

---

# 广东联信资产评估土地房地产估价有限公司

## <关于对广州白云电器设备股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案信息披露的问询函>的核查意见

上海证券交易所：

根据贵所《关于对广州白云电器设备股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案信息披露的问询函》（上证公函[2017] 2211 号）（以下简称《问询函》）的相关要求，广东联信资产评估土地房地产估价有限公司对有关问题进行了认真分析及核查，具体如下：

### 一、关于标的公司的估值

1、预案披露，标的资产 100%股权按收益法的预估值 121,005.92 万元，对应 2016 年度和 2017 年预计净利润的 PE 分别为 16.74 倍和 14.15 倍，2017 年相比 2016 年发生较大幅度增长，但标的资产 2016 年净利润相比 2015 年度为由 2015 年的 7,924.66 万元下降至 7,229.94 万元（扣非后由 7,525.58 万元下降 6,047.13 万元），毛利率也由 45.32% 下降至 40.08%。请补充披露：（1）标的资产毛利率和净利润下降的原因；（2）结合标的资产预测净利润及增长率数据、标的资产在手订单、标的资产客户及所在行业发展情况，补充披露预测增长的原因及预测利润的可实现。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

### 一、标的资产毛利率和净利润下降的原因

#### （一）毛利率下降的原因

报告期内，标的公司主要客户为两大电网公司，主营业务毛利率有所波动，主要是受重大项目销售占比的影响，两大电网公司直接招投标的重大项目一般是超高压、特高压项目，价格及毛利率均较一般项目要高；同时招标时的竞争状况、电网公司招标时对供应商报价的考量方式均会影响产品的中标价格，中标价格也直接影响毛利率的变动。

报告期内主要产品的销售金额、销售占比及毛利率情况如下：



单位：万元、%

产品类型	类别	2017年1-5月			2016年度			2015年度		
		销售金额	销售占比	毛利率	销售金额	销售占比	毛利率	销售金额	销售占比	毛利率
并联成套装置	重大项目	2,148.72	23.83	47.28	6,431.45	18.84	50.78	15,331.57	40.66	69.06
	其他项目	6,867.66	76.17	28.05	27,713.53	81.16	27.60	22,377.09	59.34	34.15
	合计	9,016.38	100.00	32.63	34,144.98	100.00	31.97	37,708.66	100.00	48.35
滤波成套装置	重大项目	8,273.07	96.16	63.70	13,909.25	98.30	68.00	8,845.18	93.36	62.52
	其他项目	330.72	3.84	52.42	240.86	1.70	52.21	629.09	6.64	44.29
	合计	8,603.79	100.00	63.27	14,150.11	100.00	67.73	9,474.27	100.00	61.31
互感器	重大项目				7,420.66	40.60%	62.52	810.36	7.86%	63.69%
	其他项目	3,053.83	100.00	12.87	10,856.88	59.40%	15.35	9,495.90	92.14%	11.64%
	合计	3,053.83	100.00	12.87	18,277.54	100.00%	34.50	10,306.26	100.00%	15.73%

2015年至2017年1-5月并联成套装置的毛利率分别为48.35%、31.97%、32.63%，2015年至2017年1-5月并联成套装置重大项目的销售占比分别为40.66%、18.84%、23.83%，重大项目销售占比的变动趋势与毛利率变动相同。

滤波成套装置主要应用于超高压、特高压直流线路，报告期内重大项目的销售占比均达到90%以上，因此其毛利率也基本维持在60%以上，相对稳定。

互感器2016年度毛利率为34.50%，相比其他年度较高，主要原因是2016年度重大项目的销售占比为40.60%，而其他年度较低，重大项目销售占比的变动趋势与毛利率变动相同。

## (二) 标的资产净利润下降原因

2015年、2016年桂林电容主要盈利指标如下所示：

单位：万元

项目	2016年度		2015年度	
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重
营业收入	70,776.39	100.00%	59,940.56	100.00%
营业成本	42,417.70	59.93%	32,914.65	54.91%
期间费用	18,939.94	26.76%	17,530.63	29.24%



项目	2016年度		2015年度	
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重
资产减值损失	80.57	0.11%	-594.52	-0.99%
营业利润	8,616.88	12.17%	9,541.24	15.92%
营业外收入	1,281.76	1.81%	694.33	1.16%
营业外支出	43.17	0.06%	408.82	0.68%
利润总额	9,855.46	13.92%	9,826.76	16.39%
净利润	7,060.49	9.98%	7,655.61	12.77%
归属于母公司所有者的净利润	7,249.74	10.24%	7,817.41	13.04%

注：上述数据未经审计

上表数据显示，在桂林电容 2016 年收入较上年增长约 18.08%，期间费用率较上年下降 2.48 个百分点的情况下，2016 年净利润下降的原因主要是毛利率有所下降，毛利率从 2015 年的 45.09% 下降至 2016 年 40.07%。

## 二、预测增长的原因及预测利润的可实现性

### （一）所在行业发展情况

桂林电容主要产品包括并联电容器及成套装置、滤波电容器及成套装置、电容式电压互感器、金属化膜电容器及电能质量治理（柔性无功及智能化）相关产品等，为输变电设备制造企业，主要客户为国家电网公司、南方电网公司。根据我国“十三五”电力发展规划判断，“十三五”期间电网建设基本维持在 2016 年的水平。未来几年电网建设的重点将倾斜于配电网的建设完善及智能化升级改造，多端柔直电网互联项目、电网储能相关项目会作为未来的重点得到培育发展。配电网的建设完善及智能化升级改造、电网储能相关项目的发展将会带来相关电力电子产品的市场需求；多端柔直电网互联项目的发展会带来直流支撑电容器和脉冲电容器的市场需求。尤其是多端柔直电网互联项目的建设，预计未来五年产生直流支撑电容器和脉冲电容器的需求量有明显上升。

### （二）桂林电容较同行业的竞争力

1、桂林电容产品门类丰富，能够提供多种型号、规格的无功补偿成套设备，能够满足不同电压等级变电站对无功补偿装置的需求，在参与电网公司招投标时具有产品系列齐全的优势。

2、桂林电容高压无功补偿装置产品通过国家电力电容器质量监督检验中心、电力工业电容器质量检验中心、电力工业无功补偿成套装置质量检验测试中心、国家高压电器质量监督检验中心、国家变压器质量监督检验中心、西安高压电器研究院有限责任公司实验认证中心等国家权威部门的型式试验或检验、检测。桂林电容经过多年发展和持续进行技术研发、持续对产品进行升级换代、提升产品性能，中标多项电网公司重大工程建设项目，产品质量稳定。

3、桂林电容研发和技术团队核心骨干均拥有多年的行业经验，在无功补偿装置、电容式电压互感器的研发、工艺制造方面经验丰富，能够把握电网用户的需求。在无功补偿装置核心器件电容器及电抗器技术等研发方面取得多项重大成果。

4、通过多年来的稳定经营，桂林电容在行业内树立了良好的品牌形象，与国家电网、南方电网及各省网公司建立了稳定的合作关系，已成长为无功补偿装置制造领域的优秀品牌。

5、因输配电系统对无功补偿设备的高稳定性可靠性要求，作为无功补偿设备的主要客户，电网公司对无功补偿装置产品以及供应商资格实行严格的资质审查和准入制度，产品在批量生产之前须通过国家权威检测机构的型式试验，且在招标时对新产品往往有挂网运行的时间要求，因此本行业有较高的进入门槛，缺少行业经验的企业较难进入。桂林电容产品门类齐全且已取得型式试验报告，确立了公司的市场知名度和市场地位，具有市场先入优势。

### （三）桂林电容截止 2017 年 9 月 16 日订单合同统计情况如下：

合同类型	合同金额 (万元)	未确认收入金 额(万元)	2017年12月31日之前 发运合同金额(万元)	2017年12月31日之后 发运合同金额(万元)
正在执行合同	133,405.56	133,405.56	99,328.72	34,076.84
新签订合同	11,488.63	11,488.63	7,865.32	3,623.31
已中标未签合同	26,932.66	26,932.66	-	26,932.66
合计:	171,826.85	171,826.85	107,194.04	64,632.81

从上述订单统计情况分析，已经签订的合同及已经中标项目合同金额可以覆盖 2017 年 6-12 月与 2018 年预测收入金额。

经调查，国家电网及南方电网规划近期开工部分项目，根据桂林电容市场占有率及在以往重要项目的中标情况分析，桂林电容将中标部分标的，该部分项目将形成标的公



---

司 2018 年及以后营业收入，预计中标金额为 35,036.00 万元。

#### （四）桂林电容预测期内利润增长的主要因素如下：

1、公司目前主要产品为并联成套装置、滤波成套装置、电压式互感器、金属化膜产品等，历史年度产品毛利较差异较大，随国家更高标准电网建设将促使毛利率较高的滤波成套装置销量增加，使预测期净利润有一定幅度增加。

2、桂林电容目前致力于金属化膜产品、电能质量治理相关产品研发及市场开拓，目前金属化膜产品、电能质量治理相关产品在手订单正在逐步增加，且已经与潜在客户签订电能质量治理相关产品的合作框架协议，预计该产品将为企业带来新的利润增长。

3、桂林电容合并范围内的子公司杭州谐平的产品市场前景不好，2015 年、2016 年亏损额约为 470.33 万元、550.01 万元，预计短期内不会有明显改观，桂林电容拟对该股权投资进行处置。预测期内净利润不含杭州谐平的数据，此因素使预测期内净利润较历史净利润有一部分增长。

### 三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：标的资产毛利率变动主要是受重大项目销售占比的影响，同时标时的竞争状况、电网公司招标时对供应商报价的考量方式均会影响产品的中标价格，进而影响毛利率变动。2016 年标的资产净利润下降主要系由毛利率下降所致。

桂林电容在技术、产品、知名度、市场地位等方面都处于行业领先，根据其市场占有率及在以往重要项目的中标情况，桂林电容的预测利润具有可实现性。经过析，评估机构认为桂林电容所处行业需求趋于稳定，并向更高质量要求产品转移，桂林电容作为行业领先企业有能力取得更高附加值产品订单，在手订单可以支撑近年营业收入的实现，并带来净利润的增长。

2、预案披露，标的资产房屋及建筑物的成新率为 56%，机器设备的成新率为 31%，其他固定资产的成新率在 23%-32%之间。请补充披露上述资产尚可使用年限，标的公司未来是否就更换或更新固定资产进行投入，及预计投入金额和时间，并说明评估如何考虑相关因素。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

## 一、标的公司主要资产尚可使用年限

桂林电容房屋及建筑物主要分为两部分：一部分为主要生产用房屋及建筑物，建成于 2009 年前后，经现场勘察判断尚可使用年限约为 30-40 年。另一部分位于建干路老厂区，建成于上世纪七八十年代，多处于闲置状态。

桂林电容主要生产设备于 2009 年前后陆续购置，设备整体状况良好，尚可使用年限约为 5-8 年。

## 二、标的公司固定资产成新率与同行业上市公司比较情况

截至 2017 年 5 月 31 日，桂林电容的固定资产详细状况如下表所示：

单位：元

项目	账面原值	累计折旧	减值准备	账面价值	成新率
房屋及建筑物	141,317,931.81	62,626,260.20	-	78,691,671.61	56%
机器设备	153,599,079.91	106,445,363.62	-	47,153,716.29	31%
运输设备	9,427,920.73	7,271,836.10	-	2,156,084.63	23%
电子设备	17,548,551.26	11,943,332.95	-	5,605,218.31	32%
办公及其他设备	187,363.92	138,529.01	-	48,834.91	26%
合计	<b>322,080,847.63</b>	<b>188,425,321.88</b>	-	<b>133,655,525.75</b>	

注：以上数据未经审计

桂林电容机器设备的成新率相对较低，主要系桂林电容以 10 年作为折旧年限对机器设备计提折旧，但一些重要生产设备如全自动电容器卷制机、全膜卷制机等实际可使用年限较长，一般可达 20 年以上。桂林电容在做好现有设备维护的基础上，适当购置新设备，能够满足正常生产的需求。

桂林电容机器设备成新率与同行业上市公司对比如下：

项目	思源电气	恒顺众昇	中国西电	梦网集团	行业均值区间	桂林电容
成新率	37.65%	34.94%	61.79%	75.76%	52.54%	30.70%
折旧年限(年)	8-10	5-12	5-23	15	5-23	10
残值率	4%	3%-5%	3%-5%	5%	3%-5%	5%
年折旧率	9.6%-12%	7.92%-19.40%	4.13%-19.40%	6.33%	4.13%-19.40%	9.5%
折旧方法	年限平均法					



---

注：同行业上市公司数据来源于上市公司 2017 年半年报

如上表所示，同行业上市公司机器设备成新率差异较大，桂林电容与思源电气、恒顺众昇较为接近。同行业上市公司均采用年限平均法对机器设备计提折旧，但折旧年限、残值率、年折旧率等会计估计有所差异，桂林电容与思源电气、恒顺众昇的年折旧率较为接近，梦网集团折旧年限较长、年折旧率较低。

## 二、评估时对追加固定资产及固定资产更新所需要资本性支出的考虑

桂林电容用于生产并联成套装置、滤波成套装置、电压式互感器等产品的资产，产能利用率约为 70%左右，预测期内不需新增资产。但是考虑桂林电容生产设备为企业存续期间陆续购置，为保证生产需要必须对机器设备进行更新，评估时考虑与折旧摊销额相同的更新性资本支出。稳定期后对建筑物及机器设备更新性资本支出的预计额与折旧摊销相同。

桂林电容用于生产金属化膜产品的机器设备为满足产能扩大需求，预计在 2018 年投入约 1000 万元的更新改造费用。为电能质量治理相关产品满足产能需求，需要购建厂房及机器设备，预计 2017 年 6-12 月、2018 年、2019 年分别投入 5672 万元、5344 万元、864 万元用于购建厂房及机器设备，评估时分别作为追加资本支出考虑。

## 三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

1、桂林电容机器设备成新率较低主要系部分机器的折旧年限小于实际可使用年限所致，桂林电容在做好现有设备维护的基础上，适当购置新设备，能够满足正常生产的需求。

2、考虑到桂林电容用于生产并联成套装置、滤波成套装置、电压式互感器等产品的资产产能利用率尚未饱和，预测期内仅考虑更新维护费用；考虑到金属化膜产品产能的扩大需求，满足电能质量治理相关产品成产所需，评估时考虑了资产购置及更新因素的影响。

3.预案披露，标的资产均采用资产基础法和收益法进行了预估，并选取收益法评估结果作为定价依据。收益法预估值评估增值 93.92%，资产法预估值评估增值 50.45%。请补充披露：（1）重置成本中重大成本项目的构成情况，现行价格与原始成

本存在重大差异的，还应当解释差异原因；（2）应当结合标的资产特点，说明收益法主要参数，预估依据和参数确定的合理。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

### 一、资产基础法增值原因分析

（一）本次评估资产基础法中主要的固定资产房屋建筑物及机器设备重置成本较原始投资成本不存在较大差异情形。

（二）预案披露标的公司资产基础法预估值评估增值 50.45%，增值主要原因分析如下：

1、对未在账面反映的无形资产进行单独评估。标的公司存在专利技术、注册商标等未在账面反映的无形资产，本次评估对专利技术及注册商标进行单独评估使评估结果较审计后净资产有较大幅度增长。

2、土地使用权评估增值。受土地资产的稀缺性和土地使用权供求关系的影响，工业用地用途的土地使用权价格呈增长趋势，因此，对标的公司的土地使用权评估较账面价值有较大幅度的增长。

3、库存商品和发出商品的评估增值。标的公司评估基准日时库存商品及发出商品数量较大，账面值约为 3.14 亿元，标的公司产品的综合毛利率平均约为 43.57%，因此，对库存产品和发出商品评估时评估值较账面价值有较大幅度增值。

### 二、收益法预估值合理性

#### （一）可比公司估值分析

桂林电容主营业务为电力电容器，属于电气设备行业，因此选择 A 股电气设备上市公司进行比较，其中，恒顺众昇（300208.SZ）和中国西电（601179.SH）主营业务均包括电力电容器、电抗器等产品，与标的公司业务更为类似。A 股可比上市公司静态市盈率及市净率指标比较如下：

证券代码	证券简称	市净率	市盈率 (2016 年)	市盈率 (2017E)
300208.SZ	恒顺众昇	7.28	45.95	-
601179.SH	中国西电	1.47	24.71	20.83



证券代码	证券简称	市净率	市盈率 (2016年)	市盈率 (2017E)
002028.SZ	思源电气	2.99	35.68	30.09
002358.SZ	森源电气	3.77	51.66	33.38
002298.SZ	中电鑫龙	1.88	50.26	33.32
603861.SH	白云电器	4.39	51.64	-
300001.SZ	特锐德	6.10	65.74	58.70
300444.SZ	双杰电气	7.83	72.37	45.99
300510.SZ	金冠电气	11.28	119.78	39.05
300477.SZ	合纵科技	5.67	56.73	33.27
002350.SZ	北京科锐	8.71	131.69	99.48
601616.SH	广电电气	1.85	-38.47	-
600353.SH	旭光股份	3.90	95.26	-
002112.SZ	三变科技	5.83	560.15	-
600192.SH	长城电工	1.73	149.02	-
300062.SZ	中能电气	3.93	43.32	36.54
300423.SZ	鲁亿通	9.26	171.17	-
600379.SH	宝光股份	6.78	88.35	-
中位数		<b>4.39</b>	<b>51.64</b>	<b>34.93</b>
平均值		<b>5.08</b>	<b>55.43</b>	<b>42.07</b>
桂林电容 100%股权		<b>1.91</b>	<b>16.74</b>	<b>14.15</b>

资料来源：Wind 资讯

注 1：可比公司统计口径选择电气设备对标企业。

注 2：市盈率、市净率指标，取本次重大资产重组停牌前 20 个交易日的均值。

(1) 可比上市公司市盈率(2016年) = (本次重组停牌前 20 个交易日的交易额/交易量\*总股本) ÷ 2016 年度归属母公司所有者的净利润；可比上市公司市盈率(2017E) = (本次重组停牌前 20 个交易日的交易额/交易量\*总股本) ÷ 2017 年度归属母公司所有者的净利润预测数；

(2) 可比上市公司市净率 = (本次重组停牌前 20 个交易日的交易额/交易量\*总股本) ÷ 2016 年 12 月 31 日归属于母公司所有者权益；

(3) 标的资产市盈率(2016年) = 2017 年 5 月 31 日预估值 ÷ 2016 年度归属母公司所有者的净利润(未经审计)，标的资产市盈率(2017E) = 2017 年 5 月 31 日预估值 ÷ 2017 年度归属母公司所有者的净利润预测数；

(4) 标的资产市净率 = 2017 年 5 月 31 日预估值 ÷ 2017 年 5 月 31 日归属于母公司所有者权益。

注 3：市净率、市盈率平均值计算剔除了负值及超过 100 倍的数据。

注 4：“-”表示 Wind 缺少公司 2017 年度归属母公司所有者的净利润预测数数据。

桂林电容全部股权预估值 121,005.92 万元，对应 2016 年未经审计净利润的市盈率

倍数为 16.73 倍，对应截至 2017 年 5 月 31 日所有者权益的市净率为 1.91 倍，均低于可比上市公司相应指标的平均值和中位数。

## （二）可比交易估值分析

从可比交易角度，下表为 2015 年以来电气设备行业相关的重组案例，相关标的资产整体估值相对交易最近一年净利润的 PE 平均值为 19.75 倍，相对交易当年预测净利润 PE 平均值为 14.79 倍，均高于本次交易对应估值指标。

序号	上市公司名称	注入标的资产							
		首次公告日	收购标的名称	行业	交易最近一年净利润 (亿元)	交易当年预测/承诺净利润 (亿元)	估值 (亿元)	估值相对交易最近一年净利润的 PE	估值相对交易当年预测净利润的 PE
002684	猛狮科技	2015-03-04	华力特	电气部件与设备	0.48	0.60	6.62	13.79	11.03
002270	华明装备	2015-03-10	上海华明	电气部件与设备	1.63	1.80	26.01	15.96	14.45
300222	科大智能	2015-04-22	正信电气	电气部件与设备	0.14	0.26	3.82	27.29	14.69
603016	新宏泰	2017-08-02	天宜上佳	电气部件与设备	1.97	2.28	43.28	21.97	18.98
			<b>PE 中位数</b>					<b>18.97</b>	<b>14.57</b>
			<b>PE 平均值</b>					<b>19.75</b>	<b>14.79</b>
			桂林电容 100%股权					<b>16.74</b>	<b>14.15</b>

## 三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：桂林电容 100%股权按收益法的预估值 121,005.92 万元，其对应 2016 年度（未经审计）和 2017 年预计净利润的 PE 分别为 16.74 倍和 14.15 倍；对应截至 2017 年 5 月 31 日净资产的 PB 为 1.91 倍，均低于可比上市公司相应指标的平均值和中位数，也低于可比交易对应 PE 水平的平均值和中位数，因此，本次评估及作价公允合理。

4. 预案披露，评估假设为标的资产能够持续享有高新技术企业 15% 的税率。请结



---

合现有税收策及公司情况，补充披露该假设的合理，并说明如果标的资产未能享受15%的税率，对标的资产估值的影响及对公司利益的保护措施。

回复：

### 一、采用15%所得税税率的合理性分析

根据国家税务总局【2012】12号公告《关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题》的规定，自2011年1月1日至2020年12月31日，对设在西部地区符合规定的产业项目为主营业务，且其当年度主营业务收入占企业收入总额70%以上的企业，经企业申请，主管税务机关审核确认后，可减按15%税率缴纳企业所得税。桂林电容分别于2016年6月1日和2017年5月27日取得2015年度和2016年度西部大开发企业所得税税收优惠事项备案。

桂林电容于2015年11月30日取得编号为GR201545000022高新技术企业证书，有效期3年，有效期至2018年11月30日。按照规定，2018年提出高新技术企业复审申请。明年年底复审通过的话，通过认证的通知会在2019年年初公布。

根据高新技术企业认定的条件及桂林电容实际情况分析，桂容公司满足如下条件：企业申请认定时须工商注册满一年以上。通过自主研发，受让，受赠、并购等方式，获得对其主要产品（服务）在技术上发挥核心支持作用的知识产权的所有。企业主要产品（服务）的技术属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围。持续投入一定比例的研发费用并达到一定的比例，并将继续投入研发费用。近一年高新技术产品（服务）收入占企业同期总收入的比例不低于60%。研发人员占企业当年职工总数的10%以上。企业创新能力主要从知识产权、科技成果转化能力、企业成长性、研究开发组织管理水平四项指标进行评价符合要求。

通过上述情况分析桂林电容预计期满后再申请仍可通过高新技术企业认证。根据国家关于高新技术企业的所得税税收优惠政策，桂林电容仍可依高新技术企业取得15%的所得税税收优惠。

### 二、假设2020年后企业所得税率为25%对评估值的影响。

经测算若2020年后企业不再享有所得税税收优惠，所得税率采用25%时桂林电容对应估值为111,587.06万元，较预案披露收益法数据121,005.92万元，变动额为-

---

9,418.86 万元，变动率为-7.78%。

### 三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

1、桂林电容预计期满后再申请仍可通过高新技术企业认证。根据国家关于高新技术企业的所得税优惠政策，桂林电容仍可依高新技术企业取得 15%的所得税税收优惠，评估时所得税率采用 15%计算理由充足。

2、若 2020 年后企业不再享有所得税税收优惠，所得税率采用 25%时桂林电容对应估值为 111,587.06 万元，较预案披露收益法数据 121,005.92 万元，变动额为

-9,418.86 万元，变动率为-7.78%。

广东联信资产评估土地房地产估价有限公司

2017年9月27日

