

国泰君安证券股份有限公司

关于

上海飞乐音响股份有限公司
出售上海华鑫股份有限公司 6.63%股权

之

估值报告

独立财务顾问



二〇二〇年三月

声 明

一、国泰君安证券股份有限公司（以下简称“国泰君安”）作为上海飞乐音响股份有限公司重大资产出售暨关联交易（以下简称“本次交易”）的独立财务顾问及标的资产上海华鑫股份有限公司 6.63%股权的估值机构，在执行估值过程中，遵循了相关中国法律法规，恪守独立、客观和公正的原则；根据国泰君安在估值工作过程中收集的资料，估值报告陈述的内容是客观的。

二、《国泰君安证券股份有限公司关于上海飞乐音响股份有限公司出售上海华鑫股份有限公司 6.63%股权之估值报告》（以下简称“本报告”）为国泰君安根据《上市公司重大资产重组管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组（2018 年修订）》等法规和规范性文件的要求出具，供投资者使用。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

三、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

四、就报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对交易双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对交易双方未来发展前景发表任何意见。

六、在形成本报告的过程中，并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，投资者应及时就其投资组合咨询其各自的股票经纪人、律师、会计师、税务顾问或其它专业顾问。

七、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的词语或简称与《上海飞乐音响股份有限公司重大资产出售暨关联交易报告书（草案）》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的涵义。

第一章 背景情况介绍

一、交易双方概况

本次交易的出售方飞乐音响成立于1989年6月9日，注册地址为上海市嘉定区嘉新公路1001号第七幢，统一社会信用代码为91310000132805038E。飞乐音响的主营业务为照明产品的研发、设计、生产与销售。截至本估值报告签署之日，飞乐音响已发行的总股本为985,220,002股，仪电电子集团直接持有飞乐音响22.14%的股份，为飞乐音响的控股股东；仪电集团通过仪电电子集团间接控制飞乐音响22.14%的股份，为飞乐音响的实际控制人。

本次交易的购买方仪电集团成立于1994年5月23日，注册地址为上海市徐汇区田林路168号，统一社会信用代码为91310000132228728T。仪电集团以“引领信息产业发展，服务智慧城市建设”为使命，致力于成为智慧城市整体解决方案的提供商与运营商，聚焦物联网、云计算、大数据及人工智能等新一代信息技术，形成以信息技术产业为主体，与产业地产、产业资本高度融合的产业格局。

本次交易的交易双方的具体业务、财务等情况详见本次交易相关之《上海飞乐音响股份有限公司重大资产出售暨关联交易报告书（草案）》。

二、本次交易方案

考虑到上市公司近年来面临收入增长乏力、成本费用居高不下、业绩下滑的经营困境，为充分利用存量资产，提高经营效率，帮助上市公司摆脱目前面临的经营困境，经飞乐音响2020年2月19日召开的第十一届董事会第十四次会议审议通过，飞乐音响于2020年2月19日与仪电集团签署了《股份转让协议》，飞乐音响拟向仪电集团出售所持有的华鑫股份70,337,623股股票，占华鑫股份已发行总股本的6.63%。经飞乐音响2020年3月30日召开的第十一届董事会第十六次会议审议通过，飞乐音响于2020年3月30日与仪电集团签署了《股份转让协议之补充协议》，根据本次交易的定价依据，综合考虑华鑫股份二级市场股价情况等因素后，经交易双方协商一致，华鑫股份70,337,623股股票的转让价款为人民币980,506,464.62元。

本次交易的具体方案如下：

（一）标的资产

本次交易的标的资产为飞乐音响持有的华鑫股份 70,337,623 股股票，占华鑫股份已发行总股本的 6.63%。

（二）交易方式

飞乐音响拟采用非公开协议转让方式出售本次交易的标的资产。飞乐音响与仪电集团已经于 2020 年 2 月 19 日就上述出售事宜签署了《股份转让协议》，并于 2020 年 3 月 30 日签署了《股份转让协议之补充协议》。

（三）交易对方

本次交易的交易对方为仪电集团。

（四）定价依据及交易价格

1、本次交易的定价依据

本次交易的标的公司华鑫股份为一家在上海证券交易所上市的公司。本次交易价格系在不低于《上市公司国有股权监督管理办法》第三十二条及《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》第六条关于协议转让价格规定的孰高值前提下，综合考虑华鑫股份二级市场股价情况等因素后，经交易双方协商确定。《上市公司国有股权监督管理办法》及《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》对于协议转让价格的具体规定如下：

（1）《上市公司国有股权监督管理办法》的有关规定

“第三十二条 国有股东非公开协议转让上市公司股份的价格不得低于下列两者之中的较高者：

- （一）提示性公告日前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值；
- （二）最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值。”

(2) 《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》的有关规定

“第六条 (五) 股份转让价格不低于转让协议签署日(当日为非交易日的顺延至次一交易日)公司股份大宗交易价格范围的下限,法律、行政法规、部门规章、规范性文件、本所业务规则另有规定的除外。”

2、本次交易的交易价格

基于上述关于定价的规定,综合考虑华鑫股份二级市场股价情况等因素后,经交易双方充分协商,确定飞乐音响本次出售华鑫股份股票的定价为 13.94 元/股,本次飞乐音响向仪电集团出售 70,337,623 股华鑫股份股票的交易价格为 980,506,464.62 元。

三、本次交易的性质

(一) 本次交易构成关联交易

本次交易的交易对方仪电集团为上市公司实际控制人,根据《上市规则》和《上海证券交易所上市公司关联交易实施指引》的规定,本次交易构成关联交易。与本次交易相关的关联董事、关联监事已在审议本次交易相关议案时回避表决,关联股东也将在上市公司召开股东大会就本次交易表决时回避表决。

(二) 本次交易构成重大资产重组

根据《重大资产重组管理办法》,上市公司出售的资产为股权的,其资产总额、营业收入以及资产净额分别以被投资企业的资产总额、营业收入以及净资产额与该项投资所占股权比例的乘积为准。上市公司在 12 个月内连续对同一或者相关资产进行购买、出售的,以其累计数分别计算相应数额。上述法规适用于上市公司及其控股或者控制的公司。

根据飞乐音响 2018 年度审计报告及华鑫股份 2019 年度、2018 年度审计报告所载财务数据,就相关指标计算如下:

金额单位:万元

项目	资产总额	资产净额	营业收入
华鑫股份	2,268,267.17	620,814.30	118,348.08

本次出售部分对 应份额	150,386.11	41,159.99	7,846.48
飞乐音响	1,208,704.98	4,726.20	330,214.40
占飞乐音响比例	12.44%	870.89%	2.38%

注：上表中飞乐音响资产总额、资产净额、营业收入数据取自飞乐音响 2018 年度经审计合并财务报表；华鑫股份资产总额、资产净额数据取自华鑫股份 2019 年度经审计合并财务报表，营业收入数据取自华鑫股份 2018 年度经审计合并财务报表中的营业总收入数据。

根据上述数据，本次拟出售标的公司截至 2019 年未经审计的资产净额与本次交易出售部分股权所占股权比例的乘积占飞乐音响截至 2018 年未经审计的资产净额的比例超过 50%。根据《重大资产重组管理办法》的规定，本次交易构成重大资产重组。

（三）本次交易不构成重组上市

本次交易不涉及上市公司发行股份，不会导致公司股权结构发生变化。本次交易前后，上市公司的控股股东均为仪电电子集团，实际控制人均为仪电集团，上市公司的控股股东、实际控制人均未发生变化，本次交易不会导致上市公司控制权发生变更，根据《重组管理办法》第十三条的规定，本次交易不构成重组上市。

四、本次交易的背景和目的

（一）本次交易的背景

1、上市公司经营面临较大困难

近年来，公司内外部环境发生了重大变化，受宏观经济下滑、行业增速放缓、市场竞争激烈等不利因素的影响，面临收入增长乏力、成本费用居高不下、业绩下滑的经营困境。

根据上市公司同日披露的《上海飞乐音响股份有限公司 2019 年度业绩快报公告》中所载上市公司未经审计的合并报表数据，上市公司 2019 年度实现归属于上市公司股东的净利润为-16.51 亿元，2019 年末归属于上市公司股东的所有者权益为-16.31 亿元，上市公司经营面临较大困难。

2、证监会鼓励风险上市公司充分利用并购重组、破产重整等政策工具化解存量风险

2019年5月以来，中国证监会明确鼓励推动风险上市公司充分利用并购重组、破产重整等工具，实现上市公司转型升级、淘汰落后产能、出清不良资产、化解债务风险。

3、限售股转让须满足同一实际控制人控制之下不同主体之间转让的相关要求

飞乐音响本次拟出售之华鑫股份股票，系于2017年5月通过参与华鑫股份重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金交易而取得，根据彼时飞乐音响所作关于取得股票锁定期的承诺，飞乐音响因上述交易取得的华鑫股份的股份自该等股份登记至其名下之日起36个月内不得以任何形式转让。因此，本次拟转让的标的公司股份目前仍处于限售状态，限售期至2020年5月2日止。

《<上市公司收购管理办法>第六十二条及<上市公司重大资产重组管理办法>第四十三条有关限制股份转让的适用意见——证券期货法律适用意见第4号》（2009年5月19日证监会公告（2009）11号）中相关规定如下：

“一、适用《收购办法》第六十二条第一款第（二）项、第（三）项及《重组办法》第四十三条¹规定时，在控制关系清晰明确，易于判断的情况下，同一实际控制人控制之下不同主体之间转让上市公司股份，不属于上述规定限制转让的范围。”

鉴于此，飞乐音响转让其持有的华鑫股份相关限售股须满足上述同一实际控制人控制之下不同主体之间转让上市公司股份的相关要求。本次交易中飞乐音响拟采取非公开协议转让的方式将所持标的公司股票转让给仪电集团，仪电集团为飞乐音响的实际控制人，该控制关系清晰明确、易于判断，符合上述适用意见第

¹ 2008年4月16日发布并于2011年8月1日修改的《上市公司重大资产重组管理办法》已于现行有效的《上市公司重大资产重组管理办法》施行之日起废止。2008年4月16日发布的《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第53号）第四十三条规定内容与现行有效的《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令109号）第四十六条第（一）项至第（三）项规定内容相同。

一条的情形，不属于现行有效的《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令109号）第四十六条所规定限制转让的情形，故飞乐音响拟于前述限售股解禁上市前向仪电集团协议转让其持有的华鑫股份限售股。

（二）本次交易的目的

1、充分利用存量资产，优化资产结构，提升上市公司可持续经营能力

考虑到上市公司目前在经营发展及现金流方面所面临的困境，综合考虑上市公司目前具有的账面资产状况以及证券市场情况等多方面因素，上市公司拟通过本次交易实现充分利用存量资产，优化资产结构，降低财务风险，提升上市公司可持续经营能力的目的。

2、收到部分资金以偿还银行贷款，改善上市公司经营和财务困境

通过本次交易，上市公司能够收到部分资金对价用于偿还银行贷款，一定程度化解债务风险，有助于缓解和改善上市公司目前在经营、财务等方面面临的困境。

五、报告目的

2020年2月19日，飞乐音响召开第十一届董事会第十四次会议审议通过了本次重大资产出售暨关联交易预案及相关议案。

2020年3月30日，飞乐音响召开第十一届董事会第十六次会议审议通过了本次重大资产出售暨关联交易正式方案及相关议案。

为充分保护中小投资者利益，充分、准确、完整的反映估值相关信息，国泰君安从独立估值机构的角度对华鑫股份6.63%股权定价情况的公允性及合理性进行分析，并出具本估值报告。

六、报告基准日

本次交易首次董事会决议日为2020年2月19日。本报告所引用的市场价格数据为截至2020年2月19日收盘的数据。

第二章 估值思路及方法选择

一、估值思路及方法选择

从并购交易的实践操作来看，一般可以通过可比公司法、现金流折现法等方法进行交易价格合理性分析。

可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数作为参考的估值方法，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对本次交易定价进行分析。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立、利用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对相关公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行贴现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。

以上两种方法的优点、缺点以及适用性如下：

可比公司法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括趋势、业务风险、发展速度等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得。其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。

现金流折现法的优点在于，从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把重组后的经营战略、协同效应结合到模型中；可以处理大多数复杂的情况。其缺点在于，财务模型中变量较多、假设较多；估值主要基于关于未来假设且较敏感，由于行业处于高度竞争状态，波动性较大，可能会影响预测的准确性；具体参数取值难以获得非常充分的依据。

本报告将结合本次交易的实际情况，从以上两种方法中选择合适的方法对本次交易价格的合理性予以考察和分析。

二、可比公司法

可比公司法，是指对公司价值进行分析时，重点关注并以具有相似业务的上

市公司估值为基础判断相关公司估值倍数的合理性的估值方法。

本次交易的标的公司华鑫股份旗下主要业务为证券业务，华鑫证券为其全资子公司，有鉴于此，本估值报告中选择 A 股上市证券公司作为可比上市公司。

基于上述可比上市公司选择标准，所选择的可比上市公司及各可比公司于估值基准日的市盈率、市净率情况如下表所示：

证券代码	证券简称	市盈率 (PE,TTM)	市净率 (PB,LF)
000166.SZ	申万宏源	21.00	1.43
000686.SZ	东北证券	21.39	1.38
000712.SZ	锦龙股份	553.23	3.54
000728.SZ	国元证券	35.01	1.29
000750.SZ	国海证券	51.00	1.40
000776.SZ	广发证券	19.78	1.28
000783.SZ	长江证券	32.25	1.38
000987.SZ	越秀金控	16.05	1.39
002500.SZ	山西证券	36.41	1.76
002673.SZ	西部证券	83.46	1.79
002736.SZ	国信证券	18.95	1.98
002797.SZ	第一创业	74.64	2.91
002926.SZ	华西证券	24.36	1.46
002939.SZ	长城证券	47.95	2.45
002945.SZ	华林证券	93.92	7.10
600030.SH	中信证券	23.67	1.80
600061.SH	国投资本	18.86	1.48
600109.SH	国金证券	26.10	1.51
600155.SH	华创阳安	99.80	1.49
600369.SH	西南证券	48.12	1.51
600837.SH	海通证券	18.87	1.37
600864.SH	哈投股份	21.72	1.12
600909.SH	华安证券	24.61	2.02
600958.SH	东方证券	29.39	1.31
600999.SH	招商证券	19.97	1.80
601066.SH	中信建投	45.57	4.43
601108.SH	财通证券	20.90	1.87
601162.SH	天风证券	139.18	2.69
601198.SH	东兴证券	25.29	1.66
601211.SH	国泰君安	18.17	1.32
601236.SH	红塔证券	98.33	5.11
601375.SH	中原证券	94.98	2.11
601377.SH	兴业证券	39.15	1.32

证券代码	证券简称	市盈率 (PE,TTM)	市净率 (PB,LF)
601555.SH	东吴证券	25.82	1.36
601688.SH	华泰证券	25.23	1.47
601788.SH	光大证券	47.67	1.16
601878.SH	浙商证券	36.25	2.50
601881.SH	中国银河	21.31	1.54
601901.SH	方正证券	51.19	1.70
601990.SH	南京证券	68.72	4.11
平均值		55.46	2.06
中位值		30.82	1.53

本次交易华鑫股份的交易价格为 13.94 元/股，对应的市盈率（PE,TTM）和市净率（PB,LF）分别为 216.01 倍和 2.37 倍，均不低于上述同行业可比上市公司对应指标的平均值及中位值。因此，飞乐音响本次拟出售之华鑫股份 6.63%股权的定价不存在明显低于同行业可比公司的情形，本次交易不会损害飞乐音响及飞乐音响股东的权益。

三、现金流折现法

现金流折现法为基于未来预测的估值方法。华鑫股份为 A 股上市公司，在本次交易完成之前，受上市监管及商业保密限制不能提供更为详细的财务资料及未来盈利及现金流预测。此外，公布华鑫股份的未来盈利及现金流预测可能会引起股价异动，增加本次交易的不确定性，因此本次交易未进行盈利及现金流预测。

因缺乏相关的可靠的财务预测数据，本次交易无法对华鑫股份使用现金流折现法进行估值分析。

四、与历史交易价格比较

本次交易华鑫股份的交易价格为 13.94 元/股，该等每股转让价格与估值基准日前一段时间华鑫股份股票每日加权平均价格的算术平均值比较如下：

期间	对应期间的每日加权平均价格的算术平均值（元/股）	本次转让价格/对应期间的每日加权平均价格的算术平均值
基准日前 1 个交易日	13.46	103.57%
基准日前 5 个交易日	13.04	106.90%

期间	对应期间的每日加权平均价格的算术平均值（元/股）	本次转让价格/对应期间的每日加权平均价格的算术平均值
基准日前 10 个交易日	12.76	109.25%
基准日前 20 个交易日	13.44	103.72%
基准日前 30 个交易日	13.94	100.00%
基准日前 60 个交易日	13.90	100.29%

由上表可知，华鑫股份的每股转让价格与估值基准日前 1 个交易日、前 5 个交易日、前 10 个交易日、前 20 个交易日和前 60 个交易日的每日加权平均价格算术平均值相比，差异较小。

因此，本次交易中华鑫股份每股转让价格的确定以估值基准日前历史价格为基础，反映了资本市场对于华鑫股份投资价值的判断，具有合理性。

第三章 报告假设

一、一般假设

（一）公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

（二）持续经营假设

持续经营假设是以企业持续、正常的生产经营活动为前提，在可以预见的未来，企业将会按当前的规模和状态持续经营下去，不会停业，也不会大规模削减业务。

二、特殊假设

1、本报告假设报告基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

3、相关公司在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。

4、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

5、本报告假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。

第四章 报告结论

一、报告结论

基于前述分析，本报告主要采用可比公司法并结合历史交易价格对本次交易华鑫股份交易价格的合理性进行分析，认为本次交易华鑫股份 6.63%股权的定价公允、合理，不存在损害飞乐音响及其股东利益的情况。

二、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次交易华鑫股份 6.63%股权的交易价格是否合理，未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

本报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

未征得本机构同意并审阅相关内容，本报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

本机构在报告中发表的意见均基于截至 2020 年 2 月 19 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

本报告自数据截至日起 12 个月内使用有效。

(本页无正文,为《国泰君安证券股份有限公司关于上海飞乐音响股份有限公司出售上海华鑫股份有限公司 6.63%股权之估值报告》之签字盖章页)

估值人员: 王牌
王牌

蒋华琳
蒋华琳



国泰君安证券股份有限公司

2020年3月30日