

中信证券股份有限公司
关于
《苏州固锝电子股份有限公司关于中国
证监会上市公司并购重组审核委员会审
核意见的回复报告》
之
核查意见

独立财务顾问



中信证券股份有限公司
CITIC Securities Company Limited

二〇二〇年九月

中国证券监督管理委员会：

2020年8月26日，经贵会上市公司并购重组审核委员会（以下简称“并购重组委”）2020年第35次会议审核，苏州固锝电子股份有限公司（以下简称“上市公司”、“苏州固锝”或“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（以下简称“本次交易”）获有条件通过。

根据并购重组委审核意见，中信证券股份有限公司作为本次交易的独立财务顾问，已会同上市公司就审核意见进行了核查和落实，现就有关事项发表核查意见。

如无特别说明，本核查意见中所使用的简称与财务顾问报告中释义所定义的简称具有相同含义。

问题 1：请申请人结合光伏行业发展情况、标的资产产品技术优势和市场需求，说明此次交易的必要性，并补充披露标的资产预测期收入和毛利率的可实现性。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、本次交易的必要性

（一）平价上网推动光伏行业快速发展

伴随可再生能源成为全球能源转型核心，太阳能光伏产业化水平不断提高，产业规模持续扩大，已逐步促进能源多样化，并成为实现可持续发展的重要能源。银浆市场的繁荣，得益于晶硅太阳能电池片产量、光伏装机容量的快速增长。其中，全球光伏累计装机容量由 2007 年的 9.8GW 增长至 2019 年的 580.1GW，年复合增长率达 40.50%。2019 年，我国新增装机容量为 30.1GW，占到全球新增容量的 26.20%，累计装机规模已超过 204GW，新增和累计装机容量均为全球第一。在国家政策的驱动、光伏行业技术不断进步的带动下，中国已经牢牢占据光伏产业链龙头地位。根据中国光伏行业协会统计，2019 年我国大陆生产的多晶硅、硅片、电池片、组件在全球的占比分别为 67.3%、97.4%、78.7% 和 71.5%。

近年来，我国光伏产业快速发展，国家相关部门根据光伏行业发展阶段、投资成本、区域差别、补贴程度及税收政策等因素适时调整光伏发电上网电价，降低光伏发电补贴标准，预计国内光伏行业最终将彻底告别补贴，完成化石能源革命周期第一步，走入平价时代。光伏补贴的退坡有利于加快淘汰技术落后、效率落后产能，提高产业链技术含量和效率，降低度电成本，促进光伏行业的健康、持续发展。平价上网将促进光伏发电的市场化竞争，推动行业良性扩容，有利于光伏产业链优势企业在市场竞争和产业整合中进一步发展壮大，实现长期可持续发展，银浆市场未来发展前景良好。

（二）标的资产产品具备较强的技术优势

随着PREC电池、N型电池、TOPCon电池等新型电池技术发展，以及丝网印刷技术的进步，银浆的开发难度、技术门槛大幅提升。标的公司在技术上打破了其它竞争对手依赖进口银粉的局面，在原材料方面实现了国产银粉替代，在降低

银浆成本的同时也有效规避了使用进口银粉带来的风险，带领国内厂商真正实现了银浆国产化。标的公司紧跟行业技术发展，力推银粉国产化技术，建立了自主的核心技术体系，技术储备涵盖正面银浆、背面银浆、HIT银浆等产品，包括玻璃粉组合物、有机载体及银粉等技术。标的公司根据客户需求提供差异化的银浆产品，银浆产品具有焊接拉力高、与电池方阻匹配性好、细线印刷能力好的技术优势。标的公司凭借突出的技术研发能力、稳定的产品性能和高质量技术服务，已经迅速成长为国产正面银浆领域内的领军企业，在光伏行业推进降本增效、平价上网的大背景下，标的公司国产银粉制备技术持续迭代，实现了产品全系列化发展，技术优势较为突出。

（三）光伏下游复苏带动银浆市场需求

根据中国光伏行业协会《2020年光伏行业上半年回顾与下半年展望》，受新冠疫情影响，我国光伏产业链受复工延迟、物流管控、人员隔离、防疫物资匮乏、原辅材料供应不足等影响，整体产能利用率有所下滑。但随着2020年3月各地方复产复工的逐步推动、相关优惠政策的逐步落实，主要企业产能利用率达到80%。2020年二季度，光伏产业制造企业已步入正轨，各环节主要企业满产满销。从太阳能光伏产业链总体供需来看，当前国内头部企业订单与产能均处于饱满状态，且大多海外订单签订到三季度。全球市场在二季度末步入复苏，除了中、日、美等地需求有稳定支撑外，欧洲需求受疫情影响的程度比预期乐观。在市场步入复苏、二季度优于预期和下半年展望乐观的情况下，PV InfoLink上调了今年全球组件需求预估量至121.1GW，疫情对短期电池片生产、组件光伏装机以及上游银浆需求影响有限。在光伏平价、能源环保等因素带动下，电池片生产、组件光伏装机及上游银浆需求有望持续增长。

综上，在国家政策驱动、光伏行业技术不断进步带动下，中国已经牢牢占据光伏产业链龙头地位，平价上网将推动行业良性扩容。标的公司坚持走原材料国产化之路，具备较强的成本控制能力和技术应用优势。光伏下游逐步复苏，将带动银浆需求持续增长。通过本次交易，标的公司成为苏州固得的全资子公司，上市公司的融资优势和管理输出，有助于标的公司增强资本实力、提升经营水平，进一步巩固和提升其在银浆行业内的市场地位，因此，本次交易具有必要性。

二、标的资产预测期收入和毛利率的可实现性及补充披露

(一) 预测期产品结构、收入及毛利率合理

2015年-2019年，标的公司历史营业收入及毛利率情况如下：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
营业收入	3,962.52	28,493.70	77,206.62	79,609.70	96,895.31
毛利率	15.80%	24.31%	22.66%	19.64%	17.55%

预测期2020年-2024年，标的公司营业收入及毛利率情况如下：

单位：万元

项目	2019年(基期)	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
营业收入	96,895.31	63,618.58	114,318.58	153,773.23	202,271.02	254,355.75
其中：正银	96,895.31	61,699.12	98,548.67	123,053.10	153,650.44	180,205.31
背银	-	552.21	5,433.63	13,429.20	22,641.59	37,168.14
HIT银浆	-	1,367.26	10,336.28	17,290.93	25,978.98	36,982.30
毛利率	17.55%	15.33%	15.93%	15.69%	15.38%	15.18%

收入方面，晶银新材销售收入主要来源为正面银浆，报告期内产品结构未发生变化。其中，2019年，晶银新材实现营业收入96,895.31万元，主营业务收入为96,882.75万元，占比99.99%，全部为正面银浆销售收入。预测期内，晶银新材的销售收入仍以正面银浆为主，随着背面银浆及HIT银浆产品销售规模的提升，背面银浆和HIT银浆产品在标的公司销售收入中的占比将逐年提升，产品结构不断优化。其中，凭借晶银新材在国产正面银浆领域内的优势市场地位，其正面银浆的销售收入在预测期内将持续增长，但销售占比则从2020年的96.98%的降至70.85%。随着正面银浆、背面银浆协同开发及降本增效的推行，并借助于晶银新材在正面银浆领域中的市场地位和客户基础，晶银新材背面银浆在预测期内的销售收入占比从2020年的0.87%的逐步上升至14.61%。作为率先实现HIT银浆产业化、具备市场先发优势的国产银浆企业，伴随着HIT电池市场渗透率的不断提升，预测期内晶银新材HIT银浆的销售占比从2020年的2.15%的逐步上升至14.54%。

毛利率方面，2016年以来，晶银新材毛利率总体呈下降态势，主要是因为：平价上网的持续推进，促使光伏产业链各个环节降本提效。同时，伴随市场竞争

的加剧，为维持并提高市场占有率，标的公司持续改善客户结构，加大了对光伏行业知名客户的业务推广，导致产品毛利率出现小幅度下滑。预测期第一年2020年，受新冠疫情影响，光伏订单需求减少或延迟，当期毛利率预计降至15.33%。随着新冠疫情的逐步消除以及标的公司下游客户的复工复产，新冠肺炎疫情对标的公司生产经营的不利影响有望逐步减弱，预计2021年毛利率小幅回升至15.93%。此后预测期内，光伏产业链集中度提升，推动市场份额向业内优质企业倾斜，但结合光伏产业链环节降本提效影响，预测毛利率仍处于小幅下降趋势。

（二）平价上网导致行业良性扩容，光伏行业进入景气周期

平价上网导致行业良性扩容，光伏行业进入景气周期，龙头企业纷纷扩产，2020年头部企业的PERC电池产能规划171.9GW，较2019年的129GW同比增长33.26%。同时，光伏发电规模快速增长，得益于成本不断下降和实现平价上网，即光伏发电成本可与常规火电持平。国家电网预计，2020年光伏度电成本0.24元/W-0.5元/W，部分地方成本已低于火电成本。此外，中国电力企业联合会数据显示，截至2020年7月底，全国发电装机容量20.7亿千瓦，同比增长5.9%。其中，占比超七成的火电仅增长4.2%；而占比不到2%的光伏发电大增17%。

当前阶段，虽然2020年初以来的新冠疫情对光伏产业链终端短期需求造成了影响，但光伏行业的支持性产业政策未发生变化，且平价上网的深入推进，有利于光伏发电的市场化竞争，促进太阳能光伏行业及上游电子浆料行业的良性扩容，有利于产业链优势企业在市场竞争和产业整合中进一步发展壮大，实现长期可持续发展。展望未来，太阳能光伏产业链发展前景良好，标的公司面临较好的行业发展环境和经营预期。

（三）标的公司行业地位突出，产品可以实现协同开发

近年来，光伏行业集中度不断提升，尤其是电池片和电池组件制造商逐渐向头部企业集中。而大中型电池片制造商采购正面银浆往往更倾向于选择知名度较高、生产规模较大和技术实力雄厚的企业。晶银新材经过多年发展，已形成了行业领先的核心技术体系，成为国产银浆领域内的领头型企业，具有较强的技术优势和稳固的客户基础，业务增长具有较强的保障。标的公司在国产替代中处于引领地位，为国内太阳能电池正面银浆主要研发及生产企业。正面银浆为公司的传

统优势产品，随着 PERC 电池、N 型电池、等高效新型电池技术的发展，以及丝网印刷技术的进步，银浆的开发难度大幅提升，技术门槛更高。标的公司在背银和 HIT 银浆方面的技术储备充足，且背银、HIT 银浆与正银的生产工艺流程基本一致，所使用的主要生产设备如三辊机、搅拌机、过滤机等是通用的，人员可以灵活调配。伴随光伏产业聚集发展，标的公司依靠在正面银浆领域内的市场声誉和客户基础、技术优势，可以进行产品协同开发，提供综合解决方案，实现预测期业务持续增长。

（四）客户开发稳步推进，新产品已实现可靠认证或小批量出货

客户开发及订单方面，对于正银产品，标的公司存量客户苏州阿特斯、江苏润阳正在加大 PERC 电池产能投放；增量客户无锡尚德批量供货、通威股份已通过可靠性认证，可以有效提升标的公司的正银市场份额。背银方面，标的公司已经获得可靠性认证，产品已于 2020 年下半年实现小批量出货。HIT 银浆，国内客户主要有成都中威、泰兴中智、合肥通威、山西晋能、福建钧石等，技术水平较强，市场先发优势突出，目前已经实现小批量出货。截至 2020 年 6 月末，标的公司 HIT 银浆累计订单数量 811KG，订单金额 507.44 万元。

总体看，2019 年-2024 年，光伏产业链发展前景良好，晶银新材的产品仍以正银为主，背银及 HIT 银浆为标的公司新的利润增长点。标的公司营业收入将从 2019 年的 9.68 亿元增至 2024 年的 25.44 亿元，复合增长率为 21.29%。分产品正银复合增长率 13.21%，而新产品基数小，复合增长率高，但金额较小、占比较低，是合理的。标的公司毛利率则处于小幅下降趋势，符合光伏行业降本增效的发展趋势。预测期标的公司收入及毛利率是谨慎的，具有可实现性。

上述内容，公司已在重组报告书“第六章 标的资产评估及定价情况”之“三、收益法评估具体情况”增加“（七）标的公司预测期收入和毛利率的可实现性”予以补充披露。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：中国在全球光伏产业链龙头地位突出，平价上网将推动行业良性扩容，标的公司具有较强的技术及市场优势，本次交易具有必要性，预测期标的公司收入及毛利率具有可实现性。（以下无正文）

（此页无正文，为《中信证券股份有限公司关于<苏州固得电子股份有限公司关于中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核意见的回复报告>之核查意见》之签章页）

法定代表人

授权代表

马 尧

财务顾问主办人

王寒冰

胡征源

林 悦

中信证券股份有限公司

2020年9月3日