

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[172016]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核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于 2017 年 10 月 27 日下发的中国证券监督管理委员会[172016]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，中联资产评估集团有限公司技术支持中心组织评估项目组对贵会审核意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本核查意见。

答复中可能涉及的公司名称简称如下：

安徽皖通科技股份有限公司简称为“皖通科技”、“本公司”或“上市公司”；

成都赛英科技有限公司简称为“赛英科技”或“标的公司”。

现将具体情况汇报如下：

问题一、申请材料显示，标的资产《高新技术企业证书》已过期。请你公司补充披露：1) 相关资质续办情况，是否存在重大不确定性。2) 标的资产相关税收优惠的有效期限，以及到期后相关税收优惠是否具有可持续性。3) 相关假设是否存在重大不确定性及对本次交易评估值的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。（反馈意见7)

答复：

（三）相关假设是否存在重大不确定性及对本次交易评估值的影响

结合以上分析，未来标的公司不能持续取得高新技术企业资格的不确定性风险较小，享受高新技术企业税收优惠具有可持续性，故本次标的公司未来年度能够持续享受高新技术企业所得税 15%优惠税率的假设前提具备合理性，符合其实际经营情况。

此外，在极端情况下若标的公司未能持续取得高新技术企业资质并享有国家规定的相关税收优惠政策，则不能享受减至 15%的税率征收企业所得税的税收优惠，将对标的公司的所得税综合税率产生一定的影响。在上述情况下，根据收益法计算数据，假设其他因素不变，所得税综合税率变动对赛英科技估值的敏感性分析如下：

所得税综合税率变动额	变动后评估值（万元）	估值变动率
3%	41,408.78	-3.77%
2%	41,949.73	-2.51%
1%	42,490.68	-1.26%
0%	43,031.63	0.00%
-1%	43,572.59	1.26%
-2%	44,113.55	2.51%
-3%	44,654.51	3.77%

由上表可见，所得税综合税率变化会对标的公司估值产生一定程度

的影响。

经核查，评估机构认为：上市公司对标的公司享受高新技术企业税收优惠政策的可持续性进行了补充披露，并认为标的公司未来年度能够持续享受高新技术企业所得税 15% 优惠税率的假设前提具备合理性。若在极端情况下标的公司未能持续取得高新技术企业资质，则标的公司综合所得税税率每变动 1 个百分点，其估值变动率约为 1.26%。

问题二、申请材料显示，赛英科技收益法评估值为 43,031.63 万元，增值率 399.41%。赛英科技评估预测营业收入增长率较高，2017 年至 2019 年预测营业收入增长率分别为 73.04%、17.34% 及 16.80%。2) 报告期内赛英科技毛利率已有较大幅度的提升。请你公司：1) 结合最新业绩情况，补充披露赛英科技 2017 年预测收入和净利润的可实现性。2) 结合赛英科技合同签订和执行情况、产品预测价格和销量、与主要客户合作的稳定性、产能情况，分产品补充披露赛英科技收益法评估预测营业收入的具体依据及其合理性。3) 补充披露“2018 及以后年度，各类产品毛利率按照 2017 年毛利率进行预测”这一评估假设的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。（反馈意见 15）

答复：

（一）结合最新业绩情况，标的公司 2017 年收入和净利润预测具备合可实现性

截至 2017 年 9 月底，赛英科技 2017 年 1-9 月营业收入为 6,004.23 万元，实现净利润 2,437.23 万元，2017 年 1-9 月业绩实现情况与全年预测对比情况见下表。

单位：万元

项目/时间	2017 年 1-9 月	2017 年全年预测	占比
营业收入	6,004.23	7,220.52	83.16%
净利润	2,437.23	3,128.41	77.91%

由上表可知，2017 年 1-9 月实际营业收入和净利润占全年预测比例约为 80%，占比较高；另外，根据标的公司统计的截至 2017 年 9 月 30 日已发货但尚未确认收入的产品情况，截至 2017 年 9 月 30 日标的公司累计已发货且预计在 2017 年可确认收入的金额为 1,282.89 万元，已覆盖全年预测收入，故从标的公司最新业绩情况及已发货情况来看，2017 年预测营业收入和净利润具备可实现性。

（二）结合标的公司合同签订及执行情况、产品预测价格和销量、产能情况、与主要客户合作的稳定性，2018 年及以后收入预测具备合理性

1、标的公司合同（订单）签订及执行情况

截至 2017 年 9 月 30 日，标的公司尚未发货的在手合同（订单）及执行情况见下表。

单位：万元

在手订单	2018 年预测收入	订单金额/预测金额
2,386.87	8,472.51	28.17%

根据前述内容及上表可知，截至 2017 年 9 月 30 日，标的公司已发货的订单金额共计 1,282.89 万元，可覆盖 2017 年全年预测；未发货且正在执行的在手订单已覆盖 2018 年全年预测收入近 30%，考虑到赛英科技客户主要为国内军工配套企业、军工科研院所、军工厂、军工企业、军事院校等，该类客户一般于年初制定当年财务预算后根据预算安排采

购，因此，2018 年合同（订单）覆盖量已较为充足。

赛英科技历史上客户合同（订单）执行情况良好，与客户建立了长期的良性合作关系，预计出现未能执行合同（订单）情况的可能性较小。因此，从标的公司合同（订单）角度进行分析，标的公司营业收入的预测具备可实现性。

2、标的公司主要产品单价、销量及营业收入预测情况

标的公司主要产品可分为嵌入式微波混合集成电路、微波混合集成电路、整机及系统产品三类，其产品在电子对抗、相控阵雷达以及老装备提档升级等军用领域、智能安防、港口及码头安全、机场异物探测等民用领域均存在较大需求，在我国军民融合的大背景下，我国军工行业快速发展，国防信息化进程不断加深，国防投入不断增长，标的公司的主营业务未来将迎来巨大的发展空间。本次标的公司结合目前现有订单情况、未来行业需求情况及标的公司持续研发投入带来的业务增长情况对 2018 年及以后年度各类产品收入进行预测，具体情况见下表。

单位：万元

项目/年度	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
收入合计	8,472.51	9,895.75	11,443.36	12,950.88	14,089.93
嵌入式微波混合集成电路	3,359.47	3,807.20	4,302.13	4,818.39	5,203.86
整机及系统	3,047.80	3,731.00	4,477.20	5,148.78	5,663.66
微波混合集成电路	2,065.25	2,357.55	2,664.03	2,983.72	3,222.42

标的公司主要生产定制化产品，各类产品均有多种不同的规格及型号，因客户对于产品的外观、功能、性能、信号控制及传输、功耗、环境适应性等各个方面需求不同，致使主要产品之间价格差异较大。

本次盈利预测在标的公司三大类主要产品的基础上，将每类产品细

分为不同的子类，再按照子类的产品价格及销量对未来年度收入进行预测，对于销售金额占比较小的其他产品，本次评估中还考虑一定的增长空间进行预测。各类产品中主要具体产品单价、销量及营业收入预测情况如下：

(1) 嵌入软件式微波混合集成电路

单位：万元

项目/时间		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
产品 1	单价	3.44	3.44	3.44	3.44	3.44
	销量	800.00	900.00	1,020.00	1,140.00	1,230.00
	销售额	2,748.09	3,091.60	3,503.81	3,916.02	4,225.18
产品 2	单价	5.52	5.52	5.52	5.52	5.52
	销量	30.00	34.00	38.00	43.00	46.00
	销售额	165.50	187.57	209.63	237.22	253.77
产品 3	单价	3.48	3.48	3.48	3.48	3.48
	销量	50.00	57.00	64.00	72.00	78.00
	销售额	174.23	198.62	223.01	250.89	271.80
其他产品	销售额	271.65	329.41	365.67	414.26	453.11
合计		3,359.47	3,807.20	4,302.13	4,818.39	5,203.86

(2) 微波混合集成电路

单位：万元

项目/时间		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
产品 1	单价	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
	销量	730.00	830.00	930.00	1,040.00	1,120.00
	销售额	1,169.08	1,329.23	1,489.38	1,665.54	1,793.66
产品 2	单价	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27
	销量	670.00	760.00	850.00	950.00	1,030.00
	销售额	848.24	962.19	1,076.13	1,202.73	1,304.02
其他产品	销售额	47.92	66.14	98.53	115.45	124.74
合计		2,065.25	2,357.55	2,664.03	2,983.72	3,222.42

(3) 整机及系统

单位：万元

项目/时间	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
-------	--------	--------	--------	--------	--------

产品 1	单价	8.43	8.43	8.43	8.43	8.43
	销量	30.00	37.00	44.00	51.00	56.00
	销售额	253.00	312.03	371.07	430.10	472.27
产品 2	单价	26.67	26.67	26.67	26.67	26.67
	销量	30.00	37.00	44.00	51.00	56.00
	销售额	800.00	986.67	1,173.33	1,360.00	1,493.33
产品 3	单价	8.65	8.65	8.65	8.65	8.65
	销量	210.00	256.00	312.00	359.00	395.00
	销售额	1,816.00	2,213.79	2,698.06	3,104.50	3,415.81
其他产品	销售额	178.80	218.51	234.74	254.18	282.25
合计		3,047.80	3,731.00	4,477.20	5,148.78	5,663.66

上表中，鉴于标的公司产品服务于机载、舰载、弹载等多种武器平台，涉及国家的战略安全，该类武器装备注重产品的高精度和性能的稳定性，客户对价格敏感度较低，且通常要求长期稳定的供货，价格较少出现大幅波动的情况，本次评估预测中单价、销量及营业收入预测具有合理性。

3、标的公司未来收入增长不受其产能限制

标的公司主要生产嵌入式微波混合集成电路、微波混合集成电路、整机及系统三大类产品，产品服务于机载、舰载、弹载等多种武器平台，主要为雷达、电子对抗和通信系统提供配套。标的公司的机械制造生产活动较少，除生产部分自动化生产线中用到的机加工零配件外，主要为组件研发、系统设计、组装等工作。

标的公司产品多数为非标准化产品，产品种类较多，同一类型的产品数量不大，不同产品的生产所用时间、人工数量等差异较大，且标的公司主要进行的组件研发、系统设计、组装等工作并非标准化工作，标的公司产能无法有效量化。但是，在经营过程中，标的公司已将电路板制作、腔体加工、表面处理等长耗时环节采取了外协或外包方式完成，

在现阶段及在未来可预期的生产规模合理扩张过程中无明显对标的公司生产构成阻碍的产能瓶颈。

4、标的公司与主要客户合作稳定且其产品具备持续需求

在本次评估预测中还重点考虑了赛英科技与客户的合作关系的稳定性和持续性。

赛英科技全程参与具体产品的立项、设计、研发、生产等阶段，并充分与客户沟通，精准把握客户需求，从而产品有助于提高与客户的粘性与合作的稳定性。历史经营过程中，赛英科技与其主要客户之间建立了良性互动的合作关系，双方之间无纠纷的情况发生，亦无因产品问题丢失客户的情况发生。

此外，由于赛英科技所从事的军品业务具有进入门槛高、研制周期长、前期投入大的特点，客户对产品的质量和性能的稳定性要求极高，产品需经过严格的检验后方可列装使用，在产品质量稳定的情况下，在武器装备服役周期内往往不会轻易更换其中使用的组件，通常要求长期稳定的供货，故军工产品一经定型销售后，销售具有稳定的延续性。同时，赛英科技的主要客户是我国军工骨干企业，亦为赛英科技未来收益的稳步增长提供了有利持续、稳定的保障。

综上所述，结合标的公司合同签订和执行情况、产品预测价格和销量、产能情况、与主要客户合作的稳定性及市场需求情况，各类产品营业收入的预测具备合理性。

（三）标的公司各类产品毛利率在 2017 年毛利率基础上进行预测

标的公司 2017 年 5-12 月和未来预测年度毛利率情况如下：

单位：万元

项目/年度	2017 年 5-12	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
-------	-------------	--------	--------	--------	--------	--------

		月					
收入合计		3,021.13	8,472.51	9,895.75	11,443.36	12,950.88	14,089.93
成本合计		971.45	2,352.50	2,777.27	3,241.06	3,692.63	4,023.38
毛利率		0.6784	0.7223	0.7193	0.7168	0.7149	0.7145
嵌入式微波集成电路	收入	1,085.24	3,359.47	3,807.20	4,302.13	4,818.39	5,203.86
	成本	177.60	549.78	623.05	704.05	788.53	851.62
	毛利率	0.8363	0.8363	0.8363	0.8363	0.8363	0.8363
整机及系统	收入	1,135.20	3,047.80	3,731.00	4,477.20	5,148.78	5,663.66
	成本	433.34	1,015.53	1,255.61	1,521.59	1,766.82	1,943.50
	毛利率	0.6183	0.6668	0.6635	0.6601	0.6568	0.6568
微波混合集成电路	收入	800.69	2,065.25	2,357.55	2,664.03	2,983.72	3,222.42
	成本	360.50	787.19	898.61	1,015.42	1,137.28	1,228.26
	毛利率	0.5498	0.6188	0.6188	0.6188	0.6188	0.6188

对于 2017 年 5-12 月的毛利率，考虑到嵌入式微波混合集成电路产品报告期内毛利率较为稳定，产品稳定性较高，因此评估预测期内对其按照 2017 年 1-4 月毛利率水平进行预测；对于整机及系统和微波混合集成电路产品，本次评估中考虑了 2017 年 1-4 月固定成本及变动成本情况，结合相关产品的未来销售预期进行预测。

整体而言，2017 年全年预测毛利率为 72.51%，低于 2016 年及 2017 年 1-4 月毛利率水平，较为谨慎，且从截止 2017 年 9 月实际经营情况来看，2017 年 1-9 月标的公司综合毛利率水平为 71.72%，与 2017 年全年预测毛利率差异不大，且根据标的公司目前的发货安排，预计全年实际毛利率与预测毛利率持平，故从 2017 年最新经营情况来看，2017 年毛利率预测具备合理性；对于 2018 年及以后年度的毛利率，预测毛利率分别为 72.23%、71.93%、71.68%、71.49%和 71.45%，低于 2017 年预测毛利率水平，并逐步趋于稳定。未来随着赛英科技预测期营业收入的增长及产品研发的持续投入，同时考虑到军品业务特点固有的稳定性有

助于保有其目前的利润空间，毛利率预测具备合理性。同时，本次盈利预测中出于谨慎性考虑，未将未来年度销售规模扩大可能带来的规模效应、议价能力上升等毛利率上升因素纳入评估。故 2018 年及以后年度各类产品的毛利率在参考 2017 年全年水平基础上，结合可预见的情况进行预测，具备合理性，且从综合毛利率角度来看，未来年度综合毛利率预测趋势略有下降，符合谨慎性原则。

综上所述，标的公司各类产品毛利率在 2017 年毛利率基础上进行预测，系基于已有事实的情况下结合对未来的合理预计进行预测，具备合理性。

经核查，评估机构认为：上市公司结合赛英科技最新业绩情况披露了赛英科技 2017 年预测收入和净利润的可实现性，结合赛英科技合同签订和执行情况、产品预测价格和销量、产能情况、与主要客户合作的稳定性及产品市场需求情况，补充披露了赛英科技各类产品营业收入的依据及其合理性，补充披露了标的公司各类产品毛利率在 2017 年毛利率基础上进行预测的合理性。上述分析内容具备合理性。

问题三、1) 结合近期可比案例情况，补充披露赛英科技收益法评估折现率的合理性。2) 补充披露赛英科技收益法评估预测营运资本增加额的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。（反馈意见 16）

答复：

(一) 结合近期可比交易案例，本次收益法评估折现率选取具备合理性

经统计，最近三年，军工电子行业发生的可比交易案例收益法评估折现率选取情况如下：

上市公司股权代码	上市公司简称	标的公司简称	折现率
300427.SZ	红相电力	星波通信	10.60%
600990.SH	四创电子	博微长安	11.69%
002413.SZ	雷科防务	奇维科技	11.76%
002446.SZ	盛路通信	南京恒电	11.00%
300342.SZ	天银机电	华清瑞达	11.86%
000070.SZ	特发信息	傅立叶	12.22%
000687.SZ	华讯方舟	成都国蓉	12.91%
000547.SZ	航天发展	南京长峰	11.57%
002151.SZ	北斗星通	华信天线	12.65%
002151.SZ	北斗星通	佳利电子	12.02%
	平均值		11.83%
002331.SZ	皖通科技	赛英科技	11.75%

从上表可知，本次赛英科技收益法评估折现率与最近三年行业内可比交易案例收益法评估折现率的选取情况较为可比，本次赛英科技收益法评估折现率选取具备合理性。

(二) 营运资金增加预测具备合理性

1、本次收益法评估营运资金预测情况

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。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(应收款项)等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增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。

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(最低现金保有量)、存货、应收款项和应付款项等主要因素。

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中:

营运资金=经营性现金+存货+应收款项-应付款项

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

根据对赛英科技经营情况的调查,以及经审计的历史经营的资产和损益、收入和成本费用的统计分析以及对未来经营期内各年度收入与成本的估算结果,按照上述定义,可得到未来经营期内各年度的经营性现金(最低现金保有量)、存货、应收款项以及应付款项等及其营运资金增加额。赛英科技报告期及预测期营运资金情况如下:

单位: 万元

项目/年度	2015 年	2016 年	2017 年 1-4 月	2017 全年	2018 年
销售收入合计	3,399.80	4,172.63	4,199.39	7,220.52	8,472.51
销售成本合计	1,178.34	1,228.51	1,013.70	1,985.14	2,352.50
项目/年度	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日	2017 年 4 月 30 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日
最低现金保有量	179.92	180.46	346.31	261.07	307.85
存货	2,062.73	2,190.14	1,678.76	3,308.57	3,920.83
应收款项	2,370.66	2,666.14	6,085.29	4,613.62	5,413.59

应付款项	1,761.41	1,133.53	1,437.26	1,831.66	2,170.61
营运资金	2,851.90	3,903.22	6,673.10	6,351.61	7,471.67
营运资金增加额		1,121.85		-321.49	1,120.06
营运资金/营业收入	83.88%	93.54%	158.91%	87.97%	88.19%

(续)

项目/年度	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
销售收入合计	9,895.75	11,443.36	12,950.88	14,089.93
销售成本合计	2,777.27	3,241.06	3,692.63	4,023.38
项目/年度	2019 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日	2022 年 12 月 31 日
最低现金保有量	360.08	415.78	470.17	511.01
存货	4,628.78	5,401.77	6,154.38	6,705.63
应收款项	6,322.98	7,311.85	8,275.09	9,002.90
应付款项	2,562.54	2,990.47	3,407.13	3,712.30
营运资金	8,749.30	10,138.93	11,492.52	12,507.23
营运资金增加额	1,277.64	1,389.62	1,353.59	1,014.71
营运资金/营业收入	88.41%	88.60%	88.74%	88.77%

2、营运资金增加额预测依据及合理性

由于军工行业的客户一般于年初制定当年财务预算，根据预算安排当年采购及付款计划，货款结算则主要集中于下半年甚至第四季度，因此赛英科技所属行业业务特点导致其上半年营运资金占用金额较高，若仅选取最近一期营运资金情况进行预测，则与未来年度实际情况可能存在较大偏误。故本次营运资金预测报告期全年各项周转率为基础，结合未来经营期内各年度收入与成本的估算情况进行测算。从未来年度营运资金占用的预测情况来看，未来年度营运资金/营业收入约为 88%-89%，与 2015 年和 2016 年营运资金占用的平均情况基本相当，因此，营运资金增加额预测具备合理性。

此外，从期后经营情况来看，截至 2017 年 9 月 30 日，标的公司营运资金占用额为 5,327.59 万元，相比 2017 年 4 月 30 日营运资金占用额

减少约 1,300.00 万元，期后回款情况良好；营运资金占营业收入比重为 88.73%，相比 2017 年 4 月 30 的 158.91%有很大改善，与 2017 年全年预测情况基本持平，随着第四季度的持续回款，2017 年全年营运资金占用情况会优于预测。因此，从期后经营情况来看，营运资金增加额预测亦具备合理性。

经核查，评估机构认为，结合近期可比案例情况，赛英科技收益法评估折现率的选取具备合理性；赛英科技未来年度预测的营运资本增加具备合理性。

此页无正文，为《关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书 172016 号>资产评估相关问题的核查意见》之盖章页）

中联资产评估集团有限公司

二〇一七 年 月 日