

北京国融兴华资产评估有限责任公司
关于紫光国芯微电子股份有限公司发行股份购买资产暨关联
交易一次反馈意见（193122）的回复
之核查意见

二零二零年四月

6-10-1-4-1

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2020 年 1 月 20 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》（193122 号）（以下简称“反馈回复”），本公司（北京国融兴华资产评估有限责任公司）立即就反馈回复中需要评估师回复的问题进行了认真讨论和分析，并按照反馈回复的要求对所涉及的事项进行了资料补充和问题答复，现提交贵会，请予审核。

如无特别说明，本核查意见采用的释义与《重组报告书》一致。

本核查意见中所引用的财务数据和财务指标，如无特别说明，指合并报表口径的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。同时，本核查意见中部分平均数、合计数与各明细数直接相加之和在尾数上如有差异，如无特殊说明，这些差异是由于四舍五入所致。

目 录

5.申请文件显示, 1)紫光神彩、紫锦海阔、紫锦海跃(合计持股 91.66%) 承诺紫光联盛 2020 年净利润不低于 57,946.14 万元; 2020-2021 年累计净利润不低于 143,060.75 万元; 2020-2022 年累计净利润不低于 264,706.51 万元。2)前次收购中, 紫光控股(法国)2019-2021 年的目标业绩为 1.33 亿欧元、1.48 亿欧元、1.63 亿欧元。 请你公司补充披露: 1) 对比累计实现净利润测算承诺业绩补偿金额是否符合我会相关要求。 2)前次收购的目标业绩与本次业绩承诺金额差异的原因及合理性。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。	7
13.申请文件显示, 报告期目标公司研发投入占营业收入比重情况分别为 2.76%、3.70%、4.14%。 请你公司: 1)补充披露目标公司的行业地位、行业进入门槛、市场占有率、与同行业可比公司相比在市场前景、研发能力、生产工艺、销售渠道、客户关系等方面的核心竞争力及可持续性。2)结合同行业主要竞争对手研发投入情况和行业技术及产品更新速度, 补充披露报告期及预测期内目标公司研发费用占营业收入比较低的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。	13
21.申请文件显示, 1)前次收购以 2017 年 12 月 31 日为基准日进行了两次评估。 2)2018 年 2 月上海德勤资产评估有限公司出具德勤估值报告, 基于收益法计算得出法国 Lu11y A 100%企业价值于评估基准日的公允市场价值的范围为 21.8 亿欧元至 26.4 亿欧元(人民币 170.09-205.98 亿元),扣除付息债务后的评估结果为 57.65-93.54 亿元, 增值 140.81%-290.73%。 3)2019 年 9 月国融兴华出具《追溯评估报告》, 法国 Lu11y A 的企业价值为 1,760,119.90 万元, 扣除付息债务 112.44 亿后的评估结果为 63.57 亿元, 增值率 165.52%。 4)本次资产评估结果高于前次收购之《追溯评估报告》确定的评估结果 86,689.26 万元。 5)紫光联盛收购 Linxens 集团前, Linxens 集团剥离了部分业务; 紫光联盛收购 Linxens 集团后, 大幅降低了目标公司的有息债务。 2015 年 10 月卢森堡 Lully Finance 借入 2.35 亿欧元和 7.51 亿美元后转借予目标公司, 利息由目标公司支付, 2018 年 7 月由紫光盛耀(香港)偿还后转为无息借款。 请你公司: 1)补充披露以 2017 年 12 月 31 日为	

基准日的两次评估中，收益法主要参数营业收入、毛利率、折现率存在差异的原因，以及结合前次收购时目标公司的财务状况、对应 EV/EBITDA 情况、同行业公司市盈率情况以及可比收购案例等，补充披露前次收购评估作价的合理性。2)补充披露实际情况低于德勤预测数据的原因，是否存在对标的资产持续盈利能力的重大不利影响，目前是否已消除影响，有无具体应对措施。3)量化分析本次评估值与前次收购评估值的差异情况，结合预测期主要参数的选取、上述代偿债务对评估值的影响以及收购后的运营情况，补充披露前次收购与本次评估的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。21

22.申请文件显示，本次评估收益法评估时，置入资产预测期折现率为 9.05%。请你公司：1)结合前次评估折现率选取、近期可比案例、置入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、预测过程中可比上市公司选择的合理性。2)结合前次评估永续期增长率的选取，补充披露本次评估永续期的现金流增长率取 1.5%的合理性，对最终评估的影响。3)结合可比交易市盈率、市净率水平，进一步补充披露本次交易评估作价的公允性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。36

23.申请文件显示，1)标的资产预测期 2019 年 7-12 月至 2024 年营业收入为 180,874.18 万元、404,005.55 万元、482,305.79 万元、573,328.96 万元、621,554.66 万元和 656,298.97 万元。2)微连接器报告期业务收入为 211,552.91 万元、198,964.68 万元和 85,438.92 万元。3)标的资产报告期其他产品类别收入为 20.60 万元、71.77 万元和 49.99 万元，预测期其他产品类别收入为 781.70 万元、2,747.68 万元、4,924.71 万元、6,644.45 万元、7,973.34 万元、9,966.68 万元。请你公司：1)结合标的资产合同签订和执行情况、产销匹配情况、行业整体产能状况与市场整体需求的匹配性、下游市场及主要客户的发展趋势等，补充披露标的资产预测收入的可实现性。2)结合报告期内微连接器业务收入及占比下降的原因，补充披露预测期销量持续增长的合理性以及预测未来年度双界面连接器及电子消费品的销售占比将逐渐增大的具体依据。3)补充披露预测收入中其他收入的预测依据和合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。50

24. 申请文件显示，1)紫光联盛报告期实际平均毛利率为 37.00%。2019 年上半年毛利率有一定的下降，主要是原材料中金和钯价格波动较大。2) 2017 年、

2018年及2019年1-6月，紫光联盛的微连接器毛利率分别为46.93%、49.91%和44.22%；RFID嵌体及天线产品毛利率分别为19.41%、23.69%和22.66%。

3)2020年预测中参考了历史平均毛利率预测，后期毛利率略有提高。请你公司：

1)补充披露标的资产各业务毛利率报告期变动的原因及合理性，是否与行业趋势一致。2)结合同行业可比公司可比产品毛利率水平，原材料历史价格及所处周期，报告期产品价格以及毛利率变动趋势，补充披露标的资产未来年度毛利率预测依据及合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

.....68

25.申请文件显示，根据国融兴华出具的《评估报告》的最佳估计，预计紫光联盛合并层面2022年、2023年、2024年因股份支付产生的现金支出分别为76,457.13万元、17,732.66万元、25,105.79万元。请你公司：1)补充披露根据优先股计划及《回售选择权协议》，预测2022年至2024年股份支付现金流出的具体计算过程及重要参数，2019年-2021年经营情况的预测、离职率选取的合理性，以及对评估值的影响。2)预计实现利润与收益法中预测净利润的差异的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....74

26.申请文件显示，1)紫光联盛2019年7-12月至2024年预测资本性支出分别为12,708.88万元、15,950.39万元、21,332.17万元、17,210.59万元、18,622.67万元、17,806.89万元。2)紫光联盛预测期折旧为7,627.83万元、15,950.39万元、16,251.12万元、17,210.59万元、17,450.12万元、17,806.89万元，摊销为3,332.27万元、6,664.54万元、6,664.54万元、6,664.54万元、6,664.54万元、6,664.54万元。请你公司结合预测期产能规划、生产设备成新率、残值情况、固定资产更新计划、无形资产使用年限及更新计划等，补充披露预测期折旧和摊销及资本性支出预测依据及合理性，以及预测期标的资产预测资本性支出金额小于折旧和摊销金额的预测依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....82

27.请你公司：1)补充披露标的资产报告期各项期间费用率情况及结合营业收入情况，分析费用率变动的合理性。2)结合标的资产报告期各期间费用率的变化情况和同行业可比公司期间费用率情况，补充披露预测期标的资产各期间费用预测的具体依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....89

28.申请文件显示，本次评估根据管理层访谈，历史上法国、泰国、新加坡、德国基本享受零税率的优惠，主要是税收优惠政策及历史亏损的未抵扣税金，未来五年合并口径层面的综合所得税率不超过 2%，永续期所得税率的预测以各运营实体对毛利的贡献率测算综合所得税率为 10.41%。请你公司结合历史亏损的未抵扣税金具体情况以及预测期继续享受税收优惠政策的具体依据，补充披露预测综合所得税率的合理性，因税收规划可能造成的主要经营收益长期留存境外的情形是否符合相关税收、外汇监管要求，是否有利于维护上市公司及中小股东利益。请独立财务顾问、评估师和律师核查并发表明确意见。96

5.申请文件显示，1)紫光神彩、紫锦海阔、紫锦海跃(合计持股91.66%)承诺紫光联盛2020年净利润不低于57,946.14万元；2020-2021年累计净利润不低于143,060.75万元；2020-2022年累计净利润不低于264,706.51万元。2)前次收购中，紫光控股(法国)2019-2021年的目标业绩为1.33亿欧元、1.48亿欧元、1.63亿欧元。

请你公司补充披露：1)对比累计实现净利润测算承诺业绩补偿金额是否符合我会相关要求。2)前次收购的目标业绩与本次业绩承诺金额差异的原因及合理性。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、以累计实现净利润测算承诺业绩补偿金额的合规性分析

《重组管理办法》第三十五条规定，“采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。”

《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》规定，交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人，应当以其获得的股份和现金进行业绩补偿；业绩补偿应先以股份补偿，不足部分以现金补偿；以收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对拟购买资产进行评估或估值的，每年补偿的股份数量为：

当期补偿金额=（截至当期期末累积承诺净利润数－截至当期期末累积实现净利润数）÷补偿期限内各年的预测净利润数总和×拟购买资产交易作价－累积已补偿金额

当期应当补偿股份数量=当期补偿金额/本次股份的发行价格

在逐年补偿的情况下，在各年计算的补偿股份数量小于0时，按0取值，即已经补偿的股份不冲回。

此外，在补偿期限届满时，上市公司应当对拟购买资产进行减值测试，如：期末减值额/拟购买资产交易作价>补偿期限内已补偿股份总数/认购股份总数，则交易对方需另行补偿股份，补偿的股份数量为：期末减值额/每股发行价格-补偿期限内已补偿股份总数

前述净利润数均应当以拟购买资产扣除非经常性损益后的利润数确定。前述减值额为拟购买资产交易作价减去期末拟购买资产的评估值并扣除补偿期限内拟购买资产股东增资、减资、接受赠与以及利润分配的影响。

此外，上市公司并购重组的以往案例中，存在较多以对比累计实现净利润测算承诺业绩补偿金额的先例，近年来的部分案例情况如下：

上市公司	业绩承诺相关条款
爱迪尔 (002740)	<p>根据交易各方签署的《利润补偿协议》，补偿义务人承诺，千年珠宝在利润承诺期间实现的净利润如下：2017年度净利润数不低于5,200万元；2017年度和2018年度的累计净利润数不低于11,900万元；2017年度、2018年度和2019年度的累计净利润数不低于20,000万元；2017年度、2018年度、2019年度和2020年度的累计净利润不低于29,700万元。</p> <p>千年珠宝实际实现的净利润按照《利润补偿协议》相关约定执行，即根据《中国企业会计准则》编制且经具有证券期货业务资格的会计师事务所审计合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润。</p>
三房巷 (600370)	<p>根据上市公司与业绩补偿义务人即三房巷集团和三房巷国贸签署的《业绩补偿协议》，业绩补偿义务人承诺标的公司在业绩承诺期内实现的经审计的净利润（指标的公司经审计合并报表扣除非经常性损益前后归属于母公司普通股股东的净利润之孰低者，下同）不低于下列承诺净利润数，否则，业绩补偿义务人将按照《业绩补偿协议》的约定对三房巷进行补偿：</p> <p>（1）如本次发行股份购买资产于2019年实施完毕（以标的资产过户完成为准），业绩承诺期限为2019年、2020年、2021年，标的公司2019年实现的经审计的净利润不低于70,922万元，2019年与2020年累计实现的经审计的净利润不低于128,108万元，2019年、2020年与2021年累计实现的经审计的净利润不低于196,395万元；</p> <p>（2）如本次发行股份购买资产于2020年实施完毕（以标的资产过户完成为准），业绩承诺期限为2019年、2020年、2021年、2022年，标的公司2019</p>

	<p>年实现的经审计的净利润不低于 70,922 万元，2019 年与 2020 年累计实现的经审计的净利润不低于 128,108 万元，2019 年、2020 年与 2021 年累计实现的经审计的净利润不低于 196,395 万元，2019 年、2020 年、2021 年与 2022 年累计实现的经审计的净利润不低于 269,622 万元。</p>
雪莱特 (002076)	<p>卓誉自动化补偿义务人承诺 2017 年度实现的净利润数额不低于 2,200 万元，2017-2018 年度实现的累计净利润数额不低于 5,500 万元，2017-2019 年度实现的累计净利润数额不低于 10,450 万元。</p>
华灿光电 (300323)	<p>本次交易的交易对方和谐芯光、NSL 承诺：若本次交易于 2017 年 12 月 31 日前实施完毕，则业绩承诺期为 2017 年度、2018 年度及 2019 年度，和谐光电 2017 年度的净利润不低于人民币 9,254.23 万元（约合美元 1,378 万元，按美元对人民币汇率 6.7157 测算）、2017 年和 2018 年的累计净利润不低于 20,416.40 万人民币（约合美元 3,040.1 万元，按美元对人民币汇率 6.7157 测算）、2017 年、2018 年和 2019 年的累计净利润不低于 33,756.47 万人民币（约合 5,026.5 万美元，按美元对人民币汇率 6.7157 测算）。以上所称净利润为经审计的归属于母公司所有者的净利润，以税后扣除非经常损益前后孰低者为准。标的公司 2017 年净利润是指假设在 2017 年 1 月 1 日标的公司已经完成对目标公司 MEMSIC 的收购且美新半导体（无锡）有限公司已将美新微纳传感系统有限公司转让完成的前提下，标的公司 2017 年模拟审计报告确认的净利润。各方进一步同意对于本次交易所涉及的相关募投项目进行单独核算，在未来盈利承诺年限内，以标的公司扣除相关募投项目产生的损益对标的公司拟承诺净利润的实现情况进行考核。</p> <p>若本次交易于 2018 年 1 月 1 日起至 2018 年 12 月 31 日期间实施完毕，则业绩承诺期为 2018 年度、2019 年度及 2020 年度，交易对方承诺标的公司的 2018 年度的净利润不低于人民币 11,162.17 万元（约合美元 1,662.1 万元，按美元对人民币汇率 6.7157 测算）、2018 年和 2019 年的累计净利润不低于人民币 24,502.24 万元（约合美元 3,648.5 万元，按美元对人民币汇率 6.7157 测算）、2018 年、2019 年和 2020 年的累计净利润不低于人民币 42,234.64 万元（约合 6,288.94 万美元，按美元对人民币汇率 6.7157 测算）。以上所称净利润为经审计的归属于母公司所有者的净利润，以税后扣除非经常损益前后孰低者为准。各方进一步同意对于本次交易所涉及的相关募投项目进行单独核算，在未来盈利承诺年限内，以标的公司扣除相关募投项目产生的损益对标的公司拟承诺净利润的实现情况进行考核。</p>
易成新能 (300080)	<p>根据上市公司与盈利承诺补偿义务人中国平煤神马集团签订的《业绩承诺补偿协议》，本次交易的业绩承诺期为 2019 年度、2020 年度和 2021 年度。</p> <p>中国平煤神马集团承诺：开封炭素在 2019 年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润（以下简称“承诺净利润数”）不低于 73,423.92 万元，开封炭素在 2019 年度、2020 年度经审计的承诺净利润数累计不低于 141,610.87 万元，开封炭素在 2019 年度、2020 年度、2021 年度经审计的承诺</p>

净利润数累计不低于209,017.88万元。

本次交易中，紫光神彩、紫锦海润、紫锦海跃作为业绩承诺方与上市公司签署了《业绩补偿协议》，对标的公司2020年至2022年各期末累计净利润数进行承诺，并对标的资产业绩承诺期各期末累积实现净利润与相应累积承诺净利润数的差额作出补偿安排；业绩承诺方优先以在本次交易中取得的上市公司股份履行补偿义务，不足部分以现金进行补偿，但每一业绩承诺方补偿上限为其持有的紫光联盛股权在本次交易中的交易价格；各业绩补偿方之间对于补偿金额的分担，根据《业绩补偿协议》签订之日其各自持有的紫光联盛股权的相对持股比例计算。

综上，本次交易的对比累计实现净利润测算承诺业绩补偿金额的方式符合中国证监会相关规定。

二、前次收购的目标业绩与本次业绩承诺金额差异的原因及合理性

（一）前次收购目标业绩与本次业绩承诺金额差异情况

根据《股东协议》及其附件，优先股计划对紫光控股（法国）2019年、2020年及2021年度设定目标业绩，各年度相关预期净利润目标分别为1.33亿欧元、1.48亿欧元及1.63亿欧元。

根据《业绩补偿协议》，本次业绩承诺为：紫光联盛2020年度一个会计年度累计承诺净利润不低于57,946.14万元；2020年度、2021年度两个会计年度累计承诺净利润不低于143,060.75万元；2020年度、2021年度和2022年度三个会计年度累计承诺净利润不低于264,706.51万元。

本次业绩承诺为按业绩承诺期累计实现净利润进行计算，但由于前次收购的目标业绩为按年度分别计算，出于数据比较之目的，现将本次业绩承诺中按业绩承诺期累计计算的净利润分年度进行列示，并对两次涉及相同年度（2020年度、2021年度）的金额进行比较，具体情况如下：

单位：万元

项 目	2020 年	2021 年
前次收购目标业绩①	115,669.40	127,392.65
本次业绩承诺金额	57,946.14	85,114.61

项 目	2020 年	2021 年
股权激励费用	20,872.58	20,815.55
本次业绩承诺金额（不考虑股权激励费用）②	78,818.72	105,930.16
差异①-②	36,850.68	21,462.49

注 1：前次收购目标业绩为欧元计价，为进行分析，现根据 2019 年 12 月 31 日的人民币兑欧元汇率（7.8155:1）进行折算。此外，根据《股东协议》及其附件规定，目标业绩不考虑股权激励费用的影响。

注 2：本次交易的业绩承诺按照截至当年度累计净利润计算，上述表格中列示的本次业绩承诺金额、本次业绩承诺金额（不考虑股权激励费用）仅为比较之方便，并非《业绩补偿协议》中约定的金额。

如上表所示，前次收购的目标业绩实施对象为紫光控股（法国），本次交易业绩承诺实施对象为标的公司且需承担股权激励摊销费用，如不考虑股权激励摊销费用的影响，前次收购目标业绩与本次业绩承诺金额（不考虑股权激励费用）在 2020 年度、2021 年度的差异分别为 36,850.68 万元、21,462.49 万元。

（二）差异原因及合理性分析

1、设定目的不同

前次收购目标业绩作为优先股计划的一部分，该等目标业绩系为激励管理层及员工而设置，其实现情况将影响 Linxens 集团管理层及员工所持有的优先股转换为普通股的比例。本次业绩承诺系紫光神彩、紫锦海阔、紫锦海跃作为业绩承诺方向上市公司作出，符合上市公司重大资产重组的相关规定和交易惯例，业绩承诺方将就每年度累计未完成的承诺净利润数按照《业绩补偿协议》的约定向上市公司进行补偿，保护上市公司及中小股东的利益。

此外，前次收购目标业绩高于本次业绩承诺金额（不考虑股权激励费用）且与股权激励挂钩，将有利于绑定 Linxens 集团管理层及员工与本次交易完成后的上市公司的利益，有利于保护上市公司中小股东利益，有利于提高本次业绩承诺的完成度及可实现性。

2、设定基础不同

前次收购目标业绩是基于对 2017 年度及之前 Linxens 集团所处的经济形势、行业趋势以及 Linxens 集团基本情况的判断，由优先股计划的各方协商确定，因此业绩目标设定较高；本次业绩承诺是以《评估报告》对应年度的预测净利润为基础确定，由本次交易的各方协商确定。前次收购目标业绩与本次业绩承诺金额

（不考虑股权激励费用）因经济形势、行业趋势、企业发展状况的判断不同而产生差异的原因主要包括：

（1）回顾 2017 年度全球智能安全芯片卡市场、RFID 市场的发展，从 Linxens 集团到下游或同业厂商均出现了较为乐观的信号，如 Linxens 集团在 2017 年度录得了同比超过 50%的营收增长；作为其下游智能安全芯片的主力厂商的紫光国微在经历了 2016 年的短暂下降之后，2017 年其智能安全芯片业务实现营业收入 8.13 亿元，同比增长 43.07%；作为以 RFID 为主要业务的 A 股上市公司远望谷，2017 年较 2016 年营业收入同比增长 9%。此外，根据 Frost & Sullivan 公司统计，中国智能安全芯片卡市场 2014-2018 年复合增速达到 11.8%；据 IIPA（国际物联网贸易与应用促进协会）预测，超高频 RFID 产品在 2013-2015 年间预测复合增长率为 52%、2016-2017 年间预测复合增长率为 42%，高频 RFID 产品在 2013-2015 年间预测复合增长率为 17.5%、2016-2017 年间预测复合增长率为 20%。因此，在设定目标业绩时 Linxens 集团面临的行业发展、自身增长情况较为乐观。

（2）从 2018 年中期开始，国际经济形势发生了较大变化，陆续发生了中美贸易战、英女王正式批准脱欧法案、部分国家电信 SIM 卡管理政策调整等对经济运行、行业发展产生重要影响的事件。受前述事件影响，全球经济出现动荡及下行，作为 Linxens 集团重要应用领域的半导体、电信卡等市场均出现行业短期下滑。

（3）为了更好的应对经济形势波动、适应行业态势变化和未来经营需要，Linxens 集团在 2018 年下半年对其内部架构、发展战略进行了调整，例如关闭了德国 Linxens2 并积极开展外延式并购（收购印度 Siepmann's、香港天品等）。

综上，前次收购的目标业绩与本次业绩承诺金额（不考虑股权激励费用）因设定目的和设定基础不同存在差异，具有合理性。

三、评估师核查意见

经核查，评估师认为前次收购的目标业绩与本次业绩承诺金额（不考虑股权激励费用）因设定目的和设定基础不同存在差异，具有合理性。

13.申请文件显示，报告期目标公司研发投入占营业收入比重情况分别为2.76%、3.70%、4.14%。

请你公司：1)补充披露目标公司的行业地位、行业进入门槛、市场占有率、与同行业可比公司相比在市场前景、研发能力、生产工艺、销售渠道、客户关系等方面的核心竞争力及可持续性。2)结合同行业主要竞争对手研发投入情况和行业技术及产品更新速度，补充披露报告期及预测期内目标公司研发费用占营业收入比较低的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、目标公司的行业地位、行业进入门槛、市场占有率、与同行业可比公司相比在市场前景、研发能力、生产工艺、销售渠道、客户关系等方面的核心竞争力及可持续性

(一) 目标公司的行业地位、行业进入门槛、市场占有率

1、目标公司行业地位及市场占有率

Linxens 集团主营业务为微连接器、RFID 嵌体及天线等产品的研发、设计、生产、封测和销售。

Linxens 集团的微连接器产品行业地位全球领先：Linxens 集团的微连接器产品主要应用于智能安全芯片领域，尤其在智能安全芯片卡行业的应用最为广泛。公司是智能卡微连接器的发明者，早在 20 世纪 80 年代便研发了全球第一款超薄、柔性微连接器产品，迄今为止集团已经拥有 30 多年的微连接器行业专业经验。

Linxens 集团的 RFID 嵌体及天线产品行业地位全球领先：RFID 嵌体及天线产品主要应用于非接触式智能卡、电子护照和电子身份证等以及物联网应用领域。

Linxens 集团业务遍及全球众多国家，从全球来看，Linxens 集团主要产品应处于电子连接器以及射频标签市场，该类市场在全球规模体量巨大，根据研究机构 Bishop&Associate 披露，全球电子连接器市场 2018 年市场规模达到 668 亿美元，而 RFID 领域全球市场同样体量庞大，市场细分领域众多，涵盖通信识别、汽车、工业、消费电子等。

从细分市场看，Linxens 集团核心产品智能安全芯片微连接器、RFID 嵌体及

天线在部分应用领域均处于领先地位。根据欧洲智能卡协会统计的市场数据，2018 年度全球电信卡出货量 56 亿件、银行卡出货量 32.10 亿件，结合 2018 年 Linxens 集团的销售情况测算，2018 年集团在微连接器产品在电信卡子应用终端市场份额、银行卡子应用终端市场份额占比均超过 50%。

2、Linxens 集团所处行业的进入门槛

(1) 技术及量产经验壁垒

微连接器、RFID 嵌体及天线产品均属于技术密集型的行业，技术水平要求较高，进入该行业需要丰富的生产加工经验的积累。该行业具有技术开发周期长的特点，与此同时，产品批量化生产工艺复杂、精度高，需要紧跟工艺的进步以及生产技术的发展，以保持自身在市场上的竞争优势。而技术水平和制程工艺的创新主要来源于企业长时间、大规模的生产实践和研究开发，需要持续的生产经验的积累。因此，具备竞争力的企业逐步形成自主核心技术，构筑起同行难以仿效的技术壁垒。

(2) 客户壁垒

经过多年发展，在微连接器、RFID 嵌体及天线产品应用各细分市场，客户对自己认可的品牌已形成较高的品牌忠诚度。由于下游客户多为大型智能卡、物联网等应用产品生产商，该等客户对产品可靠性、稳定性要求较高。目前，市场上的主要的产品供应商都是经过多年的积累，在激烈的市场竞争中通过诚信服务、优秀的产品质量逐步积累起企业的品牌和声誉，并且已经与客户形成了长期、互信的合作关系，新进入者通常难以在短期内取得客户认同，打破现有市场竞争格局。

(3) 规模效应与成本控制壁垒

随着终端产品升级换代速度的加快，同一产品的降价趋势越来越快，因此下游终端厂商对成本较敏感，进而要求组件产品供应商的成本控制能力较强。规模效应是影响产品成本的关键因素，企业的生产经营规模越大，企业与供应商的议价能力越强，同时单位产品的生产加工成本和设备维护成本也越低。量产能力形成的规模效应与成本控制能力形成了竞争壁垒。

(4) 人才壁垒

Linxens 集团所处行业属于知识密集型行业，领先的技术创新人才和经验丰富的管理人才对于企业未来的发展和市场竞争力的提高具有重要的推动作用。集团发展对于人才的要求和依赖程度最高，优秀的管理人才和技术人才多集中于行业龙头企业。因此，对于市场的新进入者，优秀人才资源的储备程度形成了重要壁垒。

Linxens 集团作为行业先行者以及领导者，在技术创新、客户积累、规模效应以及人才储备等方面进行了长期积累，为其在行业竞争中提供了巨大的竞争优势，奠定其在行业中的领先地位，保证了其长期业务发展的持续性。

(二) 与同行业可比公司相比在市场前景、研发能力、生产工艺、销售渠道、客户关系等方面的核心竞争力及可持续性

Linxens 集团主营业务为微连接器、RFID 嵌体及天线等产品的研发、设计、生产、封测和销售在微连接器领域，主要的竞争对手为新恒汇电子科技有限公司以及韩国 LG 伊诺特（LG Innotek）；在 RFID 嵌体及天线同行业，Linxens 集团主要的竞争对手包括国际性的企业比如 Gemalto 以及 HID 全球等，而近年来中国企业，比如上海一芯智能科技有限公司等，也在逐步进入该市场。

Linxens 集团与竞争对手相比的核心竞争力如下：

1、市场前景突出

Linxens 集团是智能安全芯片卡微连接器市场的领导者，集团近年来积极进行产品研发布局，不断增强产品竞争力，推出行业领先的彩色、蚀刻标识条带产品，打造中高端产品系列护城河优势。

同时，全球智能终端市场客户从传统的接触式连接向更为便捷的非接触式连接方案升级。而 Linxens 集团通过并购获得非接触式连接方案的解决能力，形成了综合化解决方案能力，可以及时满足未来行业发展的需求。

Linxens 集团在传统银行卡、电信 SIM 卡以外的市场优势基础上不断向外发展，目前已经向广阔的物联网市场进行业务拓展，并在电子护照以及电子身份证

为代表的电子政务市场占据领先地位。

此外，Linxens 集团已经实现全球化业务覆盖，并入上市公司后，将更有助于其在中国业务的拓展，因此，Linxens 集团将大幅受益于全球尤其是中国市场的智能安全芯片、物联网、5G 等产业的大发展趋势，未来市场前景广阔。

相比于其主要竞争对手仍然主要在中低端、区域性的智能安全芯片卡微连接器市场进行布局发展，Linxens 集团的市场发展前景显著领先于其主要竞争对手。

2、全球领先的创新研发能力以及工艺技术

(1) 创新能力突出，研发体系完善

Linxens 集团是智能卡微连接器的发明者，引领了该产业的发展和变革。集团长期关注研发和创新，并予以持续投入，已在全球范围内设立 6 大研发中心。截至 2019 年 12 月 31 日，Linxens 集团在全球范围内拥有超过 200 名的研发人员，包括众多拥有博士学位的专家。Linxens 集团拥有 300 多项专利，现已建立多层次的研发体系，在集团层面以及事业部层面对研发工作进行合理分工，充分调动集团资源和事业专业性，并建立发明家激励计划，来鼓励创新并保护知识产权。

Linxens 集团积极创新研发并大量投入市场的产品目前均处于行业领先地位，市场应用前景广阔，技术实力优势明显，产品竞争力突出：其中，集团 NXT-L 产品系列是目前全球范围内应用最为广泛的微连接器产品之一，产品凭借其良好的稳定性以及耐腐蚀性，自 2006 年以来，累计出售超过 400 亿件产品；NXT-H 产品通过增强镀层配置，提升了产品耐腐蚀性，可以延长产品在严苛环境下的使用寿命，适合应用于支付终端、电子证件等应用场景。

Linxens 集团长期持续的创新能力为企业持续的产品竞争力。

(2) 全球领先的生产工艺技术

Linxens 集团所处下游行业对于产品质量的稳定性以及可靠性要求较高，因此也对上游的组件产品的加工工艺提出了极高的要求，每个产品需要经过大量的加工环节和测试验证工序方可出厂。Linxens 集团经过三十年的长期积累，不断完善提高加工工艺技术，在粘合、电镀、检测等工艺环节创新优化，确保了核心

工艺在行业内的持续领先性。此外，Linxens 集团自主研发关键工艺设备，保证了集团产品的领先优势。

Linxens 集团丰富的生产工艺经验是其产品竞争力的有力保障：集团能够为各类客户提供量身定制的解决方案，包括为各行业客户提供丰富的产品参数选择以满足下游客户对于成本、性能等多元化的需求。此外，公司彩色条带技术、蚀刻标识技术均系行业领先的个性化产品技术，保证了公司产品的竞争力。

(3) 形成接触式以及非接触式产品组合，提供综合化整体解决方案

智能安全芯片下游应用行业发展迅速，多元化的应用场景需要综合化的解决方案。而 Linxens 集团通过收购获得了 RFID 产品以及其技术方案。Linxens 集团在接触式连接产品系列的基础上完善了非接触式产品技术集成能力，有能力为下游客户提供更为综合化的整体解决方案。

3、全球化供应链、产能布局，保证产品服务竞争力

微连接器产品具有批次多，供货量大，生产时间周期短的特点，因此对于供应链体系及时性、稳定性提出了很高的要求。而 Linxens 集团通过长期的供应链运营以及不断地优化，积累了大量的经验，形成了稳定的全球化供应链体系，能够确保全球产品货源的供应稳定及时，解决大型客户的生产需求，赢得了核心客户的认可和青睐。

Linxens 集团在全球范围拥有生产设施，分别坐落在欧洲以及亚洲，多元化的生产基地布局有利于就近满足客户的需求，降低产品生产运输成本以及缩短产品交付周期，有助于与客户形成长期合作关系，提高集团产品服务的竞争力。

4、核心客户稳定，销售网络遍布全球，产品知名度高

Linxens 集团通过几十年市场实践，形成全球化的销售网络，覆盖欧洲、北美、南美、亚洲以及非洲等核心区域。集团核心客户群体覆盖全球知名芯片厂商、智能卡厂商、模组厂商以及大型物联网应用企业，包括 NXP Semiconductors、Infineon 等为代表的全球领先的芯片半导体生产、设计企业，部分客户合作超过十几年，形成了坚实的品牌忠诚度。与全球知名企业长期合作，为 Linxens 集团拓展新的客户奠定了良好基础，品牌效应进一步凸显。

综上所述，Linxens 集团市场地位领先，行业壁垒明显。同时，相比主要竞争对手，Linxens 集团在市场前景、研发能力、生产工艺、销售渠道、客户关系等方面的核心竞争力突出，并能通过较高的行业壁垒、持续的研发能力、先进的生产工艺以及稳定的客户关系保持持续的竞争优势。

二、报告期及预测期内目标公司研发费用占营业收入比重较低的合理性分析

（一）同行业主要竞争对手研发投入情况

考虑到目标公司旗下 Linxens 集团属于“计算机、通信和其他电子设备制造业”大类中较为细分的行业，同行业主要竞争对手较少且难以获取公开财务信息，公司基于《评估报告》中选取的 A 股市场相近或类似行业可比上市公司，综合考虑可比公司主营业务类型，选取恒宝股份等十二家可比公司（标注*可比公司截至 2020 年 4 月 14 日尚未出具年报，以 2019 年 1-6 月比率作为参考数据比较）研发投入情况进行比较，具体如下：

证券简称	研发费用率	研发费用率	研发费用率
	2019 年	2018 年	2017 年
恒宝股份*	9.46%	7.21%	8.90%
立讯精密*	7.36%	7.01%	6.76%
景旺电子	4.69%	4.64%	4.74%
崇达技术*	5.82%	4.65%	4.24%
航天信息*	2.22%	1.97%	0.85%
信维通信*	7.93%	5.92%	4.91%
顺络电子	7.30%	5.65%	7.06%
佳讯飞鸿	7.41%	7.14%	6.34%
飞凯材料	8.04%	7.88%	10.27%
达华智能*	4.95%	3.90%	3.82%
晶方科技	21.99%	21.52%	15.38%
深南电路	5.10%	4.56%	5.15%
平均值	7.69%	6.84%	6.54%
中位值	7.33%	5.79%	5.75%
目标公司	3.84%	3.70%	2.76%

（二）目标公司研发费用占营业收入情况

报告期，目标公司研发费用占营业收入比例情况：

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
----	---------	---------	---------

研发费用率	2.76%	3.70%	3.84%
-------	-------	-------	-------

由上表所示，目标公司报告期研发费用占比相对可比公司偏低，主要由于 Linxens 集团长期积累的研发技术领先优势、所属行业技术以及产品更新速度较为稳定、研发投入方向以及并购战略降低内部研发要求有关。

本次交易未对目标公司未来研发费用进行预测，考虑到目标公司和标的公司股权结构关系和财务相关性，分析标的公司预测期研发费用情况具有相似性。本次评估标的公司研发费用的预测主要是根据其历史投入情况以及管理层设定的未来规划、经营发展策略进行预测。预测期，标的公司研发费用各年度情况如下：

单位：万元

项目	标的公司预测期研发费用情况					
	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
研发费用	7,237.88	15,066.25	17,254.84	19,903.22	21,608.31	23,255.91
研发费用率	4.00%	3.73%	3.58%	3.47%	3.48%	3.54%

可以看出，由于标的公司发展处于相对稳定期，产品竞争力和市场地位相对稳固，因此预测期研发费用率和报告期历史研发费用率保持一致性，绝对投入金额稳步增加，具有合理性。

（三）目标公司研发费用占营业收入比较低的合理性

1、Linxens 集团长期积累的研发技术领先优势

Linxens 集团是智能卡微连接器的发明者，引领了该产业的发展和变革。通过长期对于研发和创新持续关注和投入，Linxens 集团已经积累了 300 多项专利，并建立成熟完善的多层次全球研发体系。同时，集团经过三十年的长期积累，在加工工艺技术，尤其是在粘合、电镀、检测等工艺环节持续创新优化，保持了行业内的持续领先地位。此外，Linxens 自主内部开发用于关键工艺的设备，保证了公司产品的领先优势。

因此，相比其他可比公司，Linxens 集团在其所从事的领域已经经历了长达 30 年的产品创新技术以及工艺研发积累，大幅减少前期研发试错成本，有效提升研发投入效率。

2、行业技术及产品更新速度

Linxens 集团主营产品为微连接器以及 RFID 嵌体及天线产品，主要下游应用行业为银行卡以及电信卡为代表的智能卡行业。整体智能卡产业链相关技术及产品更新速度较为稳定。以银行卡为例，早期银行卡以磁条卡为主，1999 年，国际三大卡组织共同成立了 EMVCo 组织，用来管理、维护和完善 EMV 智能（芯片）卡的规格标准，至此，全球开始从磁条卡向芯片卡升级换代，然而至今，磁条卡仍然在全球范围进行使用中。而芯片卡目前正从前期的单界面向双界面产品进行迭代升级，该进程已经有 10 年之久，而在全球大部分国家，双界面卡产品渗透率仍然不高。

3、Linxens 集团主要研发投入方向

由于 Linxens 集团主要配合下游企业进行产品研发，而下游终端产品迭代周期较长，因此，Linxens 集团主要研发投入为两方面：首先为对于原有工艺的改进以及材料的替换研发，用以降低单位生产成本，提升产品经济性；第二，基于原有工艺技术对于产品进行改良，以适用于更多的应用场景。因此，Linxens 集团的研发投入主要基于已有技术经验累积基础，进行性能改良和提升，对部分高端产品进行衍生开发创新，但整体不涉及跨业务、跨技术领域进行大规模革新的研发投入。

4、并购战略快速获取研发技术，降低内部研发投入要求

Linxens 集团将并购作为业务拓展的重要战略手段，而对外并购的核心诉求之一系对标的公司核心技术的获取。2017 年，集团完成对 Smartrac 公司部分业务的并购，进而快速获得了 RFID 嵌体及天线的解决方案，完成了初步的技术积累。未来，集团仍然将并购战略作为获取核心技术的重要手段，而非完全依赖内部研发成果，并购战略也降低了集团对于内部研发投入的要求。

综上所述，目标公司研发费用报告期投入占比相对可比公司偏低，主要由于长期积累的研发技术领先优势、所属行业技术以及产品技术更新速度较为稳定、研发投入方向以及并购战略降低内部研发要求有关。目标公司（或标的公司）预测期研发费用率和报告期数据水平和趋势保持一致性，且绝对投入金额逐年增加。总体看，Linxens 集团研发投入占营业收入比例较低具有合理性。

三、评估师核查意见

通过获取目标公司模拟财务报告，了解和分析研发投入的历史情况，并结合管理层访谈及行业发展趋势以及企业未来发展方向，经核查，评估师认为：目标公司研发费用报告期历史投入占比相对可比公司偏低，主要由于长期积累的研发技术领先优势、所属行业技术以及产品技术更新速度较为稳定、研发投入方向以及并购战略降低内部研发要求有关。目标公司预测期研发费用率和报告期历史数据保持一致性，且绝对投入金额逐年增加。总体看，Linxens 集团研发投入占营业收入比例较低具有合理性。

21.申请文件显示，1)前次收购以 2017 年 12 月 31 日为基准日进行了两次评估。2)2018 年 2 月上海德勤资产评估有限公司出具德勤估值报告，基于收益法计算得出法国 Lu11y A 100%企业价值于评估基准日的公允市场价值的范围为 21.8 亿欧元至 26.4 亿欧元(人民币 170.09-205.98 亿元),扣除付息债务后的评估结果为 57.65-93.54 亿元,增值 140.81%-290.73%。3)2019 年 9 月国融兴华出具《追溯评估报告》，法国 Lu11y A 的企业价值为 1,760,119.90 万元，扣除付息债务 112.44 亿后的评估结果为 63.57 亿元，增值率 165.52%。4)本次资产评估结果高于前次收购之《追溯评估报告》确定的评估结果 86,689.26 万元。5)紫光联盛收购 Linxens 集团前，Linxens 集团剥离了部分业务；紫光联盛收购 Linxens 集团后，大幅降低了目标公司的有息债务。2015 年 10 月卢森堡 Lully Finance 借入 2.35 亿欧元和 7.51 亿美元后转借予目标公司，利息由目标公司支付，2018 年 7 月由紫光盛耀(香港)偿还后转为无息借款。

请你公司：1)补充披露以 2017 年 12 月 31 日为基准日的两次评估中，收益法主要参数营业收入、毛利率、折现率存在差异的原因，以及结合前次收购时目标公司的财务状况、对应 EV/EBITDA 情况、同行业公司市盈率情况以及可比收购案例等，补充披露前次收购评估作价的合理性。2)补充披露实际情况低于德勤预测数据的原因，是否存在对标的资产持续盈利能力的重大不利影响，目前是否已消除影响，有无具体应对措施。3)量化分析本次评估值与前次收购评估值的差异情况，结合预测期主要参数的选取、上述代偿债务对评估值的影响以及收购

后的运营情况，补充披露前次收购与本次评估的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、以 2017 年 12 月 31 日为基准日的两次评估的主要参数差异以及前次收购评估作价合理性的说明

德勤估值报告不是按国内 A 股市场评估要求出具的报告，主要用以满足紫光集团内部使用并协助满足管理规划要求的需求，仅作为内部参考；而《追溯评估报告》为依据国内资产评估基本准则、评估职业准则等编制，符合国内 A 股市场的评估要求及惯例。此外，《追溯评估报告》的评估基准日虽为 2017 年 12 月 31 日，但因其追溯属性，其在评估基准日至报告出具日前最近一期的预测数据为实际经营数据而非预测数据，且需考虑在评估基准日后至报告出具日间已经发生的事实情况，与非追溯类评估报告存在编制基础差异。

（一）两次评估的主要参数差异及说明

单位：万元

项目	评估基准日	报告出具日	折现率				
德勤估值报告	2017/12/31	2018/2/5	12%-14%				
追溯评估报告	2017/12/31	2019/9/5	9.08%				
营业收入	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
德勤估值报告①	419,764	484,523	546,941	596,096	649,932	682,701	716,251
追溯评估报告②	333,754	339,329	404,006	482,306	573,329	621,555	656,299
差异数（①-②）	86,010	145,194	142,935	113,790	76,603	61,146	59,952
毛利率	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
德勤估值报告①	42.2%	41.2%	39.9%	39.9%	39.9%	39.9%	39.9%
追溯评估报告②	35.8%	32.7%	34.9%	36.1%	37.3%	37.4%	37.6%
差异数（①-②）	6.40%	8.50%	5.00%	3.80%	2.60%	2.50%	2.30%

注：德勤估值报告以欧元为计价单位，为分析之目的，在此根据评估基准日 2017 年 12 月 31 日的人民币兑欧元汇率 7.8023:1 进行折算。

《追溯评估报告》虽以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日，但实际出具日为 2019 年 9 月 5 日，因此在其主营业务收入预测中，2018 年、2019 年 1-6 月为法国 Lully A 实际经营数据，2019 年 7-12 月为预测数据。国融兴华《追溯评估报告》预测期为 2018 年至 2024 年，之后的永续期增长率为 1.5%；德勤估值报告预测期为 2018 年至 2027 年，其中 2025 年至 2027 年的营业收入年复合增长率为

5%，之后的永续期增长率为2%。

1、折现率差异原因

项目	折现率主要计算参数			
	特定风险系数	无风险收益率	贝塔系数	市场风险溢价
德勤估值报告 (WACC: 12%-14%)	6.90%	2.20%	0.76	6.00%
追溯评估报告 (WACC: 9.08%)	1.50%	2.739%	0.8071	6.24%

前次收购《追溯评估报告》与德勤估值报告选取折现率差异主要是德勤估值报告选取的特定风险系数较高所致，而特定风险系数取值取决于规模风险溢价和特有风险溢价的高低。德勤估值报告的规模风险溢价和特有风险溢价分别为3.7%和2.0%-3.0%，据其报告所述，上述风险溢价系基于Morningstar公司的研究、参考法国Lully A的运营规模和业务发展状况等得出。而《追溯评估报告》的规模风险报酬率和个别风险报酬率分别为0.5%和1.0%。《追溯评估报告》相关风险报酬率的选取则是按照国内A股市场的评估要求，参考国内A股市场跨境并购的相关案例，并综合考虑了法国Lully A的业务模式、行业地位、资产规模、经营状况、全球化业务程度等进行取值。此外，德勤估值报告未采用国内的评估准则，将预测期业绩设定为较高的目标值，把实现的概率放在了折现率中进行体现；而追溯评估报告参照国内评估准则，直接将预测期业绩进行了合理性分析并匹配适当的折现率，更贴近实际情况。

因此，德勤估值报告与《追溯评估报告》基于不同的评估要求、参考案例、评估预测以及对法国Lully A这一评估主体的不同判断——《追溯评估报告》需对评估基准日至报告出具日间法国Lully A已经发生的事实进行判断，导致二者对折现率的取值出现差异。

2、营业收入差异原因

德勤估值报告预计的营业收入较《追溯评估报告》预测值偏高，主要是基于下列原因：

(1) 德勤估值报告以2016年、2017年的历史数据作为基期数据进行预测，根据德勤估值报告依据的历史财务数据（该数据未经审计调整，且包含了当时未

被剥离的 Financière Lully F Inc.、Smartrac Technology US Inc.的相关数据)显示, Linxens 集团 2017 年较 2016 年营业收入大幅增长超过 50%,达到近 5 亿欧元(约 38 亿元人民币)。而追溯评估报告根据大华会计师出具的法国 Lully A 模拟财务报告的历史数据作为基期数据进行预测,将已剥离的 Financière Lully F Inc.、Smartrac Technology US Inc.作为模拟条件不再考虑在合并范围内,预测的合并范围更贴近收购的实际情况;同时,将 2018 年、2019 年 1-6 月的实际经营情况纳入预测的考虑,2018 年、2019 年 1-6 月的营业收入数据分别为 33.38 亿元、15.85 亿元,其中 2018 年较上一年度增长 11%、2019 年 1-6 月与同期基本持平。因此德勤估值报告与《追溯评估报告》在实际预测时所依据的历史数据的差异,是导致二者在营业收入预测上产生差异的原因之一。

(2) 德勤估值报告出具时间为 2018 年 2 月 5 日,《追溯评估报告》出具时间为 2019 年 9 月 5 日,两报告编制时所面临的不同经济形势和行业发展态势,也造成了二者对营业收入的预测上产生了差异。

首先,在 2018 年初回顾 2017 年度全球智能安全芯片卡市场、RFID 市场的发展,从 Linxens 集团到下游或同业厂商均出现了较为乐观的信号,如 Linxens 集团在 2017 年度录得了同比超过 50%的营收增长;作为其下游智能安全芯片的主力厂商的紫光国微在经历了 2016 年的短暂下降之后,2017 年其智能安全芯片业务实现营业收入 8.13 亿元,同比增长 43.07%;作为以 RFID 为主要业务的 A 股上市公司远望谷,2017 年较 2016 年营业收入同比增长 9%。此外,根据 Frost & Sullivan 公司统计,中国智能安全芯片卡市场 2014-2018 年复合增速达到 11.8%;据 IIPA(国际物联网贸易与应用促进协会)预测,超高频 RFID 产品在 2013-2015 年间预测复合增长率为 52%、2016-2017 年间预测复合增长率为 42%,高频 RFID 产品在 2013-2015 年间预测复合增长率为 17.5%、2016-2017 年间预测复合增长率为 20%。因此,基于当时良好的企业和行业发展态势,德勤估值报告给予了 Linxens 集团在历史数据基础上未来十年(2018-2027)营业收入年均约 8%的增长预测。

其次,从 2019 年二、三季度回顾 2018 年及 2019 年上半年的经济总体形势及行业状况,可以看到陆续发生了中美贸易战、英女王正式批准脱欧法案、部分

国家电信 SIM 卡管理政策调整等对经济运行、行业发展产生重要影响的事件。受前述事件影响，全球经济出现动荡及下行，作为 Linxens 集团重要应用领域的半导体、电信卡等市场均出现行业短期下滑。此外，在《追溯评估报告》编制期间，自 2018 年起也出现了一些对行业产生积极影响的因素，例如 2018 年区块链概念的提出、因中美贸易战导致的国内半导体行业加速发展及芯片国产化浪潮、2019 年 6 月国内 5G 商用牌照正式发放等，均对《追溯评估报告》的预测期业绩预测产生了影响。

(3) 为了更好的应对经济形势波动、适应行业态势变化和未来经营需要，Linxens 集团对其内部架构、发展战略的调整，导致了《追溯评估报告》与德勤估值报告在收入预测上产生差异。

例如 Linxens 集团对自身内部进行了重组——关闭了德国 Linxens2 并积极开展外延式并购（收购印度 Siepmann's、香港天品等）；此外 Linxens 集团自 2019 年起开始整合中国区域业务，未来将进一步提升在中国的生产、制造和营销能力。相关重组、并购及企业发展事项在德勤估值报告编制时不可预测、但在追溯评估报告编制时已发生，这也造成了追溯评估报告与德勤估值报告在营业收入预测时产生差异。

3、毛利率差异原因

与营业收入类似，德勤估值报告预计的毛利率水平较《追溯评估报告》预测值偏高，主要是基于下列原因：

(1) 德勤估值报告以 2016 年、2017 年的历史数据作为基期数据进行预测，而《追溯评估报告》实际以 2018 年、2019 年 1-6 月作为历史数据进行预测。根据德勤估值报告依据的历史财务数据（该数据未经审计调整，且包含了当时未被剥离的 Financière Lully F Inc.、Smartrac Technology US Inc. 的相关数据）显示，Linxens 集团 2016 年、2017 年毛利率分别为 54.7%、41.0%。而《追溯评估报告》2018 年、2019 年 1-6 月的毛利率分别为 36%、33%。前述毛利率差异的产生，主要是因为德勤估值报告依据的管理层报表未将因并购产生的 PPA 摊销等折旧摊销纳入营业成本核算所致。因此德勤估值报告与《追溯评估报告》在实际预测时所依据的历史数据的差异，是导致二者在毛利率预测上产生差异的原因之一。

(2) Linxens 集团产品中的重要原材料包括金和钯。德勤估值报告为 2018 年 2 月出具，其时黄金、钯金均处于近年来的相对低位，导致其预测期毛利率较高。但自 2018 年 1 月 1 日起至 2019 年 9 月 5 日，伦敦金价格累计上涨了 17%；现货钯金价格累计上涨了 47%，金和钯价格持续处于上升通道。同时基于近年来全球经济动荡加剧，避险情绪上升的考虑，《追溯评估报告》在进行毛利率预测时选取了与 2018 年、2019 年实际经营情况近似的毛利率水平，且判断其将延续一段时间。因此，Linxens 集团重要原材料的价格走势，也使得两份报告在毛利率预测上产生了一定差异。

(3) 德勤估值报告出具时，Linxens 集团产品线已初步形成，分为 SCS 以及 SIT 两个分部。但 2019 年以来集团为提升盈利水平对产品线进行了调整——为提高客户购买便利度、提升客户粘度，延长产业链至芯片组件业务。该项业务的实施将在一段时期内稀释集团的综合毛利率水平。该事项在追溯评估报告编制时已经发生，因此导致其与德勤估值报告在毛利率预测上产生差异。

此外，Linxens 集团近年来加大了双界面、电子消费品的研发能力及开拓力度，相关下游客户也在寻求在上述领域的突破，例如在电子消费品领域出现了电子烟、血糖仪等新应用场景，而前述应用场景的适配产品均为集团产品线中的高毛利率产品。同时，Linxens 集团的重要原材料的大宗商品价格已在上升通道运行了较长时间，未来即使持续保持高位但上涨空间已有限，对集团综合毛利率的影响已在目前充分体现。因此，在 2019 年及未来，因新产品推广力度的加强以及下游新应用场景的不断出现、成长，追溯评估报告预计集团综合毛利率将企稳回升。

(二) 前次收购评估作价的合理性分析

1、前次收购时目标公司财务状况

前次收购于 2018 年 2 月 15 日达成意向协议，2018 年 5 月 18 日正式签署收购协议，2018 年 7 月 18 日完成交割。根据目标公司模拟财务报告，目标公司 2017 年度、2018 年度的简要财务状况如下所示：

单位：万元

项目	2018年12月31日/2018年度	2017年12月31日/2017年度
资产总额	1,491,886.22	1,426,987.00
负债总额	950,314.88	905,811.91
所有者权益	541,571.35	521,175.09
营业收入	333,753.89	303,740.97
利润总额	43,923.60	20,109.64
净利润	41,282.89	15,976.98

2、从同行业公司市盈率角度对作价合理性的分析

本次交易的核心资产是 Linxens 集团，Linxens 集团主营业务聚焦于微连接器、RFID 嵌入件及天线，属于“计算机、通信和其他电子设备制造业”大类中较为细分的行业，在此基于国融兴华在本次交易《评估报告》中选取的国内 A 股市场相近或类似公司，对前次收购中的估值合理性进行分析。

(1) 前次收购中评估对象的股权价值、交易作价及市盈率情况

以 2017 年 12 月 31 日为基准日的两次评估中，其最终评估价值均为企业价值。根据法国 Lully A 模拟财务报告，截至 2017 年 12 月 31 日，法国 Lully A 合并口径净资产为 23.94 亿元，付息债务合计为 112.44 亿元。因此，前述两次评估在扣除付息债务后的股东权益价值及对应的市盈率倍数如下：

单位：亿元、倍

项目	企业价值/前次收购作价	付息债务	股权价值	2017 年度净利润对应的 PE	2018 年度净利润对应的 PE	两年平均净利润对应的 PE
德勤估值报告	170.09-205.98	112.44	57.65-93.54	36.08-58.55	13.96-22.66	20.14-32.67
追溯评估报告	176.01		63.57	39.79	15.40	22.20
前次收购作价	176.80		64.36	40.28	15.59	22.48

注：德勤估值报告以欧元为计价单位、前次收购交易作价 22.66 亿欧元，为分析之目的，在此根据评估基准日 2017 年 12 月 31 日的人民币兑欧元汇率 7.8023:1 进行折算。

(2) 与同行业公司市盈率的对比说明

考虑到前次评估基准日为 2017 年 12 月 31 日，因此以选定的同行业可比公司在 2017 年 12 月 31 日的滚动市盈率作为基准，对比情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率 PE
		TTM (倍)
002104.SZ	恒宝股份	41.44
002475.SZ	立讯精密	47.74
603228.SH	景旺电子	34.05
002815.SZ	崇达技术	31.30
600271.SH	航天信息	23.41
300136.SZ	信维通信	55.36
002138.SZ	顺络电子	39.16
300213.SZ	佳讯飞鸿	52.17
300398.SZ	飞凯材料	141.84
002512.SZ	达华智能	116.16
603005.SH	晶方科技	94.19
002916.SZ	深南电路	60.11
平均值		61.41
中位值		49.95
前次收购作价市盈率 (两年平均净利润)		22.48

数据来源：Wind，可比公司数据日期：2017 年 12 月 31 日

综上所述，前次收购作价的市盈率若以 2017 年的财务数据为基数，则在上述同行业公司相同指标的区间范围内且接近中位值，以 2018 年财务数据为基数，则低于上述同行业公司相同指标的区间范围。若考虑前次收购为在 2018 年年中正式签署协议并完成交割，如以 2017、2018 年两年的平均财务数据为基数，则此一指标将略低于上述同行业公司市盈率指标的区间范围，但基于前次收购时 Linxens 集团为非上市公司的流动性折价等因素，前次收购作价的市盈率取值略低于同行业公司水平亦属合理范畴。

3、从境外类似收购案例的 EV/EBITDA 角度对作价合理性的分析

近年来半导体、电子元器件行业公司的收购案例较多，按在境外市场环境下的收购、与前次收购评估基准日（2017 年 12 月 31 日）接近、业务相近、交易股权比例相同且信息公布较为充分的原则筛选出的案例情况如下：

交易公布日期	标的公司	收购方	交易涉及股权比例	备注
--------	------	-----	----------	----

02/13/2017	GigPeak, Inc.	Integrated Device Technology, Inc.	100.00%	已完成
08/28/2017	IXYS, LLC	Littelfuse, Inc. NasdaqGS:LFUS	100.00%	已完成
07/26/2016	Linear Technology Corporation	AnalogDevices, Inc. NasdaqGS:ADI	100.00%	已完成

前次收购作价与可比交易案例的 EV/EBITDA 比较如下：

公司名称	EV/EBITDA
GigPeak, Inc.	22.55
IXYS, LLC	15.74
Linear Technology Corporation	19.44
平均值	19.24
德勤估值报告	16.58-20.08
追溯评估报告	18.05
前次收购作价	17.24

数据来源：S&P CapitalIQ

根据上述数据，前次收购作价的 EV/EBITDA 参数在上述交易案例相同指标的区间范围内且略低于均值，故同行业案例亦验证了前次收购作价具有合理性。

二、对实际情况低于德勤预测数据的原因说明及分析

（一）德勤预测数据与实际情况的差异及原因

因为法国 Lully A 为持股型公司，未开展实际经营业务，主要持有法国 Lully D 及下属公司股权，所以下文以目标公司（法国 Lully D）模拟财务报告相关数据为实际情况进行对比分析。根据德勤估值报告，其 2018 年度、2019 年度预测数据与目标公司模拟财务报告相应数据对比如下：

单位：万元

报告类型	科目	2018 年度	2019 年度
德勤估值报告 (预测) ①	营业收入	419,763.74	484,522.83
	净利润	137,320.48	156,826.23
目标公司模拟财务报告 (实际) ②	营业收入	333,753.89	331,481.33
	净利润	41,282.89	56,910.41
差异数①-②	营业收入	86,009.85	153,041.50
	净利润	96,037.59	99,915.82

注：德勤估值报告中为欧元计价单位，在此根据评估基准日 2017 年 12 月 31 日的人民币兑欧元汇率

(7.8023:1) 进行折算。

通过上表可知，在 2018 年度、2019 年度，目标公司的实际经营业绩与德勤估值报告预测数据在营业收入、净利润指标上均存在一定差异。

首先，上表列示的实际数据与《追溯评估报告》所预测的 2018 年、2019 年的营业收入基本一致，因此德勤估值报告在营业收入方面与实际情况的差异原因详见本题“一、以 2017 年 12 月 31 日为基准日的两次评估的主要参数差异以及前次收购评估作价合理性的说明/（一）两次评估的主要参数差异及说明/2、营业收入差异原因”中的相关分析。

其次，上表中所列净利润指标的差异的主要原因包括：

1、2018 年度净利润差异主要原因

（1）预测中未含财务费用的预测，而根据目标公司模拟财务报告，目标公司在 2018 年度财务费用中利息支出为 3.72 亿元（2018 年实际产生汇兑收益 1.88 亿元，加之其他因素合计财务费用为 1.88 亿元，但因汇兑损益事项在评估时无法预测，因此在此以利息支出说明二者差异）；

（2）2018 年对德国 Linxens 2 进行内部业务调整，发生包括辞退员工、业务整合等项目的费用共 1.78 亿元，德勤估值报告出具时该事项尚未发生，因此未在评估预测中体现；

（3）因 2018 年度 Linxens 集团与 Yannick Zoccola 的诉讼计提了预计负债 0.31 亿元，该事项未在德勤估值报告的预测中体现；

（4）因营业收入差异导致的毛利差异为 3.63 亿元；因毛利率差异导致的毛利差异为 1.16 亿元，合计毛利差异 4.79 亿元；

（5）2018 年因优先股计划增加股权激励摊销费用 0.17 亿元。

上述差异合计金额为 10.77 亿元。

2、2019 年度净利润差异原因

（1）因营业收入差异导致的毛利差异为 6.31 亿元；因毛利率差异导致的毛利差异为 2.74 亿元，合计毛利差异 9.05 亿元；

(2) 2019 年因优先股计划增加股权激励摊销费用 0.42 亿元。

上述差异合计金额为 9.47 亿元。

(二) 关于 Linxens 集团经营是否存在重大不利影响及应对措施说明

如前所述，德勤估值报告预测数与实际情况的差异主要因政治、经济等宏观因素、内部业务整合及负债调整、原材料价格波动等变化带来的影响所致，排除企业自我调整的因素，Linxens 集团所处行业虽出现了些许的短期调整，但其产业下游的智能安全芯片、电子消费品业务等契合大众新需求且处于持续成长阶段，同时 Linxens 集团管理团队稳定、经营策略稳健且已完成团队股权激励形成了利益共同体，此外前次收购亦为 Linxens 集团扩大在中国市场的影响力打下良好基础，因此 Linxens 集团的经营不存在重大不利影响。同时为了应对行业新的挑战 and 机遇，Linxens 集团主要采取了下列应对措施：

1、稳定管理团队，并以股权激励为纽带提升团队凝聚力

Linxens 集团自前次收购后与紫光集团形成了良好的合作及互动关系，一方面紫光集团对原具有丰富行业经验的管理团队予以留任并充分授权，在公司监事会层面（相当于国内董事会）对集团战略布局、重大投资等予以把控，而集团的日常经营管理则由原管理团队负责。另一方面，在 2018、2019 年通过优先股计划对管理团队进行股权激励，并对股权激励设置了目标业绩指标，目标业绩指标的完成度将决定管理团队能够实际获得普通股的数量。

综上，紫光集团、Linxens 集团从以人为本的角度出发，通过授予管理团队经营权与对其进行股权激励相结合的方式，充分调动了管理团队积极性，将 Linxens 集团管理团队利益与集团长远发展切实绑定。在行业出现短期调整时，前述措施确保了 Linxens 集团管理团队的稳定性，为集团后续发展储备了丰富的人力资源；并且使集团不论面对行业何种调整，始终保持着业内领先地位。

2、加强新产品推广并丰富产品线，配合下游客户拓展新的应用场景

近年来，以银行卡为主要产品的制卡商正在致力于推动双界面产品在全球的普及，将传统银行卡从单界面接触式的连接方式向接触/非接触双界面连接体验升级。同时，随着 5G 以及物联网的发展，越来越多的应用场景，包括消费电子、

生物医疗、物流运输等等，将需要更多的信息连接、识别和认证。因此，Linxens 集团未来的市场前景可期。

Linxens 集团目前依靠自身长期技术积累正在积极进行新产品、新技术的开发以适应新的市场变化，如 Linxens 集团已经开始推广个性化的具有多色彩、蚀刻标识图案、动态安全码的微连接器产品；已开发出可以帮助制卡商使用其现有的标准热层压和嵌入设备来制造双接口生物识别卡的 BioLAM®系列产品，为新一代生物识别智能卡的大规模普及奠定了基础；参与美国电子烟巨头 JUUL 相关产品的开发及推广等。

此外，Linxens 集团还在积极通过外延式并购缩短技术积累期并延伸产品线。历史上 Linxens 集团通过收购 Smartrac 下属 RFID 嵌体及天线产品业务的实体股权、业务及资产，迅速完成了 SIT 分部业务的建立，目前已成为集团的业务支柱之一。近年来，Linxens 集团频繁出手，如于 2018 年末至 2019 年初完成了对印度 Siepmann's 的并购、在 2019 年中完成了对香港天品及荷兰诺得卡的收购，已形成了模组业务生产能力，丰富了集团产品线，为未来模组业务的发展打下了良好基础。

3、重视中国市场，补齐集团发展短板

Linxens 集团作为一家总部位于法国的欧洲企业，其业务定位偏于高端，对于国内市场虽有涉及但尚未深耕，中国业务在其整体业务中占比有限。在前次收购完成后，Linxens 集团成为一家由中国公司控股的跨国企业，补齐中国业务短板势在必行。而中国，作为拥有最多持卡人口的国家之一、半导体及电子消费品生产大国、以及最早开始 5G 商业化应用的国家之一，将为 Linxens 集团的发展提供动力。

Linxens 集团自 2019 年起开始进行天津新工厂的选址及建设，后续将以此为基础对中国业务进行整合，借助中国的全产业链优势及成本优势，进一步增强其在中国及全球市场的竞争力，巩固行业优势地位。

三、本次评估值与前次收购评估值差异情况及其合理性

(一) 关于本次评估值与前次收购评估值的差异情况

本次评估值与前次收购评估值的具体情况如下所示：

单位：亿元

报告名称	评估对象	评估基准日	评估值/差异数
本次评估报告①	紫光联盛	2019年6月30日	184.68
追溯评估报告②	法国 Lully A	2017年12月31日	176.01
德勤估值报告③	法国 Lully A	2017年12月31日	170.09-205.98
追溯评估报告与本次的差异数(①-②)	-	-	8.67
德勤估值报告与本次的差异数(①-③)	-	-	(21.3) -14.59

注：德勤估值报告中的评估值以欧元为计价单位，在此根据评估基准日 2017 年 12 月 31 日的人民币兑欧元汇率（7.8023:1）进行折算。

(二) 前次收购与本次评估的合理性分析

1、分析前提说明

本题后文分析将以《追溯评估报告》评估值作为前次收购评估值与本次评估值进行对比分析，主要是基于以下原因：

(1) 因德勤估值报告为一区间值，《追溯评估报告》的评估值以及前次收购作价均在德勤估值报告所确定的估值区间内，且《追溯评估报告》的评估值 176.01 亿元与前次收购作价 176.80 亿元基本一致；

(2) 《追溯评估报告》在主要参数的选取上与本次交易《评估报告》基本一致，前文已对德勤估值报告与《追溯评估报告》在主要参数选取上的差异情况予以分析说明，在此不再将德勤估值报告与本次交易《评估报告》的主要参数做重复对比说明；

(3) 德勤估值报告、《追溯评估报告》、本次交易《评估报告》均基于代偿债务的预期或事实，同时考虑企业现金流可以满足企业未来生产经营的需要，因此在预测期均未考虑财务费用。

2、追溯评估报告与本次评估报告的主要参数对比及评估值量化分析

单位：万元

项目	评估基准日	报告出具日	评估对象	折现率
----	-------	-------	------	-----

追溯评估报告	2017/12/31	2019/9/5	法国 Lully A	9.08%			
本次评估报告	2019/06/30	2019/9/20	紫光联盛	9.05%			
营业收入	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
追溯评估报告（预测）①	333,754	339,329	404,006	482,306	573,329	621,555	656,299
本次评估报告（预测）②	/	341,319	404,006	482,306	573,329	621,555	656,299
差异数②-①	/	1,990	0	0	0	0	0
毛利率							
追溯评估报告（预测）①	36%	33%	35%	36%	37%	37%	37%
本次评估报告（预测）②	/	33%	35%	36%	37%	37%	37%
差异数②-①	/	0	0	0	0	0	0
净利润							
追溯评估报告（预测）①	4,089	58,630	80,708	108,186	141,182	154,685	163,366
本次评估报告（预测）②	/	33,580	57,946	85,115	121,646	145,064	157,201
差异数②-①	/	-25,050	-22,762	-23,071	-19,536	-9,621	-6,165
自由现金流							
追溯评估报告（预测）①	46,939	43,665	69,401	88,057	122,804	146,395	159,982
本次评估报告（预测）②	/	/	67,962	85,752	43,551	125,276	131,010
差异数②-①	/	/	-1,439	-2,305	-79,253	-21,119	-28,972
现值							
追溯评估报告（预测）①	44,943	38,328	55,848	64,962	83,054	90,767	90,934
本次评估报告（预测）②	/	/	62,322	72,109	33,583	88,586	84,952
差异数②-①	/	/	6,474	7,147	-49,471	-2,181	-5,982
经营性资产价值							
追溯评估报告（预测）①							1,668,415
本次评估报告（预测）②							1,680,566
差异数②-①							12,151
溢余资产价值							
追溯评估报告（预测）①							39,948
本次评估报告（预测）②							173,507
差异数②-①							133,559
非经营性资产							
追溯评估报告（预测）①							74,372
本次评估报告（预测）②							26,510
差异数②-①							-47,862
非经营性负债							
追溯评估报告（预测）①							22,616
本次评估报告（预测）②							39,281
差异数②-①							16,665
未合并子公司评估值							
追溯评估报告（预测）①							0
本次评估报告（预测）②							5,507
差异数②-①							5,507
企业价值							

追溯评估报告（预测）①	1,760,120
本次评估报告（预测）②	1,846,809
差异数②-①	86,689

（1）关于主要参数的对比说明

从上表中可以看到，《追溯评估报告》与本次交易《评估报告》在折现率、营业收入、毛利率的取值上基本一致，其净利润、自由现金流在不同年度的差异主要是因为本次交易《评估报告》考虑了优先股形成的股份支付费用及实际现金流出，而《追溯评估报告》未予以考虑所致。

同时，因代偿债务事项发生，因此《追溯评估报告》和本次交易《评估报告》均未在预测期考虑财务费用对评估值的影响。

（2）关于评估值差异的说明

《追溯评估报告》的评估值为企业价值，本次交易《评估报告》的评估值为股权价值，但考虑到本次交易评估时有息负债为 0（因代偿债务事项），因此本次交易评估的企业价值与股权价值相等。

本次交易资产评估结果（企业价值）高于《追溯评估报告》确定的评估结果（企业价值）86,689.26 万元，增值率 4.93%，形成差异的原因主要为：

《追溯评估报告》的范围为法国 Lully A 及下属各子公司，而本次交易评估的范围包括了紫光联盛、紫光盛耀（香港）、卢森堡 SPV、紫光控股（法国）等法国 Lully A 的上级公司，且两次评估时点不同，前述各家公司的账面存在溢余资产（主要是货币资金）、非经营性资产/负债、以及存在期后收购等影响评估结果的事项。

（3）前次收购后的运营情况说明

前次收购后，紫光集团通过稳定 Linxens 集团管理层并实施管理团队股权激励等方式实现了平稳过渡。Linxens 集团在 2018 年、2019 年的经营业绩稳定，2018 年、2019 年目标公司分别实现销售收入 333,753.89 万元、331,481.33 万元；2018 年、2019 年分别实现微连接器及 RFID 嵌体及天线出货 78.13 亿个、73.19 亿个，不存在生产经营的重大波动。

综上，前次收购评估与本次收购评估的主要参数选取基本一致，二者数值差异主要是因为评估对象不同、评估时点不同使得溢余资产（主要是货币资金）、非经营性资产/负债产生差异所导致。前次收购与本次收购前后 Linxens 集团运营平稳，评估相关假设未发生重大变化，因此前次收购与本次评估具有合理性。

四、评估师核查意见

经核查，评估师认为：以 2017 年 12 月 31 日为基准日的两次评估中，市盈率与同行业公司、EV/EBITDA 与可比收购案例基本一致，前次收购评估与本次收购评估的差异主要是因为评估对象不同、评估时点不同使得溢余资产（主要是货币资金）、非经营性资产/负债产生差异所导致，因此前次收购与本次评估具有合理性。

22. 申请文件显示，本次评估收益法评估时，置入资产预测期折现率为 9.05%。

请你公司：1)结合前次评估折现率选取、近期可比案例、置入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、预测过程中可比上市公司选择的合理性。2)结合前次评估永续期增长率的选取，补充披露本次评估永续期的现金流增长率取 1.5%的合理性，对最终评估的影响。3)结合可比交易市盈率、市净率水平，进一步补充披露本次交易评估作价的公允性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、本次交易收益法评估折现率选取的合理性、预测过程中可比上市公司选择的合理性分析

（一）本次评估收益法折现率计算模型

折现率（加权平均资本成本，WACC）计算公式如下：

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

其中：

K_e ：权益资本成本；

K_d ：付息债务资本成本；

E ：权益的市场价值；

D ：付息债务的市场价值；

t ：所得税率。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。计算公式如下：

$$K_e = R_f + MRP \times \beta + \Delta$$

式中：

R_f ：无风险利率；

β ：权益的系统风险系数；

MRP ：市场风险溢价；

Δ ：企业特定风险调整系数。

(二) 前次评估和本次评估折现率的选取情况

根据德勤估值报告，前次收购评估选取的折现率为 12%-14%；根据国融兴华出具的《追溯评估报告》，前次收购评估选取的折现率为 9.08%；根据国融兴华出具的《评估报告》，本次交易评估选取的折现率为 9.05%，前次评估和本次评估折现率计算具体参数如下表：

项目	评估基准日	折现率 %	特定风险系数 %	无风险收益率 %	贝塔系数	市场风险溢价 %
德勤估值报告	2017年12月31日	12-14	6.90	2.20	0.760	6.00
追溯评估报告	2017年12月31日	9.08	1.50	2.739	0.8071	6.24
国融兴华评估	2019年6月30日	9.05	1.50	2.56	0.798	6.26

对比来看，前次收购《追溯评估报告》选取的折现率和和本次交易评估选取的折现率接近，主要是资本结构差异带来的贝塔系数存在较小差别和评估基准

日不同的无风险收益率。前次收购德勤估值报告中选取的折现率和本次评估国融兴华《评估报告》选取的折现率在无风险收益率、贝塔系数、市场风险溢价、特定风险系数等参数方面，除特定风险系数外，其他三个主要参数取值较为接近。

企业特定风险调整系数为待评估企业与行业同类或相似公司在企业规模、经营风险、管理能力、财务风险等方面所形成的优劣势方面的差异。主要体现在规模风险报酬率和个别风险报酬率两方面：

1、规模风险报酬率

世界多项研究结果表明，小企业平均报酬率高于大企业。因为小企业股东承担的风险比大企业股东大。因此，小企业股东希望更高的回报。根据德勤估值报告，规模风险基于 Morningstar 公司的研究、参考法国 Lully A 的运营规模和业务发展状况和境外市场状况比较得出；国融兴华《评估报告》按国内 A 股市场的评估要求，参考国内 A 股市场跨境并购的相关案例，综合考虑了被评估单位的业务模式、行业地位、资产规模、经营状况、全球化业务程度等。因此，根据本次交易国融兴华《评估报告》，被评估对象紫光联盛选取 0.5% 的规模风险报酬率具有合理性。

2、个别风险报酬率

标的公司紫光联盛旗下核心资产 Linxens 集团经营历史较长，业务经营和销售网络分布于全球范围内，行业地位突出；报告期营业收入规模、盈利水平与竞争对手或行业相似企业相比较大；此外，Linxens 集团内部管理及控制机制健全，管理人员的从业经验和资历普遍较高；报告期，Linxens 集团现金流稳定，负债率低，债务偿还风险很小。根据本次交易《评估报告》，本次评估中的个别风险报酬率为 1.0%。总体上，本次交易中被评估对象紫光联盛特别风险溢价确定为 1.5%。

统计分析近几年 A 股市场上涉及跨境并购交易的案例，在选用收益法评估结果作为交易价格参考值的案例中，也存在不少重组成功案例标的公司特定风险调整参数取值范围在 1.0%-3.0% 之间。如近期获得中国证监会核准通过的北京君正发行股份购买北京矽成 100% 股权案例中，在对标的公司评估时，计算折现率

选取的特定风险调整系数为 1.0%。2017 年沙隆达并购 ADAMA100%股权并购案例中，在对标的公司评估时，计算折现率选取的特定风险调整系数为 0.5%。2018 年东山精密购买 MFLX 公司 100%股权并购案例中，计算折现率选取的特定风险调整系数为 2.0 %。因此，在 A 股市场并购交易案例中，特定风险调整系数取值范围在 1.0%-3.0%之间具有合理性。

（三）近期可比交易案例分析

Linxens 集团主营业务集中在智能芯片微连接器、RFID 嵌体及天线等方面，该业务相对半导体行业其他公司更为细分，且业务范围分布于全球各地。在对全球资本市场近两年发生的交易案例进行收集、整理与分析后，很难搜集到与交易标的属于同一细分行业且在多个国家开展经营的跨国性企业为收购标的的国内上市公司并购案例；同时，折现率参数的取值与标的公司所在国市场、利率等相匹配，考虑到标的公司主要业务所在地为法国、德国、新加坡、泰国、中国等国家，市场相对成熟，在无风险收益率及市场风险溢价等方面与国内存在较大差异，故对折现率进行分析时主要采用国内上市公司并购境外标的的交易案例作为折现率参数对比更为合理。

通过搜集分析近几年 A 股市场跨境并购案例可知（详见下表），近期国内公司收购海外标的部分并购案例中所使用折现率的范围为 7.64%-10.50%，平均值为 9.32%，中位数为 9.08%。本次交易标的公司评估时所使用的折现率为 9.05%，与上述并购案例折现率较为接近。

交易标的	交易买方	折现率
ADAMA的100%股权	沙隆达	8.61%-9.17%
TestAmerica100%股权	苏交科	9.08%
澳洲安保集团100%股权	中安消	8.76%
IEE公司97%股权	航天科技	10.02%-10.28%
北京矽成100%股权	北京君正	10.50%
MFLX公司100%股权	东山精密	10.08%
唐利国际65%股权	歌力思	8.85%
B1公司70%股权	申达股份	9.92%
R1公司73.46%股权	海南橡胶	7.64%
平均值		9.32%
中位值		9.08%

紫光联盛100%股权	紫光国微	9.05%
------------	------	-------

数据来源：Wind 资讯

综上所述，本次评估计算选取的折现率 9.05%具有合理性。

（四）置入资产行业分类及预测过程中可比上市公司选择的合理性

Linxens 集团主营产品为微连接器、RFID 嵌体及天线产品研发、设计、生产、封测和销售。按照《国民经济行业分类和代码表》GB/T4754-2017 中的行业分类，标的公司从事的行业属于“计算机、通信和其他电子设备制造业”（C39）中的电子专用材料制造（3985）；按照中国证监会《上市公司行业分类指引》中的行业分类，标的公司属于“计算机、通信和其他电子设备制造业”（C39）。

标的公司紫光联盛核心资产 Linxens 集团主营业务聚焦于微连接器、RFID 嵌体及天线。微连接器属于半导体产业大类中集成电路设计行业之下游细分行业，目前国内尚未有同类上市公司可供比较，因此，在计算风险系数 β 时，通过 Wind 资讯查询与标的公司旗下 Linxens 集团在主营业务、资本结构等方面有相似性的 16 家上市公司股票，查阅每家可比公司在距评估基准日 24 个月期间（至少有两年上市历史）、采用沪深 300 指标（国外上市公司采用标普 500 指标）计算归集、剔除每家可比公司的财务杠杆后的 β 系数，计算其平均值作为被评估企业的剔除财务杠杆后的 β 系数。本次评估选取的可比上市公司具体情况如下：

序号	股票代码	股票名称	经营范围
1	002104.SZ	恒宝股份	智能卡、磁条卡、票证、票据、密码信封、智能标签、智能终端、商用密码产品及相关系统软件、读写机具的研发、生产、销售、检测、咨询、技术服务；计算机软硬件、网络设备、办公自动化设备、移动支付、物联网、网络信息安全产品的开发、生产、销售及系统集成和技术服务；半导体模块封装生产、检测及技术咨询；自营和代理各类商品和技术的进出口，道路货物运输。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
2	002475.SZ	立讯精密	生产经营连接线、连接器、电脑周边设备、塑胶五金制品
3	603228.SH	景旺电子	生产经营双面线路板、多层线路板、柔性线路板(法律、行政法规、国务院决定禁止的项目除外，限制的项目须取得许可后方可经营)

4	002815.SZ	崇达技术	双面线路板、多层线路板、HDI 线路板、特种线路板、柔性线路板的生产(由分支机构经营)和销售; 国内贸易, 货物及技术进出口业务(按深贸管登证字第 2003-703 号办理); 线路板研发和技术咨询; 信息技术咨询; 设计咨询; 企业管理咨询; 机器设备租赁(不含融资租赁及其他项目)(法律、行政法规、国务院决定规定在登记前须经批准的项目除外)
5	600271.SH	航天信息	第二类增值电信业务中的呼叫中心业务(增值电信业务经营许可证有效期至 2020 年 05 月 07 日); 住宿一般经营项目: 计算机软件的技术开发、技术咨询和技术服务; 企业管理咨询; 计算机数据库服务; 计算机软件、办公用品的销售; 电子及通信设备、计算机及外部设备、智能机电产品、财税专用设备的研制、生产、销售; 信息安全技术、信息技术、网络及终端技术、多媒体技术、工业自动化控制技术、环保技术、生物工程技术的开发、转让、咨询、培训; 化工材料(不含危险化学品)销售; 经济信息咨询; 进出口业务; 房屋租赁业务; 智能卡及电子标签的研制、生产、销售; 电子产品专业设备的研制、生产、销售、技术服务; 物联网及传感网相关技术研发、生产、销售及服务; 有线及无线通讯终端产品和个人数字终端产品的研发、生产和销售; 农业机械设备研发、销售和服务; 技术服务, 售后服务; 会议服务; 计算机系统服务; 税务咨询; 教育咨询服务; 知识产权服务; 工程设计
6	300136.SZ	信维通信	移动终端天线、3G 终端天线、模组天线、3D 精密成型天线、高性能天线连接器、音频模组的设计、技术开发、生产和销售。国内商业、物资供销业, 货物及技术进出口, 国家法律法规明令禁止项目以外的其他项目
7	002138.SZ	顺络电子	研发、设计、生产、销售新型电子元器件; 提供技术方案设计和技术转让、咨询服务, 销售自产产品
8	300259.SZ	新天科技	开发、研制、生产、销售、检测、维修: 电子仪器仪表, 电子元器件, 计算机外部设备及软件, 高低压配电设备, 节水设备, 节电设备, 燃气设备, 仪表数据采集、存储、传输系统设备, 智能卡产品及软件、智能灌溉设备、机井灌溉控制装置、高低压灌溉成套设备、水文、水资源、环保、气象仪器仪表; 物联网技术开发, 电子、通信与自动控制技术开发; 水利水电工程施工; 能源管理系统设计及施工; 计算机系统集成; 计算机网络工程; 建筑智能化工程设计与施工; 智慧水务、智慧燃气的应用系统、应用软件技术开发; 数据处理、云计算; 地理信息系统工程; 通讯工程; 互联网信息服务; 测绘服务; 玻璃钢制品、管材的生产与销售; 农田水利灌溉设计与施工; 喷灌滴灌设备的生产、安装和销售; 房屋租赁。(上述国家有专项规定除外); 经营本企业自产产品及技术的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料及技术的进出口业务, 但国家限定公司经营或禁止进出口商品及技术除外。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)

9	300213.SZ	佳讯飞鸿	生产、制造数字调度设备、专用通信设备；电子产品、通信设备、安防设备、监控设备、电气机械、自动控制设备、仪器仪表、专用设备、办公用机械的技术开发、技术咨询、技术服务；通信及自动化控制、计算机软硬件及网络系统的设计、开发、集成、安装、调试和服务；销售汽车、手机；货物进出口、技术进出口、代理进出口；专业承包；租赁机器设备、租赁办公用房、租赁商业用房等；以下仅限分公司经营：生产手机。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动)
10	300346.SZ	南大光电	高新技术光电子及微电子材料的研究、开发、生产、销售，高新技术成果的培育和产业化，实业投资，国内贸易，经营本企业自产产品的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料的进口业务。(生产地址在苏州工业园区平胜路 40 号)(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)
11	300398.SZ	飞凯材料	高性能涂料研发与中试，自研技术的转让；集成电路制造封装焊接材料的研发与中试、加工、销售；光电材料的研发与中试、加工、销售；电子零件用及各种相关用途的环氧塑封成型材料的销售，化学品（危险品限许可证规定范围）、电子元器件的批发、进出口、佣金代理（拍卖除外），并提供技术咨询、售后服务等相关的配套服务。（不涉及国营贸易管理商品，涉及危险化学品、配额、许可证管理、专项规定、质检、安检管理等要求的，需按照国家有关规定取得相应许可后开展经营业务）。【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】
12	002512.SZ	达华智能	研发、生产、销售：非接触 IC 智能卡、非接触式 IC 卡读卡器；接触式智能卡、接触式 IC 卡读卡器；电子标签；信息系统集成工程及技术服务；电子通讯设备、计算机周边设备；电子遥控启动设备；家用小电器；包装装潢印刷品；货物进出口、技术进出口（法律、行政法规禁止经营的项目除外；法律、行政法规限制经营的项目需取得许可后方可）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
13	002916.SZ	深南电路	印刷电路板、封装基板产品、模块模组封装产品、电子装联产品、电子元器件、网络通讯科技产品、通信设备(生产场地另办执照)、技术研发及信息技术、鉴证咨询、不动产租赁服务；电镀；经营进出口业务。工业自动化设备、电信终端设备、信息技术类设备、LED 产品、电路开关及保护或连接用电器装置、低压电器、安防产品的设计、生产、加工、销售；普通货运
14	603005.SH	晶方科技	一般经营项目：研发、生产、制造、封装和测试集成电路产品，销售本公司所生产的产品并提供相关的服务。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后后方可开展经营活动)
15	APH.N	安费诺 (AMPHENOL)	安费诺公司是全球最大的连接器制造商之一。公司生产，设计，销售各种类型的连接器。包括低频通信连接器，背板，输入/输出连接器，光纤连接器等

16	6806.T	Hirose Electric	主要从事连接器制造和销售的公司。公司经营三个业务部门。多极连接器部门提供圆形连接器，矩形连接器，印刷电路板(PCB)等。同轴连接器部门提供同轴连接器，光学连接器等。其他部门提供电子医疗设备，微动开关等
----	--------	-----------------	--

数据来源：Wind资讯。

由上表可知，上述 16 家境内外可比上市公司基本属于“计算机、通信和其他电子设备制造业”行业范围，与标的公司所属行业接近，并在细分行业类似，且财务结构偏差不大，样本数量较为分散。虽然标的公司收入规模与可比上市公司相比存在个体差异，本次评估在选取企业特定风险调整系数时已有所考虑。

综上分析，本次评估收益法中选取的折现率具有合理性，计算折现率所选取的上市公司具有合理性。

二、本次评估永续期的现金流增长率取 1.5% 的合理性分析及对最终评估的影响

（一）永续期增长率的合理性分析

前次评估上海德勤预测计算的永续期增长率为 2.0%，本次评估国融兴华评估预测计算永续期增长率为 1.5%。主要考虑宏观经济发展趋势、全球通胀日趋严重及标的公司历史业绩增长与行业未来发展前景等因素。

1、宏观经济发展趋势

根据国际货币基金组织（IMF）在 2019 年 10 月的最新预测数据，从 2020 年开始，全球和不同经济体的经济增速都会出现一定程度的复苏，但主要驱动力是新兴与发展中经济体，尤其是亚洲新兴与发展中经济体，发达经济体仍将延续 2017 年以来的增速放缓趋势。具体而言，全球 GDP 同比增速预计将从 2019 年的 3.01% 增加到 2020 年的 3.41%，其中，新兴与发展中国家从 3.92% 增加到 4.55%，亚洲新兴与发展中国家从 5.92% 增加到 5.97%。

IMF 预测，欧元区从 1.16% 增加到 1.39%，而发达经济体整体上却从 1.68% 微降到 1.67%，并且下降趋势还将延续。世界银行（WB）的最新预测与 IMF 在趋势上保持一致，但绝对水平存在一定的差距。根据 WB 的预测，全球 GDP 增速将从 2019 年的 2.6% 增长到 2020 年的 2.7%，但其与 IMF 对于亚洲新兴与发展中经济体的预测较为一致，均认为其是全球经济增长的最重要的引擎。

在前期预测全球经济普遍向好的情形下，2020年以来，COVID-19疫情对中国的短期影响和在全球迅速蔓延的趋势也对全球经济带来了一定的冲击。在全球经济动荡的背景下，国际货币基金组织初步估计，中国经济增速将比最初设定的5.6%的目标下降0.4个百分点，全球经济增速也将下降0.1个百分点，且存在继续修订的可能。为此，以20国集团（G20）、其他新兴经济体为代表的大规模货币和财政政策实施陆续展开，将有助于确保全球经济能平稳度过目前疫情带来的短期冲击。

总体看，未来以中国为代表的全球主要经济体经济复苏仍将带领全球经济趋于平稳发展态势。

2、全球通货膨胀日趋严重

通货膨胀方面，IMF对物价水平（CPI）的预测显示，2019年被认为是全球物价水平的短期底部，2020年开始物价水平会有所抬升，主要带动力量是亚洲新兴与发展中经济体和发达国家，新兴与发展中经济体整体上平稳。全球CPI同比增速将从2019年的3.41%增加到2020年的3.56%，其中，亚洲新兴市场经济体将从2.71%提高到2.96%，发达经济体从1.49%提升到1.76%，新兴与发展中经济体从4.74%微升至4.76%。

2020年伊始，新冠疫情疫情在全球范围内迅速扩展。各国纷纷出台经济刺激政策，加大货币投放量。如美国参议院通过了一项旨在减轻新冠病毒爆发造成的经济损失，推出高达2万亿美元经济刺激方案；此外，在近期闭幕的G20特别峰会上，20国集团决定启动价值5万亿美元的提振经济计划，以应对新冠疫情对全球社会经济和金融带来的负面影响，并支持各国央行采取措施促进金融稳定和增强全球市场的流动性，新一轮全球通胀预期将可能很快到来。

3、标的公司历史业绩增长与行业未来发展前景

标的公司核心资产Linxens集团主营业务聚焦于微连接器、RFID嵌体及天线，在全球范围内，市场地位突出，竞争优势明显，经营业绩增长稳定。根据与Linxens集团管理层访谈，Linxens集团近十年（2010年-2019年）营业收入复合增长率超过5%。另外，管理层对Linxens集团未来全面进入中国市场持有乐观

的预期。

根据研究机构 MarketsAndMarkets 最新的研究预测，全球智能安全芯片卡市场规模将从 2018 年的 142.2 亿美元增长至 2023 年的 215.7 亿美元，预测年化增速为 8.7%。全球范围内的金融、电信、交通、生物医药等领域的智能化趋势仍在进一步深化，包括接触式/非接触式的智能卡将取代传统的磁条卡、新型电子消费产品的更新和替代等。智能芯片卡市场规模远大于微连接器行业市场规模，智能芯片卡市场长期稳定发展为微连接器行业快速发展提供强有力支撑。

根据中国信息通信研究院的报告《2018 物联网白皮书》分析，全球物联网产业规模由 2008 年 500 亿美元增长至 2018 年 1,510 亿美元。物联网在各行业新一轮应用已经开启，在各行业数字化变革中的赋能作用已非常明显，未来在 5G 技术的推动下，新兴的应用落地将进一步加快。

受益于物联网行业发展，RFID 技术在全球范围内被广泛应用于工业自动化、商业自动化、交通运输控制管理等众多领域，如汽车及火车交通监控、高速公路自动收费系统、停车场管理系统、物流管理、流水线生产自动化、安全出入检查、仓储管理、动物管理、车辆防盗等。

综上分析，结合全球宏观经济发展、标的公司历史业绩增长情况和行业未来发展趋势，本次评估永续期增长率选取 1.50% 具有合理性。

此外，根据对近期 A 股市场部分上市公司并购案例中有关选择永续增长率参数的分析，目前并购市场上对于一些未来预期较为看好的行业或企业也会选择一定数值的永续增长率参数。具体如下：

序号	并购案例	永续期增长率
1	北京君正收购北京矽成	2.00%
2	科锐国际收购 Investigo	1.60%
3	益丰药房收购新兴药房	2.00%
4	光环新网收购科信盛彩	2.50%
5	中源协和收购傲源医疗	2.25%
6	华铭智能收购聚利科技	2.50%
7	共达电声收购万魔声学	2.40%
平均值		2.18%
区间		1.60%-2.50%

序号	并购案例	永续期增长率
	紫光国微收购紫光联盛	1.50%

数据来源：Wind资讯

由上表可知，近期 A 股市场选取可参考的并购案例永续增长率平均值为 2.18%，区间范围为 1.60%-2.50%，本次评估计算永续期的现金流增长率 1.50% 低于平均值，且与选取的交易案例取值区间差异不大，因此具有合理性。

（二）永续期增长率对评估值的影响

本次评估永续期增长率选取为 1.50%，据此计算标的资产评估值为 1,846,809.16 万元，假设永续期增长率选取为 0 或 2.00%，则对本次评估结果影响如下：

项目	永续期增长率为 0	永续期增长率为 1.50%	永续期增长率为 2.00%
评估结果（亿元）	161.12	184.68	194.76
差异额（亿元）	-23.56	0	10.08
差异率	-12.76%	0	5.46%

综上分析，标的公司本次收益法评估中选择 1.5% 永续增长率是结合标的公司历史收入增长情况、宏观经济、外部环境以及细分行业未来增长趋势综合判断所致，且与市场案例不存在重大差异，具有合理性。永续期增长率对评估值的影响属于正常范围。

三、本次交易评估作价的公允性分析

本次评估标的公司主营产品为智能芯片微连接器、RFID 嵌体及天线产品，属于与半导体及电子元器件相关的行业，行业并购案例较多。本次评估筛选了 2017 年至 2019 年发生且与标的公司业务相近、交易股权比例相同、信息公布较为充分的五个并购交易案例作为本次评估的可比交易案例，具体如下表：

序号	标的公司	收购方	收购股权比例	EV/EBITDA	PB
1	GigPeak, Inc.	Integrated Device Technology, Inc.	100.00%	18.15	4.00
2	Microsemi Corporation	Microchip Technology	100.00%	33.69	10.70

序号	标的公司	收购方	收购股权比例	EV/EBITDA	PB
3	Integrated Device	Renesas Electronics	100.00%	22.55	2.00
4	IXYS, LLC	Littelfuse, Inc. (NasdaqGS:LFUS)	100.00%	15.74	2.40
5	Mellanox	NVIDIA	100.00%	28.72	5.60
平均值			100.00%	23.77	4.94
紫光国微收购紫光联盛			100.00%	22.53	1.00

数据来源：S&P CapitalIQ

（一）价值比率的选择

从企业估值层面，PB 估值法和 PE 估值法较为常见，PB 估值法不考虑企业的盈利情况和预期业绩增速。被评估企业紫光联盛旗下 Linxens 集团经营历史较长，业绩稳定，选择 PB 估值法合理性一般。

PE 和 EV/EBITDA 作为相对估值法两个常用参数，具有相似性。针对本次交易，标的资产位于境外不同国家，选择 EV/EBITDA 作为价值倍数更具普遍性，主要原因如下：

1) 标的公司报告期和未来债务结构差异很大，截至评估基准日 2019 年 6 月 30 日标的公司基本无付息债务；

2) 被评估单位在法国、德国、新加坡、泰国、中国、印度等国家设有运营实体，由于企业价值倍数(EV/EBITDA)不受所得税率不同的影响，使得不同国家和市场的公司估值具有可比性；

3) 企业价值倍数(EV/EBITDA)不受企业融资政策的影响，不同资本结构的公司在这一指标下具有可比性；

4) 企业价值倍数(EV/EBITDA)为扣除折旧摊销费用之前的收益指标，公司间不同的折旧政策也不会对上述指标产生影响，这也避免了折旧政策差异以及折旧反常等现象对估值合理性的影响。

综上，基于标的公司经营性质和财务特点，本次评估选择企业价值倍数(EV/EBITDA)作为价值比率更具合理性，本题下文分析主要以 EV/EBITDA 价值比率作为分析基础。

1、可比交易案例的 EV/EBITDA

标的公司	企业价值 (M USD)	EBITDA (M USD)	EV/EBITDA
Microsemi Corporation	10,078.28	555.30	18.15
Integrated Device Technology, Inc.	7,235.52	214.75	33.69
GigPeak, Inc.	210.18	9.32	22.55
IXYS, LLC	701.68	44.57	15.74
Mellanox Technologies, Ltd.	6,900.53	240.24	28.72
平均值:	—	—	23.77

数据来源: S&P Capital IQ

2、修正因素的确定

本次评估主要从企业的盈利能力、营运能力、偿债能力、成长能力等财务指标方面对被评估单位与可比交易案例间的差异进行量化分析,通过各项指标影响因素调整系数对盈利能力、资产质量、偿债能力及成长能力的修正系数测算如下:

项目	Microsemi Corporation	Integrated Device Technology, Inc.	GigPeak, Inc.	IXYS, LLC	Mellanox Technologies, Ltd.
I.盈利能力	0.96	0.94	1.02	1.01	0.97
II.资产质量	0.96	0.93	0.98	0.92	0.93
III.偿债能力	1.10	1.11	1.05	1.04	1.05
IV.成长能力	0.99	0.98	0.91	1.00	0.95

3、价值比率的计算

根据盈利能力、资产质量、偿债能力及成长能力影响系数对价值比率的影响,经调整后,本次评估标的公司选取的 EV/EBITDA 比率为 22.53 倍,具体计算如下:

项目	Microsemi Corporation	Integrated Device Technology, Inc.	GigPeak, Inc.	IXYS, LLC	Mellanox Technologies, Ltd.
EV/EBITDA	18.15	33.69	22.55	15.74	28.72
I.盈利能力	0.96	0.94	1.02	1.01	0.97
II.资产质量	0.96	0.93	0.98	0.92	0.93
III.偿债能力	1.10	1.11	1.05	1.04	1.05
IV.成长能力	0.99	0.98	0.91	1.00	0.95
修正后	18.18	31.94	21.45	15.16	25.90

（二）被评估单位的 EBITDA

因评估基准日为 2019 年 6 月 30 日，根据审计后的 2019 年 1-6 月财务数据以及 2018 年财务数据测算年化的 EBITDA 数据：

项目	基准日年化 EBITDA	2019 年 1-6 月	2018 年度
EBIT*	39,449.23	20,190.62	38,517.23
加回：非经常性损益(重组费用)	7,633.77	-	15,267.54
EBIT(扣除非经常性损益)	47,083.00	20,190.62	53,784.78
加：折旧及摊销	26,808.17	10,809.30	31,997.74
EBITDA	73,891.18	30,999.92	85,782.52

*EBIT 为不包含非经常性损益的 EBIT

EBIT=营业收入-营业税金及附加-营业成本-销售费用-管理费用-研发费用

（三）企业价值计算

EV=被评估单位 EBITDA×可比公司企业价值/EBITDA 倍数

=73,891.18×22.53

=1,664,487.96（万元人民币）

（四）股权价值计算

股权价值=企业价值+现金-有息负债-少数股东权益+未合并子公司权益

基准日企业账面现金（剔除未合并子公司）为 203,571.84 万元。基准日企业无有息负债。

股权价值=企业价值+现金-有息负债-少数股东权益+未合并子公司权益

= 1,664,487.96 +203,571.84-0+0+ 5,506.64

= 1,873,600.00（万元人民币）（百位取整）

综上分析，本次交易评估作价为 1,846,809.16 万元，低于根据市场可比交易案例测算的标的资产价值 1,873,600.00 万元，因此交易评估作价具有公允性。

四、评估师核查意见

经核查，评估师认为：对比分析前次交易和本次交易折现率选取差异及市场可比交易案例，本次交易收益法评估折现率选取 9.05%具有合理性，标的公司本次收益法评估中选择 1.5%永续增长率是结合宏观经济、外部环境以及细分行业未来增长趋势综合判断所致，且与市场案例不存在重大差异，具有合理性，对评估值的影响属于正常范围。通过对比分析可比交易案例 EV/EBITDA、市净率水平，本次交易评估作价具有公允性。

23.申请文件显示，1)标的资产预测期 2019 年 7-12 月至 2024 年营业收入为 180,874.18 万元、404,005.55 万元、482,305.79 万元、573,328.96 万元、621,554.66 万元和 656,298.97 万元。2)微连接器报告期业务收入为 211,552.91 万元、198,964.68 万元和 85,438.92 万元。3)标的资产报告期其他产品类别收入为 20.60 万元、71.77 万元和 49.99 万元，预测期其他产品类别收入为 781.70 万元、2,747.68 万元、4,924.71 万元、6,644.45 万元、7,973.34 万元、9,966.68 万元。

请你公司：1) 结合标的资产合同签订和执行情况、产销匹配情况、行业整体产能状况与市场整体需求的匹配性、下游市场及主要客户的发展趋势等，补充披露标的资产预测收入的可实现性。2)结合报告期内微连接器业务收入及占比下降的原因，补充披露预测期销量持续增长的合理性以及预测未来年度双界面连接器及电子消费品的销售占比将逐渐增大的具体依据。3)补充披露预测收入中其他收入的预测依据和合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、标的资产预测收入的可实现性分析

(一) 标的资产合同签订和执行情况、产销匹配情况、行业整体产能状况与市场整体需求的匹配性、下游市场及主要客户的发展趋势

1、合同签订情况

Linxens 集团所处行业上下游客户通常以签订年度框架合同，并对下一年销售量进行预测以及进行价格协商调整的模式进行，下游客户按照终端客户阶段性

需求向供应商下订单，订单以小批量，多批次为特点，每批次订单生产发货周期为 2-3 个月。截至 2019 年 12 月 31 日，Linxens 集团在手订单 8,903.73 万欧元，占 2020 年预测收入的 17.23%，结合上述订单生产发货周期，Linxens 集团合同签订情况较为稳定。

Linxens 集团与主要客户保持长期的合作关系，均签订了长期以及年度销售框架协议，客户关系稳定。

2019 年前五大客户	合作起始年份
客户一	1990 年
客户二	1990 年
客户三	2015 年
客户四	2004 年
客户五	2003 年

2、合同执行情况分析

Linxens 集团每年会和客户协商，对下一年度销售量进行预测以及价格进行调整，客户根据自身生产需求向 Linxens 集团下取订单，Linxens 集团根据订单情况进行排产。Linxens 集团的客户均为下游行业知名企业，客户业绩稳定，与 Linxens 集团具有长期合作关系。报告期，标的公司主要客户保持稳定，前五大客户合计实现的销售收入占比分别为 48.95%、47.14%以及 49.39%，占比稳定。标的公司报告期内并未有因产品质量问题与客户形成重大合同纠纷或诉讼的情况。标的公司合同以及订单签署符合行业惯例，客户主要为信誉良好的大型企业，合同执行情况整体良好。

3、产销匹配情况

单位：亿件/%

产品名称	2019 年			2018 年			2017 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
微连接器	62.10	63.44	102.16	72.42	70.47	97.30	69.59	74.26	106.71
RFID 嵌体及天线	9.65	9.75	101.04	7.58	7.66	101.11	5.21	5.15	98.78

报告期内，Linxens 集团的微连接器产品产销率分别为 106.71%、97.30%以及 102.16 %，而 RFID 嵌体及天线产品产销率分别为 98.78%、101.11%以及

101.04%，公司以销定产，整体产销匹配情况良好。

4、行业整体产能状况与市场整体需求的匹配性

从市场需求端分析，Linxens 集团的产品主要下游应用为银行卡以及电信卡为代表的智能芯片卡市场，该类下游行业需求保持稳定增长，根据研究机构 MarketsAndMarkets 最新的研究预测，全球智能安全芯片卡市场规模将从 2018 年的 142.2 亿美元增长至 2023 年的 215.7 亿美元，预测年化增速为 8.7%。根据研究机构 Research&Market 研究预测，2017 年全球 RFID 标签市场规模达到 49.1 亿美元，2026 年市场规模将达到 182 亿美元，2017-2026 年复合增速将达到 15.7%。同时，伴随着 5G，物联网行业的发展，智能卡以外的应用市场正在快速形成，包括电子证件、物流、医疗、交通等领域市场也在快速发展，为以 RFID 为代表的非接触式连接方案带来发展机遇。因此，Linxens 集团产品的传统下游应用需求稳定增长，Linxens 集团依托领先的创新研发能力以及工艺技术，亦不断对新的市场领域进行拓展，通过前瞻性的研发抓住市场机遇，满足未来更多元化的市场需求。

从行业产能供给端分析，作为智能安全芯片微连接器最大生产商 Linxens 集团并未进行大规模产能扩张，保持原有产能稳定，而 Linxens 集团产品定位中高端，竞争对手有限，其他中小型竞争对手主要在低端市场进行竞争，其产能投放不会影响 Linxens 集团所处市场供给。行业整体产能稳定，匹配行业需求增长。考虑到未来市场需求将进一步增大，Linxens 集团可以通过增加班次以及新增产能等方式提供产能支持，以获取更多市场机会和份额，匹配未来市场需求。

5、下游市场及主要客户的发展趋势

Linxens 集团的下游客户主要以模组/芯片生产商以及智能卡生产商为主，随着下游行业逐步成熟，其主要客户正致力于从传统的同质化产品竞争向产品差异化和创新性升级，充分挖掘终端客户价值，提升客户粘性，最终占领更多市场份额。因此下游客户更希望上游供应商能够提供功能丰富、附加值高的产品。

以银行卡为代表，制卡商正在致力于推动双界面产品在全球的普及，将传统银行卡从单界面接触式的连接方式向接触/非接触双界面连接体验升级。同时，

面对日益严重的环保问题，制卡商努力提高产品的环保性能。此外，随着 5G 以及物联网的发展，越来越多的应用场景，包括消费电子、生物医疗、物流运输等等，将需要更多的信息连接、识别和认证。

Linxens 集团所覆盖客户均为下游行业领先的客户群体，该类客户群体规模较大，其发展趋势即代表行业发展方向，而作为该类客户群体长期的合作供应商，下游客户必然优先选择 Linxens 集团作为其未来产品的供应商，因此，Linxens 集团未来将充分享受行业增长带来的机遇。此外，随着下游终端应用市场新体验、新功能的出现，客户对产品需求的多样性和个性化也日益明显，为此 Linxens 集团具备全球领先的创新能力和生产工艺，能为客户提供更安全、更环保以及更个性化产品解决方案：

(1) Linxens 集团的 BioLAM®产品可以帮助制卡商使用其现有的标准热层压和嵌入设备来制造双接口生物识别卡，为新一代生物识别智能卡的大规模部署奠定基础；

(2) Linxens 集团与塑料薄膜制造商 Folienwerk Wolfen 合作，推出了其首个使用回收的 PETG 制造的环保型 PRELAM®—EcoLAM®产品。该解决方案有效解决智能卡制造业对 PVC（聚氯乙烯）的需求(PVC 不可再生、燃烧时有毒且难以回收)；

(3) Linxens 集团基于长期的工艺积累，推出个性化的彩色条带，蚀刻标识图案、动态安全码等产品，均系行业领先创新解决方案，满足了终端客户对于产品创新差异化和安全的诉求。

(4) 此外，Linxens 集团在以电子烟、血糖检测试纸产品为代表的消费电子，生物医药等领域均已经开展产品研发和业务合作，开拓智能卡以外广阔的市场。

由此可见，Linxens 集团具备良好的市场敏锐度以及产品开发能力，能够充分满足下游市场和客户的多样化需求，为公司形成良好的产品竞争力和业务护城河。

(二) 预测期收入及产销情况分析

1、报告期主营业务收入情况

报告期，标的公司主营业务收入如下：

单位：万元

类别	2017 年度	2018 年度	2019 年
微连接器	211,552.91	198,964.68	174,425.40
RFID 嵌体和天线	88,432.31	131,398.54	153,779.60
其他	20.60	71.77	86.53
合计	300,005.82	330,434.99	328,291.53

2、预测期主营业务收入情况

预测期，标的公司主营业务收入如下：

单位：万元

类别	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
微连接器	213,822.11	261,564.66	320,456.67	352,052.83	388,894.17
RFID 嵌体和天线	187,435.76	215,816.42	246,227.85	261,528.49	257,438.12
其他	2,747.68	4,924.71	6,644.45	7,973.34	9,966.68
合计	404,005.55	482,305.79	573,328.96	621,554.66	656,298.97

3、微连接器预测收入可实现性分析

(1) 报告期标的公司微连接器平均单价情况

标的公司微连接器产品按接触类型可以划分为接触式（主要为单界面微连接器）、非接触式（主要为双界面微连接器）。接触式终端应用市场主要对应 SIM 卡及传统银行卡等产品，非接触式终端应用市场主要对应新型银行卡及消费电子产品等。报告期，标的公司单界面微连接器仍是主要销售产品，考虑型号差异等因素平均销售单价维持在 0.10 元-0.20 元之间，双界面微连接器考虑型号差异等因素平均销售单价维持在 0.50 元-0.70 元之间，高于单界面微连接器销售单价。综合来看，报告期标的公司微连接器产品综合平均单价分别为 0.28 元/件、0.28 元/件、0.27 元/件，总体保持稳定。

微连接器	2017 年	2018 年	2019 年
综合平均单价（元/件）	0.28	0.28	0.27

(2) 预测期标的公司微连接器平均单价情况

根据评估机构国融兴华出具的《评估报告》，基于标的公司经营历史、市场

地位、产品竞争力等因素，结合未来市场潜在竞争情况、产品生命周期等因素，预测各年微连接器产品综合平均价格如下：

微连接器	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
综合平均单价（元/件）	0.30	0.30	0.30	0.31	0.31

具体来看，预测期标的公司微连接器产品综合平均单价相对报告期略有上升，这并非由于单界面微连接器或双界面微连接器预测价格上涨，而是基于对行业发展趋势的审慎判断，未来双界面微连接器市场增长潜力将会更大，因此预测期标的公司销售单价相对较高的双界面微连接器在微连接器总体业务中占比将会进一步上升，从而使得预测期微连接器产品综合平均单价略高于报告期平均值并在预测期保持相对稳定。

综上分析，标的公司微连接器产品预测期综合平均单价具有合理性。

（3）预测期标的公司微连接器产品销量分析

报告期，标的公司微连接器产品销量分别为 74.26 亿件、70.47 亿件、63.44 亿件，具体如下表所示。报告期标的公司微连接器产品销量有所下滑主要系始于 2018 年下半年开始的半导体产业短期波动以及部分国家电信 SIM 卡管理政策调整，对单界面微连接器产品需求量造成的短期冲击，其中 2019 年上半年影响较大。具体来看，标的公司 2019 年单界面微连接器产品销量合计约 41.78 亿件，其中 2019 年 1-6 月销量约 19.04 亿件，7-12 月销量约 22.74 亿件，下半年销量出现明显好转。

单位：亿件

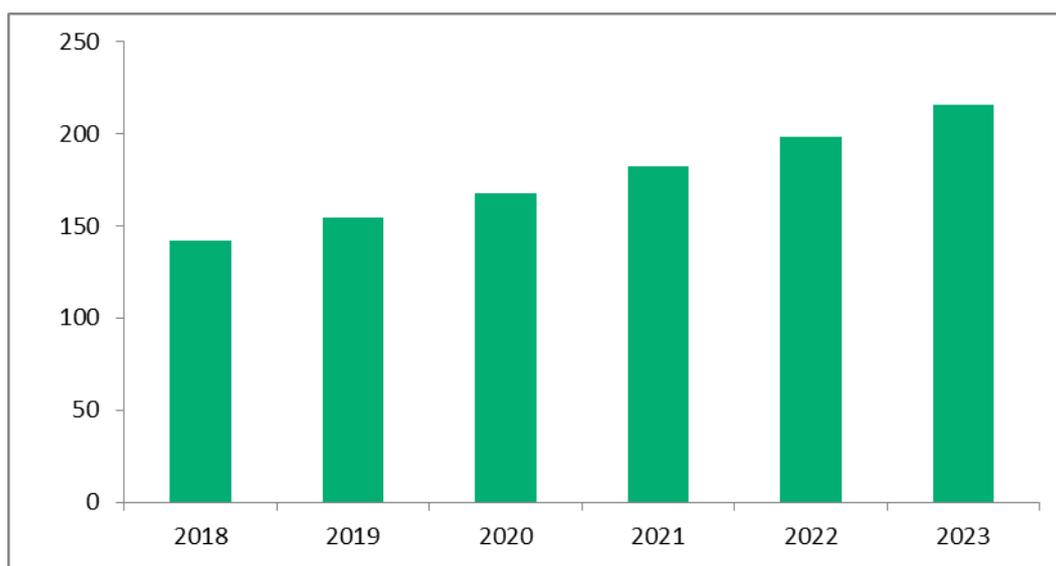
报告期微连接器销量			预测期微连接器销量				
2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
74.26	70.47	63.44	70.72	87.84	105.84	115.34	126.34

预测期标的公司微连接器业务将保持较快增长，2020-2024 年度销量复合增速为 14.77%，这主要源于下游传统终端应用市场的需求持续增长、新兴市场需求增长强劲以及中国区域市场的有效拓展。

1) 传统终端应用市场需求增长持续

根据研究机构 MarketsAndMarkets 最新的研究预测，全球智能安全芯片卡市场规模将从 2018 年的 142.2 亿美元增长至 2023 年的 215.7 亿美元，预测年化增速为 8.7%。全球范围内的金融、电信、交通等领域的智能化趋势仍然在进一步深化，包括接触式/非接触式的智能卡将取代传统的磁条卡以及其他卡产品。

全球智能安全芯片卡市场规模（2018-2023，亿美元）



资料来源：MarketsAndMarkets

标的公司微连接器业务预测期增长主要得益于双界面微连接器产品的销售增长，双界面产品销量增长主要源于下游行业需求升级，用户更注重便捷的体验和安全的性能。根据欧洲智能卡协会数据显示，双界面微连接器产品主要应用于银行卡以及身份识别产品，2018 年全球双界面安全类元件出货量为 22.45 亿件，其中银行卡出货量 16.50 亿件，较 2017 年增长 18.8%，显著高于智能卡行业平均增速。由此可见，终端应用市场的较快增长尤其双界面微连接器产品需求的快速增长，将为公司未来业务发展提供重要支撑。

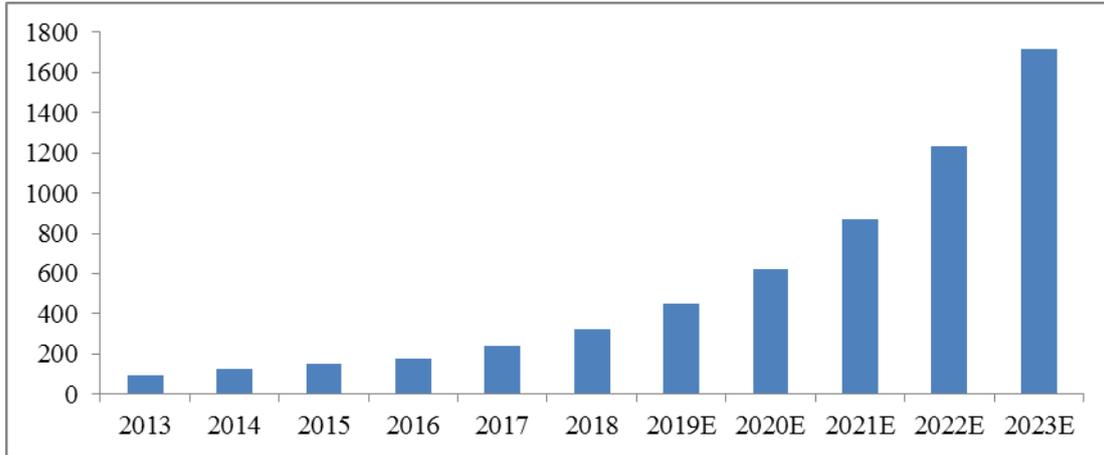
2) 新兴终端应用市场需求增长强劲

Linxens 集团具备全球领先的创新研发能力以及工艺经验积累，在传统优势市场巩固领先地位以外，正大力拓展以电子烟、血糖检测试纸为代表的电子消费品等新兴市场领域。

①电子烟市场

目前全球电子烟市场正处于高速发展之中，同时也引发了监管对于产品规范性的关注，而监管需求也为 Linxens 集团带来了巨大的商业机会。电子烟生产商致力于研发可追溯、可识别的电子烟弹产品以保证电子烟消费者正确使用合规产品，降低吸烟对于健康的影响。

全球电子烟设备市场趋势（2013-2023 年，亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan

根据 Frost & Sullivan 公司的相关研究数据，2018 年全球电子烟设备市场规模达到 323 亿美元，2013-2018 年复合增速 27.9%，并且 2018-2023 年的市场预测复合增速将达到 40%，其中美国市场将是核心的区域市场。全球电子烟市场的快速增长主要归功于消费者对于电子烟产品的接受度不断提高，以及烟草公司的积极营销和电子烟生产商对于创新产品的研发和投入。

根据艾瑞咨询统计，2018 年全球电子烟成年消费者数量快速增长，达到了 4,100 万人，预测在 2023 年全球电子烟成年消费者数量将达到 5,500 万人，假设人均 300 盒/年烟弹消耗量，2018 年存量烟弹市场规模已经达到 123 亿盒。同时，未来电子烟产品有望进一步渗透至传统烟草市场，市场增长潜力较大。

Linxens 集团凭借自身在信息识别连接方面的技术研发领先优势，快速切入市场，联合全球领先电子烟生产商 Juul 以及芯片生产商，推出需认证识别的电子烟弹产品，迎合监管以及客户需求，目前该产品已经进入量产阶段，未来有望带动公司业绩快速增长。

② 血糖检测市场

根据研究机构 Research&Market 数据显示,2018 年全球血糖检测试纸市场规模达到 80.23 亿美元,2019 年-2024 年复合增速将达到 10.4%。假设每条检测试纸售价 0.4-0.5 美元,可测算得出全球每年血糖检测试纸消耗量达到 160-200 亿条,市场需求潜力很大。而 Linxens 集团创新在于通过置入微连接器可以进一步提升传统检测试纸的精确度和便捷性,在一定程度上提高血糖检测的效率。一旦产品量产,将对 Linxens 集团未来业绩带来较大贡献。而包含血糖检测的 POCT (即时检测)市场将随着微纳米制造、生物科技、新材料、移动互联网信息技术等高新技术的快速发展,使得 POCT 技术不断向实时、定量、微型化的方向发展,为 Linxens 集团未来业务提供发展机遇。

目前普通的血糖检测试纸精度较低, Linxens 集团产品可以进一步提升传统检测试纸的精确度和便捷性。Linxens 集团采用金属材质作为传导介质,提升检测精度,同时针对成本问题, Linxens 集团领先的选择性电镀工艺可以仅在需要的区域电镀金属材料,大幅节省材料成本。目前产品已在客户复验阶段,预计即将投入量产。该产品市场空间广阔,对于传统的血糖检测试纸产品将进行逐步替代,对公司未来业绩增长提供支持。

③中国区域市场的有效拓展

中国是全球最大的经济体之一,也是全球信息化发展的战略高地,拥有全球领先的信息化基础设施。中国的银行卡每年发卡量以及流通量排名全球第一,巨大的人口消费市场更是催生包括个人身份认证市场、交通卡、物流以及医疗等应用场景的信息化趋势发展。

根据公开信息,2014 年到 2018 年,中国智能卡芯片出货量从 36.71 亿颗增长到 67.66 亿颗,复合年均增长率为 16.52%。近年来,中国凭借政策支持、资金投入,叠加工程师红利,积累技术经验和人才储备,智能卡芯片产能逐步增加,逐渐拉近与国外企业的差距,智能卡芯片国产化趋势明显。

以个人身份认证市场为例,根据公安部统计,中国 2018 年机动车驾驶人数量突破 4 亿人,而我国目前驾照仍然系纸质塑封,智能化率较低,传统的纸质驾照容易损坏,伪造,对个人信息保存,公共交通管理均提出了挑战。因此,中国驾照芯片化、智能化存在巨大的市场空间和潜在需求,也是未来信息化管理,公共

安全管理重要的发展方向。

前次交易后，紫光集团已控股 Linxens 集团，结合紫光集团在国内通讯、电子行业尤其是集成电路行业的突出地位，对 Linxens 集团更深层次进入中国市场具有明显的战略意义。2019 年，以苏州 Linxens 为销售中心的中国市场业务取得明显增长，实现微连接器产品销量占比超过 14%，明显高于 2018 年的 8%。未来，Linxens 集团必将中国市场作为重要业务发展支点，将在中国设立区域总部，增加市场研发、营销等资源投入，进一步拓展中国市场业务机会。

综上分析，标的公司微连接器产品预测期综合平均价格保持稳定，下游传统终端应用市场的需求保持较快增长，新兴市场需求增长强劲，中国区域市场的拓展取得明显成效。总体看，标的公司微连接器产品未来预测收入具有可实现性。

4、RFID 嵌体及天线预测收入可实现性分析

(1) 报告期及预测期 RFID 嵌体及天线平均单价情况

报告期标的公司 RFID 嵌体及天线销售平均单价如下：

RFID 嵌体及天线	2017 年	2018 年	2019 年	三年平均
平均单价（元/件）	1.72	1.71	1.58	1.67

预测期标的公司 RFID 嵌体及天线销售平均单价如下：

RFID嵌体及天线	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
平均单价（元/件）	1.66	1.64	1.62	1.59	1.56

报告期标的公司 RFID 嵌体及天线销售平均单价分别为 1.72 元/件、1.71 元/件、1.58 元/件，报告期三年平均单价为 1.67 元/件。RFID 嵌体及天线市场相对于微连接器细分行业，市场竞争较为充分，市场竞争者和产品类型相对较多。标的公司通过并购德国 RFID 行业领先企业 Smartrac 射频业务部门，继续保持在该市场的领先地位和市场竞争能力。

根据评估机构国融兴华出具的《评估报告》，考虑到 RFID 嵌体及天线市场的竞争状态，预测期 RFID 嵌体及天线产品平均单价按照略低于历史平均单价并呈逐年下降的思路进行预测，符合市场惯例和行业实际，具有合理性。

(2) 预测期 RFID 嵌体及天线销量情况

自 2017 年 3 月并购 Smartrac 射频业务部门以来，标的公司 RFID 嵌体及天线业务保持快速增长，报告期 RFID 嵌体及天线产品分别实现销量 5.15 亿件、7.66 亿件、9.75 亿件，年均复合增长 37.59%。

单位：亿件

报告期 RFID 嵌体及天线销量			预测期 RFID 嵌体及天线销量				
2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
5.15	7.66	9.75	11.27	13.13	15.22	16.43	16.48

根据评估机构国融兴华出具的《评估报告》，基于标的公司 RFID 嵌体及天线业务报告期增长情况、市场竞争地位和行业发展态势，预测期 RFID 嵌体及天线销量保持年均复合增长 11.07% 的速度，低于报告期增速，具有合理性。

(3) RFID 相关行业发展带动 RFID 嵌体及天线的快速增长

1) 物联网行业发展概述

过去 20 年，全球经历了互联网、移动互联网的高速发展，与此同时，全球物联网相关技术、标准、应用、服务还在同期逐步演化，物联网核心技术以及标准体系加快构建，产业体系不断完善，各类应用层出不穷。未来几年，全球物联网市场规模将出现快速增长。

根据中国信息通信研究院的报告《2018 物联网白皮书》分析，全球物联网产业规模由 2008 年 500 亿美元增长至 2018 年 1,510 亿美元。物联网在各行业新一轮应用已经开启，在各行业数字化变革中的赋能作用已非常明显，未来在 5G 技术的推动下，新兴的应用落地将进一步加快。

2) 受益于物联网行业发展，带动 RFID 行业快速增长

受益于物联网行业发展，RFID 技术在全球范围内被广泛应用于工业自动化、商业自动化、交通运输控制管理等众多领域，如汽车及火车交通监控、高速公路自动收费系统、停车场管理系统、物流管理、流水线生产自动化、安全出入检查、仓储管理、动物管理、车辆防盗等。

在各国政府支持和企业推动下，RFID 产业得到快速发展。RFID 产品和技术已经在众多领域进行应用，其中，政府对金融 IC 卡、金融社保卡、移动支付、城市公共交通卡、电子政务（电子护照）、居民健康卡等行业重大应用项目的支持力度逐步加强。此外，由于劳动力成本提高以及企业精细化管理的迫切需求提升，来自物流仓储管理、资产管理、商品防伪、安防及出入控制等领域的企业自身需求推动 RFID 产品的研发，有力推动了 RFID 应用发展。

根据研究机构 Research&Market 研究预测，2017 年全球 RFID 标签市场规模达到 49.1 亿美元，2026 年市场规模将达到 182 亿美元，2017-2026 年复合增速将达到 15.70%，高于标的公司预测期 RFID 嵌体及天线业务平均增速。随着 5G 以及物联网的发展，越来越多的应用场景，包括消费电子、生物医药、物流运输等，将需要更多的信息连接、识别和认证，为 Linxens 集团 RFID 嵌体和天线业务提供更多业务机遇。

综上分析，标的公司 RFID 嵌体及天线业务预测期平均单价趋势符合市场惯例，且呈逐年下降态势。预测期 RFID 嵌体及天线销量增长低于报告期平均增速，且低于行业发展平均增速，具有合理性，标的公司预测期 RFID 嵌体及天线业务收入具有可实现性。

5、标的公司 2019 年度收入和利润实现情况

根据标的公司备考财务报告、国融兴华出具的《评估报告》，标的公司 2019 年度预测业绩数据和实际实现业绩情况如下：

单位：万元

类别	预测业绩	实现业绩	完成度
主营业务收入	341,318.67	331,481.33	97.12%
净利润	33,579.84	50,313.66	149.83%
比较净利润（注）	42,517.16	46,453.52	109.26%

注：比较净利润=净利润+财务费用之汇兑损益，旨在剔除汇兑损益及其对所得税影响

可以看出，在面对 2019 年全球宏观经济复杂严峻的环境下，标的公司 2019 年度基本完成主营业务收入预测目标。剔除汇兑损益及其对所得税影响后，2019 年度标的公司实现净利润超过预测净利润，总体实现情况较好。

综上所述，基于标的公司合同签订和执行情况较好、产品产销较为匹配、行业未来发展机遇较大、下游市场及主要客户的发展趋势稳定、微连接器业务及RFID 嵌体及天线业务未来平均单价及销量预测较为合理，加之 2019 年业绩实现情况良好，总体上标的公司预测期收入具有可实现性。

6、新冠肺炎疫情对标的公司 2020 年度生产经营的影响

自 2020 年以来，湖北省武汉市突发的新冠肺炎疫情在全国不断升级，并于 2020 年 3 月初开始在亚洲、欧洲和北美等国家快速蔓延，目前已波及非洲等非发达地区。在全球各个国家采取积极政策和措施奋力抗击疫情时，受疫情影响，全球经济出现了明显的短期波动。

Linxens 集团主要经营实体位于法国、德国、新加坡、泰国、中国和印度，此次疫情将对 Linxens 集团经营产生了一定的短期影响。主要来自于两方面，一是位于中国的运营实体因配合国内防疫需要，工厂短期暂停运营（现已恢复运营）；二是欧洲及其他地区市场受疫情影响，用于智能交通卡和酒店门禁卡的产品订单量有所下滑。

鉴于本次全球新冠疫情尚不确定何时在全球范围内得到有效控制，为减小疫情对 Linxens 集团日常运营带来的影响，确保 Linxens 集团 2020 年经营业绩稳定，Linxens 集团管理层及早采取了相应的措施：

一是加大疫情防疫力度，确保各国家运营实体工厂能保持正常生产或适度生产状态，确保正常的订单供货；

二是未来加大中国市场的销售力度，并抓住恢复生产的机遇，增加产品生产力度；

三是因全球疫情防控检测需要，加大与国际知名生产医疗诊断设备的厂家合作，扩大智能血液检测试纸用产品的供应，继续提升创新产品的收入；

四是加大重点客户的销售力度，推动常规产品的市场需求，做好根据订单匹配产品生产、销售的统筹工作，弥补疫情期间带来的销量下降；

五是继续加强管理控制，优化生产、销售流程，通过发挥新的组织架构优势，

削减成本和费用。

总体看，虽然 2020 年全球新冠疫情可能对 Linxens 集团产生一定的短期影响，但 Linxens 集团采取积极有效的应对措施，弥补疫情带来的潜在损失，努力确保全年业绩的顺利实现。

二、预测期销量持续增长的合理性以及预测未来年度双界面连接器及电子消费品的销售占比将逐渐增大的具体依据

（一）报告期内微连接器业务收入及占比下降原因

报告期内标的公司微连接器业务收入及占比情况如下：

单位：万元

类别	2017 年	2018 年	2019 年
微连接器业务收入	211,552.91	198,964.68	174,425.40
占营业总收入的比例	70.52%	60.21%	52.62%

报告期，标的公司微连接器产品实现收入分别为 211,552.91 万元、198,964.68 万元、174,425.40 万元。报告期标的公司微连接器产品收入有所下滑主要系始于 2018 年下半年开始的半导体产业短期波动以及部分国家电信 SIM 卡管理政策调整，对单界面微连接器产品需求量造成的短期冲击，其中 2019 年上半年影响较大。随着公司对短期外部不利因素逐步消化，微连接业务板块将重新恢复增长，从而带动公司收入增速回升。

报告期，标的公司微连接器产品收入占比分别为 70.52%、60.21%、52.62%，呈逐年下降态势，主要原因如下：1）2017 年 3 月并购 Smartrac RFID 业务，扩充了标的公司主营业务产品线，在合并范围上 2017 年总营业收入和 2018 年、2019 年存在一定差异；2）RFID 嵌体及天线业务收入受市场需求推动，该业务报告期增速明显快于微连接器业务，使得 RFID 嵌体及天线业务收入占比明显上升；3）微连接器业务受半导体产业短期波动以及部分国家电信 SIM 卡管理政策调整，对单界面微连接器产品需求量造成的短期冲击，导致收入有所下降。

（二）预测期微连接器产品销量持续增长的合理性

Linxens 集团微连接器业务预测期销量持续增长主要源于下游传统终端应用

市场的需求持续增长、新兴市场需求增长强劲以及中国区域市场的有效拓展。具体分析详见本核查意见之“第 23 题/一、(二)、3、预测期标的公司微连接器产品销量分析”。

(三) 预测未来年度双界面连接器及电子消费品的销售占比将逐渐增大的具体依据

1、预测期双界面微连接器销售占比逐渐增大的依据

相较于单界面微连接器产品，双界面微连接器产品可以提供非接触式连接体验，提供更多元化的连接解决方案，适用于城市公共交通、公路收费和电子钱包等对连接便利性更高的应用场景，也能满足对安全、可靠性更加关注的金融服务、电子商务等的需求，已成为智能卡市场的又一个竞争热点，也是主流终端应用厂商重点发展的产品方向。双界面智能卡产品是市场需求和终端应用厂商的双重诉求。

根据欧洲智能卡协会数据显示，双界面产品主要应用于银行卡以及身份识别产品，2018 年全球双界面安全类元件出货量为 22.45 亿件，其中银行卡出货量 16.50 亿件，较 2017 年增长 18.8%，显著高于智能卡行业平均增速。由于全球主要区域处于银行卡升级换代之中，将由传统单界面银行卡逐步向双界面进行升级。以中国为例，中国第一大银行中国工商银行与全球最大的智能卡生产商之一的金雅拓(Gemalto)达成协议，继续使用其提供的非接触式银行卡。这份合同涵盖了中国银联、维萨(Visa)、万事达(Mastercard)、美国运通(Amex)和 JCB 等多个银行卡组织品牌的卡。同时，根据市场调研机构 eMarketer 2019 年的调研数据显示，美国正在普及非接触式银行卡的使用，截至 2019 年 6 月份，仅有 14%信用卡用户为非接触式，未来将有更多用户陆续转移至非接触式银行卡。

由此可见，随着主流机构逐步推广双界面非接触式产品，以及消费者习惯的逐步养成，该趋势亦有望逐步向全球其他区域市场发展，因此，双界面非接触式产品未来市场增长空间较大。

2、预测期电子消费品销售占比逐渐增大的依据

Linxens 集团具备全球领先的创新研发能力以及工艺经验积累，在传统优势

市场巩固领先地位以外，正大力拓展以电子烟、血糖检测试纸为代表的电子消费品等市场领域，该领域将有望出现快速增长。具体分析详见本核查意见之“第23题/一、（二）、3、预测期标的公司微连接器产品销量分析”。

3、报告期双界面微连接器及电子消费品销售占比情况

报告期，Linxens 集团双界面微连接器及电子消费品销量占比从 2017 年的 25.50% 上升至 2019 年的 34.14%，占比逐年上升，具体如下：

单位：亿件

类别	2019 年度		2018 年度		2017 年度	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比
单界面微连接器	41.78	65.86%	50.26	71.32%	55.33	74.50%
双界面微连接器及消费电子	21.66	34.14%	20.21	28.68%	18.93	25.50%
合计	63.44	100.00%	70.47	100.00%	74.26	100.00%

此外，Linxens 集团在智能卡行业中地位领先，产品工艺，质量均获得客户肯定，并且是全球主要智能卡生产商核心供应商，尤其在双界面微连接器产品技术参数、产品良率、性能稳定性等方面处于世界领先地位，市场进入壁垒较高，因此 Linxens 集团未来双界面微连接器产品将有望继续保持较快增长。

三、预测收入中其他收入的预测依据和合理性

（一）报告期及预测期其他业务收入情况

Linxens 集团的报告期主营业务其他收入主要为 LED 光源产品的销售，未来增长主要依赖 LED 光源产品以及其他创新业务收入的获取和增长。报告期标的公司其他业务收入如下：

单位：万元

类别	2017 年	2018 年	2019 年
主营业务其他业务收入	20.60	71.77	86.53

预测期标的公司其他业务收入如下：

单位：万元

类别	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
主营业务其他业务收入	2,747.68	4,924.71	6,644.45	7,973.34	9,966.68
占营业收入比例	0.81%	1.22%	1.38%	1.39%	1.60%

（二）预测期其他业务收入预测依据及合理性

LED 被称为绿色光源，具有节能、环保、寿命长、体积小、反应速度快、耐震性佳、色彩纯度高等特点，与传统光源白炽灯和节能灯相比，具有寿命长、光效高、光色纯、稳定性高、安全性好、无辐射、低功耗、抗震、耐击打等优点。凭借其产品优点，LED 光源产品正逐步进入多元化的应用市场。

以园艺照明市场为例，园艺照明市场的增长动力主要来自温室应用，人工照明作为自然光的替代，提升作物产量。在温室中，传统荧光灯和高压钠灯（HPS）等作为人工光源的主流解决方案。而 LED 技术的主要优势在于相比现有技术更低的功耗，能够节约大量的能耗成本。而且，基于 LED 的照明系统发热量更低，可以实现农作物密集地带的照明，将 LED 灯安装在那些相对表层农作物缺乏光照的底层农作物附近，改善产出的一致性，提升农作物的产量。因此 LED 技术近年的发展使其逐渐进入园艺照明市场，抢占市场份额。

Linxens 集团的 LED/光源产品经过多年研发以及市场布局，已经具备产品量产能力，生产设备、人员均已配备，相应的产品专利、商标、客户关系均已建立。而且 Linxens 的 LED/光源产品相较于传统光源产品具备成本低、电流电压稳定、产品结构灵活、轻便等优势，可以被广泛应用于常规照明、园艺照明、汽车以及航空业等行业中。随着下游市场对于 LED 光源产品的进一步认可和接受，该业务有望出现快速增长。

此外，Linxens 集团凭借长期对于安全连接、通信技术的经验积累和市场研究，已经成功开发基于近场通信以及区块链为底层核心技术的 dLoc®信息认证识别解决方案，该产品方案兼具了灵活性、便捷性、兼容性以及安全性等众多优势特点，是新一代的基于区块链以及近场通信技术的信息认证和管理综合解决方案，契合未来信息安全识别行业的发展趋势，也将为公司业务增长提供支持。

综上所述，标的公司基于微连接器、RFID 嵌体及天线的技术优势和市场地

位，正努力寻求新的产品市场进行研发和生产，目前取得一定成效，但仍处于发展初期。预测期，其他业务收入虽增长较快，但规模很小，占营业收入比例很低，该收入预测具有合理性。

四、评估师核查意见

经核查以及上市公司和紫光联盛的书面确认，评估师认为：标的公司合同签订和执行情况较好、产品产销较为匹配、行业未来发展机遇较大、下游市场及主要客户的发展趋势稳定，且 2019 年业绩实现情况良好，因此，微连接器业务及 RFID 嵌体及天线业务预测期收入具有可实现性。

得益于微连接器业务下游传统终端应用市场的需求保持较快增长，新兴市场需求增长强劲，中国区域市场的拓展取得明显成效，预测期微连接器产品销量总体持续增长具有合理性；双界面微连接器及电子消费品的销售占比将逐渐增大依据较为充分。

标的公司基于微连接器、RFID 嵌体及天线的技术优势和市场地位，正努力寻求新的产品市场进行研发和生产，目前取得一定成效，但仍处于发展初期。预测期，其他业务收入虽增长较快，但规模很小，占营业收入比例很低，该收入预测具有合理性。

24. 申请文件显示，1) 紫光联盛报告期实际平均毛利率为 37.00%。2019 年上半年毛利率有一定的下降，主要是原材料中金和钯价格波动较大。2) 2017 年、2018 年及 2019 年 1-6 月，紫光联盛的微连接器毛利率分别为 46.93%、49.91% 和 44.22%；RFID 嵌体及天线产品毛利率分别为 19.41%、23.69% 和 22.66%。3) 2020 年预测中参考了历史平均毛利率预测，后期毛利率略有提高。

请你公司：1) 补充披露标的资产各业务毛利率报告期变动的的原因及合理性，是否与行业趋势一致。2) 结合同行业可比公司可比产品毛利率水平，原材料历史价格及所处周期，报告期产品价格以及毛利率变动趋势，补充披露标的资产未来年度毛利率预测依据及合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、标的资产各业务毛利率报告期变动的的原因及合理性，是否与行业趋势一致

（一）紫光联盛历史毛利率分析

根据标的公司备考财务报告，2017 年至 2019 年实际毛利率情况如下：

项目	2019 年	2018 年	2017 年
微连接器	42.23%	49.91%	46.93%
RFID 嵌体及天线	23.19%	23.69%	19.41%
主营业务平均毛利率	32.76%	38.89%	38.40%

标的资产 2017-2019 年度主营业务平均毛利率为 36.68%。2017 以及 2018 年主营业务平均毛利率保持稳定，2019 年出现下降主要由于微连接器业务毛利率下降。

2018 年度，目标公司微连接器产品毛利率较 2017 年上升，主要系当年对德国 Linxens 2 进行重组，重组时相关固定资产未计提的折旧一次性计入重组费用，使得 2018 年计入成本的相关固定资产折旧较 2017 年减少约 6 个月；2019 年，微连接器产品毛利率较 2018 年出现下滑，主要系：（1）当期用于微连接器的贵金属、环氧玻璃带等主要原材料价格上升；（2）半导体产业短期波动以及部分国家电信 SIM 卡管理政策变化，对单界面微连接器产品需求量造成短期冲击，固定费用无法随销售收入变动造成毛利率下降；（3）2019 年收购香港天品和荷兰

诺得卡，模组公司毛利率较低。

2018年及2019年，RFID 嵌体及天线产品毛利率保持稳定，较2017年度有所增长，除2017年度在手订单摊销产生的影响外，主要系Linxens集团对该产品业务进行了重组，提升了其经营效率所致。

（二）行业毛利率分析

考虑到标的公司旗下Linxens集团属于“计算机、通信和其他电子设备制造业”大类中较为细分的行业，直接可比公司较少且难以获取公开财务信息，公司基于国融兴华《评估报告》中选取的A股市场相似行业可比上市公司，综合考虑可比公司主营业务类型，选取恒宝股份等12家上市公司作为可比公司，具体分析如下，其中标注为*的可比公司截至2020年4月14日尚未披露年报，以2019年1-6月数据列式。

证券简称	2019年	2018年	2017年
恒宝股份*	27.17%	20.53%	27.93%
立讯精密*	19.24%	21.05%	20.00%
景旺电子	27.45%	31.78%	32.51%
崇达技术*	31.76%	32.94%	32.61%
航天信息*	20.65%	20.42%	15.99%
信维通信*	34.62%	36.51%	36.43%
顺络电子	34.15%	34.64%	33.48%
佳讯飞鸿	38.21%	37.28%	36.10%
飞凯材料	42.47%	46.41%	44.69%
达华智能*	15.64%	9.20%	15.43%
晶方科技	39.03%	27.94%	37.20%
深南电路	26.53%	23.13%	22.40%
平均值	29.74%	28.49%	29.56%
标的公司	32.76%	38.89%	38.40%

由于上表可比公司包括恒宝股份、航天信息、佳讯飞鸿、华达智能均是终端应用类公司，相对于上游材料类公司受大宗商品价格影响较小，因此剔除终端应用产品集成为主的公司。此外，晶方科技2017年毛利率在37.20%，2018年毛利率大幅下降9.26%，与同行业封测公司趋势反差较大，系公司个体经营所致，为减少异常数据干扰，故剔除。经调整后的可比公司数据如下：

证券简称	2019 年	2018 年	2017 年
立讯精密*	19.24%	21.05%	20.00%
景旺电子	27.45%	31.78%	32.51%
崇达技术*	31.76%	32.94%	32.61%
信维通信*	34.62%	36.51%	36.43%
顺络电子	34.15%	34.64%	33.48%
飞凯材料	42.47%	46.41%	44.69%
深南电路	26.53%	23.13%	22.40%
平均值	30.89%	32.35%	31.73%
标的公司	32.76%	38.89%	38.40%

由上表所述,报告期内,2017 以及 2018 年可比公司的毛利率小幅上升,2019 年上半年,可比公司的毛利率也同样出现了一定程度的下滑,与 Linxens 集团毛利率趋势相同。因此, Linxens 集团报告期毛利率变化符合行业变化趋势。

二、标的资产未来年度毛利率预测依据及合理性分析

(一) 同行业可比公司毛利率水平

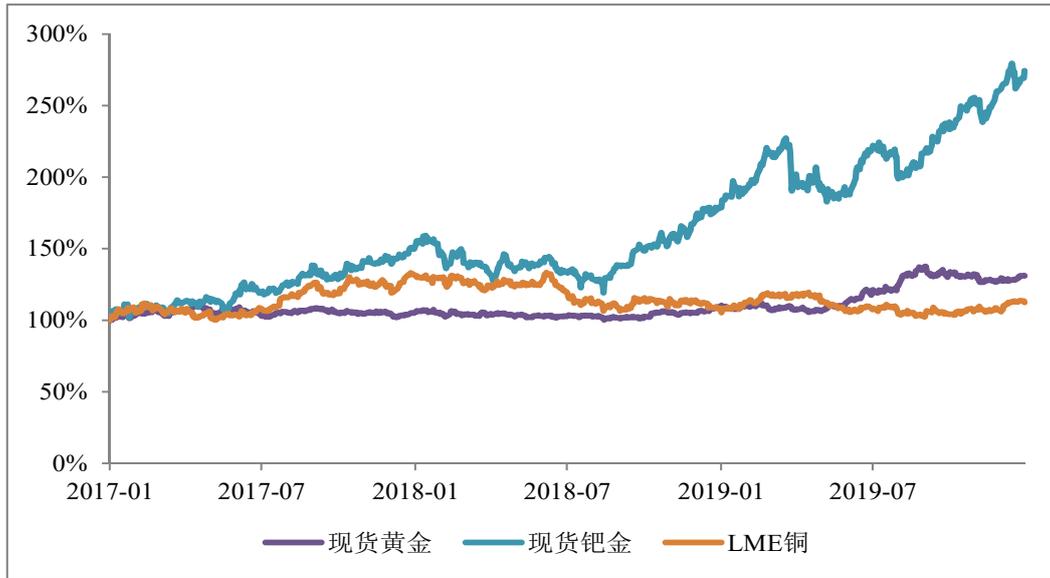
标的公司毛利率高于行业平均水平,主要由于应用终端有一定区别,标的公司微型连接器产品技术含量、工艺难度较高,而且标的公司产品定位中高端市场,品质以及个性化程度均优于同行业产品,并在细分市场份额领先,规模经济优势明显,在产业链中有较强的话语权,因此整体毛利率水平高于行业平均水平,毛利率变动趋势与可比公司一致。

同行业可比公司毛利率水平请详见本核查意见之“第 24 题/一、标的资产各业务毛利率报告期变动的原因及合理性,是否与行业趋势一致/(二) 行业毛利率分析”。

(二) 原材料历史价格和周期

Linxens 集团主要原材料为芯片、铜、钯、金、基板、PVC 膜等,受市场行情影响,主要原材料中钯、金等贵金属价格增幅较大。

报告期内,主要原材料的价格走势如图所示:



注：以上数据来自 wind 统计，以 2017 年初的价格为基准统计 2017 年初至 2019 年末的金、钯和铜的价格走势情况

由上图可见，目前钯金、黄金价格 2019 年出现大幅上升，处于大宗商品价格周期的高点，因此对于标的公司的成本造成了较大影响，2019 年度标的公司毛利率出现下滑。

（三）报告期产品价格以及毛利率变动趋势

标的公司报告期内产品价格情况如下：

单位：元/个、件

产 品	2019 年度	2018 年度	2017 年度
微连接器	0.27	0.28	0.28
RFID 嵌体和天线	1.58	1.71	1.72

标的公司报告期内产品综合平均毛利率情况如下：

项 目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
综合毛利率	32.86%	38.89%	38.40%

如上表所示，报告期内标的公司各产品平均价格基本保持稳定，其中 RFID 嵌体及天线产品平均价格 2019 年略有下降。标的公司毛利率 2017 年度及 2018 年度保持稳定，2019 年度由于原材料价格处于上涨趋势毛利率水平有所下降。

（四）未来年度毛利率预测依据及合理性

1、预测期毛利率情况

预测期标的公司综合毛利率具体情况如下：

项目	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
综合毛利率	31.81%	34.85%	36.09%	37.28%	37.44%	37.64%

2、预测依据及合理性

预测期毛利率参考了历史平均毛利率预测，后期毛利率略有提高，主要原因如下：

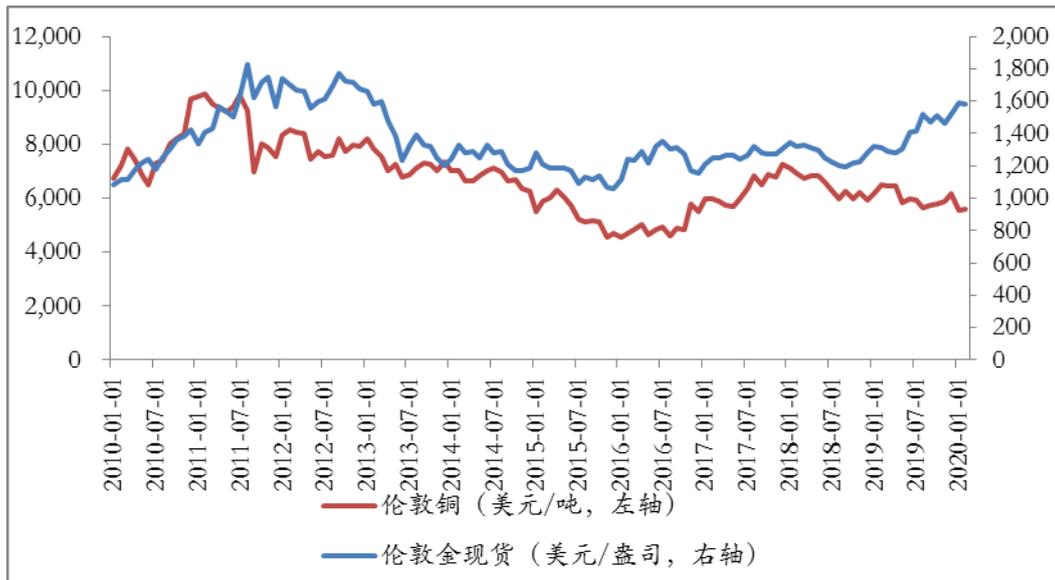
（1）历史平均毛利水平较为稳定

标的公司 2017-2019 年度平均毛利率水平在 36.72%。2019 年度毛利率下滑主要由于受到上游原材料价格短期内上涨较快等原因综合所致。

由于产业成本传导需要一定的时间周期，考虑到 Linxens 集团在行业中具备较高的市场地位，在产业链中的话语权较强，在未来将逐步把成本向下游进行传递消化，从而支持毛利率向历史毛利率水平回归。

此外，目前钯金、黄金等贵金属价格处于高位，如果未来有所回落，也将帮助标的公司毛利率逐步回升至历史平均水平，具备合理性。

（2）大宗商品价格呈现周期性，长周期将保持稳定



由上图可知，主要的大宗商品价格呈现周期性，在长周期会稳定在一定的价格区间波动，而目前的黄金价格已经处于相对的高位，因此，未来进一步大幅上升的空间有限。而钯金价格目前同样处于历史高位，进一步大幅上涨的空间有限，而钯金通常作为铂金的替代物，如果两者之中任一价格大幅上升，将导致市场增加另一品类的需求，因此，对价格影响具有限制性。

(3) 规模经济效应逐步增大

随着预测期标的公司收入规模不断扩大，规模经济效应逐步增加，单位采购成本，单位人工费用等均将出现下降，从而提升毛利率水平。因此，规模经济的逐步体现，将有助于标的公司未来毛利率提升。

(4) 双界面产品占比将逐步提高

随着下游主流应用终端商家逐步推广双界面非接触式产品，以及消费者习惯的逐步养成，该趋势亦有望逐步向全球其他区域市场发展，因此，双界面非接触式产品未来市场增长空间较大。双界面产品毛利相对较高，因此预测期毛利在总体保持平稳情形下逐年略有提升。

综上所述，综合考虑标的公司市场地位稳固核心竞争能力较强，大宗商品价格长周期将逐步回落稳定，以及规模经济的逐步体现、产品结构的改善等因素，预测期标的公司平均毛利率和报告期差异不大，总体保持平稳且逐年略有上升，具有合理性。

三、评估师核查意见

通过获取目标公司模拟财务报告，了解和分析毛利率的历史情况，并结合管理层访谈及行业发展趋势以及企业未来发展方向，经核查，评估师认为：公司毛利率变动符合行业可比公司毛利率变动情况。而大宗商品价格长周期将逐步回落稳定，以及规模经济的逐步释放，Linxens 毛利率水平将逐步回升至历史平均水平。因此预测期毛利率合理。

25.申请文件显示，根据国融兴华出具的《评估报告》的最佳估计，预计紫光联盛合并层面 2022 年、2023 年、2024 年因股份支付产生的现金支出分别为 76,457.13 万元、17,732.66 万元、25,105.79 万元。

请你公司：1) 补充披露根据优先股计划及《回售选择权协议》，预测 2022 年至 2024 年股份支付现金流出的具体计算过程及重要参数，2019 年-2021 年经营情况的预测、离职率选取的合理性，以及对评估值的影响。2) 预计实现利润与收益法中预测净利润的差异的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、根据优先股计划及《回售选择权协议》，预测 2022 年至 2024 年股份支付现金流出的具体计算过程及重要参数，2019 年-2021 年经营情况的预测、离职率选取的合理性，以及对评估值的影响。

(一) 预测 2022 年至 2024 年股份支付现金流出的具体计算过程及重要参数，2019 年-2021 年经营情况的预测、离职率选取的合理性

2018 年 7 月 18 日，为激励 Linxens 集团管理层及员工（“受益人”或“激励对象”），卢森堡 SPV、紫光控股（法国）、紫光集团、Leopack、Christophe Duverne、Cuong Duong、Amedeo d'Angelo 及其他自然人股东等共同签署了《股东协议》（附件包括 A 类无偿优先股规则（Rules of the UF Free Share Plan A）、B 类无偿优先股规则（Rules of the UF Free Share Plan B）等），对 Linxens 集团优先股计划进行约定。同日，卢森堡 SPV 作为紫光控股（法国）的唯一股东，决定授权紫光控

股（法国）的总裁（President）向 Linxens 集团特定员工授予不超过 58,700,419 股 A 类优先股和不超过 22,878,755 股 B 类优先股。

国融兴华以 2019 年 6 月 30 日为评估基准日，对标的公司紫光联盛全体股东的 100%权益进行评估，并于 2019 年 9 月 20 日出具了《评估报告》及评估说明。根据优先股计划及《回售选择权协议》的相关约定，于《评估报告》出具日，预测 2022 年至 2024 年股份支付现金流出的重要假设及最佳估计如下：

1、经营情况

优先股计划对紫光控股（法国）2019 年、2020 年及 2021 年度设定目标业绩，各年度相关预期净利润目标分别为 1.33 亿欧元、1.48 亿欧元及 1.63 亿欧元。紫光控股（法国）相关预期净利润系基于法国适用的会计准则下合并层面净利润而确定的，并根据以下事项进行调整：①除外项目（收支抵消后的净额），包括股权激励费用和经卢森堡 SPV 批准的其他例外报酬；②财务成本；③如若当期合并范围发生变化（例如收购、出售资产等），需按新的合并范围予以考虑。

相关预期净利润系为激励受益人而设定的目标业绩，相关预期净利润的实现程度将影响优先股转换为普通股的比例。根据优先股计划的相关约定，在批准 2021 年相关财务数据的紫光控股（法国）的股东大会（不迟于 2022 年 6 月 30 日召开）决定相关 A 类优先股/B 类优先股之有关 2021 年净利润之日起的第 10 个工作日，所有的 A 类优先股及 B 类优先股将按照约定的条件和计算方式自动转换为普通股。具体根据以下规则计算：

指标	指标释义	公式
N	转换的普通股总数	$N = \frac{\text{Global Part} + \text{转换前普通股数}}{(1 - \text{Global Part})}$
Global Part	转换的普通股总份额，即转换的普通股数占转换后普通股总股数的比例	Global Part (A 类) = 0.8635% + 2019Part + 2020Part + 2021Part，其中年固定份额为 0.2878% Global Part (B 类) = 0.3365% + 2019Part + 2020Part + 2021Part，其中年固定份额为 0.1122%

指标	指标释义	公式
2019Part、 2020Part、 2021Part	各年变动 份额	<p>①如果实现净利润低于或等于当年目标的 80%，则当年份额等于 0%。</p> <p>②如果实现净利润高于当年目标的 80%，且低于或等于当年目标的 100%，则当年份额等于 X%：</p> $X\% \text{ (A类)} = 0.4917\% * \frac{(\text{当年实现利润}/\text{当年目标业绩}) - 80\%}{20\%}$ $X\% \text{ (B类)} = 0.1689\% * \frac{(\text{当年实现利润}/\text{当年目标业绩}) - 80\%}{20\%}$ <p>③如果实现净利润高于当年目标的 100%，且低于或等于当年目标的 120%，则当年份额等于 Y%：</p> $Y\% \text{ (A类)} = 0.4917\% + 0.1439\% * \frac{(\text{当年实现利润}/\text{当年目标业绩}) - 100\%}{20\%}$ $Y\% \text{ (B类)} = 0.1689\% + 0.0561\% * \frac{(\text{当年实现利润}/\text{当年目标业绩}) - 100\%}{20\%}$ <p>④如果实现净利润高于当年目标的 120%，则当年份额等于 0.5756% (A 类) /0.2244% (B 类)。</p>

为解释之目的，根据以上规则，综合考虑年固定份额和变动份额后，相关预期净利润的实现程度与当年业绩对应的转换的普通股总份额情况如下，转换的普通股总份额（即转换的普通股股数占转换后普通股总股数的比例）为各年份之和，在一定范围内，根据优先股计划相关约定转换为普通股的份额将随着经营情况的提升而增加。

指标	目标业绩完成比例	各年份额
指标说明	实现净利润/当年目标	当年业绩对应的转换的普通股总份额
情形一	低于或等于 80%	0.40%
情形二	高于 80%，低于或等于 100%	高于 0.40%，低于或等于 1.00%
情形三	高于 100%，低于或等于 120%	高于 1.00%，低于或等于 1.20%
情形四	高于 120%	1.20%

根据对紫光控股（法国）2019 年-2021 年经营情况的预测，并参考国融兴华《评估报告》的预测数字，2019 年、2020 年、2021 年紫光控股（法国）预计实现利润分别为为 0.75 亿欧元、1.03 亿欧元和 1.38 亿欧元，预计目标业绩完成比例分别为 56%、70%和 85%，据此计算预计优先股最终转换为普通股股数占转换

后普通股总股数的比例为 1.35%。

项目	2019 年	2020 年	2021 年
优先股计划目标业绩（亿欧元）	1.33	1.48	1.63
预计实现利润（亿欧元）	0.75	1.03	1.38
目标业绩完成比例	56%	70%	85%

法国 Lully D（目标公司）向上追溯至紫光控股（法国）层面无实际经营实体——紫光控股（法国）、法国 Lully A 均为持股公司，因此紫光控股（法国）的目标业绩实现情况即为目标公司的业绩实现情况。根据目标公司模拟财务报告，2019 年度目标公司实现净利润 56,910.41 万元，加回以权益结算的股份支付费用后为 61,150.07 万元，折合 0.79 亿欧元，实际目标业绩完成比例为 59%，低于 80%，2019 年度业绩对应的转换的普通股总份额为 0.40%，与评估报告最佳假设对转股份额的影响一致。

2、回售数量

2018 年 7 月 18 日、2019 年 7 月 18 日紫光控股（法国）已经向紫光控股（法国）及其下属控股子公司的激励对象授予有效优先股分别为 7,087.4 万股、1,070.5 万股。在《评估报告》出具日对紫光控股（法国）目标业绩完成比例的最佳估计下，预计优先股最终转换为普通股股数占转换后普通股总股数的比例为 1.35%。

截至 2019 年 6 月 30 日，激励对象直接持有紫光控股（法国）1,590.5 万股普通股，并通过持有 Leopack 78.46%的股份间接持有紫光控股（法国）1,622.8 万股普通股。激励对象直接和间接持有的紫光控股（法国）普通股股数预计占优先股转换后普通股总股数的 1.45%。

3、回售时间

为解释之目的，下文“优先股”指紫光控股（法国）的所有无偿优先股，无论是 A 类还是 B 类，其创设由紫光控股（法国）股东在交割日根据优先股规则决定（包括根据优先股规则，共同投资人获得的在优先股决定日由优先股转换而来的紫光控股（法国）的普通股）。“普通股”指 Leopack 和/或紫光控股（法国）（根据上下文）不时发行的普通股，不包括在优先股决定日之后根据优先股规则由优先股转换而来的任何紫光控股（法国）的普通股。

根据《回售选择权协议》，卢森堡 SPV 不可撤销地向共同投资人（或其继承人，视情况而定）授予各项主动回售权，即在发生每个触发事件且经共同投资人请求后，按照《回售选择权协议》规定的数量和条款收购共同投资人持有的可回售股份的权利。

假设本次交易于 2020 年初完成，即 Linxens 集团于 2020 年初纳入上市公司合并范围，则对于优先股，将触发 C4 主动回售权、C5 主动回售权、C6 主动回售权，即在前次收购交割日后的四周年日、五周年日、六周年日，可回售股份的数量相当于共同投资人所持优先股的 33.33%、66.67%和 100%，预计激励对象将于 2022 年 7 月 18 日、2023 年 7 月 18 日、2024 年 7 月 18 日三个时点（“可行权日”）获得主动回售选择权；对于普通股，触发 C4 主动回售权和 L3 主动回售权，即在前次收购交割日后的四周年日，可回售股份的数量相当于共同投资人所持普通股的 50%，在上市日¹后的三周年日，可回售股份的数量相当于共同投资人所持普通股的 100%，预计激励对象将于 2022 年 7 月 18 日、2022 年 12 月 31 日两个时点（“可行权日”）获得主动回售选择权。

4、回售价格

根据《回售选择权协议》，上述主动回售权的回售价格为触发事件发生时有关行权股份的市场价格，市场价格将参照紫光控股（法国）届时的市场价格确定，即市盈率×合并净利润。合并净利润口径详见本问题回复本小节之“1、经营情况”。市盈率指下列两项中较高的一项：（i）交易市盈率，即 17.8x；与（ii）上市公司市盈率的 80%。

根据对紫光控股（法国）经营情况的预测，并参考国融兴华《评估报告》的预测数字，预计 2022 年-2024 年紫光控股（法国）上述口径的合并净利润分别为 1.81 亿欧元、1.98 亿欧元、2.09 亿欧元。在此基础上，预估本次交易完成后上市公司各业务占比，结合集成电路设计行业、半导体材料及封测行业、RFID 行业可比公司的市盈率情况，预计上市公司市盈率为 35-45 倍。

5、离职率

¹ “上市”指使得紫光控股（法国）或法国 Linxens 控股成为被紫光集团的于深交所上市的关联方控制之实体的任何转让或运作。

《回售选择权协议》约定的“不良退出事件”指：①因下列任何事件导致共同投资人退出：（i）因严重或故意不当行为导致辞退或不续约；（ii）辞职（经卢森堡 SPV 与首席执行官共同决定后批准的辞职除外）；（iii）在达到可享受全额养老金福利的适用法定年龄前退休；或（iv）未经卢森堡 SPV 事先书面同意的约定终止；或②重大违约。

根据《回售选择权协议》，共同投资人不可撤销地向卢森堡 SPV 授予，在发生不良退出事件且经卢森堡 SPV 请求后，按照《回售选择权协议》规定的数量和条款收购共同投资人股份的权利。发生不良退出事件时，被动回售优先股价款等于一欧元，被动回售普通股价款等于该被动回售普通股的（i）成本价和（ii）市场价中较低的数额。

由于优先股计划的实施，预计激励对象离职率较低，结合 Linxens 集团相关级别员工历史离职率，假设不良退出事件发生率为年化 2%。

6、其他考虑因素

普通股取得成本：对于报告期末，作为激励对象的紫光控股（法国）普通股股东，其股份支付费用需扣除其股权取得成本。

此外，考虑标的公司需为激励对象承担的其他费用（如有）。

7、测算结果

综合上述重要假设和测算，根据国融兴华出具的《评估报告》，预测 2022 年至 2024 年股份支付现金流出分别为 76,457.13 万元、17,732.66 万元和 25,105.79 万元。具体如下：

项目	内容	2022 年	2023 年	2024 年
1、回购优先股所需现金流 1				
股数		7,704,105	7,704,105	10,539,185
离职率		8.61%	10.44%	12.24%
回购价格（欧元/股）		2.61	2.86	3.02
回购所需现金流 1（万欧元）	优先股授予日 2018/7/18	18,354,686.10	19,707,922.94	27,902,350.64

项目	内容	2022年	2023年	2024年
2、回购优先股所需现金流 2				
股数		1,163,679.00	1,163,679.00	1,591,908.00
离职率		8.61%	10.44%	12.24%
回购价格（欧元/股）		2.61	2.86	3.02
回购所需现金流 2（万欧元）	优先股授予日 2019/7/18	2,772,413.25	2,976,815.10	4,214,555.03
3、回购普通股所需现金流 3				
股数		32,132,701.00		
离职率		8.46%		
回购价格（欧元/股）		2.61		
回购所需现金流 3（万欧元）	普通股回购资金	76,681,690.34		
4、回购所需现金流合计（万欧元）		9,780.88	2,268.47	3,211.69
折人民币（万元）		76,457.13	17,732.66	25,105.79

（二）2019年-2021年经营情况的预测、离职率对评估值的影响

于《评估报告》出具日，2019年、2020年、2021年紫光控股（法国）预计实现利润的最佳估计数分别为0.75亿欧元、1.03亿欧元和1.38亿欧元，预计目标业绩完成比例分别为56%、70%和85%，离职率的最佳估计数为年化2%。以此预测的2022-2024年回购所需现金流合计分别为9,780.88万欧元、2,268.47万欧元和3,211.69万欧元；经收益法评估，紫光联盛全体股东100%权益价值的评估结果为1,846,809.16万元。

假设2019年-2021年净利润较最佳估计浮动 $\pm 3.0\%$ ，2022年-2024年净利润较最佳估计浮动率与2019年-2021年保持一致，年化离职率为1.0%至4.0%，则2019年-2021年经营情况的预测、离职率对评估值的影响如下：

单位：亿元

净利润较最佳估计浮动	3%	2%	1%	0%	-1%	-2%	-3%
年化离职率 1.0%	188.96	187.39	185.81	184.23	182.65	181.07	179.49
年化离职率 2.0%	189.44	187.86	186.27	184.68	183.09	181.50	179.91
年化离职率 3.0%	189.90	188.31	186.71	185.12	183.52	181.92	180.32

净利润较最佳估计浮动	3%	2%	1%	0%	-1%	-2%	-3%
年化离职率 4.0%	190.36	188.75	187.15	185.54	183.94	182.33	180.72

根据上表测算，经营情况越好，评估值越大；离职率越高，评估值越大。若净利润较最佳估计的浮动 $\pm 3.0\%$ 、年化离职率为 1.0%至 4.0%，评估值为人民币 179.49 亿元至 190.36 亿元，较最佳估计浮动范围为-2.81%至 3.07%，为本次交易价格的 99.72%至 105.75%。

二、预计实现利润与收益法中预测净利润的差异的合理性。

2019 年-2024 年，用于计算优先股计划相关股份支付费用和现金流出的预计实现利润、与国融兴华《评估报告》收益法中的预测净利润差异如下：

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
收益法中预测净利润 ¹ (万元人民币)	33,579.84	57,946.14	85,114.61	121,645.76	145,063.79	157,201.31
收益法中预测净利润 ² (亿欧元)	0.43	0.74	1.09	1.56	1.86	2.01
预计实现利润(亿欧元)	0.75	1.03	1.38	1.81	1.98	2.09
差异(亿欧元)	-0.32	-0.29	-0.30	-0.25	-0.12	-0.08

注 1：国融兴华《评估报告》对 2019 年 7-12 月利润表科目进行了预测。为比较之目的，收益法中预测净利润及其他利润表科目的 2019 年度数据为以下两个数据之和：(i) 标的公司备考财务报告中 2019 年 1-6 月实际数据，(ii) 国融兴华《评估报告》收益法中 2019 年 7-12 月预测数据。

注 2：为比较之目的，将收益法中的预测净利润由人民币折算为欧元，折算汇率采用评估基准日（2019 年 6 月 30 日）的人民币兑欧元汇率（7.8170：1）。

2019 年-2024 年，预计实现利润与收益法中预测净利润无实质差异。预计实现利润高于收益法中预测净利润的主要原因是：（1）利润主体不同：收益法中预测净利润为紫光联盛的利润值，预计实现利润为紫光控股（法国）的利润值，紫光联盛通过紫光盛耀（香港）、卢森堡 SPV、Leopack 等间接控制紫光控股（法国），上述各公司不产生收入，但因履行职能将产生相关费用；（2）利润口径不同：紫光联盛的净利润为基于中国企业会计准则下合并层面净利润，根据优先股计划的相关约定，在计算优先股计划相关股份支付费用和现金流出时，紫光控股（法国）预期净利润未扣除股权激励费用。因此，管理费用是预计实现利润与收益法中预测净利润的主要差异科目，2019 年-2024 年，收益法中预测管理费用与紫光控股（法国）预计管理费用的差异分别约为 0.26 亿欧元、0.29 亿欧元、0.29

亿欧元、0.25 亿欧元、0.12 亿欧元、0.07 亿欧元。

三、评估师核查意见

经查阅《股东协议》及其相关附件（包括 A 类无偿优先股规则（Rules of the UF Free Share Plan A）、B 类无偿优先股规则（Rules of the UF Free Share Plan B）、《回售选择权协议》等）以及同行业可比公司的估值情况、标的公司备考财务报告、股权激励费用计算表等资料，并向 Linxens 集团管理层了解 Linxens 集团的业务情况。评估师认为：2019 年紫光控股（法国）预计目标业绩完成比例的最佳估计与实际目标业绩完成比例不存在重大差异。根据测算结果，经营情况越好，评估值越大；离职率越高，评估值越大。2019 年-2024 年，预计实现利润高于收益法中预测净利润的主要原因系利润主体不同和利润口径不同所致。

26.申请文件显示，1)紫光联盛 2019 年 7-12 月至 2024 年预测资本性支出分别为 12,708.88 万元、15,950.39 万元、21,332.17 万元、17,210.59 万元、18,622.67 万元、17,806.89 万元。2)紫光联盛预测期折旧为 7,627.83 万元、15,950.39 万元、16,251.12 万元、17,210.59 万元、17,450.12 万元、17,806.89 万元，摊销为 3,332.27 万元、6,664.54 万元、6,664.54 万元、6,664.54 万元、6,664.54 万元、6,664.54 万元。

请你公司结合预测期产能规划、生产设备成新率、残值情况、固定资产更新计划、无形资产使用年限及更新计划等，补充披露预测期折旧和摊销及资本性支出预测依据及合理性，以及预测期标的资产预测资本性支出金额小于折旧和摊销金额的预测依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、预测期折旧和摊销及资本性支出预测依据及合理性分析

（一）预测期折旧和摊销及资本性支出预测依据

1、折旧和摊销预测依据

标的公司固定资产主要包括房屋建筑物、机器设备、运输工具、电子设备及其他，本次评估固定资产折旧预测考虑的因素：一是标的资产固定资产折旧的会计政策；二是现有固定资产的构成及规模，预计未来年度不改变用途持续使用并按各类资产经济寿命不断更新；三是现有固定资产投入使用的时间；四是未来五年的固定资产投资计划（未来五年资本性支出形成的新增固定资产）；五是每年应负担的现有固定资产的更新形成的固定资产和未来投资形成的固定资产应计提的折旧。

$$\text{年固定资产折旧额} = \text{固定资产账面原值} \times (1 - \text{残值率}) / \text{会计折旧年限}$$

摊销额主要为有使用年限的无形资产摊销和长期待摊费用的摊销。标的公司有使用年限的无形资产主要包括软件、专有技术、客户关系、在手订单等。标的公司报告期无长期待摊费用的摊销。

$$\text{年无形资产摊销额} = \text{无形资产账面原值} / \text{会计摊销年限}$$

2、资本性支出预测的依据

本次评估资本性支出的预测，是对在进行项目的后续投入、新设备购置和现有资产更新投资等部分支出的测算，主要是根据企业的未来发展规划确定的。本次评估资本性支出主要考虑两点，一是考虑维持日常经营所需设备的经济使用年限、已使用年限，确认其正常更新的资本性支出；二是为适应企业生产经营需要新增的资本性支出，主要基于企业已有产能容量和未来市场增长需要的产能容量确定。

资本性支出 = 现有固定资产的更新支出 + 新增固定资产的购置支出 + 新增固定资产的更新支出

本次评估对资本性支出预测计算的依据如下：

一是现有固定资产的更新支出在计算现有固定资产更新支出时，主要考虑了现有固定资产成新率并考虑标的公司所属行业以及其自身生产经营的特点对资本性支出进行预测；

二是新增固定资产的购置支出，新增资产的扩大性支出根据标的资产未来发

展计划及正在实施或拟近期实施的固定资产投资计划进行预测。

三是新增固定资产的更新支出，新增资产使用一定年限后也需要更新，与存量资产的处理方式相同。

（二）预测期产能规划情况

1、标的公司报告期产能情况

Linxens 集团的主要产品包括微连接器以及 RFID 嵌体及天线，分属于 SCS 产品线和 SIT 产品线。截至评估基准日，报告期其理论最大产能情况如下：

单位：亿件/亿个

年度	产品线	产能
2019 年度	SCS	129.00
	SIT	15.18
2018 年度	SCS	125.00
	SIT	11.93
2017 年度	SCS	125.00
	SIT	11.74

注：理论最大产能根据一周 7 天，每天 24 小时计算

2、标的公司预测期产能情况

预测期内，Linxens 集团根据现有理论最大生产能力，结合未来市场发展趋势和产品应用领域的判断，制定了主要产品微连接器、RFID 嵌体及天线的产能规划，具体如下：

单位：亿件/亿个

年度	产品线	产能
2019 年度	SCS	129.00
	SIT	15.18
2020 年度	SCS	129.00
	SIT	13.79
2021 年度	SCS	129.00
	SIT	13.79
2022 年度	SCS	129.00
	SIT	17.13

2023 年度	SCS	129.00
	SIT	17.13
2024 年度	SCS	129.00
	SIT	17.18

根据 Linxens 集团产能规划，微连接器业务预测期内最大产能保持和报告期一致，不需要进行产能的扩充和新增固定资产；RFID 嵌体及天线报告期业绩增长较快，需要对现有产能进行扩充，因此在本次评估预测期对 RFID 嵌体及天线业务条线增加资本支出，具体为：2019 年下半年增加 650 万欧元、2021 年增加 650 万欧元、2023 年增加 150 万欧元。

（三）折旧及摊销情况

截至评估基准日，标的公司固定资产及有使用年限的无形资产原值、账面价值、平均折旧/摊销年限、残值率、年折旧率等情况如下：

项目	原值（万元）	账面价值（万元）	平均折旧/ 摊销年限	残值 率%	年折旧 率%
房屋建筑物	45,101.13	13,708.96	25 年	0	4
机器设备	100,446.27	28,968.99	2-10 年	0	10-50
运输工具	167.72	25.93	4 年	0	25
电子设备及其他	22,679.11	6,050.23	1-10 年	0	10-100
软件	4,275.71	354.44	4 年	0	0
专有技术	56,922.93	35,425.09	7-10 年	0	0
客户关系	8,113.40	3,279.26	3-5 年	0	0
在手订单	12,495.75	0.00	5 个月	0	0
其他	2,008.20	0.00	1-5 年	0	0

（四）标的公司折旧与摊销、资本性支出预测的匹配性分析

标的公司固定资产、无形资产折旧及摊销（不含 PPA 摊销）预测期数据如下：

单位：万元

项目	2019 年 7-12 月	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
原有固定资产、无形资产折旧及摊销（不含 PPA）	7,627.83	15,327.96	15,628.69	15,965.73	16,205.27	16,418.39
新增固定资产、无	0.00	622.4	622.4	1,244	1,244	1,388

形资产折旧及摊销		3	3	.86	.86	.49
合计	7,627 .83	15,95 0.39	16,25 1.12	17,21 0.59	17,45 0.12	17,80 6.89

对应原有固定资产、无形资产折旧及摊销（不含 PPA）以及新增固定资产、无形资产折旧及摊销，标的公司需要的资本性支出预测期数据如下：

单位：万元

项目	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
原有固定资产、无形资产资本性支出	7,62 7.83	15,3 27.96	15,6 28.69	15,9 65.73	16,2 05.27	16,4 18.39
新增固定资产、无形资产资本性支出	5,08 1.05	622. 43	5,70 3.48	1,24 4.86	2,41 7.41	1,38 8.49
合计	12,7 08.88	15,9 50.39	21,3 32.17	17,2 10.59	18,6 22.67	17,8 06.89

标的公司原有固定资产主要包括房屋建筑物、机器设备、运输工具及电子设备等，原有有使用期限的无形资产主要包括软件、专有技术、客户关系及在手订单等。上述固定资产、无形资产使用状况良好，无需更换，仅需对现有资产的耗损（折旧/摊销）进行更新即可。结合预测期原有资产资本性支出预测数据，说明 2019 年 7-12 月至 2024 年存量固定资产、无形资产的折旧与摊销与对应年度的资本性支出是相匹配的，预测金额具有合理性。

标的公司预测期内新增固定资产、无形资产的折旧及摊销主要是由于针对 SIT 业务条线设备需要更换和产能扩大增加新设备所致，具体为：2019 年下半年增加 650 万欧元资本性支出、2021 年增加 650 万欧元资本性支出、2023 年增加 150 万欧元资本性支出，整体看，预测期各年度新增资本性支出不低于对应年度新增折旧及摊销金额，说明预测期新增折旧与摊销、新增资本性支出预测数据具有合理性。

综上分析，根据标的公司预测期产能规划、生产设备成新率、残值情况、固定资产更新计划、无形资产使用年限及更新计划等，预测期折旧和摊销及资本性支出预测依据较为充分并具有合理性。

二、预测期标的资产预测资本性支出金额小于折旧和摊销金额的预测依据及合理性

（一）预测期折旧及摊销与资本性支出在财务模型中口径的差异

折旧及摊销、资本性支出作为两个会计科目，在财务模型预测实务中存在一定差异，表现在以下方面：

一是折旧及摊销是对以资本性支出形成的固定资产、无形资产原价为基础的分期分摊概念，而资本性支出是在某时点一次性的现金流出；

二是折旧及摊销年限与经济耐用年限往往不一致，从会计谨慎性原则考虑，通常情况下，折旧年限短于经济耐用年限；

三是折旧及摊销金额往往采用直线法计算，而资本性支出往往使用年金化支出计算模型测算。

（二）从行业惯例看，预测期折旧及摊销金额大于资本性支出金额的案例普遍存在

预测期资本性支出与折旧及摊销金额并不必然存在等量关系，不同的标的资产所属行业、发展阶段、企业性质均不完全一致，需要结合具体情况进行预测。从并购重组市场实践来看，预测期5年的折旧及摊销金额大于资本性支出金额的案例也普遍存在，具体如下：

单位：万元

上市公司	预测期5年的资本性支出	预测期5年的折旧及摊销
广东鸿图	28,095.68	47,517.13
博威合金	8,026.62	15,133.77
海达股份	1,784.51	1,882.79
隆平高科	2,206.06	5,478.38
北特科技	2,400.75	5,252.96
海南橡胶	321.31	346.91
科力远	160,179.19	197,343.00
邦宝益智	269.45	422.65

数据来源：Wind 资讯

由上表可知，预测期折旧及摊销大于资本性支出金额的案例普遍存在，因此

从实践来看，预测期资本性支出与折旧及摊销金额并不必然存在等量关系。

（三）本次评估中，预测期折旧及摊销大于资本性支出原因分析

如上述分析，本次评估中预测期 2019 年 7-12 月至 2024 年的折旧及摊销金额（不含 PPA 摊销）与资本性支出金额具有匹配性，折旧及摊销预测金额、资本性支出预测金额具有合理性。

前次收购中，在合并报表层面，截止 2018 年 7 月 18 日，法国 Lully A 无形资产的公允价值按 PPA 报告的公允价值进行计量，金额为 13,300.00 万欧元，其中无形资产中在手订单公允价值增值 1,600 万欧元，其他无形资产如专有技术、客户关系等增值 5,656.92 万欧元；由于在手订单增值对营业成本的影响期间较短，且截至评估基准日已摊销完毕，本次评估国融兴华《评估报告》主要考虑了专有技术、客户关系 PPA 摊销对预测期成本的影响，具体如下：

单位：万元

项目	预测年度					
	2019 年 7-12 月	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
折旧及摊销	7,627.83	15,950.39	16,251.12	17,210.59	17,450.12	17,806.89
PPA 摊销	3,332.27	6,664.54	6,664.54	6,664.54	6,664.54	6,664.54
资本性支出	12,708.88	15,950.39	21,332.17	17,210.59	18,622.67	17,806.89

根据上述对资本性支出预测的思路和计算依据，在企业价值评估角度，企业非同一控制下合并产生的 PPA 摊销属企业日常并购中的特殊事项。此外，截至本次评估基准日，标的公司账面中存在的 PPA 摊销属于已经费用化的无形资产摊销，预测中已根据企业的历史数据延续费用化处理，故此部分的摊销无需再进行资本化支出。因此，本次评估预测中如剔除 PPA 摊销影响，预测期各年度资本性支出预测金额均不低于对应年度折旧及摊销预测金额，因此，预测期标的资产预测资本性支出金额小于折旧和摊销金额具有合理性。

综上分析，本次评估预测期折旧和摊销及资本性支出预测依据充分，预测金额具有合理性；预测期标的资产预测资本性支出金额小于折旧和摊销金额的预测依据充分并具有合理性。

三、评估师核查意见

通过获取目标公司模拟财务报告，了解和分析折旧和摊销及资本性支出的历史情况，经与管理层访谈，结合标的公司目前的产能情况，评估师认为：根据标的公司预测期产能规划、生产设备成新率、残值情况、固定资产更新计划、无形资产使用年限及更新计划等，认为标的公司预测期折旧和摊销及资本性支出的预测依据较为充分且具有合理性。标的公司预测期资本性支出金额小于折旧和摊销金额的预测主要是由于前次收购形成的 PPA 摊销偶然性因素所致，具有合理性。

27.请你公司：1)补充披露标的资产报告期各项期间费用率情况及结合营业收入情况，分析费用率变动的合理性。2)结合标的资产报告期各期间费用率的变化情况和同行业可比公司期间费用率情况，补充披露预测期标的资产各期间费用预测的具体依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、标的资产报告期各项期间费用率情况及费用率变动的合理性分析

2017年、2018年及2019年，标的公司的期间费用情况如下：

单位：万元，%

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例
标的公司备考财务报告						
销售费用	10,184.16	3.07	8,538.13	2.56	5,816.90	1.92
管理费用	47,386.05	14.30	34,782.76	10.42	21,359.55	7.03
研发费用	12,736.60	3.84	11,965.12	3.59	8,391.45	2.76
财务费用	-4,989.28	-1.51	4,540.35	1.36	4,123.06	1.36
合计	65,317.53	19.70	59,826.36	17.93	39,690.96	13.07

根据标的公司备考财务报告，2017年、2018年及2019年，标的公司销售费用分别为5,816.90万元、8,538.13万元及10,184.16万元，占营业收入的比重分别为1.92%、2.56%和3.07%。报告期内，销售费用占营业收入比例持续上升，主要系：（1）收购RFID嵌体及天线产品业务后，对其增加了营销投入；（2）在

设立美国 Linxens 之前，在拉丁美洲、美国等地区无经营实体，故在拉丁美洲、美国等地区通过支付咨询费的方式进行营销投入；（3）2017 年 3 月收购 Smartrac 下属 RFID 嵌体及天线产品业务，该业务分部 1-3 月产生的销售费用未合并。

根据标的公司备考财务报告，2017 年、2018 年及 2019 年，标的公司的管理费用分别为 21,359.55 万元、34,782.76 万元和 47,386.05 万元，占营业收入的比重分别为 7.03%、10.42%和 14.30%。2018 年度及 2019 年度，标的公司的管理费用较 2017 年度显著上升主要系股份支付费用所致，2018 年度、2019 年度标的公司股份支付费用分别为 8,371.64 万元、19,992.37 万元。

根据标的公司备考财务报告，2017 年、2018 年及 2019 年，标的公司研发费用分别为 8,391.45 万元、11,965.12 万元及 12,736.60 万元，占营业收入的比重分别为 2.76%、3.59%和 3.84%。2018 年度，标的公司发生的研发费用较 2017 年增加 3,573.67 万元，主要系：（1）为加强研发能力，研发人员增加；（2）部分研发项目的测试、测量工作及部分研发项目聘请了专家顾问导致咨询费上升；（3）2017 年 3 月并购 Smartrac 下属 RFID 嵌体及天线产品业务，该业务分部当年 1-3 月产生的研发费用未合并。2019 年度的研发费用较 2018 年度基本持平。

根据标的公司备考财务报告，2017 年、2018 年和 2019 年，标的公司的财务费用分别为 4,123.06 万元、4,540.35 万元和-4,989.28 万元，占当年营业收入的比例分别为 1.37%、1.43%和-1.51%。报告各期内标的公司的财务费用占营业收入比例均较小，主要由汇兑损益构成，其系标的公司为全球型企业，下属众多子公司未全部采用人民币作为记账本位币所致。

从标的公司报告期期间费用变动来看，报告期内的期间费用率逐年上升，主要是由于合并范围增加、增加营销和研发投入、股份支付费用等造成。综上，标的公司报告期期间费用率的变动具有合理性。

二、标的资产各期间费用预测的具体依据及合理性

（一）可比公司期间费用率情况

考虑到标的公司旗下 Linxens 集团属于“计算机、通信和其他电子设备制造业”大类中较为细分的行业，直接可比公司较少且难以获取公开财务信息，基于

国融兴华《评估报告》中选取的 A 股市场相似行业可比上市公司，综合考虑可比公司主营业务类型，选取恒宝股份等 12 家上市公司作为可比公司。鉴于部分可比上市公司截至 2020 年 4 月 14 日尚未披露年度财务，如下分析部分可比公司（标注*）以 2019 年 1-6 月作为比较期间，具体如下：

1、可比上市公司销售费用率比较

证券简称	销售费用率	销售费用率	销售费用率
	2019 年	2018 年	2017 年
恒宝股份*	5.37%	3.88%	5.34%
立讯精密*	0.90%	1.08%	1.38%
景旺电子	3.09%	3.50%	3.38%
崇达技术*	3.76%	3.88%	4.01%
航天信息*	3.85%	2.53%	2.26%
信维通信*	2.95%	1.48%	1.55%
顺络电子	2.82%	2.87%	3.44%
佳讯飞鸿	8.72%	9.30%	8.94%
飞凯材料	7.07%	6.84%	8.14%
达华智能*	2.93%	2.75%	2.52%
晶方科技	0.19%	0.36%	0.34%
深南电路	2.07%	2.06%	1.99%
平均值	3.64%	3.38%	3.61%
中位值	3.02%	2.81%	2.95%
标的公司	3.07%	2.56%	1.92%

数据来源：Wind 资讯

2、可比公司管理费用率比较

证券简称	管理费用率	管理费用率	管理费用率
	2019 年	2018 年	2017 年
恒宝股份*	5.32%	4.27%	6.52%
立讯精密*	1.95%	2.51%	2.52%
景旺电子	9.85%	9.48%	8.93%
崇达技术*	5.54%	5.33%	5.54%
航天信息*	5.03%	3.61%	3.18%
信维通信*	4.37%	3.02%	4.15%
顺络电子	12.87%	11.51%	12.29%
佳讯飞鸿	7.90%	8.31%	7.04%
飞凯材料	10.44%	8.53%	12.39%
达华智能*	13.90%	13.33%	9.90%
晶方科技	7.17%	6.95%	8.34%

深南电路	9.86%	8.84%	9.71%
平均值	7.85%	7.14%	7.54%
中位值	7.54%	7.63%	7.69%
标的公司	14.30%	10.42%	7.03%

数据来源：Wind 资讯

3、可比公司研发费用率比较

证券简称	研发费用率	研发费用率	研发费用率
	2019 年	2018 年	2017 年
恒宝股份*	9.46%	7.21%	8.90%
立讯精密*	7.36%	7.01%	6.76%
景旺电子	4.69%	4.64%	4.74%
崇达技术*	5.82%	4.65%	4.24%
航天信息*	2.22%	1.97%	0.85%
信维通信*	7.93%	5.92%	4.91%
顺络电子	7.30%	5.65%	7.06%
佳讯飞鸿	7.41%	7.14%	6.34%
飞凯材料	8.04%	7.88%	10.27%
达华智能*	4.95%	3.90%	3.82%
晶方科技	21.99%	21.52%	15.38%
深南电路	5.10%	4.56%	5.15%
平均值	7.69%	6.84%	6.54%
中位值	7.33%	5.79%	5.75%
标的公司	3.84%	3.59%	2.76%

数据来源：Wind 资讯

4、可比公司期间费用率总体比较

证券简称	期间费用率	期间费用率	期间费用率
	2019 年	2018 年	2017 年
恒宝股份*	20.15%	15.36%	20.76%
立讯精密*	10.21%	10.60%	10.66%
景旺电子	17.63%	17.62%	17.05%
崇达技术*	15.12%	13.86%	13.79%
航天信息*	11.10%	8.11%	6.29%
信维通信*	15.25%	10.42%	10.61%
顺络电子	22.99%	20.03%	22.79%
佳讯飞鸿	24.03%	24.75%	22.32%
飞凯材料	25.55%	23.25%	30.80%
达华智能*	21.78%	19.98%	16.24%
晶方科技	29.35%	28.83%	24.06%
深南电路	17.03%	15.46%	16.85%

平均值	19.18%	17.36%	17.69%
中位值	18.89%	16.54%	16.95%
标的公司	21.21%	16.57%	11.71%

数据来源：Wind 资讯

通过对比 2017 年、2018 年、2019 年年可比上市公司销售费用率、管理费用率、研发费用率，标的公司销售费用率略低于可比上市公司同期平均水平，与中位值较为接近。在管理费用率方面，标的公司管理费用率基本高于可比上市公司同期平均水平和中位值，这主要是由于标的公司旗下 Linxens 集团属于跨国型公司，业务分布于全球各地，人力成本较高且集团管控上难度较大。在研发费用率方面，由于旗下 Linxens 集团经营历史较长，产品竞争优势稳定且生存周期相对较长，使得标的公司研发费用率略低于可比上市公司同期平均水平和中位值，具体分析详见本核查意见第 13 题之回复。

总体看，在期间费用率方面，标的公司 2017 年、2018 年、2019 年期间费用率与可比上市公司同期中位值较为接近，具有合理性。

（二）预测期标的公司期间费用预测依据

1、预测期销售费用预测依据

预测期标的公司销售费用预测数据具体如下：

单位：万元

项目	预测年度					
	2019 年 7-12 月	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
销售费用	5,319.54	11,445.52	12,821.73	14,412.88	16,185.01	18,194.16
销售费用率	2.94%	2.83%	2.66%	2.51%	2.60%	2.77%

销售费用中工资及福利费以历史年度数据为基数，根据管理层规划按年均增长估算。办公及其他费用以其他各类费用的发生主要根据以前年度发生额情况，以平均数据为基础，确定相应费用发生额。

2、预测期管理费用预测依据

预测期标的公司管理费用预测数据具体如下：

单位：万元

项目	预测年度					
	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
管理费用	25,498.98	54,516.97	56,355.87	54,348.80	45,904.86	44,132.55
管理费用率	14.10%	13.49%	11.68%	9.48%	7.39%	6.72%

管理费用的预测分固定部分和可变部分两方面预测。固定部分主要是折旧与摊销，不随主营业务收入变化而变化；可变部分主要是人工费用等，随业务量的增加而变化。

（1）固定费用的预测

本次评估预测存量固定资产的基础上，考虑固定资产的更新需要追加的资本性支出，按照现有的会计政策，计算固定资产折旧费用。

（2）可变费用的预测

人工费用：包括工资、福利费、工会经费、教育经费、劳动保险费等，以历史年度实际数据为基础，以后各年根据标的公司管理层规划按年均同比增长估算。

办公及其他费用：其他各类费用的发生主要是以标的公司历史年度数据为基础，以后各年按年均同比增长估算。

（3）预测期研发费用预测依据

预测期标的公司研发费用预测数据具体如下：

单位：万元

项目	预测年度					
	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
研发费用	7,237.88	15,066.25	17,254.84	19,903.22	21,608.31	23,255.91
研发费用率	4.00%	3.73%	3.58%	3.47%	3.48%	3.54%

研发费的预测主要是根据历史投入情况以及未来企业规划、经营发展情况进行预测。研发费用主要由人员工资、差旅费、设备折旧等构成。

（三）预测期标的资产期间费用预测合理性分析

1、标的公司预测期的期间费用率及变化情况

项目	预测年度					
	2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
销售费用率	2.94%	2.83%	2.66%	2.51%	2.60%	2.77%
管理费用率	14.10%	13.49%	11.68%	9.48%	7.39%	6.72%
研发费用率	4.00%	3.73%	3.58%	3.47%	3.48%	3.54%
期间费用率合计	21.04%	20.05%	17.92%	15.46%	13.47%	13.03%

标的公司期间费用主要参照历史年度数据，按照各费用的具体特点进行预测。其中，人工费用等变动费用按照前期各项费用占收入的比重乘以未来年度的收入预测，与收入规模相匹配。办公费、租赁费等相对固定的费用，预测年度考虑标的公司已经形成较为完善的公司管理体系，人员配置也较齐备，未来预测年度内不会随着业务规模的扩大增加大量的人员，因此办公费、租赁费等不会随着收入规模的扩大同比例增加，预测时在前期实际发生的费用基础上考虑了一定幅度的增长进行预测。折旧、无形资产的摊销，按照资产规模进行预测。总体上，标的公司期间费用率与历史年度数据较为匹配，且预测期随着营业收入的增长逐年下降，具有合理性。

2、与近期交易案例预测期期间费用率水平比较

上市公司	预测期					
	第1期	第2期	第3期	第4期	第5期	第6期
先导智能	20.97%	13.89%	13.83%	13.28%	10.42%	10.02%
赢合科技	14.45%	12.71%	11.79%	11.07%	10.80%	10.72%
海伦哲	15.24%	13.83%	13.53%	12.97%	12.97%	12.97%
华自科技	19.83%	20.08%	19.74%	19.25%	19.10%	19.06%
雪莱特	20.13%	16.32%	15.52%	15.55%	15.79%	15.79%
平均值	18.12%	15.37%	14.88%	14.42%	13.82%	13.71%
标的公司	21.04%	20.05%	17.92%	15.46%	13.47%	13.03%

数据来源：Wind 资讯

由上表可知，与近期并购市场部分交易案例相比，标的公司预测期期间费用率水平与交易案例平均值相当，不存在明显差异，因此预测期标的资产期间费用

预测具有合理性。

综上分析，标的资产 2017 年、2018 年、2019 年销售费用率、管理费用率、研发费用率保持相对稳定，期间费用率总体呈小幅增长态势，变动较为合理，符合标的公司发展状况。2017 年、2018 年、2019 年，标的公司和同行业可比公司期间费用率相比，有高有低，但总体保持接近，主要是由于标的公司和可比公司在企业性质、收入规模、发展阶段等方面存在一定的差异，整体看具有合理性。标的公司预测期期间费用率与历史年度数据较为匹配，且预测期随着营业收入的增长逐年下降，与近期可比交易案例相比较为吻合，具有合理性。

三、评估师核查意见

通过获取目标公司模拟财务报告，了解和分析期间费用的历史情况，并结合管理层访谈及行业发展趋势以及企业未来发展方向，经核查，评估师认为：标的资产 2017 年、2018 年、2019 年销售费用率、管理费用率、研发费用率保持相对稳定，期间费用率总体呈小幅增长态势，变动较为合理，符合标的公司发展状况。2017 年、2018 年、2019 年 1-6 月，标的公司和同行业可比公司期间费用率相比，低于行业平均值，但和中位值保持接近，主要是由于标的公司和可比公司在企业性质、收入规模、发展阶段等方面存在一定的差异，综合看具有合理性。标的公司预测期期间费用率与历史年度数据较为匹配，且预测期随着营业收入的增长逐年下降，与近期可比交易案例相比较为吻合，具有合理性。

28.申请文件显示，本次评估根据管理层访谈，历史上法国、泰国、新加坡、德国基本享受零税率的优惠，主要是税收优惠政策及历史亏损的未抵扣税金，未来五年合并口径层面的综合所得税率不超过 2%，永续期所得税率的预测以各运营实体对毛利的贡献率测算综合所得税率为 10.41%。

请你公司结合历史亏损的未抵扣税金具体情况以及预测期继续享受税收优惠政策的具体依据，补充披露预测综合所得税率的合理性，因税收规划可能造成的主要经营收益长期留存境外的情形是否符合相关税收、外汇监管要求，是否有利于维护上市公司及中小股东利益。请独立财务顾问、评估师和律师核查并发表明确意见。

答复：

一、预测综合所得税率的合理性分析

（一）标的公司历史亏损未抵扣税金具体情况

标的公司旗下核心资产 Linxens 集团是一家总部位于法国的跨国高科技企业，最早成立于 1988 年。截至 2019 年 12 月 31 日，标的公司旗下位于法国的独立法人主体主要包括紫光控股（法国）、法国 Lully A、法国 Lully D、法国 Linxens 控股、法国 Linxens 等。其中紫光控股（法国）为前次收购成立的融资和持股平台，无实际业务；法国 Lully A、法国 Lully D 为 2015 年 CVC 收购法国 Linxens 控股设立的融资和持股平台，无实际业务；法国 Linxens 为 Linxens 集团在法国的主要经营实体。

根据法国税务政策，Linxens 集团位于法国的各法人实体独立纳税，但是如果某一法人实体当期有税务收益，除了运用该法人实体自身的前期累计税务亏损外，还可以运用同一纳税集团内的前期累计税务亏损。前期累计税务亏损可以结转至未来期间，不限期限。由于 Linxens 集团在法国的实体收益占比远小于新加坡和泰国，加之 Linxens 集团总部位于法国，管理层人员占比较高，以及 CVC 历史收购 Linxens 集团位于法国的实体产生的大额融资和并购费用，使得法国 Lully A 及下属法国子公司所在的同一纳税集团形成了较大规模可结转的未抵扣亏损，截至 2019 年末，累计税务可抵扣亏损金额为 2.87 亿欧元。

考虑到前期收购完成后 Lully A 及下属子公司的对外融资已于被偿还，并且法国 Linxens 作为法国的主要经营主体运行平稳，因此，将 2019 年运用税务亏损前的应税所得额进行了正常化调整，剔除汇率波动影响后，得到正常化调整后的应税所得额 0.16 亿欧元，作为未来预测期各年的参考值。基于此，累计的税务亏损可以覆盖抵免未来预测期应税所得。

（二）标的公司主要运营实体所在国家税收优惠政策依据

标的公司紫光联盛的主要运营实体分布在法国、德国、新加坡、泰国、印度以及中国，各国家的所得税率不同，且税收优惠政策各异，主要介绍如下：

1、法国

法国企业实行合并纳税，企业综合所得税率为 34.43%。根据法国当地政策，

企业有以下税收优惠：研发支出抵免税收优惠。法国政府向从事研发的公司提供税收抵免，相当于符合研发条件金额 1 亿欧元的 30%+超过 1 亿欧元的 5%，公司可将此税收抵减金额冲减应交所得税的应付金额，或者如果公司无法通过冲减应交所得税的应付金额中递减，则可以通过税收返还的形式在三年内退还。

2019 年法国层面基本无付息债务，企业合并层面实际所得税税率接近于零。预测期与 2019 年保持一致基本无付息债务，结合法国企业所得税规定和 Linxens 集团业务结构、组织架构特点，考虑上述历史亏损可抵扣金额，经抵扣后预测期法国运营实体经营利润综合所得税按 1%考虑。

2、德国

德国企业标准所得税率为 32%，报告期和预测期无税收优惠。

3、新加坡

新加坡企业标准所得税率为 17%，根据新加坡当地税收政策，新加坡经济发展局（EDB）推出了“先锋工业/服务业计划”（以下简称“先锋计划”）旨在鼓励创新型和高科技类项目实施、发展，对于申请成功的企业将获得 5-15 年的免税计划。

实际纳税层面，新加坡 Linxens 成立于 2004 年，随即申请了新加坡税收“先锋计划”（2004），该项计划使得新加坡 Linxens 在某些经批准的产品和活动中获得免税收入，以换取对整体解决就业、消费支出和投资水平的承诺。这一免税计划持续了 15 年至 2019 年 5 月，在此期间，新加坡 Linxens 实际纳税税率为零。

2019 年 5 月，新加坡 Linxens 重新申请了新的“先锋计划”（2019），同时申请了新的税收优惠计划，简称“DEI”。“先锋计划”（2019）可以允许新加坡 Linxens 降低之前“先锋计划”（2004）中共有产品的所得税税率至零，同时能获得三年内新产品的税率为零；“DEI”计划主要是指包括在“先锋计划”（2004）中但不包括在“先锋计划”（2019）的产品所得税率为 5%。“先锋计划”（2019 年）所需的资本支出将有资格获得“DEI”计划的税收抵免，且“先锋计划”（2004）存续的产品短期内将会被新产品逐步替代，综上，“DEI”计划的税收在一定程度上能进一步降低至接近零的水平。

综合来看，新的“先锋计划”（2019）和“DEI”税收计划相结合，将使得新加坡 Linxens 在未来 5-15 年甚至更久时间获得很低并接近零的所得税税率水平。

4、泰国

泰国企业的标准所得税率为 20%，政府在增值税、企业所得税方面推出如下优惠措施：

一是增值税，根据泰国当地税收政策，符合条件的企业可以享受泰国投资委员会提供的税收优惠（BOI 优惠）。具体内容为：免征进口税、增值税和机器消费税；免征出口关税、增值税和进口料件消费税；免征出口关税、增值税和原材料消费税。

二是企业所得税，企业所得税优惠包括“BOI”优惠，经审批通过的企业产品销售利润免缴泰国企业所得税，以及在免税期间该利润向股东汇回的股息免缴股息预提税，且在免税期之后减半征收预提所得税。

实际纳税层面，泰国 Linxens 获得了泰国投资促进委员会（BOI）颁布的相关证书，这些证书允许泰国 Linxens 在 8 年内对生产的产品可获得免税。BOI 证书是根据具有资本支出要求和生产能力限制的项目授予的，一旦被授予，申请企业只需证明遵守了 BOI 证书的条件（资本支出金额、生产能力和在这些机器上生产的产品），即可享受所得税免税制度。即使在这些 BOI 证书到期后，申请企业仍能从延长的期间获得较低的税率。因此报告期和预测期每年泰国 Linxens 所得税实际税率约为 1%。

5、印度

印度企业标准所得税率为 27%，报告期和预测期无税收优惠。

6、中国

我国企业标准所得税率为 25%，报告期和预测期无税收优惠。

（三）标的公司预测期综合所得税率预测的合理性分析

1、预测期综合所得税率预测的合理性

为说明本次评估标的公司预测期综合所得税率的合理性，基于国融兴华出具的《评估报告》披露的预测数据，假设分布于各个国家的经营实体预测期实现利润参照各实体实现的毛利（根据各实体预测期营业收入和综合毛利率估算）占比进行分摊，基于上述分析的各个国家对应的税收优惠政策和实际纳税情况，分别计算预测期各年每个国家的应纳税额，计算结果如下：

单位：万元

项目		2019年 7-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
预测期利润总额		19,186.94	59,128.71	86,851.64	124,128.33	148,024.28	160,409.50
法国	法国利润总额估算	2,651.64	8,756.96	13,661.76	22,218.97	30,759.45	35,723.20
	法国预计应纳税额	26.52	87.57	136.62	222.19	307.59	357.23
新加坡	新加坡利润总额估算	9,691.32	32,136.45	47,846.57	68,196.10	77,757.15	85,690.75
	新加坡预计应纳税额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
泰国	泰国利润总额估算	6,049.64	14,734.87	20,809.65	27,941.29	32,624.55	31,921.49
	泰国预计应纳税额	60.50	147.35	208.10	279.41	326.25	319.21
德国	德国利润总额估算	590.96	1,821.16	2,675.03	3,823.15	4,559.15	4,940.61
	德国预计应纳税额	189.11	582.77	856.01	1,223.41	1,458.93	1,581.00
中国	中国利润总额估算	149.66	396.16	503.74	608.23	651.31	641.64
	中国预计应纳税额	37.41	99.04	125.93	152.06	162.83	160.41
印度	印度利润总额估算	53.72	1,028.84	1,450.42	1,762.62	2,027.93	2,069.28
	印度预计应纳税额	14.51	277.79	391.61	475.91	547.54	558.71
预计应纳税额合计①		327.87	1,275.51	1,687.07	2,216.09	2,697.00	2,790.60
按 2% 预测应纳税额②		383.74	1,182.57	1,737.03	2,482.57	2,960.49	3,208.19
②-①		55.87	-92.93	49.96	266.47	263.48	417.59

根据上述测算，本次交易预测期各年按照综合税率 2% 计算的预测应纳税额在预测期内基本超过对应年度预计应纳税额，因此 2% 的综合所得税率预测具有合理性。

2、永续期综合所得税率预测的合理性

本次评估永续期所得税率是综合考虑各个国家标准税率、Linxens 集团在各个国家运营实体税收优惠的政策、部分运营实体自身财务特性等因素计算得出。具体来看：a) 法国综合所得税率为 34.43%，报告期实际税率为零，考虑 Linxens 集团总部管理层、研发部门、后台支持部门均在法国，实际费用相对较高，根据毛利占比计算的利润总额有所高估，因此实际税率调减 5% 至 29.43%（假设不考

考虑未来所得税政策变化带来的税率调整)；b)新加坡报告期及永续期实际所得税率为零，考虑税收优惠政策可能变化因素，永续期所得税率预测按 4%计算；c)泰国报告期所得税率为 1%，考虑税收优惠政策可能变化因素，永续期所得税率预测按 2%计算；d)德国、印度、中国永续期根据标准税率计算，具体计算结果如下：

国家	永续期毛利占比①	标准税率	实际税率②	综合税率②*①
法国	22.27%	34.43%	29.43%	6.55%
新加坡	53.42%	17.00%	4.00%	2.14%
泰国	19.90%	20.00%	2.00%	0.40%
德国	2.72%	32.00%	32.00%	0.87%
中国	0.40%	25.00%	25.00%	0.10%
印度	1.29%	27.00%	27.00%	0.35%
合计	100.00%	-	-	10.41%

总体看，基于上述分析和估算，标的公司永续期综合所得税率为 10.41%，具有合理性。

二、主要经营收益长期留存境外的情形是否符合相关税收、外汇监管要求，是否有利于维护上市公司及中小股东利益

根据《中华人民共和国企业所得税法》（“《企业所得税法》”）第三条，“居民企业应当就其来源于中国境内、境外的所得缴纳企业所得税。”；第四条，“企业所得税的税率为 25%。”；第四十五条，“由居民企业，或者由居民企业和中国居民控制的设立在实际税负明显低于本法第四条第一款规定税率水平的国家（地区）的企业，并非由于合理的经营需要而对利润不作分配或者减少分配的，上述利润中应归属于该居民企业的部分，应当计入该居民企业的当期收入。”根据境外律师报告、紫光联盛的书面确认，紫光联盛主要经营实体为境外企业，主要经营收益留存境外符合业务发展的客观需要，属于合理的经营需要，不违反《企业所得税法》第四十五条的规定。

根据《中华人民共和国外汇管理条例》（“《外汇管理条例》”）（国务院令 532 号）第九条，“境内机构、境内个人的外汇收入可以调回境内或者存放境外；调回境内或者存放境外的条件、期限等，由国务院外汇管理部门根据国际收支状

况和外汇管理的需要作出规定”；第十三条，“经常项目外汇收入，可以按照国家有关规定保留或者卖给经营结汇、售汇业务的金融机构”；第五十二条，“（三）经常项目，是指国际收支中涉及货物、服务、收益及经常转移的交易项目等。”

根据《境内机构境外直接投资外汇管理规定》（汇发[2009]30号）第四条，“境内机构可以使用自有外汇资金、符合规定的国内外汇贷款、人民币购汇或实物、无形资产及经外汇局核准的其他外汇资产来源等进行境外直接投资。境内机构境外直接投资所得利润也可留存境外用于其境外直接投资。”

根据《国家外汇管理局关于境内机构自行保留经常项目外汇收入的通知》（汇发[2007]49号），“一、境内机构可根据经营需要自行保留其经常项目外汇收入。”

结合上述外汇监管相关规定，境内机构控制的境外企业的主要经营收益属于该境内机构经常项目下的外汇收入，可以根据经营需要自行保留。因此，紫光联盛主要经营收益留存境外用于经营活动和业务开展，不违反《外汇管理条例》等相关规定。

三、紫光联盛主要经营收益留存境外有利于维护上市公司及中小股东利益

（一）紫光联盛主要经营收益留存境外有利于紫光联盛业务发展

根据紫光联盛的书面确认，本次交易完成后，紫光联盛的经营收益仍将主要用于其自身业务发展及项目投资；紫光联盛将根据未来境内外生产经营和业务发展的客观需求，合理调配留存于境外及汇回境内的经营收益，确保公司实现长期可持续发展。紫光联盛在持续稳定经营基础上扩大规模、提升盈利水平也将有利于上市公司提高资产质量和增强持续盈利能力，使上市公司及中小股东受益。

（二）主要经营收益留存境外不会对上市公司利润分配政策及其执行造成不利影响

根据紫光国微公司章程及股东分红回报规划（2020年-2022年）的规定，本次交易完成后，在满足现金分红的前提下，（1）上市公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%；（2）上市公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排

的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；

(3) 上市公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。上市公司发展阶段不易区分但有重大资金支出安排的，可以按照前项规定处理。

此外，紫光国微公司章程及股东分红回报规划还详细规定了利润分配条件和比例、利润分配预案审议程序、利润分配方案制定和决策机制、利润分配政策调整等内容，符合中国证监会和深交所关于上市公司分红的相关规定。

根据《重组报告书》、上市公司备考审阅报告，本次交易完成后，紫光联盛将成为上市公司全资子公司，并与上市公司形成良好的协同效应，上市公司境内营业收入和净利润将有所增长，利润分配金额将有所增加，紫光联盛自身实现的收益可以满足公司章程规定的利润分配资金需求。

(三) 税收规划有利于维护上市公司中小股东利益

根据《重组报告书》及上市公司的书面说明，截至本核查意见出具日，紫光联盛合并报表范围内的子公司已根据各国或地区的税收政策做出了合理的税收规划。本次交易完成后，若未来需要将境外实体经营收益汇回，上市公司将充分运用境内外税收优惠政策、合法转移支付等合理措施促使经营收益汇回时产生的税负处于较低水平，以维护上市公司及中小股东利益。

四、评估师核查意见

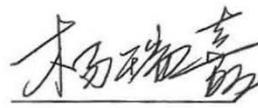
根据税收相关的法律法规以及上市公司和紫光联盛的书面确认，评估师认为：根据标的公司历史亏损的未抵扣税金情况及标的公司位于各国的运营实体享受的税收优惠政策及实际纳税情况，预测期综合所得税率预测值、永续期综合所得税率均具有合理性。

(本页无正文，为《北京国融兴华资产评估有限责任公司关于紫光国芯微电子股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易一次反馈意见（193122号）的回复之核查意见》之签章页)

法定代表人： 

赵向阳

经办资产评估师： 
吴伟


杨瑞嘉

北京国融兴华资产评估有限责任公司



2020年4月17日