

江苏华信资产评估有限公司
关于深圳证券交易所《关于对协鑫集成科技股份有限公司
的重组问询函》资产评估相关问题之核查意见

深圳证券交易所：

协鑫集成科技股份有限公司（以下简称“公司”或“上市公司”）于 2022 年 8 月 26 日收到贵所下发的《关于对协鑫集成科技股份有限公司的重组问询函》（非许可类重组问询函〔2022〕第 13 号）（以下简称“《问询函》”）。

江苏华信资产评估有限公司作为本次交易的资产评估机构，根据《问询函》的要求，对相关事项进行了核查，并出具了本核查意见。

如无特别说明，本核查意见中出现的简称均与重组报告书中的释义相同。

问题 3、报告书显示,本次交易采用收益法的评估结果,截至评估基准日 2022 年 4 月 30 日, OSW 的股东全部权益的评估价值为 17,860 万澳元,增值率为 445.91%。前期你公司收购 OSW 时,采用收益法的评估结果,以 2015 年 11 月 30 日为评估基准日, OSW 的股东全部权益的评估价值为 1,923 万澳元,增值率为 345.09%。2021 年 5 月 25 日, Australia Investment Group Pty. Ltd 将其持有的 OSW 9.80%股份以 500 万澳元的价格转让予 Golden Future New Energy Ltd。

(1) 请说明你公司在收购、出售 OSW 股权时的两次收益法评估所采用的主要假设、关键参数是否发生变化;如是,详细列式变化情况、变化原因以及对评估结果的影响。若 Australia Investment Group Pty. Ltd 转让 OSW 股份时对标的资产进行了评估,请一并列式对比。(2) 本次评估中预测 OSW 2022 年至 2027 年的营业收入增长率分别为 28.65%、24.76%、17.87%、9.95%、4.99%、3.00%。请补充披露营业收入预测涉及的重要参数,结合 OSW 所处行业的发展趋势、同行业公司情况、OSW 营业收入结构等,分析说明 OSW 营业收入预测参数选取的合理性,增长率预测逐步下滑是否符合行业实际。(3) 请说明本次评估价格与 2021 年 5 月转让定价存在较大差异的原因。(4) 请结合问题 (1) (2) (3) 的回复,说明本次出售资产定价是否公允,是否存在损害上市公司利益的情形。请独立财务顾问、评估师对上述事项进行核查并发表明确意见。

回复:

一、请说明你公司在收购、出售 OSW 股权时的两次收益法评估所采用的主要假设、关键参数是否发生变化;如是,详细列式变化情况、变化原因以及对评估结果的影响。若 Australia Investment Group Pty. Ltd 转让 OSW 股份时对标的资产进行了评估,请一并列式对比

(一) 两次评估主要假设变化情况

收购、出售 OSW 股权时,针对收益预测的假设对比列示如下:

收购 OSW 股权时假设	出售 OSW 股权时假设
A、一般假设 (A) 国家现行的经济政策方针无重大变化; (B) 被评估单位完全遵守有关的法律和法规进行生产经营;	(1) 国家现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化,本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化。 (2) 有关利率、汇率、赋税基准及税率、政策性

<p>(C)被评估单位所在地区的社会经济环境无重大变化；</p> <p>(D)被评估单位所属行业的发展态势稳定，与被评估单位生产经营有关的现行法律、法规、经济政策保持稳定；</p> <p>(E)被评估单位与其关联方的所有交易均以市场价格为基础，不存在任何形式的利润转移情况；</p> <p>(F)被评估单位的经营者是负责的，且企业管理层有能力担当其责任，不考虑经营者个人的特殊行为对企业经营的影响；</p> <p>(G)收益的计算以中国会计年度为准，现金流均匀流入；</p> <p>(H)无其他不可抗力及不可预见因素造成的重大不利影响。</p> <p>B、特殊假设</p> <p>(A)被评估单位能够按照企业管理层规划的经营规模和能力、经营条件、经营范围、经营方针进行正常且持续的生产经营；</p> <p>(B)被评估单位在评估基准日可能存在的不良、不实资产和物权、债权纠纷均得到妥善处理，不影响预测收益期的正常生产经营；</p> <p>(C)被评估单位经营管理所需资金均能通过股东投入或银行负债业务解决，不存在因资金紧张造成的经营停滞情况；</p> <p>(D)被评估单位保持现有的经营管理水平，其严格的内控制度和不断提高的人员素质，能够保证在未来年度内其各项监管指标保持历史年度水平，达到相关部门监管的要求。</p> <p>(E)被评估单位持续经营。</p>	<p>征收费用等不发生重大变化。</p> <p>(3)假设被评估单位在现有的管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前方向保持一致。公司的经营者是负责的，并且公司管理层有能力担当其职务，核心团队未发生明显不利变化。公司完全遵守所有有关的法律法规。</p> <p>(4)假设被评估单位的特定行政许可、特许经营资格等资质到期能够接续。</p> <p>(5)假设被评估单位未来将采取的会计政策和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致。</p> <p>(6)假设被评估单位管理层能够按照已经规划的经营战略进行实施。假设本次股权转让后，不会对被评估单位以后的经营产生不利的影响。</p> <p>(7)假设被评估单位的办公场所等主要使用权资产可以续期，被评估单位可以稳定运营，现有人才不会发生大量外流的情况。</p> <p>(8)假设新冠病毒疫情不会对被评估单位的经营产生持续不利影响。</p> <p>(9)无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对被评估单位造成重大不利影响。</p>
--	---

注：“被评估单位”指标的公司 OSW，下同。

综上，两次评估的主要假设均为假设被评估单位的内外部影响因素保持稳定，不会造成不利影响，被评估单位能够持续、稳定经营。两次评估的主要假设未发生实质性变化。

(二) 两次评估关键参数变化情况

1、营业收入、营业成本及毛利率

(1) 前次评估

单位：万澳元

项目	2015年	2016年 E	2017年 E	2018年 E	2019年 E	2020年 E
----	-------	---------	---------	---------	---------	---------

营业收入	4,924.94	7,916.11	8,908.81	9,282.37	9,471.80	9,430.55
营业成本	4,427.58	7,156.87	8,120.37	8,479.82	8,679.19	8,642.01
毛利率	10.10%	9.59%	8.85%	8.65%	8.37%	8.36%

前次评估时，被评估单位预测期毛利率较历史水平有所下降，考虑到被评估单位未来销售规模的扩大，预测期的收入增长同时，营业成本谨慎预测，因此预测期毛利率随销售规模增长逐步下降至稳定，预测具有合理性。

(2) 本次评估

单位：万澳元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E
营业收入	33,935.08	46,499.02	51,559.83	66,332.14	82,758.26	97,544.54	107,246.02	112,592.73	115,970.51
营业成本	30,583.68	42,022.83	46,550.75	59,917.33	74,754.92	88,111.25	96,874.53	101,704.17	104,755.29
毛利率	9.88%	9.63%	9.72%	9.67%	9.67%	9.67%	9.67%	9.67%	9.67%

报告期内，受 2021 年澳洲疫情更加严重的因素影响，标的公司 OSW 2021 年的收入增长率较往年偏低。根据莫纳什大学（Monash University）与澳大利亚和新西兰重症监护协会（Australian and New Zealand Intensive Care Society）联合完成的住院死亡率研究报告，在 2021 年 6 月底至 11 月初期间确诊的人中，需要使用呼吸机的病例数和死亡人数比例较高。2020 年初，澳大利亚新冠疫情需入院接受治疗的患者约为 214 人（占比 9%）；2020 年 7 月至 2021 年 6 月底，约为 296 人（占比 12%）；而到 2021 年 11 月，第三波新冠疫情期间约为 1,983 人（占比 80%）。在第三波疫情中超过 19% 的 ICU 床位被新冠患者占用，而在第一波中不到 3%，第二波中约为 5%。2021 年，维多利亚州封城 267 天，新南威尔士州封城近半年。总体来看，2021 年澳洲疫情影响加重及封城措施导致了昆士兰州和南澳大利亚州的安装受限，标的公司 2021 年度收入增长率较往年较为偏低。

尽管 2021 年度经营业绩受疫情影响，标的公司在 2018-2021 年度营业收入平及增长率仍达 29.0%。评估报告预测自 2022 年度开始，营业收入保持增长，当年度营业收入增长率为 28.65%。同时，根据被评估单位管理层预测，随着澳大利亚户用分布式光伏的普及，未来澳洲市场容量将逐步趋于饱和。此外，结合被评估单位的人力资源、资本结构、经营状况历史业绩、发展趋势，考虑宏观经济因素、所在行业逐步饱和，预计企业发展逐步趋于平稳并进入稳定期，因此营

业收入增长率呈逐渐下降趋势。

OSW 在 2019-2021 年毛利率分别为 9.88%、9.63%和 9.72%，平均毛利率为 9.74%，且各年度保持相对稳定，根据被评估单位管理层预测，无论宏观政策导向亦或当地市场环境，澳大利亚光伏行业发展均日趋成熟，作为光伏组件分销商及 STC 注册及代理商，OSW 经过多年深耕发展，评估基准日时其供应商、客户渠道以及主要业务区域均已基本稳定，因此其毛利率空间不会呈现较大幅度波动。本次预测 2022 年及以后年度毛利率保持 9.67%(2020、2021 年度毛利率平均值)具有合理性。

2、折现率

(1) 前次评估

该次评估按照权益资本成本 (CAPM) 计算确定折现率，权益资本成本是企业股东的预期回报率，实际操作中常用资本资产定价模型计算权益资本成本，计算公式为：

$$R_e = R_f + \beta(ERP) + R_s$$

其中：

R_f ——无风险报酬率

β ——风险系数

ERP——市场超额风险收益率

R_s ——公司特有风险回报率

① 无风险报酬率的确定

R_f 的取值：无风险利率取 5 年期国债利率（英联邦），即 2.28%；

② 确定 Beta 值

Beta 系数是衡量委估企业相对于资本市场整体回报的风险溢价程度，也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于委估企业为非上市公司，且样本上市公司每家企业的资本结构也不尽相同，一般情况下难以直接引用该系数指标值。故该次通过选定与委估企业在业务类型和业务规模上与被评估单位具有一定的可比性的 4 家公司 Overstock.com、PCM、自由互动 (QVCA.O)、自由互动 (QVCB.O) 作为样本，经雅虎财经查询其贝塔值，取可比公司的平均贝塔值来计算折现率。

故贝塔取 1.2648。

③ 估算 ERP

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险报酬率的回报率。

国际上新兴市场的股权风险溢价通常可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。而以美国证券市场为代表的成熟证券市场，由于有较长的历史数据，且市场有效性较强，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到。

因此，该次评估中采用美国纽约大学斯特恩商学院著名金融学教授、估值专家 Aswath Damodaran 的方法，通过在成熟股票市场风险溢价的基础上进行信用违约风险息差调整，得到澳大利亚的风险溢价。经查询计算得出澳大利亚市场权益风险溢价为 5.75%。

④ 个别风险

被评估单位为新能源行业产品分销商，是电子渠道分销商、全澳第 3 大光伏产品分销商，但其销售产品受行业市场情况影响较大，因此该次评估个别风险取 2%。

⑤ 确定权益资本收益率

按照上述数据，计算股权收益率如下：

$$\begin{aligned} R_e &= R_f + \beta(ERP) + R_s \\ &= 2.28\% + 1.2648 \times 5.75\% + 2\% \\ &= 11.55\% \end{aligned}$$

经上述计算，折现率取值 11.55%。

(2) 本次评估

本次评估收益口径采用企业自由现金流量，根据折现率口径与预期收益口径一致性的原则，本次评估的折现率采用加权平均资本成本（WACC）计算，计算公式如下：

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times K_e + \frac{D}{D+E} \times (1-t) \times K_d$$

其中， K_e 采用资本资产定价模型（CAPM）确定。计算公式如下：

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + Q$$

①折现率的模型中有关参数的选取

A、Ke: 股权期望报酬率

权益资本成本通过估计市场投资组合的预期回报率来确定,并根据被评估单位的风险进行调整。

B、债权期望报酬率

参考被评估单位实际银行贷款利率确定,取值为 2.41%。

C、付息债务价值

D、无风险报酬率

为了克服政府债券利率与股票市值之间的不一致,我们建议无风险报酬率采用综合无风险利率。参照美国 Aswath Damodaran (达莫达兰)所统计计算的无风险利率作为长期平均实际利率,即 2.89%。即无风险报酬率 R_f 取值为 2.89%。

E、市场风险溢价

市场风险溢价 (MRP)

市场风险溢价=成熟股票市场的风险溢价+国家风险溢价

根据美国 Aswath Damodaran (达莫达兰)所统计计算的各国家市场风险溢价,查询其网站,成熟股票市场平滑后的风险溢价为 6.52% (最新更新数据 2022 年 4 月 30 日),澳大利亚的国家风险溢价 (国家风险补偿额)为 0.0%,则市场风险溢价 (MRP)为 6.52%。

F、权益的系统风险 (Beta、贝塔)系数

β 衡量公司股票价格对整体市场波动的反应。由于股票与市场之间的高相关性会增加市场投资组合的波动性,投资者持有该股票需要高回报。因此,具有高 β 系数的股票的预期回报超过了市场回报;而对于低 β 系数的股票则相反。实际上, β 的测量是高度不精确的。因此,使用一组经财务杠杆调整的同行业公司 β 来估计被评估单位的 β 。

本次评估取美国 GICS 零售行业的上市公司 (共计 77 家)的平均贝塔值来计算折现率。

故 β (Beta、贝塔)系数取值为 1.0041。

对于非上市公司,由于没有基于市场的权益价值。在这种情况下,我们必须通过 DCF 迭代确定权益价值 (用于资本成本)。为了进行迭代估值,假设一个合

理的资本结构，并使用 DCF 对企业进行估值。使用债务对企业价值的估计，重复计算。持续此过程，直到估值不再发生重大变化。

通过上述计算，各可比公司的平均无财务杠杆 Beta 系数为 1.0041，被评估单位的自身资本结构（D/E）为 0.0816，其有财务杠杆 Beta 计算如下：

$$\begin{aligned}\beta_L &= \beta_u \times [1 + (1-t) \times D/E] \\ &= 1.0041 \times [1 + (1-30\%) \times 0.0816] \\ &= 1.0614\end{aligned}$$

G、企业特定风险调整系数

由于 CAPM 考虑的企业风险主要体现在 β 值上，而对于非上市公司，其 β 值是根据可比上市公司计算确定的，主要反映了可比上市公司的经营风险和财务风险，但还有与可比上市公司有差异的其他个别风险也需要考虑，如企业规模大小，成立时间长短等。因此 CAPM 主要用于确定上市公司的权益资本成本，不能直接用于非上市公司的价值评估。针对 CAPM 的局限性，在评估实践中对 CAPM 进行了调整，主要是增加了企业特定风险调整系数 Q。本项目考虑的企业特定风险包括：（1）企业规模；（2）企业所处经营阶段；（3）主要产品所处发展阶段；（4）企业经营业务、产品和地区分布；（5）企业历史经营状况；（6）企业内部管理和控制机制；（7）管理人员的经验和资历；（8）对主要客户及供应商的依赖，等等。最终企业特定风险调整系数为 3.5%。

$$\begin{aligned}\text{权益资本成本为：} \quad Ke &= R_f + \beta \times MRP + Q \\ &= 2.89\% + 1.0614 \times 6.52\% + 3.5\% \\ &= 13.31\%\end{aligned}$$

加权平均资本成本为：

$$\begin{aligned}WACC &= \frac{E}{D+E} \times K_e + \frac{D}{D+E} \times (1-t) \times K_d \\ &= 0.9246 \times 13.31\% + 0.0754 \times 2.41\% \times (1-30\%) \\ &= 12.43\%\end{aligned}$$

（三）变化原因以及对评估结果的影响

上市公司前次收购 OSW 股权的评估基准日为 2015 年 11 月 30 日，本次出

售 OSW 股权评估基准日为 2022 年 4 月 30 日，两次评估间隔时间较长。两次评估的主要假设未发生实质性变化，关键参数的取值发生变化，主要原因为不同评估时点，标的公司所处宏观环境、产业格局、自身经营规模等均发生了较大变化，对未来年度经营预测及财务状况亦有明显不同，具体分析如下：

1、营业收入及毛利率的变化

(1) 营业收入

前次评估时 OSW 处于初创阶段，分销产品种类及条线均较少，当时的评估机构主要根据 OSW 在基准日前的历史销售情况，预测 2016 年度及以后期间的营业收入。前次评估至今，在澳洲联邦政府提出的《国家能源保障》政策支持下，澳洲光伏行业呈现爆发式增长，OSW 的主营业务规模亦紧随行业趋势迅速增长，进而带动其 2019 年至 2021 年实现的营业收入规模高于前次评估预测水平。

本次评估时，因 OSW 近年来主营业务规模不断扩大，分销组件、支架、逆变器等厂商品牌多元化，产品线较为众多，本次评估对营业收入的预测以收入增长率作为预测参数。对收入增长率的预测首先以基准日前的报告期经营业绩作为预测基础，同时结合被评估单位的人力资源、资本结构、经营状况历史业绩、发展趋势，考虑宏观经济因素、所在行业逐步饱和，预计企业发展逐步趋于平稳并进入稳定期，因此营业收入增长率保持逐渐下降趋势。

两次评估对营业收入的预测，均呈现先增长后企稳的趋势，前次评估至今标的公司销售规模的扩大使得营业收入的预测结果呈现较大变化。

(2) 毛利率

前次评估时，被评估单位预测期毛利率较历史水平有所下降，主要是被评估单位评估基准日的营业收入规模仍处于较低水平，作为初创企业，供应商及客户渠道尚未完全稳定，因此在预测被评估单位未来销售规模增长的同时，营业成本预测较为谨慎，进而使得预测期毛利率随销售规模增长逐步下降至稳定，预测具有合理性。

本次评估时，OSW 毛利率在报告期内各年度保持相对稳定，根据被评估单位管理层预测，无论宏观政策导向亦或当地市场环境，澳大利亚光伏行业发展均已日趋成熟，作为光伏组件分销商及 STC 注册及代理商，OSW 经过多年深耕发展，评估基准日时其供应商、客户渠道以及主要业务区域均已基本稳定，因此其

毛利率水平不会呈现较大幅度波动。本次预测 2022 年及以后年度毛利率保持 9.67%（2020、2021 年度毛利率平均值）具有合理性。

两次评估对毛利率的预测水平有所差异，主要原因为前次评估时标的公司为初创企业，供应商及客户渠道均尚未完全稳定，本次评估时标的公司经过多年深耕发展，在澳洲市场已具备较为稳定的市场地位，结合报告期内的经营情况，能够维持相对稳定的毛利率水平。

2、折现率的取值变化

两次评估的折现率取值情况如下：

	前次评估	本次评估
模型	CAPM	WACC
无风险报酬率（Rf）	2.28%	2.89%
市场风险溢价（MRP）	5.75%	6.52%
行业风险系数（ β_u ）	1.2648	1.0041
$\beta_L = \beta_u [1 + (1 - T) D/E]$	1.2648	1.0614
D/E	0.00	0.0816
Ke	11.55%	13.31%
WACC	-	12.43%

前次评估采用权益资本成本计算折现率，而本次采用加权平均资本成本计算折现率，主要原因为前次评估时标的公司处于业务起步阶段，无付息债务，故未考虑债务资本成本。

两次评估折现率参数取值的主要差异为无风险报酬率及市场风险溢价的差异（0.61 个百分点及 0.77 个百分点）。前次评估的无风险报酬率取值于 5 年期国债利率（英联邦），市场风险溢价为参考 Aswath Damodaran 在成熟股票市场风险溢价的基础上进行信用违约风险息差调整，得到澳大利亚的风险溢价。本次评估的无风险报酬率为参考 Aswath Damodaran 统计计算的无风险利率，市场风险溢价为参考 Aswath Damodaran 统计计算的各国家成熟股票市场平滑后的风险溢价叠加澳大利亚的国家风险溢价补偿。两次评估无风险报酬率及市场风险溢价的变化原因主要为宏观经济市场的变化导致。

综上，本次评估基准日时点较前次评估基准日时点，宏观经济市场的相关参数指标有所变化，标的公司自身的业务规模及盈利能力均有较为显著的提升，综

合导致了本次评估标的公司的整体估值水平较前次估值有较大幅度提升，具有合理性。

（四）若 Australia Investment Group Pty. Ltd 转让 OSW 股份时对标的资产进行了评估，请一并列式对比

经与 OSW 管理层了解，Australia Investment Group Pty. Ltd(以下简称“AIG”)转让 OSW 股份的主要背景为该股东无意参与标的公司经营，同时希望出售股权获取流动资金，故自行寻找第三方投资者，双方主要参考标的公司彼时每股净资产水平、自主谈判确定交易价格，未对标的公司进行评估。

二、本次评估中预测 OSW 2022 年至 2027 年的营业收入增长率分别为 28.65%、24.76%、17.87%、9.95%、4.99%、3.00%。请补充披露营业收入预测涉及的重要参数，结合 OSW 所处行业的发展趋势、同行业公司情况、OSW 营业收入结构等，分析说明 OSW 营业收入预测参数选取的合理性，增长率预测逐步下滑是否符合行业实际

（一）补充披露营业收入预测涉及的重要参数

2019 年至 2022 年 1-4 月，OSW 营业收入情况如下所示：

单位：万澳元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-4 月
主营业务收入	33,349.72	46,004.58	50,867.33	14,997.75
其中：组件等的分销	27,904.24	34,954.79	37,459.64	11,425.44
STC 代理	5,445.48	11,049.80	13,407.69	3,572.31
其他业务收入	585.36	494.44	692.50	117.55
合计	33,935.08	46,499.02	51,559.83	15,115.30
主营业务收入占比	98.28%	98.94%	98.66%	99.22%

1、按收入来源区分的主营业务增长率及毛利率情况

2019 年之前标的公司未对收入来源予以区分。2019 年至 2021 年主营业务收入增长率及毛利率情况如下：

项目	2019 年	2020 年	2021 年
主营业务收入增长率	36.64%	37.95%	10.57%
其中：组件等的分销	-	25.27%	7.17%
STC 代理	-	102.92%	21.34%

毛利率	9.88%	9.63%	9.72%
其中：组件等的分销	16.31%	12.31%	12.20%
STC 代理	0.56%	0.93%	0.73%

注：部分数据未经审计。

在澳洲光伏分销领域，STC 代理业务收入规模可观，但毛利率较低，该部分业务的主要商业价值在于客观上节约客户自行申请补贴的时间及人力成本，有利于增强客户黏性、提升服务品质，是较具优势的一站式服务获客、引流渠道。上表数据亦可说明，标的公司毛利率较高的业务部分依然为组件等的分销业务。

报告期内，OSW 的 STC 代理业务毛利率处于较低水平，主要原因为 STC 代理业务虽收入规模较大，但其主要作为标的公司主要从事的组件等的分销业务的附加服务，目的是获客引流、增强客户黏性。组件等的分销始终是标的公司的主要盈利来源。在 2019 年之前，OSW 的 STC 代理业务规模较低，主要服务其自身的组件客户，2019 年起，为了多渠道获客、引流，OSW 加大 STC 代理业务的推广力度，除服务于自身组件分销客户外，还代理其他组件分销商之客户的 STC 业务，进而推动 STC 业务规模大幅增长。由于 OSW 在 2019 年加大 STC 代理业务推广当年的业务收入规模较低，且推广初期的增量效应较为明显，使得 2020 年、2021 年 OSW 的 STC 代理收入增长率相对较高，且高于组件分销收入增长率。随着 STC 代理收入规模逐步增大，STC 代理收入的增长率将相应下降并趋于平稳，且其占组件分销业务规模的比例亦将呈现逐步稳定的趋势。

2、营业收入增长率的预测

（1）STC 代理业务收入占比相对稳定

报告期内，标的公司 STC 代理业务收入占组件分销收入的比例如下：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-4 月
STC 代理业务收入占组件分销收入比重	19.51%	31.61%	35.79%	31.27%

根据上述数据，标的公司在 2020 年之后 STC 代理业务收入占组件分销收入的比例较为稳定。经向标的公司管理层了解，STC 代理业务与组件分销业务具备关联性，未来年度 STC 代理业务收入占比预计不会发生较大波动。本次评估对未来年度 STC 代理业务收入占比的预测参考报告期内 2020、2021 年度的收入占比数据，取均值 33.70%进行预测。

（2）营业收入增长率的预测

因 OSW 近年来主营业务规模不断扩大，分销组件、支架、逆变器等厂商品牌多元化，产品线较为众多，本次评估营业收入的预测以收入增长率作为预测参数。本次评估主营业务收入初始增长率主要依据管理层预期、标的公司在 2018 至 2021 年的平均收入增长率以及行业增长率等确定为 29.00%，并综合考虑宏观经济因素、所在市场逐步饱和，预计企业发展逐步趋于平稳并进入稳定期，从而主营业务收入增长率将逐步下滑；其他业务收入占比较小，本次预测其增长率为 3%。具体预测参数如下：

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
主营业务收入增长率	29.00%	25.00%	18.00%	10.00%	5.00%	3.00%
其中：组件等的分销	31.02%	25.00%	18.00%	10.00%	5.00%	3.00%
STC 代理	23.37%	25.00%	18.00%	10.00%	5.00%	3.00%
其他业务收入增长率	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%

综上，对未来年度营业收入的预测如下：

单位：万澳元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
主营业务收入	65,618.86	82,023.58	96,787.82	106,466.60	111,789.93	115,143.63
其中：组件等的分销	49,078.43	61,348.04	72,390.69	79,629.76	83,611.24	86,119.58
STC 代理	16,540.42	20,675.54	24,397.13	26,836.84	28,178.69	29,024.05
其他业务收入	713.28	734.68	756.72	779.42	802.80	826.88
合计	66,332.14	82,758.26	97,544.54	107,246.02	112,592.73	115,970.51

(二) 结合 OSW 所处行业的发展趋势、同行业公司情况、OSW 营业收入结构等，分析说明 OSW 营业收入预测参数选取的合理性，增长率预测逐步下滑是否符合行业实际

1、所处行业发展趋势

(1) 澳大利亚近年来光伏行业发展情况

2018 年，在澳大利亚政府委员会（COAG）会议上，各州同意推动澳大利亚联邦政府于 2017 年 10 月提出的《国家能源保障》（《National Energy Guarantee》）政策，该计划提出到 2030 年时，澳大利亚的碳减排水平比 2005 年时减少 26%，承诺向国民提供更便宜、更清洁和更可靠的电力。自此，澳大利亚光伏装机市场开始呈现高速发展。

在上述能源计划推进的背景下，2018 年澳洲光伏项目呈现爆发式增长，新

增装机 3.7757GW。其中，户用光伏装机 1.2272GW，同比增长 42.8%；大型项目装机量从 2017 年的 168MW 上升到 2.2GW，同比增长 1,200%。

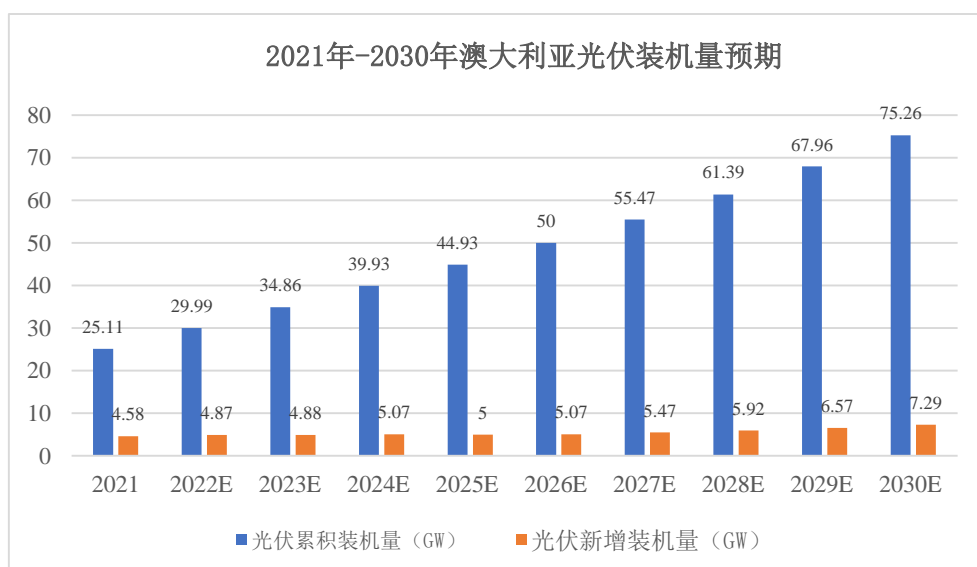
2019 年，澳大利亚全国新增可再生能源装机容量 6.3GW，较 2018 年创下的前一记录增长 24%。其中，家庭和商业屋顶太阳能光伏发电从 2018 年的 170 万千瓦增长到 2019 年的 240 万千瓦，增幅达 40%；公用事业规模扩大了 18%，从 330 万千瓦增至 390 万千瓦，打破了光伏市场装机新纪录。

2020 年，澳大利亚新增光伏装机超过 4GW，同比 2019 年增长 7.5%。其中，100kW 以下的屋顶光伏装机量超过 3GW，100kW-5MW 的光伏装机达 117MW，5MW 以上的装机量达 893MW。

(2) 澳大利亚近期市场增长情况

根据调研机构 EUPD Research 公司的市场调查，为光伏系统配套部署储能系统的澳大利亚光伏系统安装商的数量在 2021 年大幅增长，并有望在 2022 年继续保持较高增长趋势。EUPD Research 公司与澳大利亚分析机构 SunWiz 公司开展合作，调查采访了澳大利亚约 200 家光伏开发商。其调查结果显示，光伏行业的发展方向正在发生一定变化，主要影响因素为行业市场的日益饱和。2019 年至 2021 年，澳大利亚安装的光伏系统装机容量以 26.7% 的复合年增长率增长。

根据澳大利亚光伏研究所（APVI）的数据，2021 年-2030 年全澳大利亚光伏新增装机量预期具体情况如下：



数据来源：澳大利亚光伏研究所（APVI）

2、同行业公司情况

OSW 主要从事分布式光储系统相关组件、支架、逆变器等产品在澳大利亚部分区域的分销业务。经评估机构查询澳洲、美国、英国等国同行业公司信息，未查询到与被评估单位企业性质、资产规模、历史经营情况、市场地位、所处区域等相似的可比公司公开信息，本次评估同行业公司的情况较难参考。

3、OSW 营业收入结构

2019 年至 2022 年 1-4 月，OSW 营业收入构成情况如下所示：

单位：万澳元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-4 月
主营业务收入	33,349.72	46,004.58	50,867.33	14,997.75
其中：组件等的分销	27,904.24	34,954.79	37,459.64	11,425.44
STC 代理	5,445.48	11,049.80	13,407.69	3,572.31
其他业务收入	585.36	494.44	692.50	117.55
合计	33,935.08	46,499.02	51,559.83	15,115.30
主营业务收入占比	98.28%	98.94%	98.66%	99.22%

OSW 营业收入中，主营业务收入为光伏组件等的分销收入及 STC 代理业务收入，合计占比超过 98%。

4、OSW 营业收入预测参数选取的合理性，增长率预测逐步下滑是否符合行业实际

本次评估对收入增长率参数选取综合参考了 OSW 历史年度经营情况(2018-2021 年营业收入平均增长率 29.0%)、澳大利亚光伏系统装机容量年复合增长率(26.7%)、OSW 管理层结合 OSW 的业务特点与竞争优势的预计等因素。其中 2021 年澳大利亚疫情较 2020 年更加严重，维多利亚州封城 267 天，新南威尔士州封城近半年，昆士兰州和南澳大利亚州安装受限，2021 年 OSW 收入增长率较低。随着澳大利亚政府放开疫情管控，OSW 管理层预计 2022 年收入增长率约为 29%。此外，由于其他业务收入规模较小，在历史年度占营业收入的比重均不及 2%，对标的公司主营业务影响较小，且波动幅度较小；本次评估赋值 3%，其他业务收入增长率对评估结论的影响较为有限。

综上，本次主营业务收入增长率初始取值最终定为 29.00%，其他业务收入增长率取值 3%。而从历史年度趋势来看，OSW 营业收入增长率呈现下降趋势，主要原因为随着收入的增长，营业收入基数在不断变大，高比例增长不具有可持续性。此外，结合被评估单位的人力资源、资本结构、经营状况历史业绩、发展

趋势，考虑宏观经济因素、所在行业逐步饱和，预计企业发展逐步趋于平稳并进入稳定期，从而营业收入增长率将逐步下滑，故未来年度主营业务收入增长率取值逐步下滑，相关参数的选取符合行业发展实际，具有合理性。

三、请说明本次评估价格与 2021 年 5 月转让定价存在较大差异的原因

本次交易与 2021 年 5 月股权转让的交易背景及交易实质不同。

经与 OSW 管理层了解，2021 年 AIG 股权转让主要背景为原股东 AIG 无意参与公司经营，同时希望出售股权获取流动资金，故自行寻找第三方投资者转让了全部股份，完全退出标的公司。交易双方主要参考标的公司彼时每股净资产水平、自主谈判确定交易价格，未对标的公司进行评估，该次股权转让定价不具备可参考性。

本次交易中，交易对方看好欧洲户用储能光伏市场，同时对标的公司的核心竞争力及管理团队较为认可，看好其后续发展，希望通过投资标的公司介入欧洲能源市场，未来实现收益最大化。交易对方在本次交易谈判前聘请了相关专业机构，对标的公司所处行业现状及发展前景、市场估值水平、业务及财务状况、项目投资收益、风险及控制等实施了调查。本次交易为市场化资产出售行为，交易价格参考评估值并由交易各方经过谈判协商确定，交易定价具有公允性。

综上所述，本次交易与 2021 年 5 月 OSW 其他股东的股权转让事项的交易背景与交易实质均不相同，不具备可比性。本次交易为市场化资产出售行为，交易价格系参考评估值并由交易各方经过谈判协商确定，交易定价具有公允性。

四、请结合问题（1）（2）（3）的回复，说明本次出售资产定价是否公允，是否存在损害上市公司利益的情形

本次交易中，上市公司聘请了独立第三方评估机构对本次交易标的公司进行评估，本次评估过程中，标的公司所处宏观环境、产业格局、自身经营规模等均交前次资产收购的评估基准日时点发生了较大变化，对未来年度经营预测及财务状况亦有明显不同，关键参数的取值亦相应变动，符合行业实际。本次评估基准日时点较前次评估基准日时点，标的公司的业务规模及盈利能力均有较为显著的提升，整体估值水平较前次估值有较大幅度提升，亦具有合理性。

本次交易为市场化资产出售行为，交易价格系参考评估值并由交易各方经过

谈判协商确定，交易定价具有公允性，不存在损害上市公司利益的情形。

五、补充披露情况

公司已在更新后的重组报告书“第五节 标的资产的评估情况”之“四、评估过程与评估结论”之“(二) 收益法评估计算及分析过程”部分对营业收入预测涉及的重要参数取值情况进行了补充披露；公司已在更新后的重组报告书中对交易定价公允性涉及的相关内容进行修订及补充披露。

六、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：

1、两次评估的主要假设未发生实质性变化，关键参数的取值发生变化：前次评估至今标的公司销售规模的扩大使得营业收入的预测结果呈现较大变化；本次评估时标的公司经过多年深耕发展，在澳洲市场已具备较为稳定的市场地位，结合报告期内的经营情况，能够维持相对稳定的毛利率水平，毛利率的取值亦较前次评估发生变化；此外，宏观经济市场的相关参数指标有所变化对折现率的取值结果亦有影响。因此，相较于前次评估，本次评估时标的公司所处宏观环境、产业格局、自身经营规模、盈利能力等均发生了较大变化，综合导致了对未来年度标的公司经营成果及财务状况的预测出现较为明显的变化，标的公司的整体估值水平较前次评估有较大增值。

2、Australia Investment Group Pty. Ltd 转让 OSW 股份时未对标的资产进行评估。

3、OSW 营业收入预测参数选取具有合理性，增长率预测逐步下滑符合行业实际。

4、本次交易与 2021 年 5 月 OSW 其他股东的股权转让事项的交易背景与交易实质均不相同，不具备可比性。本次交易为市场化资产出售行为，交易价格系参考评估值并由交易各方经过谈判协商确定，交易定价具有公允性。

5、本次出售资产定价公允，不存在损害上市公司利益的情形。

(以下无正文)

(本页无正文，为《江苏华信资产评估有限公司关于深圳证券交易所<关于对协鑫集成科技股份有限公司的重组问询函>资产评估相关问题之核查意见》之签章页)

资产评估师:

