

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

关于上海证券交易所《关于对洛阳玻璃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》  
之独立财务顾问核查意见

上海证券交易所：

根据贵所《关于对洛阳玻璃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[2017]0223号）（以下简称“《问询函》”），摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“独立财务顾问”）作为本次重大资产重组的独立财务顾问，对有关问题进行了认真分析，现就《问询函》中相关问题的核查回复如下，请予审核。

如无特别说明，本核查意见中所涉及的简称或名词释义与《洛阳玻璃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（修订稿）》（以下简称“预案”）中披露的释义相同。本核查意见中问题序号与《问询函》保持一致。

由于与本次交易相关的审计和评估工作尚未完成，因此本核查意见中涉及的财务数据、评估数据仅供投资者参考之用，最终数据将以具有从事证券期货相关业务资格的审计、评估机构依据有关规定出具的审计报告、评估报告为准。

## 一、关于标的资产经营及财务情况

问题 1、预案披露，标的资产合肥新能源与桐城新能源在 2016 年收入实现爆发式增长。请补充披露：（1）标的资产客户获取方式、是否具有稳定性，并结合最近三年的产量、销量、期末库存及周转率情况，说明收入爆发增长的合理性；（2）标的资产向前五大客户的销售收入分别占同期营业收入的比例，是否存在关联交易。若存在，作价是否公允；（3）标的资产收入确认的时点和依据，销售退回的比率和金额，相关会计处理是否符合会计准则的规定；（4）结合合同行业可比公司的销售毛利率、应收账款周转率、存货周转率等主要财务指标情况，说明标的资产营业收入增长合理性；（5）标的资产报告期内应收账款情况及其期限、坏账准备计提情况、以及截止目前的回收情况。请财务顾问和会计师发表意见。

回复：

### 一、标的公司收入增长具有合理性

#### （一）客户获取方式及稳定性

标的公司的销售模式以直销为主，客户获取方式主要有两种：1) 主动开发：标的公司通过线下行业专业展会、线上平台等甄选目标客户，通过送样、产品试用和批量供货等获得相关客户的认可；2) 被动获取：客户主动向标的公司采购而成为标的公司客户。

标的公司均设有销售部，负责统筹协调客户的开发及客户关系管理，并与重要下游客户建立长期合作关系，目前已初步形成较为稳定的营销网络和销售渠道。

#### （二）标的公司的产量、销量、期末库存及周转率情况

标的公司的产量、销量、期末库存及周转率情况如下：

公司	项目		2016 年 1-10 月	2015 年度
合肥新能源	产量（平方米）	原片	20,378,485.28	963,978.68
		深加工	11,300,308.43	-
	销量（平方米）	原片	8,165,871.06	786,546.08
		深加工	9,632,475.78	-
	期末库存（平方米）	原片	429,867.79	177,432.60
		深加工	1,667,533.50	-
	存货周转率（次）		8.39	0.55
桐城新能源	产量（平方米）	原片	9,080,454.67	2,792,543.02

公司	项目		2016年1-10月	2015年度
		深加工	5,964,131.59	1,697,051.47
	销量（平方米）	原片	2,497,776.28	1,025,027.92
		深加工	5,834,753.74	1,908,826.21
	期末库存（平方米）	原片	239,523.63	69,230.09
		深加工	246,103.06	145,865.39
	存货周转率（次）		8.96	3.00

注：所产原片主要用于深加工，其余部分对外销售。

合肥新能源原片生产线于2015年12月进入商业化运营阶段，深加工生产线于2016年2月进入商业化运营阶段，因此，上述数据为生产线商业化运营后的产销量。

桐城新能源生产线于2015年10月进入商业化运营阶段，因此，上述数据为生产线商业化运营后的产销量。

综上，标的公司在报告期内逐步进入商业化运营阶段，因此，收入在报告期内出现增长，具有合理性。

## 二、标的公司主要客户情况

2015年，合肥新能源向前五名客户销售的金额为966.42万元，占当期营业收入总额的比例为66.62%；2016年1-10月，向前五名客户销售的金额为21,939.87万元，占当期营业收入总额的比例为54.46%。合肥新能源与前五名客户不存在关联关系。

2015年，桐城新能源向前五名客户销售的金额为5,828.90万元，占当期营业收入总额的比例为84.37%，其中向关联方中建材浚鑫科技股份有限公司（以下简称“中建材浚鑫”）销售金额为1,819.64万元；2016年1-10月，向前五名客户销售的金额为13,096.35万元，占当期营业收入总额的比例为63.62%，其中向关联方中建材浚鑫销售金额为3,727.45万元。

桐城新能源向中建材浚鑫的销售价格如下：

单位：元/平方米

产品种类	2016年1-10月		2015年度	
	向中建材浚鑫销售均价（含税）	向非关联方销售均价（含税）	向中建材浚鑫销售均价（含税）	向非关联方销售均价（含税）
镀膜片 1632*976*3.2mm	30.11	-	30.01	-
镀膜片 1634*986*3.2mm	30.96	29.84	-	-

产品种类	2016年1-10月		2015年度	
	向中建材浚鑫销售均价 (含税)	向非关联方 销售均价 (含税)	向中建材浚鑫销售均价 (含税)	向非关联方 销售均价 (含税)
镀膜片 1948*976*4.0mm	40.00	-	39.00	-
镀膜片 1950*986*3.2mm	31.00	30.78	-	-
镀膜片 1950*986*4.0mm	38.76	38.32	-	-

其中，镀膜片 1632\*976\*3.2mm、镀膜片 1948\*976\*4.0mm 两种规格的光伏玻璃镀膜片仅有向中建材浚鑫的销售记录，未向非关联方销售，但该两种规格产品的销售金额占向中建材浚鑫销售总额的比例较低。除此以外，由上表可见，其他规格产品的销售均价(含税)与同期向非关联方的销售均价总体上无明显差异，定价公允合理。

### 三、标的公司收入确认的会计处理符合会计准则的规定

#### (一) 标的资产收入确认的时点和依据

标的公司销售的商品在同时满足下列条件时，按从购货方已收或应收的合同或协议价款的金额确认销售商品收入：①已将商品所有权上的主要风险和报酬转移给购货方；②既没有保留通常与所有权相联系的继续管理权，也没有对已售出的商品实施有效控制；③收入的金额能够可靠地计量；④相关的经济利益很可能流入企业；⑤相关的已发生或将发生的成本能够可靠地计量。相关会计处理符合会计准则的规定。

标的公司销售收入确认的具体时点和依据为：产品发出并经客户签收，确认销售收入。

#### (二) 销售退回

标的公司销售退回的比率和金额较低，具体如下：

单位：万元

公司	2016年1-10月		2015年度	
	销售退回金额	占当期收入比例	销售退回金额	占当期收入比例
合肥新能源	187.35	0.49%	-	-
桐城新能源	114.49	0.56%	45.76	0.66%

销售退回的会计处理为标的公司向客户开具红字发票，冲减营业收入和营业成本，增加存货，相关会计处理符合会计准则的规定。

### 四、与同行业可比公司相比，标的公司营业收入增长具有合理性

标的公司与同行业可比上市公司的销售毛利率、应收账款周转率、存货周转

率的情况如下：

公司	销售毛利率（%）		应收账款周转率（次）		存货周转率（次）	
	2016年1-6月	2015年度	2016年1-9月	2015年度	2016年1-9月	2015年度
南玻 A	28.35	15.85	14.87	19.27	14.95	15.72
安彩高科	22.72	-2.36	4.85	4.44	12.47	9.26
亚玛顿	14.71	16.37	3.98	3.86	7.82	7.62
中航三鑫	16.28	13.22	4.96	6.24	3.44	3.83
拓日新能	20.88	24.10	2.33	2.54	1.73	0.98
<b>平均数</b>	<b>20.59</b>	<b>13.44</b>	<b>6.20</b>	<b>7.27</b>	<b>8.08</b>	<b>7.48</b>
<b>中位数</b>	<b>20.88</b>	<b>15.85</b>	<b>4.85</b>	<b>4.44</b>	<b>7.82</b>	<b>7.62</b>
合肥新能源	21.92	-0.64	8.55	267.78	10.70	0.66
桐城新能源	31.46	23.60	3.27	1.43	10.75	3.00

注：

1、同行业可比上市公司的数据来源于上市公司披露的 2016 年半年度或三季度财务报表数据；

2、标的公司上述 2016 年数据均为 1-10 月数据；

3、除中航三鑫销售毛利率为包括光伏玻璃、电子玻璃、汽车玻璃等业务的综合毛利率，其他可比上市公司的销售毛利率均为光伏玻璃业务的销售毛利率，同时因上市公司三季度销售毛利率均为综合毛利率，无光伏玻璃业务毛利率，故选取 2016 年半年度毛利率数据；

4、应收账款周转率、存货周转率为年化数据

由于 2015 年合肥新能源、桐城新能源生产线商业化运营时间较短，因此 2015 年度数据与同行业不具备可比性。以下仅分析 2016 年可比期间的数据。

销售毛利率方面，合肥新能源毛利率与行业平均水平基本接近；桐城新能源毛利率略高于南玻 A，主要原因为其生产耗用的燃料成本及人工成本较低。

应收账款周转率方面，1）合肥新能源高于行业平均水平，主要原因为 2015 年底开始销售，期初应收款项余额较少；2）桐城新能源应收账款周转率与亚玛顿、拓日新能等公司基本一致，行业平均值较高主要受南玻 A 影响，南玻 A 应收账款周转率较高的原因主要是包含电子玻璃和普通浮法玻璃业务，而电子玻璃和普通浮法玻璃业务通常采用现款现货或预收款方式销售。

存货周转率方面，合肥新能源、桐城新能源与行业平均水平基本一致。

综上，考虑到标的公司投产时间等因素的影响，标的公司经营情况与行业水平基本一致，收入增长符合公司实际情况。

## 五、标的公司应收账款情况

### （一）合肥新能源

报告期内，合肥新能源应收账款情况及其期限、坏账准备计提情况及回收情

况如下：

1、合肥新能源应收账款情况

单位：万元

账龄	2016年10月31日			2015年12月31日			2014年12月31日		
	账面余额	比例	坏账准备	账面余额	比例	坏账准备	账面余额	比例	坏账准备
1年以内	11,304.86	100%	-	5.42	100%	-	-	-	-
合计	11,304.86	100%	-	5.42	100%	-	-	-	-

合肥新能源一般给予客户 3-6 个月的信用账期，报告期内，合肥新能源应收账款期限均在 1 年以内，均未超过信用账期，根据企业会计政策，账龄 1 年以内的应收款项无需计提坏账准备。

2、应收账款回收情况

截至 2016 年 10 月 31 日，合肥新能源应收账款余额为 11,304.86 万元，截至 2017 年 3 月 1 日，累计收回货款 9,271.55 万元。

(二) 桐城新能源

报告期内，桐城新能源应收账款情况及其期限、坏账准备计提情况以及回收情况如下：

1、桐城新能源应收账款情况

单位：万元

账龄	2016年10月31日			2015年12月31日			2014年12月31日		
	账面余额	比例	坏账准备	账面余额	比例	坏账准备	账面余额	比例	坏账准备
1年以内	7,488.86	89.55%	-	6,865.14	96.92%	-	2,445.16	88.30%	-
1至2年	695.16	8.31%	208.55	66.16	0.93%	19.85	323.89	11.70%	76.48
2至3年	66.16	0.79%	33.08	152.47	2.15%	41.76	-	-	-
3至4年	112.16	1.35%	43.21	-	-	-	-	-	-
合计	8,362.34	100%	284.84	7,083.77	100%	61.60	2,769.05	100%	76.48

桐城新能源一般给予客户 3-6 个月的信用账期，报告期内，桐城新能源应收账款以期限在 1 年以内为主，桐城新能源对账龄超过 1 年的应收账款已按企业会计政策计提坏账准备。

2、应收账款回收情况

截至 2016 年 10 月 31 日，桐城新能源应收账款余额为 8,362.34 万元，截至 2017 年 3 月 1 日，累计收回货款 7,092.67 万元。

## 六、补充披露情况

上市公司已将上述内容在预案“第四章 交易标的基本情况”之“一、交易标的基本情况”之“(一) 合肥新能源”、“(二) 桐城新能源”予以补充披露。

## 七、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：标的公司在报告期内逐步进入商业化运营阶段，因此，营业收入在报告期内增长具有合理性。向关联方的销售定价与非关联方不存在明显差异，具有公允性；标的公司销售收入的确认方法及依据、销售退回的会计处理符合会计准则的规定；标的公司应收账款坏账准备计提符合会计准则的规定和企业会计政策，应收账款回款情况较好。

**问题 2、预案披露，本次收购的三项标的资产均处于试生产或刚进入正式生产不满一年的阶段，标的资产报告期内业绩不稳定。请公司结合行业现状和上、下游行业周期，以及同行业可比公司的盈利能力和财务状况，说明标的资产的竞争优势、市场占有率、未来业绩稳定增长的合理性及其依据，并结合历史业绩说明收益法估值是否充分考虑未来收益的不确定性风险。请财务顾问和评估师发表意见。**

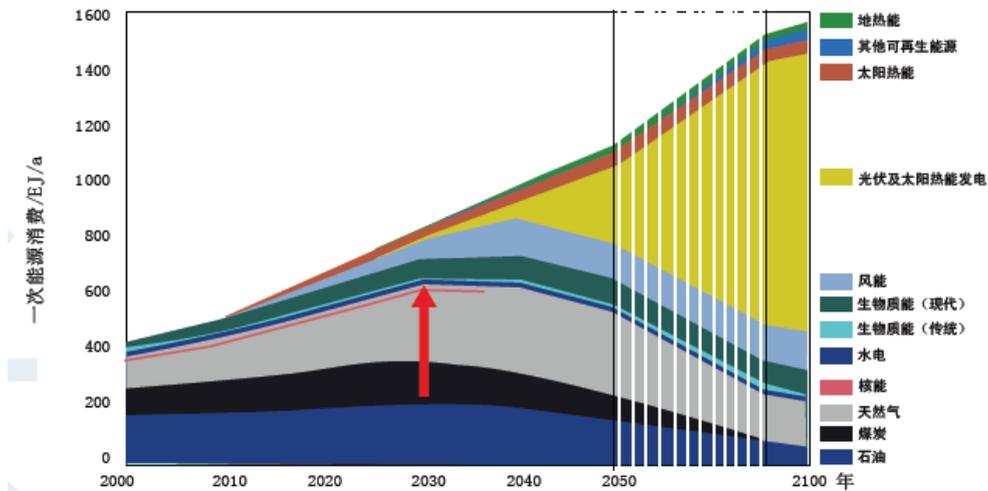
回复：

### 一、光伏行业现状

#### (一) 光伏行业发展概况

随着常规能源形势趋紧以及环境问题的日益突出，开发和利用以环保和可再生为特质的新能源正在引起全球的重视。太阳能具有安全可靠、无污染、无公害、不受资源限制等独特优势，作为一种新兴的可再生能源，具备较大开发和利用潜力。

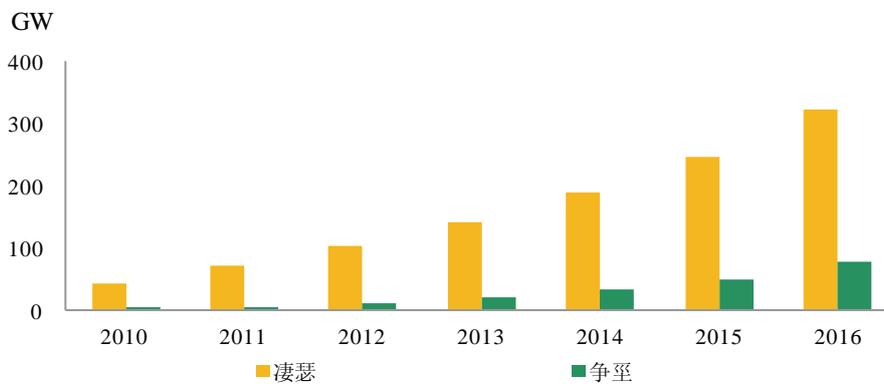
根据欧盟联合研究中心预测，到 2030 年可再生能源在总能源结构中占比将达到 30% 以上，太阳能光伏发电在世界总电力的供应中占比达到 10% 以上；2040 年可再生能源占总能耗 50% 以上，太阳能光伏发电将占世界总电力的 20% 以上；到 21 世纪末，可再生能源在能源结构中占比将达到 80% 以上，太阳能光伏发电占比将达到 60% 以上。



数据来源：欧盟联合研究中心预测

经过 2012 年光伏产业低潮期，近几年全球光伏市场已经开始回暖，受益于中国、日本、美国等体量较大的光伏市场的持续升温，光伏行业整体呈持续增长的趋势。2016 年，全球累计装机容量为 323.6GW，其中，我国累计装机容量 77.4GW，累计装机容量位列全球第一。

### 2010年至2016年全球及中国累计光伏发电装机容量



数据来源：国家能源局、《全球新能源发展报告》

根据国际能源署（IEA）预测，到 2050 年，太阳能将成为电力主要来源，光伏发电装机容量达 5,946GW，其中，中国光伏装机容量将达到 2,200GW。

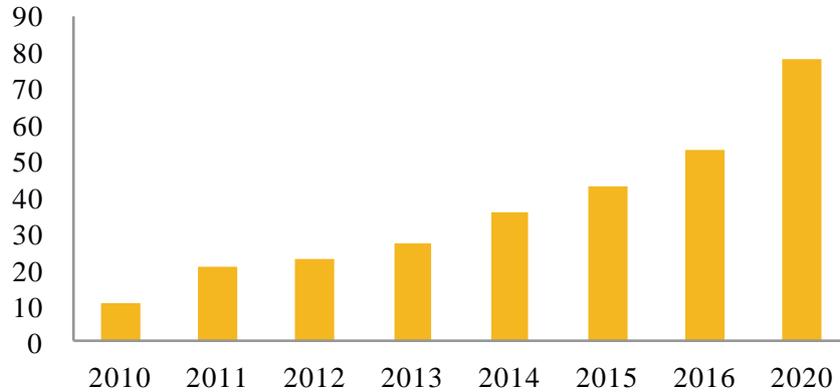
### （二）光伏玻璃市场空间广阔

未来在国内外光伏发电装机需求的带动下，作为太阳能电池组件封装必不可少的关键材料，光伏玻璃也将迎来较大的市场空间。

根据中国光伏行业协会统计，全球和国内光伏组件及相对应光伏玻璃需求量具体如下：

## 2010-2020E年中国组件产量

单位：GW



单位：GW

项目	2015年	2016年	2020年
全球组件产量	60	72	95
国内组件产量	43	53	78.5

数据来源：中国光伏行业协会

2010年我国光伏组件年产量为11GW，2016年我国光伏组件年产量已达53GW，按照每1GW装机容量与光伏玻璃需求量对应关系的行业经验值测算，2016年对应光伏玻璃需求约为3.31亿平方米。此外，根据目前光伏玻璃市场需求状况，我国光伏玻璃除供给国内光伏组件厂商外，尚有约20%的产量出口国外，2016年我国光伏玻璃的总需求量已达到约4.14亿平方米。

### 二、光伏玻璃上下游行业周期

光伏玻璃产业上游为能源（以燃料、电力为主）及原材料（以硅砂、纯碱等为主）；下游为光伏组件制造厂商，最终应用于光伏电站。

上游大宗原燃料市场总需求与国民经济发展水平的关联程度较高，其周期性与宏观经济的周期性大体相同。

太阳能光伏行业作为新兴行业，短期内受国家政策影响较大，其发展周期与国家能源政策呈现一定关联性。同时，太阳能作为能源的一种，其需求也与国民经济发展趋势相一致，与宏观经济的周期性大体相同。

### 三、同行业可比公司的盈利能力和财务状况

标的公司与同行业可比上市公司的销售毛利率、应收账款周转率、存货周转率的情况如下：

公司	销售毛利率 (%)		应收账款周转率 (次)		存货周转率 (次)	
	2016年1-6月	2015年度	2016年1-9月	2015年度	2016年1-9月	2015年度
南玻 A	28.35	15.85	14.87	19.27	14.95	15.72
安彩高科	22.72	-2.36	4.85	4.44	12.47	9.26
亚玛顿	14.71	16.37	3.98	3.86	7.82	7.62
中航三鑫	16.28	13.22	4.96	6.24	3.44	3.83
拓日新能	20.88	24.10	2.33	2.54	1.73	0.98
<b>平均数</b>	<b>20.59</b>	<b>13.44</b>	<b>6.20</b>	<b>7.27</b>	<b>8.08</b>	<b>7.48</b>
<b>中位数</b>	<b>20.88</b>	<b>15.85</b>	<b>4.85</b>	<b>4.44</b>	<b>7.82</b>	<b>7.62</b>
合肥新能源	21.92	-0.64	8.55	267.78	10.70	0.66
桐城新能源	31.46	23.60	3.27	1.43	10.75	3.00

注：

1、同行业可比上市公司的数据来源于上市公司披露的 2016 年半年度或三季度财务报表数据；

2、标的公司上述 2016 年数据均为 1-10 月数据；

3、除中航三鑫销售毛利率为包括光伏玻璃、电子玻璃、汽车玻璃等业务的综合毛利率，其他可比上市公司的销售毛利率均为光伏玻璃业务的销售毛利率，同时因上市公司三季度销售毛利率均为综合毛利率，无光伏玻璃业务毛利率，故选取 2016 年半年度毛利率数据；

4、应收账款周转率、存货周转率为年化数据

由于 2015 年合肥新能源、桐城新能源生产线商业化运营时间较短，因此 2015 年度数据与同行业不具备可比性。随着生产线逐步开始商业化运营，合肥新能源、桐城新能源 2016 年经营情况与行业水平逐步持平。

#### 四、标的公司竞争优势、市场占有率及业绩稳定增长的合理性

标的公司市场竞争力和竞争优势主要体现在以下几个方面：

##### 1、产品质量优势

标的公司隶属于中国建材集团，科研水平较高，拥有多项新型科研成果，具备较强的科研转化能力。此外，标的公司部分关键设备和材料从国际先进公司引进，工艺水平领先，所生产的光伏玻璃产品质量较好，成品率高，可以满足下游客户对优质光伏玻璃的需求。通过在生产经营过程中严控质量，强化质量考核评价，标的公司形成了一套科学、合理、高效的质量管理体系。凭借过硬的产品质量，标的公司获得了下游主要光伏组件厂商的认可，并逐渐与之建立合作关系。

##### 2、产品品种优势

标的公司已建和拟建生产线产品规格丰富，不仅可以生产目前主流的 3.2mm 光伏盖板玻璃，还可以生产适用于双玻组件的薄型光伏玻璃，符合光伏产业轻量

化的发展趋势，也可满足客户多元化需求。同时，通过自身的研发优势及技术创新，标的公司不断丰富和完善产品结构，提高产品的质量和档次，进一步提升盈利水平。

### 3、区位优势

标的公司均处于华东地区，该区域光伏组件厂商较多。尤其是合肥新能源和宜兴新能源，周边分布合肥晶澳太阳能、常州天合太阳能、江苏阿斯特太阳能等较大规模的光伏组件厂商。良好的区位优势，有利于标的公司开拓客户，也有利于降低产品运输成本，提高产品竞争力，为标的公司带来较好的经济效益。

### 4、企业管理优势

标的公司拥有一批经验丰富、多学科背景综合互补的管理团队。团队成员拥有较好的专业技术背景、技术开发能力和市场开拓能力。优秀的管理团队有利于企业抓住行业发展的趋势，研发符合行业需求的产品，开拓下游用户，提高企业经营绩效，降低企业经营风险。

标的公司运营时间虽然较短，但凭借优质的光伏玻璃产品、丰富的品种结构、规模化低成本优势、较好的企业管理水平，逐步获得了下游组件厂商的认可。

2016年，合肥新能源、桐城新能源分别完成约2,100万平方米、1,007万平方米玻璃销售量，根据中国光伏玻璃总需求量估算，分别占中国光伏玻璃总需求量（含出口）的比例约为5.07%、2.43%。宜兴新能源于2016年11月商业化运营，报告期内无相应市场占有率数据。

综上，光伏玻璃行业市场规模较大，为标的公司提供了发展空间。随着标的公司商业化运营的推进和生产规模的进一步扩大，凭借自身竞争能力，预计标的公司未来具有较好的成长潜力。

### 五、结合历史业绩说明收益法估值是否充分考虑未来收益的不确定性风险

根据预审计结果，标的公司最近两年一期主要业绩情况如下：

单位：万元

公司	项目	2016年1-10月	2015年度	2014年度
合肥新能源	营业收入	40,288.97	1,450.59	-
	净利润	1,992.15	-1,178.23	1,603.66

公司	项目	2016年1-10月	2015年度	2014年度
	归属于母公司股东的净利润	1,992.15	-1,178.23	1,603.66
桐城新能源	营业收入	20,589.36	6,927.57	556.86
	净利润	3,089.64	80.93	-723.84
	归属于母公司股东的净利润	3,089.64	80.93	-723.84

宜兴新能源成立于 2016 年 10 月 28 日，报告期内无经营财务数据。

合肥新能源、桐城新能源的生产线于 2015 年底左右开始商业化运营，2016 年 1-10 月，标的公司生产线运营情况逐步稳定，产能逐步释放，产销量水平逐步提升，因此 2016 年业绩指标较 2015 年已有较大提升。

本次收益法预估值已通过折现率等综合考虑相应的规模风险、经营风险及未来收益不确定性的风险，拟出具的正式评估报告也将在收益法中考虑标的公司未来收益不确定的风险。

## 六、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：光伏玻璃行业具有较大的市场空间，标的公司凭借其竞争优势，经过一段时间的商业化运营，经营情况已与同行业公司基本持平。同时，本次交易预估值已考虑标的公司未来收益的不确定性风险。

**问题 3、预案披露，合肥新能源的资产负债率高达 84.8%，公司经营活动现金流连续两年为负。请公司：（1）结合同行业公司的资产负债率水平，说明标的公司负债率畸高的原因及其合理性，并说明公司财务费用对盈利能力的影响；（2）说明自 2015 年起公司营业收入爆发式增长的同时，公司连续两年经营活动现金流为负，两者产生重大背离的原因及其合理性。请财务顾问和会计师发表意见。**

回复：

### 一、合肥新能源负债情况

#### 1、合肥新能源负债率较高的原因及其合理性

截至 2016 年 10 月 31 日，合肥新能源与同行业可比上市公司的资产负债率水平对比情况如下：

公司	资产负债率
南玻 A	51.33%
安彩高科	21.06%

公司	资产负债率
亚玛顿	40.70%
中航三鑫	81.02%
拓日新能	42.52%
<b>平均数</b>	<b>47.33%</b>
合肥新能源	84.79%

注：同行业可比上市公司资产负债率数据来源为上市公司披露的 2016 年三季度报表数据。

合肥新能源的资产负债率高于同行业水平，主要原因为可比公司均为上市公司，融资渠道多样化，尤其是可以进行权益性融资。而合肥新能源为非上市公司，且注册资本金较少，仅为 1.3 亿元，而前期生产线投资较大，建设资金主要来源于银行借款，同时还形成较大的应付工程建设及设备采购款项，导致资产负债率较高。

2016 年 1-10 月，合肥新能源财务费用发生额为 2,112.73 万元，其中：利息支出 2,162.71 万元、利息收入 53.14 元，财务费用率为 5.24%。若公司未来收入规模增加，且通过本次重组拓宽融资渠道，预计财务费用率将降低，合肥新能源的盈利能力也将进一步提升。

## 2、合肥新能源资产负债率较高、财务费用较高的风险

光伏玻璃生产线前期建设需要大量的资金投入，但因合肥新能源注册资本金较少，形成较多负债，资产负债率较高。截至 2016 年 10 月 31 日，合肥新能源未经审计合并报表资产负债率 84.79%。若标的公司的业绩不及预期，较高的资产负债率可能带来财务费用较高的风险，进而对标的公司的盈利能力产生一定不利影响。

## 二、合肥新能源经营性现金流情况

合肥新能源自 2015 年起营业收入增幅较大的主要原因为：1) 2015 年 12 月原片生产线才开始进入商业化运营阶段，全年产量、销量较少；2) 2016 年 2 月，深加工生产线进入商业化运营阶段，随着原片及深加工生产线逐步进入商业化运营阶段，产能释放，产销量增加，使得 2016 年 1-10 月营业收入较 2015 年出现较大幅度增长。因此，合肥新能源报告期内营业收入增幅较大，符合其生产经营的实际情况。

合肥新能源 2016 年 1-10 月及 2015 年主要现金流量表补充资料情况如下：

单位：万元

项 目	2016年1-10月	2015年度
净利润	1,992.15	-1,178.23
固定资产折旧	2,739.50	32.42
无形资产摊销	179.90	150.13
财务费用（收益以“-”号填列）	2,162.71	-
存货的减少（增加以“-”号填列）	-2,888.55	-2,127.68
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-12,830.67	-1,502.01
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	7,546.54	1,207.33
经营活动产生的现金流量净额	-1,098.42	-3,418.04

由上表可见，合肥新能源连续两年经营活动产生的现金流量净额为负数的主要原因系经营性应收项目增加大于经营性应付项目增加所致，具体情况如下：

1、2015年度经营性应收项目增加1,502.01万元，存货增加2,127.68万元，而经营性应付项目仅增加1,207.33万元；

2、2016年1-10月，随着产能释放，产量逐步增加，合肥新能源按照行业惯例，采用赊销的方式进行销售，给予客户一定信用账期，使得2016年10月31日经营性应收项目较2015年12月31日增加12,830.67万元，而其生产所需的主要原材料、燃料等成本费用一般均采用先付款后发货的结算方式，导致经营性应付项目的增加比例小于经营性应收项目的增加比例。

对于经营性应收，为根据行业惯例作出。经与同行业可比上市公司的比较（详见第2题回复之“三、同行业可比公司的盈利能力和财务状况”），合肥新能源的应收账款周转率与同行业平均水平不存在重大差异。

对于经营性应付，标的公司与同行业可比上市公司应付账款周转率如下：

公司	应付账款周转率（次）	
	2016年1-9月	2015年度
南玻A	5.95	6.21
安彩高科	13.07	10.71
亚玛顿	13.96	13.26
中航三鑫	2.98	3.73
拓日新能	3.48	2.09
平均数	7.89	7.20
中位数	5.95	6.21
合肥新能源	1.14	0.04

注：

1、同行业可比上市公司的数据来源于上市公司披露的2016年三季度财务报表数据；

2、标的公司上述 2016 年数据为 1-10 月数据；

3、应付账款周转率已年化

合肥新能源 2015 年度和 2016 年 1-10 月（年化）应付账款周转率低于同行业平均水平，主要原因是：1）标的公司刚进入商业化运营阶段，前期生产线投资建设产生了较高的应付工程及设备款项，导致应付账款较多；而同行业可比上市公司生产线已较为成熟，应付账款主要为生产经营过程中产生的应付材料款等项目；2）合肥新能源于 2015 年 12 月开始商业化运营，目前仍处于生产经营的初期阶段，因此，销售成本较少，相对于同行业成熟公司而言，应付账款周转率较低。

综上，结合合肥新能源所处发展阶段，其应付账款周转率低于同行业平均水平具有合理性。

### 三、补充披露情况

上市公司已将合肥新能源资产负债率较高、财务费用较高的风险在预案“重大风险提示”之“七、公司经营风险”和“第九章 风险因素”之“九、公司经营风险”予以补充披露。

### 四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：合肥新能源负债率较高系其注册资本较少，前期生产线投资资金主要来源于债务性融资，随着合肥新能源后续财务费用率的逐步降低，其盈利能力将进一步提升。合肥新能源连续两年经营活动产生的现金流为负的原因主要是随着销售规模的扩大，经营性应收项目的增加大于经营性应付项目增加所致，具有合理性。

**问题 4、预案披露，标的资产合肥新能源与桐城新能源的非经常性损益主要为政府补助，合肥新能源 2015 年其他营业外收支为-2,472.14 万元。请补充披露：（1）结合政府补助的获得原因及时间，说明将政府补助确认为与收益相关的政府补助的原因和依据，是否符合会计准则规定；（2）合肥新能源 2016 年政府补助大幅下滑的原因；（3）合肥新能源 2015 年其他营业外收支具体构成。请财务顾问和会计师发表意见。**

回复：

#### 一、政府补助情况

### (一) 合肥新能源报告期内政府补助情况

报告期内，合肥新能源收到政府补助情况具体如下：

单位：万元

项 目	2016年 1-10月	2015年度	2014年度
政策兑现资金	-	2,500.00	2,761.00
研发项目补助款	225.40	-	-
<b>合计</b>	<b>225.40</b>	<b>2,500.00</b>	<b>2,761.00</b>

报告期内收到的主要政府补助款项为：合肥高新区财政支持经济发展政策兑现领导小组根据合肥市人民政府《合肥市承接产业转移加快新型工业化发展若干政策(试行)》、《合肥市承接产业转移进一步推进自主创新若干政策措施(试行)》文件精神，分别于2014、2015年度拨付给合肥新能源2,761万元、2,500万元政策奖励资金。

### (二) 桐城新能源报告期内政府补助情况

报告期内，桐城新能源收到政府补助情况具体如下：

单位：万元

项 目	2016年 1-10月	2015年度	2014年度
桐城市知识产权局专利资助补贴	2.00		
桐城市劳动就业局 2016年稳岗补贴	3.54		
桐城经济开发区财政局支持工业经济发展专项资金补助		158.00	
战略性新兴产业奖励资金		10.00	
桐城市财政国库支付中心高校毕业生就业见习补贴		1.98	1.26
桐城财政国库新增规模企业奖		10.00	1.00
桐城市人力资源和社会保障局 2015年企业新增人员岗位补贴		2.58	
桐城经济开发区财政局土地使用税返还款补助			367.15
桐城市劳动就业管理局给予就业技能培训补助			7.88
桐城市人力资源服务中心 2014年企业新增人员岗位补贴			1.56
<b>合计</b>	<b>5.54</b>	<b>182.56</b>	<b>378.85</b>

根据《企业会计准则第16号—政府补助》的规定，取得的、用于购建或以其他方式形成长期资产的政府补助，确认为与资产相关的政府补助，除与资产相

关的政府补助之外的政府补助，确认为与收益相关的政府补助。若政府文件未明确规定补助对象，即政府文件中对用途仅作一般性表述，没有指明特定项目的，作为与收益相关的政府补助。标的公司取得的政府补助均未明确用于构建长期资产，因此，作为与收益相关的政府补助进行账务处理，符合企业会计准则政府补助的规定。

## 二、合肥新能源 2016 年政府补助下滑的原因

截至 2015 年末，合肥高新区财政支持经济发展政策兑现领导小组已按照合肥市人民政府《合肥市承接产业转移加快新型工业化发展若干政策（试行）》、《合肥市承接产业转移进一步推进自主创新若干政策措施（试行）》文件精神对合肥新能源兑付所有奖励资金，2016 年度不存在未兑现的奖励资金，因此，合肥新能源 2016 年政府补助较少。

## 三、合肥新能源 2015 年其他营业外收支具体构成

合肥新能源 2015 年其他营业外支出为未按合同约定支付土地款项产生的合同违约金 2,472.14 万元。

## 四、补充披露情况

上市公司已将上述内容在预案“第四章 交易标的基本情况”之“一、交易标的基本情况”之“（一）合肥新能源”、“（二）桐城新能源”予以补充披露。

## 五、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：鉴于政府文件未指明特定项目，且标的公司取得的政府补助均未明确用于构建长期资产，因此，标的公司将收到的款项作为与收益相关的政府补助进行账务处理，符合企业会计准则政府补助的规定，同时，随着前期补助资金的兑付，合肥新能源 2016 年政府补助资金较少。合肥新能源 2015 年其他营业外支出为未按合同约定支付土地款项产生的合同违约金。

## 二、关于标的资产估值合理性

问题 5、预案披露，截至 2016 年 10 月 31 日，合肥新能源净资产 17,448 万元，预估值 34,214.63 万元，增值率 96.09%。（1）请结合合肥新能源的行业细分领域、产品竞争力、市场需求和产能、产品技术壁垒及竞争对手情况，详细分析合肥新能源的经营模式、业务现状及发展前景，核心竞争力和主要业绩驱动

因素，以及合肥新能源在相关领域的市场地位、市场份额及行业排名等信息；(2) 补充披露可比上市公司及可比交易的估值情况，说明此次交易的预估合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

### 一、合肥新能源所在行业细分领域的产品竞争力

合肥新能源所生产的光伏玻璃为超白压延玻璃，是光伏组件封装必不可少的关键材料之一。

合肥新能源采用低能耗全氧燃烧技术，在熔化过程中实现玻璃的化学脱色，保证了玻璃产品的较高透光率；同时生产线采用压延成型技术，使用拥有自主知识产权的高透花形，产品质量高，具备透光率高、吸收率和反射率低、抗冲击性强、耐腐蚀能强等特点，可确保向下游光伏组件厂商提供高品质的超白压延玻璃。

### 二、市场需求和产能

多年来，世界各国为了促进可持续发展，应对全球气候变化和能源危机，出台各种鼓励政策，大力发展包括太阳能在内的新能源。同时，随着技术进步和成本下降，太阳能光伏在应用范围上也得到提高，逐步由部分地区的补充能源，向全社会替代能源过渡。预计未来太阳能光伏组件将以较高的速度增长，随之带动对于光伏玻璃的需求增加。根据预测，2017 年全球光伏组件产量约 79GW，对应光伏玻璃的需求量约为 49,375 万平方米，2020 年全球光伏组件产量约 95GW，对应光伏玻璃的需求量约为 59,375 万平方米。

从供给端分析，全球光伏玻璃产能的 75% 左右位于中国。根据统计，目前中国已建成超白压延玻璃生产线的熔化能力合计约 18,140t/d。合肥新能源目前拥有一条 650t/d 超白压延玻璃生产线，占比例约为 3.58%，未来发展空间较大。同时，随着光伏玻璃行业的发展，行业集中度会逐步提高，市场需求会集中于可以提高高质量产品，且成本较低的光伏玻璃供应商，主要原因在于：1) 光伏玻璃生产制造需要长久的经验积累和一站式的生产工艺流程，且需要较大初始投资（行业平均而言，900t/d 的窑炉需要初始投资约 9 亿元人民币），加之规模效应明显，大型窑炉享有较低的制造成本（能耗降低约 20%）；2) 光伏行业的波动客观上减少了新进入者；3) 原有大中型熔窑及设备老化，导致产品率下降，单位成本提高，质量下降，竞争优势减弱，从而逐渐退出市场。

因此，行业需求增加和市场集中度提高两方面因素有利于合肥新能源这类技

术较为先进，产品质量较高，同时具有规模效应的公司。目前，合肥新能源市场占有率约为 5.07%，尚有较大发展空间，随着行业发展以及合肥新能源规模化生产能力的进一步提升，预计该公司效益会进一步提高。

### 三、产品技术壁垒及竞争对手情况

#### （一）产品技术壁垒

下游光伏组件厂商对光伏玻璃的质量和性能有较高要求，光伏玻璃需具备如超薄、高透、高强、高平整、高耐候性等一系列特性。合肥新能源目前拥有一条 650t/d 一窑五线全氧燃烧超白光伏玻璃生产线、八条镀膜生产线及四条钢化生产线，使用了最新的全氧燃烧技术，保证了玻璃原片的高强和高透，较为先进的钢化技术保证了成品的超薄、高强、高平整特性，同时，高效的镀膜技术和新型的镀膜液保证了成品的高透和高耐候性。

#### （二）主要竞争对手情况

合肥新能源主要竞争对手包括信义玻璃控股有限公司、中国南玻集团股份有限公司、福莱特玻璃集团股份有限公司、彩虹集团新能源股份有限公司等，其基本情况如下：

公司名称	基本情况
信义玻璃控股有限公司	信义玻璃控股有限公司（股票代码：0868.HK），产品涵盖优质浮法玻璃、汽车玻璃、建筑节能玻璃及超薄电子玻璃产品等领域。
中国南玻集团股份有限公司	中国南玻集团股份有限公司（股票代码：000012.SZ）主营业务为平板玻璃、工程玻璃等节能建筑材料，硅材料、光伏组件等可再生能源产品及超薄电子玻璃等新型材料和高科技产品的生产、制造和销售。在太阳能产业板块，拥有从多晶硅原料生产到硅片、太阳能电池、太阳能电池组件、太阳能超白压延玻璃的太阳能光伏产业链。
福莱特玻璃集团股份有限公司	福莱特玻璃集团股份有限公司（股票代码：6865.HK）主要生产和销售各种玻璃产品，主要产品涉及太阳能光伏玻璃、优质浮法玻璃、工程玻璃、家居玻璃四大领域，以及太阳能光伏电站的建设和石英岩矿开采，形成了比较完整的产业链。
彩虹集团新能源股份有限公司	彩虹集团新能源股份有限公司（股票代码：0438.HK）主营业务为太阳能电站建设及运营，太阳能光伏玻璃、太阳能电池组件及相关产品的生产及销售，光伏玻璃上游石英砂加工，平板显示相关材料等的研发、生产和销售。

### 四、经营模式、业务现状和发展前景

#### （一）经营模式

##### 1、采购模式

合肥新能源生产所需的主要包括能源（以燃料、电力为主）及原材料（以硅砂、纯碱等为主），采取集中采购的采购模式。采购的具体操作中，甄选新供应商时采纳严格标准，遵循货比三家的原则选定供应商，并与其签订采购订单或采购合同，对重要物资的合格供方第一次向其批量采购时，需与其签订采购合同，明确质量要求、验收方式、违约责任等相关内容；针对需要长期采购的原材料、包装材料、消耗品、备品备件、劳保、工具等，可签订相对长期的采购协议。

## 2、生产模式

合肥新能源主要采用以销定产的生产模式，即根据销售订单或销售合同组织生产。通过销售和管理方面上的努力，对产能及产品销量实施动态监控，尽可能根据历史销售情况及市场态势预测各品种需求量，从而尽可能有效保障生产线的产能利用率及产销率。

## 3、销售模式

合肥新能源的销售主要采取直销模式，即与下游客户直接签订产品销售合同，直接销售给客户，由销售部负责统筹协调，并有针对性地拓展市场。同时，建立客户管理系统，与重要下游客户建立紧密型长期合作关系。

## （二）业务现状及发展前景

目前，合肥新能源拥有一条 650t/d 一窑五线全氧燃烧超白光伏玻璃生产线、八条镀膜生产线及四条钢化生产线，原片生产线 2015 年 12 月正式进入商业化运营阶段，深加工生产线 2016 年 2 月进入商业化运营阶段，投产以来，生产运营情况较好，成品率及产品质量逐步提升。

合肥新能源的主要产品为超白压延玻璃原片，主要作为盖板用于封装太阳能电池。随着下游光伏组件轻量化的发展趋势，下游市场需求的日趋多元化，合肥新能源也在积极研发新产品，不断丰富、完善产品种类及产品规格，以满足下游市场的需求，未来发展前景较好。

## 五、核心竞争力和主要业绩驱动因素

合肥新能源核心竞争力分析详见第 2 题回复之“四、标的公司竞争优势、市场占有率及业绩稳定增长的合理性”。

合肥新能源主要业绩驱动因素包括：

### 1、光伏玻璃行业的发展前景较好

详见第 2 题回复之“一、光伏行业现状”。

## 2、光伏行业发展政策的支持

我国光伏行业相关的主要法律法规及产业政策如下：

序号	文件名称	发文机关	发文时间
1	《中华人民共和国可再生能源法》（中华人民共和国主席令第33号，中华人民共和国主席令第23号修订）	全国人民代表大会常务委员会	2005年2月28日 （2009年12月26日修订）
2	《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》国发[2010]32号	国务院	2010年10月10日
3	《关于促进光伏产业健康发展的若干意见》（国发[2013]24号）	国务院	2013年7月4日
4	《能源发展战略行动计划（2014年-2020年）》（国办发[2014]31号）	国务院	2014年6月7日
5	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发[2015]9号）	中共中央、国务院	2015年3月15日
6	《关于促进先进光伏技术产品应用和产业升级的意见》（国能新能[2015]194号）	国家能源局、工业和信息化部、国家认证认可监督管理委员会	2015年6月1日
7	《太阳能发展“十三五”规划》（国能新能[2016]354号）	国家能源局	2016年12月8日
8	《可再生能源发展“十三五”规划》（发改能源[2016]2619号）	国家发展改革委	2016年12月10日

2005年2月28日，全国人民代表大会常务委员会通过《中华人民共和国可再生能源法》，自2006年1月1日起施行；2009年12月26日，全国人民代表大会常务委员会通过关于修改《中华人民共和国可再生能源法》的决定，自2010年4月1日起执行。该法案第二条规定：“本法所称可再生能源，是指风能、太阳能、水能、生物质能、地热能、海洋能等非化石能源”、第四条规定：“国家鼓励各种所有制经济主体参与可再生能源的开发利用，依法保护可再生能源开发利用者的合法权益”、第十七条规定：“国家鼓励单位和个人安装和使用太阳能热水系统、太阳能供热采暖和制冷系统、太阳能光伏发电系统等太阳能利用系统”。

2010年10月10日，国务院发布《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，提出“现阶段重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业”，其中在新材料产业明确提出“大力发展稀土功能材料、高性能膜材料、特种玻璃、功能陶瓷、半导体照明材料等新型功能材料”。

2013年7月4日，国务院发布《关于促进光伏产业健康发展的若干意见》，提出“光伏产业是全球能源科技和产业的重要发展方向，是具有巨大发展潜力的朝阳产业，也是我国具有国际竞争优势的战略性新兴产业”、“把扩大国内市场、提高技术水平、加快产业转型升级作为促进光伏产业持续健康发展的根本出路和基本立足点，建立适应国内市场的光伏产品生产、销售和服务体系，形成有利于产业持续健康发展的法规、政策、标准体系和市场环境”。

2014年6月7日，国务院办公厅发布《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》，提出优化能源结构，大力发展可再生能源，“加快发展太阳能发电。有序推进光伏基地建设，同步做好就地消纳利用和集中送出通道建设。加快建设分布式光伏发电应用示范区，稳步实施太阳能热发电示范工程。加强太阳能发电并网服务。鼓励大型公共建筑及公用设施、工业园区等建设屋顶分布式光伏发电。到2020年，光伏装机达到1亿千瓦左右，光伏发电与电网销售电价相当”。

2015年3月15日，中共中央、国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，提出“强化能源领域科技创新，推动电力行业发展方式转变和能源结构优化，提高发展质量和效率，提高可再生能源发电和分布式能源系统发电在电力供应中的比例”、“放开用户侧分布式电源建设，支持企业、机构、社区和家庭根据各自条件，因地制宜投资建设太阳能、风能、生物质能发电以及燃气‘热电冷’联产等各类分布式电源，准许接入各电压等级的配电网络和终端用电系统”。

2015年6月1日，国家能源局、工业和信息化部、国家认证认可监督管理委员会等三部门发布《关于促进先进光伏技术产品应用和产业升级的意见》，提出“充分发挥市场配置资源的决定性作用，提高光伏产品市场准入标准，引导光伏技术进步和产业升级”、“实施‘领跑者’计划，要求项目采用先进技术产品”。

2016年12月8日，国家能源局发布《太阳能发展“十三五”规划》，提出“到2020年底，太阳能发电装机达到1.1亿千瓦以上，其中，光伏发电装机达到1.05亿千瓦以上，太阳能热发电装机达到500万千瓦”。

2016年12月10日，国家发展改革委发布《可再生能源发展“十三五”规划》，提出“按照‘技术进步、成本降低、扩大市场、完善体系’的原则，促进光伏发电规模化应用及成本降低，推动太阳能热发电产业化发展，继续推进太阳

能热利用在城乡应用。到 2020 年底，全国太阳能发电并网装机确保实现 1.1 亿千瓦以上”、“全面推进分布式光伏和‘光伏+’综合利用工程”、“有序推进大型光伏电站建设”等。

### 3、合肥新能源自身经营优势

(1) 先进设备为公司生产高品质光伏玻璃产品提供了基础

合肥新能源超白光伏生产线工艺水平先进，其镀膜设备采用进口的国际先进生产线，钢化设备采用国内高水准的工艺技术。较为先进的设备，保证合肥新能源所生产的产品具有太阳光透射度高、机械强度高、平整度高、铁含量低等特点。凭借过硬的产品质量，合肥新能源获得了下游主要光伏组件厂商的认可，并逐渐与之建立合作关系。

(2) 规模效应

目前，合肥新能源已拥有一条 650t/d 一窑五线全氧燃烧超白光伏玻璃生产线、八条镀膜生产线及四条钢化生产线，但尚未达到最佳规模。未来拟建的合肥新能源全氧燃烧新型光伏盖板材料生产线二期项目，熔窑熔化能达到 1,000t/d，设计年产量为 3,330 万平方米，可生产厚度为 2.0-4.0mm 原片玻璃和深加工玻璃。随着生产规模的扩大和产品种类的丰富，合肥新能源将进一步扩大市场份额，降低生产成本，实现规模效应。

(3) 区位优势

合肥地处长三角，该地域光伏组件厂商较多。良好的区位优势，有利于合肥新能源开拓客户，也有利于降低产品运输成本，为合肥新能源带来较好的经济效益。

### 六、合肥新能源在相关领域的市场地位、市场份额及行业排名

详见第 2 题回复之“四、标的公司竞争优势、市场占有率及业绩稳定增长的合理性”。

### 七、与同行业可比上市公司、可比交易对比

(一) 本次交易作价市盈率、市净率

以 2016 年 10 月 31 日预审计净资产账面价值及 2016 年 1-10 月预审计净利润年化数据为基础，本次交易各标的预估作价对应的市盈率、市净率情况如下：

标的公司	市盈率（倍）	市净率（倍）
合肥新能源	14.31	1.96

标的公司	市盈率（倍）	市净率（倍）
桐城新能源	6.67	1.18
宜兴新能源	-	1.08

注：宜兴新能源成立于 2016 年 10 月 28 日，11 月商业化运营，报告期内无经营数据；合肥新能源、桐城新能源市盈率根据标的公司 2016 年 1-10 月预审计净利润数据年化计算

## （二）与光伏玻璃行业可比上市公司市盈率、市净率对比分析

截至本次评估基准日 2016 年 10 月 31 日，光伏玻璃行业可比上市公司的相对估值情况如下：

证券简称	证券代码	市盈率（倍）	市净率（倍）
南玻 A	000012.SZ	25.65	3.03
安彩高科	600207.SH	3,153.41	4.24
亚玛顿	002623.SZ	114.96	3.13
中航三鑫	002163.SZ	-594.00	8.81
拓日新能	002218.SZ	53.57	2.26
平均值		64.73	4.29
中值		53.57	3.13

注：市盈率根据 2016 年 10 月 31 日收盘价与 2016 年 1-9 月净利润（未经审计）数据年化计算；市净率根据 2016 年 10 月 31 日收盘价与 2016 年 9 月 30 日每股净资产计算；市盈率平均值与中值已剔除畸高值与负值

以 2016 年 10 月 31 日收盘价与 2016 年 1-9 月净利润（未经审计）年化数据为基础，剔除畸高值与负值后，光伏玻璃行业可比上市公司市盈率均值为 64.73 倍，中值为 53.57 倍，而本次交易标的合肥新能源、桐城新能源 2016 年 1-10 月预审计净利润对应年化市盈率分别为 14.31 倍、6.67 倍。

以 2016 年 10 月 31 日收盘价与 2016 年 9 月 30 日每股净资产为基础，光伏玻璃行业可比上市公司市净率均值为 4.29 倍，中值为 3.13 倍，而本次交易标的合肥新能源、桐城新能源、宜兴新能源净资产预评估值对应评估基准日预审计净资产的市净率分别为 1.96 倍、1.18 倍、1.06 倍。

综上，本次交易作价低于同行业可比上市公司。但考虑到本次交易标的公司尚未上市流通，因此，该交易作价基本合理，有利于保护上市公司中小股东利益。

## （三）与可比交易的对比

近期公开市场上无光伏玻璃细分行业可比交易案例，故选取光伏组件行业并购案例分析本次预估作价的合理性。2015 年以来，光伏组件行业主要并购案例市盈率、市净率如下：

序号	收购方	收购标的	评估基准日	市盈率（倍）	市净率（倍）
1	露笑科技 (002617.SZ)	江苏爱多能源科技有限公司	2016年5月31日	10.00	2.76
		其他标的		-	-
2	爱康科技 (002610.SZ)	苏州爱康光电科技有限公司	2016年3月31日	10.67	2.12
3	康跃科技 (300391.SZ)	河北羿珩科技股份有限公司	2016年3月31日	18.00	3.69
4	博威合金 (601137.SH)	宁波康奈特国际贸易有限公司	2016年1月31日	15.00	4.97
5	通威股份 (600438.SH)	通威太阳能（合肥）有限公司	2015年12月31日	12.60	6.22
6	协鑫集成 (002506.SZ)	江苏东昇光伏科技有限公司	2015年3月31日	9.73	1.77
		张家港其辰光伏科技有限公司		-	-
<b>平均值</b>				<b>12.67</b>	<b>3.59</b>
洛阳玻璃		合肥新能源	2016年10月31日	14.31	1.96
		桐城新能源		6.67	1.18
		宜兴新能源		-	1.08

注：可比交易市盈率=交易对价/承诺期第一年净利润；标的公司市盈率=交易对价/2016年1-10月预审计净利润年化数；市净率=交易对价/评估基准日账面净资产；宜兴新能源成立于2016年10月28日，11月商业化运营，报告期内无经营数据。

根据预评估结果，桐城新能源2016年1-10月预审计净利润年化数据所对应市盈率低于可比交易市盈率水平；合肥新能源2016年1-10月预审计净利润年化数据所对应市盈率高於可比交易市盈率水平，主要原因是：合肥新能源原片和深加工生产线分别与2015年12月和2016年2月商业化运营，原片生产于2016年初逐步稳产，附加值较高的光伏玻璃深加工产品盈利于相关生产线商业化运营后才逐步释放，故2016年利润未涵盖全年水平，导致其所对应市盈率略高于可比交易市盈率平均水平。合肥新能源、桐城新能源、宜兴新能源本次交易市净率均低于近期光伏组件行业并购案例平均估值水平。

综上，本次交易预估作价对应估值指标低于行业平均水平，充分考虑了上市公司及中小股东的利益，具有合理性。

## 八、补充披露

上市公司已将可比上市公司及可比交易估值的相关情况在预案“第五章 标的资产预估作价及定价公允性”之“三、本次交易标的预估价合理性分析”予以

补充披露。

### 九、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：结合合肥新能源所处行业供求情况、经营模式、业务现状、业绩驱动因素、发展前景、市场占有率等信息，合肥新能源具备较强市场竞争力；同时，本次交易预估作价对应估值指标低于同行业上市公司平均水平和可比交易水平，充分考虑了上市公司及中小股东的利益，具有合理性。

**问题 6、预案披露，标的资产合肥新能源的本次估值约是其 2014 年 2 月 28 日估值的两倍；标的资产桐城新能源的本次估值约是其 2016 年 4 月 30 日估值的两倍。请补充披露：（1）合肥新能源两次评估的评估增值率，并说明在 2014 年公司盈利、2015 年亏损、2016 年净利润与 2014 年持平的情况下，公司估值翻倍的原因及其合理性；（2）桐城新能源短时间内估值翻倍的原因及其合理性，两次评估增值率形成差异的原因及其合理性。请财务顾问和评估师发表意见。**

回复：

#### 一、合肥新能源两次评估差异的原因分析

##### （一）合肥新能源两次评估的评估增值率

合肥新能源以 2014 年 2 月 28 日为评估基准日的评估和以 2016 年 10 月 31 日为评估基准日的预评估的增值率分别为 13.14% 和 96.09%，具体如下：以 2014 年 2 月 28 日为评估基准日，中联资产评估集团有限公司出具《中国建材国际工程集团有限公司和安徽华光光电材料科技集团有限公司拟向中国洛阳浮法玻璃集团有限责任公司转让持有的中建材（合肥）新能源有限公司 76.92% 股权项目资产评估报告》（中联评报字[2014]第 1039 号），采用资产基础法对相关股权转让事项予以评估。评估基准日账面净资产为 15,875.00 万元，评估增值 2,085.20 万元，增值率为 13.14%。

本次交易评估基准日为 2016 年 10 月 31 日，拟采用收益法和资产基础法进行评估，并拟选用收益法评估结果作为本次预评估价值的参考依据。截至 2016 年 10 月 31 日，合肥新能源账面净资产为 17,448.00 万元，预评估增值 16,766.63 万元，增值率为 96.09%。

## **(二) 两次评估结果差异的原因及其合理性**

前次评估的评估结果与本次预评估结果存在差异的主要原因为企业所处发展阶段不同。2014年2月28日，合肥新能源尚处于建设期，其盈利1,603.66万元，主要来源为政府补助2,761.00万元，而2016年10月31日，合肥新能源已进入商业运营阶段，两次评估企业所处发展阶段不同，使得本次预评估结果与前次评估结果存在一定差异，具备合理性。

### **二、桐城新能源两次评估差异的原因分析**

#### **(一) 桐城新能源两次评估的评估增值率**

桐城新能源以2016年4月30日为评估基准日的评估和以2016年10月31日为评估基准日的预评估的增值率分别为118.75%和17.70%，具体如下：

以2016年4月30日为评估基准日，银信资产评估有限公司出具《中国建材桐城新能源材料有限公司拟接受增资所涉及的中国建材桐城新能源材料有限公司股东全部权益价值评估报告》（银信评报字[2016]第1028号），采用资产基础法和收益法对桐城新能源增资事项进行评估，最终选取资产基础法结果作为最终结论。截至2016年4月30日，桐城新能源账面净资产为5,478.20万元，资产基础法评估增值6,505.30万元，增值率为118.75%；收益法评估增值11,623.49万元，增值率212.18%。

本次交易评估基准日为2016年10月31日，拟采用收益法和资产基础法进行评估，并拟选用收益法评估结果作为本次预评估价值的参考依据。截至2016年10月31日，桐城新能源预审计净资产账面值为21,009.00万元，预评估增值3,717.60万元，增值率为17.70%。

#### **(二) 两次评估结果差异的原因及其合理性**

前次评估的评估结果与本次预评估结果存在差异的主要原因为净资产规模变化。2016年4月30日评估基准日至2016年10月31日评估基准日之间，桐城新能源实收资本从3,700.00万元变为13,338.898万元，增加9,638.898万元，其中蚌埠院增资4,000万元（其中，3,338.898万元计入实收资本，661.102万元计入资本公积），华光集团履行出资义务出资6,300万元，且上述出资均已缴纳。

注册资本规模的增加，导致公司净资产增加。因此，净资产规模变化导致桐城新能源本次预评估结果与前次评估结果存在一定差异，具备合理性。

### 三、补充披露

上市公司已在预案“第四章 交易标的基本情况”之“一、交易标的基本情况”之“（一）合肥新能源”、“（二）桐城新能源”予以补充披露。

### 四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：合肥新能源前次评估以 2014 年 2 月 28 日为基准日，其原片生产线于 2015 年 12 月才开始进入商业化运营，深加工生产线于 2016 年 2 月开始进入商业化运营阶段，2016 年生产线运营情况逐步稳定，故两次评估企业所处发展阶段不同，两次评估结果存在一定差异具备合理性；桐城新能源前次评估基准日 2016 年 4 月 30 日至本次评估基准日 2016 年 10 月 31 日期间，蚌埠院向桐城新能源增资 4,000 万元，华光集团履行出资义务出资 6,300 万元，净资产规模发生变化，两次评估结果存在一定差异具备合理性。

## 三、其他

**问题 7、预案披露，宜兴新能源成立于 2016 年 10 月 28 日，成立时间过短，尚未正式生产运营。请补充披露：（1）收购宜兴新能源的原因；（2）宜兴新能源预计投产时间、主营产品、目标客户，与其余两个标的公司之间是否会存在关联交易。请财务顾问发表意见。**

回复：

### 一、收购宜兴新能源的原因

#### （一）避免本次重组后与上市公司形成同业竞争

根据上市公司战略发展规划，通过本次重组，上市公司拟在超薄玻璃基板业务的基础上，发展超白压延光伏玻璃业务。本次重组前，上市公司实际控制人中国建材集团直接或间接控制的从事超白压延光伏玻璃业务的公司包括合肥新能源、桐城新能源及宜兴新能源。为有效避免本次重组完成后上市公司实际控制人及所控制的企业可能与上市公司产生的同业竞争，上市公司拟于收购合肥新能源、桐城新能源的同时收购宜兴新能源。

## **（二）有利于提高上市公司核心竞争力**

宜兴新能源地处江苏无锡，周边光伏组件厂商较多。良好的区位优势是宜兴新能源未来取得较好经济效益的基础，有利于在重组完成后提高上市公司整体竞争力。

## **二、宜兴新能源业务发展情况**

### **（一）运营情况及主要产品**

宜兴新能源于 2016 年 11 月进入商业化运营阶段，其主要产品为光伏玻璃原片及深加工产品，具体包括超白压延玻璃原片、超白压延镀膜钢化玻璃及超白压延钢化玻璃等，主要作为盖板用于封装太阳能电池，是太阳能电池组件的关键材料。

### **（二）目标客户**

宜兴新能源的目标客户为江浙沪地区内品牌声誉较高、产品需求量较大、信用情况较好的光伏组件厂商。截至本核查意见出具日，宜兴新能源正在逐步开发下游目标客户。

宜兴新能源主营产品与合肥新能源、桐城新能源深加工产品基本相同，三家标的公司不存在上下游关系，因此，宜兴新能源与合肥新能源、桐城新能源之间发生关联交易的可能性较低。同时标的公司在未来的实际经营过程中，也将避免非必要性的关联交易。

## **三、补充披露情况**

上市公司已将上述内容在预案“第四章 交易标的基本情况”之“一、交易标的基本情况”之“（三）宜兴新能源”予以补充披露。

## **四、独立财务顾问核查意见**

经核查，独立财务顾问认为：收购宜兴新能源的主要原因包括：1）避免本次重组后与上市公司形成同业竞争；2）宜兴新能源在区位方面具备较强的竞争优势，有利于提高上市公司整体竞争力。宜兴新能源于 2016 年 11 月正式进入商业化运营阶段，主营产品为光伏玻璃原片及深加工产品，目标客户为江浙沪地区内品牌声誉较高、产品需求量较大、信用情况较好的光伏组件厂商。

**问题 9、预案披露，本次发行股份募集配套资金在扣除交易税费后（含发行**

费用), 用于合肥新能源全氧燃烧新型光伏盖板材料生产线二期项目和桐城新能源年产 400 万平方米高透双玻组件光伏玻璃深加工项目的建设。请补充披露:(1) 募投项目与公司现有业务之间的关系, 是否具备协同效应;(2) 募投项目的落地或项目最新进展情况;(3) 结合光伏玻璃行业的供需情况, 进一步说明募投项目的必要性。请财务顾问发表意见。

回复:

## 一、募投项目与标的公司现有业务具备较强协同效应

### (一) 募投项目是在现有业务上的延伸和深化

标的公司的投资和发展计划是依据其现有业务和市场状况, 按照自身发展战略和经营目标制定的。合肥新能源和桐城新能源的主营业务均为光伏玻璃原片及深加工产品的研发、生产与销售, 目前标的公司的主要产品为 3.2mm 和 4.0mm 超白压延玻璃, 未来拟进一步丰富光伏玻璃产品种类, 优化产品结构, 提升和优化产品性能, 实现企业规模化。

合肥新能源募投项目将建设 1,000t/d (一窑四线) 光伏盖板玻璃生产线, 可生产厚度为 2.5-4.0mm 原片玻璃和厚度为 2.0-4.0mm 深加工玻璃, 该募投项目将在现有生产线基础上, 进一步扩大合肥新能源生产规模, 提升产能, 主要生产符合行业轻量化发展趋势的薄型光伏玻璃, 丰富产品种类, 优化产品结构。桐城新能源募投项目将建设年产 400 万  $m^2$  的高透双玻组件光伏玻璃生产线, 主要用于对原片进行深加工, 可生产 2.0-2.8mm 高透双玻组件盖板和背板玻璃, 一方面可以提高自产原片的深加工利用率, 另一方面将重点发展双玻组件封装材料, 有利于促进桐城新能源现有产品结构的优化升级, 满足下游光伏组件厂商双玻组件产品日益增长的需求。

因此, 募投项目是在合肥新能源和桐城新能源现有主营业务基础上的产品结构丰富、技术提升和规模扩张, 其实施将使合肥新能源和桐城新能源主营业务在广度和深度上得到全方位的发展, 提高核心竞争力。

### (二) 募投项目将充分利用标的公司现有资源储备

经过一段时间的经营与发展, 合肥新能源和桐城新能源已积累了一定的经验和资源, 募投项目将充分利用标的公司现有业务的生产和技术条件、业务模式、人员储备、管理经验、客户基础、销售网络等, 建成后有利于加强与现有业务的

协同作用，提升标的公司市场竞争力。

## 二、募投项目的进展

合肥新能源和桐城新能源正着手进行募投项目建设的前期准备工作，待相关工作完成后，将进行土建施工及设备的建造、安装和调试，项目建设期预计为1年。

合肥新能源全氧燃烧新型光伏盖板材料生产线二期项目已于2016年12月29日完成在合肥高新技术产业开发区经济贸易局的备案登记（合高经贸[2016]653号）；桐城新能源年产400万m<sup>2</sup>高透双玻组件光伏玻璃深加工项目已于2017年1月4日完成在桐城市发展和改革委员会的备案登记（桐发改许可[2017]2号）。上述募投项目均系在实施主体的现有厂区内建设，不涉及新征土地。目前，合肥新能源和桐城新能源正在办理环评相关手续。

## 三、募投项目的必要性

### （一）把握光伏玻璃行业发展契机

光伏玻璃行业情况详见第2题回复之“一、光伏行业现状”及第5题回复之“二、市场需求和产能”。

随着太阳能光伏逐渐向全社会替代能源过度，预计光伏组件市场将以较快的速度增长，随之带动对光伏玻璃需求的增加，同时，随着市场集中度的不断提高，以及下游光伏组件厂商对光伏玻璃品质要求的提升，市场需求会集中于标的公司这类可以以较低成本提供高质量光伏玻璃的供应商。建设募投项目，扩充有效产能，提升规模化生产能力，有利于标的公司把握光伏玻璃行业发展契机，进一步提升企业绩效，提高市场竞争力和占有率。

### （二）符合上市公司和标的公司自身发展的要求

通过本次交易，上市公司将在超薄玻璃基板业务的基础上，置入光伏玻璃业务，丰富和优化上市公司产品结构，做大做强新型专用功能性玻璃业务。上述战略目标的实现，依赖于标的公司进一步扩张和强化光伏玻璃业务。此外，在激烈的市场竞争下，标的公司只有加强技术研发产品化和规模化生产能力，扩充有效产能，才能提升市场竞争力。因此，合肥新能源和桐城新能源募投项目的实施是实现上市公司的战略发展目标的有效途径，同时也是提升核心竞争力、促进企业自身发展的必然选择。

### （三）实现业务规模优势的需要

合肥新能源和桐城新能源光伏玻璃业务已初具规模，且呈现较快增长趋势，为把握光伏行业增长契机，实现业务的快速扩充与规模优势，投资新建与之相匹配的生产线是必然选择。募投项目建成后，合肥新能源与桐城新能源研发技术成果产品化并规模化生产的能力将得到进一步提升，规模优势将增强上游供应商的议价能力，同时产品单位研发、生产成本将会降低，企业整体赢利能力将会得到提升。

### 四、补充披露情况

上市公司已将上述内容在预案“第七章 募集配套资金”之“三、募集配套资金用途及实施方式”之“（二）本次募集配套资金投资项目具体分析”予以补充披露。

### 五、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：募投项目的实施是合肥新能源和桐城新能源主营业务在广度和深度上的全方位发展，与其现有业务具备较强关联性和协同效应；募投项目已完成在政府投资主管部门的备案工作；募投项目的实施符合行业发展的趋势，建成达产有利于增强研发技术成果产品化并规模化生产的能力，实现上市公司和标的公司战略发展目标。

**问题 10、预案披露，桐城新能源设立时，国际工程已完成 1,000 万元技术出资，且该技术已转让至桐城新能源，但设立时验资报告登记为 700 万元。2016 年 10 月 21 日，桐城新能源作出股东会决议，全体股东确认并同意该笔出资已于公司设立时缴纳完毕。请补充披露：（1）技术出资的价格是如何确定的、具体的履行程序、以及设立时验资报告登记为 700 万元的原因；（2）该次股东会议决议是否符合法律规定。请财务顾问和律师发表意见。**

回复：

**一、技术出资的价格的确定、具体的履行程序，以及设立时验资报告登记为 700 万元的原因**

#### （一）技术出资价格的确定

国际工程以非专利技术作价 1,000 万元出资价格系由各方按照评估结果协商

确定，具体情况如下：

2010年10月15日，安徽华安资产评估事务所有限公司出具的华安评报字[2010]050号《中国建材国际工程集团有限公司拟对外投资非专利技术评估报告书》（以下简称“《非专利技术评估报告》”），以2010年9月30日为评估基准日，采用收益法对国际工程用以出资的非专利技术“太阳能电池用压花玻璃成套工程技术”进行评估，确认评估价值为1,085.04万元。

## （二）技术出资履行的程序

### 1、2010年12月，国际工程以非专利技术对桐城新能源出资

2010年10月15日，安徽华安资产评估事务所有限公司出具的《非专利技术评估报告》，以2010年9月30日为评估基准日，采用收益法对国际工程用以出资的非专利技术“太阳能电池用压花玻璃成套工程技术”进行评估，确认评估价值为1,085.04万元。

华光集团、国际工程、恒昌集团先后于2010年11月30日签署《出资协议》、于2010年12月2日签署《安徽恒昌光电玻璃有限公司章程》，约定共同出资设立恒昌光电，注册资本为10,000万元，其中国际工程以专利技术出资1,000万元。

2010年12月23日，桐城鑫烨会计师事务所出具《验资报告》（桐鑫会验字[2010]189号），确认国际工程用于出资的非专利技术已经移交给恒昌光电，并将该非专利技术中的700万元计入实收资本。

上述国际工程以技术出资事宜已经获得中国建材集团作出的《关于安徽华光光电科技有限公司合资设立中国建材桐城新能源材料有限公司的批复》的同意，同意国际工程以经评估的无形资产认缴桐城新能源出资1,000万元，持股10%。

### 2、2016年10月，对非专利技术出资事项进行确认

为解决设立时验资报告登记情况与实际不符事宜，桐城新能源股东会于2016年10月21日作出决议，同意按实际情况确认国际工程在公司设立时以该等非专利技术作价1,000万元出资，并全部计入注册资本，并相应修订公司章程。

2016年10月28日，桐城市市场监督管理局就上述事项予以备案。

桐城新能源已根据上述股东会决议，进行了相应的账务调整。依据大信会计师事务所（特殊普通合伙）于2017年1月16日出具的《中国建材桐城新能源材料有限公司专项复核报告》（大信验字[2017]第2-00010号），国际工程的上述

出资已于桐城新能源设立时缴付到位。

### **（三）设立时验资报告登记为 700 万元的原因**

恒昌光电成立于 2010 年 12 月 24 日。根据当时有效的《公司法》（2005 年修订）第二十七条，“全体股东的货币出资金额不得低于有限责任公司注册资本的百分之三十。”如将全部 1,000 万元出资均计入实收资本，将导致其实收出资中，货币出资比例不符合要求，因此《验资报告》中仅将技术出资中的 700 万元出资计入实收资本。

### **二、该次股东会议决议符合相关法律规定**

为解决上述设立时验资报告登记情况与实际不符事宜，桐城新能源股东会于 2016 年 10 月 21 日作出决议，同意按实际情况确认国际工程在公司设立时以该等非专利技术作价 1,000 万元出资，并全部计入注册资本，并相应修订公司章程。

基于前述，桐城新能源已经会计师验资确认实际已于设立时收到国际工程的 1,000 万元技术出资，该等作价事项已履行评估手续，取得了桐城新能源原股东、现股东的同意和确认。现行有效的《公司法》（2013 年 12 月修订，2014 年 3 月施行）已取消了关于货币出资比例的规定。上述事项已经在桐城市市场监督管理局办理了备案手续。因此，该等决议内容符合实际情况，不存在违反现行《公司法》等法律法规的情形，该次股东会决议合法、有效。

### **三、补充披露情况**

上市公司已将上述内容在预案“第四章 交易标的基本情况”之“一、交易标的基本情况”之“(二) 桐城新能源”予以补充披露。

### **四、独立财务顾问核查意见**

经核查，独立财务顾问认为：国际工程以非专利技术作价 1,000 万元出资事项系各方按评估结果协商确定，履行了股东会决议、中建材集团批复、会计师验证，及工商登记备案等程序。设立时验资报告登记为 700 万元系根据当时《公司法》的要求作出，后续经股东会决议变更为 1,000 万元符合实际情况，未违反现行《公司法》等法律法规，该次股东会决议合法、有效。

（本页无正文，为《摩根士丹利华鑫证券有限责任公司关于上海证券交易所<关于对洛阳玻璃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>之独立财务顾问核查意见》之盖章页）

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

2017年3月9日