

中联资产评估集团有限公司  
关于

《关于对江门甘蔗化工厂(集团)股份有限公司的重组问询函》(非许可类  
重组问询函〔2018〕第17号)资产评估相关问题的核查意见

深圳证券交易所公司管理部:

根据贵部于2017年9月21日出具的《关于对江门甘蔗化工厂(集团)股份有限公司的重组问询函》(非许可类重组问询函〔2018〕第17号), 中联资产评估集团有限公司项目组对问询函进行了认真的研究和分析, 并就资产评估相关问题出具了本核查意见, 具体如下:

审核问题一：报告书显示，2015年12月25日，王小龙转让其所持升华电源32%股权时，交易作价230万美元，折合100%股权交易作价718.75万美元；2016年1月21日，曾钢转让其所持升华电源28%股权时，交易作价1,650万元，折合100%股权交易作价5,892.86万元，截至2018年4月30日，升华电源100%股权账面价值7,820.43万元，评估值为66,041.65万元，增值率744.48%，最终交易作价6.6亿元。请你公司说明本次受让升华电源100%股权转让价格较其前两次股权转让价格增值较大的原因及合理性。请评估师核查并发表明确意见。（问询函第15题）

答复：

2015年12月25日，王小龙转让升华电源32%股权的总体对价为230万美元，对应标的公司整体估值为718.35万美元；2016年1月21日，曾钢转让升华电源28%股权的总体对价为1,650万元，对应标的公司整体估值为5,892.83万元。2018年9月14日，上市公司与本次交易对方签订了《股权收购协议》，根据协议，升华电源100%股权的转让价格为66,000.00万元。本次交易对价对比前两次股权转让增长的主要原因如下：

### 1、作价依据不同

前两次股权转让系王小龙、曾钢与彭玫个人之间的转让。本次股权转让的交易作价未经评估机构评估，系由交易各方自行协商确定。交易各方在结合升华电源转让时的经营情况及各股东的个人安排、资金需求的基础上，经协商一致确定，股权转让价格是各方真实意思的表示。

本次上市公司拟支付现金购买升华电源100%股权，交易价格以资

产评估报告中所确定的标的公司的评估结论为参考依据，由交易双方协商确定。

## 2、交易目的不同

前两次股权转让系王小龙、曾钢因个人原因欲退升华电源，经与彭玫协商，王小龙、曾钢分别以 230 万美元及 1,650 美元的价格将其所持升华电源股权转让予彭玫。股权转让完成后，王小龙、曾钢不再持有升华电源股权。

本次交易，上市公司拟以支付现金方式购买升华电源 100% 股权，本次交易完成后，升华电源将成为上市公司全资子公司，上市公司在军工业务领域布局将进一步深化，上市公司的产业布局进一步拓宽。经过多年在军品电源领域的深耕，升华电源已成为国内较为知名的电源供应商，业务规模持续扩大，盈利能力较强。通过收购升华电源，上市公司切实执行向军工领域转型的公司战略，在原有食糖贸易主营业务保持稳健，为上市公司转型发展创造稳定的经营环境的基础上，拓展军工第二主业，积极构建上市公司的未来盈利驱动点，提升上市公司的持续盈利能力。

## 3、交易时点不同

王小龙、曾钢转让升华电源股权分别发生于 2015 年 12 月和 2016 年 1 月，当时，标的公司的业务规模较小，未来快速发展不确定性较高，升华电源 2015 年未经审计的净利润仅为 349.07 万元。

在本次交易时点，升华电源经营规模、盈利能力已取得了明显的进步，从财务数据来看，2016 年度和 2017 年度，升华电源扣非净利润分别达到 2,466.36 万元、2,932.53 万元，较 2015 年度盈利能力大幅提升；

2018年1-4月升华电源即已实现扣非净利润2,209.46万元，已达到2017年全年扣非净利润的75.34%。

#### 4、补偿义务不同

本次交易中，上市公司与本次全部交易对方签署了《标的资产业绩承诺补偿协议》，业绩承诺人承诺升华电源在业绩承诺期累积承诺净利润为15,000.00万元，并约定了详细而具体的业绩补偿方案；而前两次股权转让交易中，股权出让方王小龙、曾钢彻底退出升华电源，无承担升华电源业绩承诺补偿的风险。

综上所述，前两次股权转让系股东个人之间的转让，交易价格由交易各方结合标的公司转让时的经营情况及各股东的个人安排、资金需求，自行协商确定，股权转让完成后，王小龙、曾刚彻底退出标的公司，无需承担业绩承诺补偿的义务；本次交易的交易价格以评估值为参考依据，交易完成后标的公司将成为上市公司全资子公司，有利于提升上市公司的持续盈利能力，同时，本次交易时点标的公司的经营规模和盈利能力较前两次股权转让时点有了较大提升，并且本次全部交易对方签署了明确的业绩承诺补偿方案。因此，本次交易作价相对于前两次股权转让交易价格有所提升具备合理性。

评估师意见：本次交易作价为参考评估值确定，标的公司100%股权评估值为66,041.65万元，评估增值率744.48%，较前两次股权转让交易价格有较大提升。上市公司对本次交易与前两次股权转让在作价依据、交易目的、交易时点、补偿义务等方面的差异进行了分析，经评估师核查及分析，本次交易作价相对于前两次股权转让交易价格具有较大提升具备合理性。

审核问题二：报告书显示，升华电源收益法评估过程中，2018年5-12月、2019-2023年升华电源营业收入分别为4,359.27万元、10,391.90万元、12,573.75万元、14,743.69万元、16,441.38万元和17,638.63万元，后四年平均增长率为14%。请你公司区分产品类型，结合升华电源历史及目前在手订单产品的销售数量和销售价格，说明上述营业收入的具体测算过程及营业收入增长率的测算依据及其合理性。请评估师核查并发表明确意见。（问询函第16题）

答复：

（一）升华电源报告期各项业务收入情况

升华电源报告期收入主要由定制电源系统、模块电源系统以及其他业务收入三部分构成，其2016年-2018年1到4月份的各项业务收入、销量及单位价格情况如下：

单位：万元

项目名称		2016年	2017年	2018年1-4月
营业收入合计		6,563.62	6,925.80	3,921.20
营业成本合计		1,280.20	1,223.75	529.32
毛利率		0.8050	0.8233	0.8650
定制电源系统	收入	4,946.15	5,173.74	3,354.79
	数量	508.00	570.00	568.00
	单位价格	9.74	9.08	5.91
模块电源系统	收入	1,615.63	1,750.91	537.16
	数量	4,724.00	10,240.00	1,621.00
	单位价格	0.34	0.17	0.33
其他业务收入	收入	1.84	1.15	29.25

从收入来看，升华电源 2016 年实现收入 6,563.62 万元，2017 年实现收入 6,925.80 万元，相比 2016 年略有提升，2018 年 1-4 月实现收入 3,921.20 万元，已超过 2017 年全年收入的 50%。主要原因为受 2016 年军改影响，升华电源订单有所延迟，导致 2017 年收入增幅不大，2018 年军改结束，军工行业恢复较快增长，升华电源收入亦有较大幅度的增长。

从产品销量及价格来看，报告期升华电源的定制电源系统和模块电源系统的单位价格存在较大波动。升华电源的电源产品是按照客户需求性能、规格、结构等设计和制造的电源，不同产品之间在功率、功能、可靠性等级、电磁兼容性要求等方面存在差异，价格也相应存在差异，进而会引起平均单价的变动。且模块电源系统和定制电源系统均由一系列不同性能的产品构成，若当年销量大的具体产品的价格较低，就会引起产品整体平均单价的下降，反之会引起产品整体平均单价的上升，因此升华电源主要产品平均售价波动主要就是由其各年度之间销售产品结构变化造成的。

## （二）升华电源在手订单情况

截至评估基准日，升华电源在手订单情况如下：

单位：万元

项目	订单收入确认期 2018 年 5-12 月	订单收入确认期 2019 年	订单收入确认期 2020 年
定制电源系统	2,800.37	6,352.10	5,908.66
当年（期）预测收入	2,800.37	7,768.49	9,462.72
占当年（期）预测收入比例	1.00	0.82	0.62

模块电源系统	832.45	677.09	
当年（期）预测收入	1,558.89	2,623.41	3,111.03
占当年（期）预测收入比例	0.53	0.26	-

由上表可知，从定制电源系统角度，根据升华电源截至评估基准日的在手订单情况及研发生产计划，预计可覆盖 2018 年 5-12 月份的全部预测收入，并分别覆盖 2019 年和 2020 年预测收入的 80% 和 60% 以上；对于模块电源系统，其个性化设计程度低于定制电源系统，因此客户下单周期短于定制电源系统，订单覆盖率也就低于定制电源系统。但从整体来看，升华电源截至评估基准日的在手订单情况对未来年度的收入覆盖率较高，具有较高的可实现性。

### （三）升华电源未来年度收入预测过程及合理性

由于升华电源的业务模式下，各类电源系统产品平均单价受产品销售结构影响较大，其平均单价并不具备可比性与延续性，因此预测期销售收入根据目前的在手订单及意向订单、以及结合升华电源目前与军方合作的研发项目预计在未来可以获得的订单进行测算。具体如下：

由于军工行业的特点，升华电源在产品设计阶段便与客户进行沟通，而产品的研发时间相对较长，因此升华电源的订单周期较长。截至评估基准日，升华电源的在手订单及意向订单最长可以覆盖到 2020 年，因此 2018 年 5-12 月-2020 年的收入根据其目前的各类订单情况及预计可以获得的订单情况进行测算，具体如下：

单位：万元

产品	项目	2018年5-12月	2019年	2020年
定制电源系统	当年预测收入	2,800.37	7,768.49	9,462.72
	正式订单	2,800.37	6,352.10	5,908.66
	占比	1.00	0.82	0.62
	意向订单		1,416.38	3,554.05
	占比		0.18	0.38
模块电源系统	当年预测收入	1,558.89	2,623.41	3,111.03
	正式订单	832.45	677.09	
	占比	0.53	0.26	-
	意向订单	445.89	1,467.52	2,439.14
	占比	0.29	0.56	0.78
	预计订单	280.56	478.80	671.89
	占比	0.18	0.18	0.22

由上表可知，定制电源系统 2018 年 5 月-12 月到 2020 年的正式订单和意向订单金额预计可以覆盖当期预测收入，而模块电源 2018 年 5 月-12 月到 2020 年的正式订单和意向订单金额亦可覆盖当期预测收入的 80% 以上，且升华电源仍在不断进行新产品的实验和研发，预计仍然可以获得新的订单，故升华电源 2018 年 5 月-12 月到 2020 年的预测收入依据充分，具有可实现性和合理性。

对于 2021 年及以后，考虑到升华电源客户均为军工企业，通过购买升华电源的产品，列装到航空、舰载及弹载武器装备上，以加强我国国防建设。而国防建设是一个长期的需求，故升华电源产品具备持续需求，销售具备持续性，因此 2021 年及以后年度的收入主要根据企业产品的市场需求情况以及所在行业发展情况预测。具体为在 2020 年收入基础上，定制电源系统 2021 年-2023 年收入按 18%、12% 和 8% 的收入增长率进行测算；模块电源系统 2021 年-2023 年按 15%、

10%和 5%的收入增长率进行测算，2024 年企业进入稳定期，收入不再增长。

根据以上测算，升华电源预测期后 4 年营业收入平均增长率为 14%，符合电源产品市场情况以及行业发展趋势所影响，具体分析如下：

#### 1) 多项国家产业政策扶持电源行业发展

模块电源系统及定制电源系统集成电力电子技术、控制理论、热设计、电子兼容性设计、磁性元器件设计等技术于一身，是保证信息安全、工业自动化的基石，因此受到国家多项产业政策的扶持。而从产业链的角度来看，模块电源系统及定制电源系统具有典型的下游需求带动效应，以其适应各种恶劣的工作环境、使用方便、易于维护等特点，广泛应用于通信、航空、航天、军工、铁路、电力、工控等领域。现阶段，电子信息产业、航空航天、新能源等应用领域是国家计划优先鼓励发展的产业，受到国家政策扶持。

模块电源系统及定制电源系统作为电子设备的关键基础组件，一旦失效将引起整机系统无法工作的严重故障，同时对于电子产品节能效果也具有重要影响。随着技术和市场的发展，市场对电源的要求越来越高，主要表现在高效率、高可靠性及高功率密度等特性。因此，未来高效率、高可靠性及高功率密度的电源将重点受益于国家政策的支持并具备更多的市场需求。

## 2) 国防军工产业的稳步发展，市场发展空间广阔

国防科技工业是一个战略性产业，它不仅是国防现代化的重要基础，也是国民经济发展和科学技术现代化的重要推动力量，对增强国防实力，促进国防现代化，带动其他产业及提高工业化整体水平有着重要的作用。

近年来，我国在国防领域的支出逐年增加，国防支出的稳步上升，带动了国防科技工业的稳步发展，武器装备水平也有较大提高，同时也带动与国防科技工业相关的其他产业快速发展。根据《国防科技工业中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）》，未来国防科技工业将把增强自主创新能力作为发展国防科技的战略基点，加快转型升级，实现高新技术武器装备研制能力等国防科技重大跨越，提升高新技术武器装备的自主研发和快速供给能力，满足军队机械化、信息化复合发展的战略需求。2006-2016年，我国中央公共财政国防预算支出从 2,979.38 亿元增加至 9,543.54 亿元，十年间复合增长率为 12.35%。同时，近年来，中国国防支出占 GDP 比重约 1.30% 左右，而美国、俄罗斯超过 3%，英国、法国等都超过 2%。作为世界第一人口大国，2016 年中国国防预算只是美国国防预算的 23.68%，可见，未来我国国防投入依然有较大的发展空间。

此外，中国国防信息化进程历经萌芽阶段、起步阶段和全面发展阶段，囿于历史原因信息化基础仍相对薄弱，整体正处于由机械化向

信息化转变的过程中，未来提升空间巨大。2015 年国防装备总支出约 2,927 亿元，其中国防信息化开支约 878 亿元，占比达 30%。受益于国防科工体系与社会经济体系相互融合的不断深化，国防信息化产业将迈入加速发展阶段。经预测，2025 年中国国防信息化开支将增长至 2,513 亿元，年复合增长率 11.6%，占 2025 年国防装备费用比例达到 40%。未来 10 年国防信息化产业总规模有望达到 1.66 万亿元。

电源作为一切电子设备的核心，一切电子设备都离不开电源提供能量，在我国国防投入不断增长，国防信息化大潮涌动的背景下，未来军工电源领域需求巨大，前景广阔。因此，电源行业作为提升我国武器装备信息化水平的重要产业，未来必将会以高于行业平均增长水平的态势保持持续稳步的增长。

3) 军民融合是国防军工改革的发展趋势，优秀的民营企业迎来巨大机遇

随着科技产业革命和新军事变革的迅猛发展，国防经济与社会经济、军事技术与民用技术的界限趋于模糊，军民融合式发展已成为顺应世界新军事变革发展的大趋势。例如，美国是实施军民一体化建设的典型国家，90%以上军品都由民营企业生产。在政府调控和市场机制的共同推动下，我国军民融合式发展驶入快车道，国防军工改革不断深化。

2014 年 4 月，工业和信息化部发布《促进军民融合式发展的指

导意见》，提出到 2020 年形成较为健全的军民融合机制和政策法规体系，军工与民口资源的互动共享基本实现，先进军用技术在民用领域的转化和应用比例大幅提高，社会资本进入军工领域取得新进展，军民结合高技术产业规模不断提升。2015 年 3 月 12 日，习主席在出席十二届全国人大三次会议解放军代表团全体会议时强调：“把军民融合发展上升为国家战略，深入实施军民融合发展战略，努力开创强军兴军新局面”。2016 年 3 月，国防科工局发布《2016 年国防科工局军民融合专项行动计划》，加快推进国防科技工业军民融合深度发展，在更好支撑国防和军队建设、保障武器装备科研生产的同时，发挥军工优势，推动国家科技进步和服务经济社会发展。2017 年 1 月，中共中央政治局会议决定设立中央军民融合发展委员会，习近平主席任主任。中央军民融合发展委员会是中央层面军民融合发展重大问题的决策和议事协调机构，统一领导军民融合深度发展，向中央政治局、中央政治局常务委员会负责。2017 年 6 月，中央军民融合发展委员会召开第一次会议，会议指出“把军民融合发展上升为国家战略，是我们长期探索经济建设和国防建设协调发展规律的重大成果，是从国家发展和安全全局出发作出的重大决策，是应对复杂安全威胁、赢得国家战略优势的重大举措。”

军民融合不断深入有利于充分发挥民营实体运作机制灵活、创新能力强等优势，进一步扩大民营实体为部队服务保障的内容和范围，

推动我国国防工业做大做强。根据国防大学国防经济研究中心发布的《中国军民融合发展报告 2014》显示，我国目前军民融合度在 30% 左右，意味着我国的军民融合正处于由发展初期向中期迈进的阶段，处于由初步融合向深度融合推进的阶段。未来，随着军民融资的深度推进，具有强大研发实力、优秀管理团队、良好市场声誉的民营企业将迎来巨大的成长空间。

#### 4) 替代国外电源产品

目前 80% 以上的军工电源是由国外厂家生产，由于军工产品的特殊性，未来军品电源主要偏向于国内厂家生产，而升华电源结合对行业关键技术的深入理解及发展趋势的准确把握，不断突破各项关键技术，紧密跟随技术发展，掌握了包括专利技术、非专利技术在内的多项以高效率、高可靠性、高功率密度、良好的电磁兼容性、数字控制及智能化监控、小型化/轻型化为主要特点的关键技术，并依托所掌握关键技术，研制符合航空、航天、军工等行业客户要求的多个系列和品种的高性能指标、高可靠性电源产品。

5) 更为复杂的周边和国际环境下，为维护国家安全、人民利益，军品中长期采购需求上升

当今世界正在发生深刻复杂的变化，和平、发展、合作、共赢已经成为时代潮流，新兴市场国家和发展中国家整体实力增强，国际力量对比朝着有利于维护世界和平方向发展。与此同时，大国互动持续

深化，竞合态势加速分化，风险和挑战增多。

对于我国而言，地区热点问题与大国博弈相互渗透，导致我国周边安全环境日益复杂，我国周边环境在总体保持稳定的基础上，问题和挑战明显增加，2016年以来南海国际仲裁、台湾问题、韩国部署“萨德”系统、日本舰机东海事件、中印对峙等一系列事件的出现，一方面是对我国作为崛起中大国政治智慧、战略视野的考验，另一方面，也对作为国家安全、人民利益的保障的我国武装力量提出了更高的要求。

此外，建设与我国国际地位相称、与国家安全和发展利益相适应的稳固国防和强大军队，是我国现代化建设的战略任务，也是我国实现和平发展的坚强保障。因此，在复杂多变的周边和国际环境下，2016年以来我国军品采购需求持续上升，从而提升了下游总装、配套等各级军品企业的销售规模。未来，随着周边政治经济环境的不断动态变化，为维护国家安全、人民利益，军品采购需求还将持续上升。

综上所述，升华电源2018年5-12月份至2020年的营业收入根据各类订单情况进行测算，2021年及以后的营业收入预测充分考虑了产品市场情况以及行业发展趋势进行预测，营业收入预测具备合理性。

**评估师意见：**上市公司根据升华电源报告期各类业务收入、销量及价格情况对报告期收入构成进行了分析，并对预测期各类业务的收入预测过程及合理性进行了分析，经评估师核查，以上分析内容具备合理性。

审核问题三：报告书显示，升华电源收益法评估过程中，预测期内管理费用预测未包含因股份支付确认的管理费用，请结合升华电源具体股权激励方案，说明预测期间未考虑因股份支付确认的管理费用的原因及合理性。请评估师核查并发表明确意见。（问询函第 17 题）

答复：

（一）升华电源报告期股权激励方案不会在未来年度产生管理费用

升华电源本次股权激励旨在对历史上对公司做出贡献的员工进行一次性奖励，未设置等待期安排及可行权条件，属于授予后立即可行权的股份支付。具体而言，本次股权激励对象分别于 2017 年、2018 年取得升华电源 4.05%、10.95% 的股份，升华电源分别于 2017 年、2018 年确认股份支付费用 2,648.70 万元、7,161.30 万元，计入管理费用并增加资本公积。

股权激励系升华电源实际控制人在进行资本运作前对管理层在历史年度为公司发展做出的贡献的一次性奖励，本次股权激励已结算完毕，相关管理费用已在报告期全部确认，未来年度不会因上述股权激励产生管理费用。

（二）升华电源盈利预测未考虑未来年度因股权激励可能产生的管理费用具备合理性

在本次交易中，上市公司拟通过收购升华电源切入军工领域，为上市公司未来发展布局新的盈利增长点。而电源作为一切电子设备的心

脏，一切电子设备都离不开电源提供能量，在我国国防投入不断增长，国防信息化大潮涌动的背景下，未来军工电源领域需求巨大，前景广阔，升华电源所从事的军工电源领域具有良好的发展前景。因此，在交易完成后，上市公司愿意在未来将升华电源表现突出的员工纳入上市公司股权激励的范围之中，以进一步激发升华电源的发展潜力。

截至本核查意见出具日，上市公司和升华电源均没有较为明确的新增股权激励方案，升华电源对未来年度的盈利预测中可能因股权激励产生的管理费用难以量化，因此预测中未考虑未来年度可能因股权激励产生的管理费用，且由于因股权激励产生的管理费用为非付现成本，仅影响当年的净利润，并不影响现金流，也不影响公司整体的评估值，因此升华电源在盈利预测中未考虑未来年度可能因股权激励产生的管理费用具备合理性。

**评估师意见：**上市公司对升华电源在未来年度盈利预测中未考虑因股权激励方案产生的管理费用的原因进行了分析，经评估师核查，以上分析内容具备合理性。

审核问题四：报告书显示，韦宗超和蒋德华于2018年4月13日因股权激励问题起诉冯骏、彭玫、王小龙和升华电源，后分别于2018年7月3日和2018年8月10日达成《和解协议》。请你公司说明采取收益法评估时，是否在预测中考虑了《和解协议》中升华电源因承担补偿义务对净利润的影响，进而影响标的公司评估值的情形，如否，说明原因及合理性。请评估师核查并发表明确意见。（问询函第18题）

答复：

韦宗超和蒋德华于2018年4月13日因股权激励问题起诉冯骏、彭玫、王小龙和升华电源，后分别于2018年7月3日和2018年8月10日达成《和解协议》。具体情况如下：

韦宗超于2018年4月13日因股权激励问题起诉冯骏、彭玫和升华电源，后根据各方谈判，于2018年7月3日达成和解。根据成都市成华区人民法院出具的《民事调解书》（2018川0108民初3012号）中的内容显示，原告韦宗超，三被告分别为冯骏、彭玫和升华电源，经成都市成华区人民法院主持调解，双方当事人自愿达成具体协议为：（1）被告冯骏、彭玫向原告支付部分补偿款；（2）原告放弃其他诉讼请求。

根据《民事调解书》中的内容，原告的补偿款由冯骏、彭玫支付，无须升华电源承担，故升华电源未来不会因《民事调解书》而承担补偿义务，故本次升华电源盈利预测中未考虑补偿义务对其未来年度净利润的影响，具备合理性。

蒋德华于2018年4月13日因股权激励问题起诉冯骏、彭玫和升华电源，后根据各方谈判，于2018年8月10日达成和解。根据成都市成华区人民法院出具的《民事调解书》（2018川0108民初3011号）中的

内容显示，原告蒋德华，三被告分别为冯骏、彭玫和升华电源，经成都市成华区人民法院主持调解，双方当事人自愿达成具体协议为：（1）原告（反诉被告）蒋德华向被告（反诉原告）冯骏支付部分补偿款；（2）原告（反诉被告）蒋德华与被告（反诉原告）冯骏、被告彭玫、升华电源均放弃其他诉讼请求。

根据《民事调解书》中的内容，升华电源未来不会因《民事调解书》而承担补偿义务，故本次升华电源盈利预测中未考虑补偿义务对其未来年度净利润的影响，具备合理性。

评估师意见：上市公司对升华电源在盈利预测中未考虑补偿义务对其未来年度净利润的影响的原因进行了分析，经评估师核查，以上分析内容具备合理性。

(本页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于<关于对江门甘蔗化工厂(集团)股份有限公司的重组问询函>(非许可类重组问询函[2018]第17号)资产评估相关问题的核查意见》之盖章页)

中联资产评估集团有限公司

年 月 日