

北京国融兴华资产评估有限责任公司
关于厦门红相电力设备股份有限公司
发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金
暨关联交易申报材料
之证监会反馈意见回复之核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会对厦门红相电力设备股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”、“红相电力”）出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（170283 号）（以下简称“反馈意见”或“本次反馈意见”），北京国融兴华资产评估有限责任公司（以下简称“本评估师”）组织评估项目组对反馈意见进行了认真研究和分析，对一次反馈意见所涉及合肥星波通信股份有限公司资产评估有关问题进行了认真核查，现出具核查意见如下，敬请审核。

（注：如无特别说明，本反馈回复中的简称均与《厦门红相电力设备股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》中各项词语的简称和释义相同。）

问题二十：

申请材料显示，星波通信收益法评估增值率为 571.68%。结合星波通信在手订单及重点型号产品的定制或研制情况及未来市场空间，预计星波通信组件及子系统产品收入将持续快速增长，毛利率基本维持在 62%左右。微波器件销售收入与最近三年（2014 年、2015 年及 2016 年）均值持平，毛利率保持平稳。2018 年及以后的技术服务收入以最近三年（2014 年、2015 年及 2016 年）的平均技术服务收入为依据进行预测，即为 1,200.00 万元。请你公司：1）结合近期可比案例情况，补充披露星波通信收益法评估增值率的合理性。2）补充披露星波通信组件及子系统产品预测营业收入依据的订单、重点型号产品的定制或研制情况及未来市场空间的具体情况，并结合上述情况，补充披露组件及子系统产品预测营业收入和毛利率的合理性。3）结合合同签订和执行情况，行业发展状况、与客户关系稳定性等，进一步补充披露星波通信微波器件及技术服务业评估预测营业收入的具体依据及其合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见

【回复】

一、结合近期可比案例情况，补充披露星波通信收益法评估增值率的合理性。

本次交易与近期市场同类交易案例评估增值率情况对比如下：

序号	市场案例	证监会审核通过时间	并购标的收益法估值（万元）	评估基准日标的公司净资产（万元）	收益法评估增值率
1	雷科防务(002413)购买奇维科技100%股权	2016/4/28	89,550.00	7,736.03	1057.57%
2	天银机电（300342）购买华清瑞达49%股权	2016/3/3	52,503.16	5,055.54	938.53%
3	盛路通信（002446）购买南京恒电100%股权	2015/9/25	75,159.63	6,100.92	1131.94%
4	特发信息（000070）购买傅立叶100%股权	2015/7/30	25,578.07	2,341.33	992.46%
5	航天发展（000547）购买南京长峰100%股权	2015/4/16	162,152.69	37,930.61	327.50%
6	四创电子（600990）购买博微长安100%股权	2016/12/5	112,189.05	39,359.34	185.04%

7	尤洛卡（300099）购买师凯科技100%股权	2016/7/26	75,201.27	15,794.06	376.14%
平均			84,619.12	16,331.12	715.60%
本次交易			77,471.13	11,533.87	571.68%

结合上表分析，标的资产评估增值率较高是军工行业并购交易的共同特点。本次交易评估增值率低于同行业市场案例平均值。

星波通信100%股权评估增值率低于雷科防务(002413)购买奇维科技100%股权交易、天银机电（300342）购买华清瑞达49%股权交易、盛路通信（002446）购买南京恒电100%股权交易、特发信息（000070）购买傅立叶100%股权交易。

作为民营军工企业，星波通信军工电子信息业务的发展主要依靠股东投入，可抵押资产较少导致债务融资空间有限，且星波通信2015年向股东分配利润7,000万元，导致星波通信净资产相对较小。上述因素是星波通信100%股权评估增值率高于四创电子（600990）购买博微长安100%股权交易、尤洛卡（300099）购买师凯科技100%股权交易、航天发展（000547）购买南京长峰100%股权交易的主要原因。

二、补充披露星波通信组件及子系统产品预测营业收入依据的订单、重点型号产品的定制或研制情况及未来市场空间的具体情况，并结合上述情况，补充披露组件及子系统产品预测营业收入和毛利率的合理性。

根据评估报告，星波通信组件及子系统预测营业收入及毛利率具体如下：

单位：万元

微波组件及子系统	2017年E	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
营业收入	8,000.00	11,520.81	14,647.40	18,428.50	22,954.50	27,003.00
营业收入增长率	-	44.01%	27.14%	25.81%	24.56%	17.64%
毛利率	62.08%	62.25%	61.71%	62.32%	62.22%	62.27%

（一）星波通信微波组件及子系统预测营业收入依据的订单情况

星波通信2017年1-3月微波组件及子系统实现营业收入2,943.33 万元，截至2017年3月31日，星波通信微波组件及子系统在手订单（不含税）合计为11,971.17万元。星波通信微波组件及子系统2017年已实现营业收入及在手订单合计占2017年预测营业收入的186.43%，占2017年、2018年合计预测营业收入的76.40%。因

此，星波通信组件及子系统2017年、2018年预测营业收入可实现性较强，是合理的。

（二）结合星波通信微波组件及子系统重点型号产品的定制或研制情况及未来市场空间的具体情况，星波通信微波组件及子系统预测营业收入是合理的

星波通信微波组件及子系统中，预计定型或量产后可实现收入在500万元以上的具体产品名称、产品型号、定型或预计定型时间、功能用途、预计定型或量产后可实现收入等具体如下：

单位：万元

序号	产品名称	产品型号	定型或预计定型时间	产品功能用途的简要说明	保守估计已定型产品未来6年可实现收入、未定型产品定型后可实现收入
1	KU波段接收前端组件	SHKuR02	2010	将Ku波段的信号变频至中频，提供给雷达后续信号处理单元使用	1,450.00
2	频率源	FSX-12**-01	2013	产生全相参的中频、射频信号，提供给雷达作为发射、本振及其他时钟基准信号	2,002.50
3	频率综合器	FSX169	2015	产生全相参的中频、射频信号，提供给雷达作为发射、本振及其他时钟基准信号	9,500.00
4	接收前端组件	SHXR21A	2015	将X波段的信号变频至中频，提供给雷达后续信号处理单元使用	4,500.00
5	L波段导脉冲和收发前端	XBH-087	2013	综合航电设备中发射接收信号转换	620.00
6	数据链射频组件	SHXTRS140A	2017	产生全相参的中频、射频信号，提供给应答机作为发射、本振及其他时钟基准信号；同时将射频信号变至中频，提供给后续信号处理单元使用	4,600.00
7	主动频综接收组合	SHKuTRS144	2017	产生全相参的中频、射频信号，提供给导引头作为发射、本振及其他时钟基准信号；同时将多路射频信号变至中频，提供给后续信号处理单元使用	4,700.00
8	被动接收组合	SHSRS145	2017	多路射频信号变至中频，提供给后续信号处理单元使用；内置本振源	6,000.00
9	指令射频组合	SHXTRS176	2017	产生全相参的中频、射频信号，提供给应答机作为发射、本振及其他时钟基准信号；同时将射频信号变至中频，提供给后续信号处理单元使用	7,200.00
10	主动频综接收	SHKuTR	2017	产生全相参的中频、射频信号，提供	7,500.00

序号	产品名称	产品型号	定型或预计定型时间	产品功能用途的简要说明	保守估计已定型产品未来6年可实现收入、未定型产品定型后可实现收入
	组合	S110C		给导引头作为发射、本振及其他时钟基准信号；同时将多路射频信号变至多种中频频率信号，提供给后续信号处理单元使用	
11	微波源高频头组合	SHKuTR S180	2018-2019	产生雷达上变频激励信号、接收信号，内置频率综合器	17,600.00
12	校准源及测频组合	XBH-035	2015	4路射频信号变至中频，提供给后续信号处理单元使用，无内置本振源	1,680.00
13	信号收发组合	SHXTRS 67	2019-2020	包括上变频、功率放大器、接收机及频率综合器；2011年已交付过4套处于预研阶段的4套产品，已通过靶试验，2017年启动型号研制	15,000.00
14	频综及中频组合	-	2019-2020	Ku及Ka双频段组合，包含频率综合器、中频接收机	12,500.00
15	综合频率源	FSX50	2015	产生全相参的中频、射频信号，提供给导引头作为发射、本振及其他时钟基准信号	1,704.00
16	数据处理板	S2001	2010	机载及车载数据链中频数据处理板	795.00
17	信道组件	SHLTRS4 5B	2014	完成通信信号的接收及上变频、内置频率综合器	7,440.00
18	信道组件	SHLTRS4 7	2014	完成通信信号的接收及模拟上变频发射、内置频率综合器	4,360.00
19	复合目标模拟器系列	XBH-137/146系列	2017	由主动/SAR目标模拟微波链路、信号处理和自检链路组成	2,100.00
20	火箭弹通信及制导组合	SHCTRS100及其演变型号	2018-2019	产生全相参的中频、射频本振信号及发射信号；同时将1路射频信号变至中频，提供给后续信号处理单元使用	21,000.00
21	微波组合	SHKuTR S179	2018-2019	完成雷达信号的发射激励信号、信号接收，内置频率综合器	7,000.00
22	接收分系统	THRS01	2018-2019	无源雷达用完整的接收分系统，为系统级产品	3,300.00
合计值					142,551.50

结合上表分析，一方面，星波通信在2016年之前定型的部分微波组件及子系统预计在2017年至2022年逐步列装机载、弹载等各武器装备，另一方面，星波通信部分应用于弹载武器装备领域的组件及子系统预计在2017年至2019年逐步完成设计定型。鉴于飞机、导弹等各类新型武器装备是我国国防建设发展的核心装备，上述已定型或预计定型产品列装后，保守预计累计可实现收入达142,551.50

万元，未来市场成长空间广阔。

根据评估报告，星波通信微波组件及子系统2017年至2022年评估预测实现营业收入合计为102,554.21万元，占上述产品定型或量产后预计累计实现营业收入的71.94%。此外，为满足订单规模的不断增长，星波通信位于合肥市高新技术产业开发区机电产业园内的新厂区预计2017年底投产，将有效提升星波通信微组装工艺实现能力、协同仿真与设计能力、工艺验证及测试能力，充分保障星波通信上述微波组件及子系统的生产能力。因此，星波通信微波组件及子系统预测营业收入是合理的。

（三）星波通信微波组件及子系统预测毛利率是合理的

结合星波通信组件及子系统产品技术附加值提升、应用领域分布、定型及批量化生产程度、报告期内毛利率水平等因素分析，星波通信组件及子系统预测毛利率是合理的，具体分析如下：

1、星波通信组件及子系统产品技术附加值呈上升态势，且在销售结构中，应用于机载、弹载装备领域占比报告期内不断提升且在预测期内预计继续保持在较高水平，是星波通信组件及子系统预测毛利率保持在较高水平的主要因素

随着当代电子信息技术的飞速发展，武器装备系统对电子装备、电子部件的技术性能、可靠性要求日益提升。星波通信微波组件及子系统产品主要为机载、弹载、舰载、地面等武器平台覆盖的雷达、电子对抗系统提供配套，是雷达、通信和电子对抗系统的核心部件之一。随着我国军用飞机、导弹、雷达等各类武器系统新型号、新功能的不断应用，对于微波组件及子系统产品的集成度、技术性能、可靠性等提出了更高要求。其中，应用于机载、弹载装备领域的微波组件及子系统具有性能指标要求更高、技术难度更大、设计制造及检验程序更复杂等特点，整体毛利率水平相对更高：2014年、2015年、2016年，星波通信应用于机载、弹载装备领域的微波组件及子系统毛利率分别为68.33%、66.43%、69.00%，同期星波通信微波组件及子系统整体毛利率分别为53.85%、59.62%、64.39%。

在此背景下，一方面，随着军工客户需求标准的不断提高，星波通信微波组件及子系统产品可靠性、一致性等性能指标不断提升，预测期内产品技术附加值

预计呈上升态势；另一方面，从产品应用领域来看，2014年、2015年、2016年，应用于机载、弹载装备领域微波组件及子系统销售收入占同期微波组件及子系统总收入的比例分别为39.81%、52.96%、72.53%，同时鉴于星波通信微波组件及子系统定型及预计在预测期内定型的产品主要应用于弹载、机载装备领域，预计预测期内应用于机载、弹载装备领域的微波组件及子系统销售收入占比在70%以上。上述因素是星波通信组件及子系统预测毛利率保持在较高水平的主要依据。

2、星波通信批量化生产的组件及子系统销售占比报告期内不断提升且在预测期内预计继续保持在较高水平，是星波通信组件及子系统预测毛利率保持在较高水平的重要因素

星波通信生产的微波组件及子系统主要为机载、弹载、舰载等武器平台配套。军品开发需经过指标论证、方案设计、初样、正样、产品定型等多个环节，装备系统研制周期长。在相应的装备未定型之前，配套产品只能进行小批量生产，且需要不断完善设计方案，成本较高。装备定型后，相关配套产品即可实现批量化生产，因设计成本减少、成本费用分摊降低、采购规模效应等因素，单位产品生产成本及采购成本下降，毛利率相应上升。

经过多年的探索与积累，星波通信大量微波组件及子系统产品已完成设计定型，随着我国军用战机、导弹、舰船等多种武器系统逐步进入列装阶段，相关产品即可实现标准化、批量化生产。2014年、2015年、2016年，星波通信批量化生产的微波组件及子系统销售占比分别为39.46%、61.75%、81.47%，呈上升态势。此外，鉴于星波通信微波组件及子系统已定型及预计在预测期内定型的产品型号较多，预计预测期内星波通信批量化生产的微波组件及子系统销售占比仍将保持在80%以上。上述因素是星波通信组件及子系统预测毛利率保持在较高水平的重要依据。

三、结合合同签订和执行情况，行业发展状况、与客户关系稳定性等，进一步补充披露星波通信微波器件及技术服务业务评估预测营业收入的具体依据及其合理性。

根据评估报告，星波通信微波器件及技术服务业务预测营业收入具体如下：

单位：万元

营业收入	2014年	2015年	2016年	2017年E	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
微波器件	2,167.61	2,446.71	2,269.82	2,300.00	2,300.00	2,300.00	2,300.00	2,300.00	2,300.00
技术服务	640.29	871.60	2,348.53	1,796.00	1,200.00	1,200.00	1,200.00	1,200.00	1,200.00

（一）星波通信微波器件预测营业收入相关依据是充分且合理的

结合星波通信微波器件报告期内合同签订及执行情况、在手订单情况、业务发展状况、市场成长空间、业内领先地位、与客户关系稳定性、配套层级相对较低等因素，星波通信微波器件预测营业收入相关依据是充分且合理的。具体分析如下：

1、星波通信微波器件报告期内合同签订、执行及在手订单情况

星波通信微波器件2014年至2016年合计取得订单7,323.62万元，对应执行订单取得的收入合计为6,959.99万元。星波通信2017年1-3月微波器件实现营业收入117.61万元，截至2017年3月31日，星波通信微波器件在手订单（不含税）为1,068.13万元。星波通信微波器件2017年已实现营业收入及在手订单合计占2017年预测营业收入的51.55%。星波通信微波器件产品主要为滤波器，而滤波器作为各类武器系统的基础部件，每年重复订货量较大。由于滤波器技术相对成熟，客户订单执行周期较短，考虑到第一季度的春节等因素，预计自4月份开始微波器件订单规模呈增长态势。

2、星波通信微波器件业务市场成长空间广阔，且星波通信技术研发能力、质量控制水平等处于业内领先地位，与军工科研院所客户建立了良好的稳定合作关系，但考虑到微波器件配套层级较低，难以结合具体型号武器装备预测可实现销量及收入，出于谨慎性考虑，评估预测微波器件销售收入与最近三年（2014年、2015年及2016年）均值持平

除滤波器外，星波通信其它器件产品基本不单独对外销售，而是应用于微波组件及子系统产品中整体对外销售。作为雷达、电子对抗等武器系统的基础部件，滤波器是用于过滤或分离不同频率微波信号的基础单元。随着我国军用各类武器系统新型号、新功能的不断应用，滤波器作为基础部件市场成长空间广阔。

星波通信是国内设计、生产军用LC滤波器、介质滤波器及微波毫米波腔体滤波器的三大著名厂家之一，定制产品型号众多，设计成熟、工艺稳定。星波通信掌握了滤波器极小相位线性度设计技术、表贴LC滤波器耐二次回流焊设计技术、腔体滤波器抗高功率击穿技术、低气压抗击穿技术、非均匀阻抗谐振杆的阻

抗倒置设计技术及“准零温度漂移”综合实现技术等为代表的射频滤波技术，处于业内领先水平。星波通信滤波器客户主要包括军工科研院所、民营军工企业及经销商等。凭借十余年来的积累，星波通信微波器件技术研发能力、质量控制水平得到军工科研院所客户的高度认可，且基于军工行业较高的资质壁垒及军品对供应商较强的粘性，星波通信与军工科研院所客户建立了良好的稳定合作关系。

相对于微波组件及子系统，微波器件配套层级较低，应用领域相对广泛，导致难以结合具体型号武器装备预测可实现销量及收入。在星波通信微波器件销售结构中，除向科研院所客户销售的应用于重点型号武器装备的滤波器可结合未来列装情况进行预测外，向科研院所客户销售的应用于非重点型号武器装备及向民营军工企业、经销商销售的滤波器由于列装情况不明确，导致预测具体可实现销量及收入较为困难。在此背景下，虽然考虑到滤波器行业整体较高的增速、星波通信在滤波器行业的领先地位等因素，但出于谨慎性考虑，在评估预测时，预测微波器件销售收入与最近三年（2014年、2015年及2016年）均值基本持平，相关依据是充分且合理的。

（二）星波通信技术服务预测营业收入相关依据是充分且合理的

结合星波通信技术服务报告期内合同签订及执行情况、在手订单情况、业务发展状况、市场成长空间、业内领先地位、与客户关系稳定性、个性化及定制化程度高等因素，星波通信技术服务预测营业收入相关依据是充分且合理的。具体分析如下：

1、星波通信技术服务报告期内合同签订、执行及在手订单情况

星波通信技术服务2014年至2016年合计取得订单3,744.70万元，执行报告期之前及报告期内订单取得的收入合计为3,860.42万元。星波通信2017年1-3月技术服务实现营业收入2.50万元，截至2017年3月31日，星波通信技术服务在手订单（不含税）为1,711.00万元。星波通信技术服务2017年已实现营业收入及在手订单合计占2017年预测营业收入的95.41%，2017年预测营业收入可实现性较强。

2、我国军工研发投入一直保持较高增速，且星波通信研发技术实力处于业内领先地位，与军工科研院所客户建立了良好的稳定合作关系，但考虑到技术服务业务个性化及定制化程度较高，难以结合具体型号武器装备预测具体可实现收入，出于谨慎性考虑，评估预测2018年及以后的技术服务收入与最近三年

（2014年、2015年及2016年）技术服务收入均值保持一致

星波通信技术服务业务主要以雷达、通信、电子对抗系统相关微波模块、组件及子系统的研制为主，目前主要集中在航天领域。为不断满足新形势下战争的需要，武器装备不断往小型化、智能化、高性能、高集成度、高可靠性方向发展，我国军工研发投入一直保持较高增速。

星波通信自2002年成立以来一直持续关注、跟踪国内外微波混合集成电路技术与工艺的发展，专注于其在机载、弹载、舰载等武器平台上的应用，形成了以射频滤波技术、频率综合技术、多芯片微组装技术、微波电路互连转换技术、微波混合集成电路设计技术等为代表的核心技术，在小型化产品工艺研究、产品可靠性研究、多功能产品电磁兼容研究、软件开发与系统集成、自动化测试、雷达目标信号模拟等方面投入了大量资源进行前瞻性研究，取得的研发技术成果得到客户的高度认可，与客户保持良好的稳定合作关系。

技术服务业务具有个性化及定制化程度高的特点，其与国家重点型号项目及科研院所研发项目相关，导致结合具体型号武器装备预测可实现收入较为困难。在此背景下，虽然考虑到我国军工研发投入的快速增长、星波通信领先的微波混合集成电路技术研发实力等因素，但出于谨慎性考虑，在评估预测时，预测2018年及以后的技术服务收入与最近三年（2014年、2015年及2016年）技术服务收入均值保持一致，相关依据是充分且合理的。

【核查意见】

通过查阅近期市场可比交易案例、星波通信微波器件、组件及子系统、技术服务合同登记台账、销售明细账、重点型号产品定制或研制清单、审计报告、评估报告、在手订单情况、2017年1-3月未审财务报表、行业研究报告，访谈星波通信实际控制人张青、陈剑虹、研发负责人、销售负责人、生产负责人、前五大客户，核查了星波通信收益法评估增值率的合理性、组件及子系统产品预测营业收入依据的订单、重点型号产品的定制或研制情况及未来市场空间的具体情况、组件及子系统产品预测营业收入和毛利率的合理性、微波器件及技术服务业务评估预测营业收入的具体依据及其合理性。

国融兴华认为：星波通信评估增值率较高是军工行业并购交易的共同特点。

本次交易评估增值率低于同行业市场案例平均值，是合理的。结合星波通信在手订单、微波组件及子系统重点产品定制或研制情况、未来列装情况、生产能力、研发成果产业化并规模化生产能力等因素分析，星波通信微波组件及子系统预测营业收入是合理的。结合星波通信组件及子系统产品技术附加值提升、应用领域分布、定型及批量化生产程度、报告期内毛利率水平等因素分析，星波通信组件及子系统预测毛利率是合理的。

问题二十一：

请你公司：1) 补充披露银川卧龙评估预测毛利率的情况，并结合同行业可比公司情况及历史年度情况，补充披露银川卧龙评估预测毛利率的合理性。2) 补充披露银川卧龙评估预测营业外收支净额的具体依据及其合理性。3) 结合实际营运资金情况，分别补充披露本次交易 2 家标的公司 2016 年 10-12 月预测营运资本增加额的合理性及其对评估值的影响。4) 结合近期可比案例，分别补充披露本次交易 2 家标的公司收益法评估折现率的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

一、结合实际营运资金情况，补充披露星波通信 2016 年 10-12 月预测营运资本增加额的合理性及其对评估值的影响。

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。星波通信 100%股权评估基准日为 2016 年 9 月 30 日，2016 年 10-12 月预测营运资本增加额即为 2016 年末预测营运资本与 2016 年 9 月末营运资本的差额。

受军工客户预算安排等因素影响，一般每年的第四季度是军工企业销售和回款的旺季。上述军工行业的经营特点导致星波通信 2016 年末营运资本占当期收入的比例低于 2016 年 9 月末，即星波通信 2016 年 10-12 月预测营运资本增加额为负数，是合理的。具体如下：

单位：万元

项目	2016年1-9月	2016年（预测）	2016年（实际）
营运资本	10,348.14	8,792.16	9,794.71
营业收入	5,956.94	8,597.25	9,280.64
营运资本/营业收入	173.72%	102.27%	105.54%

星波通信 2016 年预测营运资本占营业收入的比例为 102.27%，与实际比例（105.54%）基本保持一致。若假设星波通信 2016 年预测营业资本占营业收入的比例与实际情况保持一致，则星波通信 100%股权评估值调整为 77,410.68 万元，较目前评估值（77,471.13 万元）低 60.45 万元，差异率仅为 0.08%，不会对本次交易星波通信 100%股权的评估值造成重要影响。

二、结合近期可比案例，补充披露星波通信收益法评估折现率的合理性。

近期已完成的军工行业可比并购案例中，评估折现率、无风险报酬率等具体参数选取情况如下：

序号	案例情况	证监会审核通过时间	评估基准日	折现率	无风险报酬率
1	四创电子（600990）购买博微长安100%股权	2016/12/5	2015/9/30	11.69%	3.94%
2	尤洛卡（300099）购买师凯科技100%股权	2016/7/26	2015/9/30	11.34%	4.08%
3	雷科防务(002413)购买奇维科技100%股权	2016/4/28	2015/9/30	11.76%	4.20%
4	天银机电（300342）购买华清瑞达49%股权	2016/3/3	2015/9/30	11.86%	3.23%
5	海兰信（300065）收购海兰劳雷100%股权	2015/12/2	2015/6/30	10.14%	4.27%
6	盛路通信(002446)购买南京恒电100%股权	2015/9/25	2014/12/31	11.00%	4.08%
7	特发信息（000070）购买傅立叶100%股权	2015/7/30	2014/12/31	12.22%	3.94%
8	航天发展（000547）购买南京长峰100%股权	2015/4/16	2014/5/31	11.57%	3.94%
平均值			—	11.45%	3.96%
红相电力（300427）购买星波通信67.54%股权			2016/9/30	10.60%	2.73%

本次星波通信收益法评估折现率的选取采用资本资产定价模型计算得出，最终确定折现率为10.60%。近期已完成的军工行业可比并购案例收益法评估折现率区间为10.14%至12.22%，平均值为11.45%。作为军工资质齐全且少数具备微波子系统配套能力的民营军工企业之一，星波通信收益法评估折现率取值处于上述合理区间内。受资金面趋于宽松、国债收益率下行等因素影响，无风险报酬率的下滑导致星波通信收益法评估折现率略低于上述案例平均值，是合理的，具体分析如下：

无风险报酬率一般采用评估基准日交易的长期国债品种实际收益率确定。自

2016年以来，资金面呈宽松态势，国债收益率相应下行，导致无风险报酬率走低。经查阅2017年以来部分过会且评估基准日与星波通信较为接近的并购重组案例，其无风险报酬率平均为2.81%，与星波通信收益法评估的无风险报酬率基本接近。上述因素导致星波通信收益法评估折现率略低于上述案例平均值，是合理的。

序号	案例情况	证监会审核通过时间	评估基准日	无风险报酬率
1	维尔利收购汉风科技100%股权、都乐制冷100%股权	2017/3/22	2016/5/31	2.82%
2	赛为智能收购开心人信息100%股权	2017/3/16	2016/9/30	2.73%
3	金马股份收购众泰汽车100%股权	2017/3/1	2016/6/30	2.86%
4	三七互娱收购墨鹍科技68.43%股权	2017/2/23	2016/8/31	2.74%
7	金石东方收购亚洲制药100%股权	2017/1/17	2016/3/31	2.84%
8	摩登大道收购悦然心动100%股权	2017/1/12	2016/6/30	2.84%
平均值				2.81%

【核查意见】

通过查阅星波通信评估报告、2016年1-9月及2016年审计报告、近期可比案例评估报告，访谈星波通信总经理、财务总监，核查了星波通信2016年10-12月预测营运资本增加额的合理性及其对评估值的影响以及收益法评估折现率的合理性。

经核查，国融兴华认为受军工客户预算安排等因素影响，一般每年的第四季度是军工企业销售和回款的旺季。上述军工行业的经营特点导致星波通信2016年末营运资本占当期收入的比例低于2016年9月末，即星波通信2016年10-12月预测营运资本增加额为负数，是合理的。星波通信2016年预测营运资本占营业收入的比例与实际情况基本保持一致，两者的差异不会对星波通信100%股权的评估值造成重要影响。受资金面趋于宽松、国债收益率下行等因素影响，无风险报酬率的下滑导致星波通信收益法评估折现率略低于市场案例平均值，是合理的。

问题二十二：

申请材料显示，银川卧龙高新技术企业资质有效期至2017年6月24日；星波通信高新技术企业资质有效期至2017年7月2日。同时，报告期内星波通信

部分军品销售合同免征增值税。请你公司补充披露：1) 上述 2 家标的公司税收优惠到期后是否具有可持续性。2) 相关假设是否存在重大不确定性及对本次交易评估值的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

一、星波通信税收优惠到期后是否具有可持续性。

1、星波通信能够持续满足高新技术企业认定条件

2014 年 7 月 2 日，星波通信取得由安徽省科学技术厅、安徽省财政厅、安徽省国家税务局、安徽省地方税务局颁发的《高新技术企业证书》，证书编号为 GR201434000006，有效期为三年，因此，星波通信 2014 年、2015 年及 2016 年享受企业所得税优惠税率 15%。

通过将星波通信的实际情况与《高新技术企业认定管理办法》第十一条规定的高新技术企业须同时满足的条件进行逐项对比分析，星波通信各项指标符合高新技术企业认定标准，税收优惠到期后具有可持续性，具体如下：

高新技术企业认定须同时满足的条件	星波通信的具体情况	是否符合
(一) 企业申请认定时须注册成立一年以上	星波通信成立于2002年，注册地址为安徽省合肥市高新区梦园路11号1-3层	符合
(二) 企业通过自主研发、受让、受赠、并购等方式，获得对其主要产品(服务)在技术上发挥核心支持作用的知识产权的所有权	截至本核查意见出具之日，星波通信拥有14项专利、9项软件著作权，星波通信对其主要产品(服务)的核心技术拥有自主知识产权	符合
(三) 对企业主要产品(服务)发挥核心支持作用的技术属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围；	对星波通信主要产品发挥核心支持作用的技术属于《国家重点支持的高新技术领域》之“电子信息”之“微电子技术”	符合
(四) 企业从事研发和相关技术创新活动的科技人员占企业当年职工总数的比例不低于10%	报告期内星波通信研发人员占企业当年职工总数比例在10%以上	符合
(五) 企业近三个会计年度(实际经营期不满三年的按实际经营时间计算，下同)的研究开发费用总额占同期销售收入总额的比例符合如下要求：2.最近一年销售收入在5,000万元至2亿元(含)的企业，比例不低于4%；其中，企业在中国境内发生的研究开发费用总额占全部研究开发费用总额的比例不低于60%	2014年、2015年、2016年，星波通信研究开发费用总额分别为775.10万元、678.01万元、638.59万元，占当期销售收入的比重分别为10.70%、9.76%、6.88%，其中在中国境内发生的研究开发费用总额占全部研究开发费用总额的比例为100%	符合

高新技术企业认定须同时满足的条件	星波通信的具体情况	是否符合
(六) 近一年高新技术产品(服务)收入占企业同期总收入的比例不低于60%	星波通信专业从事微波器件、微波组件与子系统等混合集成电路产品的研制、生产、销售和服务，2014年、2015年、2016年，星波通信主营业务收入占比分别为95.66%、96.56%、91.83%	符合
(七) 企业创新能力评价应达到相应要求	星波通信已建立较为完善的研发组织管理体系，具有较强的科技转化能力；通过自主研发，具有在微波混合集成电路领域的自主知识产权；其销售规模保持较快增长	符合
(八) 企业申请认定前一年内未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为	报告期内，星波通信未发生过重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为	符合

2、星波通信能够持续满足军品免征增值税的条件

根据《财政部国家税务总局关于军品增值税政策的通知》(财税[2014]28号)、《国防科工局关于印发<军品免征增值税实施办法>的通知》(科工财审[2014]1532号)的相关规定，纳税人自产的销售给其他纳税人的军品享受免征增值税政策，并且享受免征增值税政策的军品销售及研发合同需经国防科技工业局等主管单位登记备案；纳税人享受本办法规定的政策，应当取得《武器装备科研生产许可证》。在实际业务执行过程中，可登记备案的军品销售合同相关产品主要为重点型号武器装备配套，需由军事代表室进行监管并签署军品四方合同(供需双方企业及其监管军事代表室)，四方合同签署后向国防科技工业局等主管单位登记备案。

星波通信拥有《武器装备科研生产许可证》，有效期至2019年12月29日。星波通信在生产经营过程中一直严格遵守国家及相关部门关于军品生产的相关规定和要求，持续符合取得《武器装备科研生产许可证》所要求的条件，预计资质到期后能够续期。此外，星波通信为众多高、精、尖重点武器系统及军用通信系统进行定向研制和配套生产，星波通信最近两年取得国防科技工业局登记备案的军品四方合同占当年新增订单的比例平均为31.85%。因此，星波通信能够持续满足军品免征增值税政策的条件。

二、相关假设是否存在重大不确定性及对本次交易评估值的影响。

1、星波通信持续符合高新技术企业税收优惠政策不存在重大不确定性及对本次交易评估值的影响

(1) 星波通信持续符合高新技术企业税收优惠政策不存在重大不确定性

本次评估在收益预测时充分考虑了高新技术企业认定条件对各项指标的要求，星波通信符合高新技术企业的相关认定条件，未来继续获得高新技术企业认定不存在重大不确定性，税收优惠政策具有可持续性。

星波通信预测年度的各项指标如下：

单位：万元

项 目	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度
销售收入	12,096.00	15,020.81	18,147.40	21,928.50	26,454.50	30,503.00
研发费用支出	1,306.37	1,727.39	2,213.98	2,346.35	2,777.72	3,080.80
研发费用占全年销售收入比	10.80%	11.50%	12.20%	10.70%	10.50%	10.10%

星波通信研发费用支出占收入比例、高新技术产品收入占收入比例已达到《高新技术企业认定管理办法》第十一条第5、6点规定的不低于4%、60%的规定。

星波通信预测期内研发人员占比将持续符合《高新技术企业认定管理办法》第十一条第4点规定的不低于10%标准。具体人员数量预测如下：

项 目	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度
员工总数	282.00	325.00	381.00	428.00	475.00	501.00
研发人员数量	46.00	47.00	48.00	49.00	50.00	51.00
研发人员数量占比	16.31%	14.46%	12.60%	11.45%	10.53%	10.18%

结合星波通信的技术研发能力及业务发展情况，星波通信在未来年度通过高新技术企业复审并持续满足高新技术企业资质要求不存在实质性障碍。

(2) 所得税优惠政策到期后无法续期对本次交易评估值的影响

假设星波通信高新技术企业证书到期后未能延续，即自2017年开始星波通信企业所得税税率为25%，据此测算，星波通信100%股权收益法评估值将由77,471.13万元减至67,839.47万元，评估差异率为12.43%。

2、星波通信持续符合军品免征增值税的相关政策不存在重大不确定性及对本次交易评估值的影响

星波通信拥有《武器装备科研生产许可证》，能够与客户签订军品四方合同并取得国防科技工业局登记备案，预计将持续符合军品免征增值税的相关政策，在军品免征增值税税收优惠政策未发生重大变化的情况下，税收优惠政策可持续性假设不存在重大不确定性。

根据本评估师出具的星波通信评估报告，星波通信预测期内享受的军品免征增值税税优惠按照上年应交增值税金额的 25% 返还。假设星波通信军品收入无法享受免征增值税政策，即预测期内无应交增值税金额返还，据此测算，星波通信 100% 股权收益法评估值将由 77,471.13 万元减至 72,168.31 万元，评估差异率为 6.84%。

【核查意见】

通过查阅星波通信高新技术企业证书、《武器装备科研生产许可证》、《高新技术企业认定管理办法》、《财政部国家税务总局关于军品增值税政策的通知》、星波通信专利及软件著作权清单、研发人员情况、研发开发费用构成、审计报告、评估报告、评估说明、报告期内军品四方合同，访谈星波通信总经理、财务负责人、研发负责人、生产负责人，核查了星波通信税收优惠到期后是否具有可持续性、相关假设是否存在重大不确定性及对本次交易评估值的影响。

国融兴华认为：星波通信税收优惠延续不存在实质性障碍，预计可持续享受税收优惠。星波通信税收优惠政策可持续性假设不存在重大不确定性。若星波通信所得税优惠政策到期后无法续期或不能持续享受军品收入免征增值税优惠，则将其收益法评估值产生一定影响。

（以下无正文）

（此页无正文，仅为《北京国融兴华资产评估有限责任公司关于厦门红相电力设备股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易申报材料之证监会反馈意见回复之核查意见》之签署页）

经办注册评估师：_____

郭正伟

王永义

公司负责人：_____

赵向阳

北京国融兴华资产评估有限责任公司

年 月 日