

中泰证券股份有限公司
关于
石家庄通合电子科技股份有限公司
关于上市公司并购重组审核委员会
2018 年第 69 次会议审核意见回复之
核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2018 年 12 月 19 日发布的《并购重组委 2018 年第 69 次会议审核结果公告》，石家庄通合电子科技股份有限公司（以下简称“通合科技”、“上市公司”）发行股份购买资产获有条件通过，审核意见为：“请申请人结合标的资产经营历史和实际情况，进一步披露经营性现金流预测的依据及合理性，请独立财务顾问及评估师核查并发表明确意见。请石家庄通合电子科技股份有限公司逐项予以落实，并在 10 个工作日内将有关补充材料及修改后的报告书报送上市公司监管部。”

上市公司会同中泰证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）和中联资产评估集团有限公司（以下简称“评估师”），本着勤勉尽责、诚实守信的原则，就并购重组委员会审核意见进行了认真核查。相关内容已在重组报告书中进行补充披露，现就并购重组委员会审核意见作出书面回复如下文。

如无特殊说明，本核查意见采用的释义与重组报告书一致。本核查意见所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，指合并报表口径的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。本核查意见中部分合计数与各明细数直接相加之和在尾数上如有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

请申请人结合标的资产经营历史和实际情况，进一步披露经营性现金流预测的依据及合理性，请独立财务顾问及评估师核查并发表明确意见。

回复说明

一、标的公司历史期经营情况和现金流情况分析

（一）报告期标的资产经营业绩及经营活动现金流量情况

标的资产报告期经营业绩及经营活动现金流量情况如下：

单位：万元

项目	2018 年 1-6 月	2017 年度	2016 年度
营业收入	3,232.65	4,641.43	4,412.47
营业成本	1,193.78	1,685.34	2,110.28
营业利润	229.71	605.06	421.41
利润总额	229.71	605.06	421.41
净利润	224.19	545.33	397.16
经营活动现金流入小计	985.78	3,032.53	3,008.49
经营活动现金流出小计	2,325.69	3,753.79	3,554.30
经营活动产生的现金流量净额	-1,339.91	-721.25	-545.82

报告期内，标的资产营业收入分别为 4,412.47 万元、4,641.43 万元和 3,232.65 万元，净利润分别为 397.16 万元、545.33 万元和 224.19 万元，标的资产近两年的业绩呈增长趋势，且 2018 年上半年收入实现了大幅增长。但标的资产报告期内经营活动现金流量净额分别为-545.82 万元、-721.25 万元和-1,339.91 万元，与同期净利润相比具有一定差异。

（二）报告期内标的资产经营活动产生的现金流量净额为负数的原因及合理性

报告期内，标的公司经营活动现金流情况如下：

单位：元

项目	2018 年 1-6 月	2017 年度	2016 年度
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	9,825,024.83	20,477,522.70	30,079,943.00
收到的税费返还	-	251,482.21	-

项目	2018 年 1-6 月	2017 年度	2016 年度
收到其他与经营活动有关的现金	32,741.64	9,596,316.70	4,917.17
经营活动现金流入小计	9,857,766.47	30,325,321.61	30,084,860.17
购买商品、接受劳务支付的现金	6,671,465.06	7,590,654.93	4,657,449.11
支付给职工以及为职工支付的现金	5,229,880.31	14,102,910.60	11,949,869.72
支付的各项税费	6,139,060.46	4,895,928.38	7,197,461.00
支付其他与经营活动有关的现金	5,216,470.94	10,948,363.34	11,738,231.42
经营活动现金流出小计	23,256,876.77	37,537,857.25	35,543,011.25
经营活动产生的现金流量净额	-13,399,110.30	-7,212,535.64	-5,458,151.08

报告期内，标的资产经营活动产生的现金流量净额为负数，主要原因包括：应收账款快速增长导致现金流流入不及时、原材料和部件采购支出增长和回款的季节性特点等因素。

1、应收账款快速增长导致现金流入不及时

（1）营业收入大幅增长

报告期内，标的资产的营业收入分别为 4,412.47 万元、4,641.43 万元和 3,232.65 万元，业绩呈增长趋势。2018 年上半年，标的公司销售收入 3,232.65 万元，较 2017 年上半年的 1,534.51 万元（数据未经审计）销售收入实现了大幅增长，增长率为 110.66%。营业收入快速增加，但回款由于账期较长，未能及时回流导致各期收款金额不及销售收入增加。

（2）应收账款回收周期长

标的资产主要产品为军工定制电源，在客户提出采购意向后，标的资产根据其技术要求进行产品研发，在产品方案获得客户认可后，根据客户实际需求情况签订具体订单，订单签订后组织备货生产，生产完成交付到指定地点。标的资产在产品发出且经客户签收确认后，确认销售收入，产品签收后到收回全部商品款期间形成应收账款。

目前标的资产主要通过配套厂和整机厂向军方供应产品，军工电源产品要经过 3-4 级配套厂商和整机厂，最终应用于军方。然后军方支付款项后，再经过从上到下多级厂商的支付，最终支付给各配套企业。尽管应收账款收回风险较低，但从标的公司交付签收产品、确认收入到最终获得款项的时间和流程较长，这是标的公司应收账款不断增长和回款期较长的主要原因。

2、原材料采购支出大幅增加

标的资产部分元器件采购是根据客户指定要求采购，该类供应商对付款要求较高，由于应付账款周转天数短于应收账款，因此随着销售规模增长，需要支付的采购相关款项相应增加，标的资产所需支出的现金流早于销售规模增加带来的现金流入。

3、回款具有一定季节性特点

报告期内，标的公司上半年回款金额一般较低，具有一定季节性。2016 年上半年和 2017 年上半年标的公司回款金额分别占全年回款额的 28.56%和 28.20%。因此，标的公司 2018 年上半年销售商品、提供劳务收到的现金金额相对较低与回款季节性有一定关系。

二、经营性现金流预测依据及合理性

（一）预测期经营现金流情况

本次评估中对未来收益的估算，主要是通过对评估对象财务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、未来市场的发展等综合情况作出的一种专业判断。估算时不考虑营业外收支、补贴收入以及其它非经常性经营等所产生的损益。下表给出了评估对象未来经营期内的营业收入以及净现金流量的预测结果。

单位：万元

项目/年度	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
收入	5,686.19	8,816.77	11,466.82	14,077.90	16,760.40	16,760.40
成本	2,086.93	3,255.45	4,250.09	5,211.11	6,206.63	6,206.63
税金及附加	90.60	139.44	181.26	222.46	264.79	264.79
销售费用	666.41	956.92	1,084.91	1,212.33	1,343.72	1,343.72
管理费用	1,314.49	1,441.83	2,018.95	2,520.53	3,058.63	3,058.63
财务费用	130.04	184.01	193.01	201.87	210.97	210.97
营业利润	1,397.71	2,839.12	3,738.61	4,709.60	5,675.67	5,675.67
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-
利润总额	1,397.71	2,839.12	3,738.61	4,709.60	5,675.67	5,675.67

项目/年度	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
减：所得税	119.56	361.91	454.81	570.94	687.78	687.78
净利润	1,278.15	2,477.21	3,283.80	4,138.67	4,987.89	4,987.89
固定资产折旧	106.93	142.57	142.57	142.57	142.57	142.57
摊销	14.93	19.91	19.91	19.91	19.91	19.91
扣税后利息	24.33	32.45	32.45	32.45	32.45	32.45
资产更新	121.86	162.48	162.48	162.48	162.48	162.48
营运资本增加额	778.25	1,463.76	2,682.64	2,635.49	2,710.47	-
资本性支出	-	-	-	-	-	-
净现金流量	524.23	1,045.90	633.61	1,535.62	2,309.86	5,020.34

（二）经营性现金流预测的依据及合理性

1、销售收入预测依据及合理性分析

标的公司预测期销量、销售增长率情况表如下：

项目名称		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入合计（万元）		7,280.46	8,816.77	11,466.82	14,077.90	16,760.40
销售收入增长率		56.86%	21.10%	30.06%	22.77%	19.05%
弹载电源	销售收入（万元）	887.18	917.62	1,238.78	1,610.42	2,093.54
	销量（台）	160	166	225	292	380
	销量增长率	70.21%	4.00%	35.00%	30.00%	30.00%
	单价（万元/台）	5.54	5.51	5.51	5.51	5.51
电源模块	销售收入（万元）	1,067.78	1,379.92	1,862.87	2,421.64	2,785.03
	销量（台）	3,835	4,986	6,731	8,750	10,063
	销量增长率	21.86%	30.01%	35.00%	30.00%	15.01%
	单价（万元/台）	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
其他电源	销售收入（万元）	42.26	54.78	71.21	92.57	111.09
	销量（台）	1,069	1,390	1,807	2,349	2,819
	销量增长率	156.97%	30.03%	30.00%	29.99%	20.01%
	单价（万元/台）	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
智能机箱电源	销售收入（万元）	1,530.85	2,139.77	2,888.10	3,466.24	3,985.91
	销量（台）	1,220	1,647	2,223	2,668	3,068
	销量增长率	33.92%	35.00%	34.97%	20.02%	14.99%
	单价（万元/台）	1.25	1.30	1.30	1.30	1.30
组件电源	销售收入（万元）	3,752.39	4,324.69	5,405.86	6,487.03	7,784.82
	销量（台）	1,821	2,276	2,845	3,414	4,097
	销量增长率	38.80%	24.99%	25.00%	20.00%	20.01%
	单价（万元/台）	2.06	1.90	1.90	1.90	1.90

注：2018 年预测收入=2018 年 1-3 月完成销售收入与预测的 4-12 月销售收入之和。

报告期受到军改等政策因素影响，标的公司 2016 年和 2017 年销售收入分别为 4,412.47 万元、4,641.43 万元，收入相对稳定。从 2018 年以来，公司销售开始大幅增长，根据标的公司 2018 年 1-11 月财务报表（未经审计），2018 年 1-11 月份实现销售收入 6,334.35 万元，完成全年预计销售收入 7,280.46 万元的 87%；合计实现扣非净利润 1,501.07 万元，完成评估预测净利润 1,658.86 万元的 90.49%，完成承诺业绩 1,700.00 万元的 88.30%。

由于标的公司定型产品的价格在后续供货期相对稳定，因此，预测期产品价格主要参照报告期同类型产品平均销售价格确定，预测期内主要产品的价格与报告期不存在重大差异。

预测期内，2018 年主要依据在手订单情况预测具体的产品和销售数量，从 2019 年开始主要依据公司各类产品的订单储备和市场增长情况来预测相应的销售数量和增长比率。

本次销售收入预测综合考虑了标的公司市场销售情况、订单获取情况、行业发展情况等因素确定，预测期 2019 年-2023 年各年销售增长率分别为 21.10%、30.06%、22.77%、19.05%、0.00%，均低于 2018 年增长率水平，符合标的公司自身业务特点和行业发展态势，收入预测具有合理性。

2、成本预测依据及合理性分析

本次预测过程中，标的公司销售成本中工资、社会保险等在报告期水平上按一定的增长比率上升，制造费用、水电费、检测费用等与收入相关的费用按其报告期占销售收入的平均比例确定，折旧等固定成本按报告期的水平预测；预测期单位成本高于报告期。

本次标的公司的营业收入和营业成本预测结果见下表：

单位：万元

项目名称		2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
营业收入合计		5,686.19	8,816.77	11,466.82	14,077.90	16,760.40	16,760.40
营业成本合计		2,086.93	3,255.45	4,250.09	5,211.11	6,206.63	6,206.63
毛利率		63.30%	63.08%	62.94%	62.98%	62.97%	62.97%
弹	收入	709.41	917.62	1,238.78	1,610.42	2,093.54	2,093.54

项目名称		2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
载电源	成本	298.40	387.92	523.69	681.48	886.81	886.81
	毛利率	57.94%	57.73%	57.73%	57.68%	57.64%	57.64%
电源模块	收入（单位：万元）	853.36	1,379.92	1,862.87	2,421.64	2,785.03	2,785.03
	成本（单位：万元）	233.64	379.71	512.60	666.35	766.34	766.34
	毛利率	72.62%	72.48%	72.48%	72.48%	72.48%	72.48%
其他电源	收入（单位：万元）	24.22	54.78	71.21	92.57	111.09	111.09
	成本（单位：万元）	21.98	49.75	64.68	84.08	100.91	100.91
	毛利率	9.26%	9.17%	9.17%	9.17%	9.17%	9.17%
智能机箱电源	收入（单位：万元）	1,268.01	2,139.77	2,888.10	3,466.24	3,985.91	3,985.91
	成本（单位：万元）	603.37	1,018.18	1,374.27	1,649.37	1,896.65	1,896.65
	毛利率	52.42%	52.42%	52.42%	52.42%	52.42%	52.42%
组件电源	收入（单位：万元）	2,831.19	4,324.69	5,405.86	6,487.03	7,784.82	7,784.82
	成本（单位：万元）	929.54	1,419.89	1,774.86	2,129.83	2,555.92	2,555.92
	毛利率	67.17%	67.17%	67.17%	67.17%	67.17%	67.17%

标的公司预测期内毛利率的预计情况如下：

2018 年 4—12 月	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
63.30%	63.08%	62.94%	62.98%	62.97%	62.97%

标的公司 2016 年和 2017 年主营业务毛利率分别为 58.85%和 63.69%，2018 年 1-3 月主营业务毛利率是 65.47%，2018 年 1-6 月主营业务毛利率为 63.07%，预测期毛利率水平略低于 2017 年和 2018 年 1-3 月水平，具备合理性。

从标的公司预测期营业成本和毛利率情况分析，与报告期基本一致，结合标的公司的业务特点和行业发展情况，预测营业成本具有合理性。

3、营业税金及附加预测

本次预测按照应交税金相应的比例计算未来年度的税金及附加，城建税按 7%，教育费附加按 3%，地方教育附加按 2%，预测结果见下表：

单位：万元

项目/年度	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
税金及附加	90.60	139.44	181.26	222.46	264.79	264.79

营业税金及附加预测符合相关规定。

4、期间费用预测依据及合理性分析

(1) 预测期与报告期标的资产期间费用率对比

①报告期标的资产期间费用率情况

单位：万元

项目/年度	报告期		
	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年
收入	3,232.65	4,641.43	4,412.47
销售费用	381.01	850.49	482.97
销售费用率	11.79%	18.32%	10.95%
管理费用	1,173.79	1,286.36	1,206.99
管理费用率	36.31%	27.71%	27.35%
财务费用	133.55	195.27	86.76
财务费用率	4.13%	4.21%	1.97%
期间费用合计	1,688.36	2,332.12	1,776.72
期间费用率	52.23%	50.25%	40.27%

②预测期内标的资产期间费用率

单位：万元

项目/年度	预测期				
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
收入	7,280.46	8,816.77	11,466.82	14,077.90	16,760.40
销售费用	823.61	956.92	1,084.91	1,212.33	1,343.72
销售费用率	11.31%	10.85%	9.46%	8.61%	8.02%
管理费用	2,319.30	1,441.83	2,018.95	2,520.53	3,058.63
管理费用率	31.86%	16.35%	17.61%	17.90%	18.25%
财务费用	197.54	184.01	193.01	201.87	210.97
财务费用率	2.71%	2.09%	1.68%	1.43%	1.26%
期间费用合计	3,340.45	2,582.76	3,296.86	3,934.73	4,613.31
期间费用率	45.88%	29.29%	28.75%	27.95%	27.53%

通过对比分析，标的公司预测期和报告期期间费用率存在一定差异，该类差异最主要的原因是报告期内标的公司受军改影响，销售额相对偏低，但公司持续加大销售拓展和研发投入，再加上销售费用、管理费用中相对固定费用较高，导致整体期间费用率占比较高。未来随着销售收入增加，期间费用率会相应降低。

(2) 报告期和预测期期间费用率差异情况分析

① 报告期和预测期销售费用率情况分析

单位：万元

项目/年度	报告期		
	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年
收入	3,232.65	4,641.43	4,412.47
销售费用	381.01	850.49	482.97
销售费用率	11.79%	18.32%	10.95%

报告期内，尽管 2016 年和 2017 年受到军改政策的影响，标的公司面向部分客户的供货出现延迟，销售收入增长相对较慢，但是这两年公司坚持进行销售投入，尤其是 2017 年，公司进一步加大销售开发力度，导致职工薪酬、办公费、交通差旅费、业务费和招待费较 2016 年大幅增长。由于报告期标的公司持续的销售开发和投入，标的公司客户数量和订单逐渐增加。报告期，同行业可比公司销售费用率情况如下：

项目	公司名称	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年
销售费用占比	新雷能	5.71%	7.02%	7.06%
	宏达电子	13.55%	13.42%	13.19%
	平均值	9.63%	10.22%	10.13%
	霍威电源	11.79%	18.32%	10.95%

通过对比分析可以看出，报告期霍威电源销售费用率高于同行业可比公司，尤其高于新雷能。主要原因一方面是标的公司报告期持续加大销售投入，以获取更多订单，导致报告期销售费用金额偏大；另一方面是标的公司目前销售规模偏低，销售部门固定费用（如人员薪酬、办公费用等）较高，导致占比较高。

评估预测期销售费用情况如下：

单位：万元

项目/年度	预测期
-------	-----

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
收入	7,280.46	8,816.77	11,466.82	14,077.90	16,760.40
销售费用	823.61	956.92	1,084.91	1,212.33	1,343.72
销售费用率	11.31%	10.85%	9.46%	8.61%	8.02%

预测期内，标的公司销售费用中固定费用增加相对较少，主要增加的是人员奖金、运费等变动费用，其中，2018 年全年预计费用率 11.31%，与上半年差异不大，从 2019 年起随着销售收入增加，期间费率会逐步降低，最终降低到 8% 左右，但每年绝对金额都在随着销售收入增加而增加。通过分析同行业上市公司报告期期间费用率可以看出，霍威电源的销售费用率与行业可比公司差异不大，甚至到收入永续期时的销售费用率仍然高于可比公司新雷能。

通过对比标的公司预测期和报告期销售费用率情况分析，预测期销售费用金额相对报告期逐年上涨，但由于销售费用中固定费用增长相对较慢，导致销售费用整体增速低于销售收入增速，进而导致销售费用率稳步下降，但最终预测的销售费用率与同行业公司基本相当，符合公司实际情况。

②报告期和预测期管理费用率情况分析

单位：万元

项目/年度	报告期		
	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年
收入	3,232.65	4,641.43	4,412.47
管理费用	1,173.79	1,286.36	1,206.99
管理费用率	36.31%	27.71%	27.35%

报告期内，霍威电源的管理费用主要包括职工薪酬、研发费用、租赁费、折旧摊销等，上述主要费用中，除研发费用可能会随着研发项目增加有所变动外，其他几类费用目前已基本能够满足未来几年业务发展需要，即不会随着收入增加大幅增加，部分费用如职工薪酬等存在进一步压减的空间。由于报告期内 2016 年和 2017 年霍威电源销售收入相对增加较慢，导致各期管理费用率偏高。与同行业可比公司对比情况如下：

项目	公司名称	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年
管理费用占比	新雷能	25.88%	27.18%	25.09%
	宏达电子	10.85%	11.63%	13.20%
	平均值	18.36%	19.41%	19.14%
	霍威电源	36.31%	27.71%	27.35%

报告期前两年标的公司管理费用率高于行业可比公司平均水平，2018 年 1-6 月管理费用率进一步提升，主要 2018 年 1-6 月股份支付计入管理费用 474 万元影响，扣除该部分影响后，2018 年 1-6 月霍威电源管理费用率为 21.65%，仍然高于行业可比公司平均水平。报告期，标的公司管理费用率高于同行业可比公司主要原因一方面是管理费用中固定费用（包括职工薪酬、租赁费用、折旧摊销）等金额较高，但同期标的公司销售收入较低，导致管理费用率偏高；另一方面，在费用的管控方面，标的公司报告期管理还不到位，还需要进一步提升。

预测期管理费用情况如下：

单位：万元

项目/年度	预测期				
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
收入	7,280.46	8,816.77	11,466.82	14,077.90	16,760.40
管理费用	2,319.30	1,441.83	2,018.95	2,520.53	3,058.63
管理费用率	31.86%	16.35%	17.61%	17.90%	18.25%

注：预测期 2018 年的管理费用是评估师根据评估基准日（2018 年 3 月 31 日）前霍威电源发生的管理费用与 4-12 月预测管理费用相加取得，其中评估预测时，股份支付对应的金额测算使用的是 720 万元，因此，扣除该部分影响后的 2018 年管理费用为 1,599.30 万元。

预测期内，2018 年管理费用合计 2,319.30 万元，扣除股份支付后金额为 1,599.30 万元，对应管理费用率为 21.97%，与报告期 2016 年和 2017 年相比下降约 5 个百分点，主要原因一方面是随着销售收入增加（当年预测销售收入增长 56.86%），管理费用中固定费用部分没有同步增加，进而导致管理费用率下降，上半年已经下降到 21.65%；另一方面，是霍威电源进一步加强内部费用管控，实现了管理费用率下降。

未来随着霍威电源预算管理、费用管控措施的不断执行和强化，通过对管理人员的优化和提升，实现减员增效的效果，进而在保障收入增长的同时，控制管理费用的增长，预计 2019 年标的公司的管理费用将在 2018 年基础上进一步下降 5 个百分点左右。主要有三方面原因：（1）标的公司研发费中部分元器件筛选工作从 2019 年开始主要由标的公司自行实施，不需要再通过外部单位解决；（2）加强产品质量控制，增加过程检测。为进一步提高生产产品的质量，标的公司于 2019 年开始从质量管理部调整部分人员到生产条线，加强产品生产过程中的质量

控制，即生产过程检验；（3）公司近几年进行了大量项目研发，几个重点预研项目集中在 2018 年转为科研阶段项目，标的公司对研发人员进行了一次性额外奖励导致研发人员奖金较高，预计 2019 年该部分奖金将下降。以上三方面原因导致预计 2019 年管理费用下降约 140 万元。因此，预计 2019 年管理费用率下降 5 个百分点，具有合理性。

从 2020 年开始，随着收入规模增长，考虑对人员、研发投入等方面需求和投入增加的因素，霍威电源管理费用相应增加，管理费用率比例也有所提升。整体来看，管理费用率预测符合霍威电源实际情况。

因此，霍威电源预测期管理费用率相比于同行业可比公司基本一致，相比于自身报告期存在一定差异，主要原因一方面是报告期内销售收入规模偏小，固定管理费用金额占比较高；另一方面是报告期内标的资产对管理费用的管控相对薄弱。

③报告期和预测期财务费用率情况分析

单位：万元

项目/年度	报告期		
	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年
收入	3,232.65	4,641.43	4,412.47
财务费用	133.55	195.27	86.76
财务费用率	4.13%	4.21%	1.97%

报告期，受到客户回款较慢影响，标的公司需要对外融资，尤其是 2017 年以来融资金额相对较大，财务费用相对较高。对比同行业上市公司情况如下：

项目	公司名称	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年
财务费用占比	新雷能	1.27%	-0.11%	1.10%
	宏达电子	-2.35%	-0.68%	-1.01%
	平均值	-0.54%	-0.40%	0.04%
	霍威电源	4.13%	4.21%	1.97%

通过对比同行业公司分析可以看出，霍威电源由于自身规模较小，融资成本较高，财务费用负担较重，而同行业可比上市公司基本无融资压力，财务费用率甚至出现负值。在这一点上就产生了 4-5 个百分点的期间费用率差异。

预测期标的公司财务费用率情况如下：

单位：万元

项目/年度	预测期				
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
收入	7,280.46	8,816.77	11,466.82	14,077.90	16,760.40
财务费用	197.54	184.01	193.01	201.87	210.97
财务费用率	2.71%	2.09%	1.68%	1.43%	1.26%

未来随着霍威电源业务的逐步扩张，自身的规模和信用将逐渐增强，有利于降低融资成本和财务费用。因此，预测期的财务费用率相对报告期偏低，但仍高于同行业可比公司，符合谨慎性原则。

综合分析标的公司预测期期间费用情况，预测期内标的资产期间费用率与报告期内相比具有一定差异，主要是因为报告期期间费用率偏高，而预测期标的公司随着收入规模扩张和加强内部管控，期间费用率会相应降低，上述情况符合标的公司实际情况，具有合理性。

5、固定资产折旧、摊销预测依据及合理性

①折旧预测

评估对象的固定资产主要包括机器设备和办公设备等。固定资产按取得时的实际成本计价。本次评估中，按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日经审计的固定资产账面原值、预计使用期限、加权折旧率等为基础，同时考虑未来新增固定资产的折旧，估算未来经营期的折旧额。

②摊销预测

截至评估基准日，被评估单位经审计的无形资产和长期待摊费用账面余额为 114.47 万元。本次评估按照企业的目前无形资产情况以及无形资产摊销政策估算未来各年度的摊销额。

本次对标的公司预测期固定资产折旧、无形资产和长期待摊费用摊销依据评估基准日相关资产账面价值和标的公司会计政策和估计确定，具有合理性。

6、营运资本增加额预测依据及合理性

为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收账款）等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信

用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收账款和其他应付账款核算的内容绝大多为与主业无关或暂时性的往来，需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性个别确定。因此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、应收款项、存货和应付款项等主要因素。本报告所定义的营运资金增加额为：

$$\text{营运资金增加额} = \text{当期营运资金} - \text{上期营运资金}$$

$$\text{其中，营运资金} = \text{现金} + \text{应收款项} + \text{存货} - \text{预收账款} - \text{应付款项}$$

$$\text{应收款项} = \text{营业收入总额} / \text{应收款项周转率}$$

应收款项主要包括应收账款、应收票据以及与经营业务相关的其他应收账款等诸项。

$$\text{存货} = \text{营业成本总额} / \text{存货周转率}$$

$$\text{预收账款} = \text{营业收入总额} / \text{预收账款周转率}$$

$$\text{应付款项} = \text{营业成本总额} / \text{应付账款周转率}$$

其中，应付款项主要包括应付账款、应付票据、预收账款以及与经营业务相关的其他应付账款等诸项。

根据对企业历史资产与业务经营收入和成本费用的统计分析以及未来经营期内各年度收入与成本估算的情况，计算得到标的公司 2016 年、2017 年及 2018 年 1-3 月各项资产周转率情况如下：

各年资产周转率情况表

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	平均水平	预测期
存货周转率	1.49	1.00	1.20	1.23	1.20
存货周转天数	244.45	365.79	304.11	304.79	299.99
应收款项周转率	1.30	1.05	1.16	1.17	1.06
应收款项周转天数	280.48	348.68	313.49	314.22	340.01
应付款项周转率	1.24	0.60	0.65	0.83	1.25
应付款项周转天数	293.92	610.08	562.03	488.67	287.73
应付账款周转率	3.24	2.05	2.70	2.66	/
应付账款周转天数	112.64	177.93	135.38	141.99	/

(1) 存货周转率和存货周转天数预测取值合理性分析

评估预测的历史经营期中，2016 年、2017 年和 2018 年 1-3 月存货周转率分别为 1.49、1.00 和 1.20，三期平均值为 1.23，考虑到 2017 年由于当年年底有备货导致存货周转率有一定下滑，2018 年一季度已经恢复到正常水平，从谨慎性出发并结合标的公司实际情况，选择了 1.20（同一季度相同）作为预测期存货周转率。存货周转天数根据相应比率测算。根据标的公司 2018 年 1-6 月财务数据计算的存货周转率为 1.26，也验证了预测选用的 1.20 的合理性。

（2）应收款项周转率和应收款项周转天数预测取值合理性分析

评估预测的历史经营期中，2016 年、2017 年和 2018 年 1-3 月应收款项周转率分别为 1.30、1.05 和 1.16，三期平均值为 1.17，从谨慎性出发，结合标的公司报告期应收账款快速增长的情况，评估预测时选取了 1.06 作为应收款项周转率，低于三期平均水平。根据标的公司 2018 年 1-6 月财务数据计算的应收款项周转率为 1.08，也验证了预测选用的 1.06 的合理性。应收账款周转天数根据选取的比率进行测算。

（3）应付款项周转率和应付款项周转天数预测取值合理性分析

评估预测的历史经营期中，2016 年、2017 年和 2018 年 1-3 月应付款项周转率分别为 1.24、0.60 和 0.65，三期平均值为 0.83。

2017 年标的资产应付款项周转率较低主要原因是 2017 年 8 月标的资产与北京科锐配电自动化股份有限公司（以下“北京科锐”）签订《投资框架协议》，北京科锐意向收购标的资产股权。截至 2017 年末，标的公司应付款项包含已收到的北京科锐意向收购定金 1,350.00 万元，导致当期期末标的公司的应付款项大幅增加，应付款项周转率下降。双方后于 2018 年 2 月解除相关投资协议。

2018 年 1-3 月标的资产应付款项周转率较低主要原因是 2018 年 3 月标的资产与通合科技签订《投资框架协议》，通合科技拟收购标的资产 100% 股权。截至 2018 年 3 月 31 日，标的公司应付款项包含已收到的通合科技意向收购定金 2,500.00 万元，导致当期期末标的公司的应付款项大幅增加，应付款项周转率下降。

若剔除上述两项因素，评估预测的历史经营期中，2016 年、2017 年和 2018 年 1-3 月应付款项周转率分别为 1.24、0.81 和 1.58，三期平均值为 1.21。本次评估师预测选取 1.25 作为应付款项周转率，高于三期平均值，符合谨慎性原则。

根据标的公司 2018 年 1-6 月财务数据计算的应付款项周转率（剔除通合科技意向收购定金）为 1.31，也验证了预测选用的 1.25 的合理性。应付款项周转天数根据选取的比率进行测算。

7、净现金流量预测的其他考虑因素

标的资产 2016 年至 2018 年 1-6 月经营活动产生的现金流量净额分别为 -545.82 万元、-721.25 万元和 -1,339.91 万元。报告期内，标的资产经营活动现金流量净额为负数主要是由应收账款快速增加所致，这一原因既有军工行业整体回款慢的影响，也有标的公司自身业务特点影响。2018 年 1-6 月经营活动现金流量金额为 -1,339.91 万元，除与上述原因相关外，还与回款的季节性有关系。针对应收账款回款问题，标的公司拟采取如下措施加快回款进度：

（1）充分利用国家政策利好，加大催款力度

当前经济形势错综复杂，民营企业资金问题较为突出。李克强总理在 2018 年 11 月 9 日的国务院常务会议上要求“要抓紧开展专项清欠行动，切实解决政府部门和国有大企业拖欠民营企业账款问题。”李克强总理要求开展专项清欠行动：一是凡有此类问题的都要建立台账，对欠款“限时清零”；二是严禁发生新的欠款。“严重拖欠的要列入失信‘黑名单’，严厉惩戒问责。对地方、部门拖欠不还的，中央财政要采取扣转其在国库存款或相应减少转移支付等措施清欠。”

标的资产将把握“抓紧解决政府部门和国有企业拖欠民营企业账款问题”的政策导向，关注中央企业和国有企业等客户形成的应收账款，加大催款力度，加快现金流回笼。

（2）利用软件产品增值税即征即退政策，回笼现金流

标的资产于 2018 年 7 月取得国家税务总局西安雁塔区《税务事项通知书》（增值税即征即退备案通知书）（雁税税通[2018] 4879 号），获得关于软件产品增值税即征即退申请的批复，自 2018 年 7 月 1 日起享受软件产品增值税即征即退的优惠政策。霍威电源可利用软件产品增值税即征即退政策，取得税收返还，回笼现金流。（因上述退税批准日期在出具评估报告后，评估预测时未考虑该事项对评估结果的影响）

（3）加大产品开发力度，实现产品扩充，提高配套层级，加快回款

标的资产未来计划增加研发投入，加大产品开发力度，在销售现有部件级产

品的同时，逐步实现产品扩充，增加综合配电系统和伺服系统等系统级产品。标的资产将由主要提供军品部件的供应商发展为可同时提供军品部件和系统级产品等多种产品的供应商。

现有的部件级产品客户主要为研究所级单位和企业客户，这类客户一般需要经过上级多层军工企业拨款或自筹经费的方式支付货款，未来提供的系统级产品的客户主要为研究院级单位或总体单位，这类客户通过直接取得国家财政或军方拨款的方式进行采购或提供科研经费。因此，扩充的系统级产品较之部件级产品的客户，与最终军工企业用户之间的层级更少，中间经历的回款链条更短，因此标的资产整体销售回款周期将大大缩短，从而利于加快应收账款周转速度，改善现金流。

（4）增加客户粘性，加大回款力度

标的资产通过采取以下具体措施增加客户粘性，进而加大回款力度，从而改进现金流：①提高公司产品质量，吸引客户长期购买；②提升产品的维修、安装和配送等服务质量，提高客户满意度；③加强培训，提升销售人员的专业程度，提升客户体验；④与客户进行深层沟通，挖掘并满足客户对产品的更多定制化需求；⑤对客户进行定期回访工作，收集客户反馈意见，及时优化产品并提升客户服务质量。

标的公司拟采取的上述措施有利于改善标的公司未来期间的现金流情况。

三、补充披露

上述内容已在重组报告书（修订稿）“第六节 交易标的评估情况”之“一、标的股权评估概述”之“（六）经营性现金流预测的依据及合理性”中进行补充披露。

四、核查意见

经核查，独立财务顾问认为：评估师在对标的公司的经营性现金流预测过程中，考虑了标的资产经营历史和实际情况，经营性现金流预测具备合理性。

（本页无正文，为《中泰证券股份有限公司关于石家庄通合电子科技股份有限公司关于上市公司并购重组审核委员会 2018 年第 69 次会议审核意见回复之核查意见》之签字盖章页）

财务顾问主办人：_____

张开军

庞子航

法定代表人：_____

李 玮

中泰证券股份有限公司

年 月 日