

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）

关于上海证券交易所《关于对江苏宏图高科技股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》 之核查意见

上海证券交易所：

根据贵所《关于对江苏宏图高科技股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》（上证公函【2016】0394号）（以下简称“问询函”）的相关要求，北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）组织评估项目组对贵所问询函进行了认真的研究和分析，现就问询函中要求本所核查的事项出具本核查意见，具体情况汇报如下：

二、关于标的资产的估值及财务情况

9、预案披露，标的资产预估值为 27 亿元，增值率为 644.48%。请：（1）结合行业发展情况、同行业可比公司财务数据、标的资产业务模式及用户粘性、业务拓展、经营规划，具体披露标的资产估值较高的原因及合理性；（2）补充披露两种以上评估方法对标的资产进行评估的结果，并解释差异。请财务顾问、评估师及独立董事就前述问题发表意见，并请提供中介机构关于盈利预测的专项核查报告。

回复：

（一）结合行业发展情况、同行业可比公司财务数据、标的资产业务模式及用户粘性、业务拓展、经营规划，具体披露标的资产估值较高的原因及合理性

报告期内，匡时国际的营业收入年增长率为 14.75%，匡时国际未来业务仍将保持较快增长，具体如下表：

单位：万元

项目名称	未来预测					
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	终值
营业收入	31,267.93	40,648.30	52,842.79	63,411.35	69,752.48	69,752.48

注：此表收入为含税收入

匡时国际的业务快速增长主要原因如下：

1、拍卖行业的行业集中度会越来越高，铸就匡时国际业务的快速增长

根据商务部流通业发展司及中国拍卖行业协会发布的《中国拍卖 2015 年蓝皮书》，2015 年，拍卖行业全行业实现主营业务利润约 25.75 亿元，同比下降 35.45%。其中，报盈利或微盈利企业数为 3,065 家，约占全行业的 44.86%，比上年减少 539 家，占比缩减了 10 个百分点。在行业成交总额和佣金收入整体下行的同时，拍卖市场也呈现出“强者恒强”的局面。2015 年，报盈利在 1,000 万元以上的拍卖企业共计 46 家，数量与 2014 年基本持平，占企业数量的比重不到 1%。46 家企业的利润总额为 10.7 亿元，占行业利润总额的 41.55%。少数企业“强者恒强”，一方面体现了在国家产业结构优化的过程中，拍卖企业不断主动转型升级、寻求新业务突破的努力，另一方面也说明行业经过 30 年的发展，一批具有市场竞争力、适应经济环境变化的拍卖企业正在逐渐成熟。

2015 年后，拍卖市场的行业集中度将更高，信誉差、没有成交能力的部分拍卖公司将会倒闭，而大型拍卖公司的地位将更加牢固。国内巨头将一定程度上挤压原本属于中小拍卖公司和地方性拍卖公司的生存空间，作为国内拍卖行业的知名品牌，匡时国际将利用此次契机，把握机遇，迅猛发展，打造自己的拍卖体系。

2、国内龙头企业拍卖成交额回暖

根据商务部流通业发展司及中国拍卖行业协会发布的《中国拍卖 2015 年蓝皮书》，2015 年，全国共举办文物艺术品拍卖 2,352 专场，成交额约 280 亿元，较 2014 年同比减少约 30 亿元。根据保利文化（3636.HK）2015 年年报：“本公司 2015 年全年实现艺术品拍卖成交额人民币 87 亿元，较上年增长 13%”。根据中国嘉德官方网站的公开信息，中国嘉德 2016 年大陆地区春拍成交额为 21.88 亿元，较 2015 年春拍的 18.36 亿元增长近 20%。综上，虽然文物艺术品拍卖行业近年来持续处于调整阶段，但同行业龙头公司的拍卖业务经过几年调整后已开始回暖。未来几年，伴随行业内部的两极分化，预计行业前列的文物艺术品拍卖公司在扩大市场份额的同时，业绩也将持续向好。

3、增设国内分支机构，强化国内市场份额

匡时国际将利用在上海和江浙地区的影响力，于 2017 年和 2018 年开始分别在上海、杭州等地增设分支机构，开展品牌宣传，加强拍卖征集力度，并在上述地区开展春、秋场次的拍卖专场，进一步提升匡时国际在国内市场的占有率，带

来业务量的增长。

同时，根据匡时国际管理层的经营规划，匡时国际未来收入增长贡献从产品类别上来说，仍将在匡时国际传统优势项目中国书画的基础上增加其他领域收入；从区域上来说将以北京为中心的基础上，通过复制匡时国际现有的成熟经营模式，开拓北京区域外的上海、杭州以及香港市场，从而带动匡时国际业务的快速增长。具体的分析详见本回复“第十二题（一）标的资产预测期收入增长来源，并具体量化分析不同增长来源的收入贡献”。

4、以文化价值诉求为核心塑造品牌

在艺术品市场全球化背景下，中国艺术品市场要在全球市场发展发挥更大的作用。从艺术品资本市场规模、市场影响力、市场体系的发育及其发展的潜力等诸多方面综合来看，以北京为中心的中国艺术品市场成为金融危机后世界艺术品市场增长较快的一极。中国的艺术品市场仅有三十余年的发展时间，而国外则有几百年艺术品市场的稳定发展。中国艺术品市场目前的发展机制和市场主体还需不断完善和成熟，但随着中国经济和文化的发展以及社会群体整体文化素养的提升，中国的艺术品市场也将会趋向文化价值的健康方向发展。在市场发展的初期，收藏以资金为主导，第二阶段则是以专业为主导。现在，中国艺术品市场正处于前两个阶段的过渡期，资本依然对我们艺术品市场的发展有着决定性的作用，但是具有主题、强调文化内涵的艺术品收藏市场也已浮出水面。第三阶段则是以文化为主导。艺术品始终代表的是一种民族文化，所以文化对于收藏则具有非常重要的指导意义。

匡时国际坚持以文化价值诉求为核心的价值取向，凭借严谨专业的态度精耕细作，不仅在征集工作上有自己的学术特色，还从艺术史和学术史的角度精心策划诸多拍品与特色专场，成功推出了一系列引发学术界和社会大众广泛关注的文化活动。

5、匡时国际丰富的行业资源

匡时国际拥有社会各界在艺术品收藏领域实力雄厚的高端客户与广泛的人脉资源，包括一批具有雄厚的经济实力和一定文化素养的收藏家以及艺术品投资者和爱好者。

匡时国际从事拍卖业务十年间，在艺术品收藏领域，集聚了大批的人脉资源，

有专业的收藏家、艺术鉴赏家、艺术家、海内外收藏家团体组织（如港澳台、日本、东南亚、欧洲、美国旧金山等华人收藏家协会等），也有地产、金融产业、资源或科技等背景的企业家或管理者，还有专业文化艺术机构或金融投资机构以及企业。

6、汇聚高端专业人才，与权威机构全面展开合作

匡时国际拥有实力雄厚的专家队伍和各个艺术门类资深的业务精英骨干，并在全球范围内成立了一流的国际专家顾问团，能够第一时间为藏家客户开展委托、拍卖咨询等专业顾问服务，并整合各类资源打造了集展览、研讨会、宣传推广于一体的贵宾服务体系。

匡时国际还与全国重要的美术馆、博物馆、大学、图书馆、出版社、研究机构等建立了良好的沟通和联系，并能够根据特定需求迅速组织相关领域的国内外顶级的机构和专家进行研讨会、出版等系列合作。

7、开拓国际市场

匡时国际将利用艺术品国际间的黏性，开拓国际市场。艺术无国界，特别是港澳台地区作为传统中国文化传播的前端，利用香港这个窗口，来开拓匡时国际的国际市场，对匡时国际已经十分必要。匡时国际计划于 2017 年开始在香港举行春、秋两个场次的专场拍卖会，预计其会给匡时国际带来显著的业务增长。同时，匡时国际加强了在北美、日本、欧洲、台湾等地区代表处的市场拓展力度，利用匡时国际业内良好的文化品牌优势，推动国际品牌战略和市场的国际化，同时也将促进匡时国际业务发展。

本次预估值结果以收益法为依据。收益法是基于标的资产预期收益折现以确定评估对象价值的评估方法，从标的资产的未来盈利能力的角度进行评估。行业集中度逐渐提高，专业的专家队伍、收藏领域实力雄厚的高端客户与广泛的人脉资源、国内知名前三甲拍卖品牌等核心竞争优势以及业务区域的不断拓展，未来业务增长可期，使其按收益法评估的价值达到约 27 亿元，反映了匡时国际所属行业特点以及匡时国际的全部价值。

同时，由于匡时国际属于文物艺术品拍卖行业，目前实物资产的投入较小，账面价值不高，使采用收益法评估的预估值较匡时国际资产账面价值增值幅度较大。

综上，本次预评估结果具有合理性。

（二）补充披露两种以上评估方法对标的资产进行评估的结果，并解释差异

本次预评估采用资产基础法和收益法进行评估。资产基础法预估值为 3.80 亿元，收益法预估值为 27.02 亿元，两种方法差异为 23.20 亿元。从评估结果看，收益法评估值高于资产基础法评估值。

收益法指将企业预期收益资本化或折现，以确定评估对象价值的评估方法。收益法评估是从企业的未来获利能力角度出发，不仅考虑了已列示在企业资产负债表上的所有有形资产、无形资产和负债的价值，同时也考虑了资产负债表上未列示的企业技术以及人力资源、营销网络、客户群等因素对企业价值的影响，反映了企业各项资产的综合获利能力，对企业未来的预期发展因素产生的影响考虑比较充分。

资产基础法是指在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估方法。资产基础法是从静态的角度确定企业价值，估测资产公平市场价值的角度和途径是间接的，没有考虑企业的未来发展与现金流量的折现值，也没有考虑到其他未记入财务报表的因素，其评估结果反映的是企业基于现有资产的重置价值。

收益法侧重企业未来的收益，是在评估假设前提的基础上做出的，立足于判断资产获利能力的角度，评估对象预期收益资本化或折现，以评价评估对象的价值，体现收益预测的思路。而资产基础法侧重企业形成的历史和现实，评价资产价值的角度和途径是间接的，在进行企业价值评估时无法反映评估对象的综合获利能力和综合价值效应。因方法侧重点的本质不同，造成评估结论的差异性。

匡时国际作为一家文物艺术品拍卖公司，具有专业的专家队伍、收藏领域实力雄厚的高端客户与广泛的人脉资源、业内知名的拍卖品牌等核心竞争优势，未来盈利能力将持续增强，采用收益法评估匡时国际价值，合理反映了匡时国际未来预期收益的现时价值。因此，选择收益法评估结果为匡时国际的价值参考依据。

（三）评估师核查意见

经核查，评估师认为：匡时国际收益法预估增值率较高是基于匡时国际未来的业务快速的的增长，其估值具有合理性。收益法本次预估不仅考虑了账面反映的有形资产的价值也考虑了账面未反映的专业的专家队伍、收藏领域实力雄厚的高

端客户与广泛的人脉资源、业内知名的拍卖品牌等核心竞争优势等不可确指的无形资产带来的贡献，收益法与资产基础法的估值差异具有合理性。

12、预案披露，标的资产营业收入 2015 年增长率为 15%，2016 年至 2018 年预测期收入增长率为 30%，后续将逐渐降低并保持平稳。同时，营业利润占营业收入比重 2014 年为 39%，2015 年为 66%，2016 年至 2020 年预测期比例保持在 65%。请补充披露：（1）标的资产预测期收入增长来源，并具体量化分析不同增长来源的收入贡献；（2）结合历史数据，分析预测期标的资产利润率维持 65%这一较高水平的原因及合理性。请财务顾问和评估师意见。

回复：

（一）标的资产预测期收入增长来源，并具体量化分析不同增长来源的收入贡献

匡时国际未来年度预测期内收入的增长将由拍品种类的宽度和业务辐射地区的广度两方面带来：

1、按拍品结构分类收入增长分析

拍品结构分类收入增长分析表

单位：万元

项 目		主营业务收入			其他业务收入	合计
		中国书画	瓷玉杂项	油画及当代艺术		
2015 年	业务收入	18,280.05	2,630.29	1,258.78	1,904.09	24,073.21
2016 年	业务收入	24,426.50	2,907.92	1,744.75	2,188.76	31,267.93
	增长率	33.62%	10.56%	38.61%	14.95%	29.89%
	相比总体增长率	25.53%	1.15%	2.02%	1.18%	29.89%
2017 年	业务收入	31,394.97	3,737.50	2,242.50	2,684.32	40,059.29
	增长率	28.53%	28.53%	28.53%	22.64%	28.12%
	相比总体增长率	22.29%	2.65%	1.59%	1.58%	28.12%
2018 年	业务收入	40,813.46	4,858.75	2,915.25	3,489.61	52,077.07
	增长率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
	相比总体增长率	23.51%	2.80%	1.68%	2.01%	30.00%

注：1、公司预案中披露的营业收入为含税收入。本表中的营业收入为不含税收入。

2、由于营改增政策于 5 月 1 日落地实施，本表中 2016 年的营业收入预测以营业税纳税标准进行测算，2017 年及以后年度以增值税纳税标准进行测算。考虑增值税情况下，主营业务收入=委托方佣金/1.06+买家佣金+其他业务收入/1.06。

3、其他业务收入包含保险费收入、图录费收入及其他收入。

从上表可以看出，匡时国际 2016 年营业收入较 2015 年增长了 29.89%，其中中国书画拍卖佣金收入增长带动匡时国际营业收入增长达 25.53%；2017 年营业收入较 2016 年增长了 28.12%，其中中国书画拍卖佣金收入增长带动匡时国际营业收入增长达 22.29%；2018 年营业收入较 2017 年增长了 30%，其中中国书画拍卖佣金收入增长带动匡时国际营业收入增长达 23.51%。匡时国际未来营业收入增长的主要贡献来源于中国书画拍卖佣金。

中国书画拍卖是匡时国际最具市场竞争力的业务，报告期内实现的佣金收入占其营业收入超过 80%，2016 年至 2018 年，匡时国际仍将继续发挥业务优势，将中国书画拍卖业务继续做大做强。与此同时，在 2016 年及以后年度，匡时国际拟将通过专业的专家团队、广泛的人脉资源等不断吸引客户，持续增加知名书画家特色专场、宫廷书画专场、百年遗墨书法专场、古代书法专场、古代绘画专场等拍卖专场来增加拍卖佣金收入。以 2016 年春拍为例，匡时国际将在 2015 年春拍的基础上增加 5 场中国书画拍卖专场，分别为：“集翠园珍藏金石书法专场”、“大千余泽——张心瑞珍藏张大千及其藏品专场”、“澄道——一粒丹砂·齐白石书画夜场”、“澄道——清代宫廷书画夜场”、“吟月馆藏扇专场”。

除中国书画外，匡时国际在其他拍品领域也不断拓展拍品规模及类别来带动业务的持续增长。以 2016 年春拍为例，瓷玉杂项较 2015 年预计新增的拍卖专场分别为：“天工开物——瓷玉工艺品精品夜场”、“脂蕴香泽——当代玉雕名家作品”、“寻味求真——祺昌号茶叶专场”等。

2、按拍卖地区分类收入增长分析

拍卖地区分类收入增长分析表

单位：万元

年度	项 目	北京	上海	香港	杭州	合计
2015 年	业务收入	24,073.21				24,073.21
2016 年	业务收入	31,267.93				31,267.93
	增长率	29.89%				29.89%
	相比总体增长率	29.89%				29.89%
2017 年	业务收入	33,805.69	3,126.79	3,126.79		40,059.28
	增长率	8.12%				28.12%
	相比总体增长率	8.12%	10.00%	10.00%		28.12%
2018 年	业务收入	37,387.69	4,674.56	6,008.89	4,005.93	52,077.07
	增长率	10.60%	49.50%	92.17%		30.00%
	相比总体增长率	8.95%	3.86%	7.19%	10.00%	30.00%

根据商务部流通业发展司、文化部文化市场司、国家文物局博物馆与社会文物司（科技司）及中国拍卖行业协会发布的《2014年中国文物艺术品拍卖市场统计年报》，北京作为中国大陆政治经济文化中心，2014年文物艺术品拍卖成交额197.90亿元，占全国市场成交额的62.73%。匡时国际将在未来继续发挥在北京区域的竞争优势，将业务做大做强。与此同时，匡时国际将在2016年后持续增加北京区域的拍卖专场，特别是增设名家书画的专场来带动业务的持续增长。以2016年春拍为例，预计将匡时国际新增的拍卖专场达9场之多。这些专场拍品具有较大的针对性，切合特定竞买人的需求，能够显著提升匡时国际北京地区业务的增长。

根据《2014 年中国文物艺术品拍卖市场统计年报》，国内长三角地区 2014 年的成交额为 80.03 亿元，其中上海地区成交额为 44.83 亿元。以目前匡时国际的市场竞争力和品牌优势以及在国内市场的影响力，2017 年预计通过上海地区带来 10%的收入增长。

根据中国拍卖行业协会与 artnet 发布的《2014 年中国文物艺术品全球拍卖统计年报》，香港的拍卖市场繁荣与中国大陆地区经济关系紧密，其中国文物艺术品 2014 年成交总额达 16.5 亿美元（105.9 亿元人民币），占亚洲市场（除中国大陆地区）的 91.5%。另外，根据保利文化 2015 年年报，其 2015 年在香港市场累计实现拍卖成交额约港币 20.8 亿，较 2014 年增长 5%。根据中国嘉德的官方网站显示，其在香港举行的拍卖会成交额占其 2015 年的成交额约为 8%。按目前香港市场的规模、同行业公司在香港的业绩表现和匡时国际的市场开拓力度，通过香港地区拍卖业务的开拓，将在 2017 年及以后年度为匡时国际带来 10%的收入增长。

根据《2014 年中国文物艺术品拍卖市场统计年报》，杭州地区 2014 年文物艺术品拍卖成交额约为 301,711.74 万元，位居全国第三，截至 2015 年 5 月 15 日实收买卖双方佣金款 28,387.44 万元。考虑未来该地区市场的增长，以目前匡时国际国内市场竞争力和市场份额的情况，2018 年及以后年度，杭州地区的拍卖业务将为匡时国际带来 10%的收入增长。

（二）结合历史数据，分析预测期标的资产利润率维持 65%这一较高水平的原因及合理性

匡时国际营业收入来源于拍卖佣金收入，其拍卖费用支出主要包括征集、场地租赁、图录、展示、设计、广告宣传、展示、接待等支出。其中部分支出可以在不影响持续经营和保持持续竞争力的情况下进行缩减。

拍卖行业具有较为明显的规模效应。以场地为例，因拍卖会及预展场地一般按日租用，若拍卖规模的上升幅度在一定范围内，拍卖天数仍然不会发生变化，场地租赁费用也不会上升。另外，预展现场布置可以更为紧凑以容纳增加的拍品。再如图录费，虽然拍品数量上升后图录页数增加，但是花费较大的快递费、前期制作费和硬板纸封面费用并不会因此而同比增加。

匡时国际在 2015 年对于主要的几大费用支出项目制定了细致、可行的缩减目标。费用控制措施主要包括：控制场地租赁面积的不必要铺装；通过事前更精准的预估减少不必要的图录印刷数量，并将多个专场的图录合并装订，控制印刷图录纸张的选择；在不影响拍品正常保管运输的前提下节省不必要的支出；在布展搭建中防止不必要的浪费等。例如，2014 年的预展和拍卖期间，匡时国际租下了整个国际饭店会议中心三层楼，而 2015 年在预展中，匡时国际仅租两层，拍卖期间仅租一层，从而减少不必要的租金支出，只此一项便减少了约 530 万元支出。又如，在图录费方面，匡时国际 2015 年减少了不必要的图录印刷数量，减少了单行本的印刷，将多个专场合订成一本印刷，在不影响图录质量的前提下选择相对便宜的印刷纸张，合计降低了约 500 万元支出。另外在布展搭建、拍品的保管运输、房屋租赁等很多项目上都缩减了开支。

匡时国际 2015 年度费用控制是为减少不必要的铺张浪费，在不影响业务正常运营及持续竞争力的情况下适当减少了部分不必要的费用支出。同时该等费用控制措施具有可持续性，并将在 2016 年及以后年度持续执行。随着未来匡时国际区域市场的拓展及各类拍卖品收入的提升，其规模效益将体现的更加明显。

因此匡时国际利润率维持 65%这一较高水平是合理的。

（三）评估师核查意见

经核查，评估师认为：匡时国际 2015 年的费用控制措施具有可持续性，并将在 2016 年及以后年度持续执行，预测期匡时国际营业利润率维持 65%具备合理性。