

中联资产评估集团（湖北）有限公司
关于《上海证券交易所关于对深圳至正高分子材料股份有
限公司对外收购事项的问询函（上证公函【2022】2639
号）》资产评估相关问题回复之核查意见

上海证券交易所：

根据贵单位于 2022 年 11 月 9 日印发的《上海证券交易所关于对深圳至正高分子材料股份有限公司对外收购事项的问询函（上证公函【2022】2639 号）》（以下简称：问询函），深圳至正高分子材料股份有限公司（以下简称：上市公司）会同相关中介机构就问询函所提出的问题进行了认真核查和落实，对问询函进行了回复，中联资产评估集团（湖北）有限公司作为上市公司拟以现金收购苏州桔云科技有限公司 51%股权项目的评估机构，就上市公司对贵所所提问题的回复进行了认真核查，现针对上市公司《问询函回复》之核查意见附后，请予审核：

如无特别说明，本问询函回复核查意见所适用的简称或名词释义与《至正股份关于拟以现金方式收购苏州桔云科技有限公司 51%股权的公告》中的释义相同。

问题一（原问题2）

公告披露，本次交易评估基准日为2022年6月30日，标的公司净资产为802.64万元，采用收益法、市场法的评估值分别为2.26亿元、2.25亿元，最终选取市场法为定价依据，增值率1210.36%，公告未披露评估过程。双方协商后标的资产51%股权的交易作价为1.1934亿元，略高于评估值。请公司：（1）补充披露市场法的评估过程，可比交易案例的基本情况及其选取依据；补充披露收益法的测算过程、收入增长率、折现率等主要参数及其选取依据；结合上述情况，说明标的资产评估溢价率较高的原因；（2）补充披露标的资产历次股权转让作价及依据，并结合同行业可比公司和可比案例情况，说明本次交易的估值合理性；（3）说明最终交易价格相较评估值有所增加的原因，是否存在损害上市公司利益的情况。请评估师发表意见。

关于反馈问题的答复如下：

一、补充披露市场法的评估过程，可比交易案例的基本情况及其选取依据；补充披露收益法的测算过程、收入增长率、折现率等主要参数及其选取依据；结合上述情况，说明标的资产评估溢价率较高的原因；

（一）市场法的评估过程

1、整体思路

根据本次评估目的及标的资产的实际情况，分别采用上市公司比较法和交易案例比较法对标的资产的股东全部权益价值进行测算，取两种比较法的平均结果作为标的资产股东全部权益价值的市场法评估结果。

虽然标的资产上半年收入、净利润情况受到疫情影响存在收入确认延后导致整体业绩规模较小，但随着下半年的生产、出货、验收等

环节的恢复与加速，其收入、净利润全年预期规模恢复至正常生产经营水平，可以体现标的资产基准日时点的正常经营水平和盈利能力。考虑到标的资产成立时间较短，股东注册资金尚未全部实缴，且当前主要生产经营场所以租赁为主，其注入的专利技术等无形资产价值也未在账面体现，基准日时点标的资产账面净资产水平无法全面反映其资产与实际生产经营能力相关的投资规模、资本积累等情况。因此本次采用上市公司比较法和交易案例比较法时选取了市盈率（PE）与市销率（PS）两种价值比率，并依据标的资产管理层制定的 2022 年预期收入规模及净利润规模进行测算，未选用市净率（PB）作为价值比率。具体思路如下：

（1）上市公司比较法评估思路

1) 选取与标的资产属于同一行业，从事相同或相似的业务、受相同经济因素影响的可比上市公司。

2) 通过同花顺终端获取可比上市公司于评估基准日的 PS、PE 水平，考虑到同一行业中可比上市公司的价值比率水平可能存在极值影响，本次评估以同行业上市公司 PS、PE 的中位数作为价值比率。

3) 由于标的资产为非上市公司，其股权价值存在流动性差异，需要进行流动性折扣修正。

4) 根据标的资产管理层预测的 2022 年全年收入与净利润规模，分别结合修正后的可比上市公司 PS、PE 倍数中位数测算，得出两种结果后取平均值作为上市公司比较法评估结果。

（2）交易案例比较法评估思路

1) 选取基准日前十年间，即 2012-2022 年间，发生的与标的资产生产经营模式相近，受到相同或相似经济因素影响的交易案例，剔除

掉无法获取详细介绍、财务信息的交易案例，得到可比交易案例样本。

2) 根据可比交易案例对应的公告、财务数据等信息，得出可比交易案例于交易定价基准日的 PE、PS 价值比率。

3) 根据标的资产管理层预测的 2022 年全年收入与净利润规模，对各交易案例基准日与本次评估基准日上证综指指数差异进行期日调整修正，再分别结合可比交易案例 PS、PE 倍数平均数测算，得出两种结果后取平均值作为交易案例比较法评估结果。

2、上市公司比较法评估过程

(1) 选取可比公司

标的资产主要竞争对手如芯源微等在科创板上市，而本次收购方为主板上市公司。本次选取标的资产及现有主要竞争对手和对标公司业务细分领域所在的申万一级行业分类的科创板及主板上市公司，同行业公司受到相同或相似经济因素影响，具体筛选过程如下：

1) 筛选申万行业分类一级行业-电子的沪深主板及科创板上市公司；

2) 剔除首发上市日至评估基准日未满一年，上市时间较短的上市公司；

3) 剔除 ST、*ST 上市公司；

4) 最后得出样本上市公司共 216 家。

(2) 价值比率的计算

通过同花顺终端获取可比公司于评估基准日的市盈率、市销率，考虑到由于样本内存在极值影响，本次选取中位数作为价值比率。此外，由于标的资产为非上市企业，其股东权益缺乏市场流通性，因此在可比上市公司市值基础上需要扣除流动性折扣，因此在考虑上述影

响下对可比公司 PS、PE 倍数进行调整。流动性折扣参考《Measuring the Discount for Lack of Marketability for Non-controlling, Nonmarketable Ownership Interests》中的 Valuation Advisors Pre-IPO Study 研究，对中国市场 IPO 前 2 年内发生的股权交易的价格与 IPO 上市后的交易价格的差异进行测算来定量估算流动性折扣。调整后的 PS、PE 情况如下：

项目	流动性折扣调整后的 PS	流动性折扣调整后的 PE
中位数	2.04	19.04

（3）标的资产 2022 年全年收入及净利润预测情况

标的资产主要从事半导体专用设备的研发、生产、销售，同时配套配件、服务等相关业务。

标的资产管理层基于在手订单、在程项目、与客户洽谈的未来发展规划所预测的订单情况、以及行业发展态势等制定的 2022 年预测收入规模和预测净利润规模分别为 8,117.44 万元和 1,345.51 万元。

（4）计算标的资产股东全部权益价值

根据标的资产管理层 2022 年预期收入规模、预测净利润规模，以及计算得出的经流动性调整后的样本可比上市公司价值比率中位数水平，计算得出标的资产股东全部权益价值，具体如下：

标的资产 2022 年预测收入规模（万元）	调整后的样本可比上市公司 PS（中位数）	对应股东全部权益价值（万元）
8,117.44	2.04	16,584.84
标的资产 2022 年预测净利润规模（万元）	调整后的样本可比上市公司 PE（中位数）	对应股东全部权益价值（万元）
1,345.51	19.04	25,621.50
平均值		21,100.00（取整）

综上，采用上市公司比较法得出的标的资产股东全部权益价值为 21,100.00 万元。

3、交易案例比较法评估过程

(1) 可比案例的选取

1) 可比案例选择标准

通过公开信息查询，收集了近年已完成的涉及半导体设备行业的并购案例。考虑到其中部分案例存在与标的资产生产经营业务模式差异较大、可获取信息较少等情况，因此未予选取，具体未选择原因如下：

序号	首次公告日	事件名称	标的所属行业	未选取原因
1	2022/3/29	上海贝岭股份有限公司购买深圳市矽塔科技有限公司 100%股权	半导体设备	标的主要从事芯片设计，且业务模式与苏州桔云存在较大差异
2	2022/3/29	上海贝岭股份有限公司购买上海岭芯微电子有限公司 30%股权	半导体设备	标的主要从事芯片设计，且业务模式与苏州桔云存在较大差异
3	2019/6/11	上海广奕电子科技股份有限公司 3.25%股权权益变动	半导体设备	可获取的交易信息及财务数据较少
4	2019/5/29	中国科学院沈阳科学仪器股份有限公司出售沈阳拓荆科技有限公司 4.215%股权	半导体设备	可获取的交易信息及财务数据较少
5	2022/5/23	长川科技拟通过发行股份向天堂硅谷杭实、Lee Heng Lee 及井冈山乐橙购买其合计持有的长奕科技 97.6687%股权	半导体设备	在审核进程中，尚未完成
6	2021/4/24	光力科技股份有限公司收购控股子公司先进微电子装备（郑州）有限公司股权	半导体设备	可获取的交易信息及财务数据较少
7	2018/9/25	恒润股份收购江阴市光科光电精密设备有限公司股权	半导体设备	未查询到具体生产经营模式
8	2018/6/1	赛腾股份投资无锡昌鼎电子有限公司项目	半导体设备	可获取的交易信息及财务数据较少

剔除上述案例后，最终选取了如下 3 个案例：

序号	收购方	交易标的	评估基准日
案例一	万业企业	凯世通 49%股权	2018 年 3 月 31 日
案例二	正业科技	集银科技 100%股权	2015 年 6 月 30 日

案例三	长川科技	长新投资 90%股权	2018 年 9 月 30 日
-----	------	------------	-----------------

虽然本次选择的 3 个交易案例的基准日与本次评估基准日时间存在一定差异,但是他们具有①交易标的均以半导体生产相关设备行业为主的公司,与标的资产在宏观经济影响因素、行业发展影响因素等方面具有相同与相似性;②交易标的主要生产经营模式主要以根据客户定制化需求进行设计,通过采购核心设备进行组装生产后为客户装配,与标的资产的生产经营模式相似度较高;③均为上市公司收购案例,具有较完善的公开信息,且与本次评估目的经济行为一致;本次选择的可比交易案例与本次交易及标的资产相似性较高,选取具备合理性。

2) 可比案例介绍如下

案例一:

案例一标的主营业务为离子注入机及相关设备的研发、生产、销售、应用和服务,主要产品为离子注入机。重点发展太阳能离子注入机、集成电路离子注入机和离子注入机三大类设备。具体采购生产模式如下:

案例标的获取订单后,召集技术、财务、销售等部门对项目进行评审,评审通过后与客户签订合同,研发人员会对技术方案进行设计并向采购部下达采购需求,采购部会按照采购需求进行采购,生产部门收到物料后开始设备组装生产,组装生产完毕后对设备进行测试,设备测试通过后会设备分拆并包装发送至客户,在客户处组装设备,设备调试经客户验收后移交客户。

案例二:

案例二标的是一家专业从事液晶模组自动化组装及检测设备的研发、设计、生产、销售的高新技术企业,其主要产品广泛应用于液晶

模组的生产全过程，覆盖了 LCD 模组生产、背光源生产、LCM 模组生产和 TP+LCM 模组生产等四个生产领域。具体采购生产模式如下：

案例标的主要采取“以销定产”与“以产定购”的采购方式，根据客户订单安排原材料采购，采取自行加工和直接外购经加工的零部件相结合的模式，主要生产环节为装配和检测。在产品运抵客户后，售后人员会前往现场进行产品的调试和安装工作，确保设备的正常运行，并提供设备操作的培训。

案例三：

案例三标的是一家持股平台，旗下主要核心资产为实际经营体 S 公司主要进行研发和生产为芯片以及 wafer 提供光学检测、分选、编带等功能的集成电路封装检测设备。具体采购生产模式如下：

S 公司生产流程从客户下单开始，接受客户订单，制造部门确定客户订单中产品规格，由制造部发布购买请求，采买后经质检部门检验后将部分产品送达制造处，制造部门进行模型和机器装配、建立系统/机器，进而机器买通验证，最后发出装船请求。

(2) 价值比率的计算

根据上市公司公告等公开信息，对可比案例对应公告进行了信息整理与分析，按照最终交易对价对应的标的 100% 股权价值，交易定价参考依据的基准日及其全年预测收入、预测净利润得出可比案例的 PS、PE 指标。此外，由于可比交易案例基准日与本次评估基准日存在时间差异，因此本次参考上证综指于各交易案例基准日与本次评估基准日时点的差异进行期日调整，具体调整如下：

单位：万元

序号	收购方	交易标的	评估基准日	期日调整系数	调整后的 PS	调整后的 PE
案例一	万业企业	凯世通 49% 股权	2018 年 3 月 31 日	1.07	5.56	20.75

案例二	正业科技	集银科技 100%股权	2015 年 6 月 30 日	0.79	2.58	12.78
案例三	长川科技	长新投资 90%股权	2018 年 9 月 30 日	1.20	1.75	13.37
本次评估取值			2022 年 6 月 30 日		3.30	15.63

注 1: 案例三为持股平台, 本身不从事生产经营活动, 旗下核心资产为 S 公司, 上表相关财务数据以 S 公司数据为准。

注 2: 上表中全年收入、全年净利润系根据上述交易公开披露信息中心标的资产于基准日时点的经审计后的收入(净利润)+基准日后至当年年末的预测收入(预测净利润)。

(3) 标的资产 2022 年全年收入及净利润预测情况

标的资产主要从事半导体专用设备的研发、生产、销售, 同时配套配件、服务等相关业务。

标的资产管理层基于在手订单、在程项目、与客户洽谈的未来发展规划所预测的订单情况、以及行业发展态势等制定的 2022 年预测收入规模和预测净利润规模分别为 8,117.44 万元和 1,345.51 万元。

(4) 计算标的资产股东全部权益价值

根据标的资产管理层 2022 年预期收入规模、预测净利润规模, 以及计算得出的可比交易案例价值比率平均水平, 计算得出标的资产股东全部权益价值, 具体如下:

标的资产 2022 年预测收入规模 (万元)	可比交易案例 PS (平均数)	对应股东全部权益价值 (万元)
8,117.44	3.30	26,773.60
标的资产 2022 年预测净利润规模 (万元)	可比交易案例 PE (平均数)	对应股东全部权益价值 (万元)
1,345.51	15.63	21,032.93
平均值		23,900.00 (取整)

综上, 采用交易案例比较法得出的标的资产股东全部权益价值为 23,900.00 万元。

4、确定标的资产股东全部权益价值

根据上市公司比较法和交易案例比较法分别求出的标的资产股东全部权益估算结果, 取两种方法结果的平均值作为本次市场法评估的结果, 具体如下:

序号	评估方法	评估结果 (万元)
1	上市公司比较法	21,100.00
2	交易案例比较法	23,900.00

平均数	22,500.00
-----	-----------

综上，苏州桔云科技有限公司股东全部权益于基准日的市场法评估结果为 22,500.00 万元。

在确定股权价值评估值时，没有考虑控股权或少数股权等因素产生的溢价和折价。

（二）收益法的测算过程

1、营业收入与成本预测

（1）未来营业收入预测

标的资产主要从事半导体专用设备的研发、生产、销售，同时配套配件、服务等相关业务。

半导体先进封装是芯片制造过程中的后道环节，其市场需求与下游芯片应用需求密切相关，在消费电子、物联网以及 5G 通信等产品需求持续增长的背景下，半导体先进封装市场需求未来几年有望实现持续快速的生长。从全球封测技术来看，目前正经历从传统封装向先进封装的转型。根据 Yole 统计数据，2017 年全球先进封装产值超过 200 亿美元，占全球封测总产值的 38%左右，预计到 2020 年将超过 300 亿美元，占比 44%。从先进封装增长率来看，2017 年到 2023 年，整个半导体封装市场的营收将以 5.2%的复合增长率增长，其中先进封装市场增长率为 7%，而传统封装市场为 3.3%。

标的资产成立至今，凭借其广泛的产品种类布局、经验丰富的研发团队、核心产品的实用性等优势已逐步建立起与包括长电科技、禾芯、芯德等在内的稳定客户渠道，并获得了全球化半导体设计与制造企业 T 公司等国内外知名半导体厂商的产品质量认证及部分订单。根据管理层预计，短期内标的资产增长主要来自现有客户的产线拓展、更新以及新市场、新客户的进一步开拓；长期凭借其逐步建立起的市

场占有率优势、产品技术优势以及半导体行业、泛半导体产业的持续增长和国产替代化趋势，呈稳定增长态势。

(2) 收入增长率

标的资产预测期 2023 年至 2026 年收入增长率分别为 47.37%、37.63%、13.68%及 6.92%，整体呈现预测短期增长较高，中长期后相对平缓的态势。

短期内收入增长较高的主要原因是标的资产成立时间较短，整体收入规模较低，成立近几年呈快速增长态势。短期内标的资产凭借成立至今逐步与客户包括江阴长电先进封装有限公司、浙江禾芯集成电路有限公司、江苏芯德半导体科技有限公司、全球化半导体设计与制造企业 T 公司等知名半导体企业建立良好的合作关系及标的资产与服务客户所了解到的未来发展规划、扩建更新规划等需求进行预测。在制定收入预测时，根据与客户的沟通，标的资产统计了客户短期内扩建/更新对标的资产产品采购的潜在需求，具体如下：

单位：万元

产品类别	2022 年 7-12 月	2023 年	2024 年
烘箱	960.00	2,400.00	4,250.00
清洗机	1,300.00	3,300.00	4,650.00
涂胶机	-	600.00	1,200.00
显影机	1,210.00	2,400.00	3,400.00
分片机	150.00	1,700.00	2,200.00
刻蚀机	1,710.00	2,210.00	4,900.00
其他	1,013.00	2,306.00	3,582.00
设备需求量合计	6,343.00	14,916.00	24,182.00

考虑到标的资产的产品从客户下单到客户验收需要一定交付周期，因此在制定未来年度设备收入预测时结合历史年度当年订单量及当年交付确认情况对设备收入进行了初步预测，并从审慎角度出发，对 2023 年及 2024 年初步预测给予一定的折扣得出最终设备产品的年收

入预测，具体如下：

单位：万元

项目	2022年1-6月	2022年7-12月	2023年	2024年
	实际数	预测数	预测数	预测数
设备需求合计	3,890.31	6,342.94	14,916.47	24,182.35
初步预测设备收入	-	6,376.73	12,120.52	16,681.92
设备收入	-	6,376.73	10,908.47	15,013.72

截至报告出具日，标的资产根据客户沟通情况对标的资产产品的采购需求统计进行了更新，具体如下：

单位：万元

产品类别	2022年7-12月	2023年	2024年
烘箱	1,274.00	3,100.00	5,250.00
清洗机	1,300.00	5,700.00	7,750.00
涂胶机	-	600.00	1,200.00
显影机	1,210.00	3,000.00	4,000.00
分片机	420.00	1,700.00	2,200.00
刻蚀机	1,710.00	4,310.00	7,400.00
其他	1,013.00	2,306.00	4,082.00
最新需求合计	6,927.00	20,716.00	31,882.00

从订单转化情况来看，2022年下半年预测需求中有1,894万元已签订单，有4,229万元已签订技术协议或确认技术方案或已报价正在等待对方确认，有920万元尚在前期需求沟通阶段，合计已略超上述客户需求统计。2023年预测需求中已有4,272万元已签订技术协议或确认技术方案或已报价正在等待对方确认。

根据上述统计，标的资产与客户沟通的最新需求统计好于制定盈利预测时所基于的需求统计，且部分需求已获得客户正式签订合同或订单，预测具有较强的可实现性。

从长期来看，在核心客户地位逐渐稳固的情况下，随着公司产品覆盖率的增加及技术的不断完善，以及新客户、新产品的不断拓展，叠加下游客户在行业发展整体趋于良好的态势下其扩建/更新需求稳

定及国产化替代市场空间较大，且标的资产可以凭借其获得的认可和获取的一定市场份额，实现其长期稳定的盈利能力。

标的资产管理层基于在手订单、在程项目、与客户洽谈的未来发展规划所预测的订单情况、以及行业发展态势等制定的未来年度营业收入预测。详见表 1。

（3）未来营业成本预测

标的资产主营业务成本主要包括原材料、职工薪酬和折旧费等，本次预测考虑到核心设备采购与外协组装由海外供应链转移至境内后，同时考虑到未来收入规模较历史期收入规模有明显增加，存在一定规模效应，因此毛利率在预测期内较历史期有所增长，未来营业成本预测详见表 1。

2、税金及附加预测

标的资产主营业务收入缴纳增值税，税率为 13%；税金及附加包括城市维护建设税、教育费附加，税率分别是 7%、5%，以及全面试行营业税改征增值税后在税金及附加科目中核算的印花税。

本次评估参照标的资产历史年度经营模式、业务构成及其与流转税的对应关系确定其未来各年度各项税费的计税基础，并结合各项税率估算其未来各年度税金及附加发生额，预测结果详见表 1。

3、期间费用预测

（1）销售费用预测

根据报表披露，标的资产最近一年销售费用发生额为 12.85 万元，主要为职工薪酬、运输费用和差旅费等。对于职工薪酬，本次评估参照标的资产历史年度销售人员数量及薪酬福利水平，同时考虑核心设备采购与外协组装由海外供应链转移至境内和在收入规模预计增长

下标的资产管理层制定的相应人力资源规划，再结合当地社会平均劳动力成本变化趋势等进行估算；对于差旅费、业务招待费等其他变动费用，本次评估参照历史年度该等变动费用构成及其与营业收入的比率，同时结合其收入增长态势所需进行估算。详见表 1。

（2）管理费用预测

根据报表披露，标的资产最近两年管理费用发生额分别为 0.64 万元及 166.33 万元，主要为职工薪酬及附加费用、折旧及摊销、租金及办公费等其他。对于职工薪酬，本次评估参照标的资产历史年度管理人员数量及薪酬福利水平，同时考虑核心设备采购与外协组装由海外供应链转移至境内和在收入规模预计增长下标的资产管理层制定的相应人力资源规划，结合当地社会平均劳动力成本变化趋势进行估算；对于折旧、无形资产摊销等固定费用，本次评估参照标的资产历史年度折旧率、摊销率及管理费用中折旧、摊销占总折旧、总摊销比例，结合标的资产固定资产、无形资产规模及结构的预测情况进行估算；对于租金，按照现有租约情况，并在未来年度考虑一定的涨幅进行估算；对于业务招待费、服务费等其他变动费用，本次评估参考历史年度发生额占收入比情况进行预测。详见表 1。

（3）研发费用预测

根据报表披露，标的资产 2021 年研发费用发生额为 302.09 万元，主要为人工费、社保公积金、折旧费等。对于人工费，本次评估参照标的资产历史年度人工费和社保公积金水平，同时考虑核心设备采购与外协组装由海外供应链转移至境内和在收入规模预计增长下标的资产管理层制定的相应人力资源规划，结合当地社会平均劳动力成本变化趋势进行估算；对于折旧、无形资产摊销等固定费用，本次评估

参照标的资产历史年度折旧率、摊销率及研发费用中折旧、摊销占总折旧、总摊销比例，结合标的资产固定资产、无形资产规模及结构的预测情况进行估算。详见表 1。

(4) 财务费用预测

根据报表披露，标的资产最近两年财务费用发生额分别为 0.21 万元及-71.21 万元。财务费用主要为利息收入、利息支出、外汇损益等。鉴于标的资产的货币资金或其银行存款等在经营过程中频繁变化或变化较大，预测期不考虑其存款产生的利息收入；历史期汇兑损益主要是由于标的资产与海外交易产生的人民币与新台币之间的汇兑损益，未来考虑到核心设备采购与外协组装由海外供应链转移至境内后相关业务在中国大陆直接发生，且标的资产账面现金因日常流入流出较多无法合理预计相关汇率损益，因此不考虑预测期汇率损益；本次财务费用预测依据标的资产制定的借款计划及利率预测的利息支出。财务费用预测结果详见表 1。

4、其他收益预测

其他收益主要为苏州工业园区管理委员会授予的稳岗补贴，由于其收益具有不确定性，本次评估未进行预测。

5、营业外收支预测

营业外收入为库存尾差和一笔银行到账的认证费，营业外支出为入账差异，历史年度发生金额均较小，营业外收支具有不确定性，本次评估未进行预测。

6、所得税预测

对所得税按 25%进行预测，纳税调整项目主要考虑了研发费用的加计扣除，以确定应纳税所得额。加计扣除具体根据 2021 年 3 月 15

日,《财政部 税务总局关于延长部分税收优惠政策执行期限的公告》(财政部 税务总局公告 2021 年第 6 号),将财税〔2018〕99 号关于提高研究开发费用税前加计扣除比例优惠政策执行期限延长至 2023 年 12 月 31 日。标的资产所得税预测结果详见表 1。

7、折旧及摊销的预测

折旧和摊销,即对基准日现有的固定资产,按标的资产目前会计计提折旧的方法直线法计提折旧及摊销。折旧及摊销的具体预测结果详见表 1。

8、扣税后利息的预测

根据上文中对利息费用的预测,按照所得税税率 25%计算扣税后利息,具体详见表 1。

9、追加资本的预测

追加资本系指企业在不改变当前经营生产条件下,所需增加的营运资金和超过一年期的长期资本性投入。如产能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。本报告所定义的追加资本为:

追加资本=资产更新+营运资金增加额+资本性支出

(1) 资产更新投资估算

资产更新,即现有资产的更新支出,系维持目前产能下的生产经营所必需的更新性投资支出。对于现有资产按企业执行的会计政策标准计提折旧,并在未来年度按照更新等于折旧的方式对更新进行预测,对于新增资产,考虑到其短期内不需要技改、大修等资本性支出,因此仅在永续期考虑相应资产更新,以维持其长期稳定的生产经营所需。具体详见表 1。

（2）营运资金增加额估算

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收款项）等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收款和其他应付款核算内容绝大多数为关联方的或非经营性的往来；应交税金和应付工资等多为经营中发生，且周转相对较快，拖欠时间相对较短、金额相对较小。

估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金（最低现金保有量）、存货、应收款项和应付款项等主要因素。本次评估所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中，营运资金=剔除溢余后的流动资产-剔除溢余后的流动负债

结合标的资产历史营运资金与业务经营收入的统计分析及核心设备采购与外协组装由海外供应链转移至境内后的营运资金占比情况，同时结合可比上市公司营运资金水平确定营运资金与业务经营收入的比例关系，再根据未来经营期内各年度收入估算的情况，预测得到的未来经营期各年度的营运资金增加额详见表 1。

（3）资本性支出估算

本次资本性支出估算根据管理层预计的未来预期新增的空压机和电子设备等，具体包括 2022 年下半年预计投入 8.80 万元，2023 年预

计投入 11.00 万元。

10、净现金流量的预测结果

根据上述各项预测数据，对苏州桔云未来年度的企业自由现金流进行了预测，详见下表：

表 1 未来年度的现金流量预测

单位：万元

项目名称	2022年7-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年及永续期
营业收入	7,238.66	11,962.42	16,464.33	18,716.38	20,011.32	20,011.32
其中：设备	6,376.73	10,908.47	15,013.72	17,265.78	18,560.72	18,560.72
配件及服务	861.93	1,053.96	1,450.60	1,450.60	1,450.60	1,450.60
收入增长率	-	47.37%	37.63%	13.68%	6.92%	-
减：营业成本	4,786.06	7,624.86	10,494.38	12,003.25	12,870.86	12,870.86
税金及附加	0.89	61.99	95.17	107.04	113.86	113.86
销售费用	158.10	354.87	555.87	688.64	713.49	713.49
管理费用	388.08	537.08	576.68	648.92	689.45	689.45
研发费用	492.77	1008.09	1254.85	1379.26	1443.36	1443.36
财务费用	0.00	71.25	71.25	71.25	71.25	71.25
营业利润	1,412.76	2,304.28	3,416.14	3,818.02	4,109.04	4,109.04
利润总额	1,412.76	2,304.28	3,416.14	3,818.02	4,109.04	4,109.04
减：所得税费用	230.00	387.05	697.18	782.10	846.84	846.84
净利润	1,182.76	1,917.23	2,718.96	3,035.93	3,262.20	3,262.20
加：折旧摊销等	3.50	8.20	10.60	10.60	10.60	10.60
加：扣税后利息	-	53.44	53.44	53.44	53.44	53.44
减：追加资本	2,168.09	905.04	1,354.74	679.79	392.65	10.60
企业净现金流	-981.82	1,073.83	1,428.26	2,420.17	2,933.59	3,315.64

未来收益预测，是通过对苏州桔云所提供的相关经营财务数据的复核调整以及对所处行业的市场调研、分析的基础上，根据其经营历史、市场需求与未来的发展等综合情况做出的一种专业判断。预测时未考虑其它非经常性收入等所产生的损益。

11、权益资本价值计算

(1) 折现率的确定

1) 无风险收益率 r_f

经查询中国资产评估协会网站，该网站公布的中央国债登记结算

公司（CCDC）提供的国债收益率如下表：

表 2 中国国债收益率

日期	期限	当日(%)
2022-6-30	3 月	1.60
	6 月	1.79
	1 年	1.95
	2 年	2.30
	3 年	2.45
	5 年	2.65
	7 年	2.84
	10 年	2.82
	30 年	3.29

本次评估以持续经营为假设前提，委估对象的收益期限为无限年期，根据《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》（中评协〔2020〕38 号）的要求，可采用剩余期限为十年期或十年期以上国债的到期收益率作为无风险利率，本次评估采用 10 年期国债收益率作为无风险利率，即 $r_f = 2.82\%$ 。

2) 市场期望报酬率 r_m

市场风险溢价是指投资者对与整体市场平均风险相同的股权投资所要求的预期超额收益，即超过无风险利率的风险补偿。市场风险溢价通常可以利用市场的历史风险溢价数据进行测算。本次评估中以中国 A 股市场指数的长期平均收益率作为市场期望报酬率 r_m ，将市场期望报酬率超过无风险利率的部分作为市场风险溢价。

根据《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》（中评协〔2020〕38 号）的要求，利用中国的证券市场指数计算市场风险溢价时，通常选择有代表性的指数，例如沪深 300 指

数、上海证券综合指数等，计算指数一段历史时间内的超额收益率，时间跨度可以选择 10 年以上、数据频率可以选择周数据或者月数据、计算方法可以采取算术平均或者几何平均。

根据中联资产评估集团研究院对于中国 A 股市场的跟踪研究，并结合上述指引的规定，评估过程中选取有代表性的上证综指作为标的指数，分别以周、月为数据频率采用算术平均值进行计算并年化至年收益率，并分别计算其算术平均值、几何平均值、调和平均值，经综合分析后确定市场期望报酬率，即 $r_m = 10.05\%$ 。

$$\text{市场风险溢价} = r_m - r_f = 10.05\% - 2.82\% = 7.23\%。$$

3) 资本结构的确定

标的资产管理层所做出的盈利预测结合了目前的融资能力、业务发展能力，本次考虑以标的资产自身资本结构对未来年度折现率进行估算。

4) 贝塔系数的确定

以 iFinD 申万-电子行业沪深上市公司股票为基础，考虑标的资产与可比公司在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段等因素的可比性，选择适当的可比公司，以上证综指为标的指数，经查询 iFinD 资讯金融终端，以截至评估基准日的市场价格进行测算，计算周期为评估基准日前 250 周，不足 250 周的，按上市起始日计算，得到可比公司股票预期无财务杠杆风险系数的估计 β_u ，按照目标资本结构进行计算，得到标的资产权益资本的预期市场风险系数 β_e 。

5) 特性风险系数的确定

在确定折现率时需考虑标的资产与上市公司在公司规模、企业发

展阶段、核心竞争力、对大客户和关键供应商的依赖、企业融资能力及融资成本、盈利预测的稳健程度等方面的差异,确定特定风险系数。在评估过程中,评估人员对企业与可比上市公司进行了比较分析,得出特性风险系数 $\varepsilon = 2.5\%$ 。

6) 债权期望报酬率 r_d 的确定

债权期望报酬率是企业债务融资的资本成本,本次评估中采用的资本结构是标的资产自身的资本结构,由于标的资产当前尚无借款,仅在 2023 年及以后有融资所需借款,本次按照贷款利率 4.75%作为债权成本。

7) 折现率 WACC 的计算

将以上得到的各参数,代入公式,得到折现率如下表:

表 3 折现率计算表

权益比 W_e	2022 年 7-12 月	2023 年及以后
权益比 W_e	1.0000	0.9378
债务比 W_d	-	0.0622
债权期望报酬率 r_d	0.0475	0.0475
无风险利率 r_f	0.0282	0.0282
市场期望报酬率 r_m	0.1005	0.1005
适用税率	0.2500	0.2500
无杠杆 β	0.8735	0.8735
权益 β	0.8735	0.9170
特性风险系数	0.0250	0.0250
权益成本 r_e	0.1164	0.1195
债务成本(税后) r_d	0.0356	0.0356
WACC	0.1164	0.1143
折现率	0.1164	0.1143

(2) 经营性资产价值

将得到的预期净现金流量代入公式,得到标的资产的经营性资产价值为 22,335.35 万元。

(3) 溢余或非经营性资产价值

经核实，标的资产基准日账面存在部分资产（负债）的价值在本次估算的净现金流量中未予考虑，属本次评估所估算现金流之外的溢余或非经营性资产（负债），具体情况见表4。本次评估依据资产基础法评估结果对该等资产（负债）价值进行单独估算，得到标的资产基准日的溢余或非经营性资产（负债）评估价值为：

$$C=C1+C2= 248.62 \text{（万元）}$$

表4 溢余或非经营性资产（负债）评估价值明细表

单位：人民币万元

项目名称	基准日评估值
货币资金	-
C1：流动类溢余/非经营性资产（负债）净值	248.62
交易性金融资产	248.62
C2：非流动类溢余/非经营性资产（负债）净值	-
C：溢余/非经营性资产、负债净值	248.62

(4) 权益资本价值

1) 将得到的经营性资产价值 $P=22,335.35$ 万元，基准日的溢余或非经营性资产价值 $C=248.62$ 万元代入公式，即得到标的资产企业价值为：

$$\begin{aligned} B &= P + C \\ &= 22,335.35 + 248.62 = 22,583.97 \text{（万元）} \end{aligned}$$

2) 将标的资产的企业价值 $B=22,583.97$ 万元，付息债务的价值 $D=0.00$ 万元代入公式，得到标的资产的权益资本价值为：

$$\begin{aligned} E &= B - D \\ &= 22,600.00 \text{ 万元（取整）} \end{aligned}$$

综上，苏州桔云科技有限公司股东全部权益于基准日的收益法评估结果为 22,600.00 万元。

在确定股权价值评估值时，没有考虑控股权或少数股权等因素产生的溢价和折价，也未考虑股权流动性对评估结果的影响。

（三）标的资产评估溢价率较高的原因

标的资产成立时间较短，截至基准日，股东注册资金尚未完成全部实缴，其注入的专利技术等无形资产价值未在账面体现，且由于其主要经营场所以租赁为主，账面资产不包括生产相关的房产、土地等资产，未能全面反映其资产与实际生产经营能力相关的投资规模、资本积累。因此标的资产基准日净资产规模较小，仅为 802.64 万元，溢价率测算基数较小。

本次评估采用市场法和收益法对标的资产进行评估，并以市场法评估结果作为评估结论。市场法基于同行业可比上市公司、可比交易案例的市盈率、市销率等价值比率，根据标的资产管理层预计的 2022 年全年收入、净利润水平进行测算，其价值基于标的资产的实际盈利能力与市场预期，同时反映了标的资产产品实用性、稳定的客户关系等核心优势，具体如下：

1、标的资产具有较强的销售资源，客户关系紧密

标的资产从事半导体专用设备的研发、生产和销售，半导体行业因其产业链性质，下游客户属性与客户关系维护相对重要。标的资产凭借其高性能产品定制化优势，以及良好的服务态度、更高效的响应速度和交货周期，现已获得禾芯半导体、芯德半导体、全球化半导体设计与制造企业 T 公司等知名半导体企业的设备供应认证，并逐步与包括长电科技在内的国内外知名封测厂商建立了紧密的合作关系。

2、标的资产已初步切入前道市场，市场空间更为广阔

标的资产未来将以清洗机与烘箱为主力产品，持续向前道工艺拓展。前道市场相比后道技术含量更高，市场空间更为广阔，因此国产设备厂商均将前道市场作为主要战略目标。目前公司已初步切入前道市场，正努力获取新加坡 S 客户清洗设备订单，上述客户为国际半导体知名企业，如标的资产产品能顺利通过验证，将有助于打开前道市场。从技术角度判断，前道清洗设备技术壁垒相对较低，因此标的资产通过清洗设备切入前道市场具备一定的可行性。

3、产品具有一定优势，获得客户充分认可

标的资产主要产品包括清洗机、刻蚀机、烘箱等，其中标的资产自主研发的全自动烤箱实现了技术突破，可全自动实现全部流程，很好的适配了下游客户的全自动化扩建和更新的需求，且国内暂无对标产品；而清洗机、刻蚀机等产品具有精度高、稳定性高、安全性强等特点，当前已获得了包括长电科技、禾芯半导体等供应商资格，其产品性能获得客户充分认可。

4、半导体设备市场广阔，国产替代空间较大

半导体设备市场总规模约千亿美元，其中后道封装测试设备占比约为 20%，随着下游 5G 通信、消费电子、人工智能、汽车电子、大数据等领域的快速发展，对先进封装工艺的需求不断增加，为半导体设备带来广阔的市场空间。同时，国外厂商在半导体设备领域占据主导地位，湿法设备的国产化率约为 20%，未来国产替代空间较大。标的资产产品种类布局较广，除光刻机及电镀机外，标的资产基本可以为客户提供一整条先进封装产线设备，并为客户做整体规划。随着标的资产核心客户的不断导入与深度覆盖，标的资产产品线布局齐全的优势将凸显，预计未来能够实现较高的成长性。

综上，标的资产评估溢价率较高的主要原因是基准日时点由于标的资产成立时间较短，股东尚未实缴完毕，且以轻资产运营为主，账面也未全面体现专利技术等无形资产价值，账面净资产较低，而评估结论基于市场和标的资产自身盈利能力，同时体现了其产品优势、客户资源优势等竞争优势，因此溢价率较高，具备合理性。

二、补充披露标的资产历次股权转让作价及依据，并结合同行业可比公司和可比案例情况，说明本次交易的估值合理性；

（一）标的资产历次股权转让作价及依据

1、第一次股权转让

2021年9月股权转让时，股东苏州爱瑟菲智能科技有限公司（以下简称“爱瑟菲”）将其持有的苏州桔云10%股权按注册资本的10%，即100万元平价转让给邵颖，未经评估。

2、第二次股权转让

2022年1月份股权转让主要系股东上海友相电子科技有限公司（以下简称“上海友相”）和邵颖转让给SUCCESS FACTORS LIMITED，上海友相将其持有公司10%的股份以7.59万元转让给SUCCESS FACTORS LIMITED；邵颖将其持有公司90%的股份以68.28万元转让给SUCCESS FACTORS LIMITED。交易对价参考了江苏中信华明房地产土地资产评估有限公司机构出具的中信华明咨评报字〔2022〕第3126号评估报告，采用资产基础法对标的资产于基准日的股东全部权益价值进行评估。

由于标的资产实际控制人ANG SENG THOR外籍身份在境内设立公司程序较为复杂，因此通过口头协议的方式授权爱瑟菲、邵颖、

上海友相为代 ANG SENG THOR 的持股方。鉴于上述代持关系的存在，标的资产两次股权转让实际为实控人对标的资产内部股权架构的调整，因此第一次股份转让未经评估，以注册资金为基础进行转让，第二次仅采用资产基础法进行评估，且前次评估基准日时点标的资产账面资产规模较小，因此资产基础法评估结果与本次采用市场法、收益法评估结果存在较大的差异，具备合理性。

（二）结合同行业可比上市公司和可比交易案例情况，说明本次交易的估值合理性

1、本次估值与同行业可比上市公司情况对比

本次采用市场法对标的资产于基准日股东全部权益价值评估的评估结论为 2.25 亿元，对应 2022 年全年预测净利润动态市盈率为 16.72 倍，以标的资产所在申万一级行业-电子、申万二级行业-半导体、申万三级行业-半导体设备及证监会行业分类-专用设备制造业可比上市公司的平均数、中位数相比，具备审慎性和合理性。对比情况如下：

项目	于基准日 2022 年动态市盈率
证监会同行业上市公司平均数	42.41
证监会同行业上市公司中位数	35.33
申万一级同行业上市公司平均数	50.16
申万一级同行业上市公司中位数	34.62
申万二级同行业上市公司平均数	96.04
申万二级同行业上市公司中位数	49.06
申万三级同行业上市公司平均数	68.23
申万三级同行业上市公司中位数	76.90
标的资产	16.72

2、本次估值与可比交易案例情况对比

本次采用市场法对标的资产于基准日股东全部权益价值评估的评

估结论为 2.25 亿元，对应 2022 年全年预测净利润动态市盈率为 16.72 倍，与可比交易案例以预测首年净利润为基础的动态市盈率相比与其平均数差异不大，且处于区间范围内，具备合理性。对比情况如下：

项目	基准日首年预测净利润动态市盈率
案例一	19.34
案例二	16.09
案例三	11.10
平均数	15.51
标的资产	16.72

三、说明最终交易价格相较评估值有所增加的原因，是否存在损害上市公司利益的情况。

本次最终交易价格 1.1934 亿元，对应标的资产 100%股权价值为 2.34 亿元。交易价格相较评估值有所增加的原因主要是截至评估基准日，标的资产股东 SUCCESS FACTORS LIMITED 尚未完成注册资金的实缴。根据上市公司与交易对方签署的《购买资产协议》，上市公司支付交易价款的前提条件之一为交易对手完成对标的公司剩余 990 万元认缴注册资本的出资。结合本次交易评估值并考虑在标的资产股东于评估基准日后的实缴出资，则对应标的公司 100%股权的价值为 2.349 亿元，经交易双方友好协商，本次交易标的公司 100%股权的交易价格为 2.34 亿元，对应 51%股权的交易价格为 1.1934 亿元。最终交易价格实质低于评估结论，不存在损害上市公司利益的情况。

四、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司①补充披露了市场法的评估过程，可比交易案例的基本情况、选取依据和收益法的测算过程、收入增长率、折现率等主要参数及选取依据，并补充说明了标的资产评估溢价率较高的原因；②补充披露了标的资产历次股权转让及作价依据，并结合同行业可比公司和可比案例情况，说明了本次交易的估值合理性；③补充说明了最终交易价格相较评估值有所增加的原因。相关补充披露和说明分析具备合理性。

(本页无正文，为《中联资产评估集团(湖北)有限公司关于《上海证券交易所关于对深圳至正高分子材料股份有限公司对外收购事项的问询函(上证公函【2022】2639号)》之核查意见的盖章页)

中联资产评估集团(湖北)有限公司



2022年11月23日