巴	264,780.65	251,968.25	4.84%
中霸集团	67,176.06	64,421.97	4.10%
合计	331,956.71	316,390.22	4.69%

根据上述分析,本次评估对 DRAM16GB、DRAM32GB、DRAM64GB 于 2021 年-2023 年销售毛利率预测如下:

产品	2021 年	2022 年	2023 年
DRAM64GB	5.00%	4.90%	4.90%
DRAM32GB	5.00%	5.00%	5.00%
DRAM16GB	5.00%	5.00%	5.00%

根据上述各产品毛利率的预测估算其相应销售成本如下:

金额单位: 美元

客户	产品	2021 年	2022 年	2023 年
阿里巴巴	DRAM64GB	147,748,750.00	214,443,344.00	266,874,741.00
	DRAM32GB	174,515,000.00	242,052,552.00	301,292,389.00
	DRAM16GB	12,017,500.00	17,846,306.00	22,209,728.00
中霸集团	DRAM64GB	3,847,500.00	5,036,762.25	6,268,250.62
	DRAM32GB	200,687,500.00	278,576,480.00	346,688,429.36

对于联合创泰销售的其他产品,其销售成本及毛利率的预测参照上述联合创泰向阿里巴巴、中霸集团销售服务器用存储器销售成本及毛利率的预测过程,经按基准日汇率 6.8605 进行折算,联合创泰 2021-2023 年销售成本及毛利率预测如下:

金额单位: 万元

项目	2021 年	2022 年	2023 年
销售收入	860,359.54	1,186,900.59	1,477,139.66
销售成本	823,419.70	1,135,631.30	1,413,332.93
毛利率	4.29%	4.32%	4.32%

上述毛利率为联合创泰销售产品的综合毛利率,2021 年随着服务器用存储器销量权重的进一步提高,其综合毛利率较 2020 年略微增长。

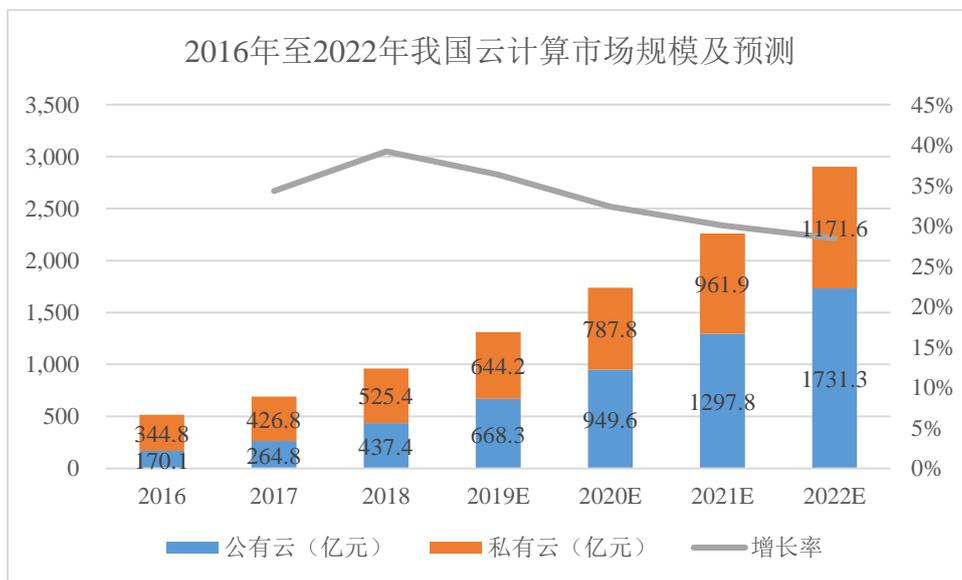
(三) 联合创泰 2021 年-2023 销售收入、销售成本及毛利率预测合理性分析的核查说明

在移动互联网时代,移动设备数量扩张,内容形式多样化促使互联网流量爆发。数据流量向互联网巨头集中,拉动以 Google、Facebook、亚马逊、微软、百度、阿里巴巴、腾讯为代表的七大互联网巨头相继布局数据中心建设,带动服务器 DRAM 需求的持续增长。同时受全球疫情影响,远程办公、云视频也将加速云服务的渗透速度,成为阿里云、腾讯云等互联网云服务巨头的业务规模逆势增长的动力。在当前需求和未来预期的双重推动下,云计算、数据中心的快速发展

驱动着服务器的需求量，云厂商加大资本开支力度建设云基础设施，因而联合创泰所面临的目标市场发展前景广阔，预计未来的业务增长率较高。

1、云计算

近几年来，我国企业对于大数据、微服务等产业的需求量增大和 AI、物联网等新技术的飞速发展，各大公有云服务商纷纷推出新产品，拉动了公有云市场的规模迅速增长。根据中国信息通信研究院统计数据，2018 年我国云计算整体市场规模达 962.8 亿元，其中，公有云市场规模达到 437.4 亿元，预计 2019-2022 年仍将处于快速增长阶段，到 2022 年公有云市场规模将达到 1,731.3 亿元。



数据来源：中国信息通信研究院

根据 Canals 报告披露，2019 年中国公有云规模达到 107 亿美元，其中阿里云仍然位居第一，占据 46.1% 的市场份额，腾讯云则为 17.3%。在未来几年内，随着 5G 商业化以及智能化产业需求的大规模上涨，预计我国的公有云市场规模将持续高速增长。在未来几年内，随着 5G 商业化以及智能化产业需求的大规模上涨，预计我国的公有云市场规模将持续高速增长，Gartner 公司预测，到 2022 年中国公有云服务终端用户支出将超过 1.1 千亿元。

2、数据中心

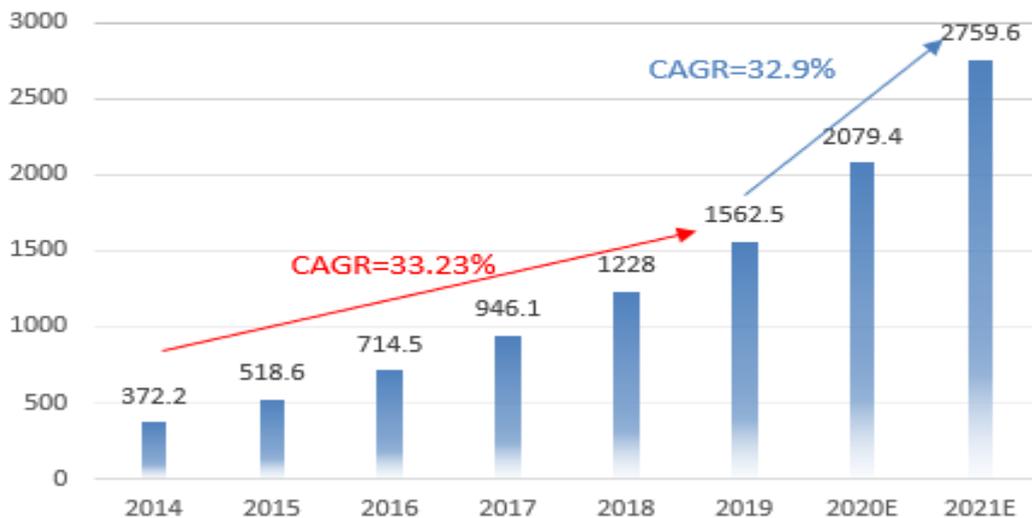
近年来，集成电路行业在经历了手机及消费电子驱动的周期后，迎来了数据中心引领发展的阶段，对于海量数据进行计算和处理将成为带动集成电路行业发展的新动能。同时，随着云计算的不断发展，全球范围内云数据中心、超级数据

中心的建设速度不断加快，Cisco Global Cloud Index 预计到 2021 年，计算能力更强的超级数据中心将达到 628 座，占总数据中心比例达到 53%。在经历了互联网和移动互联网的追赶之后，中国正成为一个重要的数据大国，IDC 预计到 2025 年中国将拥有全球数据量的 27.8%。

根据 DRAMEchange 数据，1 座数据中心的大约可容纳 8,000-15,000 个服务器机柜、每个服务器机柜能够容纳多台服务器。由此可见，数据中心的建设成为服务器 DRAM 需求最大的驱动力。

据中国 IDC 圈发布的相关数据统计，2019 年，中国 IDC 业务（互联网数据中心 Internet Data Center）市场规模达到 1,562.5 亿元，同比增长 27.2%；2014 至 2019 年中国 IDC 业务市场规模复合增长率为 33.23%。根据招商银行研究院研究数据表明，预计到 2021 年中国 IDC 业务市场规模将达到 2,759.6 亿元，2019 年至 2021 年复合年均增长率为 32.9%。

2014-2021年中国IDC业务市场规模增长率预测
单位：亿元



数据来源：IDC 圈、招商银行研究院

此外，随着 5G、工业互联网和人工智能等信息技术逐渐应用于社会各行业领域，中共中央政治局常务委员会、工业和信息化部、中国广电等政府和企事业单位加强数据中心建设，及网络资源业务整合，推动中国 IDC 行业客户需求充分释放，拉升 IDC 业务市场规模增长。

3、核心客户的未来发展情况

根据 TechWeb2020 年 5 月 27 日消息，据国外媒体报道，腾讯未来 5 年将投

资人民币 5000 亿元（约 706 亿美元）于技术基础设施，包括云计算、数据中心和 5G 网络等领域（即“新基建”）。其中，在数据中心方面将陆续在全国新建多个百万级服务器规模的大型数据中心。阿里云在 2020 年 4 月 20 日也宣布未来 3 年再投 2000 亿元，用于云操作系统、服务器、芯片、网络等重大核心技术研发攻坚和面向未来的数据中心建设。

根据英国调研机构 Canalys 数据显示，2019Q4 中国公有云市场份额中阿里云位居第一，市占率环比提升 46.4%；腾讯云市场份额 18%。2020Q1，阿里云以 6% 市占率位居全球云基础设施市场份额第三。阿里、腾讯为联合创泰主要客户，随着阿里、腾讯两大龙头继续加码云计算基础设施投资建设，将有助于联合创泰未来业务保持较快的增长。

经分析，本次评估对联合创泰 2021 年-2023 年销量增长预测符合企业实际经营状况及行业发展趋势。

同行业上市公司销售毛利率情况：

指标	可比公司	2020 年 1-6 月	2019 年度	2018 年度
毛利率	深圳华强(000062.SZ)	6.85	7.42	11.91
	力源信息(300184.SZ)	4.91	4.82	5.93
	润欣科技(300493.SZ)	10.54	9.36	9.98
	英唐智控(300131.SZ)	4.87	7.08	7.46
	平均值	6.79	7.17	8.82
	中值	5.88	7.25	8.72
	联合创泰	4.12	4.76	3.68

联合创泰历史年度及预测年度销售毛利率情况：

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-8 月	2020 年 9-12 月	2021 年	2022 年	2023 年
毛利率	3.68%	4.79%	4.12%	3.54%	4.29%	4.32%	4.32%

经对比分析，联合创泰 2021 年-2023 年预测销售毛利率略高于历史销售毛利率平均水平，但低于 2019 年毛利率水平，且低于同行业上市公司毛利率平均水平，因此，本次评估对联合创泰 2021 年-2023 年销售毛利率的预测具有合理性。

综上，本次评估对联合创泰销售收入、销售成本、毛利率的预测具有合理性。

（四）本次交易估值合理性分析的核查说明

评估报告选用收益法评估结果作为评估报告结论。

本次收益法评估采用现金流量折现法，选取的现金流量口径为企业自由现金流，通过对企业整体价值的评估来间接获得股东全部权益价值。

本次评估以未来若干年度内的企业自由现金净流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出企业整体营业性资产的价值，然后再加上溢余资产、非经营性资产价值减去有息债务得出股东全部权益价值。

计算模型

$$E = V - D \quad \text{公式一}$$

$$V = P + C_1 + C_2 + E' \quad \text{公式二}$$

上式中：

E：股东全部权益价值；

V：企业整体价值；

D：付息债务评估价值；

P：经营性资产评估价值；

C_1 ：溢余资产评估价值；

C_2 ：非经营性资产评估价值；

E' ：（未在现金流中考虑的）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 按如下公式求取：

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

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_t ：明确预测期的第 t 期的企业自由现金流

t：明确预测期期数 1, 2, 3, …, n；

r：折现率；

R_{n+1} ：永续期企业自由现金流；

g ：永续期的增长率，本次评估 $g = 0$ ；

n ：明确预测期第末年。

收益法计算中主要参数预测过程如下：

1、营业收入、营业成本的预测过程及合理性分析见上述“（一）”、“（二）”、“（三）”之回复。

2、税金及附加的预测过程及合理性分析如下：

联合创泰为注册地在香港的公司，在境外实施采购和销售，采购和销售不涉及税金及附加，预计未来不会产生税金及附加，因此本次评估未对税金及附加进行预测。

经核查，在香港经营的企业，不涉及税金及附加的缴纳，上述税金及附加的预测符合香港税收政策。

3、销售费用的预测过程及合理性分析详见本问题第（6）条意见之回复。

4、管理费用的预测过程及合理性分析如下：

联合创泰 2018 年、2019 年和 2020 年 1-8 月的管理费用为 128.90 万元、330.26 万元和 327.78 万元，主要为人员成本、业务招待费、中介费用和其他费用等。对于人员成本，本次评估参照被评估单位历史年度管理人员数量及薪酬福利水平，结合当地社会平均劳动力成本变化趋势及被评估单位人力资源规划进行预测；对于业务招待费、中介费用和其他费用等，本次评估参照被评估单位历史年度该等费用平均水平并结合被评估单位营业收入预测情况进行预测，管理费用预测结果见下表：

金额单位：万元

项目名称	2020年 9-12月	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
人员成本	346.63	955.53	1,051.08	1,156.19	1,271.81	1,398.99
业务招待费	7.06	98.89	108.78	119.66	131.62	144.78
中介费用	-	412.12	190.00	100.00	100.00	100.00
折旧	-	1.93	2.93	2.93	1.00	-
办公与差旅费	111.89	111.16	114.49	117.93	121.47	125.11

项目名称	2020年 9-12月	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
中介机构服务费	40.57	109.00	50.00	50.00	50.00	50.00
租赁费	27.58	405.06	425.31	446.57	468.90	492.35
其他	25.14	59.42	61.20	63.04	64.93	66.87
合计	558.87	2,153.10	2,003.79	2,056.32	2,209.73	2,378.11

经核查，上述管理费用的预测已充分考虑了联合创泰未来业务发展所需的费用增加，符合联合创泰实际经营情况。

5、财务费用的预测过程及合理性分析详见本问题第（2）条意见之回复。

6、所得税的预测过程及合理性分析：

企业所得税是对经营单位的生产经营所得和其他所得征收的一种税。联合创泰系注册地在香港的公司，主要税种为企业利得税，适用税率为16.5%。本次评估以联合创泰未来各年度利润总额的预测数据为基础，确定其未来各年度应纳税所得额，并结合相应企业所得税税率估算联合创泰未来各年度所得税发生额。

7、折旧及摊销的预测及合理性分析：

折旧和摊销金额是根据联合创泰在评估基准日的存量资产以及预测期的资本性支出计算，联合创泰未来年度折旧摊销金额预测如下：

金额单位：万元

项目名称	2020年 9-12月	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
折旧摊销额	-	1.93	2.93	2.93	1.00	-

经核查，上述折旧摊销额的计算已考虑联合创泰现有存量资产及以后年度新增资本性支出的影响，与公司实际运营状况相吻合。

8、营运资金的预测过程及合理性分析详见本问题第（2）条意见之回复。

9、资本性支出的预测过程及合理性分析

资本性支出包括新增资本性支出和更新资本性支出两个部分，联合创泰于评估基准日2020年8月31日无新增资产计划，更新资本性支出是指为维持企业持续经营而发生的资产更新支出。本次评估根据联合创泰现有存量资产未来预计更新周期进行预测，资本性支出预测如下表所示：

金额单位：万元

项目名称	2020年 9-12月	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
资本性支出	3.30	5.92	-	-	-	3.24

经核查，联合创泰无需新增资本性支出，仅考虑存量资产更新支出能够满足公司运营需要。

经实施上述分析，测算联合创泰企业自由现金流量如下：

金额单位：万元

项目名称	2020年 9-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
企业自由现金流	-42,128.25	-11,518.89	-20,729.82	-4,223.41	45,130.49	42,851.89	42,853.53

10、折现率的计算过程及合理性分析

(1) 折现率模型的选取

折现率应该与预期收益的口径保持一致。由于本评估报告选用的是企业现金流折现模型，预期收益口径为企业现金流，故相应的折现率选取加权平均资本成本（WACC），计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E}$$

式中：

WACC：加权平均资本成本；

E：权益的市场价值；

D：债务的市场价值；

Ke：权益资本成本；

Kd：债务资本成本；

T：被评估企业的所得税税率。

加权平均资本成本 WACC 计算公式中，权益资本成本 Ke 按照国际惯常作法采用资本资产定价模型（CAPM）估算，计算公式如下：

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_s + R_u$$

式中：

Ke: 权益资本成本;
Rf: 无风险收益率;
β: 权益系统风险系数;
MRP: 市场风险溢价;
Rs: 企业规模风险溢价;
Ru: 企业其他特定风险溢价;
T: 被评估企业的所得税税率。

(2) 折现率具体参数的确定

①无风险收益率的确定

国债（政府债）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。根据香港金融管理局发布的金融数据月报披露的信息，香港 10 年期政府债在评估基准日的基准年收益率为 0.548%，本评估报告以 0.548% 作为无风险收益率。

②贝塔系数 β_L 的确定

A. 计算公式

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中：

β_L ：有财务杠杆的 Beta；

β_U ：无财务杠杆的 Beta；

T：被评估单位的所得税税率；

D/E：被评估单位的目标资本结构。

B. 被评估单位无财务杠杠 β_U 的确定

根据联合创泰的业务特点，评估人员通过同花顺资讯系统查询了 3 家港股可比上市公司的 β_L 值，然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成 β_U 值。在计算资本结构时 D、E 按市场价值确定。将计算出来的 β_U 取平均值 0.8131 作为被评估单位的 β_U 值，具体数据见下表：

股票代码	公司简称	β_L 值	β_U 值
0400.HK	科通芯城	1.1605	0.6801
0595.HK	先思行	0.6291	0.0560
2166.HK	芯智控股	0.5304	0.0770
平均值（按市值加权）			0.8131

C. 被评估单位资本结构 D/E 的确定

明确预测期按企业付息债务市场价值与评估出的企业股东全部权益价值迭代计算确定每年的资本结构 D/E。

由于被评估单位未来经营所需营运资金随着业务规模的增长会增加较多，且未来经营期间各年的付息债务金额可以合理预测，各年资本结构如下：

项目	2020年9-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
D/E	0.2155	0.3552	0.4375	0.4356	0.4356	0.4356

D. β_L 计算结果

预测期企业资本结构按被评估单位自身财务杠杆系数考虑，将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出联合创泰的权益系统风险系数。

被评估单位注册地在香港，评估基准日适用的利得税率为 16.5%。

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

各年 β_L 如下表：

项目	2020年9-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
β_L	0.959	1.054	1.110	1.109	1.109	1.109

③ 市场风险溢价的确定

采用香港证券市场指数测算市场风险溢价，市场风险溢价用公式表示为：

香港证券市场风险溢价 = 香港股票市场平均收益率 - 香港无风险收益率

其中，香港股票市场平均收益率以恒生综合指数年数据为基础，时间跨度从 2001 年 1 月起至评估基准日止，数据来源于同花顺 iFind 资讯行情数据库，采用算术平均方法进行测算。

以 2020 年 8 月 31 日为基准日，经测算香港市场风险溢价为 7.1%。

④ 企业规模风险溢价 R_s

由于联合创泰的公司规模和可比上市公司有所差异，故需要考虑公司规模风

险溢价。参照 Grabowski-King 的研究思路，采用线性回归分析得出规模超额收益率与净资产之间的回归方程为：

$$R_s = 3.139\% - 0.2485\% \times NB$$

其中：NB：企业净资产账面值（按亿元单位计算，且小于 10 亿）

经计算，联合创泰企业规模风险溢价 $R_s=2.3\%$ 。

⑤企业其他特定风险溢价 R_u

本次评估综合考虑被评估单位在融资条件、资本流动性、对主要客户及供应商的依赖、公司的治理结构及财务风险等方面与可比上市公司的差异性，将本次评估的其他特定风险溢价 R_u 确定为 2%。

⑥折现率计算结果

A. 计算权益资本成本

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式，计算得出联合创泰的权益资本成本。

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_s + R_u$$

各年权益资本成本如下表：

项目	2020年9-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
K_e	11.66%	12.33%	12.73%	12.72%	12.72%	12.72%

B. 计算加权平均资本成本

评估基准日联合创泰付息债务的平均年利率为 10%，所得税率为 16.5%，将上述确定的参数代入加权平均资本成本计算公式，计算得出联合创泰的加权平均资本成本。

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E}$$

经计算，预测期各年度加权平均资本成本如下：

项目	2020年9-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
WACC	11.07%	11.29%	11.40%	11.40%	11.40%	11.40%

⑦永续期的折现率确定

永续期折现率的计算与明确预测期相同。按以下公式确定：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E}$$

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_s + R_u$$

$$\beta = [1 + (1-t) \times D/E] \times \beta_U$$

在计算过程中，D/E、E/(D+E)、D/(D+E)均按企业自身资本结构确定。

将相关数据代入上式计算得出永续期折现率 r 为 11.40%。

经核查，上述折现率模型的选取与预测的自由现金流相匹配，可比公司的选择与联合创泰处于同一市场，市场风险溢价的确定与联合创泰经营地相吻合，企业规模风险溢价和其他特定风险溢价详见本问题第（3）（4）条意见之回复。因此，折现率的确定合理。

11、非经营性资产、负债的分析及估算

非经营性资产为与经营无关的其他应收款、长期股权投资和递延所得税资产，非经营性负债为与经营无关的其他应付款，非经营性资产、负债的价值经单独评估确定。

综上，通过对本次收益法评估主要参数选取依据及来源分析，参数选取过程遵循了评估准则和行业常规规范要求，参数选取合理，因此，本次评估结果是谨慎合理的。

同时，经查询上市公司并购电子元器件分销商案例，近年并购交易的基期市盈率在 13.16-31.70 之间，平均值为 17.25。

上市公司	交易标的	按交易价格计算联合创泰股东全部权益价值	基准日	基期业绩（上一年度）	按基期业绩（上一年度）计算的市盈率
深圳华强	芯斐电子 50% 股权	54,440.00	2017-12-31	4,090.89	13.31
	淇诺科技 60% 股权	70,710.00	2017-5-31	5,372.12	13.16
	鹏源电子 70% 股权	88,000.00	2016-8-30	2,776.37	31.70
	捷扬讯科 70% 股权	27,265.71	2015-9-30	1,919.72	14.20
	湘海电子 100% 股权	103,400.00	2014-12-31	6,866.00	15.06
英唐智控	华商龙 100% 股权	114,500.00	2014-12-31	8,331.61	13.74
力源信息	武汉帕太 100% 股权	263,000.00	2016-9-30	15,971.97	16.47

上市公司	交易标的	按交易价格计算联合创泰股东全部权益价值	基准日	基期业绩 (上一年度)	按基期业绩 (上一年度)计算的 市盈率
	南京飞腾 100% 股权	36,000.00	2015-5-31	2,340.26	15.38
润欣科技	博思达 24.99% 股权	70,000.00	2017-11-30	3,276.24	21.37
*ST 盈方	华信科、 WorldStyle51% 股权	117,777.78	2019-12-31	6,507.39	18.10
并购案例平均值					17.25

按联合创泰 2019 年经营业绩测算的市盈率为 14.14（按评估值计算），在上市公司并购案例市盈率区间范围内，与并购案例市盈率平均值也较为接近。

（五）核查意见

通过上述核查，评估师认为：

本次收益法评估中对销售收入、销售成本、毛利率预测合理。

与收益法估值相关参数预测基本合理，因此收益法评估结果合理。并经与近年同行业并购案例进行比较，市盈率亦在合理区间范围。因此，本次估值合理。

（2）量化分析预测期营运资金需求量、付息债务、利息费用预测过程和依据。并结合联合创泰销售收入预测情况、目前的资金状况、金融机构授信状况、未来融资计划、上市公司增资计划等量化说明预测期每年营运资金需求的具体来源。

回复：

（一）联合创泰营运资金预测的核查说明

本次评估，预测期营运资金需求量的估算采用资金需求率(营运资金/营业收入)模式进行，公司经营主要采取以销定采模式，同时，视客户订单及市场情况，公司也存在部分备货采购，因此，在各财务报告期末时点，公司流动资产及流动负债水平存在较大差异，为规避单一时点数对营运资金需求量预测的影响，资金需求率取 2018 年、2019 年平均值，经计算，联合创泰 2018 年、2019 年资金需求率平均值为 18.03%，预测期营运资金需求量的估算结果如下：

金额单位：万元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
同期营业收入	649,249.46	860,359.54	1,186,900.59	1,477,139.66	1,477,139.66	1,477,139.66

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
资金需求率	18.03%	18.03%	18.03%	18.03%	18.03%	18.03%
营运资金需求量	117,071.55	155,138.55	214,019.87	266,355.28	266,355.28	266,355.28

（二）联合创泰付息债务预测的核查说明

联合创泰经营业务所需营运资金的融资方式主要为保理业务融资、供应链融资，联合创泰保理业务融资是根据客户及订单规模、交期，随借随还，保理业务融资涉及期限、利率具有较大的波动性，本次评估，基于保理业务融资的特殊性，仅将第三方融资资金作为付息债务处理，保理业务融资及其成本费用直接作为现金流出处理。

根据联合创泰 2020 年业务资金获取情况，分析其保理业务融资及第三方借款融资覆盖业务规模水平。本次评估，预测期 2021 年公司经营业务所需营运资金参照 2020 年不同渠道覆盖水平确定，随着联合创泰与金融机构业务合作关系的进一步深化，金融机构对联合创泰授信额度（保理业务）的进一步提高，以后年度适当的考虑了保理业务融资覆盖业务规模占比的提升。以后年度不同融资渠道覆盖业务规模如下：

金额单位：万元

项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
总营业规模	860,359.54	1,186,900.59	1,477,139.66	1,477,139.66	1,477,139.66
保理业务覆盖规模	619,458.87	890,175.44	1,181,711.73	1,181,711.73	1,181,711.73
占比	72%	75%	80%	80%	80%
第三方借款覆盖业务规模	240,900.67	296,725.15	295,427.93	295,427.93	295,427.93
占比	28%	25%	20%	20%	20%

联合创泰给予客户的最长账期为 90 天，按年周转 4 次测算第三方借款规模，即，以后年度付息债务预测如下：

金额单位：万元

项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
第三方借款覆盖业务规模	240,900.67	296,725.15	295,427.93	295,427.93	295,427.93
付息债务	60,225.17	74,181.29	73,856.98	73,856.98	73,856.98

（三）联合创泰利息费用预测的核查说明

联合创泰利息费用主要包括第三方借款利息、保理保险费及融资手续费、银行手续费。其中，第三方借款作为付息债务处理。

经统计分析联合创泰 2020 年第三方借款规模、资金占用天数以及相应利息支出，联合创泰 2020 年第三方借款平均年化利率约为 10%，以后年度利息支出参考 2020 年借款利率进行预测。第三方借款利息计算如下：

金额单位：万元

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
付息债务	60,225.17	74,181.29	73,856.98	73,856.98	73,856.98
借款利息	6,022.52	7,418.13	7,385.70	7,385.70	7,385.70

保理业务涉及利息费用包括保理保险费及融资利息、手续费、银行手续费，其中保理保险费与业务规模不直接相关，主要参考以前年度发生额进行估计，保理融资利息及手续费、银行手续费主要参考 2020 年发生额以及发生额占营业规模比重进行预测，经测算，2020 年融资利息、手续费占营业规模的比重约为 0.25%，银行手续费占营业规模的比重为 0.0228%，据此预测以后年度保理保险及融资；利息、手续费、银行手续费如下：

金额单位：万元

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
保理融资利息、手续费	3,097.29	4,450.88	5,908.56	5,908.56	5,908.56
银行手续费	196.13	270.57	336.74	336.74	336.74
保理保险费	300.00	300.00	300.00	300.00	300.00

（四）营运资金需求量来源分析的核查说明

联合创泰的资金需求量详见上述营运资金预测，营运资金的来源主要包括保理融资及第三方借款。联合创泰现有银行授信情况如下：

金额单位：万元

项目	授信额度
汇丰银行	\$14,600.00
恒生银行	\$2,500.00
大新银行	\$1,080.00
招商银行	50,000.00
合计	174,723.89

注：表中美元授信额度按照评估基准日汇率 6.8605 进行折算。

截至本回复签署日，联合创泰银行授信额度为 17.47 亿元，主要针对联合创泰保理融资业务，其余营运资金需求将通过第三方融资方式解决。报告期各期末，联合创泰第三方融资金额分别为 97,275.79 万元、44,539.15 万元和 33,704.84 万

元。另外，随着联合创泰未来资产规模的不断扩大，资信状态将进一步改善，预计取得的银行授信额度也将有所上升。

本次评估未考虑上市公司增资计划。

（五）核查意见

通过上述核查，评估师认为：

上述营运资金的预测符合联合创泰实际经营发展需求，付息债务的预测充分考虑了联合创泰的经营模式及融资方式，利息费用的预测完全体现了公司经营所需资金的成本支出。因此，上述营运资金、付息债务以及利息费用的预测是合理的。

（3）报告书显示，参照 **Grabowski-King** 的研究思路，采用线性回归分析得出规模超额收益率与净资产之间的回归方程为： $R_s = 3.139\% - 0.2485\% \times NB$ 。请说明 **Grabowski-King** 的研究背景和权威性，采用该研究结论的原因及合理性。

回复：

（一）**Grabowski-King** 研究背景、权威性以及采用该研究结论的原因及合理性的核查说明。

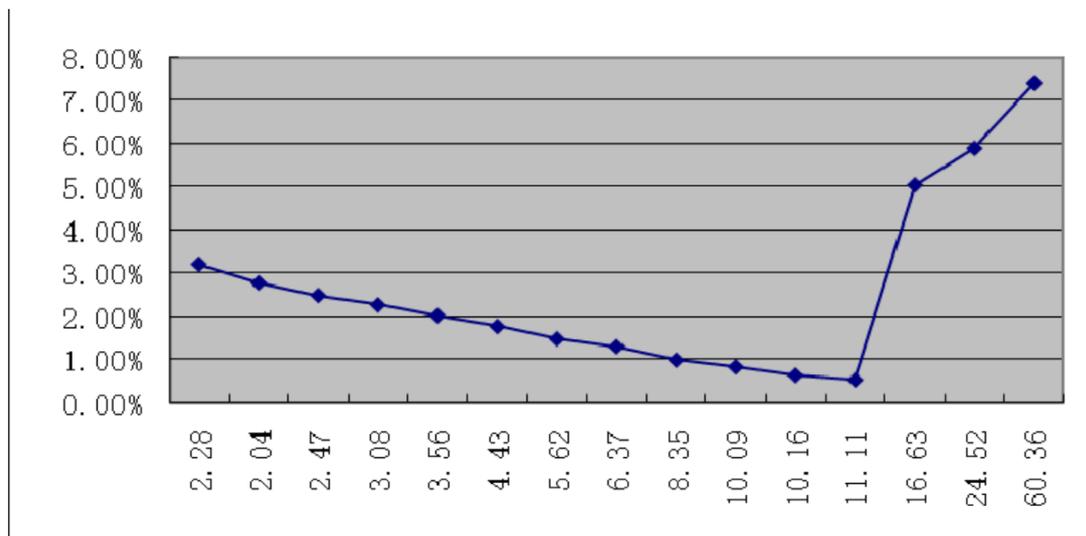
采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合(Portfolio)的组合收益，对于单个公司的投资风险一般认为要高于一个投资组合的风险，因此，在考虑一个单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的特有风险所产生的超额收益。公司的特有风险目前国际上比较多的是考虑公司的规模对投资风险大小的影响，公司资产规模小、投资风险就会增加，反之，公司资产规模大，投资风险就会相对减小，企业资产规模与投资风险这种关系已广泛被投资者接受。

在国际上有许多知名的研究机构发表过有关文章详细阐述了公司资产规模与投资回报率之间的关系。如美国的 Ibbotson Associate 在其 SBBI 每年度研究报告(Ibbotson Stocks, Bonds, Bills & Inflation Yearbook)中就有类似的论述。美国研究公司规模超额收益的另一个著名研究是 **Grabowski-King** 研究，该研究的结论是公司规模超额收益率随着资产规模的降低由 4.2% 逐步增加到 12% 左右。

参考 **Grabowski-King** 研究的思路，国内研究机构对沪、深两市的 1,000 多家上市公司 1999~2006 年的数据进行了分析研究，将样本点按调整后净资产账

面价值进行排序并分组,得到以下数据:

组别	样本点数量	规模指标范围 (亿元)	规模超额收益率 (原始 Beta)	股东权益 (亿元)
1	7	0-0.5	3.22%	2.28
2	20	0.50-1.0	2.79%	2.04
3	28	1.0-1.5	2.49%	2.47
4	98	1.5-2.0	2.27%	3.08
5	47	2.0-2.5	2.02%	3.56
6	53	2.5-3.0	1.78%	4.43
7	88	3.0-4.0	1.49%	5.62
8	83	4.0-5.0	1.31%	6.37
9	57	5.0-6.0	0.99%	8.35
10	47	6.0-7.0	0.84%	10.09
11	34	7.0-8.0	0.64%	10.16
12	41	8.0-10.0	0.54%	11.11
13	79	10.0-15.0	5.05%	16.63
14	35	15.0-20.0	5.90%	24.52
15	35	20.0-	7.41%	60.36



从上表和图中可以看出规模超额收益率在净资产规模低于 10 亿时呈现下降趋势,当净资产规模超过 10 亿后不再符合下降趋势。根据上表中的数据,采用线性回归分析的方式得出超额收益率与净资产之间的回归方程如下:

$$R_s = 3.139\% - 0.2485\% \times NB \quad (R^2 = 90.89\%)$$

其中: R_s 为公司规模超额收益率;

NB 为公司净资产账面值 ($NB \leq 10$ 亿)

根据以上结论,我们将被评估单位的净资产规模代入上述回归方程计算出规

模风险溢价为 2.3%。

上述结论在国内评估行业培训中介绍并在国内评估实践中被广泛应用，具备权威性。近 2 年出具的资产评估报告中，计算公司规模风险溢价时采用该公式的部分案例如下：

证券代码	上市公司	评估机构	报告名称	报告号	评估基准日
600351.SH	亚宝药业	北京国融兴华资产评估有限责任公司	亚宝药业集团股份有限公司以财务报告为目的的所涉及的亚宝药业集团股份有限公司收购上海清松制药有限公司形成的商誉减值测试项目资产评估报告	国融兴华评报字[2020]第 040015 号	2019 年 12 月 31 日
300650.SZ	太龙照明	福建联合中和资产评估土地房地产估价有限公司	太龙（福建）商业照明股份有限公司拟以现金收购股权所涉及的博思达资产组价值项目资产评估报告	联合中和评报字（2020）第 5009 号	2019 年 12 月 31 日
300015.SZ	爱尔眼科	湖北众联资产评估有限公司	爱尔眼科医院集团股份有限公司拟发行股份购买资产所涉及的天津中视信企业管理有限公司股东全部权益价值评估项目资产评估报告	众联评报字[2020]第 10003 号	2019 年 9 月 30 日
300350.SZ	华鹏飞	银信资产评估有限公司	华鹏飞股份有限公司拟进行商誉减值测试涉及的辽宁宏图创展测绘勘察有限公司商誉所在资产组可回收价值资产评估报告	银信财报字（2020）沪第 039 号	2019 年 12 月 31 日
603960.SH	克来机电	上海申威资产评估有限公司	上海克来机电自动化工程股份有限公司拟发行股份与支付现金购买资产涉及的南通克来凯盈智能装备有限公司股东全部权益价值评估报告	沪申威评报字 [2019] 第 1173 号	2019 年 8 月 31 日
000534.SZ	万泽股份	上海立信资产评估有限公司	万泽实业股份有限公司拟股权置换所涉及的常州万泽天海置业有限公司股东全部权益市场价值资产评估报告	信资评报字[2018]第 20091 号	2018 年 7 月 31 日
000606.SZ	神州易桥（现更名为：顺利办）	上海众华资产评估有限公司	神州易桥信息服务股份有限公司拟股权收购所涉及的霍尔果斯快马财税管理服务有限公司全部股东权益价值资产评估报告	沪众华评报（2018）第 0180 号	2017 年 12 月 31 日

（二）核查意见

通过上述核查，评估师认为：

上述规模风险溢价研究成果适用于当前评估实践且得到广泛应用，本次评估通过该研究成果计算的企业规模风险溢价是合理的。

(4) 报告书显示，综合考虑被评估单位在融资条件、资本流动性、对主要客户及供应商的依赖、公司的治理结构及财务风险等方面与可比上市公司的差异性，将本次评估的其他特定风险溢价 R_u 确定为 2%。请量化分析风险溢价 R_u 确定为 2% 的依据及合理性。

回复：

(一) 风险溢价 R_u 确定为 2% 的依据及合理性量化分析的核查说明。

企业其他特定风险，是指除规模风险外，发生于个别公司的特有事件造成的风险，这类风险只涉及个别企业和个别投资项目，不对所有企业或投资项目产生普遍的影响，对该风险系数取值一般在 0%-3% 之间。

对其他特定风险溢价，国内外评估行业尚未形成统一的量化标准，多采用定性分析加定量判断方式确定。本次评估首先对被评估单位存在的风险因素进行定性分析，剔除与市场风险溢价、贝塔值量化、规模风险考量交叉的因素，判断被评估单位在融资条件、资本流动性、对主要客户及供应商的依赖、公司的治理结构及财务风险等方面与可比上市公司存在一定差异。然后，通过特定风险评价体系测算其他特定风险溢价 R_u 为 2%，具体测算过程如下：

序号	风险项目	说明	权重	风险取值 0-3 (%)	加权风险值 (%)
1	资金风险（包括融资条件、资本流动性及财务风险）	联合创泰融资渠道有限；筹资成本较高；需资金实力来保证经营规模。	0.4	2	0.8
2	对主要客户和供应商的依赖程度	联合创泰的客户和供应商的集中度较高	0.3	2	0.6
3	公司治理结构	核心高管流失风险	0.3	2	0.6
合计			1	-	2

综上，本次评估中，企业特定风险调整系数包括企业规模风险溢价 R_s 和企业其他特定风险溢价 R_u ，合计为：2.3%+2%=4.3%

根据上市公司公告信息，电子元器件行业可比交易案例的特定风险调整系数选取情况如下：

证券代码	公司名称	标的名称	企业特定风险调整系数 (含规模风险溢价) %
000062.SZ	深圳华强	湘海电子	4.00
300131.SZ	英唐智控	华商龙	5.00
300184.SZ	力源信息	飞腾电子	4.00
300184.SZ	力源信息	武汉帕太	2.00
交易案例均值			3.75
本次评估取值			4.30

由上表可知，本次评估中选取的企业特定风险调整系数（含规模风险溢价和其他特定风险溢价）在可比交易案例取值区间之内，且略高于可比交易案例平均水平，特定风险调整系数的选取较为谨慎合理。

（二）核查意见

通过上述核查，评估师认为：

本次评估确定其他特别风险溢价 R_u 为 2% 符合联合创泰的实际情况，取值是谨慎合理的。

（5）报告显示，根据 EDGEWATER RESEARCH 研究报告显示，2021 年 1-4 季度服务器存储内存条价格将会有一定涨幅。请说明 EDGEWATER RESEARCH 机构背景，研究结论是否具有权威性。报告仅显示 2021 年价格走势，请说明报告期其余年度价格预测依据。

回复：

（一）服务器存储内存条预期价格核查情况说明

EDGEWATER RESEARCH 系美国一家研究机构，其创始合伙人 Daryl Boehringer、Kevin Rottinghaus、Eamon Kelly、Dennis Reed 等曾就职于美国知名研究机构 FTN Midwest Research、Cleveland Research Company 并担任分析师，研究领域主要包括消费电子产品、PC 供应链、内存/SSD、硬盘、半导体、IT 硬件等，该公司对 DRAM 市场价格的预测具有一定的参考价值。除 EDGEWATER RESEARCH 外，其他研究机构及芯片厂商对于 2021 年 DRAM 市场价格也持上涨态度，具体如下：

集邦咨询预测 2021 年 DRAM 市场价格呈上涨趋势，价格预测如下：



电子产业信息网预测 2021 年 DRAM 市场价格呈上涨趋势，2021 年一季度价格预测如下：

PC DRAM	mostly flat
Server DRAM	up 0~5%
Mobile DRAM	Discrete & MCP: mostly flat
Graphics DRAM	GDDR5 & GDDR6: up 5~10%
Consumre DRAM	D3: up 3~8% D4: up 0~5%
Total DRAM	slightly up

据韩国媒体《Money Today》消息，三星计划将 2021 年 DRAM 资本支出维持在 2020 年水平，但会将某些 DRAM 产线转换为图像传感器产线。与此同时，SK 海力士对 DRAM 的投资也保持保守，并增加晶圆代工和 NAND 方面的资本支出。从 2020 年 12 月开始，内存市场不仅备货需求积极，而且市场 DDR 颗粒和内存条涨价明显。据中国闪存市场 China Flash Market 报价显示，2020 年 12 月至 2021 年 1 月份，渠道内存条 DDR4 UDIMM 16GB 2666 累积涨幅已超过 20%；行业内存条 DDR4 SODIMM 16GB 2666 累积涨幅也已达 15.5%。

此外，全球第三大内存厂商美光副总裁 Sumit Sadana 对 2021 年存储前景抱持乐观看法，尤其是 DRAM 市场展望更为乐观。Sumit Sadana 称，预期 2021 年因数字转型持续加速、5G 带动相关应用、加之车用需求快速回温，DRAM 将会

供不应求，目前部分 DRAM 产品价格已上涨，市场对 DRAM 的需求程度将有增无减，供需紧俏的情形将延续数年。

综上，2021 年 DRAM 市场价格上涨是业内共识。本次收益法评估，对于联合创泰经营销售的服务器存储内存条在 2021 年 1-4 季度的销售价格考虑了一定幅度的增长，但较 EDGEWATER RESEARCH 研究机构预测价格低，本次评估收益预测 DDR4 32GB、DDR4 64GB 价格与 EDGEWATER RESEARCH 研究机构预测价格对比如下：

金额单位：美元

项目	一季度	二季度	三季度	四季度	备注
DDR4 32GB	125.00	130.00	135.00	140.00	本次评估预测
	122.00	139.00	150.00	160.00	研究机构预测
DDR4 64GB	220.00	235.00	250.00	265.00	本次评估预测
	233.00	264.00	285.00	303.00	研究机构预测

注：本次评估对于 2021 年一季度销售价格的预测参考 2021 年 1 月底实际销售价格，截至 2021 年 2 月底，DDR4 32GB、DDR4 64GB 市场销售价格约为 135 美元、270 美元。

目前服务器存储内存条价格一直处于上涨态势，但考虑到服务器存储内存条价格波动较大，对其远期市场销售价格进行预测可能会存在较大偏差，本着谨慎性原则，本次评估对其 2022 年及以后年度的市场销售价格预测维持在 2021 年四季度的价格水平不变。

（二）核查意见

通过上述核查，评估师认为：

EDGEWATER RESEARCH 对于 2021 年 1-4 季度服务器存储内存条价格预测具有一定参考价值，本次评估对服务器存储内存条价格的预测与当前市场价格上涨趋势相吻合，价格预测谨慎合理。

（6）量化分析销售费用预测过程、测算依据及合理性，说明 2021 年预测的销售费用低于 2020 年 1-8 月销售费用发生额与 9-12 月预测额之和的原因及合理性。

回复：

（一）销售费用预测的核查情况说明

联合创泰销售费用包括客户专项服务费、运费及保险费等、职工薪酬、办公

与差旅费及其他费用。其中，客户专项服务费为在原有业务结构模式下，英唐创泰为联合创泰提供的市场调研、客户信息收集、项目开发等综合服务费。2020年10月起，联合创泰已不再向英唐创泰采购该项业务服务，亦不再向英唐创泰支付业务服务费用，联合创泰的境内人员成本及业务推广费用已转由联合创泰全资子公司深圳创泰承担，以后年度不再单独发生该项费用。原客户专项服务的费用主要是人员费用，架构调整后分别体现在销售费用和管理费用中；运输及保险费等系联合创泰销售货物产生，经测算2018年、2019年、2020年1-8月该项费用占营业收入比例分别为0.1119%、0.1102%、0.1151%，平均占比0.1124%，本次预测参考该项费用的历年平均占比及未来年度预测营业收入进行估算；对于职工薪酬，根据联合创泰现有营业人员数量及薪酬福利水平，结合当地社会平均劳动力成本变化趋势及联合创泰人力资源规划进行估算；对于办公与差旅费以及其他费用，在联合创泰2021年预算数基础上，以后年度考虑一定增长。经分析计算，联合创泰销售费用预测如下：

金额单位：万元

项目名称	2020年9-12月	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
客户专项服务费	214.43	-	-	-	-	-
运费及保险费等	261.89	967.34	1,334.49	1,660.82	1,660.82	1,660.82
职工薪酬	281.56	1,059.95	1,165.94	1,282.53	1,410.79	1,551.87
办公与差旅费	28.02	414.40	455.84	501.42	551.57	606.72
其他	9.53	50.00	51.76	53.26	54.86	56.50
合计	795.43	2,491.69	3,008.03	3,498.03	3,678.03	3,875.91

2021年度销售费用预测金额低于2020年1-8月销售费用发生额与9-12月预测额之和，主要系部分销售费用调整至管理费用核算所致。2020年及2021年预计销售费用、管理费用总和的对比如下：

金额单位：万元

项目	2020年	2021年
销售费用	3,504.019	2,491.69
管理费用	886.646	2,153.10
合计	4,390.665	4,644.79

从上表可以看出，2021年预测销售费用较2020年虽有减少，但2021年预

测管理费用存在大幅增加，两项费用合计数总体呈增长趋势。

（二）核查意见

通过上述核查，评估师认为：

联合创泰 2021 年预测销售费用系根据联合创泰实际经营情况进行预测，2021 年度销售费用预测金额较 2020 年 1-8 月销售费用发生额及 9-12 月预测额之和低的主要原因系经营架构局部调整及部分销售费用调整至管理费用所致。2021 年预测的销售费用和管理费用之和大于 2020 年 1-8 月销售费用和管理费用发生额与 9-12 月份预测额之和。

（以下无正文）

（本页无正文，为《江苏天健华辰资产评估有限公司关于对安徽聚隆传动科技股份有限公司的重组问询函的回复》之签章页）

经办资产评估师：

王超群

史晓宁

江苏天健华辰资产评估有限公司

2021年03月19日