

通鼎互联信息股份有限公司
拟收购 UTStarcom Holdings Corp. 920 万股股份价值估值报告
东洲咨报字【2019】第 0072 号

特别提示：本报告仅供特定目的价值
估值，未经估值机构书面许可不得传
播、复制该文件任何内容。

通鼎互联信息股份有限公司
拟收购 UTStarcom Holdings Corp.920 万股股份价值
估值报告

东洲咨报字【2019】第 0072 号



上海东洲资产评估有限公司

2019 年 01 月 28 日

特别提示：本报告仅供特定目的服务，未经估值机构书面许可不得传播、复制该文件任何内容。

通鼎互联信息股份有限公司 拟收购 UTStarcom Holdings Corp.920 万股股份价值估值报告

摘要

东洲咨报字【2019】第0072号

上海东洲资产评估有限公司接受通鼎互联信息股份有限公司的委托，本着独立、公正、客观的原则，按照公认的估值方法，对通鼎互联信息股份有限公司拟收购 UTStarcom Holdings Corp.920万股股份价值进行了分析、估算。

委托人：通鼎互联信息股份有限公司

被估值单位：UTStarcom Holdings Corp.

估值目的：为股份收购提供决策参考。

估值基准日：2018年9月30日。

估值对象及估值范围：本次估值对象为被估值单位920万股股份价值，估值范围系截至2018年9月30日，UTStarcom Holdings Corp.的全部资产和负债，具体包括流动资产、非流动资产（固定资产）及负债等。资产估值申报表列示的总资产账面值为21,199.70万美元，总负债账面值为11,136.60万美元，所有者权益账面值为10,063.10万美元。

价值类型：市场价值。

估值方法：采用市场法估值。

估值结论：在估值报告基本假设前提成立的条件下，于估值基准日2018年9月30日，被估值单位920万股股份价值为46,370,000.00美元（大写：肆仟陆佰叁拾柒万美元）。

本报告仅限于约定的估值目的和报告使用者使用，详见报告书正文记载的内容。

本估值结论的价值类型为市场价值，即是至自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，估值对象在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

本估值报告仅供指定的交易事宜使用。本报告中的观点不构成对任何第三方（包括但不限于目标公司股东）的建议、推荐或者补偿。

重大特别事项:

1、本次收购的目标公司之主要执行办公室位于香港，具体地址为28 Hennessy Road Level 6, Admiralty, Hong Kong，与委托人不存在股权控制关系，且委托人目前尚未完成对目标公司的收购，难以获得目标公司按照中国企业会计准则编制的详细财务资料进行审计，我们只获取了被估值单位的证照、2017年度审计报告、2018年第三季度财务报告等资料，由于持股比例较小，暂时对被估值单位无影响力，因此无法对其财务数据进行详细核查，也无法获取被估值单位盈利预测，只对其境内公司进行了走访及访谈，获取部分工商信息和介绍信息。

上述限制性因素会影响资产基础法和收益法的数据获取，但本次估值采用市场法，被估值单位是一家在纳斯达克上市的公司，可以从公开渠道获取其财务数据，同时美国交易市场也存在同类规模的通讯设备制造上市公司，可以获取相关的市价和财务数据，因此可以采用市场法进行估值，上述限制性因素并不会影响市场法估值的逻辑和合理性。但由于估值人员无法对其财务数据进行详细核查，因此其财务数据和资料的真实性由目标公司负责。

2、截至估值报告出具日，通鼎互联信息股份有限公司（以下简称“通鼎互联”或“公司”）已于 2018年11月30日，与通鼎集团有限公司（以下简称“通鼎集团”）、上海毓璟投资中心（有限合伙）（以下简称“上海毓璟”）及杭州星琼投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“杭州星琼”）签订《股权转让协议》，拟以现金收购其持有的通灏信息科技（上海）有限公司（以下简称“通灏信息”）100%股权。

通灏信息系通鼎集团、上海毓璟和杭州星琼三方为投资UTStarcom Holdings Corp.而共同出资设立的SPV公司（有限责任公司），截至2018年11月30日通灏信息通过其100%持股的境外SPV公司Tonghao (Cayman) Limited（以下简称“开曼通灏”）投资持有UTStarcom Holdings Corp. 公司350万股股票。该次交易完成后公司通过通灏信息和开曼通灏间接持有UTS公司350万股股票。

本次估值未考虑该期后收购事项对估值可能产生的影响。

3、根据UTStarcom Holdings Corp.管理层提供的截止基准日发行在外的股数是35,452,666股。本次评估采用的是35,452,666股。如果评估基准日实际发行股数与管理层所提供的不一致，则需相应调整评估值。

4、在形成本估值报告的过程中，我们并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况等。

5、鉴于市场交易资料的局限性，本次评估未考虑股权交易由于控股权或少数股权等因素产生的溢价或折价，也未考虑因缺乏流动性的影响。

6、投资者要注意本次收购中收购方愿意支付的收购价格受制于很多因素影响，包括但不限于：标的资产的吸引力、收购方现有业务与标的资产的潜在协同效益（如有）、标的资产被显著重估的可能性、现金储备情况、标的股权的流动性、对价支付方式、控制权比例、预期等因素。

7、我们的观点仅基于财务分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素考虑在内。

8、本估值报告并非《中华人民共和国资产评估法》定义的评估报告。

上海东洲资产评估有限公司

2019年01月28日

通鼎互联信息股份有限公司
拟收购 UTStarcom Holdings Corp.920 万股股份价值估值报告

目录

摘要	1
正文	5
一、 委托方介绍	5
二、 被估值单位介绍	5
三、 估值目的	10
四、 估值对象	10
五、 清查核实情况	10
六、 价值类型及其定义	11
七、 估值基准日	11
八、 估值依据	12
九、 估值假设和限制条件	12
十、 宏观经济发展情况	13
十一、 市场情况分析	20
十二、 估值方法	22
十三、 市场比较法估值说明	23
十四、 估值结论及分析	41
十五、 特别说明和瑕疵事项	42
十六、 估值报告使用范围	44
十七、 估值报告解释权	44
十八、 估值报告提出日期	44
附件	45

通鼎互联信息股份有限公司

拟收购 UTStarcom Holdings Corp.920 万股股份价值估值报告

正文

特别提示：本报告仅供特定目的服务，未经估值机构书面许可不得传播、复制该文件任何内容。

一、 委托方介绍

企业名称：通鼎互联信息股份有限公司（股票代码：603966.SH）

统一社会信用代码：91320500714102279K

类型：股份有限公司（上市、自然人投资或控股）

住所：苏州市吴江区震泽镇八都经济开发区小平大道 8 号

法定代表人：颜永庆

注册资本：126,155.314400 万人民币

成立日期：2001 年 02 月 07 日

经营范围：互联网网页设计；计算机网络集成技术服务；市话电缆、特种电缆、光缆、双芯铁芯电话线、双芯铜包钢电话线、电线电缆、光纤、通信电缆、RF 电缆、漏泄同轴电缆、室内光缆生产、销售；光电缆原材料销售；废旧金属回收；自营和代理各类商品及技术的进出口业务；道路普通货物运输。（国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

二、 被估值单位介绍

企业名称：UTStarcom Holdings Corp.（NasdaqGS：UTSI）

注册证书代码：MC-245752

类型：股份有限公司（上市）

注册地址：开曼群岛

总股本：35,452,666 股

成立日期：1991 年

经营范围：设计、开发、配套、生产、销售、安装高科技通讯设备软件、硬件,包括:电信综合数字和宽带接入网系统、光传输设备、智能网系统、个人通讯及多媒体、数据和信息网络及其它通讯系统终端设备以及智能设备(国家限制和禁止的项目除外),提供本公司产品的维修、技术咨询、技术服务、以及数据处理技术,从事非配额许可证管理,非专营商品的收购出口业务,汽车电子仪器仪表生产,第一类、第二类、第三类医疗器械生产,设计、制作、代理、发布国内广告(除网络广告发布)(涉及国家规定实施准入特别管理措施的除外)。

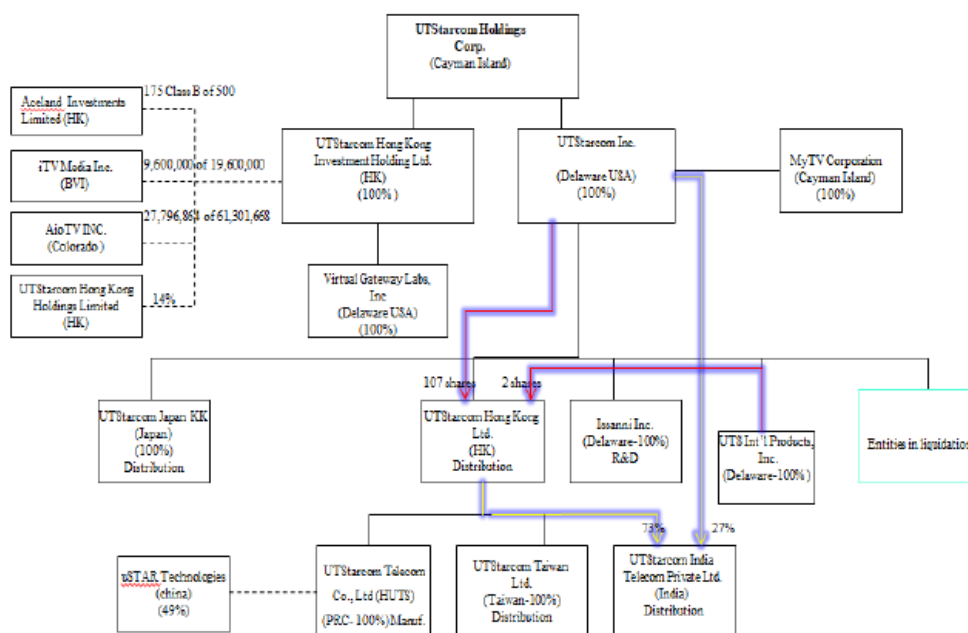
1.企业历史沿革

截至估值基准日 2018 年 9 月 30 日，被估值单位主要股东如下：

序号	主要股东名称	持股数量（万股）
1	Shah Capital Management, Inc.	790.00
2	Phicomm (Shanghai) Co., Ltd	500.00
3	E-Town International Holding (Hong Kong) Co., Limited	378.78
4	Tonghao Cayman Ltd	350.00
5	Talent Transmission, Ltd.	271.88
合计		2,290.66

2.公司架构

被估值单位的公司架构如下：



3.企业经营状况

被估值单位是一家电信基础设施提供商，致力于开发基于云的服务、移动、流媒体和全球其他应用程序的带宽技术。公司帮助网络运营商为客户提供通信服务。其产品线包括各种平台，利用其在包光通信、路由和交换技术、宽带接入、无线通信和同步方面的专业知识。该公司的端到端宽带产品组合通过内部软件定义的基于网络的协调增强，使移动和固定线路网络运营商和企业能够为一系列应用构建网络，包括移动回程、地铁。

被估值单位目前主要销售的产品有 PTN（分组传输网络）、GRPON（千兆光网络）、MSAN（宽带接入设备）、WIFI（无线设备）、CORE NETWORK（核心网）及产品代加工、安装维护等服务。

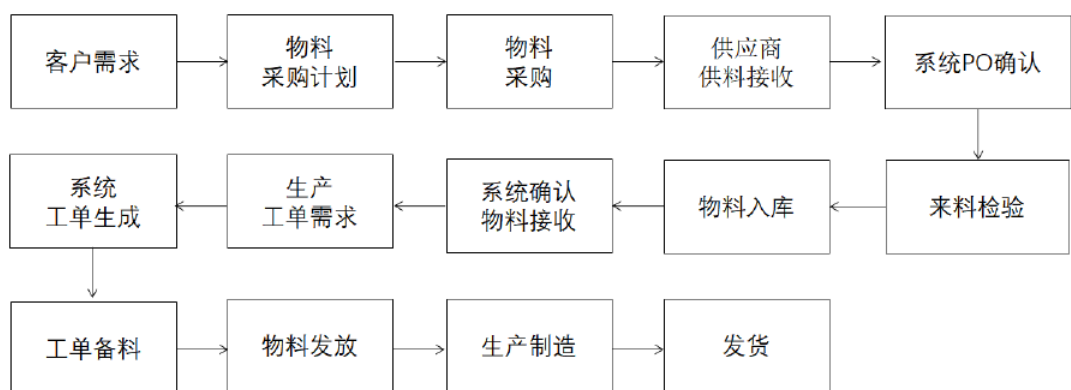
销售模式：目前被估值单位客户主要分布在印度、日本、台湾等地，印度、台湾通过招标销售给最终客户，日本通过经销商销往最终客户。

销售流程：产品销售分为两种类型，一种通过招标网站获取招标信息，参与竞标获取销售合同，待销售合同签订以后，通过第三方采购成品及部分自己生产的成品销往客户并负责产品安装、调试等后续服务，印度、台湾等地区采用这种模式。二是通

过经销商销售，与经销商签订框架合同，客户下订单以后，杭州公司负责采购材料生产成品，完工以后直接运送至经销商，经销商检测合格就完成了，不负责最终客户的安装、调试等服务，如果需要安装、调试等后续服务在另外签订服务合同，日本地区采用这种模式。目前被估值单位客户比较集中，主要分布在印度、日本地区，日本客户的产品主要由杭州子公司生产，印度客户的产品主要由第三方采购少量由杭州子公司生产。

被估值单位的核心业务是提供 PTN、解决方案和服务。作为全球电信基础设施提供商，UT 专注于提供电信级分组光、网络同步和宽带接入（无线和有线）产品和解决方案，以及软件自定义网络（SDN）平台，为移动回程、地铁汇聚、宽带接入和增值服务进行优化。生产模式多为小批量多品种生产。

生产流程图

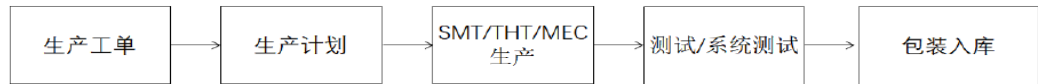


销售部获取客户采购计划，OC 与销售部沟通，制订销售预测 Forecast 传递给计划部，计划部在 Oracle 系统中基于 Forecast 生成物料采购计划 MRP,将 PR 采购需求转成 PO 采购订单,采购部将 PO 发给供应商，完成采购。计划部在 Oracle 系统中基于销售预测生成生产工单传递给生产部。生产部根据生产工单从合格物料收料区对工单进行备料，领料并投入生产，检测合格后，转入成品库。

生产工单（类似于 BOM）为细分物料级别，列示物料详情、数量、标准价格及需完成工单的时间等信息。每周一三五计划部与生产部开会，商讨现有库存、工单完成情况、是否有加急工单出现等，及时调整工单的生产顺序、生产量等。考虑因素如：需求与目前生产状态的孰高孰低，不能出现生产线的完全余闲，销售预测与实际订单

的差异等。

工艺流程图



生产部根据生产工单组织领料并开始投入生产。被估值单位的生产主要包括以下流程，工单备料、SMT 元器件表面贴装（不需穿孔器件）/THT 元器件穿孔插件（需穿孔器件，主要为异形件、连接器等）、单板测试（经过人工检测、AOI 机器检测两道）、系统测试（组装成 PTN 整体测试）、外观检查、包装，然后成品入库。

4.企业财务数据

资产负债表：

单位：百万美元

科目名称	2017年12月31日	2018年9月30日
流动资产	166.81	192.00
现金和现金等价物	79.75	50.61
短期投资	3.14	
净应款合计	16.91	98.55
库存合计	17.14	20.7
预付费用	14.23	13.54
其他流动资产合计	35.64	8.6
长期资产	20.23	19.99
物业/厂房/设备净总额	1.71	1.36
长期投资	5.86	
其他长期资产合计	12.66	18.63
总资产	187.04	212.00
流动负债	88.26	105.78
应付账款	27.45	75.39
其他流动负债合计	60.81	30.38
长期负债	7.79	5.59
其他长期负债	7.79	5.59
总负债	96.05	111.37
净资产	90.99	100.63

利润表：

单位：百万美元

科目名称	2017 年度	2018 年 1-9 月
销货净额	98.29	103.22
销货成本	65.15	76.71
毛利润	33.15	26.51
销售、一般及管理费用	16.78	11.35
研发费用	9.85	8.27
营业收入 / EBIT	4.83	6.88
折旧及摊销	0.63	0.54
净收入	6.98	6.09

（备注：上述 2017 年数据摘自 Grant Thornton 出具的年度审计报告，2018 年数据摘自被估值单位第三季度未经审计的财务报告）

三、 估值目的

因通鼎互联信息股份有限公司拟收购 UTStarcom Holdings Corp.920 万股股份，需了解 UTStarcom Holdings Corp.的股权价值。本次对该事项涉及的 UTStarcom Holdings Corp. 920 万股股份于 2018 年 9 月 30 日的市场价值进行估值，为委托方决策提供参考依据。

四、 估值对象

本次估值对象为被估值单位的 920 万股股份，估值范围系截至基准日 UTStarcom Holdings Corp.的全部资产及负债，包括流动资产、非流动资产（固定资产）及负债等。资产估值申报表列示的总资产账面值为 21,199.70 万美元，总负债账面值为 11,136.60 万美元，所有者权益账面值为 10,063.10 万美元。

五、 清查核实情况

本次收购的目标公司之主要执行办公室位于香港，具体地址为 28 Hennessy Road Level 6, Admiralty,Hong Kong，与委托方不存在股权控制关系，且委托方目前尚未完成对目标公司的收购，难以获得目标公司按照中国企业会计准则编制的详细财务资料进行审计，我们只获取了被估值单位的证照、2017 年度审计报告、2018 年第三季度财务报告

等资料，由于持股比例较小，暂时对被估值单位无影响力，因此无法对其财务数据进行详细核查，也无法获取被估值单位盈利预测，只对其境内公司进行了走访及访谈，获取部分工商信息和介绍信息。

上述限制性因素会影响资产基础法和收益法的数据获取，但本次估值采用市场法，被估值单位是一家在纳斯达克上市的公司，可以从公开渠道获取其财务数据，同时美国交易市场也存在同类规模的通讯设备制造上市公司，可以获取相关的市价和财务数据，因此可以采用市场法进行估值，上述限制性因素并不会影响市场法估值的逻辑和合理性。但由于估值人员无法对其财务数据进行详细核查，因此其财务数据和资料的真实性由目标公司负责。

六、 价值类型及其定义

本次估值选取的价值类型为市场价值。市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，估值对象在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

需要说明的是，同一资产在不同市场的价值可能存在差异。本次估值一般基于国内可观察或分析的海外市场条件和市场环境状况。

本次估值选择该价值类型，主要是基于本次估值目的、市场条件、估值假设及估值对象自身条件等因素。

本报告所称“估值价值”，是指所约定的估值范围与对象在本报告约定的价值类型、估值假设和前提条件下，按照本报告所述程序和方法，仅为本报告约定估值目的服务而提出的估值意见。

七、 估值基准日

- 本项目的估值基准日为 2018 年 9 月 30 日。
- 估值基准日在考虑经济行为的实现、会计核算期等因素后与委托方协商后确定。
- 估值基准日的确定对估值结果的影响符合常规情况，无特别影响因素。本次

估值的取价标准为估值基准日有效的价格标准。

八、 估值依据

遵循的法令和参照的其他行业规范：

- 《美国公司法》；
- 《美国联邦证券法》；
- 《美国公认会计准则》。

取价依据：

- 公司提供的部分财务数据等；
- CapitalIQ 数据库；
- 雅虎财经网站；
- 行业、区域市场及统计分析资料；
- 其他。

九、 估值假设和限制条件

基本假设

1.公开市场假设：公开市场是指充分发达与完善的市场条件，是一个有自愿的买者和卖者的竞争性市场，在这个市场上，买者和卖者的地位是平等的，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易行为都是在自愿的、理智的而非强制的或不受限制的条件下进行的。

2.持续使用假设：该假设首先设定被估值资产正处于使用状态，包括正在使用中的资产和备用的资产；其次根据有关数据和信息，推断这些处于使用状态的资产还将继续使用下去。持续使用假设既说明了被估值资产所面临的市场条件或市场环境，同时又着重说明了资产的存续状态。

3.持续经营假设，即假设被估值单位以现有资产、资源条件为基础，在可预见的将来不会因为各种原因而停止营业，而是合法地持续不断地经营下去。

一般假设

1.本报告除特别说明外，对即使存在或将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方式等影响估值价值的非正常因素没有考虑。

2.委托方及标的所在国家现行的有关法律及政策、产业政策、国家宏观经济形势无重大变化，估值对象所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化，无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大不利影响。

3.估值对象所执行的税赋、税率等政策无重大变化，信贷政策、利率、汇率基本稳定。

4.依据本次估值目的，确定本次估算的价值类型为市场价值。估算中的一切取价标准均为估值基准日有效的价格标准及价值体系。

□ 针对性假设

1.目标公司提供的业务合同以及公司的营业执照、章程，签署的协议，审计报告、财务资料等所有证据资料是真实的、有效的。

2.目标公司目前及未来的经营管理班子尽职，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项，并继续保持现有的经营管理模式持续经营。

3.假设估值基准日后估值对象的产品或服务保持目前的市场竞争态势。

□ 其它

1.鉴于市场交易资料的局限性，本次评估未考虑股权交易由于控股权或少数股权等因素产生的溢价或折价，也未考虑因缺乏流动性的影响。

本报告估值结果的计算是以估值对象在估值基准日的状况和估值报告对估值对象的假设和限制条件为依据进行。估值人员认为这些假设在估值基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化，将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

十、 宏观经济发展情况

9月以来全球经济复苏基础继续弱化。IMF在10月初发布的《世界经济展望》中下调了今明两年的全球增长预期，这是近两年来的首次。随着全球经济复苏共振接近尾声，各国经济、政策继续分化。美国经济继续稳健向好，9月如期加息，但贸易保护与财政赤字恐拖累未来增长；欧洲增长显现疲态，通胀保持稳定，货币政策预计按部就

班收紧，英国脱欧和意大利财政问题仍然悬而未决；日本经济温和复苏，通胀略有改善，货币政策继续宽松基调；新兴经济体仍处困境，多国央行跟随美联储加息以稳定汇率、遏制通胀。

美国经济强劲增长，9月如期加息，市场大幅波动。

2018年二季度美国经济增速超预期强劲。二季度美国实际GDP年化季环比修正值为4.2%，较前一季度大幅上升2个百分点，创近4年来新高。其中，私人消费贡献了2.57个百分点，私人投资拖累了0.07个百分点，净出口贡献了1.22个百分点，政府支出贡献了0.43个百分点。美国本轮扩张持续时间已达到历史第二长，主要由于减税为经济扩张提供了额外动力。未来大幅放缓的可能性较低，但鉴于减税计划属于一次性驱动因素，美国经济延续超预期增长势头的难度较大。

2018年三季度美国经济总体稳健。生产端继续扩张。9月美国ISM制造业PMI为59.8%，连续25个月高于荣枯线；8月工业产出同比增长4.88%，较上月上升0.86个百分点。消费端信心增强。8月零售与食品服务销售同比增长6.64%，较上月下降0.05个百分点；9月密歇根消费者信心指数回升至100.1。进出口基本稳定。8月美国出口季调同比增长7.08%，较上月下降1.09个百分点，连续25个月保持出口同比正增长；进口季调同比增长9.56%，较上月上升0.47个百分点，连续23个月保持进口同比正增长；贸易逆差532.37亿美元，较上月增加32亿美元，对中国贸易逆差为385.69亿美元，较上月增加17.35亿美元。

通胀率上升势头趋缓。9月CPI同比上涨2.3%，比上月回落0.4个百分点，环比上升0.1%；核心CPI同比上涨2.2%，与上月持平，环比上升0.1%；8月核心PCE价格指数同比上升1.96%。劳动力市场保持稳定。9月新增非农就业人口为13.4万人；失业率为3.7%，较上月下降0.2个百分点，继续刷新近50年来最低水平；劳动参与率为62.7%，与上月持平。

9月26日，美联储货币政策委员会宣布加息25个基点，将联邦基金目标利率区间上修至2%-2.25%，符合市场预期。这是今年以来美联储第三次加息，也是本轮加息周期以来第八次加息。本次会议声明有三点值得重点关注：一是声明中删除了之前一直强调的“货币政策立场仍然宽松”表述，但鲍威尔强调这并不意味着利率路径的改变，

更多是传递出美联储未来将灵活把握货币政策节奏的信号。二是提高了对美国经济短期表现的预期。美联储将 2018 年 GDP 经济预期上调 0.3 个百分点至 3.1%，2019 年上调 0.1 个百分点至 2.5%，2020 年和长期经济预期保持不变，添加 2021 年经济增长预期为 1.8%，与长期经济增长水平一致。美联储对减税政策作用持肯定态度，对贸易摩擦影响也并不悲观，因而对美国经济增长前景有较强信心。三是点阵图有所变化，加息路径更加清晰。9 月点阵图显示 2018 年、2019 年利率目标分别为 2.375%、3.125%，2020 年和 2021 年利率目标为 3.375%，其中 2021 年利率目标为首次提出，支持今年加息 4 次的人数也从此前的 8 人增加到 12 人，这意味着 2018 年将还有 1 次加息，2019 年和 2020 年将分别加息 3 次和 1 次，其后将不再加息。结合美国经济近期的强劲表现，12 月将大概率加息。

美国国债收益率持续飙升引发金融市场大幅震荡。近期 10 年期美国国债收益率快速升破 3%，这一无风险利率的上升引发资本市场明显调整。美债收益率上升既受到美国经济数据表现强劲的支撑，也受到美联储主席鲍威尔重申渐进加息以防范经济风险等表态的推动。无风险收益率的快速攀升，一方面增加了企业借贷成本，削弱其盈利能力，同时还可能推高债务违约率，增大市场风险；另一方面，导致投资者抛售股票，引发金融市场动荡。近期美债收益率快速上行或有超调之势，未来高位震荡的可能性较大，原因在于债券市场对美联储加息的反应已比较充分，同时近期通胀以及通胀预期并未明显加速。随着美债收益率的上行，中美利差已由今年年初的 144bp 缩窄至目前的约 40bp，这将对我国维持跨境资本平稳流动形成一定压力，进而给人民币汇率稳定带来新的挑战，对此应给予高度关注。



图一：美国 GDP 增幅年率走势图（季度）

欧洲增长显现疲态，通胀保持稳定，地缘风险仍存。

欧元区 2018 年二季度 GDP 季调环比折年增长 1.5%，较一季度下降 0.1 个百分点，创 2016 年三季度以来新低。除法国增长 0.6% 与上季度持平之外，欧洲主要国家 GDP 增速涨跌各半：德国增长 1.8%，较一季度上升 0.3 个百分点；英国增长 1.5%，较一季度上升 0.6 个百分点；葡萄牙增长 2.0%，较一季度上升 0.4 个百分点；意大利增长 0.7%，较一季度下降 0.4 个百分点；西班牙增长 2.3%，较一季度下降 0.5 个百分点；希腊增长 0.9%，较一季度下降 2.6 个百分点。

2018 年三季度欧元区经济复苏动能仍显不足。生产端扩张趋势持续放缓。欧元区 7、8、9 月制造业 PMI 分别为 55.1%、54.6%、53.2%，7 月份出现短暂反弹后再度连续下滑，9 月制造业 PMI 创 2016 年 9 月以来最低水平；服务业 PMI 分别为 54.2%、54.4%、54.7%，尽管持续小幅攀升，但整体低于二季度水平；7、8 月工业产出同比增长 0.3% 和 1.9%，整体显著低于二季度水平，7 月增速创 2017 年 1 月以来新低。消费端信心低迷。7、8 月份零售销售指数分别同比增长 1.0%、1.8%，整体低于二季度水平。7、8、9 月份消费者信心指数分别为 -0.5、-1.9、-2.9，连续 4 个月位于负值区间，9 月消费者信心指数创 16 个月以来新低。进出口增速回升。7、8 月欧元区出口同比增速分别为 9.3% 和 5.6%，进口增速分别为 13.4% 和 8.5%，整体高于二季度水平，7 月进出口同比增速均创 2017 年 5 月以来新高；7、8 月分别实现贸易顺差 171 亿和 116.7 亿欧元。

通胀持续达到目标水平。受油价上涨影响，7、8、9月欧元区调和CPI同比涨幅分别为2.1%、2.0%、2.1%，连续4个月达到欧央行设定的2%的通胀目标，整体显著高于二季度水平。7、8、9月核心CPI同比涨幅分别为1.1%、1.0%、0.9%，整体较二季度略有提高。就业形势持续向好。7、8月欧元区失业率分别为8.2%和8.1%，持续刷新2008年12月以来最低水平。与去年同期相比，欧元区所有成员国失业率均有所下降，劳动力市场呈稳步复苏态势，有助于薪资水平持续上涨。



图二：欧元区 GDP 同比增幅走势图（季度）

日本经济温和扩张，通胀略有改善，货币政策稳定。

二季度经济强劲反弹。在今年一季度经济出现萎缩后，得益于私人消费的改善、强劲的资本支出以及稳定的海外需求，日本二季度经济强劲反弹，修订后GDP环比增长0.7%，折合年增长率3%，达到近两年较高。

三季度，日本经济有望在内需拉动下延续温和扩张态势。生产端继续扩张。7、8、9月制造业PMI分别为52.3%、52.5%、52.5%，继续位于50%荣枯线以上，整体略低于二季度水平，但近两个月已有所回升；7、8月工业生产指数分别同比增长2.2%、0.2%，较二季度末有所改善。消费状况好转。7、8月家庭月消费性支出实际同比增长0.4%、2.8%，连续两个月回升；7、8、9月消费者信心指数分别为43.6%、43.5%、43.5%，整体低于二季度水平。出口疲弱，进口强劲。受对美国和中国出口下降的影响，日本7、8、9月出口增速分别为3.9%、6.6%、-1.2%，较上季度大幅下滑；在国际油价上涨的影响

下，7、8、9月进口增速分别为14.7%、15.4%、7.0%，较上个季度的高增速进一步提升。完全就业状态继续保持，劳动者报酬增速回落。7、8月份季调后失业率分别为2.5%、2.4%，继续维持在低位；7、8月份家庭可支配收入同比分别增长-0.2%、3.8%，较二季度下降显著。通胀有所改善。7、8月CPI同比分别上涨0.9%、1.3%，核心CPI同比分别上涨0.8%、0.9%，较上季度小幅上升，但仍远低于日央行2%的目标。

货币政策稳定。为保持经济增长动能，日本央行9月货币政策会议决定维持超宽松货币政策不变，符合市场预期。一是由于日美贸易局势尚不明朗，以及受地震和台风灾害影响，日本经济可能出现暂时放缓的风险；二是日本计划2019年下半年出台的上调消费税政策，可能会对消费和经济增长构成挑战；三是日本劳动市场和企业业绩都出现明显改善；四是安倍晋三再次当选自民党总裁，安倍经济学得以延续。

日本央行退出超宽松的货币政策尚需时日。一方面，8月份日本核心CPI两个月来首次略微上涨，重新向2月创下的近期高点1%靠拢，扣除生鲜食品及能源外的CPI同比增长0.4%，较上月微升0.1个百分点，但距离2%的通胀目标仍较为遥远。另一方面，消除居民通缩心态任重道远，企业提价意愿不强。黑田东彦在接受采访时明确表示，计划到2023年任期结束时达到2%的通胀目标。

日美同意启动双边货物贸易谈判。日本首相安倍晋三与美国总统特朗普在9月26日的首脑会谈上同意启动货物贸易协定（TAG）谈判。在TAG谈判完成后，服务与投资谈判也将随后启动。将货物、服务、投资领域分开来谈，意味着日美之间的经济伙伴关系将得到细化。预计谈判最早将在2019年年初正式启动，届时如何处理涉及汽车与农业的关税将成为焦点。由于特朗普表现强硬，在朝鲜半岛问题等事务上离不开美国支持的日本或将陷入被动防守，在农业等领域做出一定让步。美国是日本最大的海外市场，因此谈判结果可能给日本未来经济增长带来不确定性，后续需持续关注。



图三：日本增幅年率走势图（季度）

印度增长势头有所放缓，央行收紧货币立场声称将捍卫卢比。2018 年二季度印度 GDP 同比增速 8.2%，较一季度提高 0.5 个百分点，经济增长保持良好态势。2 三季度以来，生产端和服务业景气有所下滑，但仍处荣枯线之上。7、8、9 月，印度制造业 PMI 分别为 52.3、51.7 和 52.2，波动中有所企稳；服务业 PMI 分别为 54.2、51.5 和 50.9，呈现逐月下滑态势。进出口增速有所下降，贸易赤字有所收窄。7、8、9 月出口同比增速分别为 16.4%、19.3%和-2.17%，进口同比增速分别为 28%、25.4%和 10.5%，贸易赤字规模见顶回落。通胀呈下降趋势。7、8、9 月 CPI 同比增速分别为 4.2%、3.7%和 3.8%，较年初有所下降，仍处于央行通胀目标之下。央行发声捍卫卢比，货币政策转为适度收紧。近期，印度经济面临通胀高企、贸易逆差和卢比疲软等问题。8 月 1 日，印度央行宣布加息 25 基点，回购利率由 6 月份的 6.25%提升至 6.5%；同时强调货币政策基调仍然保持“中性”，显示出印度银行在引导价格水平和汇率走稳的同时，力图避免对经济增长造成不利冲击。9 月以来，印度连续出台限制非必需品进口、通过降低机构敞口要求遏制资本外流等救市措施。10 月 5 日，印度央行出乎市场预料宣布维持政策利率不变，但因通胀风险偏向上行，政策立场从“中性”转为“适度收紧”；利率决议公布后，卢比短线跌破 74 关口，今年跌幅扩大至 14%，成为亚洲表现最差的主要货币。



图四：印度 GDP 同比增幅走势图（季度）

十一、 市场情况分析

下表描述了截至 2017 年，2016 年和 2015 年 12 月 31 日的财政年度按地理区域划分的净销售额。

	Years Ended December 31,					
	2017	% of net Sales	2016	% of net sales	2015	% of net sales
(in thousands, except percentages)						
Net Sales by Region						
China	\$ 2,926	3%	\$ 4,021	5%	\$ 9,490	8%
India	\$ 42,352	43%	\$ 33,021	38%	\$ 34,836	30%
Japan	\$ 49,185	50%	\$ 45,561	52%	\$ 57,483	49%
Taiwan	\$ 3,018	3%	\$ 3,217	4%	\$ 7,904	7%
Other	\$ 811	1%	\$ 692	1%	\$ 7,390	6%
Total	\$ 98,292	100%	\$ 86,512	100%	\$ 117,103	100%

被估值单位的产品和服务主要在亚洲使用。2017 年，2016 年和 2015 年，日本是被估值单位最大的市场，分别占净销售额的 50.0%，52.0%和 49.1%。被估值单位的宽带基础设施产品部署的主要目标地理市场是日本、印度、台湾和其他亚太地区。由于宽带普及率相对较低以及消费者对新宽带服务的需求强劲，这些地理市场提供了大量机会。近年来印度市场的客户对被估值单位的产品表现出持续高度兴趣，被估值单位的许多产品线未来具有较高的增长潜力，包括光传输/汇聚网络，固定和无线宽带接入。被估值单位预计会有更多升级项目和新部署，以扩大在印度的宽带互联网设备的市场份额。被估值单位的客户（通常是电信和有线服务提供商）可以向其用户提供无线，有线和宽带接入服务，包括数据，语音和/或电视。它们包括但不限于本地，区域，国家和国际电信运营商，包括宽带，有线，互联网，有线和无线提供商。电信和有线电

视服务提供商通常需要广泛的提案审查，产品认证，测试和评估以及网络设计，并且在大多数情况下，与长销售周期相关。被估值单位客户的网络需求受到众多变量的影响，包括其大小，服务的用户数量和类型，移动互联网的发展，新业务的出现与爆发等。被估值单位净销售额的很大一部分来自日本客户 Softbank，后者也是被估值单位的前股东之一，被估值单位将与之保持长期的合作关系，从目前看，随着业务的增长和网络的发展，Softbank 对 NG-PTN、SyncRing 和 SDN 等产品的需求会在一定周期内持续，针对 5G 承载的技术、网络、产品的升级会带来潜在的机会。被估值单位的净销售额的另一个重要部分来自印度客户 Bharat Sanchar Nigam Ltd. (BSNL)，随着印度的发展，市场的需求保持强劲，未来业务预计将持续保持增长。被估值单位将加强对印度项目的日常管理，确保项目的顺利执行，并持续提升毛利水平。另外，中国市场是潜在的巨大目标市场，从国内三大运营商在 3G 和 4G 建设周期资本开支的历史来看，2016 年国内基本完成了 4G 覆盖，运营商开始缩减资本开支，但传输网资本开支占比却有所增加；2017 年运营商总资本开支进一步下降，而传输网侧资本开支基本与 2016 年持平。表明 4G 后期，运营商资本开支转向对传输网的投资，努力提升后端能力。随着 5G 大潮的来临，运营商在 5G 承载网的投资将会增长，而技术切换是新厂家进入的最佳时间，被估值单位的下一代 SkyFlux™ 切片分组网络正是针对这一市场的布局，被估值单位将会与其潜在的合作伙伴，争取在中国市场获得一定的市场份额。

被估值单位在电信设备市场上竞争，这个市场的特点是快速变化，融合技术，未来 5G 承载网潜在需求的爆发和快速迭代，给公司带来了竞争威胁。被估值单位在每个产品和市场类别中与众多供应商竞争，提供新产品和解决方案的竞争对手的总数可能会增加。此外，随着被估值单位在各种技术市场中的活动增加，竞争者的构成可能会发生变化。特别是，被估值单位经历了来自亚洲竞争对手的以价格为中心的竞争，未来预计将继续下去。被估值单位的竞争优势来自三个主要因素：引进和部署基于 IP 的技术和产品的能力；以提供以客户为中心的商业模式的声誉；以及解决复杂问题的能力。被估值单位的竞争劣势包括在收入、营运资金、财务资源和人数方面的规模相对较小；缺乏对成熟市场中许多最大运营商的历史销售以及在市场上缺乏消费者品牌认知度。宽带基础设施市场受到众多全球和区域竞争对手（包括一些全球最大公司）的激烈竞争。这些公司利用定价，付款条款及其先前存在的客户关系。该细分市场的具体

竞争对手包括思科、华为技术、烽火通信、中兴通讯、Coriant、CIENA 公司、ECI 电信等。

十二、 估值方法

□ 估值方法概述

参考资产估值的三种方法，即资产基础法、收益法、市场法。

1.企业价值估值中的资产基础法，也称成本法，是指以被估值企业估值基准日的资产负债表为基础，合理估值企业表内及表外各项资产、负债价值，以确定估值对象价值的估值方法。

2.企业价值估值中的收益法，是指将预期收益资本化或者折现，以确定估值对象价值的估值方法。

3.企业价值估值中的市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，以确定估值对象价值的估值方法。

□ 估值方法的选择

根据估值目的、估值对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，以及三种估值基本方法的适用条件分析：

本次估值目的为股权收购，价值类型为市场价值。

首先，资产基础法是从投入的角度估算企业价值的一种基本方法。由于本次估值委托人与被估值单位不存在股权控制关系，无法对上市公司进行详细财务核查，所以无法获得标的单位的详细财务数据，无法获知其资产的具体情况，也无法进行现场勘查。所以不适用资产基础法进行估值。

其次，在收购行为实际完成之前，目标公司受到商业机密限制无法提供详细的财务资料及盈利预测。同时，由于也无法获得相关的收入、成本底稿，所以无法做盈利预测。基于上述原因，本次交易无法使用收益法进行估值分析。

再次，由于被投资单位所属行业类似上市公司较多，可比公司股价及经营和财务数据相关信息公开，具备资料的收集条件，故适合采用市场法进行估值。目前美国证

券市场上市公司中已有一定的类似企业，且信息披露较充分，故适宜采用上市公司比较法估值；境外交易案例相关数据较难取得，同时相关信息披露不如上市公司充分，且根据交易背景判断，交易对价中可能包含投资价值的因素，其价值属性与本次估值的价值类型（市场价值）有差异，故不适宜采用交易案例比较法估值。首先，被估值单位是上市公司，同行业上市公司的案例较多。其次，交易案例比较法中的相关交易案例的收集数据不充足，相关财务数据无法获取，所以本次估值采用上市公司市场比较法。

综合上述情况，本次估值仅采用市场比较法。

十三、 市场法估值说明

企业价值估值中的市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。市场法中常用的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算恰当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算恰当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

本次估值方法采用上市公司比较法：

(1) 目前美国证券市场上市公司中已有一定的类似企业，且信息披露较充分，故适宜采用上市公司比较法估值。

(2) 境外交易案例相关数据较难取得，同时相关信息披露不如上市公司充分，且根据交易背景判断，交易对价中可能包含投资价值的因素，其价值属性与本次估值的价值类型（市场价值）有差异，故不适宜采用交易案例比较法估值。又因为被估值单位是上市公司，同行业上市公司的案例较多，并且交易案例比较法中的相关交易案例的收集数据不充足，相关财务数据无法获取。

13.1.财务数据

具体财务情况如下(注：由于四舍五入的原因，下表中分项之和与合计项之间可能存在尾差)：

资产负债表：

单位：百万美元

科目名称	2017年12月31日	2018年9月30日
流动资产	166.81	192.00
现金和现金等价物	79.75	50.61
短期投资	3.14	
净应款合计	16.91	98.55
库存合计	17.14	20.7
预付费用	14.23	13.54
其他流动资产合计	35.64	8.6
长期资产	20.23	19.99
物业/厂房/设备净总额	1.71	1.36
长期投资	5.86	
其他长期资产合计	12.66	18.63
总资产	187.04	212.00
流动负债	88.26	105.78
应付账款	27.45	75.39
其他流动负债合计	60.81	30.38
长期负债	7.79	5.59
其他长期负债	7.79	5.59
总负债	96.05	111.37
净资产	90.99	100.63

利润表：

单位：百万美元

科目名称	2017年度	2018年1-9月
销货净额	98.29	103.22
销货成本	65.15	76.71
毛利润	33.15	26.51
销售、一般及管理费用	16.78	11.35
研发费用	9.85	8.27
营业收入 / EBIT	4.83	6.88
折旧及摊销	0.63	0.54
净收入	6.98	6.09

(备注：上述 2017 年数据摘自 Grant Thornton 出具的年度审计报告，2018 年数据摘自被估值单位第三季度未经审计的财务报告)

13.2. 计算公式及估值步骤

股东全部权益价值=企业价值-付息负债+现金及现金等价物

企业价值=委估企业相关指标×参考企业相应的价值比率×修正系数

(1) 选择可比企业

选择与被估值企业属于同一行业，从事相同或相似的业务、交易类型一致、时间跨度接近、受相同经济因素影响的上市公司。同时关注可比企业业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素，恰当选择与被估值单位进行比较分析的可比企业。

(2) 分析调整财务报表

从公开渠道获得的所选择的可比企业的经营业务和财务各项信息，与被估值企业的情况进行比较、分析，并做必要的调整。

因本次基准日为2018年9月30日，为了使经营年度完整且具有可比性，本次采取上年10月1日至本年9月30日的财务数据（LTM）来进行比较计算，具体如下（注：由于四舍五入的原因，下表中分项之和与合计项之间可能存在尾差）：

资产负债表：

单位：百万美元

科目名称	2017年9月30日	2018年9月30日
流动资产	159.4	192.0
现金和现金等价物	91.2	35.6
短期投资	3.4	0.0
净应款合计	14.6	98.5
库存合计	29.6	20.7
预付费用	20.7	13.5
长期资产	17.6	4.0
物业/厂房/设备净总额	1.5	1.4
延期费用	0.3	0.0
其他长期资产合计	15.8	18.6
总资产	177.0	212.0
流动负债	76.9	105.8
应付账款	21.7	75.4

其他流动负债合计	55.2	30.4
长期负债	6.4	5.6
其他长期负债	6.4	5.6
总负债	83.3	111.4
净资产	93.7	100.6

利润表：

单位：百万美元

科目名称	2017/9/30 (LTM)	2018/9/30 (LTM)
销货净额	107.6	121.5
销货成本	69.0	90.4
毛利润	38.6	31.1
销售、一般及管理费用	18.7	14.3
研发费用	7.7	11.8
营业收入 / EBIT	12.2	4.947
折旧及摊销	0.6	0.704
净收入	8.7	2.5

(备注：上述数据期间为上年 10 月 1 日至次年 9 月 30 日，摘自 Capital IQ 数据库)

(3) 选择、调整、计算价值比率

在选择、计算、应用价值比率时，应当考虑：

选择的价值比率有利于合理确定估值对象的价值；

计算价值比率的数据口径及计算方式一致；

应用价值比率时尽可能对可比企业和被估值单位间的差异进行合理调整。

价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。如市盈率(P/E 比率)、市净率(P/B 比率)、市销率(P/S 比率)等权益比率，或企业价值比率 (EV/EBITDA) 等。通过比较分析各价值比率与市场价值的相关性，选择恰当的价值比率。

(4) 运用价值比率

在调整并计算可比企业的价值比率后，与估值对象相应的财务数据或指标相乘，从而得到委估对象的企业价值。

(5) 委估对象的企业价值剔除付息负债后加回现金及现金等价物，从而得到委估对象的股东全部权益价值。

13.3 估值过程

(1) 可比上市公司的选择

通过分析初步筛选与目标公司业务相似的可比上市公司,对可比公司的具体情况进行详细的研究分析,包括主要经营业务范围、主要目标市场、收入构成、盈利能力、成长能力等。通过对这些可比公司的业务情况和财务情况的分析比较,以选取具有可比性的可比公司。本次选取的可比上市公司与标的企业同属于通信制造行业,具体过程和结论如下:

本次估值案例筛选使用 **Capital IQ** 数据库,筛选的原则顺序是:首先,可比公司都为美国交易所上市公司;其次,可比公司都为通讯设备制造行业公司;最后,可比公司的规模为标的公司规模相近的公司(如规模筛选后公司较少,不满足可比公司至少为 3 个的情况下,每次加大 5% 的规模差异率进行扩大筛选)。通过上述程序后筛选出共计 6 家可比上市公司,其中有 2 家公司为亏损企业,剔除后剩余 4 家公司均作为可比公司案例用以计算估值。(可比公司均适用美国公认会计准则)

序号	公司名称
1	Tessco Technologies Incorporated
2	Radcom Ltd.
3	Lantronix, Inc.
4	Clearfield, Inc.

可比上市公司简介如下:

1) Tessco Technologies Incorporated

Tessco Technologies Incorporated 主要提供制造商品牌产品,从硬件项目到测试设备。它提供四种业务类别的产品:基站基础设施;网络系统;安装、测试和维护产品;以及移动设备和配件。基站基础设施产品用于构建、修复和升级无线宽带系统。这些产品包括基站天线、电缆和传输线、小塔、防雷装置、连接器、电力系统、外壳、接地、跳线、其他硬件和移动天线。该公司的基站基础设施服务包括程序管理、连接器安装、定制跳

线组装、现场配套和物流集成。网络系统产品用于构建和升级公共和私有无线宽带网络。产品包括固定和移动宽带无线电设备、无线网络过滤系统、分布式天线系统、双向无线电和安全监控产品。该产品类别还包括培训课程、技术支持和工程设计服务。安装、测试和维护产品用于安装、调整和维护无线通信设备。产品包括分析设备和各种频率、电压和功率测量装置，以及服务技术人员所需的各种工具、硬件、GPS、安全、更换和零部件和用品。移动设备和配件产品包括手机、智能手机和数据设备配件，如电源、机箱、屏幕保护器、扬声器、移动放大器、蓝牙和有线耳机、底座、车载天线、音乐配件和数据存储卡。

Tessco Technologies Incorporated 成立于 1982 年。

2) Radcom Ltd.

Radcom Ltd.为移动和固定网络提供解决方案，包括长期演进（LTE）、LTE 高级（A）、长期演进（Volte）、互联网协议（IP）多媒体子系统（IMS）、互联网语音协议（VoIP）、Wi-Fi、Vorti-Fi、通用移动通信服务（UMTS）/全球移动通信系统。NS（GSM）和移动宽带。

Radcom Ltd.成立于 1985 年。

3) Lantronix, Inc.

Lantronix, Inc.的连接性解决方案部署在各种机器和数据中心内，服务于一系列行业，包括医疗、安全、工业、运输、零售、金融、环境和政府。

Lantronix, Inc.成立于 1989 年在加利福尼亚成立，于 2000 年在特拉华州重新注册成立。

4) Clearfield, Inc.

Clearfield, Inc.主要设计、制造和分销光纤保护、光纤管理和光纤交付解决方案，以实现光纤在北美宽带服务提供商空间的部署。公司的“光纤到任何地方”平台满足主要现有本地交换运营商（传统运营商）、无线运营商、MSO/有线电视公司和竞争性本地交换运营商（替代运营商）的要求，同时也满足公用事业/市政、企业、数据中心和军事市场。该公司专注于提供光纤管理、光纤保护和光纤传输产品，以加速这些光纤服务在有线和无线接入网络中的出现。它提供了一系列光纤产品，使服务提供商能够更快地构建光纤网络，满足服务交付需求，并使构建成本与采取率保持一致。

(2) 价值比率的选择

价值比率可以按照分母的性质分为盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率；也可以按照分子所对应的权益划分为权益价值比率和企业整体价值比率，常用的价值比率如下表所示：

价值比率类型	权益价值比率	企业整体价值比率
盈利比率	P/E PEG P/FCFE	EV/EBITDA EV/EBIT EV/FCFF
资产比率	P/B TobinQ 系数	EV/TBVIC（总资产或有形资产账面值） EV/重置成本
收入比率	P/S	EV/S
其他特定比率		EV/制造业年产量 EV/医院的床位数 EV/发电厂的发电量 EV/广播电视网络的用户数 EV/矿山的可采储量

根据《<资产评估准则——企业价值>讲解》，不同行业分别适用的价值比率如下表所示：

行业	通常选用的价值比率	
金融业	银行	P/B、P/E
	保险	财险：P/B 寿险：P/EV
	证券	经纪：P/E、营业部数量、交易活跃账户数量 自营：P/B
	基金	P/AUM（管理资产规模）
采掘业	EV/Reserve、EV/Resource、EV/AnnualCapability	
房地产业	P/NAV（净资产价值）、P/FCFE	
制造业	钢铁行业	P/B、EV/钢产量
	消费品制造业	P/E、EV/EBITDA
	机械制造业	P/E
	生物制药业	PEG
基础设施业	EV/EBITDA、P/B	
贸易业	批发：P/E 零售：EV/S	
信息技术业	处于初创阶段：EV/S、P/B 处于成长阶段：P/E、PEG 处于成熟阶段：P/E	

EV/EBITDA 最早是用作收购兼并的定价标准，现在已广泛用于对公司价值的评估和股票定价。这里的企业价值不是资产价值，而是指业务价值，即如果要购买一家持续经营的公司需要支付的价钱，不仅包括对公司盈利的估值，还包括需承担的公司负债。

企业价值被认为是更加市场化及准确的公司价值标准，其衍生的估值指标如 EV/销售额、EV/EBITDA 等被广泛用于股票定价。

本次采用的比率是企业价值比率（EV/EBITDA），选用这个比率的原因如下：企业价值比率比权益比率更全面，收购公司从全资产口径角度衡量，企业价值比率受到财务杠杆扭曲的影响较小，企业价值比率受不同会计规则的影响较小。其次不受资本结构不同的影响，公司对资本结构的改变都不会影响估值，同样有利于比较不同公司估值水平；最后，排除了折旧摊销这些非现金成本的影响，可以更准确的反映公司价值。故综上各因素考虑后，本次估值采用 EV/EBITDA 作为计算估值的价值比率。

（3）可比公司价值比率的确定

估值人员通过 Capital IQ 网站的查询，各可比上市公司 EV/EBITDA 的价值比率如下：

证券代码	证券名称	EV/EBITDA
NasdaqGS:TESS	Tessco Technologies Incorporated	16.29
NasdaqCM:RDCM	Radcom Ltd.	21.11
NasdaqCM:LTRX	Lantronix, Inc.	32.78
NasdaqGM:CLFD	Clearfield, Inc.	23.01
	中位数	22.06
	平均值	23.30
	最大值	32.78
	最小值	16.29

因素修正

参经常用的评价指标体系，一般在市场法估值时需要通过分析委估企业与对比案例在营运能力、偿债能力、盈利能力、发展能力等的差异，从而对相关指标进行修正。

A. 营运能力：本次主要取用资产周转率等指标。资产周转率是指企业实现销售收入与资产平均净额的对比关系，用以衡量企业在一定时期的资产周转的能力。指标值越高，说明企业运营能力越好。

B. 偿债能力：本次主要取用资产负债率等指标。一般来说资产负债率低，表明偿

债保证程度较强。

C.盈利能力：本次主要取用总资产回报率（ROA）等指标作为盈利能力的衡量指标。指标值越高，说明企业的盈利能力越好。

D.发展能力：本次主要取用企业主营业务收入的同期增长率等指标来衡量其近年的成长能力。

具体因素修正过程如下：

1. 营运能力

存货周转率是企业一定时期销货成本与平均存货余额的比率。用于反映存货的周转速度，即存货的流动性及存货资金占用量是否合理，促使企业在保证生产经营连续性的同时，提高资金的使用效率，增强企业的短期偿债能力。其占营运能力指标的比例为25%。

应收账款是企业流动资产除存货外的另一重要项目。应收账款周转率是企业一定时期内赊销净收入与平均应收账款余额之比。它是衡量企业应收账款周转速度及管理效率的指标。应收账款周转率越高越好，周转率高，表明收账迅速，账龄较短；资产流动性强，短期偿债能力强；可以减少坏账损失等。其占营运能力指标的比例为25%。

流动资产周转率指企业一定时期内主营业务收入净额同平均流动资产总额的比率，流动资产周转率是评价企业资产利用率的一个重要指标。主营业务收入净额是指企业当期销售产品、商品、提供劳务等主要经营活动取得的收入减去折扣与折让后的数额。在一定时期内，流动资产周转次数越多，表明以相同的流动资产完成的周转额越多，流动资产利用的效果越好。占营运能力指标的比例为10%。

固定资产周转率，也称固定资产利用率，是企业销售收入与固定资产净值的比率。固定资产周转率表示在一个会计年度内，固定资产周转的次数，或表示每1元固定资产支持的销售收入。固定资产周转率主要用于分析对厂房、设备等固定资产的利用效率，比率越高，说明利用率越高，管理水平越好。占营运能力指标的比例为25%。

资产周转率是综合评价企业资产的经营质量和利用效率的重要指标。周转率越大，说明资产周转越快，反映出销售能力越强，相对价值比率越高，反之亦然。本次选取存货周转率、应收账款及应收票据周转率、流动资产周转率、固定资产周转率和资产

周转率作为营运能力修正指标，其占营运能力指标的比例为15%。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4
		UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.
1	存货周转率	3.60	5.91	32.28	2.72	5.04
2	应收账款及应收票据周转率	2.15	6.34	2.52	10.98	7.74
3	流动资产周转率	0.69	3.33	0.59	1.78	1.89
4	固定资产周转率	85.05	45.02	22.02	43.29	15.26
5	资产周转率	0.62	2.81	0.55	1.27	1.08

以被估值单位为基准系数 100，资产周转率超过被估值单位资产周转率的对比公司向上进行修正，反之则向下进行修正，修正幅度根据其与被估值单位指标的差额与区间间隔确定：0-5 个点修正 0-2 分；5-10 个点修正 2-4 分；10-20 点修正 4-8 分；20-30 点修正 8-12 分；30-40 点修正 12-16 分；40 点以上修正 16-20 分。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	子项权重
		UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.	
一、	营运能力分析	100	97	98	96	96	100
1	存货周转率	100	101	112	100	101	25
2	应收账款周转率	100	102	100	104	102	25
3	流动资产周转率	100	101	100	101	101	10
4	固定资产周转率	100	84	80	80	80	25
5	资产周转率	100	101	100	100	100	15

2. 偿债能力

短期偿债能力指标

1) 流动比率是流动资产对流动负债的比率，用来衡量企业流动资产在短期债务到期以前，可以变为现金用于偿还负债的能力。一般说来，比率越高，说明企业资产的变现能力越强，短期偿债能力亦越强；反之则弱。其占短期偿债能力的比例为 20%。

2) 速动比率是指企业速动资产与流动负债的比率，速动资产是企业的流动资产减去存货和预付费用后的余额，主要包括现金、短期投资、应收票据、应收账款等项目。

又称“酸性测验比率”(Acid-test Ratio、Quick Ratio)，是指速动资产对流动负债的比率。它是衡量企业流动资产中可以立即变现用于偿还流动负债的能力。一般说来，比率越高，说明企业资产的变现能力越强，短期偿债能力亦越强；反之则弱。其占短期偿债能力的比例为 20%。

3) 现金比率是在企业因大量赊销而形成大量的应收账款时，考察企业的变现能力时所运用的指标，其计算公式为：现金比率=(货币资金+有价证券)÷流动负债。现金是指库存现金和银行存款，短期证券主要是指短期国库券。现金比率越高，说明变现能力越强，此比率也称为变现比率。其占短期偿债能力的比例为 20%。

4) 经营现金流量比率是指现金流量与其他项目数据相比所得的值。现金流量比率=经营活动产生的现金净流量/期末流动负债。一般说来，比率越高，说明企业资产的变现能力越强，短期偿债能力亦越强；反之则弱。其占短期偿债能力的比例为 40%。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4
		UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.
1	短期偿债能力					
(1)	流动比率	1.82	1.64	11.68	3.49	8.25
(2)	速动比率	1.62	0.87	11.63	2.67	6.23
(3)	现金比率	0.48	-	8.95	1.93	3.51
(4)	现金流量比率	-0.38	0.04	-	-0.01	0.91

以被估值单位为基准系数 100，短期偿债能力比率超过被估值单位短期偿债能力比率的对比公司向上进行修正，反之则向下进行修正，修正幅度根据其与被估值单位指标的差额与区间间隔确定：0-5 个点修正 0-2 分；5-10 个点修正 2-4 分；10-20 点修正 4-8 分；20-30 点修正 8-12 分；30-40 点修正 12-16 分；40 点以上修正 16-20 分。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	子项权重
		UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.	
二、	偿债能力分析	100	95	106	104	106	100
	短期偿债能力	100	100	102	101	101	50
(1)	流动比率	100	100	104	101	102	20
(2)	速动比率	100	100	104	101	101	20
(3)	现金比率	100	100	103	101	101	20
(4)	现金流量比率	100	100	100	100	101	40

企业长期偿债能力指标：1) 资产负债率是衡量企业长期偿债能力的常用指标。资产负债率是企业负债与资产的比例，该项比例越低，表明企业偿债能力越高，可融资能力越强，相对价值比率越高，反之亦然。其占长期偿债能力的比例为 25%。

2) 有形资产净值债务率是企业负债总额与有形净值的百分比。有形净值是所有者权益减去无形资产净值后的净值，即所有者具有所有权的有形资产净值。有形净值债务率用于揭示企业的长期偿债能力，表明债权人在企业破产时的被保护程度。这个指标越大，表明风险越大；反之，则越小。其占长期偿债能力的比例为 25%。

3) 利息保障倍数是指企业生产经营所获得的息税前利润与利息费用的比率（企业息税前利润与利息费用之比）。它是衡量企业支付负债利息能力的指标（用以衡量偿付借款利息的能力）。企业生产经营所获得的息税前利润与利息费用相比，倍数越大，说明企业支付利息费用的能力越强。其占长期偿债能力的比例为 50%。

公司名称	标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	
	UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.	
	长期偿债能力					
(1)	资产负债率	53%	52%	12%	23%	7%
(2)	有形净值债务率	111%	123%	14%	40%	9%
(3)	利息保障倍数	103.06	11.27		91.78	

以被估值单位为基准系数 100，长期偿债能力比率超过被估值单位长期偿债能力比率的对比公司向下进行修正，反之则向上进行修正，修正幅度根据其与被估值单位指标的差额与区间间隔确定：0-5 个点修正 0-2 分；5-10 个点修正 2-4 分；10-20 点修正 4-8 分；20-30 点修正 8-12 分；30-40 点修正 12-16 分；40 点以上修正 16-20 分。

公司名称	标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	子项权重	
	UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.		
	长期偿债能力	100	89	110	106	110	50
(1)	资产负债率	100	100	120	112	120	25
(2)	有形净值债务率	100	94	120	120	120	25
(3)	利息保障倍数	100	80	100	96	100	50

3. 盈利能力

3.1 报酬率类指标

资产报酬率是指企业一定时期内息税前利润与资产平均总额的比率。总资产报酬率越高，表明资产利用效率越高；该指标越低，说明企业资产利用效率低。其占盈利能力的比例为 10%。

股东权益报酬率指普通股投资者获得的投资报酬率。股东权益报酬率表明普通股投资者委托公司管理人员应用其资金所获得的投资报酬，所以数值越大越好。其占盈利能力的比例为 10%。

毛利率是毛利与销售收入（或营业收入）的百分比，其中毛利是收入和与收入相对应的营业成本之间的差额。毛利率越高，则企业的盈利能力越高；该指标越低，说明企业的盈利能力较差。其占盈利能力的比例为 5%。

销售净利率是衡量企业盈利能力的常用指标。净利率是企业净利润与收入的比例，该项比例越高，表明企业盈利能力越高，相对价值比率越高，反之亦然。其占盈利能力的比例为 10%。

成本费用利润率是企业一定期间的利润总额与成本、费用总额的比率。该项指标越高，利润就越大，反映企业的经济效益越好。其占盈利能力的比例为 10%。

主营业务利润率是指企业一定时期主营业务利润同主营业务收入净额的比率。该项指标越高，则产品的附加值就越高，企业的盈利能里就越强。其占盈利能力的比例为 5%。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4
		UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.
报酬率类指标						
1	资产报酬率	2.54%	3.27%	4.52%	4.45%	7.20%
2	股东权益报酬率	2.61%	4.71%	6.33%	4.49%	6.41%
3	毛利率	25.58%	20.38%	75.21%	56.07%	39.92%
4	销售净利率	2.09%	0.84%	9.76%	2.62%	5.50%
5	成本费用利润率	4.16%	1.17%	9.13%	3.62%	7.19%
6	主营业务利润率	25.58%	20.38%	75.21%	56.07%	39.92%

以被估值单位为基准系数 100，上述指标超过被估值单位的上述指标的对比公司向上进行修正，反之则向下进行修正，修正幅度根据其与被估值单位指标的差额与区间

间隔确定：0-2 个点修正 0-2 分；2-5 个点修正 2-4 分；5-10 点修正 4-8 分；5-15 点修正 8-12 分；15-25 点修正 12-16 分；25 点以上修正 16-20 分。

公司名称	标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	子项权重	
	UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.		
报酬率类等指标分析							
1	资产报酬率	100	101	102	102	104	10
2	股东权益报酬率	100	102	103	102	103	10
3	毛利率	100	96	120	120	112	5
4	销售净利率	100	99	106	100	103	10
5	成本费用利润率	100	97	104	100	103	10
6	主营业务利润率	100	96	120	120	112	5

3.2 每股效益类指标

每股利润也称每股收益或每股盈余，是指股份公司发行在外的普通股每股可能分得当期企业所获利润的多少。每股利润高代表着公司每单位资本额的获利能力高，这表示公司具有某种较佳的能力——产品行销、技术能力、管理能力等等，使得公司可以用较少的资源创造出较高的获利。其占盈利能力的比例为 5%。

每股经营现金流量反应经营活动现金流量净额与流通在外普通股数量的比值。该项指标越高代表企业的盈利能力越强。其占盈利能力的比例为 10%。

每股股利是股利总额与流通股股数的比值。每股股利是反映股份公司每一普通股获得股利多少的一个指标，指标值越大表明获利能力越强。其占盈利能力的比例为 10%。

每股净资产是指股东权益与总股数的比率。其计算公式为：每股净资产=股东权益/总股数。这一指标反映每股股票所拥有的资产现值。每股净资产越高，股东拥有的每股资产价值越多；每股净资产越少，股东拥有的每股资产价值越少。通常每股净资产越高越好。其占盈利能力的比例为 10%。

公司名称	标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	
	UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.	
每股效益类指标分析						
1	每股利润	0.07	0.61	0.29	0.07	0.32
2	每股经营现金流量	-1.11	0.51	-	-0.00	0.33
3	每股股利	-	0.80	-	-	-

4	每股净资产	2.80	12.82	6.02	1.62	5.04
---	-------	------	-------	------	------	------

以被估值单位为基准系数 100，上述指标超过被估值单位的上述指标的对比公司向上进行修正，反之则向下进行修正，修正幅度根据其与被估值单位指标的差额与区间间隔确定：0-0.5 个点修正 0-2 分；0.5-1 个点修正 2-4 分；1-2 点修正 4-8 分；2-3 点修正 8-12 分；3-4 点修正 12-16 分；4 点以上修正 16-20 分。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	子项权重
		UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.	
每股效益类指标分析							
1	每股利润	100	102	101	100	101	5
2	每股经营现金流量	100	106	104	104	106	10
3	每股股利	100	103	100	100	100	10
4	每股净资产	100	120	112	96	110	10

3.3 市盈率及股利发放率指标

股利发放率是作为股息发放给股东的那部分盈余占当年总盈余的比例。用以衡量股东以股息形式取得投资收益占全部投资收益的比重。该项指标越高，企业的盈利越高。其占盈利能力的比例为 10%。

市盈率是某种股票每股市价与每股盈利的比率。市场广泛谈及市盈率通常指的是静态市盈率，通常用来作为比较不同价格的股票是否被高估或者低估的指标。该项指标越高，企业的盈利越高。其占盈利能力的比例为 5%。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4
		UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.
市盈率及股利发放率指标						
1	股利发放率	0.00%	132.12%	0.00%	0.00%	0.00%
2	市盈率	53.77	25.18	38.15	60.94	42.26

以被估值单位为基准系数 100，上述指标超过被估值单位的上述指标的对比公司向上进行修正，反之则向下进行修正，修正幅度根据其与被估值单位指标的差额与区间间隔确定：0-5 个点修正 0-2 分；5-10 个点修正 2-4 分；10-20 点修正 4-8 分；20-30 点修正 8-12 分；30-40 点修正 12-16 分；40 点以上修正 16-20 分。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	子项权重
		UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.	
市盈率及股利发放率指标分析							
1	股利发放率	100	120	100	100	100	10
2	市盈率	100	88	94	103	96	5

4. 发展能力

营业收入增长率是衡量企业发展能力的常用指标。营业收入增长率是企业营业收入本年度与上年度相比较的增加额占上年度营业收入的比例，该项比例越高，表明企业发展能力越高，相对价值比率越高，反之亦然。其占发展能力的比例为 25%。

资本积累率是企业年末所有者权益的增长额同年初所有者权益总额之比。该项比例越高，表明企业发展能力越高，相对价值比率越高，反之亦然。其占发展能力的比例为 25%。

总资产增长率是企业年末总资产的增长额同年初资产总额之比。该项比例越高，表明企业发展能力越高，相对价值比率越高，反之亦然。其占发展能力的比例为 25%。

固定资产成新率是企业当期平均固定资产净值同固定资产原值的比率，反映了企业所拥有的固定资产的新旧程度，体现了企业固定资产更新的快慢和持续发展的能力。该项比例越高，表明企业发展能力越高，相对价值比率越高，反之亦然。其占发展能力的比例为 25%。

公司名称	标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	
	UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.	
1	营业增长率	12.87%	8.98%	17.47%	6.44%	5.01%
2	资本积累率	7.41%	0.17%	89.78%	69.91%	6.74%
3	总资产增长率	19.77%	11.82%	71.16%	51.77%	6.81%
4	固定资产成新率	4.85%	35.77%	63.14%	12.28%	40.70%

以被估值单位为基准系数 100，营业收入增长率超过被估值单位营业收入增长率的对比公司向上进行修正，反之则向下进行修正，修正幅度根据其与被估值单位指标的差额与区间间隔确定：0-5 个点修正 0-2 分；5-10 个点修正 2-4 分；10-20 点修正 4-8 分；20-30 点修正 8-12 分；30-40 点修正 12-16 分；40 点以上修正 16-20 分。

公司名称	标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	子项权重	
	UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.		
四、	发展能力分析	100	101	116	108	102	100
1	营业增长率	100	98	102	98	97	25
2	资本积累率	100	97	120	120	100	25
3	总资产增长率	100	97	120	112	95	25
4	固定资产成新率	100	112	120	103	114	25

5. 修正调整系数

按照每个比率指标占其所代表的企业能力的权重进行每大类指标中的子项修正，本次选取的四个反映企业经营发展状况的 4 种能力按照每项指标权重 25%修正。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	可比公司 4	子项权重	总项权重
		UTStarcom Holdings Corp.	Tessco Technologies Incorporated	Radcom Ltd.	Lantronix, Inc.	Clearfield, Inc.		
EV₂/EBITDA			16.29	21.11	32.78	23.01		
一、	营运能力分析	100	97	98	96	96	100	
1	存货周转率	100	101	112	100	101	25	25
2	应收账款周转率	100	102	100	104	102	25	
3	流动资产周转率	100	101	100	101	101	10	
4	固定资产周转率	100	84	80	80	80	25	
5	资产周转率	100	101	100	100	100	15	
二、	偿债能力分析	100	95	106	104	106	100	
1	短期偿债能力	100	100	102	101	101	50	25
(1)	流动比率	100	100	104	101	102	20	
(2)	速动比率	100	100	104	101	101	20	
(3)	现金比率	100	100	103	101	101	20	
(4)	现金流量比率	100	100	100	100	101	40	
2	长期偿债能力	100	89	110	106	110	50	
(1)	资产负债率	100	100	120	112	120	25	
(2)	有形净值债务率	100	94	120	120	120	25	
(3)	利息保障倍数	100	80	100	96	100	50	
三、	盈利能力分析	100	104	105	103	104	100	
1	资产报酬率	100	101	102	102	104	10	25
2	股东权益报酬率	100	102	103	102	103	10	
3	毛利率	100	96	120	120	112	5	
4	销售净利率	100	99	106	100	103	10	
5	成本费用利润率	100	97	104	100	103	10	
6	每股利润	100	102	101	100	101	5	
7	每股经营现金流量	100	106	104	104	106	10	
8	每股股利	100	103	100	100	100	10	
9	股利发放率	100	120	100	100	100	10	
10	每股净资产	100	120	112	96	110	10	
11	市盈率	100	88	94	103	96	5	
13	主营业务利润率	100	96	120	120	112	5	
四、	发展能力分析	100	101	116	108	102	100	
1	营业增长率	100	98	102	98	97	25	25
2	资本积累率	100	97	120	120	100	25	
3	总资产增长率	100	97	120	112	95	25	
4	固定资产成新率	100	112	120	103	114	25	
五、	修正分	100	99	106	103	102	100	100
六、	修正后的 EV₂/EBITDA	22.69	16.45	19.92	31.83	22.56		

综上，经各项因素修正后，选取的 EV/EBITDA 比率平均值为 22.69。

(4) EBITDA 计算

根据被估值单位提供的财务报表，被估值单位的利润表如下：

利润表：

单位：百万美元

科目名称	2017/9/30(LTM)	2018/9/30(LTM)
销货净额	107.6	121.5
销货成本	69.0	90.4
毛利润	38.6	31.1
销售、一般及管理费用	18.7	14.3
研发费用	7.7	11.8
营业收入 / EBIT	12.2	4.947
折旧及摊销	0.6	0.704
净收入	8.7	2.5

(备注：上述数据期间为上年 10 月 1 日至次年 9 月 30 日，摘自 CapitalIQ 数据库)

故被估值单位的 EBITDA=EBIT+折旧+摊销

$$=4.947+0.704$$

$$=5.651 \text{ (百万美元)}$$

(5) 付息债务的确定

根据 Capital IQ 数据库的 2018 年 9 月 30 日第三季度财务报告，截至估值基准日，被估值单位无付息债务。

(6) 流通性折扣的确定

由于 UTStarcom Holdings Corp.是上市公司，选用的可比案例也是上市公司，股票都具备流通性可以从二级市场变现，因此不考虑缺少流通性折扣，和拥有流通性溢价。

(7) 关于控股权或少数股权折价或溢价

鉴于市场交易资料的局限性，本次评估未考虑股权交易由于控股权或少数股权等因素产生的溢价或折价，也未考虑因缺乏流动性的影响。

13.4 市场法估值结论

将可比上市公司的修正后 EV/EBITDA 比率与 UTStarcom Holdings Corp.公司基准日前 12 个月 EBITDA 数据相乘，扣减付息债务，加回现金及现金等价物净值，得到以 EV/EBITDA 计算的 UTStarcom Holdings Corp.公司股东部分权益的估值。

UTStarcom Holdings Corp.股东全部权益价值

=企业价值-付息负债+现金及现金等价物

=标的 EBITDA×修正后 EV/EBITDA 比率-付息债务+现金及现金等价物

=5.651×22.69-0.00+50.61

=178.83（百万美元）

截至评估基准日，UTStarcom Holdings Corp.发行的普通股股数为 35,452,666 股，每股价值计算如下：

每股价值= UTStarcom Holdings Corp.股东全部权益价值 ÷ 普通股股数

=178.83 ÷ 35.452666

=5.04 美元/股

本次拟收购的 920.00 万股（9.20 百万股）股份价值计算如下：

920 万股股份价值=拟收购股份数×每股价值

=9.20×5.04

=46.37（百万美元）

十四、 估值结论及分析

经估值，UTStarcom Holdings Corp.于估值基准日 2018 年 9 月 30 日在上述各项假设条

件成立的前提下，920 万股股份价值为 46,370,000.00 美元（大写：肆仟陆佰叁拾柒万美元）。

十五、 特别说明和瑕疵事项

特别事项可能对估值结论产生影响，估值报告使用者应当予以关注。

□ 本机构不对管理部门决议、营业执照、权证、会计凭证、资产清单及其他中介机构出具的文件等证据资料本身的合法性、完整性、真实性负责。

□ 由于项目的特殊性，经与委托方沟通，我公司未对标的公司履现场清查等程序，我们通过与委托方及委估企业财务负责人的访谈、查阅标的公司提供的资料等工作作为替代程序，特别提请报告使用者关注。

□ 截止估值报告提出日期，根据委托方及相关当事方的说明，没有发现资产占有方存在其他任何重大事项。

□ 鉴于市场交易资料的局限性，本次评估未考虑股权交易由于控股权或少数股权等因素产生的溢价或折价，也未考虑因缺乏流动性的影响。

□ 本次收购的目标公司之主要执行办公室位于香港，具体地址为 28 Hennessy Road Level 6, Admiralty, Hong Kong，与委托方不存在股权控制关系，且委托方目前尚未完成对目标公司的收购，难以获得目标公司按照中国企业会计准则编制的详细财务资料进行审计，我们只获取了被估值单位的证照、2017 年度审计报告、2018 年第三季度财务报告等资料，由于持股比例较小，暂时对被估值单位无影响力，因此无法对其财务数据进行详细核查，也无法获取被估值单位盈利预测，只对其境内公司进行了走访及访谈，获取部分工商信息和介绍信息。

上述限制性因素会影响资产基础法和收益法的数据获取，但本次估值采用市场法，被估值单位是一家在纳斯达克上市的公司，可以从公开渠道获取其财务数据，同时美国交易市场也存在同类规模的通讯设备制造上市公司，可以获取相关的市价和财务数据，因此可以采用市场法进行估值，上述限制性因素并不会影响市场法估值的逻辑和合理性。但由于估值人员无法对其财务数据进行详细核查，因此其财务数据和资料的真实性由目标公司负责。

□ 由于项目的特殊性和客观条件限制，截至估值报告出具日，我方未获得标的公司 UTStarcom Holdings Corp.除基准日财务报告（美国公认会计准则）外的其他账务资料。经与委托方沟通，估值人员仅根据基准日财务报告披露的报表及附注进行分析，对有增减值变动的资产进行合理估算调整，以调整后的净资产确定估值。特别提请报告使用者关注上述事项对本次估值的影响。

□ 截至估值报告出具日，通鼎互联信息股份有限公司（以下简称“通鼎互联”或“公司”）已于 2018 年 11 月 30 日，与通鼎集团有限公司（以下简称“通鼎集团”）、上海毓璟投资中心（有限合伙）（以下简称“上海毓璟”）及杭州星琼投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“杭州星琼”）签订《股权转让协议》，拟以现金收购其持有的通灏信息科技（上海）有限公司（以下简称“通灏信息”）100%股权。

通灏信息系通鼎集团、上海毓璟和杭州星琼三方为投资 UTStarcom Holdings Corp.而共同出资设立的 SPV 公司（有限责任公司），截至 2018 年 11 月 30 日通灏信息通过其 100% 持股的境外 SPV 公司 Tonghao(Cayman)Limited（以下简称“开曼通灏”）投资持有 UTStarcom Holdings Corp. 公司 350 万股股票。该次交易完成后公司通过通灏信息和开曼通灏间接持有 UTS 公司 350 万股股票。

□ 根据 UTStarcom Holdings Corp.管理层提供的截止基准日发行在外的股数是 35,452,666 股。本次评估采用的是 35,452,666 股。如果评估基准日实际发行股数与管理层所提供的不一致，则需相应调整评估值。

□ 估值人员没有发现其他可能影响估值结论，且非估值人员执业水平和能力所能评定估算的重大特殊事项。但是，报告使用者应当不完全依赖本报告，而应对资产的权属状况、价值影响因素及相关内容做出自己的独立判断，并在经济行为中适当考虑。

□ 若存在可能影响资产估值的瑕疵事项、或有事项或其他事项，在委托时和估值现场中未作特殊说明，而估值人员根据专业经验一般不能获悉及无法收集资料的情况下，估值机构及估值人员不承担相关责任。

上述特殊事项如对估值结果产生影响而估值报告未调整的情况下，估值结论将不成立且报告无效，不能直接使用本估值结论。

十六、 估值报告使用范围

□ 本报告只能由估值报告载明的估值报告使用者所使用。估值报告的估值结论仅为本报告所列明的估值目的和用途而服务，以及按规定报送有关政府管理部门审查。

□ 除非事前征得估值机构书面明确同意，对于任何其它用途、或被出示或掌握本报告的任何其他人，估值机构不承认或承担责任。

□ 未征得出具估值报告的估值机构书面同意，估值报告的内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

十七、 估值报告解释权

本估值报告意思表示解释权为出具报告的估值机构，除国家法律、法规有明确的特殊规定外，其他任何单位和部门均无权做出书面解释。

十八、 估值报告提出日期

本估值报告提出日期为 2019 年 01 月 28 日。

上海东洲资产评估有限公司

通鼎互联信息股份有限公司
拟收购 UTStarcom Holdings Corp.920 万股股份价值
估值报告

附件

1. 委托人营业执照
2. 被估值单位营业执照
3. 估值业务约定书
4. 上海东洲资产评估有限公司营业执照
5. 上海东洲资产评估有限公司从事证券业务资产评估许可证
6. 上海市财政局备案公告（沪财企备案[2017]7 号）