

**广东联信资产评估房地产估价有限公司关于
《深圳证券交易所关于对广州广哈通信股份有限公司的重组问询
函》之回复**

问题七 草案显示，2021 年度、2022 年度、2023 年 1 至 5 月，标的公司实现的净利润分别为 849.61 万元、1,039.13 万元、50.03 万元。

（1）请你公司补充说明标的公司 2023 年 1 至 5 月净利润较低的原因及其与上一年度同期相比的变动情况，并结合标的公司产品与服务类型、客户特征等说明标的公司收入确认是否具有季节性特征。请会计师核查并发表明确意见。

（2）结合标的公司在手订单、完工进度、预计完成时间、合同金额、已实现和预计的收入、成本、毛利率等情况，说明 2023 年度收入预测的依据及合理性，截至本问询函回复日的实现情况。请评估师核查并发表明确意见。

问题七（2）回复：

一、标的公司在手订单情况

根据对标的公司提供的截止 2023 年 10 月 31 日在手订单进行统计，在手订单合同不含税金额为 39,054.06 万元，项目实施进度情况如下：

序号	项目实施进度区间	合同数量（项）	合同金额（万元）
1	80%-100%	83	20,073.13
2	60%-80%	6	5,646.47
3	40%-60%	13	4,015.36
4	40%以下	26	9,319.09
小计：		128	39,054.06

根据截止 2023 年 10 月已签订合同情况，预计在 2023 年 6-12 月完工并确认收入金额为 19,252.51 万元，预计在 2024 年完工并确认收入金额为 17,543.38 万元，预计在 2025 年

完工并确认收入金额为 2,064.07 万元（剩余 194.10 万元为产品质量保证金在 2026 年-2029 年间确认收入），目前在手订单执行状况总体稳定，基本按照原定计划实施。评估预测 2023 年 6-12 月收入金额为 17,896.75 万元，在手订单覆盖预测收入比率为 107.58%。考虑到项目验收具有一定的不确定性，评估时出于谨慎性考虑，预测了 2023 年 6-12 月份的收入。截止到问询回复日，在手订单项目完工程度及验收时点更加明确，在手订单预计确认收入金额大于 2023 年 6-12 月预测收入金额，预测收入可实现性较高。

二、截止本问询函回复日的收入实现情况

截止本问询函回复日，标的公司实际已实现收入金额为 20,353.29 万元，2023 年全年预测收入为 28,878.62 万元，实际已实现收入金额占全年预测收入的比例为 70.48%。确认收入部分对应的营业成本为 16,358.68 万元，实际毛利率为 19.63%，实际毛利大于 2023 年预测的整体毛利率 18.67%。

三、核查意见

经核查，评估师认为标的企业的手合同可以完全覆盖 2023 年预测收入金额，项目工程实施进度与计划进度基本一致，截止问询函回复日实际实现收入金额与订单实际情况和行业特点吻合，实际实现毛利率高于预测毛利率。评估师认为标的企业 2023 年收益预测是合理的。

问题八 草案显示，2021 年度、2022 年度、2023 年 1 至 5 月，标的公司毛利率分别为 19.76%、18.60%、16.03%，呈逐步下滑趋势，而收益法评估过程中相应预测期内的毛利率从 18.32%逐年提高至 18.79%。

（1）请你公司量化分析标的公司报告期内毛利率逐年下滑原因，请会计师核查并发表明确意见。

(2) 结合报告期内毛利率变动情况、预测期的相关预测依据等，说明预测期内毛利率逐年提高的原因及合理性。请评估师核查并发表明确意见。

问题八（2）回复：

一、报告期内毛利率变动情况

报告期内，暨通信息毛利率分别为 19.76%、18.60%、16.03%，其中 2023 年 1-5 月毛利率较低，主要是因为 2023 年 1-5 月确认收入项目中有某监狱安防监控工程、某产业园半导体新型显示器件弱电安防工程、某行政中心会议功能区改造工程 3 个项目，确认收入金额为 5,117.67 万元，占 2023 年 1-5 月总收入比例为 46.60%，成本为 4,479.73 万元，毛利率为 12.47%，因而导致该报告期内的整体毛利率较往年下降。其中某监狱安防监控工程、某行政服务中心会议功能区改造工程为所在领域智慧监狱、智慧会议试点项目，暨通信息为顺利进入该领域承接项目，积累客户资源和项目经验，进一步获取更多的项目订单做战略部署采用渗透定价策略承接上述业务。某产业园半导体新型显示器件弱电工程项目的业主方是暨通信息长期稳定客户，暨通信息为维护该战略合作客户，以便未来获取毛利更高的项目订单承接了该项目。剔除上述 3 个项目后的营业收入为 5,864.20 万元，毛利率为 19.13%，毛利率水平处于 2021-2022 年毛利率区间内，属于合理相当范围内。

二、预测期的相关预测依据

评估人员根据暨通信息历史年度的主营业务成本构成情况，对各成本要素——设备采购、劳务施工、技术服务费及其他成本进行分析，分析不同类型项目的成本要素占比其总收入的比率，同时再参考同行业可比公司毛利率、行业发展趋势、暨通信息自身核心竞争力及在手订单预计的毛利率等因素综合确定预测期暨通信息的毛利率。

暨通信息预测期 2023 年-2028 年毛利率分别为 18.67%、18.32%、18.44%、18.57%、

18.68%、18.79%，毛利率差异分别为 0.35%、0.12%、0.13%、0.11%、0.11%，差异较小。

再对比同行业可比公司毛利率如下表：

证券简称	销售毛利率 2021 年报 (%)	销售毛利率 2022 年报 (%)	销售毛利率 2023 三季度 (%)
银江技术	25.64	26.40	26.02
杰创智能	27.85	26.37	19.73
宏景科技	27.98	27.60	23.27
恒锋信息	23.54	25.58	24.94
天亿马	25.19	22.53	16.42
平均值	26.04	25.70	22.08

可比上市公司过去两年一期的销售毛利率区间在 16%-28%，本次评估预测期的毛利率水平符合行业毛利水平。

随着暨通信息近年来研发能力逐渐增强，其更专注于自研产品的开发及应用，业务结构不断优化，将物联网、大数据、人工智能等创新性技术与传统弱电智能化系统集成建设进行结合，实现了业态模式创新；随着业务规模不断扩大，暨通信息通过优化组织架构，加强项目过程管理，采用集中采购供应，进一步降低成本。暨通信息经过多年的稳定发展，具备资质优势、技术和人才优势、客户资源优势等核心竞争力，为暨通信息未来提高毛利水平提供不可或缺的内在驱动因素。

三、核查意见

经核查，暨通信息在报告期内毛利率变动剔除异常项目后，毛利率水平属于合理区间内，预测期的毛利率水平根据暨通信息历史毛利率水平、在手订单情况、行业发展情况以及同行业上市公司的毛利率水平综合考虑预测的，评估师认为预测期内毛利率逐年小幅度上涨是合理的。

问题九 草案显示，假设其他条件均不变，预测期标的公司营业收入或净利润相比预测值下降 1%将导致标的公司评估值下降 29.98%。请你公司结合标的公司的评估过程、重要

假设、关键参数的选择依据、计算过程等，补充说明标的公司估值的合理性，以及是否存在通过虚高估值向交易对手方输送利益的情形，并充分提示标的公司业绩不达预期的风险。请评估师就标的公司估值合理性进行核查并发表明确意见。

问题九回复：

一、敏感性分析问题

《报告书》内描述预测期标的公司营业收入相比预测值下降 1%将导致标的公司评估值下降 29.98%，是假设主营业务成本、期间费用等其他条件不随营业收入变化的前提下计算取得的，营业收入预测下降 1%，主营成本及期间费用不变，毛利率下降 0.82%，净利润下降 20%-27%，因此才导致标的公司收益法估值下降 29.98%。考虑主营业务成本和期间费用与营业收入的匹配关系，按照预测的毛利率及期间费用率，测算营业收入下降 1%收益法估值下降金额为 115.37 万元，变动率为 1.18%。

二、收益法评估过程、重要假设及关键参数的选择依据

（一）收益法评估过程

1、收益模型的选取

根据企业实际情况，在持续经营前提下，本次评估的基本模型为：

$$E = P + C \quad (1)$$

式中： E ：股东全部权益价值

P ：经营性资产价值

C ：非经营性资产、负债和溢余资产

其中：经营性资产价值 P

$$P = \sum_{i=0.58}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (2)$$

式中： R_i ：未来第*i*年的企业权益自由现金流量

R_{n+1} ：未来第*n*+1 年的企业权益自由现金流量

r：折现率；

i ：收益年期 $i=0.58, 1.58, 2.58, 3.58, \dots, n$ （根据评估基准日更新推算起始收益年期）

其中：企业权益自由现金流量 R

$R = \text{税后净利润} + \text{折旧和摊销} + \text{付息债务的增加（或减少）} - \text{资本性支出} - \text{营运资金追加额}$ (3)

本次评估以被评估单位的未来收益分为前后两个阶段进行预测。首先，逐年预测前阶段（2023 年 5 月 31 日至 2028 年 12 月 31 日）各年的企业权益自由现金流量；其次，预测后阶段被评估企业进入稳定期（2029 年至永续年限），保持前阶段最后一年（2028 年）的预期收益额水平，估算预测期后阶段稳定的企业权益自由现金流量。最后，将两部分的现金流量进行折现处理加和，得到暨通信息经营性资产价值。

2、折现率的确定

本次评估采用资本资产定价模型（CAPM）确定折现率 r

$$r = R_f + \beta \times ERP + R_c \quad (4)$$

式中：r：权益资本报酬率；

R_{f1} ：无风险利率

β ：权益系统风险系数

ERP：市场超额收益率

R_c ：企业特定风险调整系数

3、收益年限的确定

资产的价值体现在获取未来的能力上，直接与未来收益期的长短相联系。总体而言，应该涵盖委估资产的整个收（受）益期限。从整个受益年度出发，可以是有限期与无限期的统一。在企业持续经营假设条件下，无法对将来影响企业所在行业继续经营的相关限制性政策或者相关限制性规定是否可以解除做出预计，则在测算其收益时，收益期的确定可采用无限期（永续法）。

假设行业存续发展的情况不会产生较大变化，本次评估假定是持续经营，因此拟采用永续的方式对现金流进行预测，即预测期限为无限期。

可以预测的期限取 5 年 1 期，假设 5 年 1 期后暨通信息的业务基本进入一个比较稳定的时期，因此明确的预测期之后的年现金流不再考虑增长，以未来第五年的现金流作为永续后段的现金流。

（二）重要假设

1、本次评估是假设被评估单位以评估基准日的实际存量为前提，收益的计算以会计年度为基准，未来能够持续经营，被评估单位的收益实现日为每年年末，且 5 年后的各年收益总体平均与第 5 年相同；

2、假设被评估单位目前取得的各项行业资质在有效期到期后能顺利通过有关部门的审批，行业资质持续有效；

3、假设未来没有来自企业外部的新增追加投资影响企业的生产能力；

4、假设评估基准日后被评估单位的研发能力和技术先进性保持目前的水平；

5、至评估报告出具日，暨通信息于 2021 年 12 月 20 日取得了广东省科学技术厅、广东省财政厅、国家税务总局广东省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，被认定为高

新技术企业，有效期为三年。经过现场调查，暨通信息具备一定的研发能力，在持续的研发投入前提下，暨通信息可以满足高新技术企业的认定条件，出于谨慎性原则，本次评估假设至 2026 年，被评估单位企业所得税率按高新技术企业优惠税率 15%执行；

6、本次评估假设在国家有关所得税优惠政策不变的情况下，至 2026 年企业仍然可执行 15%所得税率，2027 年及永续期执行 25%所得税率。

（三）关键参数的选择及依据

1、营业收入增值率

报告期内，暨通信息 2022 年度营业收入较 2021 年增长 13.28%，暨通信息自 2020 年成为广州市属国企无线电集团下属成员企业以来，营业规模不断扩大，市场排名也在逐步提升，与无线电线集团业务协同效应得以释放。本次根据暨通信息 2023 年-2028 年营业收入分别为 28,878.62 万元、30,635.84 万元、32,500.52 万元、34,167.20 万元、35,875.56 万元、37,669.34 万元，增长率分别为 6.99%、6.08%、6.09%、5.13%、5.00%、5.00%，平均增长率 5.72%。评估人员再通过对比同行业上市公司的营业收入增长比率，如下表：

证券简称	2020 年营业收入增长率 （%）	2021 年营业收入增长率 （%）	2022 年营业收入增长率 （%）	三年平均值
银江技术	2.82	-6.48	-19.39	-7.68
杰创智能	0.95	26.81	-20.18	2.53
宏景科技	41.06	28.80	2.12	23.99
恒锋信息	-11.38	21.95	-15.86	-1.76
天亿马	33.02	27.32	-5.98	18.12
平均值	13.29	19.68	-11.86	7.04

由上表可以看出，同行业上市公司营业收入增长比率呈现先增加后减少的趋势，符合企业发展由成长期的高速增长到稳定期的平稳增长。暨通信息在 2022 年行业营业收入增长率普遍下降的形势下，较 2021 年增长 13.28%，说明暨通信息业务增长情况良好。评估人员根据暨通信息在手订单情况，2023 年可实现的收入情况，再结合行业的市场发展趋势，

对暨通信息营业收入进行分析预测，预测暨通信息营业收入增长率平稳增长是符合暨通信息实际情况以及发展趋势的，因此评估师认为该营业收入增长比率合理。

2、毛利率

暨通信息预测期 2023 年 6-12 月-2028 年毛利率分别为 20.30%、18.32%、18.44%、18.57%、18.68%、18.79%，2021 年-2023 年 1-5 月的毛利率分别为 19.76%、18.60%、16.03%。评估人员通过分析 2023 年 1-5 月毛利率异常的原因，剔除异常之后的毛利率为 19.13%，毛利率水平在 2021 年-2022 年区间内。同时由于该行业有一定的季节性规律，项目验收集中在中下半年，再结合 2023 年在手订单情况，预测暨通信息 2023 年 6-12 月毛利率在 20.30%，2023 年全年毛利率为 18.67%，毛利率处于历史年度水平区间内。因此评估师认为预测期毛利率合理。

3、期间费用率和销售净利率

暨通信息报告期内的期间费用主要为税金及附加、职工薪酬、办公支出类、员工支付报销、车辆费用、专项费用、折旧摊销和金融手续费支出，属于企业的固定成本。2021 年-2023 年 1-5 月的期间费用率分别为 14.77%、14.11%、12.92%，销售净利率为 3.57%、3.85%、0.46%。2022 年的期间费用率较 2021 年度下降，销售净利率较 2021 年度上升，主要是随着业务规模的扩大，期间费用率下降，销售净利润就会上升。而 2023 年 1-5 月销售净利率较 2021 年、2022 年度低，主要是因为根据行业特点，项目验收一般安排在年中或下半年，存在一定的季节性，收入确认也比较集中在下半年，而期间费用是年内均匀投入，因此 2023 年 1-5 月的净利率水平较往年低。

预测期内，暨通信息 2023 年-2028 年期间费用率为 13.93%、13.69%、13.68%、13.68%、13.67%、13.66%，销售净利率分别为 3.44%、3.75%、3.88%、3.97%、3.96%、3.82%，期间

费用率和销售净利率均比较平稳发展，且在历史年度区间范围内。

4、折现率

(1) 无风险报酬率

无风险报酬率是对资金时间价值的补偿，本次估值的无风险报酬率根据 Wind 资讯系统终端查询的 2023 年 5 月 31 日国债到期收益率，取剩余期限为 10 年期以上国债的平均收益率确定，则本次无风险报酬率取 3.59%。

(2) 企业风险系数 β

β 为衡量公司行业系统风险的指标，通常采用商业数据服务机构所公布的公司股票的 β 值来替代。本次评估中，我们对中国证券市场上委估对象所属行业“CICS 系统集成服务”通过 Wind 资讯系统终端查询得出 Beta 系数确定被评估企业的企业风险系数 β 。

板块名称		CICS 系统集成服务
证券数量		62
标的指数		沪深 300
计算周期		周
时间范围		
	从	2021-5-31
	至	2023-5-31
收益率计算方法		普通收益率
加权方式		算数平均
加权原始 Beta		0.6908
加权调整 Beta		0.7929
加权剔除财务杠杆原始 Beta		0.6589
加权剔除财务杠杆调整 Beta		0.7564

则根据查询后确定行业剔除所得税影响、加权剔除财务杠杆调整 β 系数为 0.7564。企业带息债务 / 股权价值的平均值为 0.00%。然后，结合下述计算公式及委估企业的预测期所得税率确定被评估企业的企业风险系数 β 为 0.7564。

被评估企业的企业风险系数计算公式如下：

$$\beta_e = \beta_t \times \left[1 + (1 - T) \times \frac{D}{E} \right]$$

β_e : 有财务杠杆 β ;

β_t : 无财务杠杆 β ;

T: 被评估单位所得税率;

D/E: 被评估单位的目标资本结构

(3) 市场超额收益率 ERP 的确定

本次评估收集了上证综指（999999）、深证成指（399001）的年度指数，分别按几何平均值计算 2013 年至 2022 年上证综指（999999）、深证成指（399001）的年度指数收益率，然后将计算得出的年度指数收益率进行算术平均作为各年股市收益率（ R_m ），再与各年无风险收益率（ R_f ）比较，从而得到股票市场各年的 ERP。本次评估采用各年市场超额收益率（ERP）的算术平均值作为目前国内股市的风险收益率，即市场风险溢价为 6.67%。

(4) 企业特定风险调整系数 R_c 的确定

企业特定风险调整系数为待估企业与所选择的可比上市公司在市场因素、技术创新能力、核心人才管理、财务风险等方面所形成的优劣势方面的差异。经过综合考虑影响被评估单位特定风险的各个因素，确定被评估单位特定风险调整系数 R_c 为 3.50%。

(5) 折现率的确定

根据上述确定的参数，则权益资本成本计算如下：

$$r = R_f + \beta \times ERP + R_c$$

$$r = 3.59\% + 0.7564 \times 6.67\% + 3.50\%$$

$$= 12.14\%$$

三、收益法估值合理性

（一）暨通信息市盈率及市净率情况

项目	金额/倍
全部股东权益评估值（万元）	9,805.00
承诺期首年扣非后净利润（万元）	965.00
市盈率（倍）	10.16
截至 2023 年 5 月 31 日净资产（万元）	5,977.26
市净率（倍）	1.64

注：市盈率=本次标的资产评估值÷交易对方承诺的 2023 年扣非后净利润；

市净率=本次标的资产评估值÷标的公司 2023 年 5 月 31 日净资产

（二）可比同行业上市公司市盈率、市净率

根据《广州广哈通信股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）》披露，截至评估基准日 2023 年 5 月 31 日，可比上市公司的市盈率、市净率情况如下：

序号	证券代码	证券简称	市盈率（倍）	市净率（倍）
1	300300.SZ	海峡创新	-19.19	8.34
2	300605.SZ	恒锋信息	68.56	4.54
3	301178.SZ	天亿马	60.18	2.54
4	603918.SH	金桥信息	348.89	9.41
5	301248.SZ	杰创智能	67.03	2.32
6	301218.SZ	华是科技	68.56	2.88
7	002178.SZ	延华智能	-22.29	7.14
平均数			81.68	5.31
暨通信息			10.16	1.64

注：市盈率（TTM）=相关上市公司 2023 年 5 月 31 日市值÷该公司最近 4 个季度归属母公司股东的净利润；

市净率=相关上市公司 2023 年 5 月 31 日市值÷该公司最近一期净资产。

从上表可见，以 2023 年 5 月 31 日为基准日，可比上市公司的市盈率、市净率的平均值分别为 81.68 倍以及 5.31 倍。根据本次标的公司评估值及交易对方承诺的暨通信息 2023 年扣非后净利润和截至 2023 年 5 月 31 日的暨通信息股东权益所计算的暨通信息市盈率和市净率分别为 10.16 倍和 1.64 倍，低于可比上市公司平均水平。

（三）可比交易的定价水平分析本次交易定价的公允性

暨通信息所提供的智慧空间信息化解决方案以信息服务为战略核心，以建筑空间智能化、行业应用数智化为发展两翼。通过 Wind 资讯系统查询并筛选上市公司购买建筑空间智能化资产的案例情况如下：

上市公司	交易标的	基准日	股东全部权益对价 (万元)	业绩承诺期第 一年净利润 (万元)	动态PE
罗普斯金	中亿丰科技	2020年9月30日	24,180.00	1,500.00	16.12
中安消	中科智能	2016年3月31日	42,800.00	3,100.00	13.81
和晶科技	中科新瑞	2014年3月31日	21,000.00	1,650.00	12.73
保力新	达明科技	2013年12月31日	42,000.00	3,584.31	11.72
平均值					13.60
广哈通信	暨通信息	2023年5月31日	9,805.00	965.00	10.16

注：动态 PE=标的公司股东全部权益对价÷交易对方承诺的标的公司承诺期第一年净利润。

从上表可见，A 股上市公司收购建筑空间智能化资产的平均动态市盈率为 13.60 倍，而本次交易暨通信息交易作价对应的动态市盈率为 10.16 倍，低于行业平均水平，本次交易定价相对合理。

四、核查意见

综上，评估过程中收益法参数选取谨慎、合理，采取收益法评估得到的标的公司评估值合理，因此参考评估值确定的标的公司交易作价是合理的。不存在通过虚高估值向交易对手方输送利益的情形，并提醒委托人标的公司存在业绩不达预期的风险，在交易条款设置时适当考虑业绩不达预期时业绩补偿方案，以保护委托人的合法权益。

广东联信资产评估房地产估价有限公司

二〇二三年十二月七日