

中联资产评估集团有限公司

关于中国证券监督管理委员会[161416]号《中国证监会行政许可项目  
审查一次反馈意见通知书》资产评估相关问题的答复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于 2016 年 7 月 15 日下发的中国证券监督管理委员会 [161416]号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的要求，中联评估项目组对反馈意见进行了认真核查，并就资产评估相关问题出具了本核查意见。现将具体情况汇报如下：

问题 11、申请材料显示，建金投资在 2015 年 8 月将其所持有的华日升 35.5%股权、12.5%股权分别转让给沿海基金、万载率然，股份转让价格分别为 14,200 万元、5000 万元，对应华日升估值为 4 亿元，2015 年 11 月，华日升进行存续分立。本次交易以 2015 年 12 月 31 日作为评估基准日，评估值为 69,418.61 万元。请你公司结合 2015 年 11 月华日升分立的具体情况，补充披露沿海基金、万载率然所持华日升股权在本次交易中较 2015 年 8 月股权受让价格增值 73.54% 的原因以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、反馈意见回复

（一）两次交易和分立的基本情况

1、2015 年 8 月华日升股权转让情况

2015 年 8 月，建金投资分别与沿海基金、万载率然签订《股权

转让协议》，建金投资将其所持有华日升 35.50%、12.50%的股权分别转让给沿海基金和万载率然。该股权转让背景主要是由于实际控制人受资金流的限制，将其控制的建金投资持有的标的公司部分股权分别转让给沿海基金、万载率然，以解决资金周转需要，具体转让情况如下：

| 时间      | 转让方  | 受让方  | 转让比例   | 转让股份<br>(万股) | 转让价格<br>(万元) | 转让价格(元/股) |
|---------|------|------|--------|--------------|--------------|-----------|
| 2015.08 | 建金投资 | 沿海基金 | 35.50% | 3,550        | 14,200       | 4         |
| 2015.08 | 建金投资 | 万载率然 | 12.50% | 1,250        | 5,000        | 4         |

## 2、华日升存续分立概况

华日升通过分立的方式,将与反光材料及反光制品业务无关的资产及相关负债、人员剥离至新成立的建金科技。存续的华日升主营反光材料及反光制品的研发、生产及销售。华日升分立情况请详见“问题 10”反馈。

### (二)沿海基金、万载率然受让华日升股权交易作价与本次交易存在差异的原因及合理性的说明

#### 1、两次交易作价的背景和定价基础不同

2015 年 8 月实际控制人将建金投资持有的标的公司部分股权分别转让给沿海基金、万载率然。本次股权转让是出于实际控制人解决家族产业资金周转需求。近几年，实际控制人将华日升作为融资平台为家族产业发展进行融资，产生了股东占款问题。沿海基金、万载率然作为资金支持的提供方，受让建金投资持有的标的公司的 48%股权，为实际控制人解决历史原因导致的关联占款问题，帮助了华日升进行公司规范，推动分立的顺利进行，促进了本次交易。本次股权转让完成后，控制权不发生转移。

本次交易系苏大维格以产业整合为目的，希望通过本次并购进入反光材料领域。本次重大资产重组完成后，苏大维格将通过一系列整

合措施，充分发挥与华日升的协同效应，进一步提升苏大维格的核心竞争力，增强华日升的盈利能力，进而实现上市公司及股东利益的最大化。本次交易完成后，华日升成为苏大维格的全资子公司，其实际控制人发生变化。本次交易综合考虑了控制权溢价。

## **2、两次交易的资产和定价依据不同**

2015 年 8 月建金投资转让股权时，由于华日升存在控股股东对公司资金占用的情况，为规范华日升经营，需要解决资金占用问题，在未能快速确定其他资金支持方的情况下，沿海基金、万载率然可及时提供相关资金支持；出于投资谨慎性的考虑，交易双方依据华日升分立前的公司情况，同时考虑各自需求与风险，通过协商确定交易价格。

本次交易是以 2015 年 12 月 31 日作为评估基准日对华日升进行评估作价，此华日升是分立后存续公司，全部为盈利能力较强的资产，评估机构在综合考虑标的公司行业地位、技术优势、企业品牌、客户资源、营销网络、客户关系等资源价值的情况下，采用收益法评估得出标的公司 100%股权的评估值。故该评估值较 2015 年 8 月转让时交易各方协商确定的标的公司整体估值增幅较大。

## **3、两次交易方式和承担风险义务不同**

### **（1）2015 年 8 月交易方式与承担风险义务情况**

2015 年 8 月沿海基金、万载率然受让华日升的股权时，华日升尚未进行分立，其承担的风险除包含存续的与反光材料等主营业务资产经营风险外，还包含已分立至新设公司资产经营风险（该资产盈利能力请详见“问题 10”）。因此，2015 年 8 月华日升的整体估值存在一定的风险折价。

同时，该次股权转让全部以现金作为交易对价，转让完成后，受

让方并不因此次股权转让承担额外的义务。

## **(2) 本次交易方式和承担风险义务情况**

本次交易中，支付对价中 60%采用股份支付，且股份设定了锁定期限，因此本次估值存在一定的流动性溢价。

本次交易，上市公司收购的华日升资产全部为与反光材料相关的主营业务资产，并且全部股东承担了充分的业绩对赌和补偿承诺，华日升全体股东的自身投资风险较大，但充分保障了中小股东的利益。本次交易华日升全体股东承诺，如华日升实际净利润低于承诺金额，则其所有股东按照《购买资产暨业绩补偿协议》约定负责向上市公司进行补偿。在利润补偿期限届满时，上市公司年报审计机构将对标的公司进行减值测试，并出具专项审核意见。如果标的公司期末减值额大于利润补偿期内补偿责任人已经支付的补偿额，则补偿责任人还需根据上述协议约定另行补偿。因此本次交易价格也体现了盈利承诺的溢价。

综上所述，沿海基金、万载率然入股与本次交易都是基于华日升的历史业绩和未来发展，但两次交易在股权作价基础、收购股权比例方面、交易对赌方面、资产质量等方面均存在不同，使得沿海基金、万载率然所持华日升股权在本次交易中较 2015 年 8 月股权受让价格增值较多。

## **二、补充披露情况**

上述相关披露内容已在重组报告书“第四章交易标的基本情况”之“九、华日升最近三年股权转让、增资及资产评估情况”之“（四）最近三年股权转让与本次交易作价的差异说明”中进行补充披露。

## **三、中介机构核查意见**

经核查，评估师认为：2015 年 8 月的股权转让与本次交易作价

的差异是由于两者在交易背景、作价基础、交易方式、承担的风险义务以及交易时点企业经营状况等方面存在明显的不同，因此，沿海基金、万载率然所持华日升股权在本次交易中增值较多具有合理性。

问题 12、申请材料显示，2011 年 3 月，上海博网以 4,000 万元对华日升进行增资，占增资完成后华日升股权比例 10%。2011 年 10 月，常州市常通反光材料厂将其持有的华日升 45.90%股权转让给建金投资，转让对价为 7,716.80 万元。请你公司补充披露：1) 上述增资、股权转让的背景。2) 上述股权转让作价与 2011 年 3 月增资价格的差异情况，并说明差异的原因以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

#### 一、反馈意见回复

##### (一) 2011 年 3 月增资和 2011 年 10 月股权转让的背景

##### 1、2011 年 3 月上海博网增资入股背景

华日升确立上市目标后，作为家族企业，为改善公司法人治理结构，及为企业的快速发展提供必要的资金支持，引入新的投资人，经与市场上多家潜在投资者进行了接触，并反复比较和竞争性谈判，最后选定上海博网作为投资人。

##### 2、2011 年 10 月股权转让背景

华日升原股东常州市常通反光材料厂为实际控制人陆亚建成立的个人独资企业，其性质上属于个体工商户，按照中国证券登记结算有限公司的要求，其当时不能作为上市公司的股东，上市后无法在中国证券登记结算有限公司完成注册登记，为了符合上市要求，故将常州市常通反光材料厂持有华日升的股份转让给实际控制人控制的公司制企业建金投资。

## **（二）2011 年 3 月增资价格与 2011 年 10 月股权转让作价的差异原因及合理性**

2011 年 3 月上海博网的增资华日升，主要是基于上海博网看好华日升后续发展，华日升作为国内反光材料行业的领军企业之一。其当时 2008 年和 2009 年连续两年被福布斯评为最具发展潜力的中小企业。上海博网的增资行为属于市场行为，其增资价格系交易各方在谈判时，基于私募股权投资的惯常作价方式，参照入股时预计华日升可实现的年度净利润为基础协商确定，该价格经充分沟通、商谈确定，具有合理性。

2011 年 10 月，常州市常通反光材料厂将其持有华日升的股份全部转让给建金投资，是为了符合上市条件，在实际控制人控制的企业之间的转让，其行为不是市场化的股权转让行为。该次股权转让价格是以 2011 年 10 月 31 日经审定的华日升有限净资产为依据，其 45.90% 股权对应的价值作为转让对价。根据上海众华沪银会计师事务所出具的沪众会字（2011）第 5044 号《审计报告》，本次转让对价为 7,716.80 万元。

综上，2011 年 3 月的增资价格和 2011 年 10 月的股权转让价格差异系交易对方、交易背景和目的不同形成的，2011 年 10 月的股权转让是为了符合上市后的相关规定，实际控制人在其实际控制的企业之前的股权转让，不是市场化的股权转让行为，交易价格存在差异具有合理性。

### **二、补充披露情况**

上述相关披露内容已在重组报告书“第四章交易标的基本情况”之“二、历史沿革”中补充披露。

### **三、中介机构核查意见**

经核查，评估师认为：2011年3月的增资价格和2011年10月的股权转让价格差异系交易对方、交易背景和目的不同造成的，2011年10月的股权转让是为了符合上市后的相关规定，实际控制人在其控制的企业之间的股权转让，不是市场化的股权转让行为，交易价格存在差异具有合理性。

问题 18、申请材料显示，华日升部分土地使用权、房屋所有权已抵押。请你公司补充披露：1）相关抵押担保形成的原因，主债务的用途、金额、期限及债务人履约情况。2）抵押担保对本次交易以及交易完成后上市公司生产经营的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

#### 一、反馈意见回复

（一）华日升相关抵押担保形成的原因，主债务的用途、金额、期限及债务人履约情况

华日升进行抵押担保主要是为满足生产经营对流动资金的需要，而以资产抵押担保的方式向银行贷款融资，所融资金全部用于日常经营。

截至本反馈意见回复出具日，华日升相关资产抵押现有担保情况如下：

| 抵押物名称 | 土地使用权/房屋权证编号         | 最高额抵押额度（万元） | 抵押权人         | 主债用途  | 抵押期限                  | 最高额抵押担保合同号        |
|-------|----------------------|-------------|--------------|-------|-----------------------|-------------------|
| 土地使用权 | 武国用（2012）第 1201705 号 | 2312.6      | 中国农业银行股份有限公司 | 采购原材料 | 2015.5.13-2020.5.12   | 32100620150004238 |
| 土地使用权 | 武国用（2013）第 11199 号   | 1690.92     | 华夏银行股份有限公司   | 采购原材料 | 2013.12.12-2016.12.12 | CZ11(高抵)20130041  |

| 抵押物名称 | 土地使用权/房屋权证编号       | 最高额抵押额度（万元） | 抵押权人         | 主债用途  | 抵押期限                 | 最高额抵押担保合同号        |
|-------|--------------------|-------------|--------------|-------|----------------------|-------------------|
| 房屋建筑物 | 常房权证武字第 21004861 号 | 6072.25     | 中国农业银行股份有限公司 | 采购原材料 | 2015. 5.13-2020.5.12 | 32100620150004237 |

截至本反馈意见回复出具日,华日升相关资产抵押担保的主债权金额、期限及履约情况如下:

| 最高抵押担保合同编号                              | 借款合同编号            | 贷款期限                | 贷款额（万元）  | 抵押权人   | 履约情况 | 贷款用途  |
|-----------------------------------------|-------------------|---------------------|----------|--------|------|-------|
| 32100620150004237/<br>32100620150004238 | 32010120150016285 | 2015.9.24-2016.9.23 | 2,500.00 | 农行钟楼支行 | 未到期  | 采购原材料 |
|                                         | 32010120160003613 | 2016.3.17-2017.3.16 | 3,000.00 | 农行钟楼支行 | 未到期  | 采购原材料 |

经核查,根据华日升的《企业信用报告》,华日升不良和违约负债余额为 0 元,华日升履约情况良好,不存在拖欠贷款的不良记录。根据华日升书面说明,华日升将严格按照前述合同的要求按期及时履行还本付息义务。

## (二)抵押担保对本次交易以及交易完成后上市公司生产经营的影响

### 1、房产土地抵押对本次交易作价的影响

在标的资产华日升 100%股权收益法预估过程中,已考虑华日升房产土地抵押对应债务对其财务状况、利息支出、现金流量、资产负债率、折现率等方面的影响。不会因房产土地抵押情况对标的资产作价产生其他影响。

### 2、房产土地抵押对标的公司经营的影响

华日升作为生产制造业企业,为了满足自身生产经营对流动资金及采购原材料的需求,并基于生产周期及采购销售因素等考虑,以自有房屋建筑物和土地使用权向银行抵押担保进行贷款融资。华日升的

借款规模与自身经营规模相匹配，银行借款履约情况良好。根据华日升的《企业信用报告》，华日升不良和违约负债余额为 0 元。因此，抵押担保对本次交易及交易完成后上市公司生产经营不会产生重大不利影响。

## 二、补充披露情况

上述相关披露内容已在重组报告书“第四章交易标的基本情况”之“八、华日升主要资产的权属状况、对外担保情况及主要负债情况”之“（一）主要资产情况”中补充披露。

## 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：标的公司以房屋所有权和土地使用权向银行抵押进行贷款融资，属于正常普遍的经营行为，银行贷款规模与自身生产经营规模相匹配；标的公司报告期内抵押贷款履约情况良好，规范的抵押担保融资行为不存在对本次交易及交易完成后对上市公司生产经营重大不利影响的情形。

问题 19、申请材料显示，收益法评估中，华日升预测 2016 年至 2018 年营业收入的增长速度为 16%，2019 年、2020 年增长速度下降为 15%、13%，预测 2016 年至 2018 年毛利率基本维持在 33%至 34%，高于报告期内毛利率平均水平，预测 2016 年至 2018 年净利率分别为 12%、14%、15%，高于报告期内净利率平均水平。请你公司：1）结合 2016 年最近一期营业情况，补充披露 2016 年预测营业收入增长速度、毛利率、净利率的合理性及 2016 年预测营业收入和净利润实现的可能性。2）结合主要竞争对手或可比公司经营情况、主要产品市场规模及份额变动情况、当前生产经营现状、未来生产计划，补充披露预测华日升营业收入、毛利率、净利率等重要参数的选取是否符合谨慎性要求及判断依据。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确

意见。

答复：

一、结合 2016 年最近一期营业情况，补充披露 2016 年预测营业收入增长速度、毛利率、净利率的合理性及 2016 年预测营业收入和净利润实现的可能性。

（一）2016 年预测营业收入增长速度、毛利率、净利率的合理性

华日升 2016 年 1-6 月已实现销售收入 16,614.93 万元、营业收入同比增长 16.40%，毛利率 30.03%，净利润 1,825.69 万元，净利率 10.99%，2016 年全年预测销售收入 36,489.61 万元、预测净利润 4,488.94 万元。

华日升 2016 年 1-6 月营业情况与 2016 年预测情况对比如下：

单位：万元

| 项目   | 2016 年度预测数 | 2016 年 1-6 月 | 同比增长率/差异 | 2015 年    | 2014 年    |
|------|------------|--------------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 36,489.61  | 16,614.93    | 17.44%   | 31,412.72 | 32,472.93 |
| 毛利率  | 32.81%     | 30.03%       | 2.87%    | 29.03%    | 28.43%    |
| 净利率  | 12.30%     | 10.99%       | 1.31%    | 9.74%     | 4.96%     |

备注：华日升 2015 年 1-6 月营业收入 14,147.68 万元。

## 1、2016 年营业收入预测增长速度的合理性

2016 年 1-6 月份营业收入为 16,614.93 万元，2016 年 1-6 月华日升实现的营业收入较 2015 年同期增长 16.40%，占 2016 年全年预测收入的 45.53%，高于资产评估报告预测营业收入增长率。

## 2、2016 年预测毛利率、净利率合理性

### （1）2016 年预测毛利率合理性分析

2016 年 1-6 月标的公司产品毛利率为 30.03%，2016 年预测毛利率为 32.81%，2016 年上半年毛利率小于预测数 2.87%，相差较小。2016 年上半年毛利率与预测毛利率尚存在差异的主要原因是由于：A、

标的公司的产品结构还在调整中，下半年继续调整后，会进一步提高毛利率；B、反光材料行业特点决定，受春节及假期的影响，上半年的产销和销量均低于下半年，下半年的产量增加会一定程度上摊薄产品的单位固定成本，综合全年毛利率通常会高于上半年。

对比同行业的道明光学和夜视丽的中期毛利率和全年毛利率，华日升上半年毛利率低于全年毛利率的预测是属于行业特点。

道明光学和夜视丽 2014 年、2015 年中期和全年毛利率对比情况如下：

| 名称   | 毛利率    |              |       | 毛利率    |              |       |
|------|--------|--------------|-------|--------|--------------|-------|
|      | 2015 年 | 2015 年 1-6 月 | 差异    | 2014 年 | 2014 年 1-6 月 | 差异    |
| 道明光学 | 32.22% | 30.66%       | 1.56% | 28.82% | 28.33%       | 0.49% |
| 夜视丽  | 43.81% | 42.64%       | 1.17% | 36.53% | 33.37%       | 3.16% |
| 平均   | --     | -            | 1.37% | -      | -            | 1.83% |

标的公司 2016 年预测的毛利率达到 32.81%，可实现性较强。

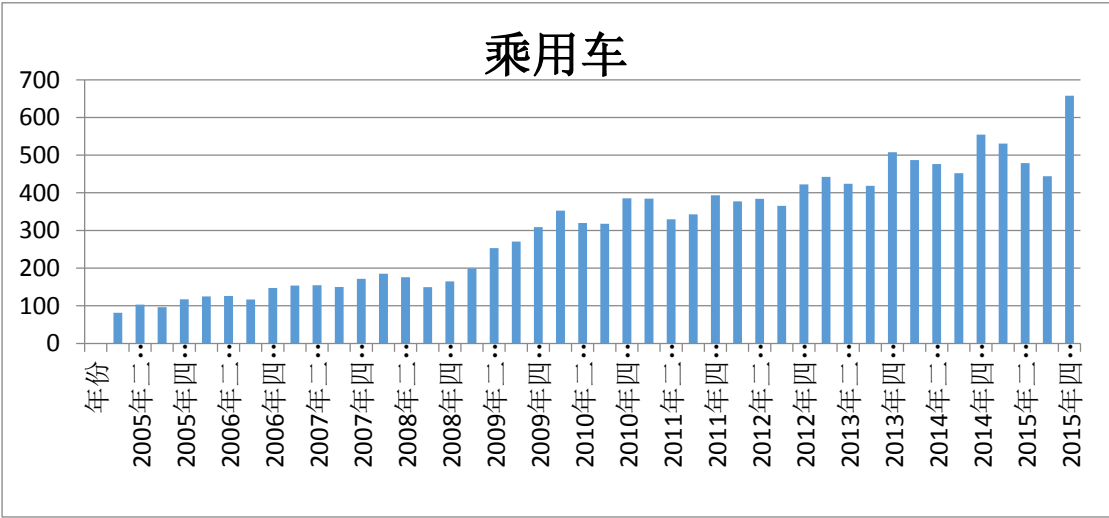
### 1) 公司的产品结构调整进展顺利

2014 年、2015 年和 2016 年 1-6 月的毛利率分别为 28.43%、29.03% 和 30.03%，标的公司毛利率稳步上升。2015 年开始华日升进行产品结构调整，加大中高毛利产品的营销力度。毛利率超过 30% 的产品主要是车牌膜、高强级膜、工程级膜和发光膜，上述产品 2014、2015 年和 2016 年 1-6 月销售收入占总营业收入的比重分别为 52.26%、51.08% 和 57.91%，2016 年 1-6 月高毛利产品的收入占比较 2015 年提高了 6.84%。标的公司下半年还将进一步调整产品结构，提升毛利率：

A、毛利率最高的车牌膜销售将进一步增加：标的公司车牌膜市场占有率进一步提升，如河北省车牌膜 2015 年由两家公司提供，2016 年全部由华日升提供，华日升在河北省的车牌膜市场份额增加；公安部新能源汽车号牌反光膜及附着落料试点项目采购招标，华日升成为

新能源汽车车牌膜唯一中标企业。目前新能源汽车销售增长快速，据中汽协会统计,2015 年新能源汽车销售 331,092 辆,同比增长 3.4 倍;2016 年上半年,新能源汽车销售 17.0 万辆,比上年同期增长 126.9%,新能源汽车车牌膜的销售将会进一步增加企业的收入和利润。

另外，汽车销售具有下半年销量明显高于上半年销量的规律，下半年车牌膜的销售将会进一步增加。



据中汽协统计，2015 年我国汽车产销分别完成 2450.33 万辆和 2459.76 万辆，创历史新高，比 2014 年分别增长 3.3%和 4.7%; 2016 年上半年，汽车产销分别完成 1289.2 万辆和 1283 万辆，比 2015 年同期分别增长 6.5%和 8.1%，高于 2015 年同期 3.9 和 6.7 个百分点。汽车销售的快速增加，使得车牌膜的销售进一步增加，提高对毛利率的贡献。

B、标的公司加大高毛利产品的销售力度已现成效。2016 年 1-6 月高级强级膜实现收入 3,582.20 万元，占当期营业收入的 22%，是 2015 年该产品销售总额的 74.58%，其 2016 年上半年的毛利率为 36.31%，对毛利率的贡献率较 2015 年提高了 2.18%。随着下半年的销售增加，对华日升的毛利率贡献率将会进一步提高。

2) 产品技改成功，性能提高，毛利率得到提升

通过技术改造，提升了部分产品的毛利率，该毛利率的提升将在下半年显现，上半年超强级膜因原材料采购成本大幅上涨，毛利率下降幅度较大，影响了上半年的毛利率。华日升经过研发，改进了产品生产工艺，使得产品性能大大提高，毛利率得到了提升。该产品随着下半年的销售的增加，将进一步提升整体毛利率。

### **3) 标的公司加强成本控制**

华日升 2016 年上半年开始优化原材料采购，降低原材料采购成本，公司通过比价，签订长期供货协议，以及在可预见的原材料价格上涨的情况下，通过预付款先期锁定价格等方式，降低采购成本，受时间差的影响，下半年该成本优势的体现将会更明显，从而促进毛利率的提升。

综上，2016 年预测的毛利率符合标的公司实际经营情况，可实现性较强。

### **(2) 2016 年预测销售净利率合理性分析**

2016 年 1-6 月的销售净利率为 10.99%，2016 年预测销售净利率为 12.30%，两者相差 1.31%，比例比较接近。华日升分立完成后，集中优势资源发展主业，加强内控管理，加大技改力度，且期间费用也得到了较好地控制，全年的销售净利率可实现性较强。

### **(二) 2016 年预测营业收入和净利润均具有较强的可实现性**

本次评估根据标的公司历史年度业务发展情况和未来业务发展规划，参考华日升 2016 年已经签订或者准备签订的合同等，结合反光材料行业发展趋势等因素对标的公司 2016 年度营业收入进行预测。

2016 年 3 月，华日升已签订合同、订单额约 3.2 亿元人民币(不含税)，2016 年盈利预测收入为 3.65 亿，订单额占 2016 年全年预测收入的 87.70%。2016 年 1-6 月，其中已执行了 13,202.85 万元，订

单外的销售 2,846.93 万元，7-12 月份还有内贸订单 13,074.91 万元，外贸订单 5,981.62 万元尚待执行。

同时，华日升 95%以上的销售收入来自于工程级别、高强级别、广告级别和车牌膜等反光膜产品。工程级别、高强级别和广告级别等反光膜主要应用于公路标志标牌、广告牌、指示牌，其中公路、城市道路标志标牌是反光材料在计划专用市场中第一大应用领域，其产品受工程施工多集中在下半年,同时，汽车销售的行业特点是下半年销量多于上半年销量，同时受春节及其他假日等各方面因素的影响，上半年的营业收入较下半年相对较少

2016 年 1-6 月份的实际销售情况:

单位：万元

| 项目   | 2016 年度预测数 | 2016 年 1-6 月 | 占比     | 同比增长   | 预测增长率  |
|------|------------|--------------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 36,489.61  | 16,614.93    | 45.53% | 17.44% | 16.16% |

华日升 2015 年 1-6 月和 2014 年 1-6 月的营业收入分别与 2014 年和 2015 年全年的营业收入对比情况如下:

单位：万元

| 项目              | 2015 年    | 2014 年    |
|-----------------|-----------|-----------|
| 1-6 月销售收入金额（万元） | 14,147.68 | 15,530.73 |
| 全年销售收入金额（万元）    | 31,412.72 | 32,472.92 |
| 1-6 月占全年比例      | 45.04%    | 47.83%    |
| 平均比例            | 46.43%    |           |

华日升 2016 年 1-6 月实现的营业收入占 2016 年预测收入的比例 45.53%，经对比历史数据，所占比例比较接近。且 2016 年 1-6 月的销售收入较 2015 年同期的上涨了 17.44%，超过 2016 年预测全年营业收入同期增长率 16.16%。

另外，因老厂区的燃煤锅炉按照相关规定需要在 2016 年 7 月 1 日前予以拆除，且老厂区按照规划将不再作为工业区，2015 年分立时将老厂区的土地厂房进行了剥离，老厂区内的生产线搬迁至新厂区，生产线搬迁需要先停产后搬迁，由于反光膜要求生产环境较高，从生

产线搬迁建设到投产需要一定的时间，受老厂区生产线搬迁影响，上半年的产能和销量下降较多。下半年全部完成搬迁投产后，产能将会得到恢复，将会进一步增加销售。

综上，2016 年度预测的营业收入具有较强的可实现性。

2016 年 1-6 月份实现的净利润情况：

单位：万元

| 项目  | 2016 年度预测数 | 2016 年 1-6 月 | 占比     | 同比增长   |
|-----|------------|--------------|--------|--------|
| 净利润 | 4,488.94   | 1,825.69     | 40.67% | 40.81% |

华日升 2015 年 1-6 月和 2014 年 1-6 月的净利润分别与 2014 年和 2015 年全年的净利润对比情况如下：

单位：万元

| 项目         | 2015 年   | 2014 年   |
|------------|----------|----------|
| 1-6 月净利润   | 1,296.54 | 665.16   |
| 全年净利润      | 3,059.82 | 1,610.70 |
| 1-6 月占全年比例 | 42.37%   | 41.30%   |
| 平均比例       | 41.83%   |          |

华日升 2016 年 1-6 月实现的净利润占 2016 年预测净利润的比例 40.67%，经对比 2014 年和 2015 年中期净利润占全年净利润的历史数据，所占比例比较接近，因此 2016 年预测的净利润可实现性较强。

综上，2016 年预测营业收入和净利润均具有较强的可实现性。

二、结合主要竞争对手或可比公司经营情况、主要产品市场规模及份额变动情况、当前生产经营现状、未来生产计划，补充披露预测华日升营业收入、毛利率、净利率等重要参数的选取是否符合谨慎性要求及判断依据。

#### （一）营业收入预测选择参数的谨慎性及判断依据

报告期和预测期间内，华日升各年度的预测营业收入和增长率如下表所示：

单位：万元

| 项目   | 报告期       |           | 预测期       |           |           |           |           |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|      | 2014 年    | 2015 年    | 2016 年    | 2017 年    | 2018 年    | 2019 年    | 2020 年    |
| 营业收入 | 32,472.93 | 31,412.72 | 36,489.61 | 42,358.36 | 49,012.20 | 56,352.01 | 63,671.65 |
| 同比增长 |           | -3.26%    | 16.16%    | 16.08%    | 15.71%    | 14.98%    | 12.99%    |

华日升 2016 年 1-6 月，实现营业收入 16,614.93 万元，占全年预计营业收入 36,489.61 万元的 45.53%，同比增长 16.40%；毛利率 30.03%；实现净利润 1,825.69 万元，占全年预计净利润 4,488.94 万元的 40.67%，净利率 10.99%，业绩实现情况良好。

反光材料行业是一个技术与资金密集型的“双密”行业，对资金投入及生产规模均有较高的要求，基于市场规模、华日升的行业地位，研发实力、营销渠道等方面，评估机构对现有资产的盈利能力进行谨慎预测。具体分析如下：

## 1、反光膜应用领域广泛，市场空间较大

### （1）强制性使用需求市场越来越大

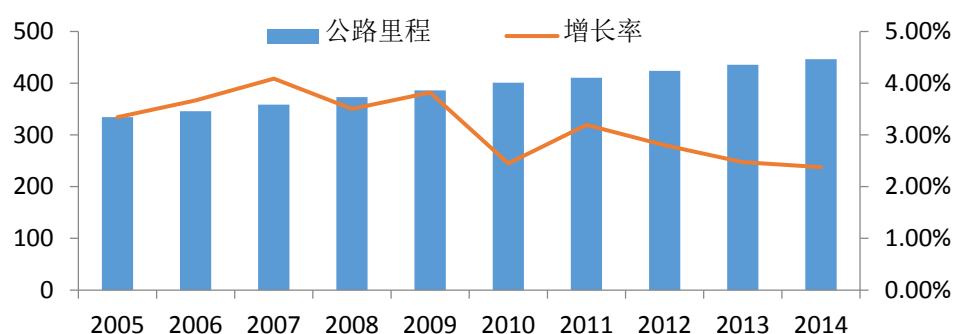
我国 2010 年 9 月 4 日，工信部和公安部联合发文规定：自 2011 年 1 月 1 日起，车身反光标识必须在批准的整车产品生产地，按照国家强制性标准要求完成装配和配置后方可出厂。2008 年 8 月 27 日，公安部交管局规定：自 2008 年 9 月 10 日起，办理注册登记的所有货车和挂车应当按要求粘贴车身反光标识；办理注册登记的总质量大于 3,500kg 的货车和挂车应当按要求安装侧后部防护装置。2010 年 5 月 7 日，农业部发布《关于组织开展拖拉机粘贴农机安全反光贴试点工作的通知》，明确指出，拖拉机必须按照要求粘贴安全反光贴。

根据上述强制性使用要求，反光材料市场容量较大，华日升作为行业内知名企业，其产品具有较高的认可度，需求量稳定。

### （2）公路、道路交通标志标牌市场需求旺盛

#### 1) 公路里程增速稳定，存量巨大，标志标牌需求旺盛

近年来，我国公路里程数稳步增长。2015 年末全国公路总里程 457.73 万公里，比上年末增加 11.34 万公里。公路密度 47.68 公里/百平方公里，提高 1.18 公里/百平方公里。公路养护里程 446.56 万公里，占公路总里程 97.6%。全国等级公路里程 404.63 万公里，比上年末增加 14.55 万公里。全国高速公路车道里程 54.84 万公里，增加 5.28 万公里。全国农村公路（含县道、乡道、村道）里程 398.06 万公里，比上年末增加 9.90 万公里。



除了新建公路的标志牌使用外，国内用于公路标识标牌的反光膜平均使用寿命大约为 3-7 年左右，因此每年都会产生持续可观的更新需求。

## 2) 城镇道路建设推动反光膜需求迅速增长

除了公路标志牌领域外，城镇道路也有望随着政策实施，引发新一轮的反光膜需求。

2016 年 2 月 24 日《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》对外发布，《若干意见》提出，我国新建住宅要推广街区制，原则上不再建设封闭住宅小区。已建成的住宅小区和单位大院要逐步打开，实现内部道路公共化，解决交通路网布局问题。《若干意见》要求到 2020 年，城市建成区平均路网密度提高到 8 公里/平方公里，道路面积率达到 15%。超大、特大城市公共交通分担率达到 40%以上，大城市达到 30%以上，中小城市达到 20%以上。

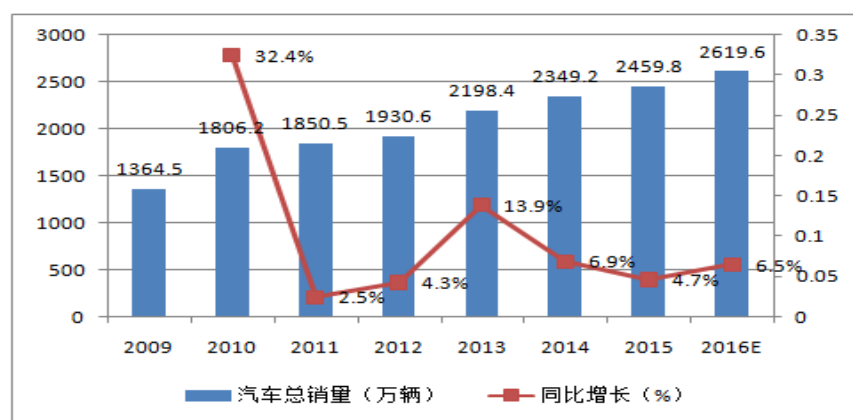
随着路网密度的提升反光膜需求有望呈现几何级数的大幅提升。

### （3）新增及存量机动车将带来稳定的车牌膜需求

近年来我国各主要省市城市机动车保有量经历了迅速增长，机动车的快速增长带来车牌反光膜、车身反光标识以及装饰反光膜等各类反光产品需求增长。

同时，据中国汽车工业协会数据统计，2009-2015 年，中国汽车产销量快速增长，2015 年汽车销量接近 2500 万辆。中华人民共和国公安部于 2006 年 11 月 20 日发布的《GA666-2006 机动车号牌用反光膜行业标准》强制要求机动车号牌必须采用符合该标准要求的反光膜。中国汽车保有量持续增长，从 2007 年的 0.57 亿辆达到 2015 年的 1.72 亿辆，年复合增长率约 14.8%。照此速度发展，预计 2020 年中国汽车保有量将突破 2 亿辆。

2009-2015 年中国汽车总销量



汽车销量的增加及号牌的更换为车牌膜市场提供了良好的市场环境，有助于华日升产品销量进一步提升。

### （4）新能源汽车爆发带来的车牌膜需求

在传统车辆形成巨大存量的同时，新能源汽车以其节能环保、绿色低碳的优势形成了汽车新的消费增长动力，近年来呈现了爆发式增长。2015 年新能源汽车产量达 340,471 辆，销量 331,092 辆，同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍。其中，纯电动车型产销量分别完成 254,633

辆和 24,782 辆，同比增长分别为 4.2 倍和 4.5 倍；插电式混合动力车型产销量分别完成 85,838 辆和 83,610 辆，同比增长 1.9 倍和 1.8 倍。

公安部为更好促进新能源汽车发展，更好区分辨识新能源汽车，实施差异化交通管理政策，我国将启用新能源汽车专用号牌。目前公安部新能源汽车号牌反光膜及附着落料试点项目采购招标，华日升中标，成为新能源号牌车牌膜的唯一供应商，因此华日升车辆标牌反光膜的市场占有率将进一步上升。

### **(5) 其他领域对反光膜的需求情况**

**1) 通信、电力行业：**通信、电力两大行业的基础设施建设涉及大量的发射塔、基站、交接箱、电塔、电箱等设施，上述设施都需要配备相应的指示、警示标志，因此，对中高端反光膜产品，包括工程级、高强级反光膜形成了较大的市场需求。此类设施在我国的总数量十分庞大，每 3-5 年因为自然损耗原因就需要进行更换，因此每年都会对反光行业的产品形成稳定的市场需求。在电力行业，城市电网的不断改善、城乡电网的全面布局将确保我国电力行业投资额在未来较长一段时期内保持较高的水平。通信、电力行业的持续发展为反光行业相关产品提供有力的市场保证。

**2) 广告领域：**在户外广告领域采用广告级反光膜作为载体的比例快速增长。与传统的户外广告标牌用材相比，反光膜的逆反射特性使反光型广告牌具备了全天候可视的条件，不仅在白天可以清晰识别，在夜间灯光照射条件不佳的情况下，仍然具有一定的可视性，如果夜间光照条件良好，广告标牌则会异常醒目。反光标牌在保证良好使用效果的前提下，实现了无能耗、无污染的环保优势，将成为今后户外广告发展的重要趋势之一。

**3) 个人防护领域：**城市机动车数量的飞速增长引发了人们对出

行安全问题的担忧。根据国外发达国家的经验，为儿童、老人配备反光服装或带有反光材料的产品，可极大的提高其出行的安全性。因此，在未来一段时期内，反光服装的应用领域将逐步扩展到以个人出行安全防护的产品上来，将不再仅仅局限于专业户外工作者使用。

2、华日升的行业地位和竞争优势

(1) 华日升车牌膜市场占有率最高

根据公安部交通管理科学研究所的备案数据显示，目前全国 31 个省、自治区、直辖市的车牌反光膜华日升供应其中的 19 个，市场占有率较高。市场占有率在不断提高，其中河北省由两家企业供应车牌膜，现全部由标的公司供应。华日升与多个省市的牌照客户建立了长期稳定的合作关系：合作超过五年的牌照客户包括安徽、江苏、福建、新疆、甘肃省、河北等地，其中安徽和江苏的客户已经合作超过 10 年。长期、稳定的合作关系使得华日升在车牌膜领域的优势地位不断巩固，随着华日升未来的市场拓展，以及原有市场的自然增长，华日升在车牌膜市场的优势地位将不断加强。

目前的车牌膜供应情况如下：

| 名称   | 省份   |                                  |
|------|------|----------------------------------|
| 华日升  | 独家供货 | 江苏、河北、陕西、青海、西藏、宁夏、重庆、云南、新疆、甘肃、海南 |
|      | 多家供货 | 福建、湖南、黑龙江、河南、湖北、江西、四川、安徽         |
| 道明光学 | 独家供货 | 广西                               |
|      | 多家供货 | 黑龙江、安徽、福建                        |
| 通得丽  | 独家供货 | 内蒙古、贵州                           |
|      | 多家供货 | -                                |
| 恩希爱  | 独家供货 | 辽宁                               |
|      | 多家供货 | 浙江、河南、湖北、四川                      |
| 纪和   | 独家供货 | 吉林、山西、广东、北京、天津                   |
|      | 多家供货 | 浙江、江西                            |
| 3M   | 独家供货 | 上海、山东                            |
|      | 多家供货 | 湖南                               |

## （2）华日升是国内反光材料的领军企业

我国在上世纪九十年代初认识和逐步采用反光膜，当时全部依赖进口。反光膜产品是多学科综合技术的新型材料，产品的生产技术难度特别大，至今也只有美国、日本、中国、韩国等少数几个国家拥有该产品的生产技术。华日升自主研发，开发了第一代反光膜产品，实现了国产反光膜的工业化生产，填补了我国反光膜工业生产的空白。目前，华日升研发出了微棱镜的生产工艺。

反光材料领域，反光膜的生产工艺最为复杂，反光膜的销售情况对企业在反光材料领域的地位起着重要作用。对比反光膜的市场销售情况如下：

单位：万元

| 名称   | 销售收入   | 2015 年    | 2014 年    |
|------|--------|-----------|-----------|
| 道明光学 | 营业收入   | 42,949.78 | 46,277.85 |
|      | 其中：反光膜 | 20,512.16 | 22,796.83 |
| 夜视丽  | 营业收入   | 14,799.71 | 17,412.02 |
| 华日升  | 营业收入   | 31,412.72 | 32,472.93 |
|      | 其中：反光膜 | 30,333.22 | 31,114.12 |

从上表可以看出，华日升在该领域市场地位较高。

同时，根据华日升道路标识牌反光膜销量，并结合国内需求总量进行测算，华日升道路标识牌反光膜在国内市场的所占份额，具体情况如下：

单位：万平米

| 名称              | 2015 年度  | 2014 年度  |
|-----------------|----------|----------|
| 华日升道路标识牌反光膜销量   | 532.28   | 493.75   |
| 道路标识牌反光膜需求总量（注） | 1,530.62 | 1,494.60 |
| 市场占有率           | 34.78%   | 33.04%   |

注：数据来源：国信证券《化工行业 2016 年中期策略：行业弱复苏，聚焦成长，关注业绩》（2016-05-30）

报告期内，华日升道路标识牌反光膜在国内市场的占有率分别为 34.78%、33.04%，在行业中具有一定的领先优势。

### **（3）微棱镜反光膜产品提升华日升国际竞争力**

华日升目前除在传统的玻璃微珠反光材料领域占据优势地位之外，多年来一直致力于研究微棱镜反光材料，有着高反光强度和良好广角性能的微棱镜型反光材料的应用将越来越广阔，产品需求量越来越大。

2012 年底道路反光标志新国标颁布，强化了微棱镜反光膜的地位。新国标重新对道路交通反光膜进行分类，微棱镜型反光膜可以覆盖所有类别。目前华日升已研发成功了相关技术，这有利于产品结构的升级，在高端反光膜材料市场与外资企业展开竞争。

### **（4）华日升的竞争优势**

通过在行业中多年的历练与经验积累，华日升形成了其核心竞争力：

#### **1）深厚的技术积累**

华日升被认定为高新技术企业，国家火炬计划重点高新技术企业和江苏省民营科技企业、技术密集知识密集企业，承担了多个国家火炬计划，多个产品被评为国家重点新产品和省级高新技术产品。经过数十年的实践积累和技术研发，华日升积累了大量的核心技术和工艺配方，完全具备了新产品、新材料及机电一体化技术的开发与实施能力，研发水平在国内同行业中处于领先地位。

#### **2）经验丰富、技术专业的团队**

华日升从事反光材料行业多年，通过常年的经营已经建立了优秀的管理、研发和工程技术团队。其管理团队拥有丰富的从业经验，对市场具有深刻的理解；核心技术团队更是攻克了多项技术难关，成功研发的反光材料技术成果填补了国内的空白，并参与了多项行业标准制定；工程技术团队通过多年实践有效实现了工艺改进，生产优化，

大大提高了生产效率。优秀的团队成为华日升发展的重要驱动力。

### **3) 优质产品质量和长期稳定的客户资源**

在车牌膜领域，华日升已与多个省市的牌照客户建立了长期稳定的合作关系：安徽、江苏牌照客户合作已长达 10 余年。福建、新疆、甘肃省、河北等牌照客户合作已超过 5 年。同时，华日升与经销商也保持了长期稳定的合作，其中，主要经销商客户中有多家合作长达 10 余年。在海外市场，华日升已建立起了良好的海外销售渠道，截止 2015 年底华日升产品销往 90 多个国家和地区。

### **4) 新能源汽车号牌领域优势明显**

华日升作为汽车号牌领域的龙头企业，在新能源汽车号牌领域通过研发已经掌握了新能源汽车号牌的烫印、立体双螺旋线等高难度核心工艺，在该领域竞争中具有较强的优势，公安部交通管理科学研究所已就新能源汽车号牌反光膜及附着落料试点项目进行公开招标，华日升成为唯一的中标单位。新能源汽车号牌 2016 年内将选择部分城市试点，2017 年在全国逐步推广。华日升车辆标牌反光膜的市场占有率将进一步上升

### **3、当前生产经营现状、未来生产计划**

因产品结构的调整是一个逐渐的过程，目前公司的产能已逐渐向高毛利产品转移，并加大对产品工艺的改进，提高产品性能，并加快对新产品的研发，加强高毛利产品销售力度，，综合华日升在行业竞争中具有核心优势，新工艺的研发，市场规模的扩大，以及华日升的市场占有率等因素，华日升未来生产计划仍坚持产品结构的不断优化调整，利用占据市场的优势核心资源加快发展，实现收入增长，毛利增加，以及净利润的实现。

### **4、同行业上市公司同类业务经营情况**

同行业上市公司同类业务经营情况，如下：

单位：万元

| 项目  | 道明光学     |          |        | 夜视丽      |         |        |
|-----|----------|----------|--------|----------|---------|--------|
|     | 2015 年度  | 2014 年度  | 变化率    | 2015 年度  | 2014 年度 | 变化率    |
| 净利润 | 4,499.52 | 2,765.36 | 62.71% | 3,645.78 | 3,392.7 | 7.46%  |
| 毛利率 | 32.22%   | 28.97%   | 11.22% | 43.81%   | 36.53%  | 19.93% |
| 净利率 | 10.48%   | 5.98%    | 75.25% | 24.63%   | 19.48%  | 26.44% |

标的公司 2015 年营业收入的下降，主要是受分立影响，13 条生产线需要从老厂区搬迁至新厂区因停产搬迁，使得产能受到影响，为保障高毛利产品的销售，公司主动减少了毛利率相对较低的出口产品的产量，增加高毛利产品的内销产品的销售，内销产品的销售收入保持稳中有升，具体情况如下：

单位：万元

| 地区   | 2016 年 1-6 月 |        |        | 2015 年度   |        |        | 2014 年度   |        |        |
|------|--------------|--------|--------|-----------|--------|--------|-----------|--------|--------|
|      | 金额           | 占比     | 毛利率    | 金额        | 占比     | 毛利率    | 金额        | 占比     | 毛利率    |
| 国内销售 | 11,035.64    | 68.76% | 36.34% | 18,480.09 | 60.84% | 37.59% | 17,664.61 | 56.70% | 37.11% |
| 国外销售 | 5,014.14     | 31.24% | 19.42% | 11,894.81 | 39.16% | 17.80% | 13,487.53 | 43.30% | 18.87% |
| 合计   | 16,049.78    | 100%   | 30.92% | 30,374.90 | 100%   | 29.84% | 31,152.14 | 100%   | 29.20% |

2016 年 7 月该搬迁工作才基本完成。下半年产能恢复后，华日升的销售有望进一步增长。截止 2016 年 1-6 月份，销售收入已较去年同期增长了 17.44%，超过了 2016 年的营业收入的预测数（2016 年营业收入预测具有较强的可实现性分析请详见本问题回复一）。综上，2016 年营业收入的增长可实现性较高。在产能恢复，产品结构调整到位后，收入的增长率逐年降低，因此其预测具有合理性。

## （二）毛利率、净利率预测选择参数的谨慎性及判断依据

本次评估中，通过对华日升历史年度业务经营情况分析，参考历史年度毛利率和净利率的变化趋势，产品结构的调整情况，对预测年度的毛利率和净利率进行预测。华日升历史和预测年度毛利率、净利率的变化情况如下：

| 年度 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 1-6 月 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年及以后 |
|----|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
|----|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|

|     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 28.43% | 29.03% | 30.03% | 32.81% | 33.77% | 34.05% | 34.28% | 34.40% | 34.40% |
| 净利率 | 4.96%  | 9.74%  | 10.99% | 12.30% | 13.93% | 15.00% | 16.15% | 16.95% | 16.90% |

同行业可比上市公司毛利率情况，详见下表：

| 公司名称  | 2016 年 1-6 月  |               | 2015 年        |               | 2014 年        |               |
|-------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|       | 毛利率           | 净利率           | 毛利率           | 净利率           | 毛利率           | 净利率           |
| 道明光学  | 32.75%        | 8.82%         | 32.22%        | 10.48%        | 28.97%        | 5.98%         |
| 其中反光膜 | 35.67%        |               | 34.41%        |               | 30.20%        |               |
| 夜视丽   | 45.77%        | 25.73%        | 43.81%        | 24.63%        | 36.53%        | 19.48%        |
| 平均值   | <b>39.26%</b> | <b>17.28%</b> | <b>38.02%</b> | <b>17.56%</b> | <b>32.75%</b> | <b>12.73%</b> |

注：夜视丽为水晶光电的全资子公司

华日升历史和预测年度毛利率、净利率的变化呈现平滑增长的趋势；毛利率、净利率在 2016 年均为最快提升期，之后毛利率、净利率上升幅度逐年下降，2020 年毛利率稳定在 34.40%的水平，2021 年净利率稳定在 16.90%的水平。

同行业可比上市公司反光材料行业整体毛利率一直处于上升趋势。道明光学综合毛利率从 28.97%上升到 32.75%，反光膜毛利率从 30.20%上升到 35.67%。未来预测期内，华日升将持续以高毛利的反光膜销售为主。自 2015 年，华日升开始对产品结构的进行调整，逐步加大高毛利产品的销售，2016 年 1-6 月份，毛利率在 30%以上的产品销售收入占主营业务收入的 57.91%，同时，经过分立，改善了华日升的资产结构，加速了产品结构的调整，提升了华日升的盈利能力。

预测期内，华日升作为国内反光膜生产规模最大的企业，在行业中具有突出的竞争优势，华日升 2016 年及以后年度预测的毛利率及净利率水平均比 2015 年同行业平均水平低，综合分析，华日升对于预测毛利率和净利率的选取是谨慎的。

综上，预测华日升营业收入、毛利率、净利率等重要参数的选取是谨慎的，具备合理性。

经核查,评估师认为:公司已对 2016 年预测营业收入增长速度、毛利率、净利率的合理性及 2016 年预测营业收入和净利润实现的可能性进行了补充披露,并结合竞争对手和可比公司经营情况、主要产品市场规模及份额变动情况、当前生产经营现状、未来生产计划对华日升营业收入、毛利率、净利率等重要参数进行了分析,与华日升目前的情况相当,符合谨慎性原则。

问题 20、申请材料显示,截至评估基准日华日升收益法评估价值为 69,418.61 万元,评估增值 55,067.55 万元,增值率 383.72%。按华日升 2015 年净利润计算,本次交易中,交易标的的市盈率为 22.69 倍。请你公司结合华日升的行业地位、核心竞争力、主营业务、行业特征以及同行业收购案例,补充披露华日升评估增值率、市盈率较高的原因以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复:

## 一、反馈意见回复

### (一) 标的资产作价的评估增值率、市盈率情况

截至评估基准日 2015 年 12 月 31 日,华日升收益法评估价值为 69,418.61 万元,评估增值 55,067.55 万元,增值率 383.72%。按照 2015 年净利润计算,本次交易市盈率为 22.69 倍;2016 年预测净利润为 4,488.94 万元,预测当年动态市盈率为 15.46 倍。

### 1、标的资产估值市盈率与苏大维格发行价格估值比较情况

| 项目   | 2015 年度静态市盈率 | 2015 年 12 月 31 日市净率 |
|------|--------------|---------------------|
| 苏大维格 | 416          | 7.95                |
| 华日升  | 22.69        | 4.79                |

注:苏大维格市盈率按照本次发行股份价格和 2015 年度每股收益计算,市净率按照本次发行股份价格和 2015 年末每股净资产计算

苏大维格本次发行市盈率为 416 倍,华日升静态市盈率为 22.69

倍，低于苏大维格发行市盈率。苏大维格本次发行市净率为 7.95 倍，华日升为 4.79 倍，低于苏大维格发行市净率。

## 2、本次并购与同行业上市公司市盈率比较

截至 2015 年 12 月 31 日，华日升可比同行业上市公司及苏大维格的市盈率指标具体如下表：

| 序号          | 股票名称 | 市盈率（PE） | 市净率（PB） |
|-------------|------|---------|---------|
| 1           | 道明光学 | 164.56  | 5.59    |
| 2           | 裕兴股份 | 295.45  | 3.54    |
| 3           | 康得新  | 38.88   | 6.67    |
| 可比同行业上市公司均值 |      | 166.3   | 5.27    |
| 苏大维格        |      | 416     | 7.95    |
| 华日升         |      | 22.69   | 4.79    |

注 1：数据来源于 wind 数据库

注 2：可比同行业上市公司均值为同行业上市公司市盈率算术平均数。

华日升市盈率低于主要竞争对手道明光学，也低于其他可比上市公司及苏大维格的市盈率水平。

## 3、与可比同行业收购案例情况

近年来，可比同行业收购案例，仅有一家中小板上市公司水晶光电 2013 年 9 月通过发行股份购买资产的形式收购了夜视丽。夜视丽主要产品包括多种等级、规格的反光织物、反光膜。

| 序号  | 证券代码   | 证券简称 | 交易标的 | 静态市盈率 | 动态市盈率 |
|-----|--------|------|------|-------|-------|
| 1   | 002273 | 水晶光电 | 夜视丽  | 11.78 | 12.28 |
| 华日升 |        |      |      | 22.69 | 15.46 |

注：中小板上市公司水晶光电收购夜视丽以 2013 年 9 月 30 日为评估基准日，根据评估值 26,530.02 万元和 2012 年度实现净利润为 2,251.94 万元计算相关数据。

可比交易静态市盈率、动态市盈率分别为 11.78 倍、12.28 倍，华日升静态市盈率、动态市盈率分别为 22.69 倍和 15.46 倍，高于可比交易的静态市盈率和动态市盈率。

华日升估值和夜视丽的估值差异产生的原因是：

### 1) 其评估当时的资本市场估值水平不同

2013 年至 2015 年中小板及创业板平均市盈率均经历了较大涨幅，自 2013 年 1 月至 2015 年 12 月，创业板指数从 776.01 上涨至 2714.05，上涨 349.74%，中小板指数从 4236.6 上涨到 8393.83。

对比华日升和夜视丽市盈率情况如下：

| 项目  | 评估市盈率<br>(A) 注 1 | 所处板块市场当时的市盈率情况<br>(B) 注 2 | 比例<br>A/B | 收购公司定价基准日前<br>二十个交易日均价对应的<br>市盈率 (C) 注 3 | 比例<br>(A)/(C) |
|-----|------------------|---------------------------|-----------|------------------------------------------|---------------|
| 夜视丽 | 11.78            | 30.66                     | 38.42%    | 32                                       | 36.81%        |
| 华日升 | 22.69            | 96.07                     | 23.62%    | 416                                      | 5.45%         |

注 1：市盈率，夜视丽的市盈率为评估值/2012 年的每股收益；华日升的市盈率为评估值/2015 年的每股收益；

注 2：所处板块市场收购当时的平均市盈率情况，夜视丽为 2013 年中小板的平均市盈率，华日升的为 2015 年创业板的平均市盈率；

注 3：收购公司本次发行股份价格/最近一年的每股收益。

2013 年中小板的平均市盈率为 30.66 倍，创业板的平均市盈率为 45.46 倍。2015 年中小板的平均市盈率是 59.99 倍，创业板的平均市盈率为 96.07 倍。

另外，统计 2013 年和 2015 年之间通过重组委审核的并购重组案例<sup>1</sup>，2013 年 A 股市场整体并购平均市盈率为 23.30 倍，中位值为 14.86 倍，2015 年平均市盈率为 36.49 倍，中位值为 24.96 倍。

## 2) 华日升与夜视丽在市场地位、研发实力和发展潜力均不同

华日升和夜视丽市场地位、研发实力和发展潜力上均不同，华日升是作为国内大型的反光材料生产企业，具备先进的生产技术和成熟的生产工艺。凭借多年的技术积累和积极的市场拓展，在反光材料领域一直处于领先地位。对比华日升和夜视丽的相关情况如下：

| 项目 |             | 华日升       |           | 夜视丽       |           |
|----|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 市场 | 反光膜销售收入（万元） | 2015 年度   | 2014 年度   | 2015 年度   | 2014 年度   |
|    |             | 30,333.22 | 31,114.12 | 14,754.83 | 11,362.85 |

<sup>1</sup>平均市盈率指标选取已获得证监会审批通过的案例，并剔除了市盈率为负及超过 100 倍的指标，计算算术平均值

|      |          |                                                                                                     |                                   |
|------|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|
| 地位   | 反光膜市场占有率 | 市场占有率高                                                                                              | 市场占有率低                            |
|      |          | 车牌膜细分市场占率领先<br>供应全国 19 个省、自治区、直辖市的车牌膜                                                               | 无车牌膜                              |
|      | 行业标准参与度  | 作为起草单位，参与了机动车号牌、机动车号牌用反光膜、车身反光标识、地名标志以及单向透视膜、车身喷绘贴膜、农业机械机身反光标识等多个行业或国家标准的讨论和制定。                     | 无                                 |
| 研发实力 | 研发平台     | 1) 江苏省企业技术中心、<br>2) 江苏省反光材料工程技术研究中心、<br>3) 江苏省重点企业研发机构                                              | 省级高新技术企业研究开发中心                    |
|      |          | 1) 发明专利 6 项、<br>2) 实用新型 15 项                                                                        | 实用新型 11 项                         |
|      | 国家级荣誉    | 1) 国家科学技术最佳成果进步奖二等奖 1 项<br>2) 国家火炬计划项目 3 项<br>3) 国家火炬计划重点高新技术企业、<br>国家火炬计划中线高新技术企业<br>4) 交通部科技进步三等奖 | 国家火炬计划项目 2 项                      |
|      | 省级荣誉     | 1) 江苏省高新技术产品 12 项、<br>2) 省级火炬计划项目 1 项<br>3) 江苏省名牌产品 1 项<br>4) 江苏省科学技术奖三等奖 1 项<br>5) 江苏省技术密集知识密集型企业  | 浙江省科学进步一等奖                        |
| 发展潜力 | 核心产品     | 高强级、超强级反光膜、车牌膜、车身反光标识、广告膜等                                                                          | TC 反光布、反光热贴等领域布、阻燃反光布、弹力反光等       |
|      | 主要下游市场   | 道路交通标志标牌市场、我国机动车、非机动车车牌、户外广告                                                                        | 户外作业安全防护应用行业、个人出行安全防护市场、休闲、户外运动市场 |

## (二) 标的资产评估增值率、市盈率较高的原因及合理性

### 1、华日升账面资产价值不能全面反映其持续经营价值

华日升反光膜生产经营所依赖的主要资源除了固定资产、营运资金等有形资源之外，还依赖生产技术、销售渠道、管理团队、客户资源等重要的无形资产，该类无形资产的价值均未反映在账面价值中。

企业账面价值是从资产取得途径考虑，反映的是企业现有资产的

历史成本，不能完全体现各个单项资产组合对整个企业的贡献，也不能完全衡量各单项资产间的互相匹配和有机组合因素可能产生出来的整合效应。

本次交易采用收益法评估值作为交易定价参考，而收益法评估是从企业未来获利能力角度考虑，反映的是企业各项资产的综合获利能力；收益法预估值不仅体现了企业各项账面资产的价值，还考虑了研发实力、技术水平、销售渠道、市场影响力、市场竞争力等重要无形资产的价值，以及各单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权益价值的影响，同时也考虑了国家产业政策支持、行业预期发展良好以及企业自身核心竞争力较强等多方面有利因素的影响。

**2、华日升反光膜领域行业地位及核心竞争力为企业增值带来溢价**

华日升被认定为高新技术企业，国家火炬计划重点高新技术企业、江苏省科技创新优秀企业、江苏省科技型中小企业，华日升设有“江苏省级企业技术中心”、“江苏省反光材料工程技术研究中心”、并被评为江苏省重点企业研发机构。华日升凭借研发实力、产品品牌、产品质量、技术水平、客户资源方面的优势和稳定的供货能力，始终占据着行业领先的竞争地位。其多个产品被认定为国家重点新产品和江苏省高新技术产品，承担了多个国家级火炬计划和省级的星火计划项目。

| 序号 | 产品            | 鉴定结果或奖项          |
|----|---------------|------------------|
| 1  | 公路交通标志反光膜技术   | 国家科学技术最佳成果进步奖二等奖 |
| 2  | TM9200 超强级反光膜 | 江苏省高新技术产品        |
| 3  | 高分子长余辉蓄光发光膜   | 江苏省高新技术产品        |
| 4  | TM8200 车牌级反光膜 | 国家重点新产品          |
|    |               | 国家火炬计划项目         |
|    |               | 省级火炬计划项目         |

| 序号 | 产品                   | 鉴定结果或奖项      |
|----|----------------------|--------------|
|    |                      | 江苏省高新技术产品    |
|    |                      | 常州市科学技术进步二等奖 |
| 5  | TM 高强级反光膜            | 国家火炬计划项目     |
|    |                      | 江苏省高新技术产品    |
| 6  | 车牌级反光膜               | 江苏省高新技术产品    |
| 7  | 工程级反光膜               | 江苏省高新技术产品    |
| 8  | 广告级反光膜               | 江苏省高新技术产品    |
| 9  | TM9600 车身反光标识        | 江苏省高新技术产品    |
| 10 | 通明牌反光膜               | 江苏省名牌产品      |
| 11 | TM1800 高强级反光膜        | 江苏省高新技术产品    |
|    |                      | 国家重点新产品      |
| 12 | 高光学逆反射、高耐候性高分子复合膜产业化 | 科技兴贸行动专项项目   |
| 13 | FG720 长余辉蓄光发光膜       | 江苏省高新技术产品    |
| 14 | 工程级后向反光膜             | 国家级火炬计划项目    |
|    |                      | 江苏省高新技术产品    |
| 15 | TM1200 高强级反光膜        | 江苏省高新技术产品    |
| 16 | FG 蓄光膜发光膜            | 常州市高新技术产品    |
| 17 | TM 高强级反光膜            | 常州市科学技术进步一等奖 |

华日升是中国交通标准化理事会理事单位。创始人陆亚建作为主要起草人、华日升作为起草单位参与多个行业或国家标准的讨论和制定，其参与的标准制定情况如下：

| 序号 | 标准名称         | 标准编号            | 实施日期       | 备注                               |
|----|--------------|-----------------|------------|----------------------------------|
| 1  | 单向透视膜        | HG/T 4870-2015  | 2016 年 3 月 | 华日升为起草单位、陆亚建为主要起草人               |
| 2  | 车身喷绘贴膜       | HG/T 4869-2015  | 2016 年 3 月 | 华日升为起草单位                         |
| 3  | 农业机械机身反光标识   | NY/T 2612-2014  | 2015 年 1 月 | 华日升为起草单位、陆亚建为主要起草人               |
| 4  | 中华人民共和国机动车号牌 | GA 36-2014      | 2014 年 1 月 | 华日升为起草单位、陆亚建为主要起草人               |
| 5  | 道路交通反光膜      | GB/T 18833-2012 | 2013 年 6 月 | 华日升参与前期讨论（本标准代替 GB/T 18833-2002） |
| 6  | 地名标志         | GB 17733-2008   | 2008 年 8 月 | 华日升为起草单位、陆亚建为主要起草人               |
| 7  | 机动车号牌用反光膜    | GA 666-2006     | 2007 年 3 月 | 华日升为起草单位、陆亚建为主要起草人               |
| 8  | 车身反光标识       | GA 406-2002     | 2003 年 3 月 | 华日升参与修改审定                        |

## **（1）领先的技术实力和自主研发创新能力**

华日升被认定为高新技术企业，国家火炬计划重点高新技术企业和江苏省民营科技企业、技术密集知识密集企业，承担了多个国家火炬计划，多个产品被评为国家重点新产品和省级高新技术产品。华日升已建成江苏省企业技术中心，江苏省反光材料工程技术研究中心，且 2014 年被认定为江苏省重点企业研发机构。华日升拥有的“通明”商标已被国家工商管理总局商标局认定为中国驰名商标。

经过数十年的实践积累和技术研发，华日升积累了大量的核心技术和工艺配方，完全具备了新产品、新材料及机电一体化技术的开发与实施能力，研发水平在国内同行业中处于领先地位。成功研制出具有高透光性、高耐候性、高柔韧性的丙烯酸树脂、聚脂树脂等数十种反光膜专用树脂的配方和合成技术，攻克了反光膜光匹配技术、玻璃微珠单层共面植珠技术、同圆心反光曲面技术等数十项技术难关，成功研发出反光材料工业化生产所需的材料、工艺、设备等一整套共 13 项专利技术，打破了反光材料生产技术被美、日、韩垄断的格局。

## **（2）优质的产品质量和高度的社会认可**

华日升产品先后获得过江苏省科技厅、常州市科技局的多项产品荣誉。TM8200 车牌级反光膜、TM1800 高强级反光膜及工程级后向反光膜被列入“国家火炬计划项目”，其多项产品被认定为“国家重点新产品”、“江苏省高新技术产品”，公路交通标志反光膜技术获得了国家科学技术最佳成果进步奖二等奖”等。其中华日升车牌反光膜产品及车身反光标识在国内市场上占据主导地位，成为华日升最具竞争力的代表性系列产品之一。根据公安部交通管理科学研究所的备案数据显示，在车牌反光膜方面，目前全国 31 个省、自治区、直辖市中华日升供应其中的 19 个。

华日升产品已通过中国、欧洲等多个国家及地区的产品认证。华日升高强级、工程级反光膜通过了欧洲（EN12899-1:2007）认证。华日升是目前国内反光材料领域为数不多通过该认证的厂家之一，该认证帮助华日升产品成功开拓欧洲市场，提高国际竞争力。截止 2015 年底公司的产品远销美国、德国、法国、日本、俄罗斯、墨西哥等 98 个国家和地区。

### **（3）经验丰富、技术专业的团队**

反光材料行业作为新材料行业，是一个多学科交叉、知识密集、资金密集的高新技术产业，其生产过程融合了物理光学、色彩学、高分子材料学、化学、金属材料及机械设备制造等多种学科和技术。华日升从事反光材料行业多年，通过常年的经营已经建立了优秀的管理、研发和工程技术团队。其管理团队拥有丰富的从业经验，对市场具有深刻的理解；核心技术团队更是攻克了多项技术难关，成功研发的反光材料技术成果填补了国内的空白，并参与了多项行业标准制定；工程技术团队通过多年实践有效实现了工艺改进，生产优化，大大提高了生产效率。优秀的团队成为华日升发展的重要驱动力。

### **（4）科学、严密的质量管理体系**

华日升于 2007 年配合公安部制订了关于《机动车号牌 GA36-2007 标准》和《GA36-2014》标准，同时参与制订了国家公共安全行业标准《机动车号牌用反光膜》（GA 666-2006）标准。华日升还参与了公安部道路交通管理标准化技术委员会关于公共安全行业标准《车身反光标识》（GA 406-2002）的修改审定。除此之外华日升还是民政部《地名标志》（GB17733-2008）的主要起草人，还先后参与了国家标准《公路交通标志反光膜》（GB/T 18833-2002）的前期讨论。

## **3、华日升处于快速增长阶段，报告期及预测当年利润增长较高**

静态市盈率指标虽然是常用的相对估值指标，但其未包含不同增长率水平对企业价值的影响。华日升 2015 年进行分立，分立前经营受资金压力的影响，经营情况不能完全反应其实际的盈利能力。因此，华日升 2015 年静态市盈率并不能客观、全面的反映本次评估基准日企业价值。

对比报告期及预测期当年（2016 年），华日升处于业务快速增长阶段，特别是在本次分立后，公司轻装上阵，加快了产品结构的调整，以及加大对新产品的研发力度，华日升的收入水平和利润水平均得到较大的提高。2016 年 1-6 月份，华日升实现的收入和净利润分别为 16,614.93 万元和 1,825.69 万元，占 2015 年全年营业收入和净利润的比率分别为 52.89%、59.67%，2016 年盈利预测可实现性较强（具体分析请详见“问题十九”）。参考华日升 2016 年的预测净利润，其预测当年动态市盈率为 15.46 倍。

因此，作为国内反光膜行业的龙头企业，拥有较强的研发实力和产品开发能力，并处于业务快速发展阶段的华日升较高的收入和利润增长率支持其取得较高的估值水平。

#### **4、本次交易不存在损坏中小股东利益的情形**

本次交易中，评估师综合考虑了标的公司的业务特性、行业特征、行业地位、核心竞争力和未来收益情况，采用收益法评估结果作为评估结论。资产评估遵循了相关业务准则，审慎合理。交易作价参考资产评估结果协商确定，未超过资产评估值。同时，针对本次交易，交易对方与上市公司签署了严格的盈利预测补偿协议，可充分保证上市公司和中小股东利益不受损害。因此，本次交易不存在损害中小股东权益的情形。

## **二、补充披露情况**

上述相关披露内容已在重组报告书“第五章标的资产的评估”之“一、标的资产评估情况”中补充披露。

### 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：考虑华日升在行业内的市场地位及资本市场状况，本次评估的增值率和市盈率具有合理性，本次交易不存在损害中小股东权益的情形。

本页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于中国证券监督管理委员会[161416]号<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>资产评估相关问题的答复》之盖章页）

中联资产评估集团有限公司

2016年9月8日