

# 民生证券股份有限公司

## 关于上海证券交易所

### 《关于对广东骏亚电子科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案信息披露的问询函》

#### 回复报告之核查意见

上海证券交易所上市公司监管一部：

广东骏亚电子科技股份有限公司（以下简称“公司”或“广东骏亚”）于 2018 年 10 月 12 日收到贵所下发的《关于对广东骏亚电子科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案信息披露的问询函》（上证公函【2018】2553 号，以下简称“《问询函》”）。

民生证券股份有限公司作为广东骏亚本次重组交易的独立财务顾问，对《问询函》中涉及独立财务顾问发表意见的事项答复如下，请贵所予以审核。

如无特别说明，本回复内容中出现的简称均与《广东骏亚电子科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案（修订稿）》中的释义内容相同。

本核查意见所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，指未经审计的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。

本核查意见中部分合计数与各明细数直接相加之和在尾数上如有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

## 一、关于交易背景及可实现性

1. 预案披露，本次交易中，上市公司拟向交易对方合计支付现金对价 3.7 亿元。由于金额较大，上市公司自有资金不足以支付全部现金价款，拟通过并购贷款等方式筹集相应资金，存在并购贷款未能实施或融资金额低于预期导致交易无法实施的风险。公司于 2017 年 9 月上市，2016 年度经营活动现金流为 7,265.06 万元，2017 年度经营活动现金流下降至 620.21 万元，截至 2018 年中报，账面货币资金余额为 8,791.28 万元。同时，从投资活动现金流看，公司持续进行对外投资或扩张。请公司结合目前经营情况、应收账款、融资进展等资金安排，说明本次交易的主要考虑并评估交易的可实现性。请财务顾问发表意见。

回复：

### （一）交易对价支付比例设置的主要考虑

本次拟收购的标的公司是专业从事 PCB 样板和小批量板的制造企业，在样板及小批量板领域具有一定的知名度，经过多年发展积累了较强的研发能力，其下游客户数量较多、所属行业较广。本次交易完成后标的公司将与上市公司在业务与客户、技术研发、管理等多方面产生较大的协同效应，也有利于上市公司将业务领域从 PCB 批量板延伸至样板、小批量板领域，对于上市公司提高自身盈利能力有着积极促进作用。

本次交易的预估交易价格为 72,820.00 万元，广东骏亚将以发行股份和支付现金的方式向交易对方支付交易对价，其中现金支付 37,000.00 万元，占交易对价的 50.81%；以股份支付 35,820.00 万元，占本次交易总额的 49.19%。上市公司拟采用并购贷款、自有资金或其他融资方式支付本次交易中的现金对价。以上对价中现金支付的比例设置主要出于以下考虑：

#### 1、现金对价比例系交易各方进行商业谈判的结果

本次交易中，交易各方综合考虑了自身财务状况、盈利水平及未来发展前景、资本市场环境等相关因素，进行了充分有效的沟通，对交易方案中发行股份及现金支付对价的比例进行了友好协商，最终的支付方式是上市公司与交易对方进行市场化商业谈判的结果，也是交易对方与上市公司顺利达成收购资产协议的前提之一。该等现金对价安排有利于上市公司把握收购时机，在保障上市公司及其股东权益的前提下，充分尊重交易对方各自的合理诉求，有利于促成交易，从而提升重组的效率。

## 2、同行业可比交易案例现金对价比例设置情况

2016 年以来，A 股上市公司收购电子元器件相关行业的标的资产中，现金对价占比情况如下：

序号	证券简称	交易标的	交易作价 (万元)	现金对价金 额(万元)	现金对价 占比	证监会核准日期
1	木林森	收购明芯光电 100%	400,000.00	125,400.00	31.35%	2018 年 1 月 4 日
2	力源信息	收购武汉帕太 100%股权	263,000.00	131,500.00	50.00%	2017 年 3 月 3 日
3	四维图新	收购杰发科技 100%股权	387,510.00	354,459.33	91.47%	2016 年 10 月 24 日
4	中京电子	珠海亿盛 55%股权及元盛 电子 29.18%股权	33,000.00	33,000.00	100.00%	-

注：中京电子本次收购不涉及发行股份，无需证监会核准。

由上表可知，目前 A 股上市公司并购重组交易中的现金对价比例设置较为灵活，主要系上市公司与交易对方商业谈判的结果。广东骏亚本次交易的现金对价支付比例处于近期 A 股上市公司收购相关行业标的资产案例的合理范围内，本次交易现金对价比例设置具有合理性。

## 3、交易对方对现金支付的诉求

根据双方约定，上市公司根据交易标的实际业绩完成情况，分期支付本次交易的现金对价及解锁本次发行的上市公司股票。此外，根据个人所得税法的相关规定，10 名交易对方在本次股权转让中需要按照应纳税所得额的 20%缴纳个人所得税。因此对于交易对方而言，其希望通过增加适当的现金支付比例以解决自身的资金压力。为了促进本次交易达成，在不损害上市公司股东利益的前提下，上市公司充分考虑了交易对方的诉求，通过多轮商业谈判确定了该比例。

## 4、降低对上市公司股东股权的稀释

本次并购标的公司主要从事 PCB 样板和小批量板的设计、生产和销售，在行业内具有较高的知名度。若本次收购完成，标的公司将与上市公司在业务、人员、研发等方面产生较强的协同效应，有利于提高上市公司规模及盈利水平。基于上市公司股东利益最大化的考虑，本次交易方案适当降低了股权支付的比例，从而降低对上市公司现有股东股权的稀释。

### (二) 本次交易现金对价支付的可行性分析

基于以下原因，本次交易现金对价支付部分的可实现性较高，具体情况如下：

#### 1、成功足额申请到并购贷款的可能性较大

自上市公司停牌以来，上市公司与建设银行、民生银行、工商银行等多家金融机构展开洽谈，其中已与中国建设银行惠州分行达成了初步的合作意向，双方签订了《战略合作协议》，就合作内容、合作机制等方面做出了约定。截至本回复出具日，相关并购贷款的审批程序仍在进行当中，鉴于上市公司资信情况良好、偿债能力较高，上市公司在本次现金支付前获得足额并购贷款的可能性较大。

## 2、分期支付有效减轻上市公司现金支付压力

根据双方签订的相关协议，上市公司分期支付本次交易现金对价，各期支付现金情况如下：

单位：万元

序号	交易对方	现金支付金额	中国证监会核准后，办理工商变更前	甲方为乙方代扣代缴个人所得税	出具 2018 年《专项审计报告》之日起 30 个工作日内	出具 2019 年《专项审计报告》之日起 30 个工作日内	出具 2020 年《专项审计报告》之日起 30 个工作日内
1	陈兴农	17,945.00	5,335.00	6,636.74	1,164.00	2,495.81	2,313.45
2	谢湘	4,625.00	1,375.00	1,710.50	300.00	643.25	596.25
3	彭湘	3,700.00	1,100.00	1,368.40	240.00	514.60	477.00
4	陈绍德	3,515.00	1,045.00	1,299.98	228.00	488.87	453.15
5	颜更生	3,515.00	1,045.00	1,299.98	228.00	488.87	453.15
6	陈川东	1,850.00	550.00	684.20	120.00	257.30	238.50
7	颜振祥	925.00	275.00	342.10	60.00	128.65	119.25
8	殷建斌	555.00	165.00	205.26	36.00	77.19	71.55
9	李峻华	185.00	55.00	68.42	12.00	25.73	23.85
10	周利华	185.00	55.00	68.42	12.00	25.73	23.85
<b>合计</b>		<b>37,000.00</b>	<b>11,000.00</b>	<b>13,684.00</b>	<b>2,400.00</b>	<b>5,146.00</b>	<b>4,770.00</b>

上市公司将根据交易进程及交易对方业绩承诺情况，分期支付本次交易中的现金价款。相较于一次性支付，分期支付现金对价将有效减轻上市公司的资金压力，上市公司所承担的融资难度和融资成本较小。

## 3、上市公司经营情况良好，融资渠道较广

2018 年上半年，国内经济形势复杂，中美贸易摩擦加剧、行业环保形势趋严，面对复杂多变的市场环境，上市公司继续坚持以市场需求为导向，不断优化产品结构、稳定产品品质，坚持较快的技术创新与研发投入，市场竞争力得到进一步提升。

自上市以来，上市公司经营状况良好，盈利能力不断加强，2018 年 1~6 月共实

现营业收入 53,975.73 万元，较上年同期增长 21.60%；实现归属于上市公司股东的净利润 4,043.75 万元，较上年同期增长 44.64%；经营活动产生的现金流量净额 2,646.22 万元，较上年同期减少 34.63%，主要系本期销售订单增加，材料采购增加所致。截至 2018 年 6 月 30 日，上市公司应收账款账面价值 23,613.87 万元，较期初增长 5.73%，应收账款周转率进一步提升。

此外，上市公司与多家银行建立了合作关系，尚有一定信用额度未使用，公司有能力从银行和其他金融机构筹集所需资金。截至本回复出具日，广东骏亚及其子公司人民币授信剩余共计为 36,586.00 万元，具体情况如下：

单位：万元人民币

序号	授信银行	授信额度	授信日期	到期日	已用额度	剩余额度	债务人
1	中国光大银行惠州仲恺支行	15,000.00	2017 年 11 月 17 日	2018 年 11 月 16 日	7,492.00	5,482.00	广东骏亚
					292.00 (美元)		
		2,000.00	2018 年 9 月 7 日	2019 年 9 月 6 日	573.00	1,427.00	惠州骏亚数字
2	中国民生银行深圳龙城支行	10,000.00	2018 年 3 月 26 日	2019 年 3 月 26 日	9632.00	368.00	广东骏亚
							龙南骏亚电子
							龙南骏亚数字
3	星展银行(中国)有限公司深圳分行	8,300.00	2016 年 11 月 9 日	2021 年 11 月 8 日	6,804.00	1,496.00	广东骏亚
							龙南骏亚电子
							龙南骏亚数字
4	光大银行赣州分行	5,000.00	2018 年 3 月 8 日	2019 年 3 月 7 日	1,187.00	3,813.00	龙南骏亚电子
5	中国建设银行惠州大湖溪支行	15,000.00	2018 年 9 月 30 日	2019 年 9 月 30 日	0.00	15,000.00	广东骏亚
6	浦发银行赣州分行	9,000.00	2018 年 10 月 22 日	2019 年 12 月 31 日	0.00	9,000.00	龙南骏亚电子
	<b>合计</b>	<b>64,300.00</b>	-	-	<b>27,714.00</b>	<b>36,586.00</b>	-

注：序号 5 为建设银行同意授予上市公司 1.5 亿元人民币贷款的授信情况，其中 5000 万元人民币授信额度在本次重组成功后可以使用。

因此，除申请并购贷款外，上市公司可通过部分自有资金和其他方式进行融资，不能按期足额支付现金对价的风险较低。

#### 4、标的公司具有较强的盈利能力

报告期内，深圳牧泰莱、长沙牧泰莱模拟合并的净利润及净经营性现金流数据（未经审阅）如下：

单位：万元

项目	2018年1~5月	2017年	2016年
净利润	2,924.82	5,659.86	3,994.69
经营现金流净额	1,181.99	3,692.54	3,398.18

本次交易完成后，标的公司将成为上市公司的全资子公司，其财务数据将纳入上市公司合并核算。本次拟收购标的公司盈利能力良好、现金流稳定，并入上市公司后将显著提升上市公司盈利水平及偿债能力，为上市公司支付后期现金对价提供了有力支持。

根据《购买资产的框架协议》约定，交易对手陈兴农、谢湘、彭湘等十名自然人承诺深圳牧泰莱、长沙牧泰莱 2018 年经审计的税后净利润不低于 6,000 万元，2019 年经审计的税后净利润不低于 6,600 万元，2020 年经审计的税后净利润不低于 7,260 万元。若未实现相关业绩承诺，交易对手将按相关约定对上市公司进行补偿。

该业绩承诺及补偿措施能够督促交易对手继续为标的公司的发展作出努力，从而促进标的公司业绩在并入上市公司后继续保持稳定增长，有利于上市公司保持稳定的现金流和利润增长，并有效提升上市公司现金支付能力。

#### **独立财务顾问核查意见：**

经访谈相关人员、查阅本次重组相关协议的约定、查阅上市公司及标的公司财务报表，独立财务顾问认为：本次交易有助于提升上市公司盈利能力，现金对价比例设置合理，上市公司按时并足额支付本次交易中现金对价的能力较强，故本次交易方案的可行性较高。

2. 预案披露，本次交易的交易对方为陈兴农、谢湘、彭湘、陈绍德、颜更生、陈川东、颜振祥、殷建斌、李峻华、周利华等 10 名自然人。请公司补充披露：（1）本次交易的交易对方与上市公司及上市公司控股股东、实际控制人之间是否存在关联关系；（2）标的资产股权是否存在代持的情况；交易对方按照同样的持股比例投资设立两家公司的主要考虑。请财务顾问核查并发表意见。

回复：

（一）本次交易的交易对方与上市公司及上市公司控股股东、实际控制人之间是否存在关联关系

截至本回复出具日，本次交易的交易对方与上市公司及上市公司控股股东、实际

控制人之间不存在关联关系。

根据交易对方出具的《交易对方关于减少、规范关联交易和避免资金占用的承诺》：

“本人与广东骏亚及其股东、董事、监事以及高级管理人员之间不存在任何关联关系”。

根据广东骏亚及其控股股东骏亚企业有限公司出具的《关于与交易对方不存在关联关系的承诺》：

“本次交易的交易对方陈兴农、谢湘、彭湘、陈绍德、颜更生、陈川东、颜振祥、殷建斌、李峻华、周利华在本次交易前与公司不存在关联关系”。

根据广东骏亚实际控制人叶晓彬出具的《关于与交易对方不存在关联关系的承诺》：

“本次交易的交易对方陈兴农、谢湘、彭湘、陈绍德、颜更生、陈川东、颜振祥、殷建斌、李峻华、周利华在本次交易前与本人不存在关联关系”。

上述内容，公司已在本次《广东骏亚电子科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案（修订稿）》（以下简称“预案（修订稿）”）“第四节 交易对方基本情况·二、交易对方其他重要事项·（四）交易对方与上市公司及上市公司控股股东、实际控制人之间关联关系的说明”中进行补充披露。

## **（二）标的资产股权是否存在代持的情况；交易对方按照同样的持股比例投资设立两家公司的主要考虑**

### **1、标的资产股权是否存在代持的情况**

本次交易前，交易对手持有标的公司的股权均为各自真实持有，其持有的股权不存在纠纷或潜在纠纷，不存在替他人代持的情形。标的公司的历次股权转让已按照相关章程规定履行了内部决策程序，并及时办理了工商登记。

交易对方在出具的《交易对方关于标的公司合法存续及标的资产权属明晰的承诺》中作出了不存在代持情形的承诺：

“本人因出资而持有标的公司的股权，本人持有的标的公司股权归本人所有，不存在通过协议、信托或任何其他方式代他人持有标的公司股权的情形。本人所持有的标的公司股权不涉及任何争议、仲裁或诉讼，也不存在质押以及因任何担保、判决、裁决或其他原因而限制股东权利行使之情形”。

综上所述，本次交易的标的资产股本清晰，交易对手持有的标的公司股权不存在代持的情形。

以上内容，公司已在预案（修订稿）“第十节 交易的合规性分析•一、本次交易符合《重组管理办法》第十一条规定•（四）重大资产重组所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，相关债权债务处理合法”中进行补充披露。

## 2、交易对方按照同样的持股比例投资设立两家公司的主要考虑

设立深圳牧泰莱初期，为满足客户对 PCB 小批量板的需求并发展华中、华东等地区的客户，根据标的公司的整体规划及战略布局，标的公司创始人决定设立长沙牧泰莱。

为了利用外商投资企业的相关优惠政策，长沙牧泰莱设立时，股东之一为注册于香港的牧泰莱电子有限公司。但因牧泰莱电子有限公司的股东为境内自然人，且其在中国香港注册成立时间较短，国家外汇管理局认为牧泰莱电子有限公司不满足有关投资主体资格的要求，长沙牧泰莱成立后牧泰莱电子有限公司将股权转让至陈兴农、汪明复、李峻华等三名自然人。

在标的公司的日常管理中，深圳牧泰莱、长沙牧泰莱内部实行集团化统一管理的模式，主要管理人员在两家公司均直接参与经营管理，两家公司分别主要承担 PCB 样板和 PCB 小批量板的生产任务，同时相互之间存在较多关联交易，为确保股东利益分配的公平、均衡，两家公司股东结构调整一致。

出于纳税成本等原因的考虑，交易对手始终未将两家标的公司进行整合。

综上所述，深圳牧泰莱、长沙牧泰莱相同的股权结构具有合理性，该股权结构设置未对标的公司正常的经营发展产生不利影响。

以上内容，公司已在预案（修订稿）“第五节 标的资产情况•三、股权结构及控制关系”中进行补充披露。

## 独立财务顾问意见：

1、经取得交易对方填写的基本情况调查问卷以及相关人员出具的声明与承诺，独立财务顾问认为：截至本报告出具日，本次交易的交易对方与上市公司及上市公司控股股东、实际控制人之间不存在关联关系。

2、经访谈交易对方，取得了交易标的的工商档案及交易对方出具的《交易对方关于标的公司合法存续及标的资产权属明晰的承诺》，核查了交易对方提供的标的公司出资凭证及股权转让协议，独立财务顾问认为：标的资产股权不存在代持的情况。

3、经访谈交易对方，查阅了标的公司工商底档，并取得标的公司实际控制人的确认函，独立财务顾问认为：交易对方按照同样的比例投资设立两家公司的主要考虑原因为深圳牧泰莱、长沙牧泰莱实行集团化管理，相同的股权比例有助于利益分配的均衡，该股权结构设置未对标的公司正常的经营发展产生不利影响。

## 二、关于标的资产经营情况

3. 预案披露，本次交易存在业绩承诺，承诺的税后净利润指两标的公司经审计的模拟合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润。请公司补充披露：（1）两标的公司最近两年及一期的模拟合并报表，包括资产负债表和利润表的主要财务数据等；（2）上述模拟合并的盈利数据是否与未来承诺利润存在较大差异，并说明其合理性。请财务顾问和会计师发表意见。

回复：

（一）两标的公司最近两年及一期的模拟合并报表，包括资产负债表和利润表的主要财务数据等

### 1、模拟合并资产负债表主要数据

单位：万元

项目	2018年5月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
流动资产	20,886.21	22,131.63	14,994.44
非流动资产	10,381.60	8,926.63	7,776.24
资产总计	31,267.81	31,058.26	22,770.68
流动负债	15,877.97	13,789.81	6,244.71
非流动负债	1,752.27	1,875.69	423.41
负债合计	17,630.24	15,665.50	6,668.12
归属于母公司所有者权益	13,514.62	15,268.15	16,102.56
所有者权益合计	13,637.57	15,392.76	16,102.56

### 2、模拟合并利润表主要数据

单位：万元

项目	2018年1~5月	2017年度	2016年度
营业收入	13,027.95	27,801.71	22,572.62
营业利润	3,333.71	6,421.47	4,548.92
利润总额	3,333.70	6,418.21	4,561.70
净利润	2,924.82	5,659.86	3,994.69
归属于母公司所有者的净利润	2,926.47	5,665.59	3,994.69

以上内容，公司已在预案（修订稿）“第五节 标的资产情况·七、主要财务数据·（三）标的公司模拟合并后主要财务数据”中进行补充披露。

（二）上述模拟合并的盈利数据是否与未来承诺利润存在较大差异，并说明其合理性。请财务顾问和会计师发表意见

### 1、模拟合并的盈利数据与未来承诺利润差异分析

本次交易存在业绩承诺，承诺的税后净利润指两标的公司经审计的模拟合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润。报告期模拟合并的盈利数据及承诺税后净利润情况如下：

单位：万元

项目	2016年模拟	2017年模拟	2018年1~5月模拟	2018年承诺	2019年承诺	2020年承诺
归属于母公司股东的税后净利润	3,994.69	5,665.59	2,926.47	-	-	-
非经常性损益	132.08	75.28	129.03	-	-	-
扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润	3,862.61	5,590.31	2,797.43	6,000.00	6,600.00	7,260.00

本次交易中，标的公司承诺期承诺净利润分别为 6,000.00 万元、6,600.00 万元和 7,260.00 万元，其中 2018 年承诺净利润较 2017 年模拟合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润增长 7.33%，2019 年及 2020 年承诺净利润增长率为 10%。与标的公司历史业绩及增长率相比，上述承诺净利润处于合理期间。

2018 年 1~5 月模拟合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润为 2,797.43 万元，经营情况良好，与 2018 年承诺利润不存在较大差异。本次交易模拟合并的盈利数据与未来承诺利润不存在较大差异。

### 2、承诺利润的合理性分析

标的公司经营状况良好、行业前景广阔，具有较强的持续盈利能力和发展空间，具备实现承诺利润的条件，具体如下：

### (1) 承诺利润增长率低于历史增长率

报告期，标的公司模拟合并的盈利数据、承诺税后净利润及增长率情况如下：

单位：万元

项目	2020年承诺		2019年承诺		2018年承诺		2017年模拟		2016年模拟
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率	金额
扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润	7,260.00	10.00%	6,600.00	10.00%	6,000.00	7.33%	5,590.31	44.73%	3,862.61

本次交易承诺期第一年承诺利润较承诺期前一年利润的增长率为 7.33%，承诺期内承诺利润年增长率为 10%，均低于标的公司 2017 年对应的利润增长率水平。因此，本次交易承诺利润增长率低于历史增长率，为标的公司实现业绩承诺留下足够空间。

### (2) PCB 行业发展前景广阔

根据 PrismaMark 数据显示，2017 年全球 PCB 产业总产值预估达 588.4 亿美元，同比增长 8.6%。中国作为全球 PCB 行业的最大生产国，2017 年 PCB 行业产值达到 297.3 亿美元，同比增长 9.6%，占全球 PCB 行业总产值的比例由 2008 年的 31.18% 上升至 2017 年的 50.53%。根据 PrismaMark 预测，未来 5 年全球 PCB 市场将保持温和增长，物联网、汽车电子、工业 4.0、云端服务器、存储设备等将成为驱动 PCB 需求增长的新方向。未来几年全球 PCB 行业产值将持续增长，到 2022 年全球 PCB 行业产值将达到 688.1 亿美元，中国 PCB 市场的规模将达到 356.9 亿美元。

PCB 样板为 PCB 批量板生产的前置工序，PCB 行业的发展将极大促进对样板的需求。随着下游领域电子产品需求的多样化以及产品不断的更新迭代，PCB 行业正朝着多品种、小批量方向发展，从而拉动 PCB 样板、特种板的需求。受益于 PCB 行业的快速发展，标的公司未来有广阔的发展空间。

### (3) 承诺利润水平与可比交易案例比较，处于合理水平

#### A、承诺净利润增长幅度与市场案例相比，处于合理水平

本次交易与同行业可比交易承诺利润及承诺利润复合增长率情况如下：

金额单位：万元

上市公司	承诺期前一年扣非后净利润	承诺期第一年扣非后净利润	承诺期第二年扣非后净利润	承诺期第三年扣非后净利润	承诺期第四年扣非后净利润	复合增长率
新纶科技	6,923.84	11,000.00	15,000.00	19,000.00	-	40.00%
博敏电子	6,791.24	9,000.00	11,250.00	14,063.00	-	27.46%
世嘉科技	2,860.68	3,200.00	4,000.00	5,400.00	7,700.00	28.09%

江粉磁材	81,525.28	114,711.77	149,198.11	186,094.62	-	31.67%
上海贝岭	1,883.74	2,388.00	3,006.00	4,506.00	-	33.74%
安洁科技	20,683.40	33,000.00	42,000.00	53,000.00	-	36.84%
亚光科技	9,442.94	12,734.86	16,017.25	22,116.98	31,384.97	35.02%
<b>平均数</b>						<b>33.26%</b>
广东骏亚	5,590.31	6,000.00	6,600.00	7,260.00	-	9.10%

由上表可见，相关可比交易案例中，承诺利润复合增长率区间为 27.46%至 40%，平均值为 33.26%。本次交易承诺利润复合增长率为 9.10%，低于可比交易最低水平。

#### B、承诺期市盈率与可比交易案例比较，处于合理水平

本次交易与同行业可比交易承诺期市盈率情况如下：

金额单位：万元

上市公司	评估基准日	交易对价	承诺期首年市盈率（倍）	承诺期平均市盈率（倍）	业绩承诺总额占交易对价比例
新纶科技	2017年7月31日	150,000	13.64	10.00	30.00%
博敏电子	2017年9月30日	125,000	13.89	10.93	27.45%
世嘉科技	2017年5月31日	75,000	23.44	14.78	27.07%
江粉磁材	2017年3月31日	2,073,000	18.07	13.82	21.71%
上海贝岭	2016年10月31日	59,000	24.71	17.88	16.78%
安洁科技	2016年12月31日	340,000	10.30	7.97	37.65%
亚光科技	2016年9月30日	334,200	26.24	13.35	37.45%
<b>平均水平</b>	-	-	<b>18.61</b>	<b>12.68</b>	<b>28.30%</b>
广东骏亚	2018年5月31日	72,820	12.14	11.00	27.27%

根据上表可见，相关可比交易案例中，交易对价对应的承诺期首年市盈率区间为 10.30 至 26.24 倍，平均值为 18.61 倍；交易对价对应的承诺期平均市盈率区间为 7.97 至 17.88 倍，平均值为 12.68 倍；业绩承诺总额占交易对价比例区间为 16.78%至 37.65%，平均值为 28.30%。

本次交易对价为 72,820 万元，交易对价对应的承诺期首年市盈率为 12.14 倍，对应的承诺期平均市盈率为 11.00 倍，与可比交易案例的市盈率相比，处于相对较低水平。业绩承诺总额占交易对价比例为 27.27%，略低于可比交易平均水平，处于合理水平。

综上所述，本次交易在确定承诺利润时充分考虑了标的公司经营现状、业务发展规划、行业前景等因素，在维护上市公司利益的基础上，充分保证了交易标的承诺利润的可实现性。因此，本次交易承诺利润具备合理性。

以上内容，公司已在本次《广东骏亚电子科技股份有限公司发行股份及支付现金

购买资产暨关联交易预案（修订稿）》“第二节 本次交易概述·一、本次交易的方案·（四）业绩承诺及业绩补偿·2、业绩补偿”中进行补充披露。

#### **独立财务顾问意见：**

经对比标的公司模拟合并的盈利数据与承诺利润的差异，并将标的公司承诺利润情况与标的公司历史业绩、同行业可比交易承诺利润情况进行比较。独立财务顾问认为：本次交易承诺利润符合标的公司经营现状和发展前景，具备合理性。

4. 预案披露，全球 PCB 产值分布较为分散，生产厂商众多，市场充分竞争。深圳牧泰莱主要从事 PCB 样板的研发、生产和销售，长沙牧泰莱主要从事小批量板的研发、生产和销售。请公司补充披露：（1）两标的公司相关产品的市场份额；（2）两标的公司各产品的毛利率及其与同行业比较情况。请财务顾问和会计师发表意见。

回复：

#### **（一）两标的公司相关产品的市场份额**

##### **1、PCB 产业相对分散、集中度较低**

根据知名研究机构 Prismark 于 2018 年一季度发布的数据，2017 年全球 PCB 产业产值为 588.43 亿美元，我国 PCB 产值达 297.32 亿美元。

由于 PCB 产业整体相对分散，市场竞争激烈，且制造企业数量众多，从而造成单个生产厂商市场占有率较低。2017 年全球最大的 PCB 制造商臻鼎控股共实现收入 35.88 亿美元，市场份额占全球的 6.10%。虽然近年来全球 PCB 产业逐渐向亚洲特别是中国大陆转移，但大陆企业集中度依然较低，2017 年中国大陆最大的 PCB 制造厂商东山精密实现收入 9.67 亿美元，市场份额仅占全球的 1.64%。

另外，由于 PCB 样板为批量板的前置程序，主要用于下游产品的打样阶段，具有单个订单面积小、品种多、交货时间快等特点，因此客户对 PCB 样板的需求远小于对批量板的需求，从而造成 PCB 样板企业的市场规模和产值较小。截至目前，尚未有专门针对 PCB 样板、小批量板等细分领域市场规模的统计数据。

##### **2、标的公司的市场规模**

本次交易标的资产为深圳牧泰莱、长沙牧泰莱 100% 股权，自成立以来，标的公司一直致力于 PCB 样板、小批量板的设计、研发、生产和销售，产品广泛应用于通信设备、工业控制、医疗仪器、安防电子和航空航天等多个领域，客户遍布至华南、华东、华中、西南等全国多个地域。

经过多年的发展，标的公司凭借在 PCB 样板、小批量板领域的技术积累，获得了客户的广泛认可，尤其是在 PCB 样板领域，具有一定的知名度。深圳牧泰莱为中国电子电路协会（CPCA）常务理事单位、深圳市线路板行业协会（SPCA）副会长单位，先后获得了“中国印刷电路板第三届优秀民族企业”、“国家级高新技术企业”等荣誉称号。

目前，深圳牧泰莱、长沙牧泰莱分别定位于 PCB 样板、PCB 小批量板的生产和服务，报告期内标的公司营业收入保持较快增长。报告期内，深圳牧泰莱营业收入（未经审计）分别为 15,829.19 万元、20,675.42 万元、10,023.05 万元，长沙牧泰莱营业收入（未经审计）分别为 12,082.40 万元、15,334.62 万元、7,177.60 万元。随着广德牧泰莱的投产，标的公司的营业收入规模有望进一步扩大。

根据中国电子电路协会（CPCA）统计，2015 年、2016 年、2017 年标的公司分别位居中国电子电路行业综合 PCB 企业排行榜的第 99 名、第 97 名、第 103 名。该榜单将营业收入作为主要参考指标对国内 PCB 制造商进行排名，上榜企业的产品既包括 PCB 样板，也包括 PCB 批量板。由于 PCB 样板、小批量板市场规模较小，故标的公司排名较为靠后。

### 3、标的公司为我国 PCB 样板主要生产厂商之一且在小批量领域具有一定规模

在我国大陆地区，具有一定规模的专业样板厂商较少，除标的公司外，还主要包括兴森科技、杰赛科技、金百泽电子、无锡江南计算技术研究所等。其中，兴森科技为行业内最大的样板制造商，杰赛科技、无锡江南计算技术研究所主要定位于军工 PCB 产品的供应商，标的公司与金百泽电子定位基本相同，在行业内属于规模较大的专业样板公司之一。

此外，在 PCB 小批量板领域，主要厂商包括崇达技术、明阳电路、四会富仕等。基于在 PCB 样板领域的多年积累，标的公司在小批量板行业的影响力也不断提升。

上述内容，公司已在预案（修订稿）“第五节 标的资产情况·六 标的公司主营业务情况·（二）主要产品与用途·3、标的公司产品的市场份额”中进行补充披露。

### **独立财务顾问意见：**

经核查，独立财务顾问认为：PCB 产业总体相对分散，单个企业的市场份额占比较少，标的公司为我国 PCB 样板的主要生产厂商之一，并在 PCB 小批量板领域具有一定的市场规模。

(二) 两标的公司各产品的毛利率及其与同行业比较情况。请财务顾问和会计师发表意见

报告期内标的公司各产品毛利率情况如下：

项目	品类	2018年1~5月	2017年度	2016年度
深圳牧泰莱	样板	52.91%	47.84%	40.46%
	小批量	5.58%	8.60%	16.43%
	其他 (SMT)	13.52%	10.07%	-
	合计	34.61%	32.69%	30.87%
长沙牧泰莱	样板	7.68%	14.68%	-
	小批量	41.50%	38.30%	40.13%
	合计	39.38%	37.09%	40.13%
模拟合并	样板	52.92%	48.43%	40.46%
	小批量	42.98%	40.80%	44.94%
	其他 (SMT)	13.52%	10.07%	-
	合计	47.42%	44.12%	43.04%

2016年、2017年，标的公司与同行业可比上市公司 PCB 相关业务毛利率情况对比如下：

可比上市公司	2017年	2016年
明阳电路	28.44%	32.83%
崇达技术	29.98%	35.08%
兴森科技	31.00%	26.16%
深圳牧泰莱	32.69%	30.87%
长沙牧泰莱	37.09%	40.13%

注：可比公司毛利率数据来源于其对应年度报告。

由上表可知，深圳牧泰莱和长沙牧泰莱毛利率较同行业上市公司偏高。一方面，二者分属样板和小批量 PCB 生产商，产品种类较多，批量小、定制化程度高，产品单价与同行业上市公司比较高。另一方面，标的公司技术水平较高，得益于积累多年的技术经验，其生产报废率低、制成率高。再者，标的公司产能利用率较高，在产量增长的情况下，其单位固定成本下降。

深圳牧泰莱和长沙牧泰莱均为国家高新技术企业。深圳牧泰莱是中国印制电路行业协会的常务理事单位、广东省印制电路行业协会理事单位、深圳市线路板行业协会副会长单位，是行业标准的制定单位之一，2014 年被授予中国印制电路行业第三届“优秀民族品牌企业”。

标的公司在样板、小批量板领域有多年的积累，产品涵盖多层板、高频板、金属

基（芯）板、高 Tg 厚铜箔板、平面绕组板、混合介质板、HDI、刚柔结合板、特种基板及定制各种特定要求的印制电路板。

深圳牧泰莱和长沙牧泰莱毛利率高于明阳电路主要系销售模式不同所致。根据明阳电路招股说明书，其销售收入中通过 PCB 贸易商销售的比例超过 20%，该部分产品毛利率远低于直销模式下的产品毛利率，因此总体上拉低了明阳电路毛利率。深圳牧泰莱和长沙牧泰莱主要经销商为其关联方赫特克，赫特克仅为二者海外销售平台，外销大部分利润体现在深圳牧泰莱和长沙牧泰莱体内。

深圳牧泰莱和长沙牧泰莱毛利率高于兴森科技主要系兴森科技自身经营发生变化所致。根据兴森科技 2017 年年报披露，其子公司宜兴硅谷、英国 EXCEPTION 处于亏损状态，对兴森科技总体毛利率产生不利影响。兴森科技上市前一年毛利率为 37.83%，与标的公司毛利率水平较为接近。

2016 年深圳牧泰莱和长沙牧泰莱毛利率与崇达技术较为接近。2017 年崇达技术毛利率下降主要系其业务转型所致。根据崇达技术年报，其在原有客户的基础上，积极开发中大批量订单。2017 年度，中大批量订单的销售面积占比达 67.33%，销售金额占主营业务收入的 57%；2017 年度新增的订单金额中，70%是中大批量订单。一般情况下，大批量 PCB 产品毛利率低于小批量、样板产品。因此，2017 年崇达技术毛利率较 2016 年下降。

以上内容，公司已在预案（修订稿）“第五节 标的资产情况•九、标的公司毛利率分析”中进行补充披露。

#### **独立财务顾问意见：**

经分析标的公司各产品的毛利率情况，比较并分析标的公司毛利率与同行业可比上市公司的差异情况。独立财务顾问认为：标的公司毛利率水平略高于同行业上市公司，符合其生产经营的特点。

5. 预案披露，长沙牧泰莱的第一大客户为深圳牧泰莱，深圳牧泰莱同时向长沙牧泰莱销售商品，二者互为供应商及客户。请公司补充披露：（1）两标的公司之间互为供销关系的具体原因及合理性、必要性，主要供/销产品等；（2）模拟合并两标的公司的财务报表后披露前五大客户和供应商。请财务顾问和会计师发表意见。

回复：

## （一）两标的公司之间互为供销关系的具体原因及合理性、必要性，主要供/销产品等

### 1、两标的公司之间互为供销关系的具体原因及合理性、必要性

深圳牧泰莱主要从事 PCB 样板的研发、生产及销售，而长沙牧泰莱主要从事 PCB 小批量板的研发、生产及销售。报告期内，深圳牧泰莱与长沙牧泰莱存在关联交易，互有采购及销售。

一方面，两个标的公司股权结构完全相同，为同一控制下公司，但产品类型有所不同，二者之间的交易可以促进业务互补，提升生产效率、充分发挥各自业务优势；另一方面，客户对于 PCB 生产商的认证较为严格，认证所需的时间较长，标的公司之一进入客户的供应商体系后，承接样板、小批量板的订单后，再根据产能、技术特点、运输便利性等因素，安排相应订单的生产及产品交付。

深圳牧泰莱向长沙牧泰莱采购的金额远大于其向长沙牧泰莱销售的金额，主要系二者销售的产品差异所致，样板生产是批量板生产的前置工序，只有研制成功并经市场测试、定型后，确定投入实际生产应用的产品才会进入批量生产，并且批量订单的数量、金额往往都远大于样板的订单。

深圳牧泰莱向长沙牧泰莱采购的主要为小批量的 PCB，深圳牧泰莱接到小批量订单后，将其转发给长沙牧泰莱进行生产，可以充分发挥长沙牧泰莱的规模效应；当长沙牧泰莱接到客户的样板、特种板等工艺较为复杂的订单时，将其转发至深圳牧泰莱进行生产，可以发挥深圳牧泰莱的技术优势。因此，二者的关联交易有其合理性及必要性。

### 2、深圳牧泰莱与长沙牧泰莱之间供/销产品情况

报告期内，深圳牧泰莱向长沙牧泰莱销售的产品主要为 PCB 样板，长沙牧泰莱向深圳牧泰莱销售的产品主要为 PCB 小批量板。

#### （1）深圳牧泰莱

深圳牧泰莱向长沙牧泰莱销售情况具体如下：

单位金额：万元

交易内容	2018年1~5月	2017年度	2016年度
销售 PCB	388.53	795.02	-

交易内容	2018年1~5月	2017年度	2016年度
销售原材料	-	48.60	21.64
<b>销售合计</b>	<b>388.53</b>	<b>843.62</b>	<b>21.64</b>

(2) 长沙牧泰莱

长沙牧泰莱向深圳牧泰莱销售情况具体如下：

单位金额：万元

交易内容	2018年1~5月	2017年度	2016年度
销售PCB	3,781.97	7,349.95	5,317.33
销售原材料	7.40	14.76	0.00
<b>销售合计</b>	<b>3,789.37</b>	<b>7,364.71</b>	<b>5,317.33</b>

上述内容，公司已在预案（修订稿）“第五节 标的资产情况•六、标的公司主营业务情况•（五）标的公司销售及采购情况•3、标的公司之间的业务往来情况”进行补充披露。

(二) 模拟合并两标的公司的财务报表后披露前五大客户和供应商

1、标的公司前五大客户

模拟合并两标的公司的财务报表后，标的公司向前五大客户的销售情况如下：

金额单位：万元

年度	序号	客户名称	金额（不含税）	占比
2018年 1~5月	1	HI-TECH CIRCUIT (HK) CO., LIMITED	1,169.71	8.98%
	2	南京埃斯顿自动控制技术有限公司	425.34	3.26%
	3	道端国际贸易（上海）有限公司	318.77	2.45%
	4	株洲中车时代电气股份有限公司	272.51	2.09%
	5	深圳市比泰利电子有限公司	254.96	1.96%
		<b>合计</b>		<b>2,441.29</b>
2017年	1	HI-TECH CIRCUIT (HK) CO., LIMITED	2,655.39	9.55%
	2	南京埃斯顿自动控制技术有限公司	840.39	3.02%
	3	武汉英泰斯特电子技术有限公司	751.36	2.70%
	4	常州市新科汽车电子有限公司	705.47	2.54%
	5	三维通信股份有限公司	631.91	2.27%
		<b>合计</b>		<b>5,584.52</b>
2016年	1	HI-TECH CIRCUIT (HK) CO., LIMITED	1,931.07	8.55%
	2	三维通信股份有限公司	787.56	3.49%
	3	南京埃斯顿自动控制技术有限公司	691.95	3.07%
	4	株洲中车时代电气股份有限公司	590.87	2.62%
	5	厦门嘉裕德汽车电子科技有限公司	477.04	2.11%
		<b>合计</b>		<b>4,478.48</b>

注：占比为销售金额占两个标的公司模拟合并后营业收入的比重。

2、前五大供应商

模拟合并两标的公司的财务报表后，标的公司向前五大供应商的采购情况如下：

金额单位：万元

年度	序号	供应商名称	金额（不含税）	占比
2018 年1~ 5月	1	生益集团	1,402.94	20.68%
	2	联茂集团	624.42	9.20%
	3	深圳市金辉展电子有限公司	244.71	3.61%
	4	深圳久筑科技有限公司	212.27	3.13%
	5	迪鑫集团	150.36	2.22%
			<b>合计</b>	<b>2,634.70</b>
2017 年	1	生益集团	2,952.92	19.23%
	2	联茂集团	1,138.75	7.42%
	3	迪鑫集团	719.74	4.69%
	4	深圳市明正宏电子有限公司	343.68	2.24%
	5	株洲精辉电子科技有限公司	299.58	1.95%
			<b>合计</b>	<b>5,454.67</b>
2016 年	1	生益集团	2,119.69	16.64%
	2	联茂集团	915.06	7.18%
	3	华卓集团	517.42	4.06%
	4	湖南荣伟业电子材料科技有限公司	449.64	3.53%
	5	深圳市明正宏电子有限公司	419.30	3.29%
			<b>合计</b>	<b>4,421.11</b>

注1：占比为采购金额占两个标的公司模拟合并后营业成本的比重；

注2：生益集团包括广东生益科技股份有限公司、陕西生益科技有限公司及苏州生益科技有限公司；

注3：联茂集团包括东莞联茂电子科技有限公司及广州联茂电子科技有限公司；

注4：华卓集团包括广州南沙华卓化工有限公司、番禺南沙殷田化工有限公司；

注5：迪鑫集团包括湖南荣伟业电子材料科技有限公司与湖南迪鑫电子科技有限公司。

上述内容，公司已在预案（修订稿）“第五节 标的资产情况•六、标的公司主营业务情况•（五）标的公司销售及采购情况•4、标的公司模拟合并财务报表的前五大客户和供应商”进行补充披露。

### 独立财务顾问意见

经访谈标的公司董监高，了解深圳牧泰莱及长沙牧泰莱之间业务往来的原因及交易流程，独立财务顾问认为：深圳牧泰莱与长沙牧泰莱之间的供/销往来是基于正常的商业需要，可以充分发挥各自的技术优势、规模优势，有其必要性、合理性。

6. 预案披露，深圳牧泰莱的第一大客户为 HI-TECHCIRCUIT (HK) CO., LIMITED，主要从事 PCB 产品经销，标的公司股东之一颜更生持有其 100% 股权。请公司补充披露：

(1) HI-TEHCIRCUIT(HK)CO., LIMITED 向深圳牧泰莱采购产品的最终销售客户情况；  
(2) 深圳牧泰莱向 HI-TECH CIRCUIT(HK)CO., LIMITED 销售的收入确认依据及交易价格公允性说明。请财务顾问核查并发表意见。

回复：

(一) HI-TECH CIRCUIT (HK) CO. , LIMITED 向深圳牧泰莱采购产品的最终销售客户情况

1、HI-TECH CIRCUIT (HK) CO. , LIMITED 向深圳牧泰莱采购产品情况

报告期内，深圳牧泰莱全资子公司牧泰莱投资向 HI-TECH CIRCUIT (HK) CO. , LIMITED（以下简称“赫特克”）销售 PCB 产品，具体如下：

金额单位：万元

项目	2018年1~5月	2017年	2016年
销售金额	1,169.71	2,655.39	1,931.07
占比	8.98%	9.55%	8.55%

注：占比为销售金额占标的公司模拟合并后营业收入的比重。

标的公司主要产品为样板和小批量板，产品具有单个订单金额较小、交货时间较短的特点。深圳牧泰莱全资子公司牧泰莱投资的外销业务共有两种经营模式：（1）对于面积较小的外销订单，为减少其报关的费用及工作量，牧泰莱投资将该类订单统一销售至注册地位于香港的赫特克，再由其销售给最终客户；（2）对于少量交期相对宽裕的外销订单，牧泰莱投资直接销售给最终客户，不再通过赫特克转销。

标的公司与赫特克交易具体方式为：最终客户向赫特克下采购订单，赫特克转发该订单至牧泰莱投资，牧泰莱投资再将订单外发给长沙牧泰莱或者深圳牧泰莱进行生产；最终产品由牧泰莱投资销售至赫特克，赫特克委托牧泰莱投资直接运输至最终客户。

2、HI-TECH CIRCUIT (HK) CO. , LIMITED 的最终销售情况

印制电路板是定制化产品，因此，PCB 企业的生产模式均为“以销定产”。赫特克收到最终客户订单后转发给牧泰莱投资。标的公司定制化生产后，将产品销售给赫特克，赫特克再将该产品转销至最终客户。

实际操作中，赫特克委托牧泰莱投资直接运输至最终客户，赫特克不存在积压货物的情况，牧泰莱投资销售给赫特克的产品均实现了最终销售。

报告期，赫特克向前五大客户的销售情况如下：

单位：万美元

年度	序号	客户名称	金额	占比
2018年 1~5月	1	EPEC LLC	38.37	20.07%
	2	Camptech II Circuits Inc.	32.46	16.98%
	3	H & T Global Circuits LLC	12.61	6.60%
	4	Freescale Semiconductor Malaysia Sdn. Bhd.	12.01	6.28%
	5	Elprint Norge AS	11.98	6.27%
	合计		107.43	56.19%
2017年	1	Camptech II Circuits Inc.	95.67	23.61%
	2	EPEC LLC	62.71	15.48%
	3	H & T Global Circuits LLC	45.72	11.28%
	4	HOFMANN Leiterplatten GmbH	22.32	5.51%
	5	Hitachi Kokusai Linear Equipamentos Electronicos S. a.	21.50	5.31%
	合计		247.92	61.19%
2016年	1	EPEC LLC	69.31	25.68%
	2	Camptech II Circuits Inc.	51.54	19.09%
	3	H & T Global Circuits LLC	26.18	9.70%
	4	Freescale Semiconductor Malaysia Sdn. Bhd.	17.18	6.37%
	5	Elprint Norge AS	14.65	5.43%
	合计		178.86	66.27%

注 1：上表“金额”表示：报告期各期，牧泰莱投资销售给赫特克之后，赫特克再转销给最终客户的金额；

注 2：上表“占比”表示：销售金额占赫特克最终销售金额的比重。

上述内容，公司已在预案（修订稿）“第五节 标的资产情况•六、标的公司主营业务情况•（五）标的公司销售及采购情况•5、赫特克的最终销售情况”进行补充披露。

## （二）深圳牧泰莱向 HI-TECH CIRCUIT (HK) CO., LIMITED 销售的收入确认依据及交易价格公允性说明

### 1、深圳牧泰莱向 HI-TECH CIRCUIT (HK) CO., LIMITED 销售的收入确认依据

牧泰莱投资与赫特克之间的贸易往来采用 FOB 方式。牧泰莱投资进行报关后，依据报关单的日期与金额确认销售收入。

### 2、深圳牧泰莱向 HI-TECH CIRCUIT (HK) CO., LIMITED 销售价格公允性说明

深圳牧泰莱与赫特克之间的定价原则是：赫特克参考一定的成本及毛利向牧泰莱投资下订单，报告期内，赫特克的毛利率约为 4%，定价合理、公允。

公司已在预案（修订稿）“第五节 标的资产情况•六、标的公司主营业务情况•

(五) 标的公司销售及采购情况•5、赫特克的最终销售情况”进行补充披露。

### (三) 独立财务顾问核查意见

独立财务顾问履行了如下核查程序：

访谈标的公司董监高，了解业务的原因及交易流程；查阅部分牧泰莱投资销售给赫特克的销售订单、赫特克销售给最终客户销售订单，确认最终销售的实现；查阅牧泰莱投资部分报关单及送货单，查阅部分客户回款情况，查阅赫特克的财务报表、银行对账单等重要单据。

经核查，独立财务顾问认为：牧泰莱投资报关后确认销售收入；赫特克参考一定的成本及毛利向牧泰莱投资下订单，报告期内，赫特克的毛利率约为4%，定价合理、公允；深圳牧泰莱销售给赫特克的产品均销售至最终客户。

7. 预案披露，标的公司主要技术体现在对复杂性较高的样板、特种板的研发和生产，拥有多项专利技术，掌握难度较高的生产工艺。请公司补充披露：(1) 两标的公司的研发费用及其占营业收入的比重，并与上市公司及行业内公司进行对比；(2) 交易完成后稳定标的公司核心技术团队的主要措施。请财务顾问和会计师发表意见。

回复：

(一) 两标的公司的研发费用及其占营业收入的比重，并与上市公司及行业内公司进行对比

报告期内，深圳牧泰莱和长沙牧泰莱研发费用、营业收入及研发费用占营业收入的比重情况如下：

项目		2018年1~5月	2017年	2016年
深圳牧泰莱	研发费用(万元)	483.60	1,166.57	1,074.59
	营业收入(万元)	10,023.05	20,675.42	15,829.19
	比重	4.82%	5.64%	6.79%
长沙牧泰莱	研发费用(万元)	425.76	1,023.81	1,008.41
	营业收入(万元)	7,177.60	15,334.62	12,082.40
	比重	5.93%	6.68%	8.35%

2016年、2017年，深圳牧泰莱和长沙牧泰莱研发费用、营业收入及研发费用占营业收入的比重与上市公司及可比上市公司对比情况如下：

公司名称	2017年			2016年		
	研发费用 (万元)	营业收入 (万元)	比例	研发费用 (万元)	营业收入 (万元)	比例
明阳电路	4,510.27	105,392.04	4.28%	4,229.32	81,611.09	5.18%
崇达技术	13,154.84	310,264.46	4.24%	12,054.70	224,661.19	5.37%
兴森科技	18,424.59	328,296.48	5.61%	18,776.80	293,980.52	6.39%
<b>平均值</b>	-	-	<b>4.71%</b>	-	-	<b>5.65%</b>
广东骏亚	3,411.68	98,845.55	3.45%	2,707.39	79,969.01	3.39%
深圳牧泰莱	1,166.57	20,675.42	5.64%	1,074.59	15,829.19	6.79%
长沙牧泰莱	1,023.81	15,334.62	6.68%	1,008.41	12,082.40	8.35%

由上表可见，深圳牧泰莱和长沙牧泰莱研发费用占营业收入的比重高于广东骏亚和可比上市公司平均水平。

以上内容，公司已在预案（修订稿）“第五节 标的资产情况•六、标的公司主营业务情况•（九）产品的技术水平及研发情况•3、标的公司的研发费用”中进行补充披露。

#### **独立财务顾问意见：**

经比较标的公司与广东骏亚及可比上市公司的研发费用占营业收入的比重情况，独立财务顾问认为：标的公司研发投入力度较大，其研发费用占营业收入的比重高于广东骏亚和可比上市公司平均水平。

#### **（二）交易完成后稳定标的公司核心技术团队的主要措施。请财务顾问和会计师发表意见**

报告期内，标的公司核心技术团队及科研技术队伍较为稳定，未发生较大变动。截至本报告出具日，标的公司的核心技术人员为陈兴农、彭湘、殷建斌等三人。

为了使本次交易后标的公司核心技术团队继续保持稳定，上市公司做出了如下安排：

##### **1、劳动关系和任期安排**

根据上市公司与标的公司签订的《发行股份及支付现金购买资产的框架协议书》（以下简称《购买资产的框架协议》）第 10.2 条约定：标的公司及其子公司的现有员工继续保留在标的公司及其子公司，目前存续的劳动关系、薪酬福利、激励体系不因本次交易发生变化，仍由标的公司及其子公司按照其与现有员工签订的劳动合同继续履行相关权利义务。该约定给予标的公司在人员安排上较大的自主性，有利于核心技

术团队人员的稳定，也有利于标的公司在并入上市公司后的平稳过渡。

根据《购买资产的框架协议》第 10.3 条，标的公司实际控制人、核心技术人员陈兴农将在深圳牧泰莱、长沙牧泰莱连续任职，与标的公司签订期限至少覆盖业绩承诺期及业绩承诺期满后 2 年的《劳动合同》、《竞业限制协议》、《保密协议》。在上述人员不违反相关劳动法律法规的前提下，不得单方解除与标的公司的《劳动合同》。

因此，核心技术人员与标的公司将继续履行目前的劳动合同，其劳动关系不受本次交易的影响，对标的公司实际控制人、核心技术人员陈兴农的任期安排也将有利于核心技术及管理团队的稳定。

## 2、竞业禁止安排

上述核心技术员工均为本次交易的交易对手，根据《购买资产的框架协议》第 10.4 条约定：

“乙方承诺将在本协议签订之日同时与甲方签署不竞争承诺，承诺在业绩承诺期内，乙方自甲方、深圳牧泰莱、长沙牧泰莱离职后不得在甲方、深圳牧泰莱、长沙牧泰莱以外，直接或间接通过直接或间接控制的其他经营主体或以自然人名义从事与甲方及深圳牧泰莱、长沙牧泰莱相同或相类似的业务；不在同甲方或深圳牧泰莱、长沙牧泰莱存在相同或者相类似业务的实体任职或者担任任何形式的顾问；不得以甲方及深圳牧泰莱、长沙牧泰莱以外的名义为甲方及深圳牧泰莱、长沙牧泰莱现有客户提供与甲方及深圳牧泰莱、长沙牧泰莱主营业务相关的任何服务；乙方违反不竞争承诺的经营利润归甲方所有，并需赔偿甲方的全部损失。”

此外，上述核心技术人员均做出了《交易对方关于避免同业竞争的承诺》，具体承诺如下：

“2、在中国证券监督管理委员会核准本次交易之日起至本次交易业绩承诺期结束前，本人及本人的关联方将不拥有、管理、控制、投资、从事其他任何与上市公司、深圳牧泰莱、长沙牧泰莱及其子公司从事业务相同或相近的任何业务或项目，亦不参与拥有、管理、控制、投资其他任何与上市公司、深圳牧泰莱、长沙牧泰莱及其子公司从事业务相同或相近的任何业务或项目，亦不谋求通过与任何第三人合资、合作、联营或采取租赁经营、承包经营、委托管理等任何方式直接或间接从事与上市公司、深圳牧泰莱、长沙牧泰莱及其子公司构成竞争的业务。”

3、在中国证券监督管理委员会核准本次交易之日至本次交易业绩承诺期结束前，如本人及本人控制的其他企业遇到上市公司、深圳牧泰莱、长沙牧泰莱及其子公司主营业务范围内的业务机会，本人及本人控制的其他企业将把该等合作机会让予上市公司、深圳牧泰莱、长沙牧泰莱及其子公司。如因本人违反上述承诺给上市公司或投资者造成损失的，本人将承担相应赔偿责任。”

### 3、业绩承诺及盈利补偿的安排

上市公司通过现金对价和股份对价的比例设置和支付安排，将上市公司利益与交易对方利益进行了绑定。根据《购买资产的框架协议》约定，上述核心技术人员均参与了业绩承诺，并承担相应业绩补偿的义务。根据相关支付安排，其在本次交易中获得的股份解锁安排如下：

序号	交易对方	持有标的公司股权比例	本次交易持有股份数量(股)	2018年业绩承诺完成后可解锁股份数量(股)	2019年业绩承诺完成后可解锁股份数量(股)	2020年业绩承诺完成后可解锁股份数量(股)
1	陈兴农	48.50%	9,700,000	1,115,500	3,492,000	5,092,500
2	彭湘	10.00%	2,000,000	230,000	720,000	1,050,000
3	殷建斌	1.50%	300,000	34,500	108,000	157,500
合计		60.00%	12,000,000	1,380,000	4,320,000	6,300,000

上述安排将确保核心技术人员继续履行好自己的职责，对核心技术团队稳定性有着积极促进作用。

### 4、超额奖励条款的激励安排

本次交易双方约定，业绩承诺期满后，若业绩承诺期三年累计实际完成的净利润达到承诺净利润额的100%（不含100%），则上市公司同意将超过三年累计承诺净利润100%部分的50%（不超过本次交易中标的资产交易金额的20%）以现金方式奖励给业绩承诺期满时还继续在标的公司任职的核心员工。在业绩承诺和盈利补偿等条款的约束下，奖励条款的设置将对标的公司核心技术团队人员产生有效的激励，从而利用多重手段保持核心技术团队人员稳定性。

除上述安排外，本次交易完成后上市公司将进一步加强对研发人员的培养，壮大核心研发队伍规模。

综上所述，上市公司在本次交易完成后将采取多方面的措施保持标的公司研发团队的稳定，从而继续提升标的公司研发实力，保持较高的市场竞争力。

上述内容，公司已经在预案（修订稿）“第五节 标的资产情况·六、标的公司主营业务情况·（十）核心技术人员特点及变动情况·3、交易完成后稳定标的公司核心技术团队的主要措施”中进行补充披露。

#### 独立财务顾问认为：

本次交易中，上市公司充分考虑了标的公司核心技术团队稳定的重要性，并作出了相应约束和激励安排，相关安排有利于标的公司在交易完成后继续保持较强的研发能力，有利于增强并购后上市公司的竞争力。

### 三、其他

8. 预案披露，本次评估采用资产基础法和收益法进行评估，但相关评估信息披露不完整。请公司补充披露：（1）两种方法的评估参数和评估过程，两种评估结果是否存在较大差异及其合理性；（2）评估增值情况及其合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

一、两种方法的评估参数和评估过程，两种评估结果是否存在较大差异及其合理性

#### （一）深圳牧泰莱预估情况

##### （1）深圳牧泰莱资产基础法预估情况

截至 2018 年 5 月 31 日，深圳牧泰莱公司净资产账面价值 5,059.12 万元，以初步审计的账面值为基础，参照资产基础法，预估有增减值变化的科目主要包括存货、设备类资产、无形资产，各科目预估增减值情况如下：

①存货账面值 2,753.55 万元，预估值 3,220.00 万元，预估增值 466.45 万元，增值主要是产成品和发出商品。产成品和发出商品预估方法如下：

预估值=实际数量×不含税售价×[ 1-产品销售税金及附加费率-销售费用率-营业利润率×所得税率-营业利润率×（1-所得税率）×r ]

综上，产成品和发出商品按市场售价扣减相关税费后确定的价值，包含了可实现而账面未确认的合理利润导致存货预估增值。

②固定资产增值是设备预估增值，设备类资产账面值 1,102.81 万元，预估增值 1,140.00 万元，预估增值 37.19 万元。

预估值=重置全价×成新率

设备类资产增值主要原因是设备的经济使用年限长于企业采用的设备折旧年限所致。

③无形资产为预期将为深圳牧泰莱公司带来收益的专利、专有技术、商标及软件著作权，成本支出已费用化。预估值 2,860.00 万元，预估增值 2,860.00 万元。

本次预估采用收益法测算无形资产预估价值。由于专利、专有技术、商标及软件著作权无形资产在会计核算时已费用化，但该部分技术未来预期将为企业带来收益。本次收益法无形资产的预估值中体现了专利、专有技术、商标及软件著作权的领先性与创新性所带来的收益。上述原因综合导致其他无形资产预估增值。

综上，深圳牧泰莱根据各增减值资产调整后，

资产基础法净资产预估值=5,059.12+466.45+37.19+2,860.00  
= 8,420.00 万元（取整）

## （2）深圳牧泰莱收益法预估情况

### ①基本评估思路

根据本次预估尽职调查情况以及评估对象资产构成和主营业务特点，本次预估的基本思路是以评估对象的财务报表为基础估算其权益资本价值，即首先按财务报表收益途径采用现金流折现方法(DCF)，估算评估对象的经营性资产的价值，再加上其基准日的其他非经营性或溢余性资产的价值，来得到评估对象的企业价值，并由企业价值经扣减付息债务价值后，得出评估对象的股东全部权益价值。

### ②净现金流量关键参数预测

#### I、营业收入及利润

深圳牧泰莱基准日的营业收入主要为 PCB 收入。本次预估，根据对行业分析以及近几年收入、成本等综合因素估算未来的营业收入与成本。未来 5 年收入预计在 2-2.4 亿元，净利润 3000-3500 万元，呈上升趋势。

## II、折旧及摊销

本次预估中，按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日的固定资产账面原值、预计使用期限、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额。无形资产、长期待摊费用摊销会计政策预测其未来各年的摊销费用。年折旧摊销金额约为 350 万元。

## III、追加资本预测

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下，为保持持续经营所需增加的营运资金和超过一年的长期资本性投入。如经营规模扩大所需的资本性投资（购置固定资产或其他非流动资产），以及所需的新增营运资金及持续经营所必须的资产更新等。

追加资本=资本性投资+资产更新+营运资金增加额

经初步测算，未来 5 年每年追加资本约为 500 万元

## IV、折现率

本次预估采用加权平均资本资产成本模型（WACC）确定折现率  $r$

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e$$

折现率范围在 11%-12%。

通过收益还原计算，收益法得出的股东全部权益价值为 27,500.00 万元

### （3）深圳牧泰莱两种评估结果差异及其合理性

由于目前评估、审计工作尚在进行中，评估机构需对企业管理层提供的盈利预测以及各项预测指标进行进一步分析核实，评估数据及结论可能根据后续评估、审计工作的后续进展有所调整。

本次预估采用收益法得出的股东全部权益价值为 27,500.00 万元，比资产基础法测算得出的股东全部权益价值 8,420.00 万元，高 19,080.00 万元，高 226.60%。两种评估方法差异的原因主要是：

首先，两种评估方法考虑的角度不同。资产基础法是从资产的再取得途径考虑的，反映的是企业现有资产的重置价值；收益法是从企业的未来获利能力角度考虑，反映了企业各项资产的综合获利能力。其次，收益法在评估过程中不仅考虑了标的公司账内资产，同时也考虑了人才优势、技术优势、产品优势、管理能力、销售网络、客户

关系等对获利能力产生重大影响的因素，而这些因素除技术和商标等在资产基础法预估中体现外，其他未能在资产基础法中予以体现。

基于上述原因，标的公司收益法评估结果与资产基础法评估结果存在差异，差异具备合理性。

## （二）长沙牧泰莱预估情况

### （1）长沙牧泰莱资产基础法预估情况

截至 2018 年 5 月 31 日，长沙牧泰莱公司净资产账面价值 8,915.95 万元，以初步审计的账面值为基础，参照资产基础法，预估有增减值变化的科目主要包括存货、固定资产、无形资产，递延收益。各科目预估增减值情况如下：

①存货账面值 1,412.98 万元，预估值 1,540.00 万元，预估增值 127.02 万元，增值主要是产成品和发出商品。产成品和发出商品预估方法如下：

预估值=实际数量×不含税售价×[1-产品销售税金及附加费率-销售费用率-营业利润率×所得税率-营业利润率×(1-所得税率)×r]

综上，产成品和发出商品按市场售价扣减相关税费后确定的价值，包含了可实现而账面未确认的合理利润导致存货预估增值。

②固定资产房屋建筑物类资产账面值 4,149.54 万元，预估值 4,920.00 万元，预估增值 770.46 万元。设备类资产账面值 2,296.94 万元，预估值 2,450.00 万元，预估增值 153.06 万元。固定资产预估增值 923.52 万元。

固定资产预估值=重置全价×成新率

固定资产增值主要原因是近年来水泥、钢材等建筑材料、人工成本上涨导致房屋建筑物重置价上升；房屋、设备的经济使用年限长于企业采用的折旧年限所致。

③无形资产为土地使用权、专利、专有技术。土地使用权账面值 941.29 万，预估值 1,650.00 万元，预估增值 708.71 万元。专利、专有技术已费用化无账面值，预估值 1,600.00 万元。无形资产预估增值 2,308.71 万元。

待估宗地处于长沙市长沙县基准地价覆盖范围之内，故可采用基准地价系数修正法进行估价。由于近年来长沙经济开发区地块交易较活跃，可选取的地块成交案例较多，待估宗地附近及周边区域有许多类似用途土地使用权公开交易，故适合采用市场

比较法进行评估。因此本次预估采用基准地价法与市场法测算土地使用权预估值。由于土地市场价格上涨，预估有所增值。

本次预估采用收益法测算无形资产预估价值。由于专利、专有技术无形资产在会计核算时已费用化，但该部分技术未来预期将为企业带来收益。本次收益法无形资产的预估值中体现了专利、专有技术的领先性与创新性所带来的收益。上述原因综合导致其他无形资产预估增值。

④递延收益主要为政府补贴。根据相关文件及企业的说明，递延收益为无后续支付义务，考虑此项专项资金不需偿还。本次预估以后续需缴纳的企业所得税金额确定评估值。负债预估减值 290 万。

综上，长沙牧泰莱根据各增减值资产调整后，

资产基础法净资产预估值

=8,915.95+127.02+923.52+2,308.71+290

= 12,570.00 万元（取整）

## （2）长沙牧泰莱收益法预估情况

### ①营业收入及利润

长沙牧泰莱基准日的营业收入主要为 PCB 收入。本次预估，根据对行业分析以及近几年收入成本、广德新建工厂投产等综合因素估算未来的营业收入与成本。未来 6 年收入预计在 2-4.5 亿元，呈增长趋势，净利润在 2800-8500 万元呈增长趋势。

### ②折旧及摊销

本次预估中，按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日的固定资产账面原值、预计使用期限、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额。无形资产、长期待摊费用摊销会计政策预测其未来各年的摊销费用。年折旧摊销金额约为 1300 万元。

### ③追加资本预测

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下，为保持持续经营所需增加的营运资金和超过一年的长期资本性投入。如经营规模扩大所需的资本性投资（购置固定资产或其他非流动资产），以及所需的新增营运资金及持续经营所必须的资产更新等。

追加资本=资本性投资+资产更新+营运资金增加额

经初步测算，未来6年每年追加资本约为2000万元

#### ④折现率

本次预估采用加权平均资本资产成本模型（WACC）确定折现率  $r$

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e$$

折现率范围在12%-13%。

通过收益还原计算，收益法得出的股东全部权益价值为45,360.00万元。

### （3）长沙牧泰莱两种评估结果差异及其合理性

由于目前评估、审计工作尚在进行中，评估机构需对企业管理层提供的盈利预测以及各项预测指标进行进一步分析核实，评估数据及结论可能根据后续评估、审计工作的后续进展有所调整。

本次预估采用收益法得出的股东全部权益价值为45,360.00万元，比资产基础法测算得出的股东全部权益价值12,570.00万元，高32,790.00万元，高260.86%。两种评估方法差异的原因主要是：

首先，两种评估方法考虑的角度不同。资产基础法是从资产的再取得途径考虑的，反映的是企业现有资产的重置价值；收益法是从企业的未来获利能力角度考虑，反映了企业各项资产的综合获利能力。其次，收益法在评估过程中不仅考虑了标的公司账内资产，同时也考虑了人才优势、技术优势、产品优势、管理能力、销售网络、客户关系等对获利能力产生重大影响的因素，而这些因素未能在资产基础法中予以体现。

基于上述原因，标的公司收益法预估结果与资产基础法预估结果存在差异，差异具有合理性。

## 二、评估增值情况及其合理性

本次选用收益法预估结果作为预估结论，预估值情况如下：

金额单位：万元

标的公司	账面价值	预估价值	增值率
深圳牧泰莱	5,059.12	27,500.00	443.57%
长沙牧泰莱	8,915.95	45,360.00	408.75%
合计	13,975.07	72,860.00	421.36%

PCB 样板为 PCB 批量板生产的前置工序，PCB 行业的发展将极大促进对样板的需求；另一方面，随着下游领域电子产品需求的多样化以及产品不断的更新迭代，PCB 行业正朝着多品种、小批量方向发展，从而拉动 PCB 样板、特种板的需求。

深圳牧泰莱、长沙牧泰莱自成立以来，一直致力于 PCB 样板、小批量板的设计、研发、生产和销售，产品广泛应用于通信设备、工业控制、医疗仪器、安防电子和航空航天等多个领域。标的公司秉承“高、精、特、快”的经营理念，专注于 PCB 样板、小批量板市场，积累了大量优质客户。凭借着对高难度 PCB 样板的技术应对能力，标的公司通过了 ISO9001:2015、IATF16949:2016 等质量体系认证，在 PCB 行业尤其是在 PCB 样板领域，有着较高的知名度。

本次交易与同行业可比交易评估价值及评估增值率情况如下：

金额单位：万元

上市公司	评估价值（收益法）	账面净资产	收益法增值率
四维图新	386,650.00	41,333.48	835.44%
上海贝岭	63,000.00	14,073.00	347.67%
世嘉科技	75,059.00	13,127.96	471.75%
新纶科技	150,940.00	12,611.11	1,096.88%
博敏电子	125,280.50	15,469.52	709.85%
江粉磁材	2,073,300.00	272,757.23	660.13%
安洁科技	340,200.00	39,567.05	759.81%
<b>可比交易平均水平</b>	-	-	<b>697.36%</b>
深圳牧泰莱	27,500.00	5,059.12	443.57%
长沙牧泰莱	45,360.00	8,915.95	408.75%

由上表可见，相关可比交易案例中，收益法增值率区间为 347.67%至 1,096.88%，平均值为 697.36%。本次深圳牧泰莱、长沙牧泰莱预估增值率分别为 443.57%、408.75%，低于可比交易案例平均水平。本次预估增值率具备合理性。

以上内容，公司已在预案（修订稿）“第六节 交易标的的预估情况•四、具体评估方法”中进行更新及补充披露。

#### 独立财务顾问意见：

经核查，独立财务顾问认为：上市公司已对各标的资产收益法与资产基础法评估参数和评估过程进行了补充披露；对标的公司收益法预估结果与资产基础法预估结果差异原因及合理性进行了分析；上市公司已补充披露标的资产评估增值情况；并结合与市场可比交易案例标的资产平均增值率的差异原因及合理性进行了分析，补充披露

评估增值的合理性。相关披露及分析具有合理性。

**9. 预案披露，深圳牧泰莱的主要生产经营及办公场所为租赁房屋，出租方未能取得相关出租房屋的产权证书，存在因上述瑕疵导致租赁合同无效或房屋无法续租的情形，可能对标的公司业务正常开展产生一定的不利影响。请补充披露保障标的公司正常经营的具体措施。请财务顾问发表意见。**

**回复：**

深圳牧泰莱承租的福源工业区房产的出租方为深圳市泰新利物业管理有限公司，其实际控制人为深圳市国有资产管理委员会。截至目前，由于历史遗留原因，深圳牧泰莱租赁的位于福源工业区的房产均无相关的产权证书。

2018年9月5日，深圳牧泰莱取得深圳市宝安区城市更新局就深圳牧泰莱租赁厂房所在地福源工业区出具《证明》：“目前该园区尚未经我局纳入城市更新改造范围，但如果有关单位按照我市城市更新政策向相关部门提出改造申请，或因城市发展需要等，该地块仍然有可能在未来五年内被纳入更新改造范围进行改造”。2018年9月7日，出租方深圳市泰新利物业管理有限公司亦出具了相同内容的证明。

深圳牧泰莱向出租方的租赁行为履行了必要的招拍挂程序，相关程序合法合规，具体情况如下：

2018年2月1日，深圳牧泰莱主要生产经营场地的招租信息在深圳联合产权交易所进行了公示。

2018年8月31日，深圳牧泰莱主要生产经营场地续租的成交信息在深圳联合产权交易所《福源工业区第6栋第1-3层厂房、仓库、商铺及配套宿舍物业招租成交公示》中披露。

2018年10月17日，深圳牧泰莱与深圳市泰新利物业管理有限公司续签了《深圳市房屋租赁合同书》。根据合同约定，深圳牧泰莱目前主要生产经营厂房的租赁期限为2018年5月1日至2021年4月30日。截至目前，上述房屋租赁的备案工作正在办理当中。

此外，如因租赁房产的瑕疵导致深圳牧泰莱无法正常生产，深圳牧泰莱将通过寻找可替代的房产或合理安排生产计划，将部分订单交由广德牧泰莱生产等方式合理过渡，减小对深圳牧泰莱的影响。由于深圳牧泰莱所在地周边可供租赁的厂房较多，较易找到可替代的房产。

上述内容，公司已在预案（修订稿）“第五节 标的资产情况•八、标的资产的权属情况、主要负债及对外担保情况•（一）主要资产的权属情况中披露•2、深圳牧泰莱、长沙牧泰莱资产概况”中进行补充披露。

**独立财务顾问意见：**

深圳牧泰莱已取得深圳市宝安区城市更新局及出租方关于租赁房产所在园区尚未经深圳市宝安区城市更新局纳入城市更新改造范围的证明，且可通过寻找替代厂房或合理安排生产计划、将部分订单转移至广德牧泰莱等措施保障深圳牧泰莱的正常经营，降低搬迁对深圳牧泰莱的影响，故该租赁的无产权房产对深圳牧泰莱连续生产经营产生的不利影响总体可控。

（本页无正文，为《民生证券股份有限公司关于上海证券交易所〈关于对广东骏亚电子科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案信息披露的问询函〉回复报告之核查意见》之签章页）

