（上接B2版）

3、九洲空管截至最近一期的财务数据与评估预测的比较

单位：万元

项目	上次评估（基准日2013年6月30日）			本次评估（基准日2014年3月31日）		
	2013年企业财务数据	2013年评估预测值	2014年评估预测值	2014年1-6月	2014年1-6月评估预测值(采用2014年全年值的一半)	2014年评估预测值
营业收入	46,717.44	50,106.10	65,315.30	21,486.28	32,082.15	64,164.31
营业成本	29,348.28	31,605.06	41,246.01	13,371.58	20,775.61	41,551.21
毛利率	37%	37%	37%	38%	35%	35%
净利润	7,303.44	7,123.96	9,884.30	3,757.15	4,945.62	9,891.24
净利率	16%	14%	15%	17%	15%	15%

备注：上表中，九洲空管最后一期财务数据摘自2014年6月30日财务报表，由于评估预测中未具体预测九洲空管2014年6月30日的情况，本次比较采用评估预测2014年全年数据的一半进行对比。

由上表可以看出，九洲空管2014年1-6月营业收入低于评估预测值，主要原因为：

（1）2014年军方对部分产品交付进行了调整，导致上半年3千余万元产出产品延迟至下半年交付。

（2）九洲空管2014年及以后年度预测均充分考虑了军品销售存在较长的采购决策周期而致。根据现行的武器装备采购体制，只有通过军方设计定型批准的产品才可向军方销售，同时，需要根据军方飞机的不同平台进行科改、批改等改装，且科改完成后需要通过军方的评审鉴定。九洲空管2014年预测的机载类产品中空管应答、空中防撞等支撑产品已通过军方设计定型评审，根据与军方签署的协议，九洲空管于2014年开始对上述产品进行大规模加改装以满足军方需求，由于该批产品涉及的平台种类、数量较多，周期较长，该部分产品将延迟至下半年集中交付。

（3）采用全年数据进行分析比较，上次评估中2013年九洲空管预测净利润为7,123.96万元，九洲空管实际2013年经审计后报表净利润为7,303.44万元，九洲空管超额完成评估预测，经营状况良好，说明上次评估预测具有一定的可实现性，另上次评估预测2014年净利润为9,884.30万元，本次评估预测2014年净利润为9,891.24万元，两者相当，且两次评估均是依据国家宏观及行业发展趋势并结合九洲空管目前已签订的合同以及空管系统“十二五”、“十三五”建设规划进行预测的，预测具有一定的可靠性。

（4）由下表可以看出，九洲空管2011年1-6月的营业收入仅占全年值的32.98%，净利润占27.18%；2012年1-6月营业收入占全年值的21.49%，净利润占24.86%，2013年1-6月营业收入占全年值的45.06%，净利润占42.52%；说明九洲空管历史年度1-6月营业收入和净利润均未达到全年值的一半，而预测中2014年1-6月营业收入占全年值的33.49%，净利润占37.98%介于历史年度比例的中间值，是与九洲空管历史实现的情况相符合的，且具有一定的合理性的。具体情况详见下表：

单位：万元

项目	历史年度									评估预测期		
	2011年1-6月	2011年全年值	中期数占全年的比例	2012年1-6月	2012年全年值	中期数占全年的比例	2013年1-6月	2013年全年值	中期数占全年的比例	2014年1-6月	2014年评估预测值	中期数占全年的比例
营业收入	5,044.14	15,294.26	32.98%	5,542.00	25,784.14	21.49%	21,049.62	46,717.44	45.06%	21,486.28	64,164.30	33.49%
净利润	799.44	2,940.83	27.18%	1,141.57	4,591.31	24.86%	3,105.24	7,303.44	42.52%	3,757.15	9,891.24	37.98%

中联评估认为，采用2014年全年数的一半与九洲空管中期财务报表对比具有一定的局限性，通过以上九洲空管实际情况分析，两者对比的差异是合理的，且与九洲空管实际情况相符合；九洲空管2014年预测值是合理的，且具有一定的可靠性和可实现性的。

另由上表可以看出，九洲空管2014年1-6月财务数据中毛利率高于评估预测3%，净利率高于评估预测2%。主要原因为：

（1）九洲空管主营业务中各项产品的毛利不均所致，上半年相对高毛利产品（如监视导航产品、提供劳务收入）实现的收入相对于全年较高，相对低毛率（如机载系统产品）产品实现的收入相对较低，导致企业毛利整体有所上升，使得九洲空管2014年1-6月财务数据中毛利率高于评估预测值，加之各项费用与预测相当，从而导致净利率亦高于评估预测。

（2）由下表可以看出，2011年1-6月毛利率（29.40%）低于2011全年毛利率（41.95%），净利率（15.85%）低于全年净利率（19.23%）；2012年1-6月毛利率（41.18%）高于2012全年毛利率（39.95%），净利率（20.60%）高于全年净利率（17.81%）；2013年1-6月毛利率（33.73%）低于2013全年毛利率（37.18%），净利率（14.75%）低于全年净利率（15.63%）；根据九洲空管历史年度相关对比，说明半年毛利率、净利率与全年不具有可比性，会随着九洲空管销售的产品比重的变化而变化，故2014年1-6月毛利率（37.77%）高于全年毛利率（35.24%），净利率（17.49%）高于全年净利率（15.42%）是与九洲空管历史实际情况相匹配的，是符合九洲空管实际情况的，是合理的。

单位：万元

项目	历史年度						评估预测期	
	2011年1-6月	2011年全年值	2012年1-6月	2012年全年值	2013年1-6月	2013年全年值	2014年1-6月	2014年评估预测值全年值
营业收入	5,044.14	15,294.26	5,542.00	25,784.14	21,049.62	46,717.44	21,486.28	64,164.30
营业成本	3,561.30	8,877.83	3,259.56	15,482.88	13,949.96	29,348.28	13,371.58	41,551.21
毛利率	29.40%	41.95%	41.18%	39.95%	33.73%	37.18%	37.77%	35.24%
净利润	799.44	2,940.83	1,141.57	4,591.31	3,105.24	7,303.44	3,757.15	9,891.24
净利率	15.85%	19.23%	20.60%	17.81%	14.75%	15.63%	17.49%	15.42%

中联评估认为，采用2014年全年数的一半与九洲空管中期财务报表对比具有一定的局限性，通过以上九洲空管实际情况分析，两者对比的差异是合理的，且与九洲空管实际情况相符合的。

4、本次评估与上次评估在收益增长率、折现率、评估结论方面的差异情况及原因

项目		本次评估（基准日2014年3月31日）					上次评估（基准日2013年6月30日）				
		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
收益增长率	收入（万元）	64,164.31	76,759.76	87,466.06	98,189.74	109,537.81	50,106.10	65,315.30	78,900.08	90,162.28	100,036.59
	收入增长率	37%	20%	14%	12%	12%	94%	30%	21%	14%	11%
	净利润（万元）	9,891.24	12,077.98	13,994.19	15,675.03	17,619.33	7,123.96	9,884.30	12,070.55	13,994.02	15,664.26
	净利润增长率	35%	22%	16%	12%	12%	59%	39%	22%	16%	12%
折现率		12.20%	12.23%	12.23%	12.23%	12.23%	12.35%	12.35%	12.35%	12.35%	12.35%
评估结论		90,786.30					90,657.70				

（1）收益增长率：根据上表可以看出，从收益金额绝对值而言，九洲空管本次评估预测年度收入稍低于上次评估预测金额，两次评估预测净利润金额相当，其差异不大；从增长率角度而言，上次评估2013年收入增长率和净利润增长率较高，2014年及以后年度各项收益增长率两次评估相当，差异不大。具体分析如下：

①九洲空管本次评估预测年度收入稍低于上次评估预测金额主要原因为随着九洲空管业务的发展开拓，为了顺应市场，企业产品结构相对有所调整，本次评估预测中空管机载系统产品收入较上次评估预测有所增长，而监视导航产品和空管自动化系统产品稍有下降，本次评估依据国家宏观及行业发展趋势并结合企业目前已签订的合同以及空管系统“十二五”、“十三五”建设规划进行预测的。经以上分析，中联评估认为，九洲空管本次评估预测年度收入稍低于上次评估预测金额，是九洲空管随着空管市场的发展采取了应对措施所致，使九洲空管处于有利地位，是符合行业发展趋势的，评估预测的相对变化亦是合理的，也是符合九洲空管实际情况的。

②从增长率角度而言，上次评估2013年收入增长率和净利润增长率较高，主要原因为：九洲空管于2010年底成立，随着企业业务不断开拓，市场占有率不断提高，九洲空管2011年至2014年均处于高速发展阶段，故导致2013年收入增长率较高，2014年相对于2013年增长率有所降低，但较平稳发展期即2015年及以后年度仍处于高速发展阶段，中联评估认为，上述情况既符合企业自身发展情况，也与空管系统行业发展相符合，评估预测是合理的。

（2）折现率：根据上表可以看出，两次评估折现率均维持在12%左右，差异小（0.12%-0.15%）。主要原因是两次评估预测均采用WACC模型，且两次评估距离时间较短，采用的均为同行业上市公司市场平均风险系数，加之两次评估企业的付息债务相当，故导致两次评估折现率均维持在12%左右，评估机构认为，两次评估折现率的取值差异不大是合理的。

（3）评估结论：根据上表可以看出，本次评估和上次评估的评估值相当，相差较小；主要原因为：

①两次评估均是根据标的公司历史年度经营业绩为基础，根据国家的宏观政策以及空管系统“十二五”、“十三五”建设规划，研究了九洲空管的现状与前景，分析了九洲空管的优势与风险，尤其是所面临的市场环境和未来的发展前景及潜力，结合九洲空管未来年度的经营计划，经过综合分析研究确定的，具有一定的可靠性和可实现性。

②上次评估预测中2013年净利润为7,123.96万元，九洲空管实际2013年经审计后报表净利润为7,303.44万元，超额完成评估预测，说明企业经营状况良好，上次评估预测是合理的，且具有一定的可实现性的。经分析，评估机构认为，本次评估与上次评估预测方法一致，两次评估结论的评估值相当，可充分体现了评估的谨慎性和可实现性。

（二）关于九洲信息评估事项的说明

1、九洲信息相关收益预测和历史增长规律情况

（1）九洲信息相关收益预测和历史增长规律情况

项目	历史年度			预测年度				
	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
收入（万元）	10,855.17	10,682.92	15,231.58	21,612.78	23,984.21	27,030.64	30,234.65	34,196.83
收入较上一年度增长率	2.06%	-1.59%	42.58%	41.89%	10.97%	12.70%	11.85%	13.10%
净利润（万元）	1,216.64	1,182.36	1,736.37	1,989.80	2,416.55	2,820.13	3,345.50	3,853.55
净利润较上一年度增长率	65.77%	-2.82%	46.86%	14.60%	21.45%	16.70%	18.63%	15.19%

根据上表可以看出，九洲信息历史年度中2011-2012年为产业结构快速发展阶段，经过产业调整，九洲信息形成了以食品溯源系、智能阅读器、相关的RFID标签、田册产品、CNG/LNG监管系统为主的智能溯源产品系列及以库用一体化智能设备、激光打标机、软件系统等为主的军队信息化产品系列这两大产品系列为主的产品结构，其中智能溯源产品系列中食品安全信息溯源产品又占了绝大部分的比重，2013年九洲信息的增长率达到了42.58%。同时受2013年国务院办公厅印发的《2013年食品安全重点工作安排》及国务院印发了《国务院关于加强食品安全工作的决定》的共同影响，九洲信息的现主要产品系列之一的智能溯源产品的销售量在2014年也能得到较大的增长幅度，同时由于九洲信息于2012年拿到了军工各项相关认证，通过2013年九洲信息的研发及投入以及产品及市场的开发，使得九洲信息自2014年起军品订单量也得到了较大的增长。故评估师在做相关预测的时候，2014年的增长幅度趋近于2013年的历史年度增长幅，2014年以后的收入预测增长幅度则低于九洲信息历史增长幅度。由于九洲信息在2011-2012年产业结构调整年度中对于技术及人员做了大量的资源储备，相应的产生了人工成本及研究与开发费用，故在预测后期，九洲信息相关费用的增长逐年回落，且随着九洲信息收入规模的增长，九洲信息的单位产品成本、单位产品分摊的固定费用将有所下降，有利于九洲信息利润的增长，导致九洲信息2017-2018年度的营业利润产生较大的增长比例，且九洲信息在此后期间的净利润增长率的增长远低于历史增长幅度。

（2）九洲视讯（九洲信息的全资子公司）相关收益预测和历史增长规律情况

项目	历史年度				预测年度			
	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
收入（万元）	846.16	7,987.72	8,558.38	8,838.70	9,267.45	10,102.12	10,891.71	11,565.03
收入较上一年度增长率	-	844.00%	7.14%	3.28%	4.85%	9.01%	7.82%	6.18%
净利润（万元）	59.06	965.97	1,466.97	1,674.80	1,679.46	1,863.73	2,077.14	2,255.91
净利润较上一年度增长率	-	1535.44%	51.87%	14.17%	0.28%	10.97%	11.45%	8.61%

九洲视讯的收入主要分为智能安防系统工程施工收入及城市监控系统的租赁收入两大主要板块。根据上表看出，缔阳九洲视讯历史年度2012年和2013年收入增长率分别为844.00%和7.14%，且2014年同期合同的签订及完工情况也比2013年有较高的增长，评估人员检查了2014年和2013年同期工程施工项目合同的环比签定的增长情况，并了解了相关工程的施工进度及款项回款状况等，并结合2014年新投入租赁的城市监控系统的收入进行增长率的确定；净利润2013年收入增长率已达到51.87%，而预测年度2014年-2018年在3.28%-9.01%之间。评估机构认为，九洲视讯的历史年度收益增长幅度远大于预测年度，充分体现了评估的谨慎性，也符合九洲视讯实际情况。

2、九洲信息截至最后一期的财务数据与评估预测的比较

单位：万元

序号	项目	九洲信息				九洲视讯（全资子公司）			
		2014年1-6月	占全年百分比	2014年1-6月评估预测值	2014年评估预测值	2014年1-6月	占全年百分比	2014年1-6月评估预测值	2014年评估预测值
1	营业收入	6,993.39	32.36%	10,806.39	21,612.78	3,877.37	43.87%	4,419.35	8,838.70
2	营业成本	3,686.78	29.84%	6,177.98	12,355.96	2,768.71	53.68%	2,579.01	5,158.02
3	毛利率	47%	-	43%	43%	29%	-	42%	42%
4	净利润	1,080.68	54.31%	994.90	1,989.80	458.54	27.38%	837.40	1,674.80
5	净利率	15%	-	9%	9%	17%	-	15%	15%

备注：上表中，最后一期财务数据摘自企业2014年6月30日财务报表，由于评估预测中未有单独预测企业2014年6月30日的情况，本次比较采用评估预测2014年全年数据的一半进行对比。下附2012-2013年的年度财务数据与全年的数据对比：

单位：万元

序号	项目	九洲信息				九洲视讯（全资子公司）			
		2013年1-6月	占全年百分比	2013年1-6月全年半值	2013年全年值	2013年1-6月	占全年百分比	2013年1-6月全年半值	2013年全年值
1	营业收入	5,737.64	37.67%	7,615.79	15,231.58	4,174.60	48.78%	4,279.19	8,558.38
2	营业成本	2,714.65	31.92%	4,252.44	8,504.88	3,291.22	66.15%	2,487.64	4,975.29
3	毛利率	53%	-	44%	44%	21%	-	42%	42%
4	净利润	1,080.68	62.24%	868.18	1,736.37	322.05	21.95%	733.48	1,466.97
5	净利率	19%	-	11%	11%	17%	-	15%	15%

单位：万元

序号	项目	九洲信息				九洲视讯			
		2012年1-6月	占全年百分比	2012年1-6月全年半值	2012年全年值	2012年1-6月	占全年百分比	2012年1-6月全年半值	2012年全年值
1	营业收入	3,753.69	35.14%	5,341.46	10,682.92	4,607.22	57.68%	3,993.86	7,987.72
2	营业成本	1,554.14	26.61%	2,920.76	5,841.53	3,836.84	72.14%	2,659.28	5,318.56
3	毛利率	59%	-	45%	45%	17%	-	33%	33%
4	净利润	436.13	36.89%	591.18	1,182.36	376.17	3.89%	4,829.83	9,659.65
5	净利率	12%	-	11%	11%	17%	-	15%	15%

由以上各表表可以看出，本次评估企业2014年1-6月营业收入低于评估预测值，主要原因为：九洲信息2014年及以后年度的预测均考虑了军品销售（库用一体化智能设备、系统集成等）需通过客户的验收、评审鉴定等手续，才能确认收入，而田册等需要安装时间的产品存在较长时间的测绘及设计安装时间，才能确认收入，以上部分产品收入将延迟至下半年集中交付。

九洲视讯的收入中，智能安防系统工程收入需等相关工程完工且通过验收后，才能确认收入，而智能安防系统工程施工周期相对较长，预计该部分产品收入将会在下半年集中交付。

评估机构认为，采用2014年全年数的一半与中期财务报表对比具有一定的局限性，通过九洲信息收入确认的情况及前两年半年期报表分析，九洲信息的半年期财务报表数据与评估值两者对比的差异是合理的，且与九洲信息实际情况相符合的；九洲信息2014年预测值是合理的，且具有一定的可靠性和可实现性的。

另由上表可以看出，九洲信息2014年1-6月财务数据毛利率高于评估预测4%，而净利率高于评估预测2%。主要原因为企业主营业务中各项产品的毛利不均所致，上半年实现的收入绝大部分是毛利率较高的产品（溯源释码、CNG监控系统、软件等）收入，相对低毛率（如田册及系统集成等）产品实现的收入相对较低（这类产品的收入确认一般集中在下半年），导致企业毛利整体有所上升，使得2014年1-6月财务数据中毛利率高于评估预测值，加之各项费用与预测相当，从而导致净利率亦高于评估预测。

九洲视讯2014年1-6月财务数据毛利率低于评估预测13%，净利率高于评估预测6%。主要原因为九洲视讯主营业务中各项产品的毛利不均所致，上半年确认收入的绝大部分为相对毛利率的较低的城市视频监控租赁收入及一部分毛利较高的监控类产品收入，而相对毛利率较高的智能安防系统工程收入基本上是下半年集中确认收入，导致企业毛利整体有所上升，使得九洲视讯2014年1-6月财务数据中毛利率低于评估预测值，但由于视频监控系统的成本中的检测及维护等费用基本上集中在年底发生，从而导致净利率反而略高于评估预测。

评估机构认为，采用2014年全年数的一半与中期财务报表对比具有一定的局限性，而通过以上企业实际情况及前两年的半年期报表分析，两者对比的差异是合理的，且与企业实际情况相符合的。

3、标的资产收益法评估折现率取值过程及谨慎性

本次评估报告及收益法测算在分析了标的资产具有的各项优势的情况下，综合考虑了市场平均收益情况、评估对象所处行业的风险水平以及评估对象的行业地位等因素，采用资本资产加权平均成本模型（WACC）计算得到折现率是较为合理的，符合企业实际情况。理由如下：

评估报告采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定标的资产收益法折现率r。

[illegible]

[illegible]

[illegible]