

北京中企华资产评估有限责任公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[192138 号]的回复

修订稿

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于 2019 年 8 月 28 日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[192138 号]（以下简称“《一次反馈意见》”）以及于 2019 年 9 月 19 日下发的口头反馈意见，北京中企华资产评估有限责任公司本着勤勉尽责和诚实信用的原则，就《一次反馈意见》和口头反馈意见所列问题进行了认真核查和逐项落实，现针对贵会《一次反馈意见》和口头反馈意见回复如下，请予审核。

本反馈回复所涉数据的尾数差异或不符系四舍五入所致。

问题 12、申请文件显示，标的资产中电飞华涉及 2 项未决诉讼及 1 项未决仲裁，继远软件涉及 6 项未决诉讼及 1 项未决仲裁，中电普华涉及 2 项未决诉讼，上述部分案件处于执行或强制执行阶段。请你公司：1）列表披露标的资产未决诉讼、仲裁事项的最新进展。2）补充披露若涉及败诉、赔偿等，相关责任的承担主体，会计处理及对本次交易的影响。3）结合诉讼、仲裁进展情况，补充披露是否需要计提预计负债，对本次交易及评估值的影响。4）补充披露标的资产是否存在胜诉无法执行的风险，是否就上述未决诉讼确认相应资产，如是，胜诉无法执行对本次交易和标的资产持续运营的影响。请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表明确意见。5）补充披露标的公司截至目前新增诉讼仲裁的情况，请独立财务顾问、律师发表意见。

一、问题回复

（三）结合诉讼、仲裁进展情况，补充披露是否需要计提预计负债，对本次交易及评估值的影响

回复：

1、结合诉讼、仲裁进展情况，补充披露是否需要计提预计负债

如前所述，截至《重组报告书》（修订稿）签署日，标的公司作为被告/被申请人的未决诉讼、仲裁事项涉及的预期负债计提情况如下：

（1）中电飞华

上表案件 1，报告期内，由于其诉讼已经被法院驳回，因此无需进行账务处理计提预计负债；上表案件 2，考虑到报告期内无法估计案件是否很可能导致经济利益流出企业且金额无法可靠计量，因此未对该项诉讼计提预计负债。

（2）继远软件

上表案件 1，已达成和解协议，2019 年 4 月已进行账务处理，计入应付账款中；上表案件 2，原告已撤诉，不会对本次交易产生影响；上表案件 3，报告期间无法估计案件是否很可能导致经济利益流出企业或金额不能够可靠地计量，继远软件未进行计提和确认预计负债，符合会计准则的规定。

（3）中电普华

截至《重组报告书》（修订稿）签署日，中电普华不涉及作为被告/被申请人的未决诉讼、仲裁事项，故不涉及预期负债计提。

2、计提预计负债对本次交易及评估值的影响

由于无法确认损失金额，标的公司均未对诉讼、仲裁计提预计负债，因此本次未将该事项纳入评估过程中，未对评估值产生影响。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

由于无法确认损失金额，标的公司均未对诉讼、仲裁计提预计负债，因此本次未将该事项纳入评估过程中，未对评估值产生影响。

问题 14、申请文件显示,截至评估基准日拟置入 4 个标的资产净资产为 18.99 亿元,收益法评估值 45.61 亿元,平均增值率 140.20%,最高增值率 287.17%。请你公司结合标的资产的行业地位、核心竞争力、市场竞争以及同行业收购案例等,补充披露标的资产增值率较高的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题回复

(一) 请你公司结合标的资产的行业地位、核心竞争力、市场竞争以及同行业收购案例等,补充披露标的资产增值率较高的原因及合理性

回复:

1、行业地位

国家电网公司成立信产集团的目的是为了打造一支服务支撑企业信息化和能源互联网建设发展的专业化队伍。凭借对能源行业的深刻理解,本次重组的标的公司在国家电网公司信息通信领域发挥着核心作用。例如,中电飞华在通信网络建设领域,继远软件在云网基础设施建设、企业运营支撑服务等领域,中电普华在云平台、ERP、电力营销等领域,中电启明星在企业门户、云平台组件等领域处于主导地位,标的公司产品及服务已在国家电网公司总部及 27 个省市电力公司、30 余个直属单位得到应用。

近年来,标的公司将服务国家电网公司的信息化建设成果凝聚为产品,积极强化同源技术拓展,在南方电网、内蒙古电力(集团)有限责任公司、五大发电集团、中广核等业务市场开拓成效逐步凸显。同时,标的公司拥有完整的云网融合产业链,在能源行业以外的其他行业市场,也是极具发展潜力和竞争力的服务商。例如,中电飞华的增值电信运营业务已拥有国家电网公司系统外用户超过 1,800 家,中电启明星的企业门户业务服务已在海关总署、海尔集团等单位应用。

2、核心竞争力

(1) 产业链完整,整体产业优势明显

标的公司在长期信息通信建设运营过程中,形成了大量技术产品和解决方案,特别是企业管理信息化产品具有较好的通用性和可复制性,可广泛应用于国家电

网公司外部相关企业。标的公司经过多年积累，具备“云网融合”全产业链的服务能力，可以充分发挥“云”和“网”的协同效应，竞争优势突出，也有利于后续外部市场拓展。

（2）行业理解深刻，业务产品丰富，客户黏性大

四家标的公司从事能源行业相关信息通信业务均在 15 年以上，积累了大量的业务产品，并拥有一批深刻理解能源行业的专业团队，能够更好地响应客户的定制化需求。相比新进入者，标的公司在历史业绩、市场影响力、品牌知名度等方面优势明显。此外，标的公司通过长期的建设和运营，为客户搭建了支撑经营管理的核心业务系统，具有较强的专业性，相关系统的有效运营和后续迭代均依赖于标的公司作为服务商对客户业务的深入理解，客户黏性大。

（3）信息通信资源丰富，产业发展基础坚实

标的公司拥有丰富的信息通信资源。以网络资源为例，标的公司拥有覆盖北京、上海、天津等重点城市的自建网络 6,500 公里，以及覆盖 24 个城市的承载网，目前正在建设 14 个省 N*100G 大带宽网络，持续拓展信息通信资源。标的公司和国家电网公司丰富的信息通信资源将为标的公司云网融合业务的开展奠定坚实的基础。

（4）技术储备雄厚，产业创新优势突出

标的公司均为国家认定的高新技术企业，拥有各类专业研发人员 1,000 余人，设有院士工作站和博士后科研工作站，拥有北京市云计算重点实验室、国网云技术支持中心等科研机构，与清华大学、中科院等高校院所建立了稳定的产学研合作体系。标的公司在能源行业深耕细作多年，积累了千余项专利和软件著作权，建立了完善的电力全业务知识体系，形成了云平台、企业门户、电力营销、能源交易等一系列富有竞争力的核心产品。

（5）业务资质完备，客户服务体系完善

标的公司拥有全国电信增值业务许可牌照（ISP），具有计算机信息系统集成一级企业资质、CMMI L5 软件能力成熟度认证，以及 ISO27001 信息安全管理体系、信息技术服务运行维护标准符合性证书（ITSS）等 50 项业务专业资质。

同时，标的公司坚持以客户为核心，形成了较为完善的客户服务体系，提供全年无休的 7×24 小时保证服务，并在国家两会、上海世博会、厦门金砖会议等大型活动保电、抗震救灾等工作中发挥了十分重要的保障作用。

3、市场竞争情况

近年来，国家大力推进企业上云和政务云建设，云计算产业发展迅速并已提升到国家战略层面。据中国信通院统计，2018 年，我国云网融合产业市场规模为 3,543.7 亿元，增速达到 31.2%，2019 年和 2020 年的增长率预计将达到 23% 和 37%，预测 2021 年市场规模将达到 6,752 亿元，后续云网融合产业仍将保持 20%以上的增幅。标的公司立足电网，面向能源及公共事业领域，主要提供覆盖云网基础设施、云平台、云应用的一体化服务。

按照《上市公司行业分类指引》，中电飞华所处行业为“互联网和相关服务”及“软件和信息技术服务业”，继远软件、中电普华和中电启明星所处行业为“软件和信息技术服务业”。

软件和信息技术服务业是国民经济的基础性和战略性产业，得益于中国经济的快速稳步发展、产业政策的支持、强劲的信息化投资和旺盛的 IT 消费需求等因素，软件和信息技术服务业已连续多年保持高速发展态势，产业规模不断壮大，目前“云网融合”正在成为企业数字化转型的重要手段，面临重大发展机遇和广阔的业务市场。在该领域的企业信息化服务市场，企业信息化服务市场竞争较为激烈。

中电飞华从事的增值电信运营业务属于互联网接入领域，我国互联网接入市场主要参与者包括基础运营商、广电运营商和其他中小运营商。不同运营商之间的用户数和市场份额占比悬殊。三大基础运营商（中国移动、中国联通和中国电信）处于寡头垄断的格局，广电运营商和中小运营商利用价格竞争策略、宽带提速策略和多样化的有特色的竞争方式，吸引了部分对价格敏感度高或存在差异化需求的用户，争取到一定的市场份额。

4、同行业收购案例

2014 年至今，标的公司同行业可比收购案例情况如下：

序号	收购方	交易标的	评估基准日	评估值	评估增值率 (%)
1	常山股份	北明软件	2014-6-30	217,476.74	431.04%
2	顺网科技	国瑞信安	2015-4-30	37,100.00	934.57%
3	立思辰	康邦科技	2015-6-30	152,252.59	934.83%
4	东土科技	南京电研	2016-6-30	25,000.00	238.49%
5	荣之联	赞融电子	2017-3-31	84,061.03	324.49%
6	拓尔思	科韵大数据	2017-12-31	18,020.00	262.37%
7	光环新网	科信盛彩	2017-12-31	135,000.00	435.54%
8	中孚信息	剑通信息	2017-12-31	95,022.65	1310.80%
9	城地股份	香江科技	2018-3-31	233,300.00	314.78%
10	朗新科技	易视腾科技	2018-9-30	307,600.00	141.29%
		邦道科技	2018-9-30	160,000.00	577.45%
最大值					1310.80%
最小值					141.29%
平均值					536.88%
中值					431.04%
中电普华					219.86%
继远软件					58.50%
中电启明星					287.17%
中电飞华					47.08%
标的资产合计					140.20%

注：（1）数据来源：WIND 资讯；

（2）市盈率=评估值/评估基准日后一年净利润；

（3）市净率=评估值/评估基准日当期所有者权益。

根据上表，标的资产评估增值率低于近年来同行业可比收购案例。

综上所述，一方面，标的公司在品牌、技术、客户、产业布局等方面具备核心优势；另一方面，标的公司所处行业整体发展前景良好，且标的公司正处于快速发展期，其客户稳定，产品质量处于同行业靠前地位，具有很好的发展潜力及持续经营能力。此外，标的公司拥有的管理经验、运营经验、服务能力、人力资源、营销渠道、客户群、品牌影响力等要素，并享有大量的技术经验，这些关键

要素产生的协同作用无法在财务报表中充分体现。因此，标的资产评估值较净资产增值率较高具备合理性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

结合标的资产的行业地位、核心竞争力、市场竞争以及同行业收购案例等，标的资产经营稳定、收益较好、前景广阔，预测期收益实现的可能性较大。收益法估值能更全面、合理地反映标的资产内在价值，标的资产评估值较净资产出现较大增值具备合理性。

问题 15、申请文件显示，收益法评估时，以历史数据为基础并参考标的资产已签订单及意向客户的情况，同时综合考虑行业的未来发展趋势、企业运营计划、核心竞争力、经营状况以及用户情况等因素，来预测未来年度的主营业务收入。请你公司：1)补充披露评估基准日标的资产已签订单及意向客户情况。2)结合报告期内标的资产收入增速、行业发展趋势、标的资产定位及竞争情况补充披露标的资产主营收入的预测依据，说明预测期内标的资产细分业务增长率的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题回复

（一）补充披露评估基准日标的资产已签订单及意向客户情况

回复：

截至评估基准日，标的公司在执行合同及意向订单情况如下：

单位：万元

标的公司	尚未确认收入的在执行合同额（含税）	意向订单金额（含税）	合计	2019 年预测收入	覆盖率
中电飞华	49,465.14	193,311.09	242,776.23	124,100.00	195.63%
继远软件	66,844.86	164,142.92	230,987.78	156,614.76	147.49%

标的公司	尚未确认收入的在执行合同额 (含税)	意向订单金额 (含税)	合计	2019 年预测收入	覆盖率
中电普华	175,548.85	251,186.55	426,735.40	250,191.00	170.56%
中电启明星	41,073.01	67,938.00	109,011.01	75,018.31	145.31%
合计	332,931.86	676,578.56	1,009,510.42	605,924.07	166.61%

根据标的公司的项目进度梳理，截至评估基准日，尚未确认收入的在执行合同额合计 332,931.86 万元，意向订单金额合计 676,578.56 万元，合计 1,009,510.42 万元，整体合同覆盖率达 166.61%，在执行合同绝大多数均能于 2019 年转化为收入，意向订单部分将于 2019 年转化为收入，2019 年预测收入可实现性较高，预测合理。

截至评估基准日标的公司的前五大意向订单，在目前均已转化为在执行合同，具体情况如下：

标的公司	客户名称	合同签订时间	合同金额（万元）
中电飞华	国家电网公司及下属企业	2019 年 1-8 月	76,538.98
	西藏宁算信息科技有限公司	2019 年 3-4 月	6,995.13
	蚂蚁金服（成都）网络技术有限公司	2019 年 1-7 月	1,311.24
	中国长江电力股份有限公司	2019 年 6 月	1,028.65
	中铁电气化局集团有限公司第二工程分公司	2019 年 8 月	749.41
继远软件	国家电网公司及下属企业	2019 年 1-8 月	52,450.13
	北京轩远优士计算机信息技术服务有限公司	2019 年 3-6 月	1,044.25
	淳化县发展和改革局	2019 年 8 月	1,014.56
	北京中科同向信息技术有限公司	2019 年 3 月	930.83
	时代新媒体出版社有限责任公司	2019 年 1 月	150.00
中电普华	国家电网公司及下属企业	2019 年 1-8 月	71,688.32
	上海崛盛通信技术有限公司	2019 年 1 月	5,189.31
	中科软科技股份有限公司	2019 年 1 月	3,044.78
	宁夏信通网络科技有限公司	2019 年 5 月、7 月	342.45
	杭州耀德科技有限公司	2019 年 3 月	130.00
中电启明星	国家电网公司及下属企业	2019 年 1-8 月	11,436.21
	河南万昌新能源有限公司	2019 年 6 月	4,282.65

标的公司	客户名称	合同签订时间	合同金额（万元）
	深圳市鸿瑞峰安防电子有限公司	2019 年 5-8 月	3,082.90
	杭州常业科技有限公司	2019 年 1 月、6 月、8 月	3,066.35
	浙江杭强智能工程有限公司	2019 年 7 月	1,773.28

（二）结合报告期内标的资产收入增速、行业发展趋势、标的资产定位及竞争情况补充披露标的资产主营收入的预测依据，说明预测期内标的资产细分业务增长率的合理性

回复：

1、历史数据情况

标的公司 2017 年至 2018 年的收入增长情况如下：

单位：万元

项目	2017 年	2018 年
中电飞华		
增值电信运营业务	42,402.31	45,296.73
增长率	-2.73%	6.83%
通信网络建设业务	79,828.76	74,006.68
增长率	-15.78%	-7.29%
合计	122,278.10	119,310.82
增长率	-11.65%	-2.43%
继远软件		
云网基础设施建设业务	72,122.22	100,578.87
增长率	12.15%	39.46%
企业运营支撑服务业务	18,249.38	20,881.20
增长率	44.04%	14.42%
企业运营可视化业务	55,004.41	33,158.47
增长率	20.73%	-39.72%
合计	145,376.01	154,618.55
增长率	18.63%	6.36%
中电普华		
云平台业务	43,145.90	43,577.79
增长率	41.92%	1.00%

项目	2017 年	2018 年
电力营销业务	46,648.16	67,090.74
增长率	-7.60%	43.82%
ERP 业务	23,210.69	39,998.43
增长率	13.32%	72.33%
企业运营支撑服务业务	44,788.42	42,592.49
增长率	-18.84%	-4.90%
其他	31,686.13	32,138.10
增长率	-18.82%	1.43%
合计	189,479.30	225,400.72
增长率	-3.13%	18.96%
中电启明星		
云平台组件业务	11,150.49	13,843.58
增长率	1.53%	24.15%
企业门户业务	34,753.39	37,328.18
增长率	50.54%	7.41%
能源交易业务	9,208.23	14,641.29
增长率	341.68%	59.00%
合计	55,137.14	65,822.97
增长率	52.44%	19.38%

根据上表，继远软件、中电普华、中电启明星报告期业务发展符合行业趋势与标的公司实际情况，仅由于业务板块的调整，导致各细分业务的增速略有不同，但整体处于增长趋势。中电飞华报告期调整业务经营方向，逐步转向高毛利业务，放弃低毛利业务，导致营业收入有小幅下降，但未来中电飞华业务整体收入水平将有所提高。

2、行业发展趋势

工信部公布信息显示，中国软件和信息技术服务业整体发展情况良好，软件业务收入和效益保持较快增长。2018 年，全国软件和信息技术服务业规模以上企业 3.78 万家，累计完成软件业务收入 63,061 亿元，同比增长 14.2%；实现利润总额 8,079 亿元，同比增长 9.7%；行业人均创造业务收入 98.06 万元，同比增长 9.6%，高质量发展成效初显。

信息技术服务加快云化发展。2018 年，全行业实现信息技术服务收入 34,756 亿元，同比增长 17.6%，增速高出全行业平均水平 3.4 个百分点。其中，云计算相关的运营服务（包括在线软件运营服务、平台运营服务、基础设施运营服务等在内的信息技术服务）收入 10,419 亿元，同比增长 21.4%，占信息技术服务收入比重达 30.0%。

从行业方面来看，近三年软件和信息技术服务行业收入平均增速约为 13.3%，处于快速发展的水平。

3、标的资产定位

标的资产以打造国内一流的云网融合技术产品提供商和运营服务商为发展目标，重点立足电网，面向电网企业、发电企业、水气热等能源及公共事业领域，以及市场竞争售电企业和能源服务企业等行业用户，提供覆盖云网基础设施、云平台及云应用的产品、解决方案，以及“云网融合”运营一体化服务，助力能源互联网建设和企业数字化转型。

4、竞争情况

标的公司立足电网，面向能源及公共事业领域，主要提供覆盖云网基础设施、云平台、云应用（ERP、企业门户、电力营销等）的一体化服务。在标的公司所处的“互联网和相关服务”及“软件和信息技术服务业”，得益于中国经济的快速稳步发展、产业政策的支持、强劲的信息化投资和旺盛的 IT 消费需求等因素，软件和信息技术服务业已连续多年保持高速发展态势，产业规模不断壮大，目前“云网融合”正在成为企业数字化转型的重要手段，面临重大发展机遇和广阔的业务市场。在该领域的企业信息化服务市场，各个企业利用行业的业务差异、价格竞争策略、以及客户基础资源和服务黏性等要素，均争取到一定的市场份额，具备较好的发展空间。

5、预测期数据情况

标的公司所从事业务主要涉及云网基础设施、云平台、云应用三个层面，标的公司各业务版块预测期收入情况如下：

结合上述数据，具体分析如下：

单位：万元

序号	项目	预测数据				
		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
一	中电飞华					
1	增值电信运营业务	47,117.88	50,650.00	54,710.00	57,710.00	60,030.00
	增长率	4.0%	7.5%	8.0%	5.5%	4.0%
2	通信网络建设业务	76,982.12	83,130.00	89,790.00	96,070.00	101,840.00
	增长率	4.0%	8.0%	8.0%	7.0%	6.0%
	主营业务收入	124,100.00	133,780.00	144,500.00	153,780.00	161,870.00
	合计增长率	4.0%	7.8%	8.0%	6.4%	5.3%
二	继远软件					
1	云网基础设施建设业务	95,549.93	100,327.42	105,343.80	109,557.55	112,844.27
	增长率	-5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	3.0%
2	企业运营支撑服务业务	23,544.59	25,899.05	28,488.95	30,768.07	32,921.84
	增长率	12.8%	10.0%	10.0%	8.0%	7.0%
3	企业运营可视化业务	37,520.25	41,272.27	45,399.50	48,123.47	50,529.64
	增长率	13.2%	10.0%	10.0%	6.0%	5.0%
	主营业务收入	156,614.76	167,498.74	179,232.25	188,449.09	196,295.75
	合计增长率	1.3%	6.9%	7.0%	5.1%	4.2%
三	中电普华					
1	云平台业务	48,371.29	53,208.40	58,795.27	62,322.91	64,504.14
	增长率	11.0%	10.0%	10.5%	6.0%	3.5%
2	电力营销业务	74,470.64	81,917.67	90,519.01	95,950.03	99,308.17
	增长率	11.0%	10.0%	10.5%	6.0%	3.5%
3	ERP业务	44,398.21	48,838.01	53,966.00	57,203.88	59,205.95
	增长率	11.0%	10.0%	10.5%	6.0%	3.5%
4	企业运营支撑服务业务	47,277.61	52,005.35	57,465.90	60,913.78	63,045.69
	增长率	11.0%	10.0%	10.5%	6.0%	3.5%
5	其他	35,673.25	39,240.56	43,360.82	45,962.41	47,571.04
	增长率	11.0%	10.0%	10.5%	6.0%	3.5%
	主营业务收入	250,191.00	275,210.00	304,107.00	322,353.00	333,635.00
	合计增长率	11.0%	10.0%	10.5%	6.0%	3.5%
四	中电启明星					

序号	项目	预测数据				
		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	云平台组件业务	15,681.53	16,723.10	16,834.01	17,468.78	18,342.22
	增长率	13.3%	6.6%	0.7%	3.8%	5.0%
2	企业门户业务	39,449.16	40,822.24	41,922.39	42,976.49	44,040.20
	增长率	5.7%	3.5%	2.7%	2.5%	2.5%
3	能源交易业务	19,887.62	26,475.16	35,269.42	42,898.27	46,128.29
	增长率	35.8%	33.1%	33.2%	21.6%	7.5%
	主营业务收入	75,018.31	84,020.50	94,025.82	103,343.54	108,510.71
	合计增长率	14.0%	12.0%	11.9%	9.9%	5.0%

(1) 中电飞华

中电飞华主要经营增值电信运营业务和通信网络建设业务，历史年度中电飞华放弃低毛利业务，趋向高毛利业务，导致营业收入有小幅下降。但未来随着经营方向的调整，中电飞华业务整体营收规模及盈利能力将有所提高。主要原因为：1) 增值电信运营业务方面，受益于客户粘性大及资源稀缺性等优势，报告期该部分业务收入增长趋势，随着中电飞华的服务持续升级，客户资源持续拓展，预测期内该部分业务仍将保持稳定增长趋势；2) 通信网络建设业务方面，报告期呈现降低趋势，主要是中电飞华逐步转向高毛利业务，放弃低毛利业务。预测期呈增长趋势，主要是电力无线专网建设作为中电飞华的战略业务，其牵头承担了国家电网公司电力无线专网顶层规划设计规划及试点建设工作，目前已完成浙江嘉兴、福建泉州等无线专网建设项目，在当前行业迅猛发展及泛在电力物联网建设的背景下预测期该部分收入增长支撑性较强。综上，预测期内中电飞华各细分业务收入增长率符合其未来发展趋势，预测合理。

(2) 继远软件

继远软件主要经营云网基础设施建设业务、企业运营支撑服务业务及企业运营可视化业务。历史年度继远软件的业务发展较为稳定，整体收入呈增长趋势，未来其业务发展方向将有所调整。细分业务：1) 企业运营可视化及企业运营支撑服务业务，报告期企业运营可视化持续稳定发展，增幅明显。企业运营支撑服务业务继远软件 2018 年作出业务调整，放弃低毛利业务，导致收入规模降低，但业务毛利水平提升，该部分业务整体盈利情况提升，预测期具有相对较高毛利

率水平的企业运营可视化及企业运营支撑服务业务将成为继远软件的未来主要业务发展方向，收入增长相对较快；2）云网基础设施建设业务，历史年度发展较快，增长幅度较高，但毛利水平较低，预测期继远软件业务发展重心将有所调整，大力发展毛利较高业务，导致毛利率水平较低的云网基础设施业务出现短暂下滑，随后在当前行业迅猛发展及国家电网公司加快推进泛在电力物联网建设的背景下，相对放缓增长。综上，预测期内继远软件各细分业务收入增长率符合其未来发展趋势，预测合理。

（3）中电普华

中电普华历史年度的业务数据为整合模拟数据，业务板块包括中电普华保留的云计算、电力营销、ERP 业务及国电通划转的通信、运维、集成和云计算、电网营销等业务。历史年度优质业务整合模拟，营收规模整体呈增长趋势。细分业务方面，报告期除企业运营支撑服务业务呈降低外其他各业务发展良好波动增长，企业运营支撑服务业务呈降低趋势主要是继远软件对低毛利业务进行整合剔除，导致收入规模降低，但业务毛利水平提升。预测期，随着标的公司“云网融合”业务的整合，各板块业务均将融合各自优势，发挥各自特点。在当前行业迅猛发展及国家电网公司加快推进泛在电力物联网建设背景下，业务整合逐步完善，其各业务板块均将取得稳定的增长。综上，预测期内中电普华各细分业务收入增长率符合其未来发展趋势，预测合理。

（4）中电启明星

中电启明星主要经营云平台组件、企业门户及能源交易等业务，历史年度信息技术服务加快云化发展，其各业务条线稳步发展，营收规模整体呈增长趋势。细分业务：1）云平台组件业务和企业门户业务，报告期呈波动增长趋势，预测期中电启明星保持现有服务基础上，逐步拓展新客户，持续满足客户业务需求，保证该部分业务持续稳步增长，考虑到中电启明星业务重点的调整，增长较为有限；2）能源交易业务，报告期增长幅度较大，主要是能源交易业务为中电启明星大力发展业务，预测期借助泛在电力物联网建设的契机，在当前行业迅猛发展及国家电网公司加快推进泛在电力物联网建设背景下，将在 2-3 年后迎来长足发

展。综上，预测期内中电启明星各细分业务收入增长率符合其未来发展趋势，预测合理。

综上所述，本次评估充分考虑了标的公司的业务情况及运营模式，以历史数据为基础并参考标的公司已签订单及意向客户的情况，结合标的公司未来发展规划、行业发展趋势、标的资产定位、核心竞争力等因素，对预测期内标的公司各细分业务板块收入进行预测，增长率预测合理。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，

本次评估充分考虑了标的公司的业务情况及运营模式，参考标的公司已签订单及意向客户的情况，结合标的资产报告期收入增速、已签订单及意向客户情况、行业发展趋势、标的资产定位及竞争情况等因素，标的资产预测期营业收入持续增长依据合理，可实现性较高。

问题 16、申请文件显示，预测期内标的资产净利润增速高于收入增速。以中电飞华为例，2019-2021年预测期内收入增长率分别是4.01%、7.80%和8.01%，同期预测净利润增长率分别是14.26%、12.75%和12.83%。请你公司按各细分业务：1)补充披露标的资产预测期内毛利率与报告期内相比是否发生重大变化，如是，请说明原因。2)补充披露预测期内期间费用率与报告期内是否存在重大变化，如是，请说明原因。3)量化分析毛利率和期间费用率变化对利润的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题回复

(一)补充披露标的资产预测期内毛利率与报告期内相比是否发生重大变化，如是，请说明原因

回复：

根据《标的资产评估报告》，标的公司报告期及预测期各业务条线毛利率水平具体情况如下：

标的资产	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
中电飞华	16.9%	18.7%	19.4%	19.5%	19.5%	19.6%	19.7%
增值电信运营业务	23.0%	29.3%	29.9%	30.4%	30.5%	31.0%	31.5%
通信网络建设业务	13.7%	12.2%	12.9%	12.9%	12.8%	12.8%	12.7%
继远软件	17.3%	18.5%	19.5%	19.8%	20.0%	20.2%	20.3%
云网基础设施建设业务	9.7%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
企业运营支撑服务业务	27.0%	28.0%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%
企业运营可视化业务	24.1%	38.2%	38.3%	38.3%	38.3%	38.3%	38.3%
中电普华	17.7%	19.0%	18.7%	18.5%	18.3%	18.2%	18.2%
云平台业务	19.8%	19.3%	19.9%	19.6%	19.4%	19.4%	19.4%
电力营销业务	23.5%	23.0%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%
ERP 业务	17.1%	19.1%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
企业运营支撑服务业务	13.7%	17.1%	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%
中电启明星	25.1%	23.5%	23.7%	23.9%	24.1%	24.3%	24.3%
云平台组件业务	8.8%	13.2%	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
企业门户业务	33.3%	34.7%	34.7%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
能源交易业务	13.9%	4.9%	10.3%	15.3%	17.7%	19.1%	19.6%

1、中电飞华

（1）增值电信运营业务

2017 年与 2018 年,中电飞华增值电信运营业务的毛利率为 23.0%和 29.3%,呈稳步增长趋势,主要原因在于该业务的客户需求不断增加,在完善经营管理的情况下,运营成本逐步降低。预测期内,由于增值电信资源的稀缺性及该板块业务及客户的稳定性,结合报告期内毛利率稳步上升的情况,该业务板块预测期毛利率在 2018 年的基础上小幅上涨,符合行业发展趋势,不存在重大变化。

（2）通信网络建设业务

2017 年与 2018 年,中电飞华通信网络建设业务的毛利率为 13.7%和 12.2%,基本保持稳定。预测期内,由于该业务发展较为稳定,出于谨慎性考虑,该业务板块预测期毛利率与 2018 年毛利率基本一致,不存在重大变化。

2、继远软件

（1）云网基础设施建设业务

2017年与2018年，继远软件云网基础设施建设业务的毛利率为9.7%和10.1%，基本保持稳定。预测期内，由于该业务发展较为稳定，出于谨慎性考虑，该业务板块预测期毛利率与2018年毛利率基本一致，不存在重大变化。

（2）企业运营支撑服务业务

2017年与2018年，继远软件企业运营支撑服务业务的毛利率为27.0%和28.0%，基本保持稳定。预测期内，由于该业务发展较为稳定，出于谨慎性考虑，该业务板块预测期毛利率与2018年毛利率基本一致，不存在重大变化。

（3）企业运营可视化业务

2017年与2018年，继远软件企业运营可视化业务的毛利率分别为24.1%和38.2%，毛利率水平有较大幅度提升。主要原因是继远软件2017年对“输变电巡检识别分析系统”、“无人机智能巡检产品”、“全景可视化智能融合展示系统”等可视化领域优势自主产品进行了精心培育，相关产品在2018年形成成果，新产品竞争力较强，形成一定议价主导权，促进该业务板块毛利率的提升。预测期内，由于该业务发展将维持稳定的技术投入，出于谨慎性考虑，该业务板块预测期毛利率与2018年毛利率基本一致，不存在重大变化。

3、中电普华

（1）云平台业务

2017年与2018年，中电普华云平台业务的毛利率分别为19.8%和19.3%，基本保持稳定。预测期内，由于该业务发展较为稳定，出于谨慎性考虑，该业务板块预测期毛利率与2018年毛利率基本一致，不存在重大变化。

（2）电力营销业务

2017年与2018年，中电普华电力营销业务的毛利率分别为23.5%和23.0%，基本保持稳定。预测期内，由于该业务发展较为稳定，出于谨慎性考虑，该业务板块预测期毛利率与2018年毛利率基本一致，不存在重大变化。

（3）ERP 业务

2017 年与 2018 年，中电普华 ERP 业务的毛利率分别为 17.1%和 19.1%，基本保持稳定。预测期内，由于该业务发展较为稳定，出于谨慎性考虑，该业务板块预测期毛利率与 2018 年毛利率基本一致，不存在重大变化。

（4）企业运营支撑服务业务

2017 年与 2018 年，中电普华企业运营支撑服务业务的毛利率为 13.7%和 17.1%，基本保持稳定。随着该部分业务的技术水平不断提升，报告期内的毛利率水平有所上升。预测期内，由于该业务技术发展较为成熟，出于谨慎性考虑，该业务板块预测期毛利率与 2018 年毛利率基本一致，不存在重大变化。

4、中电启明星

（1）云平台组件业务

2017 年与 2018 年，中电启明星云平台组件业务的毛利率分别为 8.8%和 13.2%，由于中电启明星 2017 年在云组件的优化完善方面投入了部分成本，导致板块毛利率较低，2018 年随着云平台组件功能趋于完善，投入成本进一步降低，板块毛利率得以提升。预测期内，由于该业务技术发展较为成熟，出于谨慎性考虑，该业务板块预测期毛利率与 2018 年毛利率基本一致，不存在重大变化。

（2）企业门户业务

2017 年与 2018 年，中电启明星企业门户业务的毛利率分别为 33.3%和 34.7%，基本保持稳定。预测期内，由于该业务技术发展较为成熟，出于谨慎性考虑，该业务板块预测期毛利率与 2018 年毛利率基本一致，不存在重大变化。

（3）能源交易业务

2017 年与 2018 年，中电启明星能源交易业务的毛利率分别为 13.9%和 4.9%，有所下降，一方面由于电力交易业务和售电云平台业务的需求和功能均发生了较大变化，导致 2018 年设计、研发成本投入较大，售电云平台硬件基础设施投入较多，另一方面新型售电主体的规模化效益还未凸显，在发展前期电力交易业务和售电云平台业务的收入增长较慢。预测期内，随着基础设施建设完成，投入成

本将进一步降低，并转换为以人力和服务投入为主，同时随着售电侧市场进一步放开，售电主体数量、交易规模、交易品种将快速增长，形成服务收入规模持续稳定增长，该业务板块预测期毛利率随着平台客户的增加而逐渐有所上升，符合业务发展趋势。

综上所述，标的资产预测期毛利率与报告期相比未发生重大变化，符合企业发展趋势，毛利率预测合理。

(二) 补充披露预测期内期间费用率与报告期内是否存在重大变化，如是，请说明原因

回复：

根据《标的资产评估报告》，标的公司报告期及预测期期间费用率情况如下：

标的资产	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
中电飞华	9.3%	9.9%	10.7%	10.6%	10.3%	10.2%	10.1%
销售费用	3.9%	3.5%	3.6%	3.5%	3.4%	3.4%	3.3%
管理费用	1.9%	2.7%	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%	3.0%
研发费用	3.4%	3.8%	3.9%	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%
继远软件	12.6%	12.8%	12.9%	12.9%	12.7%	12.6%	12.6%
销售费用	4.4%	3.6%	3.6%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用	2.1%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.8%
研发费用	6.1%	6.5%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	6.5%
中电普华	8.9%	9.8%	9.2%	9.0%	8.8%	8.8%	8.8%
销售费用	4.0%	3.4%	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用	3.7%	4.9%	4.4%	4.2%	4.0%	4.0%	3.9%
研发费用	1.1%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%
中电启明星	14.9%	14.0%	14.3%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%
销售费用	7.2%	6.2%	6.5%	6.6%	6.5%	6.4%	6.4%
管理费用	4.0%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
研发费用	3.7%	3.2%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

1、中电飞华

2017 年与 2018 年，中电飞华销售费用率分别为 3.9%与 3.5%，基本保持稳定。预测期内，销售人员随着业务规模的增加而增加，各年的预测销售费用率与报告期基本一致，不存在重大变化。

2017 年与 2018 年，中电飞华管理费用率分别为 1.9%与 2.7%，随着管理人员的增加等因素，管理费用投入有所增加。预测期内，由于目前管理团队基本完善，预测期人数将小幅度增长，变动费用随着业务发展同比增加，各年的预测管理费用率略高于报告期水平，不存在重大变化。

2017 年与 2018 年，中电飞华研发费用率分别为 3.4%与 3.8%，基本保持稳定。预测期内，研发人员随着业务规模的增加而增加，各年的预测研发费用率与报告期基本一致，不存在重大变化。

2、继远软件

2017 年与 2018 年，继远软件销售费用率分别为 4.4%与 3.6%，销售费用率小幅下降。预测期内，销售人员随着业务规模的增加而增加，各年的预测销售费用率与 2018 年基本一致，不存在重大变化。

2017 年与 2018 年，继远软件管理费用率分别为 2.1%与 2.7%，基本保持稳定。预测期内，由于目前管理团队基本完善，预测期人数将小幅度增长，变动费用随着业务发展同比增加，各年的预测管理费用率稍高于报告期水平，不存在重大变化。

2017 年与 2018 年，继远软件研发费用率分别为 6.1%与 6.5%，基本保持稳定。预测期内，研发人员随着业务规模的增加而增加，各年的预测研发费用率与报告期基本一致，不存在重大变化。

3、中电普华

2017 年与 2018 年，中电普华销售费用率分别为 4.0%与 3.4%，销售费用率小幅下降。预测期内，随着业务规模的增加，销售人员随着业务规模的增加同时增加，各年的预测销售费用率与 2018 年基本一致，不存在重大变化。

2017 年与 2018 年，中电普华管理费用率分别为 3.7%与 4.9%，随着管理人员的增加等因素，管理费用投入有所增加。预测期内，由于目前管理团队基本完

善，预测期人数将小幅度增长，变动费用随着业务发展同比增加，各年的预测管理费用率稍高于报告期水平，不存在重大变化。

2017 年与 2018 年，中电普华研发费用率分别为 1.1%与 1.5%，基本保持稳定。预测期内，研发人员随着业务规模的增加而增加，各年的预测研发费用率与报告期基本一致，不存在重大变化。

4、中电启明星

2017 年与 2018 年，中电启明星销售费用率分别为 7.2%与 6.2%，销售费用率小幅下降。预测期内，随着业务规模的增加，销售人员随着业务规模的增加而增加，各年的预测销售费用率与 2018 年基本一致，不存在重大变化。

2017 年与 2018 年，中电启明星管理费用率分别为 4.0%与 4.6%，随着管理人员的增加等因素，管理费用投入有所增加。预测期内，由于目前管理团队基本完善，预测期人数将小幅度增长，变动费用随着业务发展同比增加。各年的预测管理费用率稍高于报告期水平，不存在重大变化。

2017 年与 2018 年，中电启明星研发费用率分别为 3.7%与 3.2%，基本保持稳定。预测期内，研发人员随着业务规模的增加而增加，各年的预测研发费用率与报告期基本一致，不存在重大变化。

此外，由于期间费用存在房租、办公费等固定支出，该部分费用不会随着收入的增长同比增加，因此随着标的公司业务持续稳定发展，期间费用占营业收入的比例将逐年降低，各项费用投入符合标的公司业务发展需求。

综上所述，标的公司预测期内期间费用率与报告期内不存在重大变化，整体较为稳定。

（三）量化分析毛利率和期间费用率变化对利润的影响

回复：

1、毛利率变动敏感性分析

（1）中电飞华

毛利率变动	净利润变动率
-------	--------

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
10%	26.50%	25.49%	24.43%	23.75%	23.31%
5%	13.25%	12.74%	12.22%	11.88%	11.65%
0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
-5%	-13.25%	-12.74%	-12.22%	-11.88%	-11.65%
-10%	-26.50%	-25.49%	-24.43%	-23.75%	-23.31%

(2) 继远软件

毛利率变动	净利润变动率				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
10%	34.63%	32.89%	31.59%	30.38%	29.80%
5%	17.32%	16.45%	15.80%	15.19%	14.90%
0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
-5%	-18.47%	-16.77%	-15.80%	-15.19%	-14.90%
-10%	-37.71%	-35.04%	-31.59%	-30.38%	-29.80%

(3) 中电普华

毛利率变动	净利润变动率				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
10%	23.26%	22.65%	22.20%	22.04%	21.84%
5%	11.63%	11.33%	11.10%	11.02%	10.92%
0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
-5%	-11.63%	-11.33%	-11.10%	-11.02%	-10.92%
-10%	-23.26%	-22.65%	-22.20%	-22.04%	-21.84%

(4) 中电启明星

毛利率变动	净利润变动率				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
10%	28.85%	27.66%	26.62%	26.02%	25.79%
5%	14.43%	13.83%	13.31%	13.01%	12.89%
0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
-5%	-14.43%	-13.83%	-13.31%	-13.01%	-12.89%
-10%	-28.85%	-27.66%	-26.62%	-26.02%	-25.79%

2、期间费用率变动敏感性分析

(1) 中电飞华

期间费用率变动	净利润变动率				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
10%	-14.47%	-13.67%	-12.77%	-12.21%	-11.87%
5%	-7.23%	-6.83%	-6.39%	-6.11%	-5.93%
0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
-5%	7.23%	6.83%	6.39%	6.11%	5.93%
-10%	14.47%	13.67%	12.77%	12.21%	11.87%

(2) 继远软件

期间费用率变动	净利润变动率				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
10%	-24.74%	-22.29%	-19.48%	-18.43%	-17.95%
5%	-11.98%	-10.39%	-9.74%	-9.21%	-8.98%
0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
-5%	11.01%	10.28%	9.74%	9.21%	8.98%
-10%	22.03%	20.55%	19.48%	18.43%	17.95%

(3) 中电普华

期间费用率变动	净利润变动率				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
10%	-11.42%	-11.00%	-10.69%	-10.63%	-10.49%
5%	-5.71%	-5.50%	-5.35%	-5.31%	-5.24%
0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
-5%	5.71%	5.50%	5.35%	5.31%	5.24%
-10%	11.42%	11.00%	10.69%	10.63%	10.49%

(4) 中电启明星

期间费用率变动	净利润变动率				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
10%	-17.15%	-16.21%	-15.37%	-14.90%	-14.73%
5%	-8.57%	-8.10%	-7.68%	-7.45%	-7.36%
0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
-5%	8.57%	8.10%	7.68%	7.45%	7.36%
-10%	17.15%	16.21%	15.37%	14.90%	14.73%

结合上述数据量化分析，当毛利率及期间费用率变动时净利润变动幅度稍大，主要由于标的公司利润规模较小，净利润率低于毛利率、期间费用率，因此当毛利水平及期间费用出现变动时对净利润影响较大。本次评估标的公司预测期毛利率水平基本保持不变，同时期间费用率由于固定成本的影响，预测期占比呈现小幅下降，与报告期相比无较大变动，使得净利润水平稍有上升，利润增长率高于收入增长率。综上，净利润变动情况整体处于合理范围。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

标的资产预测期毛利率和期间费用率与报告期相比未发生重大变化，整体呈稳定趋势。

问题 17、申请文件显示，1）报告期内标的资产现金流不稳定且 2019 年 1-4 月现金流为负。2）标的资产存在大额溢余资产，合计 37,230.13 万元。请你公司补充披露：1）溢余资产的预测依据及合理性。2）营运资金预测参数的选取依据，与报告期内相比是否存在差异及合理性，结合报告期内现金流情况进一步说明现金流预测的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题回复

（一）溢余资产的预测依据及合理性

回复：

根据《标的资产评估报告》，本次评估的溢余资产主要为溢余货币资金。

截至评估基准日（即 2018 年 12 月 31 日），标的公司货币资金余额合计为 123,320.52 万元，最低现金保有量合计为 86,090.39 万元，将货币资金余额超过最低现金保有量的部分确认为溢余货币资金，合计为 37,230.13 万元。

其中，最低现金保有量主要取决于付现成本和货币资金实际周转天数。付现成本为营业成本、税金及附加、各项费用及所得税等加总后扣除非付现成本折旧

及摊销的部分，主要包括人工成本及日常费用、材料费、技术服务费、租赁费等。目前标的公司经营稳定，与供应商等长期合作，故以标的公司目前运营中货币资金实际周转天数测算可以满足企业日常经营所需的最低货币资金保有量。具体计算公式如下：

$$\text{溢余货币资金} = \text{评估基准日货币资金余额} - \text{最低现金保有量}$$
$$\text{最低现金保有量} = \text{付现成本} / \text{货币资金实际周转天数}$$
$$\text{付现成本} = \text{营业成本} + \text{税金及附加} + \text{费用总额} + \text{所得税费用} - \text{折旧及摊销}$$

综上所述，本次评估将标的公司在评估基准日的货币资金余额超过最低现金保有量的部分确认为溢余资产，具有合理性。

（二）营运资金预测参数的选取依据，与报告期内相比是否存在差异及合理性，结合报告期内现金流情况进一步说明现金流预测的可实现性

回复：

1、营运资金预测参数的选取依据，与报告期内相比是否存在差异及合理性

（1）营运资金预测参数选取依据

标的公司预测期内的营运资金，主要通过测算流动资产和流动负债科目的历史周转次数，来预测未来的流动资产和流动负债，从而测算未来的营运资金占用金额。流动资产主要包括营业性现金、应收账款及应收票据、预付账款、其他应收款、存货；流动负债主要包括应付账款及应付票据、预收款项、应付职工薪酬、应交税费、其他应付款。具体指标的测算依据如下：

营业性现金是按照标的公司日常经营中营业成本、期间费用扣除折旧、摊销等非付现成本后，按照货币资金周转次数测算最低现金保有量，作为预测期营业性现金的占用金额。

应收账款及应收票据、预收款项是反映企业资金回款情况的重要指标。通过与标的公司管理层访谈并结合标的公司自身业务特点、结算模式等，标的公司应收账款、预收款项的周转情况基本与历史年度周转情况接近。因此，预测期按照历史年度平均周转率，以营业收入为基础测算应收账款、预收款项等余额情况。

应付账款及应付票据、预付款项是反映企业资金占用情况的重要指标。通过与标的公司管理层访谈并结合标的公司自身业务特点、采购模式等，标的公司应付账款、预付款项的周转情况基本与历史年度周转情况接近。因此，预测期按照历史年度周转率，以营业成本为基础测算应付账款、预付款项等余额情况。

其他应收款、其他应付款主要用来核算与企业经营活动无关的款项，与企业经营情况无直接线性关系。因此，预测期其他应收款、其他应付款在剔除非经营性资产、负债后按照一定金额变动测算。

存货主要是反映企业生产、结算情况的一大指标，通过与标的公司管理层访谈并结合标的公司项目生产周期、项目结算周期、日常备品备件储备量等因素，随着标的公司业务量逐渐增长，项目数量增多，存货余额逐渐增长。因此，预测期存货按照历史年度周转率，以营业成本为基础测算存货余额情况。

综上所述，预测期标的公司营运资金占用情况及追加额系按照上述依据测算，永续期标的公司的经营规模已经达到了稳定的水平，不需要再追加营运资金，故永续期净营运资金变动预测额为零。

(2) 与报告期内的差异情况及合理性

结合上述参数选取原则，标的公司报告期及预测期营运资金情况及主要科目周转率如下：

1) 中电飞华

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营运资金占用	48,226	53,791	53,636	56,693	59,989	62,593	65,675
营运资金占用/主营业务收入	39.4%	45.1%	43.2%	42.4%	41.5%	40.7%	40.6%

经与标的公司访谈，中电飞华业务发展逐渐稳定，未来年度营运资金水平将与 2017 年、2018 年的综合水平相当，故中电飞华预测期营运资金参照 2017 年、2018 年平均周转率对未来营运资金进行测算。预测期经过有序调整业务结构，持续削减低附加值业务，使公司资源得到最优利用，故预测期营运资金占主营业务收入比例为 41%左右，略有下降，整体水平与历史年度相当，符合业务发展趋势，预测合理。

2) 继远软件

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营运资金占用	62,611	64,027	63,367	67,845	72,730	76,526	79,781
营运资金占用/主营业务收入	43.1%	41.4%	40.5%	40.5%	40.6%	40.6%	40.6%

经与标的公司访谈，继远软件业务稳定发展，未来年度经营营运资金水平与 2018 年相当，故本次选取 2018 年周转率对未来营运资金进行测算，预测期营运资金占主营业务收入比例均为 41%左右，与历史年度相当，预测合理。

3) 中电普华

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营运资金占用	17,677	20,911	23,260	23,606	26,067	27,720	28,742
营运资金占用/主营业务收入	9.3%	9.3%	9.3%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%

经与标的公司访谈，中电普华财务报表为整合后的模拟报表，未来年度经营营运资金水平以 2018 年周转率水平为基础进行测算，随着业务整合逐步完善，预测期营运资金占主营业务收入比例呈略微降低趋势，预测期营运资金占主营业务收入比例均为 9%左右，与历史年度相当，预测合理。

4) 中电启明星

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营运资金占用	17,597	15,621	20,096	22,435	25,027	27,449	28,784
营运资金占用/主营业务收入	31.9%	23.7%	26.8%	26.7%	26.6%	26.6%	26.5%

经与标的公司访谈，中电启明星业务稳定发展，未来年度营运资金水平将与 2017 年、2018 年的综合水平相当，故中电启明星预测期营运资金参照 2017 年、2018 年平均周转率对未来营运资金进行测算。预测期随着售电市场逐步开放以及业务调整，能源交易平台业务服务收入规模持续稳定增长，预测期营运资金占主营业务收入比例均为 27%左右，与历史年度相当略有下降，预测较合理。

综上所述，标的公司根据自身业务发展情况，中电飞华、中电启明星参照 2017 年、2018 年平均营运资金水平，继远软件、中电普华参照 2018 年营运资金水平对预测期营运资金需求进行预测，与标的公司实际情况相符，整体预测合理。

2、结合报告期内现金流情况进一步说明现金流预测的可实现性

标的公司报告期及预测期自由现金流情况如下：

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
中电飞华							
利润总额	6,910.71	7,942.27	8,877.63	10,020.09	11,396.87	12,545.15	13,507.62
加：财务费用	1,347.01	1,351.44	1,351.44	1,351.44	1,351.44	1,351.44	1,351.44
减：息税前利润所得税	1,238.66	1,394.06	1,366.50	1,525.41	1,786.03	1,951.96	2,089.54
加：折旧摊销	2,509.17	2,093.08	2,935.94	2,732.11	2,784.63	2,850.69	3,052.76
减：资本性支出	1.10	1.22	3,448.51	4,041.56	3,564.58	4,101.42	5,719.83
减：营运资金追加	-14,081.74	5,565.15	-155.08	3,056.68	3,296.24	2,604.21	3,081.53
自由现金流	23,608.88	4,426.37	8,505.09	5,480.01	6,886.09	8,089.70	7,020.92
继远软件							
利润总额	6,916.17	7,013.15	7,995.35	9,193.84	10,749.68	11,866.23	12,702.26
加：财务费用	1,281.26	1,688.65	1,688.65	1,688.65	1,688.65	1,688.65	1,688.65
减：息税前利润所得税	381.83	251.20	229.97	305.36	690.06	774.26	831.34
加：折旧摊销	1,262.16	955.77	1,169.17	1,445.65	1,506.80	1,443.46	1,494.17
减：资本性支出	99.43	76.31	2,584.49	1,066.08	809.05	445.67	413.46
减：营运资金追加	6,883.60	1,416.38	-660.10	4,478.05	4,884.29	3,796.07	3,255.64
自由现金流	2,094.73	7,913.68	8,698.81	6,478.64	7,561.73	9,982.33	11,384.64
中电普华							
利润总额	14,846.19	17,108.97	20,002.66	22,410.05	24,898.28	26,582.09	27,770.32
加：财务费用	1,808.51	2,856.61	2,856.61	2,856.61	2,856.61	2,856.61	2,856.61
减：投资收益	705.09	95.33					
减：息税前利润所得税	1,234.49	1,857.79	3,338.85	3,689.06	4,087.33	4,332.50	4,503.78
加：折旧摊销	4,968.52	7,548.23	5,926.60	6,109.54	5,881.19	6,310.73	5,568.85
减：资本性支出	841.96	3,449.36	1,777.27	828.43	185.75	3,215.12	4,958.81
减：营运资金追加	20,141.19	3,233.50	2,348.83	346.64	2,461.05	1,652.84	1,022.03
自由现金流	-1,299.51	18,877.84	21,320.92	26,512.06	26,901.95	26,548.96	25,711.16

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
中电启明星							
利润总额	4,546.97	5,444.02	6,017.31	7,106.28	8,399.06	9,505.82	10,093.26
加：财务费用	591.28	1,005.94	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
减：息税前利润所得税	693.58	1,065.77	922.96	1,079.83	1,308.31	1,464.26	1,546.80
加：折旧摊销	341.38	403.01	549.60	568.61	582.34	606.59	635.90
减：资本性支出	-	0.28	745.46	371.73	467.42	648.17	740.15
减：营运资金追加	3,083.25	-1,975.94	4,475.25	2,338.90	2,591.86	2,422.43	1,334.20
自由现金流	1,702.79	7,762.86	1,423.23	4,884.44	5,613.80	6,577.55	8,108.01

历史年度标的公司现金流有所变动主要受营运资金变动额差异较大影响。具体为：

（1）中电飞华 2017 年回收金额较大主要是 2017 年主动削减毛利较低项目，同时大力加强回款的考核与激励管理，2017 年应收账款回款、付款力度较 2016 年加大，应收账款、应付账款规模降低，随后稳定，2018 年与 2017 年基本持平，随着业务稳步发展，2018 年营运资金追加。

（2）继远软件 2017 年营运资金追加金额较 2018 年大，主要是继远软件加强项目利润管理，提升高毛利率业务结构占比，优化产品线结构，剔除如 2016 年占比较大的批招类低毛利率项目且存在较多先付款再发货的业务，存货及预付账款规模降低。

（3）中电普华 2017 年营运资金追加金额较 2018 年大，主要是中电普华 2016 年收入规模增长较大，相应加大应付账款规模，后续中电普华加强项目管理，加快项目运作和资金周转，同时考虑资产负债率水平，2017 年对应付供应商款进行支付，后续规模随着营收增长而增长。

（4）中电启明星 2018 年营运资金回收，主要是 2018 年以来能源交易业务迅速发展，预收账款规模增幅较大，后续随着项目逐步确认，规模降低到平均水平。

结合上述历史年度数据分析，预测期标的公司利润情况呈稳定增长趋势，折旧摊销及资本支出是随着业务发展等资产需求支出，基本稳定。预测期营运资金方面标的公司经过业务及经营方向的调整，经营情况已基本稳定，预测期参照

2017 年及 2018 年情况进行预测，预测期的营运资金占用情况基本稳定，结合上述参数的稳定预测趋势，预测期现金流相对稳定，预测合理。

综上所述，结合报告期标的公司现金流情况，预测期自由现金流可实现性较高。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

溢余资产的预测符合企业实际经营情况，测算过程合理。营运资金预测参数的选取与报告期内相比不存在差异，营运资金测算结果与标的公司历史情况处于同一水平，营运资金预测合理。预测期内标的公司自由现金流预测参数与报告期基本一致，现金流预测的可实现性较高。

问题 18、申请文件显示，收益法评估中，中电飞华选取折现率为 11.70%，继远软件选取折现率 11.90%，中电普华选取折现率 12.70%，中电启明星选取折现率为 11.80%。请你公司：1）结合近期可比交易、标的资产具体行业分类情况，补充披露本次交易收益法评估折现率选取的合理性。2）结合近期可比交易、静态 / 动态 PE、PB 等情况，补充披露标的资产作价的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题回复

（一）结合近期可比交易、标的资产具体行业分类情况，补充披露本次交易收益法评估折现率选取的合理性

回复：

1、折现率的确定方法

根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），中电飞华所处的行业为“互联网和相关服务”(I64)及“软件和信息技术服务业”(I65)。继远软件、中电普华和中电启明星所处的行业均为“软件和信息技术服务业”

(I65)。

本次评估收益额口径为企业自由现金流量，因此选取加权平均资本成本（WACC）作为折现率，计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

注：K_e 为权益资本成本，K_d 为债务资本成本，E 为权益总资本，D 为债务成本，t 为所得税率

其中，涉及的主要变量为权益资本成本（K_e），其计算公式为 K_e=R_f+β_u×R_{pm}+R_c，具体参数的确定过程如下：

（1）无风险收益率（R_f）

一般情况下，以国债收益率作为无风险收益率。根据 WIND 资讯，本次评估选取十年期国债在评估基准日 2018 年 12 月 31 日的到期年收益率作为无风险收益率。

（2）市场风险溢价（R_{pm}）

由于国内证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场。一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价不具有可信度。在成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到；因此国际上新兴市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定，具体调整计算如下：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

其中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2017 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.38%，国家风险补偿额取 0.81%。

（3）企业特定风险调整系数（R_c）

由于测算风险系数时选取的为上市公司，以纳入本次评估范围的资产与同类

上市公司相比，结合标的公司的规模、行业地位、经营能力、抗风险能力等因素，对权益个别风险溢价取值。

（4）贝塔值（ β ）

β 的选取主要是参考“互联网和相关服务”（I64）及“软件和信息技术服务业”（I65）可比上市公司平均 β 水平，时间区间为截至评估基准日（2018 年 12 月 31 日）前 2 年，并剔除了近期因重组等因素导致异常波动的企业。

综上所述，标的公司以加权平均资本成本作为收益法评估的折现率，其测算过程中各参数选取依据合理，测算结果具有合理性。

2、近期可比交易情况

2014 年至今，标的公司同行业可比交易情况如下：

序号	收购方	交易标的	评估基准日	评估值	折现率
1	常山股份	北明软件	2014-6-30	217,476.74	12.16%
2	顺网科技	国瑞信安	2015-4-30	37,100.00	12.29%
3	立思辰	康邦科技	2015-6-30	152,252.59	12.03%
4	东土科技	南京电研	2016-6-30	25,000.00	12.03%
5	荣之联	赞融电子	2017-3-31	84,061.03	11.96%
6	拓尔思	科韵大数据	2017-12-31	18,020.00	12.30%
7	光环新网	科信盛彩	2017-12-31	135,000.00	12.00%
8	中孚信息	剑通信息	2017-12-31	95,022.65	11.59%
9	城地股份	香江科技	2018-3-31	233,300.00	12.04%
10	朗新科技	易视腾科技	2018-9-30	307,600.00	12.82%
		邦道科技	2018-9-30	160,000.00	12.98%
最大值					12.98%
最小值					11.59%
平均值					12.20%
中值					12.04%
中电飞华					11.70%
继远软件					11.90%
中电普华					12.70%
中电启明星					11.80%

根据上表，标的公司的折现率水平略低于近期可比交易平均水平，其主要原因是标的公司与近期同行业可比交易案例在细分市场存在一定差异：一是中电飞华在通信网络建设领域、继远软件在云网基础设施建设、企业运营支撑服务等领域，中电普华在云平台、ERP、电力营销等领域，中电启明星在企业门户、云平台组件等领域处于主导地位，标的公司从事能源行业相关信息通信业务均在 15 年以上，具备“云网融合”全产业链的服务能力，可以充分发挥“云”和“网”的协同效应，而近期同行业可比交易案例业务较单一；二是标的公司在长期运营中，积累了大量的大型、优质的客户，并与其建立长期、稳定的合作关系，在国家电网公司、中国南方电网有限责任公司、内蒙古电力（集团）有限责任公司、五大发电集团、中国广核集团有限公司等，大型、优质客户往往实力强、信誉好、知名度高、抗风险能力强，标的公司获得了客户的认可，具有持续稳定的收入来源，相比近期同行业可比交易案例公司，标的公司的客户更为优质，抗风险能力较强。另外，中电普华为考虑其与国电通完成内部重组后的模拟口径，未来经营存在一定的过渡期，因此折现率水平略高。本次评估主要参数选取合理。

综上所述，结合标的公司具体行业分类情况、近期可比交易情况，本次交易收益法评估折现率选取具有合理性。

（二）结合近期可比交易、静态 / 动态 PE、PB 等情况，补充披露标的资产作价的合理性

回复：

2014 年至今，标的公司同行业可比交易情况如下：

序号	收购方	交易标的	评估基准日	评估值 (万元)	静态市盈 率	动态市盈 率	市净率
1	常山股份	北明软件	2014-6-30	217,476.74	18.83	14.7	5.31
2	顺网科技	国瑞信安	2015-4-30	37,100.00	14.84	12.37	10.35
3	立思辰	康邦科技	2015-6-30	152,252.59	19.03	14.64	10.35
4	东土科技	南京电研	2016-6-30	25,000.00	15.85	11.99	3.38
5	荣之联	赞融电子	2017-3-31	84,061.03	12.01	10.51	4.24
6	拓尔思	科韵大数据	2017-12-31	18,020.00	17.62	14.3	3.62
7	光环新网	科信盛彩	2017-12-31	135,000.00	78.17	14.66	5.36
8	中孚信息	剑通信息	2017-12-31	95,022.65	17.76	13.57	14.11

序号	收购方	交易标的	评估基准日	评估值 (万元)	静态市盈率	动态市盈率	市净率
9	城地股份	香江科技	2018-3-31	233,300.00	12.96	9.41	4.15
10	朗新科技	易视腾科技	2018-9-30	307,600.00	20.51	15.38	2.41
		邦道科技	2018-9-30	160,000.00	14.55	12.8	6.77
最大值					78.17	15.38	14.11
最小值					12.01	9.41	2.41
平均值					22.01	13.12	6.37
中值					17.62	13.57	5.31
中电飞华					11.21	9.81	1.47
继远软件					10.43	9.11	1.58
中电普华					15.51	14.23	3.2
中电启明星					14.33	12.37	3.87
标的公司平均					13.46	12.01	2.40

注：（1）数据来源：WIND 资讯；

（2）静态市盈率=评估值/评估基准日当年净利润；

（3）动态市盈率=评估值/评估基准日后一年净利润；

（4）市净率=评估值/评估基准日当期所有者权益。

根据上表，中电普华动态市盈率略高于行业平均值，静态市盈率和市净率均低于行业平均值，中电飞华、继远软件、中电启明星的静态 / 动态市盈率、市净率均低于行业平均值。

综上所述，结合同行业可比交易案例情况，本次交易标的资产估值水平与同行业交易案例情况基本相当，估值合理且处于风险可控的范围，公允的反映了标的公司的价值，标的资产作价具有合理性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

结合标的资产具体行业分类情况、近期可比交易、静态 / 动态 PE、PB 等情况，本次评估折现率参数选取合理，标的资产作价具有合理性。

(本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书> [192138 号]的回复》之盖章页)

经办资产评估师：


郁宁


梁博

北京中企华资产评估有限责任公司



2019年10月25日