

中联资产评估集团有限公司

关于中国证券监督管理委员会[181251]号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》资产评估相关问题的核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于 2018 年 9 月 3 日下发的中国证券监督管理委员会[181251]号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的要求，中联资产评估集团有限公司评估项目组对反馈意见答复进行了认真的研究、分析及核查，并出具了本核查意见，现将具体情况汇报如下：

1、(原问题 10) 申请文件显示，最近三年香江科技经历六次股权转让和一次增资，其中 2015 年 1 月股权转让价格对应香江科技估值为 32,558.50 万元，2015 年 3 月至 8 月的三次股权转让对应香江科技估值为 27,048.60 万元，2015 年 12 月的股权转让和增资对应估值分别为 27,148.78 万元和 80,108 万元。2018 年 4 月的股份转让对应香江科技估值为 233,300 万元。请你公司：1) 结合 2015 年 1 月与 2015 年 3 月股权转让之间香江科技订单、收入和盈利变化情况、股权转让支付方式、相关股东特点等补充披露 2015 年 3 月股权转让对应估值低于 2015 年 1 月股份转让估值的原因及合理性。2) 补充披露 2015 年 3 月-8 月股权转让对应估值保持不变的原因及合理性。3) 结合股东特点、前次股东入股贡献情况等，补充披露 2015 年 12 月股权转让和增资对应香江科技估值差异较大的原因及合理性、是否存在利益输送的情形。4) 结合上述历次股权转让和增资与本次交易之间香江科技收入和盈利变化情况、对应市盈率情况、控股权溢价和同行业可比交易等，量化分析并补充披露上市公司前次股权转让和增资对应估值与本次交易作价差异的原因及合理性。5) 结合上述入股股东的持股时间、持股

成本等，补充披露按各自股份被收购对价计算的总收益率和年化收益率。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 2015 年 1 月与 2015 年 3 月股权转让之间香江科技订单、收入和盈利变化情况、股权转让支付方式、相关股东特点等补充披露 2015 年 3 月股权转让对应估值低于 2015 年 1 月股份转让估值的原因及合理性

1、2015 年 1 月、3 月两次股份转让的基本情况

香江科技分别于 2015 年 1 月、2015 年 3 月进行了两次股份转让，具体情况如下：

时间	内容	股份转让的原因、作价依据及合理性
2015 年 1 月	2014 年 12 月 1 日，沙正勇与无锡瑞明博、上海瑞经达、盛慧签署《股权转让协议》，无锡瑞明博、上海瑞经达、盛慧将其合计持有香江科技 2,003.60 万股股份（对应 1,003.60 万元的实缴出资额及 1,000.00 万元的认缴出资）转让至沙正勇。	本次股份转让系财务投资人无锡瑞明博、上海瑞经达和盛慧基于自身商业考虑做出的退出投资决策。本次股份转让的作价是根据无锡瑞明博、上海瑞经达及盛慧于 2011 年 12 月受让沙正勇持有的香江科技合计 13.00% 股份时支付的价款及各方约定的业绩承诺条件，并考虑 2013 年 11 月沙正勇因业绩未达承诺而向无锡瑞明博、上海瑞经达及盛慧合计补偿的股份与现金，经股份转让各方协商一致确定的。按照股权转让价格对应香江科技整体估值为 32,558.50 万元。
2015 年 3 月	沙正勇将其持有的香江科技 1,394.51 万股股份（对应 1,110.00 万元的实缴出资额及 284.51 万元的认缴出资）作价 3,000.00 万元转让至曹岭。	本次股份转让系财务投资人曹岭看好 IDC 行业的增长潜力以及香江科技的发展前景而作出的投资决策。本次股份转让的作价是根据香江科技 2014 年度财务数据及生产经营情况，并参考香江科技 2014 年 12 月 31 日的每股净资产，由转让双方协商一致确定的。按照股权转让价格对应香江科技整体估值为 27,048.60 万元。

2、2015 年 3 月股份转让对应估值低于 2015 年 1 月股份转让对应估值的原因

因及合理性

(1) 2015 年 1 月与 3 月之间香江科技的经营情况

香江科技 2015 年 1 月与 2015 年 3 月之间经营规模、盈利水平、股份转让支付方式情况如下：

单位：万元

时间	净资产	营业收入	净利润	转让价格对应香江科技整体估值	支付方式
2015 年 1 月 31 日 / 2015 年 1 月	6,551.01	712.85	-474.63	32,558.50	现金支付
2015 年 2 月 28 日 / 2015 年 2 月	6,127.52	363.02	-423.49	\	\
2015 年 3 月 31 日 / 2015 年 3 月	6,296.08	2188.25	168.56	27,048.60	现金支付

注：以上财务数据未经审计

由上表可见，2015 年 1 至 3 月香江科技经营情况并未出现显著变化。2015 年 3 月香江科技收入相比 2015 年 1-2 月较高，主要系香江科技于 2015 年主要业务为 IDC 相关设备与解决方案，其主要生产和销售受春节假期影响导致 1-2 月收入相对较小。

(2) 两次转让对应估值差异主要由于转让价款确定方式不同

香江科技于 2015 年 1 月进行的股份转让系财务投资人无锡瑞明博、上海瑞经达和盛慧基于自身商业考量作出的退出投资决策，本次股份转让的作价是根据无锡瑞明博、上海瑞经达及盛慧于 2011 年 12 月受让沙正勇持有的香江科技合计 13.00% 股份时各方约定的业绩承诺条件，并考虑 2013 年 11 月沙正勇因业绩未达承诺而向无锡瑞明博、上海瑞经达及盛慧合计补偿的股份与现金，经股份转让各方协商一致确定的。

2011年12月，无锡瑞明博、上海瑞经达、盛慧通过受让沙正勇所持有的香江科技股份的方式入股，根据沙正勇与无锡瑞明博、上海瑞经达、盛慧签署《股权转让协议》，沙正勇将其持有的香江科技376.35万股股份（对应376.35万元实缴出资额）作价1,500.00万元转让至无锡瑞明博，将其持有的香江科技250.90万股股份（对应250.90万元实缴出资额）作价1,000.00万元转让至上海瑞经达，并将其持有的香江科技25.09万股股份（对应25.09万元实缴出资额）作价100.00万元转让至盛慧。同时，无锡瑞明博、上海瑞经达、盛慧与沙正勇分别签署《股权转让之补充协议》，对香江科技未来两年业绩进行承诺，并就股份回赎权、补偿权进行约定。

2013年9月，因香江科技经营业绩未达承诺，沙正勇与无锡瑞明博、上海瑞经达及盛慧签署《补偿协议》和《股权转让协议》，沙正勇将其持有的香江科技202.73万股股份（对应202.73万元实缴出资额）无偿转让至无锡瑞明博、134.98万股股份（对应134.98万元实缴出资额）无偿转让至上海瑞经达、13.55万股股份（对应13.55万元实缴出资额）无偿转让至盛慧，同时，沙正勇向无锡瑞明博、上海瑞经达及盛慧合计补偿279.91万元现金。

2015年1月，无锡瑞明博、上海瑞经达及盛慧基于自身商业考量作出退出香江科技的决策。根据沙正勇与无锡瑞明博、上海瑞经达及盛慧签署的《股权转让协议》，无锡瑞明博、上海瑞经达及盛慧退出投资的转让价款系综合考虑上述投资人投资成本及投资期限后与转让方沙正勇协商一致后确定。此外，根据无锡瑞明博、上海瑞经达、盛慧出具的《关于香江科技股份有限公司历史沿革事项的确认函》，该次股份的转让系无锡瑞明博、上海瑞经达及盛慧的真实意思表示，该次股份的转让行为已经履行完毕，无锡瑞明博、上海瑞经达、盛慧与沙正勇、香江科技不存在任何争议、纠纷和未了事项。

综上，由该次股份转让价款及转让比例折算的香江科技估值并非香江科技实质意义上的企业权益价值。根据无锡瑞明博、上海瑞经达及盛慧作为香江科技股

东期间的收益，包括持有期间取得的现金补偿等，无锡瑞明博、上海瑞经达及盛慧退出香江科技时收益测算如下表所示：

单位：万元

股东名称	投资成本	股权转让价款	持有期间取得的现金补偿	累积收益	总收益率 (%)	年化收益率 (%)
无锡瑞明博	1,500.00	1,881.52	161.56	2,043.08	36.21%	10.94%
上海瑞经达	1,000.00	1,254.35	107.71	1,362.06	36.21%	10.94%
盛慧	100.00	125.56	10.65	136.21	36.21%	10.94%

2015年3月香江科技的股份转让系财务投资人曹岭看好IDC行业的增长潜力以及香江科技的发展前景而作出的投资决策。本次股份转让的作价是根据香江科技2014年度财务数据及生产经营情况，并参考2014年12月31日的每股净资产，由转让双方协商一致确定。

综上所述，两次股份转让作价依据的不同造成了根据相应价款折算香江科技估值的差异。同时，两次股份转让均已履行必要的备案和工商登记程序，各转让方对相关转让事项不存在任何争议、纠纷或未了事项。因此，2015年3月股份转让价款对应估值低于2015年1月股份转让价款对应估值具有合理性。

(二) 补充披露 2015年3月-8月股权转让对应估值保持不变的原因及合理性

1、2015年3月-8月间股份转让的整体估值情况

香江科技于2015年3月-8月间进行了三次股份转让，具体情况如下：

时间	内容	股份转让的原因、作价依据及合理性
2015年3月	沙正勇将其持有的香江科技1,394.51万股股份（对应1,110.00万元的实缴出资额及284.51万元的认缴出资额）作价3,000.00万元转让至曹岭。	本次股份转让系财务投资人曹岭看好IDC行业的增长潜力以及香江科技的发展前景而作出的投资决策。本次股份转让的作价是根据香江科技2014年度财务数据及生产经营情况，并参考香江科技2014年12月31日

时间	内容	股份转让的原因、作价依据及合理性
		的每股净资产，由转让双方协商一致确定，按 27,048.60 万元的整体估值进行的。
2015 年 6 月	沙正勇、沙正义、黎幼惠分别将其持有的香江科技认缴出资权中的 3,470.61 万元、21.82 万元、222.24 万元转让至南通恺润思。南通恺润思向香江科技出资 8,000.00 万元，其中 2,958.00 万元作为注册资本，5,042.00 万元作为资本公积。	本次股份转让系财务投资人南通恺润思基于自身商业考量和投资策略作出的投资决策。本次股份转让的作价依据香江科技 2014 年度财务数据及生产经营情况，并参考香江科技 2014 年 12 月 31 日的每股净资产及前次股份转让作价，由转让双方协商一致确定，按 27,048.60 万元的整体估值进行的。
2015 年 8 月	曹岭将其持有的香江科技 444.44 万股股份（对应 444.44 万元实缴出资额）作价 1,200.00 万元转让至南昌云计算。	本次股份转让系财务投资人南昌云计算看好 IDC 行业发展潜力及香江科技增长前景，且原股东曹岭基于自身商业考量及个人经济状况协商一致后进行的。本次股份转让的作价依据香江科技 2014 年度财务数据及生产经营情况，并参考香江科技 2014 年 12 月 31 日的每股净资产及 2015 年 3 月至 6 月的股份转让作价，由转让双方协商一致确定，按 27,048.60 万元的整体估值进行的。

2、2015 年 3 月至 8 月股份转让对应估值保持不变的原因及合理性

(1) 2015 年 3 月至 8 月的股份转让定价依据及其合理性

1) 2015 年 3 月与 6 月股份转让估值保持不变的原因及合理性

2015 年 3 月与 6 月，香江科技进行了两次股份转让，财务投资人曹岭与镇江恺润思分别通过受让股份方式入股。上述两次股份转让的相关协议均由股份变动双方在 2015 年 1 月签署，作价依据均是参考香江科技 2014 年度财务数据及生产经营情况，并参考香江科技 2014 年 12 月 31 日的每股净资产后协商一致确定的，因此相近时点下以相同定价方式确定的 2015 年 3 月及 6 月财务投资人入股的股份转让对应香江科技的整体估值保持不变，具有合理性。

2) 2015 年 3 月与 8 月股份转让估值保持不变的原因及合理性

2015年6月，财务投资人南昌云计算因看好IDC行业发展潜力及香江科技增长前景，希望投资香江科技，同时股东曹岭基于临时资金需求及个人经济状况考虑将部分股份转让，南昌云计算与曹岭协商一致并于2015年7月2日签署《股权转让协议》，曹岭将其持有的香江科技444.44万股股份（对应444.44万元实缴出资额）作价1,200.00万元转让至南昌云计算。由于本次股份转让与曹岭入股香江科技的时间间隔较短，经转让双方协商一致，本次股份转让价款参考前次股份转让价格确定，因此对应的香江科技估值与2015年3月相比保持不变，具有合理性。

(2) 相近时点下，香江科技经营规模与盈利水平未发生重大变化

香江科技2015年3月股份转让的协议签署日期为2015年1月15日，2015年6月股份转让的协议签署日期为2015年1月31日，2015年8月股份转让的协议签署日期为2015年7月2日，上述三次股份转让价格的参考时点较为接近。香江科技2015年1月至2015年6月之间经营规模、盈利水平，以及股份转让价款对应的整体估值情况如下：

单位：万元

参考期间	净资产	营业收入	净利润	香江科技整体估值
2015年1月31日/2015年1月	6,551.01	712.85	-474.63	27,048.60
2015年2月28日/2015年2月	6,127.52	363.02	-423.49	\
2015年3月31日/2015年3月	6,296.08	2188.25	168.56	\
2015年4月30日/2015年4月	6,398.74	2364.33	102.66	\
2015年5月31日/2015年5月	9,523.78	1940.87	125.04	\
2015年6月30日/2015年6月	9,802.40	2203.69	278.62	27,048.60

注：以上数据未经审计

香江科技 2015 年 1 月至 6 月期间月度营业收入及净利润波动较小，整体经营情况较为稳定。

(3) 2015 年 3 月至 8 月股份转让均履行必要审批程序，相关转让真实有效

2015 年 3 月至 8 月间的三次股份转让中，股份转让方与受让方在股份转让前均不存在关联关系或一致行动关系，且上述股份转让均已履行必要的审批程序并完成了工商变更登记手续，相关股权转让真实有效。

此外，曹岭、镇江恺润思、南昌云计算已出具《关于资产权属状况的承诺函》，承诺“本人/本企业合法持有香江科技股份有限公司的股份。对于本人/本企业所持标的公司股份，本人/本企业确认，本人/本企业已经依法履行相应的出资义务，不存在任何虚假出资、延期出资、抽逃出资等违反作为股东所应承担的义务及责任的行为，不存在可能影响标的公司合法存续的情况。

本人/本企业所持有的标的公司股权的资产权属清晰，不存在信托持股、委托持股的情形，不存在任何潜在法律权属纠纷。该等股权不存在质押、抵押、其他担保或第三方权益限制情形，也不存在法院或其他有权机关冻结、查封、拍卖该等股权之情形。

本人/本企业依法拥有该等股权的占有、使用、收益及处分权，该等股权的过户、转移或变更登记不存在法律障碍，若因所出售股权的任何权属瑕疵引起的损失或法律责任，将由本人/本企业承担。”

(三) 结合股东特点、前次股东入股贡献情况等，补充披露 2015 年 12 月股权转让和增资对应香江科技估值差异较大的原因及合理性、是否存在利益输送的情形

1、2015 年 12 月股份转让和增资的整体估值情况

香江科技于 2015 年 12 月进行了一次股份转让和一次增资，具体情况如下：

时间	内容	股份转让的原因、作价依据及合理性
2015年12月	沙正义、黎幼惠、曹岭、南通恺润思分别将其持有的香江科技尚未完成实缴的 8.07 万元、76.68 万元、284.51 万元、756.67 万元（合计 1,125.93 万元）认缴出资额无偿转让至沙正勇。该次认缴出资额对应的出资权利转让完成后，沙正勇合计应履行实缴义务的出资额为 2,042 万元，沙正勇出资 5,533.82 万元，其中 2,042.00 万元作为注册资本金，3,491.82 万元作为资本公积。南通恺润思将其持有的 300.00 万股股份（对应 300.00 万元实缴出资额）作价 813.00 万元转让至沙正勇。	本次股份转让系香江科技控股股东沙正勇为增厚自身持股比例，与其他股东协商一致后进行。本次股份转让作价系依据香江科技 2014 年度财务数据及生产经营情况，并参考香江科技 2014 年 12 月 31 日的每股净资产及 2015 年 3 月至 8 月的股份转让作价，由转让双方协商一致确定，按 27,148.78 万元的整体估值进行的。
	上海灏丞向香江科技出资 20,000.00 万元，其中 3,333.33 万元作为注册资本，16,666.67 万元作为资本公积。香江科技注册资本由 10,018.00 万元增至 13,351.33 万元。	本次增资系香江科技基于自身业务发展需要，引入财务投资者上海灏丞而进行的股权融资行为。本次上海灏丞增资价格主要依据香江科技的资金需求规模以及 IDC 行业估值水平，并由上海灏丞与香江科技协商一致确定，按 80,108.00 万元的整体估值进行的。

2、2015 年 12 月股份转让和增资对应香江科技估值差异较大的原因及合理性

2015 年 12 月股份转让的受让方沙正勇为香江科技控股股东，在香江科技的发展过程中起重要作用。沙正勇本次受让沙正义、黎幼惠、曹岭、南通恺润思合计持有的 1,125.93 万元认缴出资额以及镇江恺润思持有的 300.00 万元实缴出资额主要系出于增厚自身持股比例，同时纠正其于 2015 年 6 月转让的认缴出资权比例超过其所持有香江科技认缴出资总额的 25% 所做出决策。因此，本次股份转让作价经转让各方协商达成合意，与 2015 年 3 月至 8 月的股份转让作价保持一致。

2015年12月香江科技的增资方上海灏丞为香江科技新进财务投资人，本次增资主要系香江科技基于自身业务发展需要和资金需求而进行的股权融资行为。因此，本次增资对应香江科技整体估值主要考虑 IDC 行业的估值水平，按 80,108.00 万元的香江科技整体投后估值进行的转让。本次增资金额为 20,000.00 万元，对应香江科技整体投前估值为 60,108.00 万元，对应动态市盈率为 16.82 倍，与 IDC 行业及香江科技自身业绩发展趋势总体相吻合。

3、2015 年 12 月股份转让和增资不存在利益输送的情形的说明

从股份转让作价基础而言，2015 年 12 月股份转让及增资对应整体估值差异具备合理性。2015 年 12 月股份转让的作价系沙正义、黎幼惠、曹岭、南通恺润思与沙正勇合意达成的结果；2015 年 12 月增资对应的香江科技整体估值，系香江科技基于自身业务发展需要及资金需求，与新进财务投资者上海灏丞协商一致的结果，两次作价的差异源于受让股东不同的市场化诉求、身份特点及入股贡献情况。

从股份变动的程序而言，2015 年 11 月 1 日，沙正义、黎幼惠、曹岭、南通恺润思与沙正勇就认缴出资额转让事项签署《股权转让协议》，2015 年 11 月 17 日，南通恺润思与沙正勇就股份转让事项签署《股权转让协议》，2015 年 11 月 16 日，经香江科技股东大会决议通过，香江科技根据前述股份转让事项相应修改了其《公司章程》。2015 年 12 月 25 日，香江科技完成了变更后的《公司章程》工商备案登记。此外，2015 年 12 月 2 日，香江科技股东大会作出决议，同意香江科技注册资本增至 13,351.33 万元，新增 3,333.33 万元注册资本由上海灏丞以货币形式认缴。上海灏丞与香江科技及沙正勇就上述增资事项签署《香江科技股份有限公司投资协议》。

综上所述，2015 年 12 月的股份转让与增资的作价基础不同，但都履行了必要的审议和批准程序，符合相关法律法规及公司章程的规定，不存在违反限制或禁止性规定而转让的情形，均不存在利益输送的情况。

（四）结合上述历次股权转让和增资与本次交易之间香江科技收入和盈利变化情况、对应市盈率情况、控股权溢价和同行业可比交易等，量化分析并补充披露上市公司前次股权转让和增资对应估值与本次交易作价差异的原因及合理性

1、上述股份转让和增资对应估值与本次交易作价差异的原因

香江科技上述股份转让及增资价格均由股份变动方协商确定，各方考虑的定价因素包括香江科技净资产情况、业务发展情况、企业发展方向、未来盈利能力、前次增资或转让价格及股份转让/增资性质等，上述股份转让及增资定价未经评估。

本次交易为城地股份根据自身发展战略进行的市场化并购行为，对于香江科技 100%股份的作价是以评估机构出具的评估结论为基础协商确定的。根据中联评估师出具的《香江科技评估报告》，对本次交易拟购买的标的资产采用了资产基础法和收益法进行评估，最终评估结论采用收益法评估结果，截至 2018 年 3 月 31 日，香江科技全部股东权益的评估价值为 233,302.97 万元。经交易各方协商确定，本次香江科技 100%股份的交易对价为 233,300.00 万元。评估机构充分考虑了香江科技的行业特点、行业地位、技术实力、管理团队、客户资源等可对未来盈利能力产生较大影响因素的价值，并结合了 2018 年 IDC 行业发展的新情况、香江科技在手订单和未来市场情况等因素进行综合考虑。本次交易最终定价与上述股份转让及增资定价之间存在差异，主要原因包括：

（1）收入和盈利情况不同

香江科技 2014 年度、2017 年度营业收入分别为 19,779.39 万元、89,088.55 万元；香江科技 2014 年度、2017 年度归属于母公司所有者的净利润分别为 779.00 万元、6,639.13 万元。如下表所示，2014 年至 2018 年 1 至 3 月香江科技营业收入、净利润均大幅增加。

单位：万元

项目	2018 年 1-3 月	2017 年度	2016 年度	2015 年度	2014 年度
营业收入	13,963.78	89,088.55	49,009.96	25,596.17	19,779.39
利润总额	2,066.63	9,880.21	4,272.47	3,068.23	804.95
净利润	1,523.46	8,064.93	3,573.00	2,366.93	779.00
归属于母公司所有者的净利润	1,636.33	8,090.62	5,534.62	2,366.93	787.85

注：2014 年度、2015 年度财务数据未经审计

比较香江科技整体估值水平对当年净利润的估值倍数，则 2015 年香江科技股份转让对应整体估值水平对 2015 年净利润的估值倍数约为 11.43 倍，而本次交易对价对 2018 年承诺净利润的估值倍数为 12.96 倍，整体估值水平差异不大。

(2) 交易背景不同

本次交易系城地股份拟以发行股份及支付现金相结合的方式，购买香江科技 100% 股份。本次交易是上市公司拓展优化业务结构、布局高增长的战略性新兴产业的重要举措。通过本次交易，上市公司将有效形成传统业务与新兴数据中心服务业务并行发展的良好态势，开拓并深耕 IDC 领域，反哺主业，增强建筑施工业务的技术能力和市场竞争力，使得上市公司核心竞争力得到进一步提升。鉴于本次交易是上市公司对香江科技整体收购，上市公司通过本次交易取得了香江科技的控制权，本次交易估值内含了香江科技的控制权溢价。

(3) 估值方法不同

本次交易是以 2018 年 3 月 31 日作为评估基准日对香江科技进行评估作价，评估机构在综合考虑香江科技技术优势、客户关系等资源价值的情况下，采用收益法评估结果作为香江科技 100% 股份的评估值，而 2015 年间进行的数次股份转让主要是根据相关转让方与受让方的商业安排，参考 2014 年的财务状况及 2014 年 12 月 31 日的净资产情况，经转让各方协商一致确定的。评估和定价方式的不同亦导致了上述股份转让与本次交易定价的差异。

(4) 承担风险义务不同

2015 年股份转让及增资时，交易各方并未约定业绩承诺与补偿。本次交易中，香江科技股东沙正勇、谢晓东、镇江恺润思、扬中香云、曹岭对香江科技 2018 年、2019 年及 2020 年的净利润实现情况进行了承诺，并签署了《盈利补偿协议》，承担了业绩承诺与补偿的风险。

综上所述，2015 年股份转让和增资与本次交易，在经营状况、交易背景、估值方法、承担的风险义务等方面均存在不同，使得本次交易中香江科技的整体估值相比 2015 年增值较多。

2、上述股份转让和增资对应估值与本次交易作价差异的合理性

(1) 上述股份转让及增资与本次交易的市盈率情况

香江科技上述股份转让和增资对应估值与本次交易对应的动态市盈率情况如下：

单位：万元

序号	估值交易	动态市盈率参考时点	净利润	香江科技估值	动态市盈率
1	2015 年 1 月股份转让	2015 年	2,366.93	32,558.50	13.76
2	2015 年 3 月股份转让	2015 年	2,366.93	27,048.60	11.43
3	2015 年 6 月股份转让	2015 年	2,366.93	27,048.60	11.43

序号	估值交易	动态市盈率参考时点	净利润	香江科技估值	动态市盈率
4	2015年8月股份转让	2015年	2,366.93	27,048.60	11.43
5	2015年12月股份转让	2016年	2,366.93	27,048.60	11.43
6	2015年12月增资	2016年	3,573.00	60,108.00	16.82
7	本次交易	2018年	18,000.00	233,300.00	12.96

注：2015年12月增资对应香江科技整体估值为投前估值；净利润为香江科技在动态市盈率参考时点当年的净利润或承诺净利润。

因此，2015年3月至12月香江科技股份转让对应的整体估值及动态市盈率与本次交易对应的动态市盈率相比差异不大，具有合理性。

2015年1月进行的股份转让作价依据由于考虑了无锡瑞明博、上海瑞经达及盛慧三方投资人的投资成本和业绩补偿情况，因而转让价款对应的整体估值及动态市盈率相对略高。2015年12月香江科技增资的估值定价依据为香江科技的资金需求规模以及IDC行业估值水平，因此整体估值及动态市盈率相对略高。因此，2015年间的数次股份转让及增值对应整体估值与本次交易的估值差异具有合理性。

(2) 同行业可比交易市盈率情况

参考最近上市公司并购IDC行业企业的相关案例，其估值情况如下：

序号	收购方	标的公司	标的公司动态市盈率
1	光环新网	科信盛彩	14.66
2	华星创业	互联港湾	15.28
3	浙大网新	华通云数据	14.24
4	中通国脉	上海共创	14.77
5	天音控股	天音通信	22.33
6	恒泰实达	辽宁邮电	17.06

序号	收购方	标的公司	标的公司动态市盈率
7	华宇软件	联奕科技	19.58
8	科华恒盛	天地祥云	17.00
平均值			17.50

数据来源：wind 资讯

与同行业可比交易相比，香江科技上述股份转让和增资对应估值的动态市盈率在 11.43 至 16.82 之间，处于可比交易动态市盈率的合理范围内。因此，2015 年间的数次股份转让及增值对应整体估值与本次交易的估值差异具有合理性。

（五）结合上述入股股东的持股时间、持股成本等，补充披露按各自股份被收购对价计算的总收益率和年化收益率。

2018 年 4 月，镇江恺润思分别与谢晓东、汤林祥签署的《股权转让协议》，镇江恺润思将其持有的香江科技 347.13 万股股份（对应 347.13 万元实缴出资额）和 612.34 万股股份（对应 612.34 万元实缴出资额）分别作价 6,065.80 万元和 10,700.00 万元转让至谢晓东、汤林祥；同月，上海灏丞分别与宜安投资、曦华投资、福田赛富、厦门赛富、马鞍山固信、天卿资产签署的《股权转让协议》，上海灏丞将其持有的香江科技 133.51 万股股份（对应 133.51 万元实缴出资额）、133.51 万股股份（对应 133.51 万元实缴出资额）、298.03 万股股份（对应 298.03 万元实缴出资额）、298.03 万股股份（对应 298.03 万元实缴出资额）、572.28 万股股份（对应 572.28 万元实缴出资额）及 897.97 万股股份（对应 897.97 万元实缴出资额）分别作价 2,332.48 万元、2,332.48 万元、5,207.70 万元、5,207.70 万元、9,999.95 万元及 15,687.60 万元转让至宜安投资、曦华投资、福田赛富、厦门赛富、马鞍山固信、天卿资产。

本次交易，上市公司拟通过发行股份及支付现金的方式，购买沙正勇、谢晓东等 15 名交易对方合计持有的标的公司 100.00% 股份。其中，上市公司拟作价 11,629.94 万元购买曹岭持有的标的公司 4.98% 股份，拟作价 29,679.85 万元购买

镇江恺润思持有的标的公司 12.72% 股份，拟作价 7,766.10 万元购买南昌云计算持有的标的公司 3.33% 股份，拟作价 17,473.91 万元购买上海灏丞持有的标的公司 7.49% 股份。

根据曹岭、镇江恺润思、南昌云计算和上海灏丞作为香江科技股东期间以及拟通过本次交易获得的收益，上述入股股东退出香江科技时收益测算如下表所示：

单位：万元

股东名称/ 股东姓名	购入成本	累积收益	总收益率 (%)	年化收益率 (%)
曹岭	3,000.00	12,829.94	327.66%	66.59%
镇江恺润思	8,000.00	46,445.65	480.57%	78.35%
南昌云计算	1,200.00	7,766.10	547.18%	86.35%
上海灏丞	20,000.00	58,241.82	191.21%	55.29%

(六) 中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司补充披露：香江科技前次股权转让和增资对应估值与本次交易作价差异的原因及合理性。以上分析内容具有合理性。

2、(原问题 15) 申请文件显示，2015 年 6 月，香江科技收购北京香江建业电子系统工程有限公司（以下简称香江建业）进入 IDC 系统集成业务。请你公司结合香江科技收购香江建业对价、香江建业收入和净利润占比、系统集成业务发展情况、未来发展规划等，补充披露收购香江建业的必要性、收购香江建业对本次评估值的影响、前次收购香江建业对价与本次香江建业评估值差异的合理性、是否存在拼凑利润的情形。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一) 香江科技收购香江建业的必要性

1、香江建业的收购对价

2015年6月，香江科技完成了对香江建业100%股权的收购，交易价格为2,000.00万元。截至2015年5月31日，香江建业的总资产为2,002.89万元，负债为25.61万元，净资产为1,977.28万元。本次收购香江建业的交易对价系经转让双方协商，按照香江建业注册资本2,000.00万元确定的。

2、收购香江建业是香江科技布局 IDC 产业上下游、获取协同优势的重要举措

在IDC产业链中，IDC系统集成商负责数据中心机房的规划、建设以及机房内部各配套系统的采购、集成和安装，是IDC设备与解决方案领域的下游。香江科技作为在IDC设备领域拥有多年技术和经验积累，并具有一定市场知名度的IDC解决方案提供商，凭借自身覆盖IDC机房各主要系统的完善产品种类以及对相关设备的深入理解，在切入系统集成业务时具有天然的优势。同时，IDC系统集成业务的订单又可为设备与解决方案业务提供良好的市场机会，香江科技可凭借覆盖设备与系统集成的综合性服务模式以及成本优势获取IDC项目的整体订单，进一步提升原有设备与解决方案领域的市场占有率。此外，在完成对IDC系统集成领域的业务布局和经验积累后，香江科技进一步将业务拓展至IDC运营管理服务，实现了对于IDC全产业链的覆盖，为香江科技后续业务的持续增长奠定了基础。因此，收购IDC系统集成领域的企业是香江科技实现自身发展战略的重要举措，可与原有业务形成有效协同，具有商业合理性和必要性。

同时，在香江科技收购香江建业前，香江建业拥有机电安装工程施工总承包二级资质。因此，在完成收购后香江科技可凭借香江建业完备的资质和香江科技的技术储备迅速打开系统集成业务的市场。

3、香江建业为香江科技的业务规模的拓展和经营业绩的提升起到重要作用

在完成对香江建业的收购后，香江科技的业务板块从原有的 IDC 设备与解决方案扩展至 IDC 系统集成领域，并实现了系统集成业务板块经营业绩的快速增长。2016 年和 2017 年，香江科技的 IDC 系统集成业务板块分别实现营业收入 15,231.75 万元和 20,341.77 万元，增长率为 33.55%，实现净利润分别为 1,116.73 万元和 2,008.55 万元，增长率达 79.86%，为香江科技整体经营业绩的提升和市场规模的进一步扩大起到了重要作用。

综上所述，香江建业收购香江建业是实现自身打通 IDC 产业长下游，提升业务协同优势的有效举措，为香江科技业务规模的扩大、综合竞争能力的提升以及经营业绩的大幅增加均有重要作用，具备合理性和必要性。

(二) 收购香江建业对本次评估值的影响、前次收购香江建业对价与本次香江建业评估值差异的合理性

本次交易中，对标的资产的评估采用收益法的评估结果。香江科技的收益法估值是将香江科技（合并口径）在未来预期的净现金流量折现得出的，故未对香江建业单独进行收益法评估。报告期内，香江科技的 IDC 系统集成业务主要以香江建业作为业务主体，因此以香江科技 IDC 系统集成业务板块的盈利预测为基础，测算香江科技 IDC 系统集成业务板块的估值（业务板块经营资产价值）约为 6.6 亿元，即香江建业在本次交易中的评估值约为 6.6 亿元。根据 2018 年该业务板块的预测净利润 5,549.10 万元，则香江建业在本次交易中评估值对应的动态市盈率为 11.89 倍，与同行业其他可比交易案例中标的资产的动态市盈率对比情况如下：

股票代码	证券简称	标的资产	动态市盈率
600797	浙大网新	华通云数据	14.24
300383	光环新网	科信盛彩	14.66
000829	天音控股	天音通信	22.33

股票代码	证券简称	标的资产	动态市盈率
300513	恒泰实达	辽宁邮电	17.06
300271	华宇软件	联奕科技	19.58
002396	星网锐捷	升腾资讯	14.48
603559	中通国脉	上海共创	14.77
300025	华星创业	互联港湾	15.28
002335	科华恒盛	天地祥云	17.00
平均值			16.60
香江建业			11.89

与同行业可比交易案例中标的公司的动态市盈率相比，本次交易中香江建业的动态市盈率处于合理水平。

与香江科技收购香江建业时的对价相比，本次交易中香江建业的评估值增长较大。其主要原因系自香江科技完成对香江建业的收购后，香江建业的经营业绩实现了显著增长。同时，随着香江科技在 IDC 系统集成领域的市场竞争力逐步提升，在手订单亦有大幅增加，未来业绩预计将取得进一步显著增长。

1、香江建业的总资产和净资产快速增长

报告期内，香江建业的总资产和净资产情况如下：

单位：万元

项目	2018年3月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	27,605.12	26,204.95	10,745.25
净资产	5,758.28	5,700.80	3,692.25

2、香江建业盈利水平的显著提升及良好的盈利预期

报告期内，香江建业的营业收入和净利润情况如下：

单位：万元

项目	2018年1-3月	2017年度	2016年度
营业收入	611.72	20,341.77	15,231.75
净利润	57.49	2,008.55	1,116.73

2015年6月在完成对香江建业的收购后，香江科技正式进入IDC系统集成业务领域。2016年度，香江建业尚处于市场开拓和积累阶段，实际完成验收并确认收入的项目较少。2017年度随着香江科技在IDC设备与解决方案领域的业务资源积累，系统集成业务协同效应开始显现。

香江建业的主要项目情况如下所示：

项目	项目时间	收入金额（万元）	项目进度情况
上海启斯项目	2015年	801.89	已验收
上海颀桥项目	2016年	4,318.98	已验收
上海启斯项目	2016年	10,912.78	已验收
湖州华为项目	2017年	12,200.57	已验收
扬州华云项目	2017年	4,715.73	已验收
上海启斯项目	2017年	3,425.47	已验收
湖南移动项目	2018年	611.72	已验收
南京香华项目	2018年	17,150.09	已验收
青浦智慧城市项目	2018年	2,380.00	已验收
湖南移动项目	2018年	634.00	已完工
交叉中心机房项目	2018年	1,355.00	已完工
铜仁智慧城市项目	2018年	1,125.00	已完工
北京顺诚项目	2018年	26,000.00	正在执行
汇天项目	2018年	32,000.00	正在执行

3、未来IDC系统集成的市场容量将进一步扩大

从 IDC 系统集成领域的市场发展情况来看，首先是运营商加大对新机房的投入，如中国电信和中国联通，它们将一部分原来由各省控制的资源划到集团统一管理，以提升资源整合和对大客户的销售能力。其次，受行业需求增大等因素的影响，第三方 IDC 运营公司新建机房数量不断增加。我国 2017 年底 IDC 机房建设面积为 352 万平方米，预计到 2020 年将达到 772 万平方米。未来年度，随着 IDC 机房建设的快速增加，香江科技的 IDC 系统集成业务预计将保持持续增长。

单位：万平方米

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
建筑面积	208	270	352	457	594	772
新增建筑面积	-	62	82	105	137	178
新增建筑面积增长率	-	-	32.3%	28.0%	30.5%	29.9%

数据来源：中研普华产业研究院

（三）收购香江建业是香江科技布局 IDC 产业链的重要举措，不存在为本次交易拼凑利润的情形

香江科技于 2015 年 6 月完成对香江建业的收购，且收购前香江建业尚处于起步阶段，经营规模较小。本次交易上市公司自 2018 年 1 月 25 日起停牌，与香江科技收购香江建业在时间上相距较久，与本次交易并非一揽子交易。

另一方面，香江科技对于香江建业的收购是在深耕 IDC 设备与解决方案领域多年后，为了实现向 IDC 产业链下游环节的拓展，发掘产业上下游协同优势的战略举措，具有商业合理性。在收购完成后，香江科技 2016 年、2017 年 IDC 系统集成业务实现了快速发展，系统集成业务与设备和解决方案业务的协同优势开始展现，香江科技相较于其他业务领域较为单一的竞争对手的体系化、综合性竞争优势得以加强，收购香江建业的战略意图得到了较好的实现。

综上所述，香江科技收购香江建业是贯彻自身打通 IDC 产业链上下游，布局 IDC 系统集成业务的战略举措，与自身的发展目标相一致，具有商业合理性，不存在为本次交易拼凑利润的情形。

（四）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司补充披露：收购香江建业对本次评估值的影响，前次收购香江建业对价与本次香江建业评估值差异的合理性。以上分析内容具有合理性。

3、（原问题 16）申请文件显示，香江科技主要产品包括微模块系列、云动力系列和接入网系列产品。其中，微模块系列主要包括数据中心机房内的机柜、精密配电柜、综合布线、智能数据母线、冷通道等；云动力系列主要包括高压柜、低压柜、配电箱、配电柜等；接入网系列主要包括数据中心机房外的户外机柜、光缆分纤箱等。香江科技产品所需主要原材料包括钢板、铜排等，主要生产加工过程涵盖折弯、冲孔、焊接、表面处理、喷涂及绝缘包裹、元器件组装、接线、通电调试、软件设置与调试、运转测试、出厂检验等步骤。同时，香江科技多项生产技术处于研发测试阶段、在研产品均将在 2018 年底前开始批量生产。请你公司：1）结合香江科技技术储备、具体生产工艺和过程、同行业公司情况等，补充披露香江科技生产加工技术的核心竞争力、是否承担关键生产环节、是否存在外购设备直接销售的情况、香江科技的核心技术能否保证其持续盈利能力。2）补充披露香江科技主要在研生产技术和产品的最新研发进展、收益法评估中预测的研发费用是否考虑上述研发计划。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合香江科技技术储备、具体生产工艺和过程、同行业公司情况等，补充披露香江科技生产加工技术的核心竞争力、是否承担关键生产环节、是否存

在外购设备直接销售的情况、香江科技的核心技术能否保证其持续盈利能力

1、香江科技生产加工技术的核心竞争力

(1) 雄厚的技术储备

香江科技较早涉足 IDC 设备和解决方案领域，凭借对配电设备、空调系统、智能母线等多种 IDC 机房核心配套设备的技术积累和深入理解，后续成功切入了 IDC 系统集成领域和 IDC 运营管理及增值服务领域。目前，香江科技在 IDC 领域已经拥有了较为完整的业务资质。

香江科技高度重视技术研发，通过不断加大研发投入力度，扩充专业研发团队，取得了丰硕的成果。目前香江科技已取得了高新技术企业资质，具有 2 项商标、86 项发明专利、163 项实用新型专利、11 项外观设计专利、16 项计算机软件著作权及 4 项域名。香江科技拥有一支成熟的技术团队，核心技术人员均拥有多年的通信及相关行业经验，对通信行业与互联网行业的发展及技术动态有着深刻的认识，在行业内具有较强的影响力。

同时，香江科技持续投入新产品、新技术的研发，截至 2018 年 8 月 31 日，香江科技已受理待批准的专利如下表所示：

序号	专利名称	专利申请号	实施状态	申请类型
1	具有相变蓄冷的双冷凝器数据中心冷却系统及其控制方法	201610273460.0	已受理	发明
2	母线槽插接箱锁紧机构	201610256207.4	已受理	发明
3	一种便于检修的室外通信机柜	201610262126.5	已受理	发明
4	一种具有防雾霾腐蚀功能的户外通信柜	201610259480.2	已受理	发明
5	一种易安装可调节的防尘母线槽	201610272671.2	已受理	发明
6	一种具有高效散热防尘功能的低压配电设备	201610257307.9	已受理	发明

序号	专利名称	专利申请号	实施状态	申请类型
7	一种具有除湿降温功能的低压配电设备	201610256485.X	已受理	发明
8	一种具有高效散热防尘功能的低压配电设备	201610261992.2	已受理	发明
9	一种具有分区散热功能的通信机房	201610357389.4	已受理	发明
10	一种具有高效防潮功能的插接式母线槽	201610356662.1	已受理	发明
11	一种可调式母线槽	201610356017.X	已受理	发明
12	一种相变储能双蒸发器太阳能热泵采暖系统及其控制方法	201610356713.0	已受理	发明
13	一种可抬升的防水户外通信机柜	201610472485.3	已受理	发明
14	一种便于拆装的母线槽壳母线槽	201610474968.7	已受理	发明
15	一种母线插接箱	201610466275.3	已受理	发明
16	一种基于数据中心 IT 设备余热回收的综合冷却系统及控制	201610526411.3	已受理	发明
17	一种智能低压配电柜	201610520743.0	已受理	发明
18	一种防脱式开关柜电缆连接头	201610587197.2	已受理	发明
19	一种带散热功能的防潮开关柜	201610590918.5	已受理	发明
20	智能防火型母线	201610588944.4	已受理	发明
21	一种智能型低压母线槽	201610588942.5	已受理	发明
22	一种安全型配电柜	201610586310.5	已受理	发明
23	具有高防护性能的通信配电柜	201610586701.7	已受理	发明
24	一种便于拆装的母线槽连接器	201610716080.X	已受理	发明
25	一种防脱式母线槽分接单元插接件	201610721290.8	已受理	发明
26	一种基于云动力的智能配电箱及智能配电箱管理系统	201610720647.0	已受理	发明
27	一种耐火母线槽	201610720452.6	已受理	发明
28	一种模块化微型数据中心	201610715533.7	已受理	发明

序号	专利名称	专利申请号	实施状态	申请类型
29	一种节能型数据中心	201610715685.7	已受理	发明
30	一种新型防脱落连接器、母线槽	201610721306.5	已受理	发明
31	一种新型走线架	201610720897.4	已受理	发明
32	一种智能程控组合轮换式无功补偿控制方法	201610860394.7	已受理	发明
33	母线槽插接箱新型插接结构	201610911778.7	已受理	发明
34	一种基于数据中心的模块化电池网络系统	201710098573.6	已受理	发明
35	一种基于数据中心的备用电池管理系统	201710098589.7	已受理	发明
36	一种云数据处理系统	201710168898.7	已受理	发明
37	一种数据中心多冷源冷却节能系统及其控制方法	201810034918.6	已受理	发明
38	一种数据中心多冷源模块化分区冷却节能系统及控制方法	201810035055.4	已受理	发明
39	一种数据中心多冷源冷却节能系统	201820059933.1	已受理	实用
40	一种低压大功率电源分配单元	2018206357317	已受理	实用
41	一种分布式直流电池供电系统	2018104171892	已受理	发明
42	一种数据机房柜间能量调度管理系统及方法	2018104455803	已受理	发明
43	一种可调式母线槽	201821392925.5	已受理	实用
44	一种可有效散热的母线槽	201821338353.2	已受理	实用
45	一种腔体可调的节能型母线槽	201820385130.1	已受理	实用
46	一种通信机柜电源分配单元监控与无人值守预警系统	201410646390.X	已受理	发明
47	用于高密机房封闭式水冷机柜及智能化水冷控制系统	201510011155.X	已受理	发明

(2) 领先于同行业的技术优势

除重视新技术的开发与储备外，香江科技对于现有关键技术也在不断优化升级。“人无我有，人有我优”的技术策略，使得香江科技相较同行业公司有着较强的技术优势。以香江科技开发的分布式直流电源系统均流技术以及分布式电源直流系统后备电池自动均容放电技术为例：

1) 分布式直流电源系统均流技术

当前主流的均流技术中，分布式电源为多个模块同时输出电流，为了保证效率和设备安全，需要各个模块电流输出保持基本均衡。

根据所采用的原理不同，这一技术又分为：

① 软件均流技术：该技术需要主控模块采集所有模块的实时电流输出，并计算出平均电流发送给各个模块，而后由各个模块自行调节电流输出。这一技术存在如下缺点：速度慢，调节速度为秒级；需要通讯线路支持；需要同一个设备上的模块才能完成。

② 硬件均流技术：这一技术采用均流母线方式，各个模块根据均流母线信号自动调节电流输出。硬件均流技术可以相对快速的实现实施调节。这一技术存在如下缺点：需要均流母线支持；需要同一个设备上的相同功率的模块才能完成。

香江科技所采用的技术：

通过使用“软件+硬件”的模式来实现均流，每个电池模块模拟带有内阻的输出方式，随着电流的增大，其输出电压会适当降低，从而达成均流的目标。其优势包括：无需通讯线；无需均流母线；不同设备的电池只要设定了内阻模式，即可以完成自动均流。

2) 分布式电源直流系统后备电池自动均容放电技术

现有主流技术中，分布式电源由多块后备电池模块做成，而电池模块的电容量可能不同（包括电量不同、电池损耗程度不同、电池生产批次不同等），在不

采用均容技术时，每个电池会均匀放电，当容量最小的电池发电完成后，UPS 整体供电能力下降。在这一条件下，可能造成部分电池有电，但已经不能提供功率输出的情况。

香江科技所采用的技术：

香江科技所采用的自动均容技术会根据负载状况和电池容量状况，自动调节每个电池的放电速度，最终达成所有电池同时放电完成的目标，最大化的利用电池容量，盘活了资产利用率。

（3）具有前瞻力的产品体系

随着互联网行业的持续高速发展，其对高密度计算的要求不断提升，对服务器等硬件性能提出更高要求的同时，也由于功率密度的不断提升而产生了高密度机柜的冷却问题、如何降低供电与冷却成本、如何进一步降低 PUE 等各类问题。根据行业发展趋势以及现有产品面临的诸多问题，香江科技研发针对性的产品，形成了一套具有前瞻力的产品体系。

以香江科技在研产品分布式电源系统(DPS)以及 MMX 母线测温系统为例：

1) 分布式电源系统（DPS）

DPS 是一种全新的为数据中心设计的分散式供电系统。它改变了传统集中式 UPS 的供电方式，将电源系统分散到每个机架当中，结合磷酸铁锂、三元铁锂新能源技术，具备体积小、重量轻、清洁无污染、优异的安全可靠性及良好的节能效果。

DPS 系统有效解决了传统的集中式供电方式的一系列弊端，如电力机房占地比例过大，初期建设成本过高，效率低、能耗高、投资收益差等，具有供电系统可靠性高、能源效率高、空间占位小等优势、投资收益好等优势。

2) MMX 母线测温系统

IDC 机房在长期运行中，母线接点、接头等部位会因老化、松动而导致接触电阻变大而发热，使相邻的绝缘部件性能劣化，更甚者会因击穿而造成事故。因此，IDC 运营过程中必须采取有效措施监测母线温度，有效防止母线故障发生。由于 IDC 的运行特点，母线全年均处于高压电位，且结构狭小、节点数量多，无法进行人工巡查测温，所以直接检测高压母线温度一直是 IDC 供电系统检测中的一个难题。针对这一问题，香江科技研发了 MMX 母线测温系统，可以有效解决测温难题。

该产品采用红外非接触测温技术，实时监测母线连接器部位的发热情况；每个连接器处根据需求配置 4 点或 8 点温度探头；通过有线或无线数据传输方式，将采集到的母线温度数据，实时的传送至 IDC 动环监测系统。当出现异常情况时，系统会以多种方式发出预报警信息，提示管理人员应对报警点予以重视或采取必要的预防措施。

2、香江科技自主承担关键生产环节

香江科技涉足 IDC 设备领域较早，目前已经形成了微模块系列、云动力系列和接入网系列产品三大产品线。其不同产品线产品差异较大、流程与工艺也有较大区别，主要生产加工过程包括涵盖折弯、冲孔、焊接、表面处理、喷涂及绝缘包裹、元器件组装、接线、运转测试、出厂检验等，香江科技自主承担生产流程中表面处理、喷涂及绝缘包裹、运转测试等关键环节的生产加工。

香江科技现有产品基本可以满足业务领域内的客户需求，但其也存在少量外采设备直接销售的情形，其原因主要是在 IDC 集成业务中，部分客户出于不同的设计以及使用习惯，要求香江科技在部分设备上使用特定厂家或特定型号的产品，香江科技为满足客户的个性化需求另行采购再予销售。

综上所述，香江科技凭借雄厚的技术储备、领先于同行业公司的技术优势、具有前瞻力的产品布局以及对于关键生产环节的自主承担，在生产技术方面保持

着较强的竞争力。与此同时，香江科技的核心竞争力也体现在经验丰富的管理团队以及长期稳定的客户群体上。香江科技的核心管理团队拥有多年通信和互联网行业经验，对行业发展趋势有深刻见解，能够引领香江科技紧跟行业发展趋势。香江科技与中国移动、中国联通、中国电信等主要电信运营商保持了长期稳定的合作关系，并成为华为、施耐德、ABB、西门子等国际著名企业的战略合作伙伴。以上因素均保证了香江科技盈利能力的稳定性和可持续性。

（二）香江科技主要在研生产技术和产品的最新研发进展、收益法评估中预测的研发费用是否考虑上述研发计划

截至本反馈意见回复签署日，香江科技主要在研生产技术和产品的最新研发进展及预计投入规模详见下表。

单位：万元

序号	技术（产品）名称	适用产品（领域）	研发阶段	2018年预计研发费用
1	交流电能监测技术	IDC 列头柜、IDC 末端母线监测	大批量生产	80
2	高压直流电能监测技术	IDC 直流列头柜、IDC 直流末端母线监测	大批量生产	60
3	末端交流母线监控系统（软件/硬件）	IDC 末端母线系统	大批量生产	120
4	红外温度监测技术	密集母线非接触式文件监测	研发测试阶段	50
5	分布式直流电源系统均流技术	分布式直流 UPS 系统	研发测试阶段	120
6	分布式电源直流系统后备电池自动均容放电技术	分布式直流 UPS 系统	研发测试阶段	150
7	微模块及监控系统（软件）	IDC 微模块系统	研发测试阶段	110
8	基于数据分析的母线温度检测自适应方法（软件）	IDC 末端母线系统	研发测试阶段	80

序号	技术（产品）名称	适用产品（领域）	研发阶段	2018年预计研发费用
9	基于相变材料的数据机房储能技术	IDC 系统集成领域	研发测试阶段	80
10	高压直流末端母线系统	数据中心机房配电	2018年6月样机完成，2018年8月进入测试阶段，12月底开始批量生产阶段。	320
11	分布式电源系统（DPS）	主要应用于单体、单列和通道型数据中心	2018年8月样机试制阶段，计划2018年9月进入测试阶段和开始批量生产阶段。	450
12	数据中心微模块	数据中心机房设备	2018年8月完成微模块结构和配电模块设计，9月份开始进行产品工业设计，计划2018年10月产品定型并完成测试。	500
13	BMC 母线槽温度检测报警系统	数据中心机房配电	研发项目现处于试验测试阶段，预计2018年12月份产品定型。	400
14	5G 户外数据边缘数据中心	物联网、云计算及边缘计算数据中心	2018年7月启动项目研发工作，现处于技术方案架构设计阶段。	400
15	通信机房分布式储能配电机柜	数据中心机房配电	2018年8月启动项目研发试制工作，9月份开始，在数据中心微模块中试用、测试。2018年12月底批量生产。	120
16	XJ-DPF01 型通信光电一体化机柜	通信户外光网络接入及配电	研发项目进行样机试制与客户小批量使用，需产品优化和通过第三方检测，项目完成时间2018年12月，同时开始批量生产。	180
17	BMA6 型数据中心用智能母线	数据中心机房配电	项目2018年8月进入产品试制和软件测试阶段	150

序号	技术（产品）名称	适用产品（领域）	研发阶段	2018年预计研发费用
			段，计划完成时间 2018 年 12 月。	
18	MMS 型数据中心智能配电式末端母线槽	数据中心机房配电	2018 年 9 月研发项目现已进入型材模具试制、主导电铜排设计和温度数据采集模块研发阶段，12 月底开始进行批量生产。	320
19	XJ-KYN28A 型数据中心防护型高压开关柜	数据中心机房配电	研发项目 2018 年 9 月开始智能操作单元设计和电缆端接防脱机构设计阶段。	260
总计				3,950

收益预测的研发费用系结合历史年度的研发情况进行估算，2018 年预计的研发费用为 3,950.14 万元，与上述在研项目总额一致，已充分考虑了上述研发计划。

标的公司研发计划主要应用于数据中心机房设备。为了保持其在行业内的核心竞争力与市场地位，标的公司需要保持相关应用技术的持续研发。一方面，标的公司需要不断扩充产品种类，以差异化的产品满足客户多样化的需求。另一方面，标的公司也需要在现有产品领域不断深入挖掘，同时引入新的技术，以凸显自身产品在同类产品中的竞争优势。随着标的公司业务规模逐渐增大，研发费用逐年增加。

综上所述，香江科技的收益预测中的研发费用已充分考虑研发计划的需要，能够满足未来技术升级与持续盈利的需要。

（三）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司补充披露：香江科技的收益预测中的研发费用已充分考虑研发计划的需

要，能够满足未来技术升级与持续盈利的需要。以上分析内容具有合理性。

4、（原问题 24）申请文件显示，截至评估基准日，香江科技 100% 股权收益法评估结果为 233,302.97 万元，增值率为 314.78%。请你公司结合香江科技的行业地位、核心竞争力、市场竞争以及同行业收购案例等，补充披露香江科技评估增值率较高的原因以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）香江科技评估增值情况

截至评估基准日 2018 年 3 月 31 日，香江科技归属于母公司所有者权益账面价值（合并报表口径）为 56,247.07 万元。根据中联评估师出具的《香江科技评估报告》的评估结果，本次评估采用资产基础法、收益法两种方式对标的资产进行评估，其中香江科技 100% 股权以资产基础法评估的价值为 68,962.81 万元，以收益法评估的价值为 233,302.97 万元。标的资产评估情况如下：

单位：万元

资产基础法			
账面净资产（母公司口径）	评估值	评估增值	评估增值率
61,217.74	68,962.81	7,745.06	12.65%
收益法			
账面净资产（合并口径）	评估值	评估增值	评估增值率
56,247.07	233,302.97	177,055.90	314.78%

本次评估以收益法的评估值 233,302.97 万元作为标的资产价值的评估结果。

（二）评估增值率较高的原因及合理性

1、香江科技拥有较高的行业认可度和市场地位

香江科技主营业务包括 IDC 设备及解决方案、IDC 系统集成以及 IDC 运营管理和增值服务。作为 IDC 行业中重要的市场参与者，香江科技在各业务板块均具备一定的市场竞争优势。

在 IDC 设备和解决方案业务领域，香江科技先后参与了北京奥运数字大厦、国家计算机信息安全中心、中国建设银行武汉灾备中心、中国信达安徽灾备中心等众多数据中心的建设，同时与国内三大运营商及华为、ABB、施耐德等众多业内知名企业建立了稳定的合作关系，在行业内具有较高的认可度。

在 IDC 系统集成业务领域，香江科技在 IDC 机房的咨询规划、施工建设和系统调试的过程中优势明显，并可凭借对各类设备的深入了解和丰富的项目经验提高 IDC 机房的机柜密度和 PUE 控制水平，在保证工程质量的前提下有效缩短工期，降低成本，形成自身优势。

在 IDC 运营管理及增值服务领域，香江科技全资子公司上海启斯运营的上海联通周浦数据中心二期项目严格按照美国 TIA-942 及国家 GB50174-2008 的 A 级数据中心标准建造，可容纳 3,649 台机柜。随着业务规模逐步扩展，该项目已吸引众多知名企业入驻。

2、市场竞争情况及香江科技核心竞争力

(1) 核心技术竞争优势

IDC 作为互联网时代的核心基础设施，是大数据、云计算等行业发展的前提，行业发展与更新速度快，技术门槛高。尤其是当前绿色 IDC 与模块化 IDC 的发展方向更对 IDC 的相关配套设备、集成水平以及后期运营维护提出了更高的要求。此外，随着定制化数据中心等新理念的出现和数据中心运营管理要求的不断提高，数据中心服务商需要不断提高技术水平以适应行业技术发展的需要。

香江科技凭借在 IDC 设备与解决方案领域多年的技术和创新积累，已经形成了完善的产品体系和成熟的创新机制。当前，香江科技自主研发的 XJ-WMK 系列微模块产品与 XJ-FRP 型室外一体化机柜等产品，以其抗震能力强、使用周期长等特点，获得市场广泛认可度。香江科技的分布式直流电源系统均流技术、分布式电源直流系统后备电池自动均容放电技术等核心技术也均处于研究测试阶段，技术储备丰富。此外，香江科技已经具有 2 项商标、6 项发明专利、163 项实用新型专利、11 项外观设计专利、16 项计算机软件著作权及 4 项域名。香江科技多年来专注于 IDC 产业相关技术的研究，具有一定的技术领先优势。

同时，香江科技拥有成熟的核心技术团队，从业经验涵盖电子信息、机电一体化、电气工程、自动化及通信、暖通专业，成员均具备多年技术开发和项目设计经验，在通信电源、智能配电、光网络接入及通信机房环境管理等方面研究成果卓著，取得多项发明专利与实用新型专利，在行业内具有较为明显的竞争优势。

（2）客户资源竞争优势

当前我国基础电信资源市场集中度高，国内三大电信运营商在带宽资源等方面具有垄断性优势。基础电信运营商在选择合作方时一般会选择合作时间长、市场声誉较好并具有一定规模的服务商，因此，缺乏业务与经验积累的新进入者通常难以短时间内建立自己的品牌从而获取市场份额。

香江科技当前主要客户包括国内三大电信运营商以及华为、德利迅达等行业知名企业。经过十余年的积累，香江科技依托服务质量、交付能力、技术实力、售后服务等优势，得到客户的认可，是行业内被广泛认可的合格供应商，客户粘性强。

（3）完备的行业资质

我国对电信行业实行行政许可制度，根据《中华人民共和国电信条例》的规定，从事增值电信业务的企业必须取得所在省、自治区、直辖市通信管理局批准

颁发的《增值电信业务经营许可证》，在两个以上省、自治区、直辖市开展业务的需取得工信部批准颁发的《跨地区增值电信业务经营许可证》。监管部门在进行许可证申请审核时，对申报企业的技术及资金实力均有较高要求，行业进入许可制度构成进入本行业的主要障碍。

香江科技在行业内深耕多年，在行业内已经具备坚实的基础。同时，凭借其对 IDC 行业的深入理解，香江科技近年来不断拓展产品和服务领域。目前，香江科技已取得高新技术企业资质，同时在 IDC 领域拥有了较为完整的业务资质，具备满足客户多样化需求的可能性，市场竞争优势明显。

主体	资质
香江科技	增值电信业务经营许可证
香江建业	机电工程施工总承包贰级
	市政公用工程施工总承包叁级
	环保工程专业承包叁级
	建筑工程施工总承包叁级
	输变电工程专业承包叁级资质
	信息系统集成及服务资质证书（叁级）
香江系统工程	电子与智能化工程专业承包壹级资质

（4）体系化综合竞争优势

当前国内 IDC 企业主要以提供 IDC 运营管理及增值服务为主，业务种类相对单一，产品与服务的同质化特征较为明显。以 IDC 运营及增值业务为主的第三方 IDC 服务商，其市场份额主要来自于存量 IDC 机房的竞争。运维服务商与电信运营商及 IDC 业主方多为长期合作关系，正常情况下第三方服务商较少被更换。因此，当前行业中业务种类单一的第三方 IDC 服务商的增长空间较为有限。

香江科技布局 IDC 产业时间较早，经过多年的积累，最早布局的 IDC 设备与解决方案业务在行业中具有深厚的基础。凭借其战略性前瞻眼光以及在配电设备、空调系统、智能母线等多种 IDC 机房核心配套设备的技术积累，香江科技此后又成功切入 IDC 系统集成领域和 IDC 运营管理及增值服务领域，逐步形成 IDC 产业链一体化的业务格局。一方面，香江科技的 IDC 设备和解决方案业务可以覆盖 IDC 机房建设所需的大部分配套设备。凭借对上游硬件设施的掌控，香江科技在 IDC 系统集成业务的市场竞争中具有较好的成本和经验优势。另一方面，在取得 IDC 项目的设备供应和系统集成业务后，凭借从项目初期规划到建设完成的过程中积累的服务和管理经验，香江科技承接后续 IDC 机房运营管理和增值服务业务具有显著优势。通过增强对于 IDC 产业链中提供产品与服务的覆盖面，香江科技各业务板块协同发展，从而打通了从上游设备到中游建设和集成，直至下游运营管理和增值服务的 IDC 产业链中的多个环节，以其综合化的竞争优势实现市场份额的稳步提升与业务规模的发展壮大。

3、同行业收购案例

近期上市公司可比交易案例情况如下：

证券简称	标的资产	对应香江科技业务板块	P/B	P/E	三年平均 P/E
浙大网新	华通云数据	IDC 运营管理及增值服务	4.40	14.24	11.21
光环新网	科信盛彩	IDC 运营管理及增值服务	5.36	14.66	10.73
恒泰实达	辽宁邮电	IDC 设备及解决方案	3.98	17.06	14.84
华宇软件	联奕科技	IDC 系统集成业务	7.83	19.58	13.53
星网锐捷	升腾资讯	IDC 设备及解决方案	7.78	14.48	11.14
中通国脉	上海共创	IDC 运营管理及增值服务	13.03	14.77	11.28
华星创业	互联港湾	IDC 运营管理及增值服务	9.73	15.28	11.50
科华恒盛	天地祥云	IDC 运营管理及增值服务	9.83	17.00	12.14

证券简称	标的资产	对应香江科技业务板块	P/B	P/E	三年平均 P/E
平均值			7.74	15.88	12.05
城地股份	香江科技		4.15	12.94	9.99

注：PB=评估值/归属于母公司所有者权益；
PE=交易对价/标的资产第一年承诺利润；
三年平均 PE=交易对价/标的资产三年承诺利润的平均值。

考虑到香江科技业务仍处于持续扩展期，收入规模和净利润水平较低。本次交易中，香江科技的市净率、市盈率均低于上市公司收购互联网数据中心业务资产交易案例中相应指标的平均值，定价具有合理性。

（三）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司补充披露：香江科技的行业地位、核心竞争力、市场竞争以及同行业收购案例等，认为香江科技评估增值率较高系香江科技有较高的市场认可度、市场地位及核心竞争力，增值率高具有合理性。以上分析内容具有合理性。

5、（原问题 25）申请文件显示，收益法评估时，预测香江科技 2018 年 4-12 月产品设备收入 68,345.43 万元，毛利率 33.57%；系统集成业务收入 38,791.7 万元，毛利率 21%；运维服务收入 10,760.39 万元，毛利率 27.63%。2）根据在手订单情况，截至 2018 年 5 月底，产品板块在手订单 7.15 亿元，系统集成业务预计可实现收入 3.94 亿元。3)2018 年全年预测净利润为 17,913.9 万元。请你公司：

1) 结合最新经营数据、订单收入确认进展，分各产品类别补充披露 2018 年 4-12 月预测收入可实现性。2) 结合最新经营数据、同行业公司情况，分各产品类别补充披露 2018 年 4-12 月香江科技预测成本、毛利率，以及香江科技预测净利润的可实现性。3) 结合订单获取难易程度、行业发展趋势、市场竞争因素等，补充披露 2019 年-2023 年各业务板块收入的预测过程、依据，并结合可比公司预

测情况说明预测收入水平和预测增长率的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合最新经营数据、订单收入确认进展，分各产品类别补充披露 2018 年 4-12 月预测收入可实现性

根据《香江科技审计报告》，香江科技 2018 年的营业收入实现情况如下：

单位：万元

项目名称	2018年1-6月	2018年预计	占全年比例
IDC设备及解决方案	29,687.54	79,000.00	37.58%
IDC系统集成	14,045.61	39,403.42	35.65%
IDC运营管理及增值服务	6,190.85	13,454.99	46.01%
营业收入	49,924.00	131,861.30	37.86%

1、IDC 设备及解决方案

2018 年 1-6 月，IDC 设备及解决方案实现营业收入 29,687.54 万元，占全年预计收入 79,000.00 万元的 37.58%，IDC 设备销售存在一定的季节性。2017 年 1-6 月，IDC 设备及解决方案实现营业收入 25,873.67 万元，占全年收入 68,479.16 万元的 37.78%，同期占比较为接近。

截至反馈意见回复日，香江科技 IDC 设备及解决方案业务板块的在手订单统计情况如下：（1）已确认收入、已发货及已取得明确订单或报价确认合同的订单预计将于 2018 年 7-12 月确认营业收入 47,995.20 万元，占 2018 年 7-12 月预计营业收入 49,312.46 万元的 97.33%，订单覆盖率较高。（2）香江科技已中标三大运营商的集中采购项目包括：中国电信 2018 年 OCC 产品集中采购项目、中国电信低压成套开关设备采购项目、中国移动 2017-2018 年母线槽产品集中采购项目、中国移动 2018-2019 年光缆分纤箱产品集中采购等大额的集中采购项目，预

计将于 2018 年第四季度集中供货。结合订单、报价确认单及中标通知书等，香江科技预计 2018 年 IDC 设备及解决方案业务的营业收入有较强的可实现性。

2、IDC 系统集成

2018 年 1-6 月，IDC 系统集成实现营业收入 14,045.61 万元，结转的项目包括：湖南移动项目、南京香华项目、青浦智慧城市项目。截至本反馈意见回复签署日，香江建业已执行完毕的项目包括：湖南移动项目、交叉中心机房项目及贵州铜仁项目。香江建业正在执行的项目包括：北京顺诚一期项目（顺诚一期项目合同金额由 2.5 亿元增补到 2.95 亿元）、北京通州汇天 13 号楼和 17 号楼项目（合同金额总计 3.608 亿元，预计系统集成业务板块的合同金额为 1.8 亿元），其中顺诚一期项目预计于 2018 年 10 月底前完成验收，北京通州汇天 13 号楼和 17 号楼项目预计于 2019 年完工并验收。香江建业预计 2018 年 7-12 月将实现营业收入 25,757 万元，预计全年将实现营业收入 39,802 万元。香江科技预计 2018 年 IDC 系统集成业务的营业收入有较强的可实现性。

香江科技的 IDC 系统集成项目执行情况如下：

单位：万元

项目名称	合同金额	2018 年 7-12 月 营业收入	备注
湖南移动核心机楼水冷空调采购	1,515	634	已执行完毕
交叉中心机房专用制冷系统项目	1,586	1,355	已执行完毕
贵州省铜仁市智慧城市项目	2,759	1,125	已执行完毕
北京顺诚项目（一期）	29,500	22,643	正在执行
汇天 13 号楼和 17 号楼项目	18,000	暂无	正在执行

3、IDC 运营管理及增值服务

2018年1-6月，IDC运营管理及增值服务实现营业收入6,190.85万元，占全年预计收入13,454.99万元的46.01%；剔除机房改造收入631.95万元后为5,558.90万元，占全年预计收入13,454.99万元的41.31%。截至本反馈意见回复签署日，预计2018年9-12月上柜情况如下：（1）华为、京东、腾讯、中国银联等客户的498台（正在改造）；（2）华为的339台（已完成改造）。结合2018年8月底已上柜1,812台以及不需改造直接上柜的客户需求，预计2018年底上柜数量将达到2,773台。随着上柜率的持续提升，营业收入将持续增长，所以香江科技IDC运营管理及增值服务业务2018年4-12月营业收入有较强的可实现性。

（二）结合最新经营数据、同行业公司情况，分各产品类别补充披露2018年4-12月香江科技预测成本、毛利率，以及香江科技预测净利润的可实现性

1、香江科技预测成本、毛利率的可实现性

根据《香江科技审计报告》，香江科技的预测成本的实现情况如下：

单位：万元

项目名称	2018年1-6月	2018年4-12月预测	2018年预测	2018年1-6月营业成本占全年比重
IDC设备及解决方案	18,224.39	45,398.51	51,715.21	35.24%
IDC系统集成	10,951.00	30,638.11	31,129.90	35.18%
IDC运营管理及增值服务	4,595.07	7,787.02	9,977.89	46.05%
营业成本	33,770.46	83,823.64	92,823.00	36.38%

2018年1-6月的营业成本占全年比重合理，IDC设备及解决方案、IDC系统集成的营业成本占全年比重均低于收入占全年比重；IDC运营管理及增值服务板块随着机柜上柜率的不断提高，由于固定资产折旧、基础电费固定成本的存在，成本占比有所下降。

根据《香江科技审计报告》，香江科技的预测毛利率及销售净利率的实现情

况如下：

项目名称	2018年1-6月	2018年4-12月	2018年	差异
IDC设备及解决方案毛利率	38.61%	33.57%	34.54%	4.07%
IDC系统集成业务毛利率	22.03%	21.02%	21.00%	1.04%
IDC运营管理及增值服务毛利率	25.78%	27.63%	25.84%	-0.07%
香江科技净利率	15.67%	13.90%	13.59%	2.09%
香江科技毛利率	32.36%	28.90%	29.61%	2.75%

注：差异为2016年1-6月实际毛利率与2018年预计毛利率的差异。

2018年1-6月的毛利率实现情况良好，IDC设备及解决方案、IDC系统集成实际毛利率均高于盈利预测，IDC运营管理及增值服务板块随着机柜上柜率的不断提高，毛利率也将逐渐提升，2018年4-12月香江科技的预测成本、毛利率具有可实现性。

从净利润角度来看，香江科技2018年1-6月的净利润率为15.67%，高于全年预计的净利润率13.59%，主要原因系香江科技2018年1-6月实现非经常性损益1,339.90万元。从扣除非经常性损益后的净利润（承诺利润）角度来看，香江科技2018年1-6月的扣除非经常性损益后的净利润率为12.99%，略低于全年承诺净利润率的13.65%，主要原因系香江科技2018年1-6月营业收入占全年的比重略低，而企业日常经营中的固定成本导致净利率较低。随着2018年4-12月营业收入的增长，净利润率将有所提高。2018年4-12月香江科技的预测净利润具有可实现性。

2、香江科技预测净利润的可实现性

同行业可比公司毛利率、净利率情况如下：

2018年	毛利率	净利率
升腾资讯	30.62%	11.45%
辽宁邮电	46.10%	25.02%

科信盛彩	53.79%	30.28%
华通云	41.99%	27.09%
上海共创	44.47%	27.38%
互联港湾	32.40%	17.72%
天地祥云	26.81%	10.24%
联奕科技	58.58%	31.20%
平均值	41.85%	22.55%
香江科技	29.61%	13.59%

从上述可比公司来看，香江科技的毛利率和净利润率在可比交易案例的正常范围之内，预测较为合理，毛利率、净利率具有较强的可实现性。

综上，2018 年 4-12 月香江科技预测成本、毛利率、净利润有较强的可实现性。

（三）结合订单获取难易程度、行业发展趋势、市场竞争因素等，补充披露 2019 年- 2023 年各业务板块收入的预测过程、依据，并结合可比公司预测情况说明预测收入水平和预测增长率的可实现性

1、订单获取难易程度、行业发展趋势、市场竞争因素

（1）订单获取方面的优势

从香江科技获取的订单来看，香江科技 IDC 设备板块的主要客户分为运营商和其他 IDC 行业的客户。香江科技与中国电信、中国联通、中国移动分别自 2007 年、2009 年、2011 年开始合作，保持了长期稳定的合作关系。其他客户主要包括华为等，香江科技与华为自 2012 年开始合作，并于 2015 年签署了全面合作协议。香江科技凭借对通信行业及 IDC 的深入理解和前瞻性战略判断，较早布局了微模块产品体系，并形成了涵盖微模块总装、智能机柜、智能精密配电柜、

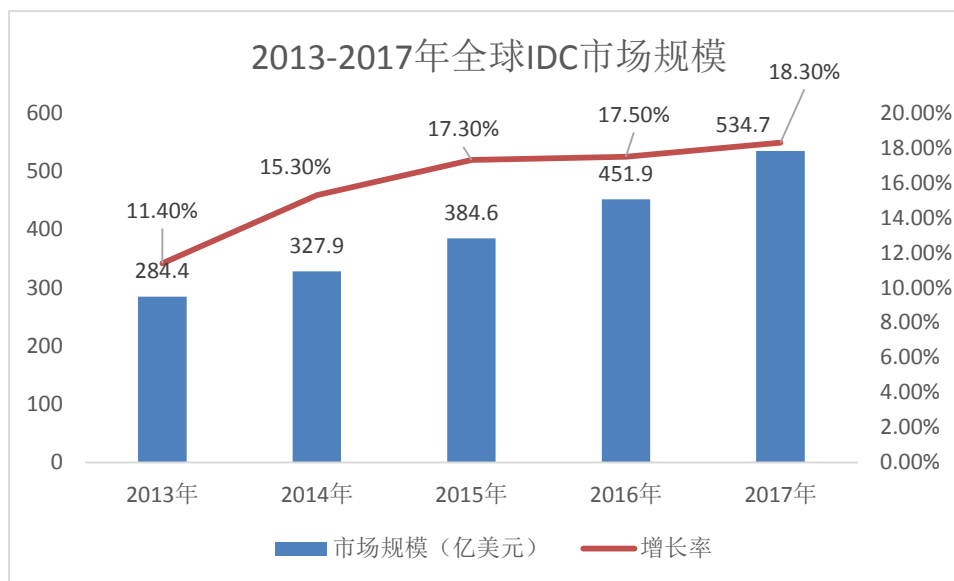
行/列间精密空调、模块化 UPS 等各类微模块系统的产品体系，为香江科技在未来模块化、智能化的绿色 IDC 发展过程中能始终保持竞争力提供了有力保证。

香江科技 IDC 系统集成订单的获取方式包括：战略合作、运营商合作、市场招投标等形式。香江科技与华为技术有限公司、汇天网络科技有限公司、北京贰零四玖云计算数据技术服务有限公司签署了战略合作协议，上述公司未来年度在 IDC 领域的投资将优先与香江科技进行合作。运营商于近年开始推行 ICT 业务招标模式，香江科技已入围重点地区的招标名录。香江科技正在接洽并有优先合作权的项目包括：南京香华项目二期、北京顺诚项目（二期、三期、四期）等，亦为系统集成业务板块未来年度的发展提供了保证。

上海启斯通过与上海联通合作，以机柜出租所获取的服务费及机房运营维护收入为主要收入来源。一线城市 IDC 机房因为政策限制，具有稀缺优势，长期供给不足，市场零售需求旺盛。未来年度的已租机柜数主要通过联通在上海地区出租机柜的经验数据、客户意向、正在（或完成）改造的机柜情况进行估算。

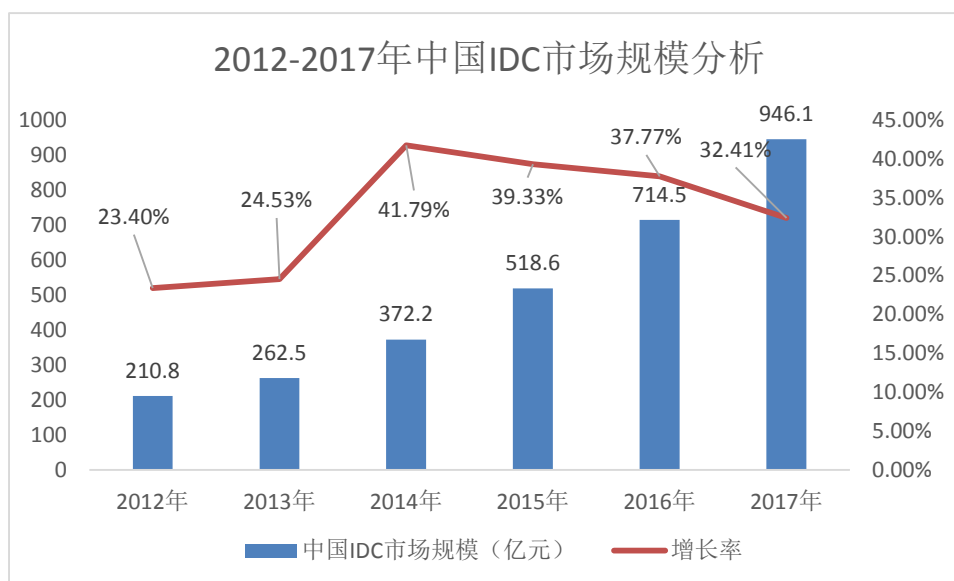
（2）行业发展趋势

移动互联网、高清视频点播/直播、大数据、人工智能、物联网以及基因测序等领域快速发展，带动数据存储、计算能力以及网络流量的大幅增长，促进 IDC 服务市场规模不断扩大。2013 年至今，全球 IDC 服务行业发展较快，尤其自 2014 年开始，增长速度逐渐提升，至 2017 年市场增速达到 18.30%，市场的整体规模达到 534.7 亿美元。增长速度的主要动力源于亚太、拉美地区，具体分析主要源于 IT 企业、互联网企业和电信企业自身业务支撑和拓展的强烈需求。



数据来源：中研普华产业研究院

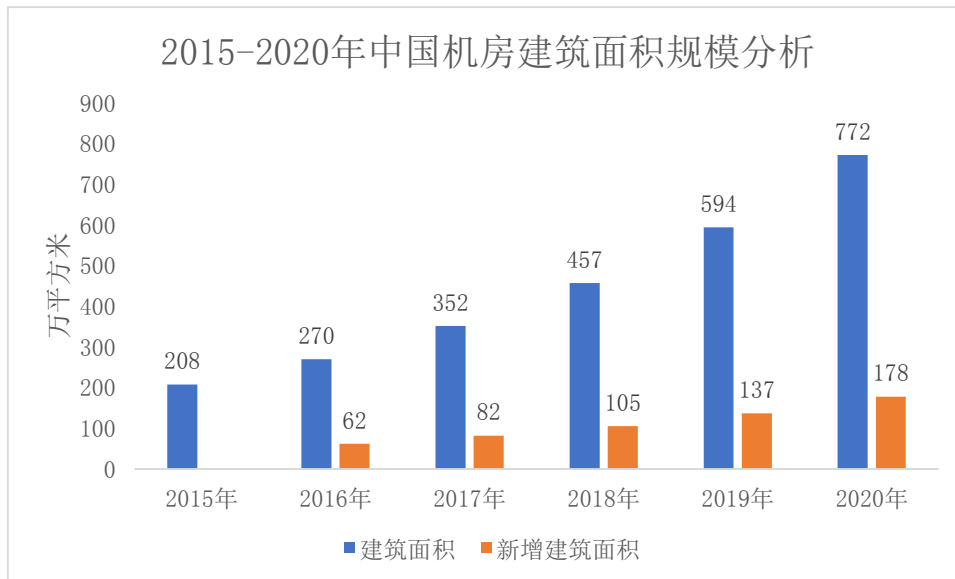
近几年中国 IDC 市场增长迅速，2017 年市场规模达到 946.1 亿元人民币，同比增速达到 32.41%，自 2012 年以后，政府加强政策引导，阿里云、腾讯云、华为等巨头进入市场，使得以基础资源出租的公有云市场增长迅速。到 2014 年，政策导向已初步见效。电信运营商近年来加大了对带宽的投资力度，电信网、广电网和互联网的融合进一步加速，“互联网+”推动传统行业信息化发展，由此带动 IDC 机房需求和网络需求持续增长。移动互联网和视频行业呈现爆发增长，游戏等行业增速稳定，这些领域客户需求的增长拉动了 IDC 市场整体规模。



数据来源：中研普华产业研究院

根据中国 IDC 圈发布的《2017-2018 中国 IDC 产业发展研究报告》，2017 年全球 IDC 市场规模达到 534.7 亿美元，增速达 18.3%，中国 IDC 市场依旧保持着平稳增长的态势，市场总规模为 946.1 亿元人民币，同比增长 32.4%。未来三年，中国 IDC 市场规模将持续增长，预计到 2020 年，中国 IDC 市场规模将超过 2,000 亿元。快速增长的行业规模和市场容量为标的公司预测期的经营业绩增长提供了充足的外部空间和良好的产业环境。

从行业发展情况来看，首先是运营商加大对新机房的投入，如中国电信和中国联通，它们将一部分原来由各省控制的资源划到集团统一管理，以提升资源整合和对大客户的销售能力。其次，受行业需求增大等因素的影响，第三方 IDC 公司大量新建机房。我国 2017 年底 IDC 机房建设面积为 352 万平方米，预计到 2020 年将达到 772 万平方米。未来年度，随着 IDC 机房建设行业的高速增长，香江科技 IDC 系统集成业务将保持一定的增长。



数据来源：中研普华产业研究院

(3) 市场竞争态势

我国 IDC 行业发展势头良好，行业有望维持高景气。近年来，随着全球以互联网、云计算、大数据、人工智能等为代表的数字经济的高速发展，众多行业对于网络基础设施——互联网数据中心（IDC）的服务需求持续提升，2017 年，全球 IDC 市场规模为 534.7 亿美元，同比增长 18.3%；我国 IDC 市场规模为 946.1 亿元，同比增长 32.4%，比全球增速高出 14 个百分点。随着“中国制造 2025”等国家战略的持续推进，互联网、云计算、大数据等 ICT 行业有望持续快速发展，IDC 市场需求有望持续增加。

1) IDC 设备与解决方案竞争格局

通信网络配线及信息化机柜制造行业是一个充分竞争的行业。我国通信运营商主要通过集采招标方式采购通信网络配线及信息化机柜产品，只有满足一定条件的供应商才能参与通信运营商的招标。目前，我国该行业厂商众多，主要分布在珠三角、长三角以及河北一带。随着通信技术的更替，部分不能适应市场转换、技术升级的传统厂家相继退出市场，而一些具有研发能力、生产能力、服务能力等综合实力的厂商则获得持续发展。

目前，行业内实力较强的公司有万马科技、日海智能、华脉科技、科信技术等。

2) IDC 系统集成业务竞争格局

随着“互联网+”潮流的扩张，以第三方电子商务平台为代表的产业和技术迅猛发展趋势的推动下，系统集成业务在众多行业中崭露头角，业务网络覆盖全球，服务应用涵盖金融、运营商与互联网、政府与公共服务等诸多领域。系统集成业务服务商立足市场，为客户提供互联网化与数字化转型的解决方案与服务，将客户需求与技术趋势紧密结合。

由于该领域兴起时间短，当前国内上市公司中包含 IDC 系统集成业务的仍然较为有限，且系统集成业务仅为其主营业务中的一部分。当前开展此类业务的可比上市公司有华东电脑、荣之联等。

3) IDC 运营管理与增值服务竞争格局

对于快速增加的网络数据中心服务商而言，竞争主要集中在服务和专业技术、安全性、可靠性和功能性、声誉和品牌知名度、资金实力、所提供服务的广度和深度以及价格上。市场竞争加剧，综合门槛提高，数据中心服务作为一个高可靠持续运营的服务，对于数据中心行业投资者和从业者都有较高的技术和运营能力的要求，面对激烈的市场竞争，对服务商在数据中心建设及运营能力方面提出更高要求。数据中心服务商的成本控制能力、持续运营能力以及保有核心技术团队的能力成为数据中心市场的重要门槛。

香江科技凭借超前的战略眼光，在原有的 IDC 设备与解决方案业务发展过程中积极布局 IDC 系统集成业务，同时取得开展该类业务所需的各项经营资质，为日后在 IDC 系统集成业务领域的持续扩张奠定基础。同时，通过以系统集成业务带动设备和解决方案业务、设备和解决方案业务反哺系统集成业务的良性协

同，香江科技实现了 IDC 产业链在产品和服务方面的延伸，市场竞争力进一步增强。

2、2019 年- 2023 年各业务板块收入的预测过程、依据

香江科技的主营业务为 IDC 相关设备及解决方案、IDC 系统集成以及 IDC 运营管理和增值服务。报告期，香江科技营业收入构成情况如下：

单位：万元

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
IDC 设备和解决方案收入	43,218.82	68,479.16	10,654.57
IDC 设备和解决方案收入增长率	-	58.45%	-
IDC 系统集成业务收入	3,749.75	12,056.77	611.72
IDC 系统集成业务收入增长率	-	221.54%	-
IDC 运营管理和增值服务收入	854.17	7,541.22	2,694.60
IDC 运营管理和增值服务	-	782.87%	-
香江科技主营业务收入	47,822.74	88,077.15	13,960.90
香江科技主营业务收入增长率	-	84.17%	-

2017 年，香江科技 IDC 设备及解决方案业务实现营业收入 68,479.16 万元，同比上涨 58.45%，主要系随着 IDC 行业的高速发展，国内新建数据中心数量不断增加，运营商等客户对于 IDC 相关设备与解决方案的需求进一步增长，标的公司凭借较为完整的 IDC 设备与解决方案产品线以及深厚的技术积累和长期的客户资源渠道建设，实现了 IDC 设备销售订单的快速增加，进而带来营业收入规模的不断扩大。2017 年，香江科技对三大运营商的产品销售实现营业收入 2.95 亿元，相比 2016 年的营业收入 1.25 亿元，增长 136%，主要系 2017 年中国移动光缆分纤箱采购规模的大幅增长、中国移动新增了综合网络机柜等产品的采购。2017 年，香江科技对其他客户的产品销售实现营业收入 3.90 亿元，相比 2016 年的营业收入 3.07 亿元，增长 27.04%。

2017年，香江科技 IDC 系统集成业务实现营业收入 12,056.77 万元，同比上涨 221.54%，主要系 2017 年度随着香江科技在 IDC 设备与解决方案领域的积累在系统集成业务方面开始体现出协同优势，其系统集成业务的项目订单取得进一步增长，带动香江科技 IDC 系统集成业务的收入相比 2016 年度有所增加。

2017 年，香江科技 IDC 运营管理和增值服务实现营业收入 7,541.22 万元，同比上涨 782.87%，主要系上海启斯负责运营的上海联通周浦 IDC 二期项目自 2016 年投入运营，随着出租率的上升营业收入快速上涨。

本次收益预测中 2019 年-2023 年的营业收入是结合香江科技的市场销售情况、行业发展情况等因素综合分析得出的。未来年度预测营业收入如下所示：

单位：万元

项目名称	未来预测				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
IDC 设备和解决方案收入	86,900.00	93,852.00	101,360.16	109,468.97	116,037.11
IDC 设备和解决方案收入增长率	10.00%	8.00%	8.00%	8.00%	6.00%
IDC 系统集成收入	44,131.83	48,545.01	53,399.51	58,739.46	63,438.62
IDC 系统集成收入增长率	12.00%	10.00%	10.00%	10.00%	8.00%
IDC 运营管理和增值服务收入	22,491.31	23,475.28	23,475.28	23,475.28	23,475.28
IDC 运营管理和增值服务收入增长率	67.16%	4.32%	-	-	-
香江科技营业收入合计	153,523.14	165,872.30	178,234.96	191,683.72	202,951.02
香江科技营业收入增长率	16.43%	8.04%	7.45%	7.55%	5.88%

(1) IDC 设备和解决方案

IDC 设备和解决方案的主要客户包括：运营商和 IDC 行业的客户。香江科技与中国电信、中国联通、中国移动分别自 2007 年、2009 年、2011 年开始合作，

保持了长期稳定的合作关系。目前香江科技在执行的项目包括：中国移动的低压柜、母线、配电箱、列头柜和分纤箱等；中国电信的低压柜和光交箱等；中国联通的网络机柜和光纤配线架等。香江科技与运营商保持了长期稳定的合作关系，在未来年度运营商的集中采购中将存在一定的优势和延续性。基于运营商投资的稳定性，香江科技的中标金额将保持稳定的增长。随着未来年度 IDC 行业投资规模的持续增长，IDC 行业客户的采购规模亦将保持稳定的增长。并且，香江科技凭借对通信行业及 IDC 的深入理解和前瞻性战略判断，较早布局了微模块产品体系，并形成了涵盖微模块总装、智能机柜、智能精密配电柜、行/列间精密空调、模块化 UPS 等各类微模块系统的产品体系，为香江科技在未来模块化、智能化的绿色 IDC 发展过程中能始终保持竞争力提供了有力保证。

本次收益预测结合香江科技的市场销售情况、行业发展情况等因素预测 2019 年-2023 年的收入增长率分别为 10%、8%、8%、8%、6%，低于历史年度的收入增长率、行业发展速度，预测增长率具有合理性。

（2）IDC 系统集成

香江建业已开始执行的新增项目包括：北京通州汇天 13 号楼和 17 号楼项目（合同金额总计 3.608 亿元，预计集成板块的合同金额为 1.8 亿元），预计于 2019 年完工并验收。此外，香江建业正在接洽并有优先合作权的项目包括：南京香华项目二期、北京顺诚项目（二期、三期、四期）等，亦为系统集成业务板块未来年度的发展提供了保证。本次收益预测结合香江科技的市场销售情况、行业发展情况等因素预测 2019 年-2023 年的收入增长率分别为 12%、10%、10%、10%、8%，低于历史年度的收入增长率、行业发展速度，预测增长率具有合理性。

（3）IDC 运营管理和增值服务

对于 IDC 运营管理和增值服务板块，采用机柜上架数量×机柜平均单价（税后）=营业收入的思路预测，具体情况为：

1) 机柜数量

未来年度机柜上架数量的预测情况如下：

单位：万元

项目名称	2018年预计上架	2019年预计上架	2020年及以后预计上架
机柜数量	2,773	3,350	3,350

结合上海地区数据中心的运营经验、上海联通的反馈及客户的上柜意向，香江科技预计 2018 年底的上柜数将达到 2,773 台，上柜率将达到 76% 以上；2019 年底上柜数将达到 3,350 台，上柜率将达到 92%。

2) 机柜平均单价

机柜租赁价格对于已有合同，以合同约定价格确定预测期机柜租赁价格。根据各类机柜的情况综合确定了预测期机柜租赁平均单价，为 5,839.64 元/个/月（不含税）。

3、结合可比公司预测情况说明预测收入水平和预测增长率的可实现性

(1) IDC设备和IDC系统集成可比公司预测期收入水平和增长率如下所示：

单位：万元

项目		基准日后第一年	基准日后第二年	基准日后第三年	基准日后第四年	基准日后第五年
升腾资讯	营业收入	89,009.90	103,451.25	122,576.80	141,817.60	163,669.50
	增长率	8%	16%	18%	16%	15%
辽宁邮电	营业收入	54,506.07	60,015.61	65,719.01	71,846.37	71,846.37
	增长率	13%	10%	10%	9%	0%
联奕科技	营业收入	35,140.00	42,934.00	50,971.00	57,083.00	60,615.00
	增长率	28%	22%	19%	12%	6%

项目		基准日 后 第一年	基准日 后 第二年	基准日 后 第三年	基准日 后 第四年	基准日 后 第五年
香江科技	IDC 设备及解决方案收入增长率	10%	8%	8%	8%	6%
	IDC 系统集成收入增长率	12%	10%	10%	10%	8%

由上表可知，可比公司预测营业收入增长率总体呈现下降趋势。香江科技预测期的营业收入增长率处于可比交易案例的范围内，且低于历史年度的营业收入增长率及行业发展速度，具有可实现性。

(2) IDC 运营管理板块预测收入水平及增长率可实现性

可比案例情况如下：

单位：台

案例	机房	设计机柜数量	投入使用时间	上架率情况
浙大网新收购华通云	青山湖机房	1,334	2014年7月	2014年上架率 37.78%，2015年上架率 79.31%，2016年 84.93%
	上海金桥机房	743	-	2014年上架率 20.19%，2015年上架率 64.60%，2016年 87.75%
	千岛湖机房	1,235	2015年5月	2015年上架率 70.20%（阿里特定），2016年上架率 71.82%
光环新网收购中金云网	中金云网	11,000	2015年	2015年出租率为 26%，2016年出租率为 60%，2017年出租率为 80%（评估预测），2018年达到稳定饱和状态 92%（评估预测）
城地股份	香江科技	3,649	2016年12月	2017年出租率为 39%，2018年出租率为 76%，2019年及满租期出租率为 92%

同可比交易案例来看，一线城市或重点地区的 IDC 机房出租情况较好，机房运营三年左右后出租率达到饱和。香江科技 IDC 运营管理及增值服务业务的收入水平及增长率的实现主要取决于出租率，香江科技达到满租的期限及满租后的出租率水平 92%与可比交易案例较为接近。

（四）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司补充披露：1、结合最新经营数据、订单收入确认进展，认为香江科技各产品类别 2018 年 4-12 月预测收入可实现性较强；2、结合香江科技最新经营数据、同行业公司情况，认为 2018 年 4-12 月香江科技预测成本、毛利率，香江科技预测净利润的可实现性较强；3、结合订单获取难易程度、行业发展趋势、市场竞争因素、可比公司预测情况等，认为预测收入水平和预测增长率的可实现性较强。以上分析内容具有合理性。

6、（原问题 26）申请文件显示：1）报告期内，香江科技运维服务毛利率分别为-88.18%、7.45%和 16.69%，预测期毛利率将稳定在 21%。2）香江科技的 IDC 运营管理及增值业务主要平台是上海联通周浦数据中心二期项目。截至 2018 年 5 月 31 日，香江科技出租机柜 1,655 台，上柜率达 45.35%。预计 2018 年底的上柜数将达 2,700 台，上柜率将达到 70%以上。2019 年底上柜数将达到 3,350 台，上柜率将达到 92%。请你公司：1）结合行业发展趋势、最新经营情况、在手订单情况、商务协议的具体合作方、合作方式，截至目前落实的具体协议情况、产生的收入金额及占比、是否符合预期等，补充披露 2018 年预测机柜上柜率逐步提升的合理性、预测上柜率的可实现性。2）结合历史和预测租赁收费情况、单位成本、固定成本、2018 年等，量化分析补充披露机柜上柜率与预测收入、预测毛利率的关系，按预测上柜率计算的收入、成本和毛利率能否达到预测水平。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

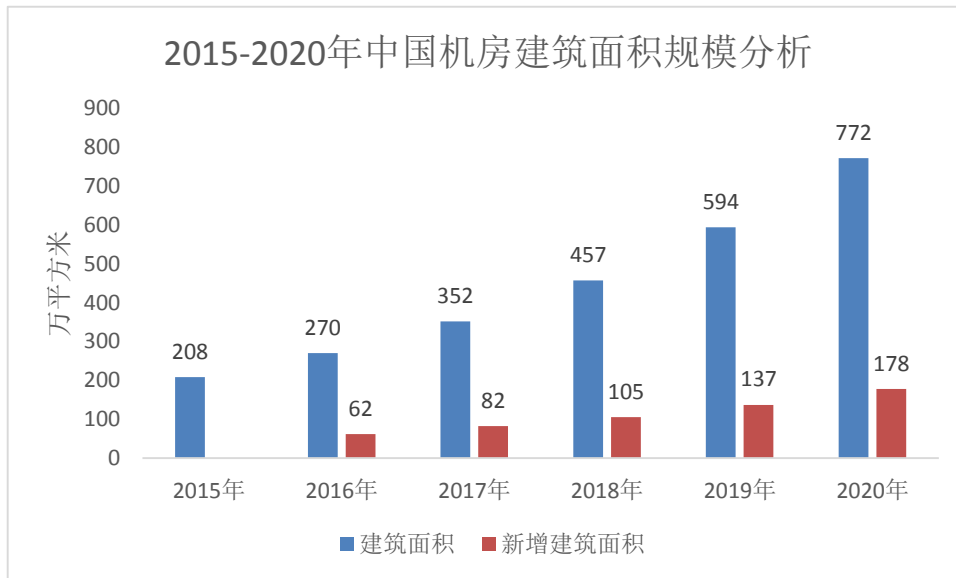
回复：

（一）结合行业发展趋势、最新经营情况、在手订单情况、商务协议的具体合作方、合作方式，截至目前落实的具体协议情况、产生的收入金额及占比、是否符合预期等，补充披露 2018 年预测机柜上柜率逐步提升的合理性、预测上柜

率的可实现性

1、行业发展趋势

从行业发展情况来看，首先是如中国电信和中国联通的电信运营商加大对新机房的投入，同时将一部分原来由各省控制的资源划到集团统一管理，以提升资源整合和对大客户的销售能力。其次，受行业需求上升等因素的影响，第三方 IDC 公司大量新建机房。我国 2017 年底 IDC 机房建设面积为 352 万平方米，预计到 2020 年将达到 772 万平方米。根据同行业可比数据，机房每平方米实际机柜数约为 0.50 台，每平方米实际机柜数相对较为统一，因此随着 IDC 机房建设面积的持续上升，未来机柜需求也将实现同步较大增长。



数据来源：中研普华产业研究院

一线城市 IDC 机房因为政策限制，具有稀缺优势，IDC 机房长期供给不足，市场零售需求旺盛，价格长期有上升趋势。上海为全国互联网消费群体和数据中心企业客户最为密集的区域之一，上海地区的数据中心相对于其他地区具有独特的优势。因此，上海启斯所拥有的数据中心，具有较强的区位优势。

2、最新经营数据

上海联通周浦数据中心二期机房的主要运营数据如下：

单位：台

时间	可租机柜数	已租机柜数	出租率	当月 PUE 值
2017 年 1 月	2,448	759	31.00%	1.64
2017 年 2 月	2,448	789	32.23%	1.62
2017 年 3 月	2,448	796	32.52%	1.55
2017 年 4 月	2,448	816	33.33%	1.61
2017 年 5 月	2,448	823	33.62%	1.63
2017 年 6 月	2,448	841	34.35%	1.71
2017 年 7 月	3,649	1,112	30.47%	1.80
2017 年 8 月	3,649	1,136	31.13%	1.76
2017 年 9 月	3,649	1,287	35.27%	1.73
2017 年 10 月	3,649	1,295	35.49%	1.71
2017 年 11 月	3,649	1,348	36.94%	1.64
2017 年 12 月	3,649	1,435	39.33%	1.54
2018 年 1 月	3,649	1,437	39.38%	1.54
2018 年 2 月	3,649	1,438	39.41%	1.47
2018 年 3 月	3,649	1,448	39.68%	1.55
2018 年 4 月	3,649	1,579	43.27%	1.53
2018 年 5 月	3,649	1,655	45.35%	1.55
2018 年 6 月	3,649	1,667	45.68%	1.59
2018 年 7 月	3,649	1,750	47.96%	1.61
2018 年 8 月	3,649	1,812	49.66%	1.61

3、在手订单情况、商务协议的具体合作方、合作方式、产生的收入金额及占比、是否符合预期。补充披露 2018 年预测机柜上柜率逐步提升的合理性、预测上柜率的可实现性

上海启斯通过与上海联通合作，以机柜出租所获取的服务费及机房运营维护收入为主要收入来源。未来年度的已租机柜数主要通过联通在上海地区出租机柜的经验数据、客户意向、正在（或完成）改造的机柜情况进行估算。

2018年1-6月，香江科技运营管理及增值服务实现收入6,190.85万元，占2018年预测收入13,454.99万元的46%。

截至本反馈意见回复签署日，预计2018年9-12月上柜情况如下：（1）华为、京东、腾讯、中国银联等客户的498台（正在改造）；（2）华为的339台（已完成改造）。结合2018年8月底已上柜1,812台以及不需改造直接上柜的客户需求，预计2018年底上柜数量将到达2,773台。总体来看，2018年上柜率逐步提升，下半年实现收入占全年收入比例较高，上柜率的提升总体符合预期。结合香江科技1-6月实现的经营情况来看，2018年预测机柜上柜率逐步提升可实现性较强。

（二）结合历史和预测租赁收费情况、单位成本、固定成本、2018年等，量化分析补充披露机柜上柜率与预测收入、预测毛利率的关系，按预测上柜率计算的收入、成本和毛利率能否达到预测水平

1、上海启斯上柜情况

上海启斯2018年每月上柜机数、机柜平均单价如下：

时间	上柜机数（台）	机柜平均不含税单价（元/台）
2018年1月	1,437.00	6,138.11
2018年2月	1,438.00	6,244.27
2018年3月	1,451.00	6,303.45
2018年4月	1,579.00	5,785.25
2018年5月	1,655.00	5,746.54
2018年6-12月（预测）	平均 2,536.84	5,839.64

注：机柜平均单价系营业收入/月底机柜数得出，由于2018年4月、5月新增上柜机数较多，所以单价较低。按照平均机柜测算，机柜平均单价超过5,839.64元/台。

上表中，2018年1-5月份的数据为上海启斯的实际发生数，6-12月份为预测数，出于谨慎性考虑，未来期机柜平均不含税单价预测为5,839.64元/台。

2、上海启斯经营情况

上海启斯2018年1-3月的经营数据如下：

单位：万元

项目名称	2018年1-3月	年化单位收入或成本	年化成本
平均机柜数	1,442.00	-	-
营业收入	2,694.60	7.47	-
营业成本	2,191.52	6.08	-
折旧	1,141.21	-	4,569.56
基础电费	172.31	-	689.23
变动电费	532.23	1.48	-
其他成本	345.77	-	1,555.52

注：由于增值税税率调整，2019年及以后的基础电费将变为695.17万元

固定成本包括折旧和基础电费，合计5,258.79万元。变动成本为变动电费，单位变动成本为每台1.48万元，占单位收入的比例为19.75%。其他成本主要有房租、水费、物业费等，未来年度有一定幅度的上涨。

2020年及以后，上海启斯基本实现满租（出租率约为92%），出租机柜数为3,350，单位机柜收入取值为7.01万元（略低于2018年1-3月的7.47万元），预计全年营业收入为23,475.28万元。2020年上海启斯总成本为12,315.74万元，其中：固定成本5,264.73万元、其他成本1,704.35万元，变动成本5,346.66万元。2020年的单位变动成本为1.60万元，略高于2018年1-3月的1.48万元。2020年单位变动成本相较2018年1-3月单位变动成本变化较小系预测期PUE下

降幅度较为有限，同时出于谨慎性的考虑，2018年6月以后调高预测标准电价所致。

3、上海启斯预测经营数据

上海启斯预测上柜率、预测收入和预测毛利率如下：

单位：万元

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年及以后
平均上柜率	58%	86%	92%	92%
年末上柜率	76%	92%	92%	92%
预测收入	13,454.99	22,491.31	23,475.28	23,475.28
预测成本	9,977.89	12,130.26	12,315.74	12,315.74
毛利率	25.84%	46.07%	47.54%	47.54%

注：平均上柜率=（年初上柜率+年末上柜率）/2

综上所述，随着上柜率的上升，固定成本变化不大，可变成本略有上升，收入的增幅较大，故毛利率会大幅上升。

（三）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司补充披露：1、综合考虑行业发展趋势、最新经营情况、在手订单情况、商务协议的具体合作方、合作方式，截至目前落实的具体协议情况、产生的收入金额及占比、是否符合预期等因素，认为2018年预测机柜上柜率逐步提升具有合理性，预测上柜率的可实现性较强。2、结合历史和预测租赁收费情况、单位成本、固定成本等，认为随着上柜率的上升，固定成本变化不大，可变成本略有上升，收入的增幅较大，毛利率会大幅上升，按预测上柜率计算的收入、成本和毛利率达到预测水平的可能性较高。

7、(原问题 27) 申请文件显示, 预测期各项业务的成本主要根据毛利率进行推算, 其中, 产品设备业务毛利率根据 2017 年该业务毛利率估算未来年度成本, 预测期毛利率基本稳定在 2017 年 34.54% 的水平; 系统集成业务根据推算的 2018 年毛利率估算未来年度成本, 预测期基本稳定在 21% 左右; 运维业务成本主要是对固定资产折旧、房租和电费进行预测, 毛利率基本稳定在 46%-47.5% 左右。请你公司: 1) 结合市场竞争态势、可比交易情况, 补充披露产品设备和系统集成业务预测期毛利率保持稳定的原因及合理性。2) 结合报告期和可比公司机柜平均耗电水平、PUE 值、同行业公司电费成本比例等, 补充披露预测电费水平保持稳定的合理性及预测水平的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

(一) 结合市场竞争态势、可比交易情况, 补充披露产品设备和系统集成业务预测期毛利率保持稳定的原因及合理性

1、市场竞争态势

近年来, 随着国家支持性政策和规范性文件的陆续出台以及市场需求的不断提升, 中国 IDC 行业高速发展。2017 年, 中国 IDC 市场继续保持稳定增长, 市场总规模达 946.1 亿元, 同比增长 32.4%。根据中研普华产业研究院的预测, 2018-2020 年 IDC 行业投资规模将分别达到 312.66 亿元、422.09 亿元、569.82 亿元。未来随着“互联网+”的深化发展, 信息通信业将进一步向人工智能、大数据、物联网、云计算等领域渗透, 带动数据存储量、网络流量以及计算能力大规模提升, 推动 IDC 市场需求的提升。

IDC 产业链主要包括 IDC 设备与解决方案业务、IDC 系统集成业务、IDC 运营管理及增值服务业务。

(1) IDC 设备与解决方案竞争态势

通信网络配线及信息化机柜制造行业是一个充分竞争的行业。我国通信运营商主要通过集采招标方式采购通信网络配线及信息化机柜产品，只有满足一定条件的供应商才能参与通信运营商的招标。同时，随着通信技术的更替，部分不能适应市场转换、技术升级的传统厂家相继退出市场，而一些具有研发能力、生产能力、服务能力等综合实力的厂商将继续保持较高的盈利能力。当前，业内开展该类业务的公司主要有万马科技、日海智能、华脉科技、科信技术等。

(2) IDC系统集成业务竞争态势

随着“互联网+”潮流的扩张，在以第三方电子商务平台为代表的产业和技术迅猛发展趋势的推动下，系统集成业迅速发展，业务网络覆盖全球，服务应用涵盖金融、运营商与互联网、政府与公共服务等诸多领域。系统集成业务服务商立足市场，为客户提供互联网化与数字化转型的解决方案与服务，将客户需求与技术趋势紧密结合。

当前国内上市公司中包含 IDC 系统集成业务的华东电脑、荣之联等，数量仍然较为有限，未来发展空间较大。

(3) IDC 运营管理与增值服务竞争态势

对于快速增加的网络数据中心服务商而言，IDC 运营管理与增值服务的竞争主要集中在专业技术、安全性、可靠性以及所提供服务的广度和深度上。随着市场竞争加剧，综合门槛提高，数据中心运营管理及增值服务作为一个高可靠持续运营的业务类别，对于数据中心行业投资者和从业者都有较高的技术和运营能力的要求。激烈的市场竞争对服务商在数据中心建设及运营能力方面提出了更高要求。数据中心服务商的成本控制能力、持续运营能力以及保有核心技术团队的能力成为 IDC 运营管理及增值服务业务的重要门槛。

目前具备 IDC 设备与解决方案业务、IDC 系统集成业务、IDC 运营管理及增值服务业务三类业务的企业（诸如：香江科技）较少。同时具备上述三类业

务的企业具有提供综合服务方案的能力，市场竞争优势高于其他单项业务企业。

2、可比交易情况与预测期毛利率保持稳定的原因及合理性

(1) 报告期毛利率水平

香江科技未来收入构成以产品设备和系统集成为主，收入规模会随着应用范围的扩大而有所增长，规模扩张将助力成本稳定。

报告期内，香江科技产品设备和系统集成板块毛利率水平如下：

毛利率	2016 年	2017 年	2018 年 3 月 31 日
产品设备	36.40%	34.54%	40.72%
系统集成	28.09%	22.74%	19.61%

香江科技 IDC 设备与解决方案业务报告期内的毛利率分别为 36.40%、34.54%及 40.72%。香江科技 IDC 设备与解决方案业务 2016 年、2017 年毛利率基本保持稳定，2017 年毛利率略低于 2016 年，主要系 2017 年中标的中国移动等运营商集中采购项目中的分纤箱等产品毛利率相对较低，整体毛利率因产品结构变化而出现一定下降。2018 年 1-3 月毛利率高于 2016 年、2017 年毛利率，主要系销售产品中高毛利率产品高低压配电柜占比较高。出于谨慎性考虑，本次收益预测结合 2017 年的毛利率估算未来年度产品板块的毛利率。

香江科技 IDC 系统集成业务报告期内的毛利率分别为 28.09%、22.74%及 19.61%。香江科技 2016 年系统集成业务毛利率较高，主要原因系香江科技 2016 年颀桥项目提供了包含前期规划、系统集成、电柜维护等的综合集成方案服务，整体毛利率较单项系统集成服务高。本次收益法预测结合香江科技当前在手订单和已完工的项目，测算得出香江科技 IDC 系统集成业务 2018 年的毛利率为 21.00%，同时结合 2018 年的毛利率估算未来年度系统集成板块的营业成本。

(2) 预测期毛利率水平

香江科技 IDC 设备及解决方案业务预测期内毛利率均为 34.54%，保持 2017 年的水平，主要系香江科技在设备制造领域深耕多年，已发展成为该领域龙头企业，具有一定的议价能力。此外，香江科技的机柜多为定制化产品，根据香江科技营销中心的报价流程，若未来原材料价格出现上浮或下调，香江科技将根据价格变化相应重新调整报价，因此此类业务毛利率水平较为稳定。

香江科技 IDC 系统集成业务预测期内毛利率均为 21.00%，保持 2018 年的水平，主要原因系香江科技系统集成业务的报价采用成本加成的方式。香江科技具有丰富的 IDC 行业经验，在报价的过程中会充分考虑数据中心建设过程中的各项支出，并进行严格的成本管控，且系统集成周期较短，因此毛利率较为稳定。

当前，香江科技已经形成以系统集成业务带动设备和解决方案业务、设备和解决方案业务反哺系统集成业务的稳定协同业务模式，设备和解决方案业务与系统集成业务盈利能力趋于稳定。

香江科技产品设备、系统集成业务预测期毛利率及近期可比交易案例预测期毛利率情况如下：

毛利率	主营业务	预测期第一年	预测期第二年	预测期第三年	预测期第四年	预测期第五年
升腾资讯	网络终端产品	30.69%	30.62%	30.50%	30.60%	30.58%
辽宁邮电	通信网络设计服务	55.06%	55.39%	55.72%	56.01%	56.26%
	系统集成业务	19.14%	19.31%	19.38%	19.44%	19.50%
联奕科技	软件服务及系统集成业务	26.85%	30.45%	32.81%	34.45%	35.77%
平均值		32.94%	33.94%	34.60%	35.13%	35.53%
香江科技 IDC 设备	通信网络设备及解决方案	34.54%	34.54%	34.54%	34.54%	34.54%
香江科技 IDC 系统集成	系统集成业务	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%

由上表可知，香江科技产品设备业务板块预测期的毛利率为 34.54%，处于升腾资讯和辽宁邮电通讯网络板块毛利率 30.50%至 56.26%之间。香江科技系统集成业务毛利率为 21.00%与辽宁邮电的系统集成业务板块毛利率 19.14%-19.50%亦较为接近。由于联奕科技主营业务中除了系统集成业务，还有毛利率水平较高的软件服务，故联奕科技综合毛利率高于香江科技系统集成业务板块。基于上述可比交易案例，香江科技产品设备板块和系统集成板块预测期毛利率与可比交易案例中预测期毛利率平均值较为接近。可比交易案例未来年度的毛利率基本是稳中有升，而香江科技相应业务板块预测的毛利率保持稳定相对谨慎，具有合理性。

综上所述，香江科技产品设备和系统集成业务预测期毛利率保持稳定具有合理性。

(二) 结合报告期和可比公司机柜平均耗电水平、PUE 值、同行业公司电费成本比例等，补充披露预测电费水平保持稳定的合理性及预测水平的可实现性。

1、报告期与预测期香江科技运维服务业务电费水平

报告期与预测期香江科技运维服务业务电费水平如下：

项目	报告期（万元）		预测期（万元）				
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
IDC 运营管理及增值服务收入	854.17	7,562.49	13,454.99	22,491.31	23,475.28	23,475.28	23,475.28
香江科技运维服务业务电费	362.70	2,452.76	3,853.47	5,892.92	6,041.83	6,041.83	6,041.83
电费对应收入占比	42.46%	32.43%	28.64%	26.20%	25.74%	25.74%	25.74%

香江科技运维服务业务的电费成本分为基础电费和根据机柜用电量计量的可变电费两部分，其中：

(1) 基础电费的预测：

按照上海市非居民用户电价表中工商业及其他用电标准，基础电费收取标准为 42 元/KWh/月（含税），按照 3 个机房配电电容量情况预测电费情况如下：

基础电费	含税 (万元/月)	不含税 (万元/月)	2018 年 (万元)	2019 年 (万元)	2020 年及以后 (万元)
二期机房	67.2	57.44	692.70	695.17	695.17

基础电费为固定成本，占 IDC 运维服务业务的比例会随着 IDC 运维服务业务收入规模的增长而降低。

(2) 可变电费的预测

可变电费按照机柜平均耗用量进行预测，具体计算公式为：

$$\text{日可变电费} = \text{标准电价} \times \text{机柜平均功率} \times \text{PUE} \times \text{机柜台数} \times 24 \text{ 小时}$$

其中，标准电价 2018 年 6 月及以后按 0.64 元/KWh（含税）测算；机柜平均功率 2018 年 6 月及以后按 2.2kw 测算；2018 年 6-10 月的 PUE 按 1.55 测算，参照往年同期 PUE 变化趋势，2018 年 11-12 月按 1.52 测算。随着上柜机数的增加，上柜率逐步趋于稳定，因此 2019 年及未来年度 PUE 按 1.50 测算；具体计算结果如下：

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年及以后
机柜平均数量（台）	-	3,256.00	3,350.00
机柜平均功率（KWh）	2.18	2.20	2.20
PUE	1.52-1.55	1.50	1.50
标准电价（元/KWh）	0.59-0.64	0.64	0.64
可变电费（含税）（万元）	3,675.75	6,029.39	6,202.12

从实际情况来看，香江科技 2018 年 6-8 月的耗电指标如下：

单位：万元

项目名称	PUE 预测	PUE 实际	单机柜平均电费 (预测)	单机柜平均电费 (实际)
2018年6月	1.55	1.59	0.174	0.159
2018年7月	1.55	1.61	0.180	0.164
2018年8月	1.55	1.61	0.175	0.176

由于夏季空调制冷耗电量较大且目前上柜率较低，所以实际 PUE 较高。出于谨慎性考虑，在电费预测的过程中将标准电价的预测值调高，所以从单机柜平均电费来看，2018 年 6-8 月的单机柜平均电费的预测水平高于实际情况，预测较为合理。

综上所述，香江科技电费成本分为基础电费和可变电费，预测期数据均根据其业务实际情况进行预测，具有合理性。

2、可比公司机柜耗电水平和电费成本比例

(1) 可比公司的平均耗电水平

公司/数据中心	年初上架 机柜数	年末上架 机柜数	电费(万元)	单个机柜月 平均电费(万元)
东直门机房(2017年)	208	206	658.96	0.27
燕郊机房(2017年)	1,170	1,361	3,280.51	0.22
酒仙桥机房(2017年)	1,540	1,912	3,352.58	0.16
数据港(2017年)	7,017	8,600	16,127.93	0.17
科信盛彩(2018年)	2,018	5,350	9,540.92	0.15

数据来源：《北京光环新网科技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》

(2) 可比公司的电费成本比例

单位：万元

公司	2016年			2017年		
	电费成本	IDC收入	占收入比重	电费成本	IDC收入	占收入比重
东直门机房	762.67	2,422.85	31.48%	658.96	2,534.93	26.00%
酒仙桥机房	3,497.25	15,915.33	21.97%	3,352.58	20,780.06	16.13%
燕郊机房	2,869.54	10,830.52	26.49%	3,280.51	11,563.90	28.37%
数据港	13,293.40	40,213.24	33.06%	16,127.93	51,039.78	31.60%
科信盛彩	152.14	386.84	39.33%	2,043.79	7,019.71	29.12%

香江科技预测期机柜耗电水平情况如下：

单位：万元

项目	2018年1-3月	2018年4-12月	2019年	2020年及以后
电费成本	704.54	3,148.93	5,892.92	6,041.83
平均机柜个数	1,442	2,101	3,257	3,350
单个机柜月平均电费	0.16	0.17	0.15	0.15
IDC运营管理营业收入	2,694.60	10,760.39	22,491.31	23,475.28
电费占收入比重	26.15%	29.26%	26.20%	25.74%

香江科技预测期机柜耗电水平和电费成本占收入的比例均与可比公司接近，具有合理性。

（三）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司补充披露：1、结合市场竞争态势、可比交易情况，认为香江科技产品设备和系统集成业务预测期毛利率保持稳定具有合理性；2、结合报告期和可比公司机柜平均耗电水平、PUE值、同行业公司电费成本比例等，认为本次预测电费水平保持稳定具有合理性及较强的可实现性。以上分析内容具有合理性。

8、(原问题 28) 申请文件显示, 收益法评估时, 预测 2018 年 4-12 月销售费用和管理费用分别为 4,806.62 万元和 5,810.48 万元。2) 预测 2019 年销售费用和管理费用分别为 6,823.85 万元和 7,712.49 万元。请你公司: 1) 结合最新经营业绩, 补充披露香江科技 2018 年 4-12 月销售费用和管理费用的可实现性。2 补充披露预测销售费用和管理费用的明细、预测过程、依据, 并说明合理性。3) 比对报告期数据、可比公司各项期间费用占收入比例和同行业公司等情况, 补充披露对未来年度期间费用的预测是否足够谨慎。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

(一) 结合最新经营业绩, 补充披露香江科技 2018 年 4-12 月销售费用和管理费用的可实现性

根据《香江科技审计报告》, 2018 年 1 至 6 月香江科技的销售费用和管理费用情况如下:

单位: 万元

项目名称	2018 年 1-3 月	2018 年 1-6 月	2018 年 4-6 月	2018 年
营业收入	13,963.78	49,931.97	35,968.19	131,861.30
销售费用	1,392.85	2417.37	1,458.92	6,199.47
销售费用率	9.97%	4.84%	4.06%	4.70%
管理费用	1,196.18	2,850.71	1,654.53	7,006.66
管理费用率	8.57%	5.71%	4.60%	5.31%

香江科技 2018 年 1 至 6 月的销售费用率及管理费用率略高于全年水平, 主要原因系香江科技 2018 年 1 至 6 月营业收入占全年预计收入的比例略低。但是, 从香江科技 2018 年 4 至 6 月的实际情况来看, 随着销售规模的增加, 销售费用率及管理费用率持续下降, 已低于全年的预测水平。随着后续香江科技销售收入

的进一步增长，销售费用率和管理费用率预计将进一步下降。因此，香江科技2018年4至12月销售费用和管理费用的预测较为谨慎。

根据《香江科技审计报告》，2018年1-6月香江科技销售费用及管理费用的主要科目金额和占比情况如下：

单位：万元

项目名称	2018年 1-3月	占营业 收入的 比例	2018年 1-6月	占营业 收入的 比例	2018年 4-6月	占营业 收入的 比例	2018年	占营业 收入的 比例
售后服务费	378.96	2.71%	539.32	1.95%	160.36	0.45%	1,686.91	1.28%
运输费	266.82	1.91%	592.92	1.19%	326.1	0.91%	1,369.67	1.04%
差旅费	204.31	1.46%	114.50	0.23%	-89.81	-0.25%	703.12	0.53%
业务招待及 拓展费	268.40	1.92%	588.87	1.18%	320.47	0.89%	1,033.29	0.78%
研发费用	563.40	4.03%	1,553.21	3.11%	989.81	2.75%	3,950.14	3.00%
职工薪酬	259.41	1.86%	522.99	1.05%	263.58	0.73%	738.46	0.56%

香江科技的销售费用主要包括：售后服务费、运输费、差旅费、业务招待及拓展费、职工薪酬；管理费用主要包括：研发费用、职工薪酬。随着香江科技销售规模的增加，相关费用率持续下降，部分费率已接近全年水平，并且实际发生额与预期基本一致。因此，2018年4-12月的销售费用和管理费用具有合理性及可实现性。

（二）销售费用和管理费用的明细、预测过程、依据，并说明合理性

1、销售费用预测明细及预测过程

（1）销售费用预测明细

单位：万元

项目名称	2018年 4-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年 及以后
运输费	1,102.84	1,506.58	1,627.11	1,757.27	1,897.86	2,011.73
售后服务费	1,307.95	1,855.53	2,003.97	2,164.29	2,337.43	2,477.68
差旅费	498.81	773.40	835.28	902.10	974.27	1,032.72
职工薪酬	679.28	962.59	1,039.59	1,122.76	1,212.58	1,285.34
业务招待及 拓展费	764.89	1,136.58	1,227.50	1,325.70	1,431.76	1,517.66
劳务及咨询 费用	97.82	127.01	137.17	148.15	160.00	169.60
业务宣传费	36.46	47.99	52.08	55.14	58.44	61.12
折旧费	2.40	3.21	3.21	3.21	3.21	3.21
其他	316.17	410.96	446.40	484.93	526.82	561.84
销售费用合 计	4,806.62	6,823.85	7,372.31	7,963.55	8,602.37	9,120.90
营业收入	117,897.52	153,523.14	165,872.30	178,234.96	191,683.72	202,951.02
销售费用/ 营业收入	4.08%	4.44%	4.44%	4.47%	4.49%	4.49%

(2) 销售费用预测过程

香江科技的销售费用主要包括售后服务费、运输费、差旅费、业务招待及拓展费、职工薪酬等。

1) 运输费、售后服务费、差旅费、业务招待及拓展费预测过程

运输费、售后服务费、差旅费、业务招待及拓展费主要结合历史年度的支出情况，历史期各项费用占 IDC 设备及解决方案营业收入的比例分别为 1.73%、2.14%、0.89% 及 1.31%，以及未来预测期 IDC 设备及解决方案营业收入估算出相关费用。

2) 职工薪酬预测过程

本次收益预测职工薪酬主要结合企业人员招聘计划和岗位编制，并参考历史年度人员成本水平、企业计划的增长目标以及考虑未来员工数量的增加和社会平均工资自然增长率进行估算。

3) 其他费用的预测过程

其他费用大约占到销售费的比例约为 9%，该部分费用结合历史年度的支出情况及变动情况等估算。

2、管理费用预测明细及预测过程

(1) 管理费用预测明细

单位：万元

项目名称	2018年 4-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年 及以后
研究开发费	3,386.74	4,345.00	4,692.60	5,068.01	5,473.45	5,801.86
职工薪酬	840.89	1,251.96	1,462.08	1,562.37	1,659.64	1,745.46
租赁费	197.83	237.77	261.54	275.40	286.49	298.13
业务招待费	146.16	215.01	231.36	246.10	261.52	275.37
办公费	113.98	134.10	140.80	145.17	148.56	152.04
汽车费	64.93	84.52	88.74	91.70	93.99	96.34
折旧费	188.00	250.48	250.48	250.48	250.48	250.48
无形资产摊销	99.10	132.14	132.14	132.14	132.14	132.14
差旅费	99.47	140.65	147.68	152.17	155.65	159.22
咨询服务费	354.78	472.79	496.43	510.22	520.90	531.86
其他	318.58	448.09	683.93	723.05	765.74	802.01
管理费用合计	5,810.48	7,712.49	8,587.79	9,156.81	9,748.57	10,244.90
营业收入	117,897.52	153,523.14	165,872.30	178,234.96	191,683.72	202,951.02
管理费用/营业收入	4.93%	5.02%	5.18%	5.14%	5.09%	5.05%

(2) 管理费用预测过程

香江科技的管理费用主要包括研发费用、职工薪酬。

1) 研发费用的预测过程

香江科技的研发费用主要包括研发人员相关费用及其他与研发相关费用支出，该部分费用占 IDC 设备及解决方案营业收入的比例约为 5.00%。预测期内，人员工资以市场薪酬水平为基准，考虑未来员工数量的增加和社会平均工资自然增长率的影响；其他与研发相关费用支出结合目前的技术、材料等情况，考虑一定的投入，并参照历史期研发费用占 IDC 设备及解决方案营业收入的比例综合进行估算。

2) 职工薪酬预测过程

本次收益预测参照被评估单位历史年度管理人员数量及薪酬福利水平，结合当地社会平均劳动力成本变化趋势及被评估单位人力资源规划进行估算；

3) 折旧摊销的预测

本次收益预测按照被评估单位执行的固定资产折旧政策和摊销政策，以基准日固定资产、无形资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额和摊销额。

4) 业务招待费、办公费等其他费用的预测

本次收益预测结合该等费用历史年度的支出情况及变动情况等估算。

(三) 比对报告期数据及可比公司情况

1、报告期和预测期情况

报告期内，香江科技各业务板块销售费用情况见下表：

单位：万元

销售费用	2016年	2017年	2018年1-3月
IDC设备及解决方案	5,689.36	5,344.05	1,386.52
销售费用率	13.16%	7.80%	13.01%
IDC系统集成	23.10	34.99	6.33
销售费用率	0.62%	0.29%	1.03%
IDC运营管理及增值服务	25.41	6.22	-
销售费用率	2.97%	0.08%	0.00%

香江科技未来年度各业务板块预测的销售费用率与2017年的销售费用率基本一致，具有合理性：

单位：万元

销售费用	2018年4-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年及以后
IDC设备及解决方案	4,689.56	6,683.14	7,217.53	7,794.68	8,417.99	8,922.88
销售费用率	6.86%	7.69%	7.69%	7.69%	7.69%	7.69%
IDC系统集成	108.06	128.11	140.92	155.02	170.52	184.16
销售费用率	0.28%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
IDC运营管理及增值服务	9.00	12.60	13.86	13.86	13.86	13.86
销售费用率	0.08%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%

报告期内，香江科技各业务板块管理费用情况如下：

单位：万元

管理费用	2016年	2017年	2018年1-3月
IDC设备及解决方案	3,701.51	5,039.41	1,017.94
管理费用率	8.56%	7.36%	9.55%
IDC系统集成	339.84	372.61	114.48
管理费用率	9.06%	3.09%	18.71%
IDC运营管理及增值服务	1,064.12	285.97	63.76

管理费用率	124.58%	3.79%	2.37%
-------	---------	-------	-------

香江科技未来年度各业务板块预测的管理费用率与 2017 年的管理费用率基本一致，具有合理性：

单位：万元

管理费用	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 及以后
IDC 设备及解决方案	5,054.36	6,643.34	7,224.99	7,722.98	8,238.93	8,667.50
管理费用率	7.40%	7.64%	7.70%	7.62%	7.53%	7.47%
IDC 系统集成	496.02	681.75	749.84	820.87	896.68	964.44
管理费用率	1.28%	1.54%	1.54%	1.54%	1.53%	1.52%
IDC 运营管理及增值服务	260.09	387.41	612.96	612.96	612.96	612.96
管理费用率	2.42%	1.72%	2.61%	2.61%	2.61%	2.61%

2、可比公司情况

(1) 可比公司销售费用率情况

销售费用率	预测期第 1 年	预测期第 2 年	预测期第 3 年	预测期第 4 年	预测期第 5 年
上海共创	2.96%	2.17%	2.11%	2.10%	2.24%
华通云	2.44%	2.65%	2.62%	2.41%	2.54%
天地祥云	6.70%	6.70%	6.70%	6.70%	6.70%
科信盛彩	1.60%	1.60%	1.60%	1.70%	1.70%
辽宁邮电	2.25%	1.92%	1.86%	1.81%	1.77%
升腾资讯	2.54%	2.60%	2.36%	2.10%	1.92%
平均值	3.08%	2.94%	2.87%	2.80%	2.81%
香江科技	4.08%	4.44%	4.44%	4.47%	4.49%

上述可比公司中，上海共创、华通云、天地祥云和科信盛彩均主要经营 IDC 相关业务，与香江科技的 IDC 运营管理及增值服务业务较为接近，辽宁邮电、升

腾资讯则主营通讯设备，辽宁邮电同时还经营系统集成业务。香江科技预测期的销售费用率处于可比公司之间，销售费用的预测具有合理性。

(2) 可比公司管理费用占比情况

管理费用率	预测期第 1 年	预测期第 2 年	预测期第 3 年	预测期第 4 年	预测期第 5 年
上海共创	11.78%	9.67%	8.99%	8.60%	8.80%
华通云	2.47%	2.44%	2.19%	1.91%	1.91%
天地祥云	8.10%	7.80%	7.70%	7.60%	7.70%
科信盛彩	4.40%	4.30%	4.10%	4.50%	5.10%
辽宁邮电	16.16%	14.78%	14.06%	13.06%	12.19%
升腾资讯	6.25%	6.50%	5.86%	5.09%	4.76%
平均值	8.19%	7.58%	7.15%	6.79%	6.74%
香江科技	4.93%	5.02%	5.18%	5.14%	5.09%

上述可比公司中，上海共创、华通云、天地祥云和科信盛彩均主要经营 IDC 相关业务，与香江科技 IDC 运营管理及增值服务业务较为接近，辽宁邮电、升腾资讯则主营通讯设备，辽宁邮电同时还经营系统集成业务。上述可比公司除升腾资讯外收入规模较低，香江科技的收入规模与升腾资讯的收入规模较为接近，管理费用率也较为接近，故香江科技管理费用的预测具有合理性。

(四) 中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司补充披露：1、结合最新经营业绩，认为香江科技 2018 年 4-12 月销售费用和管理费用的可实现性较强。2、销售费用和管理费用的预测过程合理、依据充分，认为与报告期数据和可比公司情况相比具有合理性，未来年度费用预测谨慎。以上分析内容具有合理性。

9、(原问题 29) 申请文件显示, 2018 年 4-12 月香江科技折旧摊销预测金额为 4,169.49 万元, 固定资产折旧为 4,070.39 万元; 2019 年香江科技折旧摊销金额为 5,570.42 万元, 固定资产折旧为 5,438.29 万元。请你公司结合最新经营数据、固定资产和无形资产账面价值、折旧摊销政策、未来固定资产和无形资产投资计划、可比交易情况等, 补充披露预测期香江科技折旧摊销和固定资产折旧金额的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

(一) 香江科技最新折旧、摊销数据

香江科技 2018 年 1-6 月折旧金额为 2,655.61 万元, 年化后的折旧金额约为 5,311.22 万元; 2018 年 1-3 月折旧金额为 1,351.62 万元, 2018 年 4-12 月预计固定资产折旧为 4,070.39 万元, 全年预计折旧金额为 5,422.00 万元。2018 年全年预计折旧额略高于实际年化折旧额, 折旧预测较为合理。

(二) 香江科技固定资产和无形资产折旧摊销政策

1、固定资产的折旧政策

香江科技的固定资产以取得时的实际成本入账, 并从其达到预定可使用状态的次月起采用年限平均法计提折旧。

项目	折旧方法	折旧年限 (年)	残值率	年折旧率
房屋建筑物	年限平均法	20	5%	4.75%
机器设备	年限平均法	10	5%	9.50%
工具器具	年限平均法	5	5%	19.00%
运输设备	年限平均法	4	5%	23.75%
办公设备	年限平均法	5	5%	19.00%
IT 设备	年限平均法	3	5%	31.67%

2、无形资产的摊销政策

(1) 香江科技的无形资产包括土地使用权、技术转让费、软件使用权，按成本进行初始计量。

(2) 使用寿命有限的无形资产，在使用寿命内按照与该项无形资产有关的经济利益的预期实现方式系统地摊销，无法可靠确定预期实现方式的，采用直线法摊销。具体年限如下：

项目	摊销年限
土地使用权	50年
技术转让费	3年
软件使用权	3年/5年

(三) 固定资产与无形资产折旧摊销分析

1、香江科技基准日固定资产折旧明细

单位：万元

项目名称	基准日原值	2018年1-3月折旧额	年化折旧率
房屋建筑物	9,776.75	117.73	4.82%
机器设备	51,334.67	1,216.64	9.48%
电子和办公设备	580.29	21.07	14.53%
运输设备	482.71	14.34	11.89%
合并抵消	-395.31	-18.13	\

2、未来期预测根据基准日的年化折旧率、固定资产原值测算所得

根据香江科技截至评估基准日的折旧率情况，未来预测期房屋建筑物为折旧率为4.82%，机器设备折旧率为9.48%，电子和办公设备折旧率为14.53%，运输设备折旧率为11.89%，并结合预测期各类固定资产原值对折旧进行估算如下表所示：

单位：万元

项目名称/折旧	2018年4-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
房屋建筑物	353.19	470.92	524.05	524.05	524.05	524.05
机器设备	3,660.69	4,880.92	4,913.68	4,913.68	4,913.68	4,913.68
电子和办公设备	66.10	95.11	96.55	96.55	96.55	96.55
运输设备	44.80	63.87	63.87	63.87	63.87	63.87
抵消调整	-54.40	-72.53	-66.48	\	\	\
合计	4,070.39	5,438.29	5,531.67	5,598.14	5,598.14	5,598.14

3、香江科技基准日无形资产明细如下：

单位：万元

无形资产	原始入账价值	账面价值	摊销年限	2018年1-3月摊销额
无形资产土地	5,630.33	5,222.25	50.00	28.15
金蝶软件	16.76	9.31	3.00	1.40
办公软件	22.44	6.80	5.00	1.12
Mvnex 技术转让费	10.00	8.33	3.00	0.83
ERP 站点	2.72	2.72	3.00	0.23
其他	6.60	3.68	1.27	1.30

4、未来期根据无形资产原始入账价值、摊销年限测算所得

单位：万元

无形资产	2018年4-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
无形资产土地	84.45	112.61	112.61	112.61	112.61	112.61	112.61
金蝶软件	4.19	5.59	5.59	5.59	5.59	5.59	5.59
办公软件	3.37	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49
Mvnex 技术转让费	2.50	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33	3.33
ERP 站点	0.68	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91

无形资产	2018年 4-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
其他	3.91	5.22	5.22	5.22	5.22	5.22	5.22

(四) 香江科技未来固定资产和无形资产投资计划

1、固定资产投资计划

预测期内，香江科技的固定资产投资计划包括香江云动力自筹资金建设数据中心云计算配套-智慧能源与机房环境系统项目。该项目位于镇江新区金港大道南、华阳路以北、烟澄山路以西，计划新建厂房 9,000 平方米及道路地下管网与绿化等，项目计划于 2018 年 6 月开工建设，于 2019 年 10 月竣工投产。

(1) 土建规模

总建筑面积为9,000.00平方米。主要建设内容包括生产车间及道路场地、绿化等公用工程。

(2) 设备规模

本项目新增数控转塔冲床、数控激光切割机、数控折弯机、高速翅片生产线等生产设备 26 台（套），设备明细如下表所示：

序号	设备名称	单位	数量
1	数控转塔冲床	台	1
2	数控激光切割机	台	1
3	数控折弯机	台	2
4	高速翅片生产线	台	3
5	长 U 弯管器	台	2
6	涨管器	台	2
7	燃气烘干机	台	1

序号	设备名称	单位	数量
8	自动焊接机	台	2
9	自动充氟机	台	2
10	自动组装线	台	1
11	全自动氦气测试器	台	1
12	空调综合性能试验室	台	1
13	步入式高低温湿热试验室	台	1
14	盐雾试验机	台	1
15	水淋室	台	1
16	漏电流测试仪	台	1
17	绝缘电阻测试仪	台	1

(3) 投资概算

本项目建设投资 1,500.00 万元，其中：土建投资 1,100 万元，设备投资 400 万元。

2、无形资产投资计划

香江科技预测期将保持现有无形资产规模进行更新，无新增投资计划。

(五) 可比交易案例情况

可比交易案例的折旧情况如下：

单位：万元

项目	房屋建筑物				其他固定资产			
	年初原值	年末原值	计提折旧	折旧率	年初原值	年末原值	计提折旧	折旧率
上海共创	-	-	-	-	379.91	382.27	11.03	2.89%
华通云数据	13,229.72	13,477.98	320.10	2.40%	85,533.38	90,040.33	10,573.97	12.05%
天地祥云	-	-	-	-	908.98	1,813.45	220.10	16.17%

项目	房屋建筑物				其他固定资产			
	年初原值	年末原值	计提折旧	折旧率	年初原值	年末原值	计提折旧	折旧率
辽宁邮电	8,092.21	7,211.76	273.66	3.58%	3,723.85	3,770.70	409.41	10.93%
升腾资讯	-	-	-	-	1,792.10	2,227.37	208.15	10.36%
科信盛彩	26,531.49	38,466.98	1,331.81	4.10%	259.50	260.18	48.44	18.64%
合计	47,853.42	59,156.72	1,925.57	3.60%	92,597.72	98,494.30	11,471.10	12.01%

注：折旧率=当年计提折旧/（（年初原值+年末原值）/2）

香江科技房屋建筑物的综合折旧率为 4.82%，高于可比交易案例的折旧率 3.60%，较为合理；香江科技其他固定资产的折旧率为 9.56%，略低于可比交易案例的折旧率 12.01%。（可比交易案例中，除华通云数据以外，其他几家的固定资产规模远低于香江科技。华通云数据当期新增固定资产 9,216.08 万元，减少 4,812.80 万元，固定资产变动较大，测算的综合折旧率存在一定偏差。）

（六）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司补充披露：结合最新经营数据、固定资产和无形资产账面价值、折旧摊销政策、未来固定资产和无形资产投资计划、可比交易情况等，认为预测期香江科技折旧摊销和固定资产折旧金额的可实现性较强。以上分析内容具有合理性。

10、（原问题 30）申请文件显示，预测 2018 年 4-12 月香江科技营运资本增加额为 3,635.72 万元；预测 2019 年香江科技营运资本增加额为 5,820.82 万元。请你公司结合最新经营数据、营运资本增加额计算过程，补充披露预测 2018 年 4-12 月营运资本增加额为负的原因及合理性、2019 年-2023 年预测营运资本增加额的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）2018 年 4-12 月营运资本增加额为负的原因及合理性

1、香江科技近期营运资本变动情况

营运资本追加额系指企业在不改变当前主营业务的条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、代客户垫付款项等所需的基本资金以及应付的款项等。《香江科技评估报告》所定义的营运资本增加额为：

营运资本增加额=当期营运资金－上期营运资金

其中，营运资金=现金+存货+应收款项－应付款项

应收款项主要包括应收账款（扣除预收账款）以及与经营业务相关的其他应收款等款项；应付款项主要包括应付账款（扣除预付账款）以及与经营业务相关的其他应付款等款项。

根据《香江科技审计报告》，截至 2018 年 6 月 30 日，香江科技的营运资金情况如下表所示：

单位：万元

项目名称	账面值	调整金额	调整后账面值	备注
货币资金	42,339.41	36,237.02	6,102.39	-
存货	18,877.07	-	18,877.07	-
应收款项	48,178.54	10,859.46	37,319.09	-
应收票据	10,859.46	10,859.46	-	融资租赁的票据
应收账款	38,651.58	-	38,651.58	-
其他应收款	1,803.29	-	1,803.29	-
预收款项	3,135.79	-	3,135.79	-
应付款项	36,905.54	15,795.57	21,109.97	-
应付票据	5,707.01	5,707.01	-	需要全额的保证金
应付账款	16,751.72	-	16,751.72	-

项目名称	账面值	调整金额	调整后账面值	备注
应付职工薪酬	845.37	-	845.37	-
应交税费	3,432.61	-	3,432.61	-
其他应付款	12,039.32	10,088.57	1,950.75	-
预付款项	1,870.48	-	1,870.48	-

经测算，香江科技 2018 年 6 月 30 日的营运资金为 41,188.58 万元，预计 2018 年底的营运资金 28,900.84 万元，两者差异为 12,287.74 万元，主要原因系在香江科技收入中占比较高的 IDC 设备和解决方案业务受一定的季节性因素影响，年底回款相较年中更为集中，因此导致年末营运资金小于年中。

2、营运资本增加额计算过程

截至评估基准日，香江科技的营运资金情况如下表：

单位：万元

科目/日期	账面值	调整金额	调整后账面值	IDC 设备与解决方案	IDC 系统集成	IDC 运营管理及增值服务
货币资金	18,445.17	15,216.66	3,228.51	2,844.10	377.70	6.71
存货	24,304.48	-	24,304.48	12,315.11	11,884.29	105.08
应收款项	17,925.86	-	17,925.86	26,049.63	-11,335.08	3,211.31
应收票据	1.48	-	1.48	1.48	-	-
应收账款	33,417.06	-	33,417.06	25,657.25	4,695.50	3,064.31
其他应收款	1,590.78	-	1,590.78	1,226.39	217.39	147.00
预收款项	17,083.45	-	17,083.45	835.48	16,247.97	-
应付款项	28,753.59	15,923.32	12,830.27	8,677.12	4,218.67	-65.51
应付票据	4,174.61	4,014.61	160.00	160.00	-	-
应付账款	12,916.70	978.41	11,938.29	7,611.31	4,276.51	50.47

科目/日期	账面值	调整金额	调整后账面值	IDC 设备与解决方案	IDC 系统集成	IDC 运营管理及增值服务
应付职工薪酬	811.10	-	811.10	740.37	51.12	19.61
应交税费	1,168.29	-	1,168.29	1,260.03	-92.12	0.38
其他应付款	12,252.48	10,930.29	1,322.18	1,088.83	233.35	-0.00
预付款项	2,569.59	-	2,569.59	2,183.43	250.19	135.97

本次评估主要参照历史期各项指标的周转率，同时按照三大业务板块未来经营期内各年度收入与成本估算的情况，预测得到的未来经营期各年度的营运资本增加额。2018 年各业务板块的预测情况如下：

(1) IDC 设备和解决方案

单位：万元

名称	2017 年	2018 年 1-3 月	2018 年
营业收入	69,490.57	10,657.46	79,002.89
最低现金保有量	4,715.17	2,844.10	5,307.33
存货	9,748.11	12,315.11	11,047.92
应收款项	22,250.06	26,049.63	25,232.19
应付款项	11,540.69	8,677.12	13,189.96
营运资金	25,172.65	32,531.73	28,397.49
营运资金/营业收入	36%	76%	36%
营运资本增加额	\	\	-4,134.24

注：IDC 设备和解决方案季节性差异较大，年底回款明显优于年中。

(2) IDC 系统集成业务

单位：万元

名称	2017年	2018年1-3月
最低现金保有量	1,329.60	377.70
存货	10,100.92	11,884.29
应收款项	-5,916.74	-11,335.08
应付款项	6,631.75	4,218.67
营运资金	-1,117.97	-3,291.76

注：IDC 系统集成业务历史年度营运资金为负，并且香江建业开工前一般会收到一定规模的预付款，故未来年度的营运资本增加额未考虑该业务板块业务规模的影响。

(3) IDC 运营管理和增值服务业务

单位：万元

名称	2017年	2018年1-3月	2018年
营业收入	7,562.49	2,694.60	13,454.99
最低现金保有量	19.60	6.71	8.66
存货	100.75	105.08	123.88
应收款项	2,395.36	3,211.31	4,261.76
应付款项	487.30	-65.51	599.20
营运资金	2,028.41	3,388.61	3,795.11
营运资金/营业收入	27%	31%	28%
营运资本增加额	\	\	406.49

香江科技 2018 年 4-12 月营运资本增加额为负的主要原因一方面系 IDC 设备和解决方案业务受季节性因素影响，年底回款相较年中更为集中，因此年末营运资本一般小于年中。同时，香江科技 2018 年 4-12 月营运资本增加额包含各业务板块待抵扣增值税回流的影响，待抵扣增值税的回流金额为 2,026.53 万元。考虑待抵扣增值税的回流的影响，香江科技 2018 年 4-12 月营运资本增加额为：

2018 年 4-12 月营运资本增加额 $= -4,134.24 + 406.49 - 2,026.53 = -5,754.28$ 万元。

综上，香江科技 2018 年的营运资本系根据历史年度各项指标的周转率并结合 2018 年的盈利预测计算得出，2018 年营运资金占营业收入的比例与历史年度的占比基本匹配，故 2018 年营运资本增加额的预测具有合理性。

(二) 2019 年-2023 年预测营运资本增加额的可实现性

本次评估主要参照历史期各项指标的周转率，同时按照 IDC 设备与解决方案、IDC 系统集成、IDC 运营管理及增值服务三大业务板块未来经营期内各年度收入与成本估算的情况，预测得到的未来经营期各年度的营运资本增加额。未来各业务板块的预测情况如下：

1、IDC 设备和解决方案

单位：万元

名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	86,900.00	93,852.00	101,360.16	109,468.97	116,037.11	116,037.11
最低现金保有量	5,842.70	6,313.10	6,813.02	7,357.09	7,798.67	7,798.67
存货	12,152.52	13,124.72	14,174.70	15,308.67	16,227.19	16,227.19
应收款项	27,399.64	29,803.84	32,222.03	34,824.63	36,954.24	37,032.03
应付款项	14,548.80	15,672.62	16,926.43	18,280.54	19,377.38	19,377.38
营运资金	30,846.06	33,569.04	36,283.32	39,209.85	41,602.72	41,680.51
营运资金/营业收入	35%	36%	36%	36%	36%	36%
营运资本增加额	2,448.57	2,722.99	2,714.27	2,926.54	2,392.87	77.79

2、IDC 系统集成业务

香江科技 IDC 系统集成业务在历史年度的营运资金为负，并且香江建业开工前一般会收到一定规模的预付款，故未来年度的营运资本增加额未考虑该业务板块业务规模的影响。

3、IDC 运营管理和增值服务

单位：万元

名称	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
营业收入	22,491.31	23,475.28	23,475.28	23,475.28	23,475.28	23,475.28
最低现金保有量	12.00	12.62	12.62	12.62	12.62	12.62
存货	150.61	152.91	152.91	152.91	152.91	152.91
应收款项	7,123.95	7,435.61	7,435.61	7,435.61	7,435.61	7,435.61
应付款项	728.45	739.59	739.59	739.59	739.59	739.59
营运资本	6,558.10	6,861.55	6,861.55	6,861.55	6,861.55	6,861.55
营运资金/营业收入	29%	29%	29%	29%	29%	29%
营运资本增加额	2,762.99	303.45	-	-	-	-

4、待抵扣增值税

截至评估基准日，香江科技其他流动资产中待抵扣增值税为 5,186.95 万元，考虑到上海启斯进项税抵扣的时间较长，故本次评估对待抵扣增值税回流预测的期限较长，2019-2026 年累计回流 3,160.41 万元，具体情况如下：

单位：万元

名称	2019年	2020年	2021年	2022年
待抵扣增值税回流	406.61	441.82	441.82	441.82
营运资本追加额-业务 1	2,448.57	2,722.99	2,714.27	2,926.54
营运资本追加额-业务 2	2,762.99	303.45	-	-
营运资本追加额	4,804.94	2,584.62	2,272.45	2,484.72

名称	2023年	2024年	2025年	2026年
待抵扣增值税回流	441.82	441.82	441.83	102.85
营运资本追加额-业务1	2,392.87	77.79	-	-
营运资本追加额-业务2	-	-	-	-
营运资本追加额	1,951.04	-364.04	-441.83	-102.85

综上所述，本次评估中的营运资金系根据历史年度各项指标的周转率并结合未来年度的盈利预测计算得出，未来年度营运资金占营业收入的比例稳定，且与历史年度的占比匹配，故本次评估营运资本增加额的预测具有合理性。

（三）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司补充披露：2018年4-12月营运资本增加额为负具有合理性，2019年-2023年预测营运资本增加额具有合理性。以上分析内容具有合理性。

11、（原问题31）申请文件显示，截至评估基准日，香江科技溢余资产金额为26,541.67万元，其中溢余性货币资金15,216.66万元，可供出售金融资产评估值为12,893.18万元。请你公司结合香江科技业务模式、货币资金来源及支出计划、可供出售金融资产核算内容及形成原因、与业务的协同性等，补充披露最低货币保有量的计算过程、金额的合理性、可供出售金融资产评估增值合理性以及将其作为溢余资产的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合香江科技业务模式、货币资金来源及支出计划，补充披露最低货币保有量的计算过程、金额的合理性

企业正常经营的最低现金保有量一般是通过考虑企业一定时间段内营业成本、税金及附加、销售费用、管理费用等各项付现成本来估算的。最低现金保有

量考虑营业成本进行周转的模型通常适合制造型企业。该类企业在完成固定资产的投入、存货的购置、生产的安排及人工的投入后形成产成品，对其进行销售并回收应收款。因此，进行一定的资本投入是必要的。

香江科技货币资金的来源主要为股东投资、银行借款及商业信用。货币资金的用途主要为支付原材料采购款、职工薪酬、水电费等，一般需要考虑月度的支付需求。香江科技的主营业务包括 IDC 相关设备及解决方案、IDC 系统集成以及 IDC 运营管理和增值服务，业务各自结算特点如下：

1、IDC 相关设备及解决方案和 IDC 系统集成业务

香江科技的客户按照客户类型及资质可分为大型央企客户（包括中国移动、中国联通、中国电信等运营商客户及中国铁塔等）、华为技术有限公司等行业知名企业、IDC 系统集成客户以及其他一般民营企业。

对于三大运营商和中国铁塔等大型国有企业集团，香江科技销售收款政策主要为确认收货后收取 70%、初验完成后收取 20%、终验完后收取 10%（或终验完成后收取 30%）；对于华为等行业知名企业，销售收款政策主要为货到或服务完成 90 天内付款；对于 IDC 系统集成业务的客户，按照合同约定的工程进度收款；对于资信状况较好的大型民营企业集团，评估客户信用状况后给予适当的信用账期，例如对于德利迅达采用的信用政策为预付 30% 货款+到货付款 30%+验收后付款 30%+尾款 5%+质保 5%；对于其余民营企业，主要为预付货款形式或款到发货。

香江科技 IDC 设备与解决方案业务的主要供应商包括苏州朗威电子机械股份有限公司、ABB（中国）有限公司上海分公司、施耐德电气（中国）有限公司、镇江市大港通达铜材有限公司及长沙麦融高科股份有限公司等，IDC 系统集成业务主要供应商包括上海华东电脑股份有限公司等系统集成商或分包商。

对于苏州朗威电子机械股份有限公司，香江科技的结算方式为发货后支付合同总额的一部分，剩余部分在年终结清；对于 ABB（中国）有限公司上海分公司和施耐德电气（中国）有限公司，香江科技的结算方式为信用额度以内 1 个月左右付款，信用额度以外款到发货；对于镇江市大港通达铜材有限公司，香江科技的结算方式为开票后 90 天付款；对于 IDC 系统集成业务的供应商，香江科技的结算方式为按照合同约定的工程进度或设备验收等条件付款。

综上，对于 IDC 相关设备及解决方案和 IDC 系统集成业务的最低现金保有量基本按照月度的付现成本进行估算。

2、IDC 运营管理和增值服务

香江科技 IDC 运营管理和增值服务的服务费收入一般在每月 25 日左右收到回款。其付现成本主要为电费，一般在次月 5 日前支付。考虑到上海启斯账面的货币资金量较为有限，故在计算最低现金保有量（月度付现成本）时扣除上海启斯的付现成本。但最低现金保有量将上海启斯账面所有的货币资金都作为最低现金保有量的一部分。

本次收益模型中的最低现金保有量以月度付现成本为基础，并对 IDC 运营管理和增值服务业务进行调整后计算得出。未来年度最低现金保有量预测过程如下：

单位：万元

科目	2018 年 1-3 月	2018 年	2019 年	2020 年
营业成本	8,999.36	92,823.00	103,881.54	112,104.45
税金及附加	54.80	1,028.91	1,138.70	1,234.74
销售费用	1,392.85	6,199.47	6,823.85	7,372.31
管理费用	1,196.18	7,006.66	7,712.49	8,587.79
减：折旧摊销	1,384.65	5,554.14	5,570.42	5,663.80

科目	2018年1-3月	2018年	2019年	2020年
付现成本	10,258.54	101,503.89	113,986.16	123,635.49
调整	1,110.38	5,730.44	7,939.98	8,351.14
付现成本（调整后）	9,148.16	95,773.45	106,046.18	115,284.35
最低现金保有量	3,228.51	7,989.78	8,849.18	9,619.65
科目	2021年	2022年	2023年	2024年
营业成本	120,854.58	130,381.43	138,393.49	138,393.49
税金及附加	1,338.66	1,451.46	1,545.02	1,545.02
销售费用	7,963.55	8,602.37	9,120.90	9,120.90
管理费用	9,156.81	9,748.57	10,244.90	10,244.90
减：折旧摊销	5,730.28	5,730.28	5,730.28	5,730.28
付现成本	133,583.32	144,453.55	153,574.04	153,574.04
调整	8,351.14	8,351.14	8,351.14	8,351.14
付现成本（调整后）	125,232.18	136,102.42	145,222.90	145,222.90
最低现金保有量	10,448.63	11,354.48	12,114.52	12,114.52

评估基准日的最低现金保有量与香江科技 1-3 月的生产、销售规模相关，能满足企业的正常运营；并且在下一期营运资金中考虑了追加投入。综上，本次评估中最低现金保有量的预测依据充分，测算过程合理，预测具有合理性。

（二）可供出售金融资产

1、核算内容及形成原因

香江科技可供出售金融资产账面价值为 11,123.16 万元，系参股扬中市创泰投资中心（有限合伙）、江苏扬中农村商业银行股份有限公司、扬中恒丰村镇银行股份有限公司及江苏赛联信息产业研究院股份有限公司形成，具体投资情况如下表所示：

单位：万元

序号	被投资单位名称	投资日期	持股比例%	账面价值
1	扬中市创泰投资中心（有限合伙）	2017/8/22	19.42%	10,000.00
2	江苏扬中农村商业银行股份有限公司	2014/6/30	0.72%	283.16
3	扬中恒丰村镇银行股份有限公司	2011/7/31	6.00%	600.00
4	江苏赛联信息产业研究院股份有限公司	2013/1/31	4.00%	240.00
合计		-	-	11,123.16

2、评估增值的合理性

对于扬中市创泰投资中心（有限合伙），鉴于香江科技基准日后将其持有的投资财产份额作价人民币 10,000 万元转让给扬中长杨投资中心（有限合伙），并已收全款，本次评估以实际转让价格确认评估值。

对于江苏扬中农村商业银行股份有限公司、扬中恒丰村镇银行股份有限公司及江苏赛联信息产业研究院股份有限公司，本次评估采用报表折算法，即企业基准日净资产账面值乘以持股比例确认评估值。评估增值原因为可供出售金融资产投资成本为其账面价值，投资时间较早，被投资单位净资产变动导致。

单位：万元

序号	被投资单位名称	投资日期	账面价值	评估价值	持股比例	被投资单位净资产
1	扬中市创泰投资中心（有限合伙）	2017/8/22	10,000.00	10,000.00	19.42%	-
2	江苏扬中农村商业银行股份有限公司	2014/6/30	283.16	1,356.08	0.72%	188,344.11
3	扬中恒丰村镇银行股份有限公司	2011/7/31	600.00	1,391.81	6.00%	23,196.78
4	江苏赛联信息产业研究院股份有限公司	2013/1/31	240.00	145.30	4.00%	3,632.41

3、作为溢余资产的合理性

(1) 对于扬中市创泰投资中心（有限合伙），鉴于香江科技基准日后将其持有的投资财产份额作价人民币 10,000 万元转让给扬中长杨投资中心（有限合伙），并已收全款，故本次评估将其作为溢余资产是合理的。

(2) 对于江苏扬中农村商业银行股份有限公司、扬中恒丰村镇银行股份有限公司及江苏赛联信息产业研究院股份有限公司，香江科技与该等单位不存在经营业务往来，无业务协同，并且现金流未考虑投资收益，故本次评估将其作为溢余资产是合理的。

（三）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司补充披露：结合香江科技的业务模式、货币资金来源及支出计划，认为最低现金保有量的预测依据充分，测算过程合理，预测具有合理性，可供出售金融资产增值原因合理，作为溢余资产的依据充分。以上分析内容具有合理性。

12、（原问题 32）申请文件显示，收益法评估时，2018 年 4-12 月选取折现率 12.04%，2019 年折现率为 11.87%，预测期折现率在 11.94%-12.28%间波动。请你公司结合近期可比案例、香江科技具体行业分类情况，补充披露本次交易收益法评估折现率选取并在预测期内波动的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）香江科技的具体行业分类情况

香江科技主营业务为 IDC 相关设备及解决方案、IDC 系统集成以及 IDC 运营管理和增值服务。根据中国证监会《上市公司行业分类指引》，香江科技所处行业为“信息传输、软件和信息技术服务业”下的“I65 软件和信息技术服务业”。根据《国民经济行业分类》，香江科技所处行业隶属于“G60 信息传输、计算机

服务和软件业中电信和其他信息传输服务业”中的“G6019 其他电信服务业”。

本次评估选取沪深两市 IDC 及通信产品相关的上市公司（总共 8 家）作为可比公司。可比公司与香江科技的主营业务具有较高的相似度，具体情况如下：

证券简称	上市日期	主营业务
荣之联	2011-12-20	公司是大中型数据中心 IT 系统集成及相关技术服务供应商。公司提供从咨询、设计、系统部署、软件开发、到运维管理及后续升级改造等全套解决方案和专业服务。公司目前建立了以北京为总部，辐射全国的营销服务网络，实行北京、上海、广州、成都等七大区域中心分区管理，连接沈阳、杭州、深圳、乌鲁木齐、香港等二十一个区域办事处。能源、电信、政府、制造、金融等传统行业形成了长期稳定的客户群，在生物行业也拥有示范客户和典型案例，形成了明显的先发优势。公司是工业和信息化部“信息技术服务标准(ITSS)工作组”的全权成员，参与信息技术服务标准的制定工作。2017 年公司通过重大资产重组拥有赞融电子 100% 股权，赞融电子主要为国内金融行业用户提供存储系统集成解决方案。上市公司与赞融电子实现优势互补，并通过内外部整合，实现上市公司与赞融电子的协同发展，提升和改善上市公司的业务规模和盈利能力。
宝信软件	1994-03-11	公司系宝钢股份控股的上市软件企业，中国领先的工业软件行业应用解决方案和服务提供商。公司产品与服务业绩遍及钢铁、交通、医药、采掘、有色、化工、装备制造、资源、金融、公共服务、水利水务、服务外包等多个行业。公司持续强化智慧城市相关领域的开拓，在智能交通、智慧楼宇、公共服务等领域也拥有强大实力，努力推动智慧城市创新。公司顺应 IT 产业和技术的发展趋势，借助商业模式创新，全面提供云计算、数据中心(IDC)、大数据、工业 4.0、无人化、工业机器人、物联网、车联网等相关产品和服务。
鹏博士	1994-01-03	公司主要从事电信增值服务、安防监控、网络传媒业务，拥有独立的研发、生产、采购和销售系统，具有独立完整的业务及自主经营能力。公司的电信增值服务业务主要包括互联网专线接入、电子政务、互联网数据中心(IDC)、专网构建及运营以及网络安全监控、城市监控、长话分流等网络增值服务，在高端商业客户互联网专线接入、网吧专线接入、互联网数据中心业务均占有较高的市场份额。公司安防监控业务主要围绕全国范围的平安城市建设项目开展业务，围绕以自主开发产品和独家代理产品为核心的产品体系的建设、销售和运营服务。公司还独家代理《成都商报》、成都电视台、《明日快一周》杂志，以及《成都晚报》、《成都日报》、《汽车时尚报》、成都电

证券简称	上市日期	主营业务
		台环球资讯广播、成都全搜索网站等媒体的部分广告业务。未来，公司将紧紧抓住互联网产业升级的机遇、积极参与到“三网合一”、云计算、物联网的突破发展的大潮流中，把公司打造成为集平台与应用于一身的综合业务运营商。
光环新网	2014-01-29	公司是业界领先的互联网综合服务提供商，主营业务为互联网数据中心服务(IDC 及其增值服务、IDC 运营管理服务)、互联网宽带接入服务(ISP)以及云计算等互联网综合服务，是北京最具影响力的互联网服务商之一。公司累计服务企业客户逾万家，为用户提供更加高速、稳定、安全的互联网环境，聚拢优质资源和技术，赢得了良好的商业信誉，尤其在面向商企用户数据通讯及增值服务领域取得了长足的发展。公司致力于以先进技术、优质资源和高品质服务推动互联网创新发展，为用户提供更加高速、稳定、安全的互联网环境，聚拢优质资源和技术，在市场上享有领先的市场份额和较高的品牌知名度。公司建设的 IDC 机房相对于基础运营及其他网络资源，更能适应商企用户的高端需求，几大数据中心无论在地理位置上还是在硬件设施上均具有突出优势。随着国家“互联网+”行动计划的深入开展，公司主营业务具有更为广阔的市场空间。
华东电脑	1994-03-24	公司以中国电子科技集团华东计算技术研究所为依托，主营业务为信息系统、弱电工程、软件工程开发等，公司定位于提供全面解决方案为核心的软硬件集成供应商，发展以系统和网络集成为特色的业务，选择具有较高科技含量、集成度较高的 IT 业相关服务项目为公司的核心产品。此外，公司通过与世界 IT 巨头惠普展开广泛合作，合资成立华普信息技术公司，专门从事高端服务器类产品的销售。
网宿科技	2009-10-30	公司是一家互联网业务平台提供商，知识和技术密集型的高新技术企业，自主研发了速通 VPN 企业互联平台系统、网宿 CDN 平台软件 V2.0、网宿 CDN 平台软件 V3.0、网宿快速海量文件传输软件 V1.0、网宿分布式海量存储软件 V1.0、网宿服务质量监测软件 V1.0 等专有技术，并取得了计算机软件著作权。其中速通 VPN 企业互联平台系统被认定为上海市高新技术成果转化项目；网宿 CDN 平台软件 V2.0 被中华人民共和国科学技术部认定为国家火炬计划项目、被中华人民共和国科学技术部联合中华人民共和国环境保护部、商务部、国家质量监督检验检疫总局认定为国家重点新产品。
烽火通信	2001-08-23	公司是国内优秀的信息通信领域设备与网络解决方案提供商，国家科技部认定的国内光通信领域唯一的“863”计划成果产业化基地、“武汉·中国光谷”龙头企业之一。公司掌握了大批光通信领域核心技术，参与制定国家标准和行业标准 200 多项。公司是国家基础网络建设的

证券简称	上市日期	主营业务
		主流供应商，其产品类别涵盖光网络、宽带数据、光纤光缆三大系列，光传输设备和光缆占有率居全国首列，10万套设备在网上稳定运行，50余万公里光缆装备国家基础光缆干线网。目前公司通过收购南京安网进入信息网络安全领域，通过参股北京志诚进入计费软件领域，通过发起成立集成子公司进入集成领域，通过与烽火网络的整合进入数据产品领域，通过成立烽火国际公司来整合国际市场资源。公司承担的全球首条80*40GDWDM干线在中国的成功开通标志着我国DWDM的商用水平已达到了世界先进水平。
日海智能	2009-12-03	公司是国内最大的通信网络物理连接设备供应商，专注于为国内外电信运营商、电信主设备商和网络集成商提供一流的通信网络连接、分配和保护的产品及整体解决方案。公司拥有专业的技术研发平台、高效的供应链管理体系和完善的营销渠道和服务网络，在第三代移动通信(3G)和光纤到户(FTTH)等市场拥有先发优势。公司在全国设有7个销售大区和32个销售办事处，与中国电信、中国移动、中国联通三大运营商建立了稳定信赖的长期合作关系，并成为华为、中兴、阿尔卡特—朗讯、诺基亚—西门子、爱立信等世界知名电信主设备商的主要供应商，产品和服务拓展至海外30多家电信运营商。

(二) 可比交易案例情况

结合最近两年上市公司的可比交易案例情况，标的资产主营业务与IDC及通信产品相关的案例如下：

证券简称	股票代码	标的资产	主营业务	折现率
浙大网新	600797	华通云数据	IDC托管服务、云计算服务、互联网资源加速服务	12.25%
光环新网	300383	科信盛彩	房地产租赁、物业管理、IDC业务	12.00%
恒泰实达	300513	辽宁邮电	通信网络设计服务与系统集成业务	11.52%
华宇软件	300271	联奕科技	软件服务及系统集成业务	12.20%
星网锐捷	002396	升腾资讯	网络终端产品和支付POS	12.01%
中通国脉	603559	上海共创	IDC运营维护、IDC增值服务和软件及系统集成服务	12.63%

证券简称	股票代码	标的资产	主营业务	折现率
华星创业	300025	互联港湾	IDC 及云计算服务、虚拟专用网络服务、互联网接入服务及其他增值服务	13.00%
科华恒盛	002335	天地祥云	互联网数据中心（IDC）业务、IDC 增值服务、数据中心机房或机房模块、广域网络、SDN 网络、网络优化及加速、公有及私有云、企业大数据、IT 服务的方案定制、实施和运营服务	12.87%
平均值				12.31%

如上表所示，近期同行业可比交易案例选取的折现率在 11.52%-13.00% 之间，平均折现率为 12.31%。本次评估选取的折现率 11.86%-12.28% 处于上述区间范围内，折现率的选取具有合理性。

（三）折现率变动的原因及合理性

本次评估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率 r ，与折现率相关的重要参数如下：

项目 / 年度	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 及以后
权益比	0.7832	0.8115	0.8311	0.8531	0.8778	0.9057	0.9210
债务比	0.2168	0.1885	0.1689	0.1469	0.1222	0.0943	0.0790
适用税率	0.1500	0.2188	0.2139	0.2066	0.1946	0.1717	0.1500
无财务杠杆 β	0.8706	0.8706	0.8706	0.8706	0.8706	0.8706	0.8706
权益 β	1.0755	1.0286	1.0096	0.9895	0.9682	0.9456	0.9340
特性风险系数	0.0300	0.0300	0.0300	0.0300	0.0300	0.0300	0.0300
权益成本	0.1390	0.1359	0.1347	0.1334	0.1320	0.1306	0.1298
债务成本(税后)	0.0534	0.0442	0.0439	0.0435	0.0428	0.0417	0.0407
折现率	0.1204	0.1187	0.1194	0.1202	0.1211	0.1222	0.1228

注：权益 β 的变动是由于资本结构变化导致。

预测期香江科技折现率变动的主要系随着香江科技付息债务规模的变化，资本结构及税后债务成本亦随之变化，因而导致折现率的变动。

根据香江科技的筹资安排，未来年度香江科技的付息债务情况如下：

单位：万元

2018年4-12月			2019年			2020年		
付息债务	利率	税后利率	付息债务	利率	税后利率	付息债务	利率	税后利率
15,000.00	4.79%	4.07%	20,000.00	4.79%	4.07%	20,000.00	4.79%	4.07%
10,000.00	8.00%	6.80%	34,202.16	6.18%	4.63%	27,403.90	6.18%	4.63%
39,600.00	6.41%	5.45%						
合计	平均值	平均值	合计	平均值	平均值	合计	平均值	平均值
64,600.00	6.28%	5.34%	54,202.16	5.66%	4.42%	47,403.90	5.59%	4.39%

(续上表)

单位：万元

2021年			2022年			2023年		
付息债务	利率	税后利率	付息债务	利率	税后利率	付息债务	利率	税后利率
20,000.00	4.79%	4.07%	20,000.00	4.79%	4.07%	20,000.00	4.79%	4.07%
20,174.46	6.18%	4.63%	12,477.12	6.18%	6.18%	4,286.44	6.18%	6.18%
合计	平均值	平均值	合计	平均值	平均值	合计	平均值	平均值
40,174.46	5.48%	4.35%	32,477.12	5.32%	4.28%	24,286.44	5.03%	4.17%

(续上表)

单位：万元

2024年		
付息债务	利率	税后利率

2024年		
20,000.00	4.79%	4.07%
合计	平均值	平均值
20,000.00	4.79%	4.07%

根据香江科技的筹资安排，未来年度香江科技的债务比情况如下：

单位：万元

名称	2018年 4-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
付息债务总计	64,600.00	54,202.16	47,403.90	40,174.46	32,477.12	24,286.44	20,000.00
评估值	233,302.97	233,302.97	233,302.97	233,302.97	233,302.97	233,302.97	233,302.97
债务比	0.2168	0.1885	0.1689	0.1469	0.1222	0.0943	0.0790

（四）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

结合近期可比案例及香江科技具体行业分类情况，本次收益法评估的折现率是合理的，随着付息债务规模的变化折现率的变动是合理的。

（此页无正文，仅为《中联资产评估集团有限公司关于中国证券监督管理委员会[181251]号<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>资产评估相关问题的核查意见》的签字盖章页）

中联资产评估集团有限公司

年 月 日