

中勤资产评估有限公司

关于辽宁信德新材料科技股份有限公司

关注函相关问题回复的核查意见

深圳证券交易所创业板公司管理部：

2023年6月12日，信德新材收到贵部下发的《关于对辽宁信德新材料科技股份有限公司的关注函》（创业板关注函（2023）第226号）（以下简称“《关注函》”）。中勤资产评估有限公司按《关注函》的要求，针对相关问题进行专项核查并发表核查意见如下：

三、《公告》显示，本次交易采用资产基础法、收益法对标的公司股东全部权益进行评估，评估价值分别为2,503.60万元、25,217.77万元，评估增值率分别为506.42%、6,008.22%，资产基础法评估结论与收益法评估结论差额为22,714.17万元，差异率为907.26%。

（一）请列示收益法评估预测期标的公司营业收入、净利润及增长率，补充说明收益法评估折现率确定的具体过程及关键参数的选取依据，相关参数的选取是否审慎，是否符合标的公司实际生产经营情况及所处行业发展情况。

（二）请详细分析资产基础法、收益法评估结论存在较大差异的原因及合理性，与可比市场案例是否存在较大差异，说明本次交易选取收益法评估结论作为定价依据的具体原因及合理性，并进一步提示相关风险。

（三）请结合标的公司历次股权转让作价与本次交易定价差异情况进一步说明本次交易定价的公允、合理性。

请评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）请列示收益法评估预测期标的公司营业收入、净利润及增长率，补充说明收益法评估折现率确定的具体过程及关键参数的选取依据，相关参数的选取是否审慎，是否符合标的公司实际生产经营情况及所处行业发展情况。

1、收益法评估预测期标的公司营业收入、净利润及增长率

收益法评估预测期标的公司营业收入、净利润及增长率情况如下：

单位：万元

项目	未来预测					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续期
营业收入	28,623.04	33,453.05	42,592.18	46,406.04	47,258.15	47,258.15
净利润	15.99	2,374.71	4,448.68	5,661.29	5,976.89	5,976.89
净利润增长率	100.73%	14,751.22%	87.34%	27.26%	5.57%	-

2、折现率确定的具体过程及关键参数的选取依据

按照收益额与折现率口径一致的原则，考虑到本次评估收益额口径为企业净现金流量，则折现率选取加权平均资本成本（WACC）。按照前述的计算思路和计算公式，主要计算过程如下：

（1）权益资本成本 K_e

权益资本成本 K_e 采用资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本。计算公式为： $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + R_s$

A、无风险报酬率 R_f

我们以财政部发行的中长期国债的平均利率作为无风险报酬率，采用以 2022 年 12 月 31 日剩余年限十年以上国债到期收益率（复利）计算无风险报酬率，无风险报酬率为 3.68%。

B、风险溢价 $R_m - R_f$

一般来讲，股权市场超额风险收益率 $R_m - R_f$ 即股权风险溢价，是投资者所取得的风险补偿额相对于风险投资额的比率，该回报率超出在无风险证券投资上应得的回报率。通常采用证券市场上的公开资料来研究风险报酬率。

证券交易指数是用来反映股市股票交易的综合指标，分别选用上证综指和深证成指为上交所和深交所的股票投资收益的指标，估算得出风险溢价为 $8.01\% - 3.68\% = 4.33\%$ 。

具体测算过程如下：

序号	年份	深证成指		上证综指	
		年末收盘指数	指数收益率	年末收盘指数	指数收益率
1	1991	963.57		292.75	
2	1992	2,309.77	139.71%	780.39	166.57%

序号	年份	深证成指		上证综指	
		年末收盘指数	指数收益率	年末收盘指数	指数收益率
3	1993	2,225.38	-3.65%	833.80	6.84%
4	1994	1,271.05	-42.88%	647.87	-22.30%
5	1995	987.75	-22.29%	555.28	-14.29%
6	1996	3,217.06	225.70%	917.02	65.15%
7	1997	4,184.84	30.08%	1,194.09	30.21%
8	1998	2,949.32	-29.52%	1,146.70	-3.97%
9	1999	3,369.61	14.25%	1,366.58	19.18%
10	2000	4,752.75	41.05%	2,073.48	51.73%
11	2001	3,325.66	-30.03%	1,645.97	-20.62%
12	2002	2,759.30	-17.03%	1,357.65	-17.52%
13	2003	3,479.80	26.11%	1,497.04	10.27%
14	2004	3,067.57	-11.85%	1,266.50	-15.40%
15	2005	2,863.61	-6.65%	1,161.06	-8.33%
16	2006	6,647.14	132.12%	2,675.47	130.43%
17	2007	17,700.62	166.29%	5,261.56	96.66%
18	2008	6,485.51	-63.36%	1,820.81	-65.39%
19	2009	13,699.97	111.24%	3,277.14	79.98%
20	2010	12,458.55	-9.06%	2,808.08	-14.31%
21	2011	8,918.82	-28.41%	2,199.42	-21.68%
22	2012	9,116.48	2.22%	2,269.13	3.17%
23	2013	8,121.79	-10.91%	2,115.98	-6.75%
24	2014	11,014.62	35.62%	3,234.68	52.87%
25	2015	12,664.89	14.98%	3,539.18	9.41%
26	2016	10,177.14	-19.64%	3,103.64	-12.31%
27	2017	11,040.45	8.48%	3,307.17	6.56%
28	2018	7,239.79	-34.42%	2,493.90	-24.59%
29	2019	10,430.77	44.08%	3,050.12	22.30%
30	2020	14,470.68	38.73%	3,473.07	13.87%
31	2021	14,857.35	2.67%	3,639.78	4.80%
32	2022	11,015.99	-25.85%	3,089.26	-15.13%
算术平均数			21.85%		16.37%
几何平均数			8.18%		7.90%

序号	年份	深证成指		上证综指	
		年末收盘指数	指数收益率	年末收盘指数	指数收益率
		深市市值（亿元）		324,219.14	
		沪市市值（亿元）		463,786.76	
		深市比例		41.14%	
		沪市比例		58.86%	
		Rm		8.01%	

C、贝塔系数 β

贝塔值为度量企业系统风险的指标，反映了个股对市场（或大盘）变化的敏感性，也就是个股与大盘的相关性或通俗的“股性”。我们通过搜集可比上市公司（剔除财务数据不完整者）有财务杠杆的 β 系数，根据对应上市公司的资本结构将其还原为无财务杠杆 β 系数。以该无财务杠杆 β 系数为基础，根据被评估单位资本结构折算为被评估单位的有财务杠杆 β 系数。经计算无财务杠杆的 β 系数为 1.1867。（数据来源：同花顺 iFinD）

企业目标财务杠杆 β 系数根据企业的目标资本结构 D/E 进行计算，计算公式如下：

$$\beta_l = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_u$$

企业的目标资本结构 D/E 采用可比公司资本结构 D/E 的平均值，即 13.17%，故被评估单位风险系数 β 为 1.3216。

D、企业特定风险调整系数 R_s

公司特有风险超额收益率主要通过企业规模、经营内外部环境、业务发展、市场竞争等能力反映。

序号	风险因素	对比差异情况分析	权重	影响因素	风险调整取值
1	风险特征	成都昱泰业务与可比上市公司相比，其风险相对集中且企业的风险控制成本较高。	10%	3%	0.30%
2	企业规模	成都昱泰的收入规模与可比上市公司类似业务相比接近，风险相对一般。	10%	1%	0.10%
3	发展阶段	成都昱泰处于业务发展成长阶段，与可比上市公司业务发展阶段相比，风险相对较高。	10%	3%	0.30%
4	市场地位	成都昱泰目前产品市场占有率一般，市场地位一般。	10%	1%	0.10%
5	竞争力	成都昱泰目前发展空间较大，产品竞争力较强。	10%	3%	0.30%
6	内控管理	成都昱泰的财务、资产、业务流程等方面的内控建设与上市公司相比仍需进一步规范。	10%	2%	0.20%
7	对主要客户的依赖度	成都昱泰客户较稳定，相比同行业上市公司，不存在一定程度对主要客户的依赖，风险一般。	10%	1%	0.10%

序号	风险因素	对比差异情况分析	权重	影响因素	风险调整取值
8	对主要供应商的依赖度	成都昱泰主要原材料采购渠道较为稳定，存在对主要供应商的一定程度的依赖度，风险一般。	10%	1%	0.10%
9	融资能力	成都昱泰融资渠道单一，与同行业上市公司相比，融资风险相对较大。	10%	3%	0.30%
10	其他因素	盈利预测支撑材料较为充分，可实现程度较高	10%	2%	0.20%
合计			100%	20%	2.00%

故被评估单位特定风险调整系数 $R_s=2\%$

E、权益资本成本 K_e

根据上述分析计算确定的参数，则权益资本成本为：

$$\begin{aligned}
 K_e &= R_f + \beta (R_m - R_f) + R_s \\
 &= 3.68\% + 1.3216 \times (8.01\% - 3.68\%) + 2\% \\
 &= 11.41\%
 \end{aligned}$$

(2) 债务资本成本 K_d

被评估单位采用可比公司的资本结构D/E。资本成本 K_d 采用企业付息债务平均资本成本，即4.89%。

(3) 折现率

将上述各数据代入加权平均资本成本计算公式中，计算确定折现率为：

$$\begin{aligned}
 WACC &= K_e \times E / (D+E) + K_d \times D / (D+E) \times (1-T) \\
 &= 10.39\%
 \end{aligned}$$

3、有关参数的选取是否审慎，是否符合标的公司实际生产经营情况及所处行业发展情况

(1) 无风险报酬率 R_f ：我们以财政部发行的中长期国债的平均利率作为无风险报酬率，采用以2022年12月31日剩余年限十年以上国债到期收益率（复利）计算无风险报酬率，无风险报酬率为3.68%。

(2) 风险溢价 $R_m - R_f$

一般来讲，股权市场超额风险收益率 $R_m - R_f$ 即股权风险溢价，是投资者所取得的风险补偿额相对于风险投资额的比率，该回报率超出在无风险证券投资上应得的回报率。通常采用证券市场上的公开资料来研究风险报酬率。

证券交易指数是用来反映股市股票交易的综合指标，分别选用上证综指和深证成

指为上交所和深交所的股票投资收益的指标，估算得出风险溢价为 $8.01\%-3.68\%=4.33\%$

(3) 贝塔系数 β

贝塔值为度量企业系统风险的指标，反映了个股对市场（或大盘）变化的敏感性，也就是个股与大盘的相关性或通俗的“股性”。我们通过搜集可比上市公司（剔除财务数据不完整者）有财务杠杆的 β 系数，根据对应上市公司的资本结构将其还原为无财务杠杆 β 系数。以该无财务杠杆 β 系数为基础，根据被评估单位资本结构折算为被评估单位的有财务杠杆 β 系数。经计算无财务杠杆的 β 系数为 1.1867。（数据来源：同花顺 iFinD）

企业目标财务杠杆 β 系数根据企业的目标资本结构 D/E 进行计算，计算公式如下：

$$\beta_l = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_u$$

企业的目标资本结构 D/E 采用可比公司资本结构 D/E 的平均值，即 13.17%，故被评估单位风险系数 β 为 1.3216

(4) 公司特有风险超额收益率主要通过企业规模、经营内外部环境、业务发展、市场竞争等能力反映。

(5) 债务资本成本 K_d

被评估单位采用可比公司的资本结构 D/E。资本成本 K_d 采用企业付息债务平均资本成本，即 4.89%。

(6) 截至评估基准日成都昱泰适用的所得税率为 25%。

利用上述各数据代入加权平均资本成本计算公式中，计算确定折现率为：

$$\begin{aligned} WACC &= K_e \times E / (D + E) + K_d \times D / (D + E) \times (1 - T) \\ &= 10.39\% \end{aligned}$$

化学品制造行业的折现率通常取决于债务和资本结构、行业风险、公司经营状况和前景等因素。根据市场调查和分析，目前化学品制造行业的折现率大约在 8%至 12% 之间。因此，相关参数的选取审慎，符合标的公司实际生产经营情况及所处行业发展情况。

(二) 请详细分析资产基础法、收益法评估结论存在较大差异的原因及合理性，与可比市场案例是否存在较大差异，说明本次交易选取收益法评估结论作为定价依据的具体原因及合理性，并进一步提示相关风险。

1、请详细分析资产基础法、收益法评估结论存在较大差异的原因及合理性，与可比市场案例是否存在较大差异

(1) 采用资产基础法评估的成都昱泰股东全部权益在 2022 年 12 月 31 日的市场价值 2,503.60 万元，采用收益法评估的股东全部权益价值为 25,217.77 万元，资产基础法评估结论与收益法评估结论差额为 22,714.17 万元，差异率为 907.26%。

标的公司收益法评估结果增值率较高且与资产基础法存在较大差异主要系本次评估基准日为 2022 年 12 月 31 日，而标的公司于基准日尚未完成主营产品客户的导入和认证，因此 2021 年和 2022 年均处于亏损状态，资产基础法以重置成本的方法反映企业价值，收益法则是从企业未来发展角度综合评估企业价值，两者从评估方法和逻辑上存在着显著差异。随着成都昱泰正式投产运营，产品陆续通过客户的认证，截至目前成都昱泰已向四川瑞鞍新材料科技有限公司（贝特瑞子公司）、四川金汇能新材料股份有限公司、内蒙古斯诺新材料科技有限公司、广东凯金新能源科技股份有限公司等客户进行产品的小批量供应，其他客户的认证过程也在稳步推进中。2023 年 5 月成都昱泰已基本处于正常生产经营阶段，并于 2023 年 5 月实现当月盈利，随着其今后期间产量和销量快速上升，成都昱泰的自有现金流也将同步上升并与收益法预测相匹配，因此成都昱泰收益法评估结果增值率较高，且与资产基础法存在差异具有合理性。

(2) 市场近期可比交易案例

索通发展（603612）2022 年 9 月公告收购佛山市欣源电子股份有限公司，其主要业务为锂离子电池负极材料产品以及薄膜电容器的研发、生产加工和销售。根据索通发展的披露信息“资产基础法从资产重置的角度反映了资产的公平市场价值，结合本次评估情况，欣源股份详细提供了其资产负债相关资料、评估师也从外部收集到满足资产基础法所需的资料，我们对被标的公司资产及负债进行全面的清查和评估。收益法是以资产的预期收益为价值标准，反映的是资产的产出能力（获利能力）的大小。欣源股份主要从事薄膜电容器以及锂离子电池负极材料的研发、生产和销售，收益能力相对较强，企业的主要价值除了固定资产等有形资源之外，还包含企业的各项管理经验、优惠政策、业务网络、服务能力、人才团队、品牌优势等重要的无形资源的贡献，收益法从获利能力角度将上述因素的影响较为充分而全面地考虑在其经营性现金流中；而基于资产构建角度的资产基础法对相同资产规模下不同外部因素对企业价值影响的敏感性和匹配性相对较弱。因此，收益法能够更加全面合理地对欣源股份整体

价值进行量化。本次评估以收益法的评估结果作为最终评估结论。”最终选取采用收益法，得出欣源股份在评估基准日 2022 年 4 月 30 日的评估结论如下：在合并口径下，欣源股份股东全部权益账面值为 27,878.05 万元，评估值为 120,598.30 万元，评估增值 92,720.24 万元，增值率为 332.59%。索通发展收购欣源股份与本次交易的评估对比情况如下：

单位：万元

项目	全部权益 账面值	收益法评 估值	增值金额	增值率	累计业绩 承诺金额	交易作价 对应全部 权益估值	交易作价 对应估值 /累计业 绩承诺金 额
索通发 展收购 欣源股 份	27,878.05	120,598.30	92,720.24	332.59%	60,000.00	120,000.00	2.00
公司本 次交易	412.85	25,217.77	24,804.92	6,008.22%	12,500.00	24,000.00	1.92

本次交易与上述案例均采用资产基础法和收益法两种方法进行评估，最终评估结果选择收益法。从上表可以看出，虽然企业发展和经营情况及阶段有所差异，本次交易与索通发展收购欣源股份的评估增值金额和增值率有所差异，但其交易作价对应估值/累计业绩承诺金额不存在实质性差异，反映了本次交易的估值水平与市场案例不存在实质性差异。

2、说明本次交易选取收益法评估结论作为定价依据的具体原因及合理性

资产基础法是在持续经营基础上，以重置各项生产要素为假设前提，根据要素资产的具体情况采用适宜的方法分别评定估算企业各项要素资产的价值并累加求和，再扣减相关负债评估价值，得出资产基础法下股东全部权益的评估价值，反映的是企业基于现有资产的重置价值。

收益法是从企业未来发展的角度，通过合理预测企业未来收益及其对应的风险，综合评估企业股东全部权益价值。在评估时，不仅考虑了各分项资产是否在企业中得到合理和充分利用、组合在一起时是否发挥了其应有的贡献等因素对企业股东全部权益价值的影响，同时也考虑了委托方技术赋能被评估单位，发挥协同及规模效应，提升公司的市场占有率，增强公司竞争力，企业运营能力、行业竞争力、企业管理水平、人力资源、客户资源、要素协同作用等资产基础法无法考虑的因素对股东全部权益价

值的影响。

成都昱泰 2021 年和 2022 年尚处于建设和产品导入阶段，随着 2023 年陆续推进产品导入和验证，目前处于收入规模高速增长阶段，企业未来发展规划收入及利润水平增长较快。因此，基于未来发展角度的收益法评估结论较重置成本角度的资产基础法评估结论更符合本次经济行为对应评估对象的价值内涵，故选用收益法评估结论作为本次评估的评估结论。

3、进一步提示相关风险

根据中勤资产评估有限公司为本次交易出具的评估报告，成都昱泰归属于母公司所有者权益在评估基准日 2022 年 12 月 31 日为 25,217.77 万元。与账面价值比较，股东全部权益评估增值 24,804.92 万元，增值率为 6,008.22%。本次交易成都昱泰归属于母公司所有者权益的评估增值率较高，该评估结果是评估机构基于标的公司所属行业特点、未来发展规划、企业经营状况等因素综合评估的结果。本次评估结论建立在被评估单位预计未来现金流量的预测是准确、合理的，预计未来现金流量是委托人及被评估单位管理层以资产的当前状况为基础预计使用安排、经营规划及盈利预测下产生，依赖于管理层对未来经营规划及落实情况，如实际经营情况与经营规划发生偏差，而时任管理层未采取相应补救措施弥补偏差，则估值结论会发生变化。提请广大投资者关注相关风险。

（三）请结合标的公司历次股权转让作价与本次交易定价差异情况进一步说明本次交易定价的公允、合理性。

标的公司历次股权转让作价情况详见本公告第二题回复。除 2023 年 3 月的第七次股权转让，标的公司前几次股权转让均尚未投产经营，无法进行自由现金流预测并采用收益法进行估值，且标的公司尚处于亏损情况，因此股东间均按 1 元/每 1 元实收资本进行转让，未实缴部分不支付对价，由受让方履行出资义务，具备合理性，2023 年 3 月第七次股权转让系代持还原及第六次股权转让的后续工商办理，因此亦按 1 元/每 1 元实收资本进行，本次交易的交易价格以中勤资产评估有限公司出具的中勤评报字（2023）第 063 号《辽宁信德新材料科技股份有限公司拟进行股权收购所涉及的成都昱泰新材料科技有限公司股东全部权益价值资产评估报告》作为依据，定价具有公允性，与公司历次股权转让价格差异具备合理性。

经核查，评估师认为：

(1) 收益法评估预测期标的公司营业收入、净利润、增长率、折现率等关键参数选取审慎，符合标的公司实际生产经营情况及所处行业发展情况；

(2) 本次评估资产基础法和收益法之间的差异具有合理性，本次交易选取收益法评估结论作为定价依据具备合理性，与市场案例不存在实质性差异；

(3) 公司历次股权转让作价与本次交易定价差异具有合理性，本次转让交易价格具备公允性。

(以下无正文)

(本页无正文, 为《中勤资产评估有限公司关于辽宁信德新材料科技股份有限公司关注函相关问题回复的核查意见》之盖章页)

资产评估师:

