

中信建投证券股份有限公司

关于对深圳证券交易所

《关于对启明星辰信息技术集团股份有限公司的

重组问询函》相关问题

之

专项核查意见

独立财务顾问



中信建投证券股份有限公司
CHINA SECURITIES CO., LTD.

二〇一六年六月

深圳证券交易所:

启明星辰信息技术集团股份有限公司（以下简称“启明星辰”、“上市公司”、“本公司”、“公司”）于 2016 年 6 月 3 日披露了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》（以下简称“报告书”），并于 2016 年 6 月 14 日收到贵所下发的《关于对启明星辰信息技术集团股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（需行政许可）【2016】第 54 号），中信建投证券股份有限公司作为启明星辰本次重组交易的独立财务顾问，对问询函中涉及独立财务顾问发表意见的事项答复如下：

在本回复中，除非文义载明，相关简称与《启明星辰信息技术集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。

1、以 2015 年 12 月 31 日为评估基准日，采用收益法确定的赛博兴安股东全部权益评估价值为 64,460 万元，增值率为 1,228.18%。请补充披露以下内容：

（1）请结合赛博兴安市场占有率及未来变化趋势、业绩增长模式的可持续性 & 同行业可比交易情况等，分析本次评估增值的依据及合理性，请独立财务顾问核查并发表意见。

答复：

一、赛博兴安市场占有率及未来变化趋势

赛博兴安成立于 2009 年，是国家认定的高新技术企业和软件企业，通过了 GB/T19001-2008/ISO9001:2008 和 GJB9001B-2009 质量管理体系认证，拥有国家二级保密资质、商用密码产品销售许可证及军队、军工、政府等行业要求的高级别信息安全相关资质。赛博兴安依靠强大的自主研发能力和先进的技术，各主要产品已经获得市场认可，并占据不可替代的市场地位。在军队军工的相关细分市场，赛博兴安具有较高的市场占有率。此外，赛博兴安的网络安全隔离控制系统等产品处于市场领先行列。

赛博兴安属于信息安全行业。在政策支持和市场需求的驱动下，中国信息安全产业近几年年平均增速均在 20% 左右，市场空间巨大。赛博兴安目前核心技术为兴安网络处理平台、线速硬件加解密处理平台、物理级网络安全隔离体系和网

络安全数据分析平台，在军队军工的相关细分市场具有较高的市场占有率。本次收购完成后，赛博兴安将继续发挥网络传输加密技术、加密认证及数据安全产品等技术优势，从进一步满足市场需求出发，与上市公司加强技术合作和产品研发，进一步完善在信息安全行业的产品和服务线，为客户提供更加完备的信息安全整体解决方案，并借助上市公司的市场渠道资源，拓宽产品应用领域，不断提升核心竞争力，未来市场占有率将会继续扩大。

二、赛博兴安业绩增长模式的可持续性

赛博兴安通过以下方式维持其业绩增长的可持续性：

1、深耕现有市场

目前，赛博兴安在军队军工的部分细分市场已经取得领先地位，但军队军工行业市场空间广阔，赛博兴安的市场占有率还有非常大的增长空间。依托自身的品牌和资质等优势，在军队军工领域，赛博兴安拥有丰富的客户资源，可以满足不同客户的差异化需求，及时、优质的服务为赛博兴安在市场上拓展创造了竞争优势。凭借对该行业的深刻理解和技術优势，赛博兴安将继续拓展军队军工的其他细分市场，获得更大的市场份额，而本次收购完成后，借助上市公司的产品线，赛博兴安可进一步提升市场竞争力，进一步增强自身的品牌影响力，提升在军队军工行业相关市场的占有率。

2、拓宽产品应用领域

赛博兴安把产品技术优势与客户应用需求相结合，将产品应用领域从军队军工逐渐拓展到公安、保密、能源、金融等领域，形成了持续的利润增长点；同时，本次收购完成后，赛博兴安核心产品可以借助上市公司已有的全国销售渠道，更快速的复制到其他行业和区域，尤其是赛博兴安的数据安全与加密类产品，在一定程度上填补了上市公司的产品线空白，有利于赛博兴安在高速增长的全国商业加密市场快速获得一定市场份额。

三、同行业可比交易案例估值情况

同行业上市公司并购交易案例评估情况如下：

金额单位：人民币万元

交易案例项目名称	账面价值	评估价值	评估增值率	首期业绩承诺	首期业绩承诺市盈率
绿盟科技收购北京亿赛通 100%股权	8,473.82	49,870.60	488.53%	3200	15.58
立思辰收购康邦科技 100%股权	14,712.83	152,252.59	934.83%	8000	19.03

交易案例项目名称	账面价值	评估价值	评估增值率	首期业绩承诺	首期业绩承诺市盈率
立思辰收购江南信安 100%股权	6,612.79	35,930.58	443.35%	2000	17.97
顺网科技收购国瑞信安 100%股权	4,312.72	37,100.00	760.25%	2500	14.84
拓尔思收购天行网安 100%股权	8,443.98	60,051.91	611.18%	4100	14.65
启明星辰拟收购赛博兴安 100%股权	4,853.25	64,460.00	1228.18%	3874	16.64

从首期业绩承诺市盈率对比分析看，区间值在 14.65-19.03 之间，平均值为 16.41。赛博兴安的首期业绩承诺市盈率处于同行业并购案例中等水平，与同行业交易案例相比未发现重大异常。由于赛博兴安为“轻资产”公司，账面价值低、净资产收益率高，从而导致评估增值率高。

四、独立财务顾问核查意见

独立财务顾问核查后认为：赛博兴安在军队军工的细分市场具有较高的市场占有率，依托自身的品牌资质、客户资源、技术等优势，未来业绩增长具有持续性，且与同行业可比交易相比，对应的市盈率处于平均水平，本次评估中依据充分，评估结果合理，评估增值合理。

(3) 2015年3月，北京星源壹号信息安全创业投资基金管理中心（有限合伙）（以下简称“星源壹号”）投资入股赛博兴安 10%股权，该次投资入股赛博兴安的总体估值为 15,000 万元，与本次交易作价 63,706.50 万元存在较大差异，请详细说明上述估值差异的原因及合理性，请独立财务顾问核查并发表意见。

答复：

一、估值差异的原因和合理性

星源壹号受让10%股权的作价和本次交易的作价都是基于投资时赛博兴安的实际经营情况和合理的市盈率倍数，并经交易双方协商做出的。

2014年底，星源壹号与赛博兴安其他股东商谈入股并达成投资意向，并于2015年1月将价款支付给股权转让方。由于前次转让的工商变更登记尚未办理完毕，直到2015年4月，星源壹号受让股权的工商变更登记手续才办理完毕。因此，星源壹号投资入股时的估值是基于赛博兴安2014年的预计利润做出的。

星源壹号受让10%的作价和本次交易时，赛博兴安经营情况和市盈率倍数情况如下：

项目	估值作价（万元）	股权转让前一年的扣除非经常性损益后的合并净利润（万元）	市盈率倍数
星源壹号受让赛博兴安	15,000.00	864（模拟，未经审计）	17.36

项目	估值作价 (万元)	股权转让前一年的扣除非经常性 损益后的合并净利润(万元)	市盈率倍数
10%股权			
上市公司受让赛博兴安 100% 股权	63,706.50	2,981	21.37
增长幅度	324.71%	245.02%	23.10%

根据上表，尽管上市公司受让赛博兴安100%的作价比星源壹号受让赛博兴安10%股权时的作价大幅增长，增幅为324.71%，但主要系赛博兴安2015年的合并报表扣除非经常性损益后的净利润较2014年大幅增长所致，增幅达到245.02%。本次交易比星源壹号受让赛博兴安10%股权时的市盈率倍数增长了24.37%，增幅不大，具有合理性。

(一) 赛博兴安2015年的合并报表扣除非经常性损益后的净利润较2014年大幅增长

赛博兴安2015年的合并报表扣除非经常性损益后的净利润比2014年模拟的净利润大幅增长的原因具体如下：

1、赛博兴安自身业务发展进入到快速发展期

赛博兴安成立于2009年，从设立至今，赛博兴安的发展经历了以下三个阶段：

第一阶段：2009-2012年，技术和资质积累期。从成立后到2012年期间，赛博兴安积累了网络安全核心技术，逐步获取从事军队与军工领域的各项资质，并以大行业定制化的产品与服务为主要经营方向；

第二阶段：2013-2014年，资源整合期。在具备进入相关行业门槛资质和一定的技术、业务积累后，赛博兴安进行了人员、产品和公司管理等各方面的资源整合。赛博兴安不断引进优秀的管理与技术人才规范公司治理和提升公司的技术水平，2014年引进文芳任总经理，对赛博兴安实施了全面绩效管理，预算管理，提高了运营效率及管理水平；2014年收购了赛博长城，扩充了公司产品线，并引进了姚海军任赛博长城总经理，稳定了赛博长城管理团队，有效提升了解决方案及服务能力，从而增强了赛博兴安的核心竞争力；

第三阶段：2015年至今，快速发展期。通过上述两个阶段在产品、技术、人员、管理和市场等方面的积累，赛博兴安进入了快速发展期。2015年初至今，随着信息安全行业日益得到重视，赛博兴安不断推出新的产品并开拓新的市场。网络安全单向隔离系统进入了公安等政府部门，网络隔离与交换系统进入了医疗、

卫生等行业。在数据安全与加密方面，形成了卫星、短波、IP网络通信等多种系列化数据安全产品，设计实现了支持国产商业密码算法的GDOI协议VPN产品，赛博兴安的整体的盈利能力大幅提升。

2、赛博兴安收购赛搏长城100%股权，整合效应良好

在赛博兴安收购赛搏长城100%股权前，赛搏长城由于客户市场单一、产品线长导致核心产品投入不够等因素导致业绩不稳定，2014年亏损约458万元。赛博兴安收购赛搏长城后，两个公司在产品、技术、研发、人员、管理和市场等方面都进行了积极的整合，对赛博兴安整体业绩提升起到了很大的作用。主要体现在以下几个方面：

第一、赛搏长城之前客户单一，管理成本高，市场化效率低，被并入赛博兴安后，两个公司由竞争变为合作，有效提高了赛博兴安和赛搏长城的经营效率；第二、整合之后，赛博兴安加大研发投入，并依托双方的技术优势研发新产品，新产品的推出产生了效大的效益；第三、赛博兴安和赛搏长城两公司产品线互补，解决方案能力增强，可以为用户提供更全面的产品与服务，得到了更多的市场机会。

综上，星源壹号2014年底接触赛博兴安时，赛博兴安自身刚刚完成积累即将进入快速发展通道，同时赛搏长城的经营业绩较差，2014年亏损约458万元，赛博兴安刚刚完成收购，收购后双方仍需要进行整合，整合风险较大。2015年，赛博兴安通过自身积累进入快速发展通道，同时和赛搏长城整合成功，双方协同效应明显，合并后业务发展良好，客户订单均实现了快速增长，收入利润水平大幅提高，由2014年模拟合并的净利润（未经审计）864万元增长为2015年合并报表扣除非经常性损益后的净利润为2,981万元，实现了业绩的快速增长。同时，交易对方承诺赛博兴安的2016年度、2017年度和2018年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于3,874万元、5,036万元和6,547万元，增长较大。

（二）两次估值作价市盈率倍数及其增长均具有合理性

1、两次作价的市盈率倍数都具有合理性

（1）星源壹号受让赛博兴安10%股权时的市盈率倍数并未低估

星源壹号受让赛博兴安10%股权时的市盈率倍数为17.36倍。根据行业可比公

司北京天融信科技股份有限公司于2015年10月公布的《公开转让说明书》，2015年1月30日，天融信进行股权转让，该次股权转让的市盈率倍数为19.1倍。天融信成立于2003年，业务稳定，而且规模较大，其2013年、2014年和2015年的主营业务收入分别为57,217.83万元、73,372.23万元和85,512.67万元，净利润分别为10,383.45万元、18,392.69万元和22,955.31万元。

因此，星源壹号受让赛博兴安10%股权时的市盈率倍数为17.36倍并不存在严重低估的情形。

(2) 上市公司受让赛博兴安100% 股权时的市盈率倍数并未高估

按照赛博兴安2015年合并报表扣除非经常性损益后的净利润计算，上市公司受让赛博兴安100% 股权对应的市盈率倍数为21.37倍，按照业绩对赌期第一年的承诺业绩进行计算，市盈率倍数为16.64倍。

近期同行业上市公司收购的市盈率倍数情况如下表：

单位：万元

交易案例项目名称	评估价值	首期业绩承诺	首期业绩承诺市盈率
绿盟科技收购北京亿赛通 100%股权	49,870.60	3200	15.58
立思辰收购康邦科技 100%股权	152,252.59	8000	19.03
立思辰收购江南信安 100%股权	35,930.58	2000	17.97
顺网科技收购国瑞信安 100%股权	37,100.00	2500	14.84
拓尔思收购天行网安 100%股权	60,051.91	4100	14.65
启明星辰拟收购赛博兴安 100%股权	64,460.00	3874	16.64

根据上表，上市公司受让赛博兴安100% 股权时的市盈率倍数并未高估，而且还低于相关案例。

因此，两次作价的市盈率倍数都具有合理性。

2、两次作价的市盈率倍数差异的原因

(1) 两次作价标的公司所处阶段不同

星源壹号2014年底接触赛博兴安时，赛博兴安自身刚刚完成积累即将进入快速发展通道且正在收购赛博长城，该次投资类似风险投资，风险较大，因而估值相对较低。而本次交易前，赛博兴安和赛博长城的整合非常成功，双方协同效应明显，合并后业务发展良好，客户订单均实现了快速增长，收入利润水平大幅提高，根据赛博兴安提供的在手订单情况，发展前景良好，风险降低。因而本次交易的估值水平较高。

(2) 两次股权转让受让方目的不同

星源壹号购买赛博兴安10%的股权，为参股权收购，系风险投资，而上市公司本次交易收购的是赛博兴安100%股权，为控股权收购，是战略并购和业务整合。两次交易的转让股权比例不同，交易后对赛博兴安的参与程度不同，进而导致交易作价产生差异。

上市公司收购赛博兴安100%股权，除为上市公司直接贡献合并利润外，还可促进上市公司进一步丰富和完善信息安全产品和服务链条、巩固市场渠道、扩大市场占有率，从而带动上市公司整体业务和业绩的提升。

(3) 两次作价双方的权利义务不同

根据星源壹号入股赛博兴安时的总体规划，星源壹号入股后将全面提升赛博兴安的业务经营效率和内部管理水平，同时筹备赛博兴安新三板挂牌、参与上市公司并购重组、IPO上市等资本运作。因此，星源壹号投资入股时与交易对方及管理层股东未设置业绩对赌安排，仅对未来三年业绩进行了预计，且预计业绩均较低，而本次启明星辰收购赛博兴安100%股权交易双方明确详细约定了权利与义务，设定了详细的对赌机制，在《发行股份及支付现金购买资产协议》以及《盈利预测补偿协议》中约定了2016年度-2018年度业绩承诺以及股份解锁事项，进而导致股权出让方的权利和义务不同，市盈率水平产生差异。

综上，虽然星源壹号投资入股赛博兴安的总体估值15,000万元与本次交易作价63,706.50万元存在较大差异，但具有合理性。

二、独立财务顾问核查意见

独立财务顾问核查后认为：星源壹号受让10%股权的作价和本次交易的作价都是基于投资时赛博兴安的实际经营情况和合理的市盈率倍数，并经交易双方协商做出的。本次上市公司受让赛博兴安100%的作价比星源壹号受让赛博兴安10%股权时的作价大幅增长，主要系赛博兴安2015年的盈利能力较2014年大幅增加所致，上述差异具有合理性。

2、赛博兴安2014至2015年前五大客户的集中度分别为64.75%、73.87%，同期前五大供应商的集中度分别为46.36%、67.17%。请补充披露以下内容：

(3) 根据报告书，2014-2015年前五大供应商中，北京天融信科技有限公司、北京永信火眼科技有限公司与标的公司存在关联关系，请说明赛博兴安向上述供应商采购商品的定价公允性，请独立财务顾问核查并发表意见。

答复:

一、赛博兴安向北京天融信科技有限公司、北京永信火眼科技有限公司采购商品的定价公允性

一、赛博兴安向北京天融信科技有限公司、北京永信火眼科技有限公司采购商品的定价公允性

(一) 赛博兴安向北京永信火眼科技有限公司采购商品的定价公允性

北京永信火眼科技有限公司为赛博兴安的关联方。

赛博兴安在军队军工行业积累了丰富的客户资源，依托自身的销售渠道，向北京永信火眼科技有限公司采购产品后向客户销售。赛博兴安向北京永信火眼科技有限公司采购的产品较为独特，不属于标准通用产品，不存在向其他供应商采购同种产品的情况，因此价格不存在与同类产品的可比性，只能双方协调定价。

报告期内，赛博兴安向北京永信火眼科技有限公司采购产品的对外销售时，实现销售收入分别为 27.35 万元和 372.65 万元，产生的毛利分别为 12.39 万元和 108.12 万元，销售毛利率保持在 30%左右，就行业内代理类业务而言，利润率空间较为合理。同时，产生的毛利占同期毛利的比例分别为 0.25%和 1.57%，占比较低，对赛博兴安的营业利润影响较小。

此外，赛博兴安股东王晓辉、李大鹏、蒋涛、文芳已就减少和规范关联交易出具相关承诺，赛博兴安已经减少了向北京永信火眼科技有限公司的采购，2016 年 1-3 月采购金额 41 万元，且自 3 月份后不再向北京永信火眼科技有限公司进行采购。

(二) 赛博兴安向北京天融信科技有限公司采购商品的定价公允性

1、北京天融信科技有限公司不属于赛博兴安的关联方

赛博兴安持股 5%以上的股东、董事兼总经理文芳通过山南融诚服务咨询管理合伙企业(有限合伙)间接持有前五大供应商北京天融信科技有限公司 0.297%的股份，根据《深圳证券交易所股票上市规则(2014 年修订)》和《企业会计准则第 36 号--关联方披露》的有关规定，赛博兴安与北京天融信科技有限公司无关联关系。

2、采购商品的公允性

报告期内，赛博兴安主要向天融信采购网关类产品。

赛博兴安向天融信采购网关类产品，是基于自身业务需求，在一个竞争性的市场，综合比较产品价格、服务条款、付款周期等因素后做出的采购行为。该产品的平均采购价格为 6500 元/台，赛博兴安不存在向其他供应商采购相同产品的情况，向其他公司采购同类型类似产品的价格为 8000-8300 元/台，价格差异的原因为：

(1) 单笔采购量差异较大。赛博兴安向其他供应商采购类似产品的数量较小，一般不超过 10 台，而向天融信单笔采购总量超过 400 台，从而具备一定的议价能力，价格相对较低；

(2) 产品性能指标和功能模块数量不同。赛博兴安向天融信采购的网关类产品与向其他供应商采购的对应产品相比，根据用户需求降低了产品性能指标和功能模块数量，价格相应下调；

(3) 包含配套服务不同。赛博兴安向天融信采购该类产品时，采购合同中未包含安装服务，而安装服务通常在采购价格的 10% 左右。

综上，赛博兴安从天融信采购网关类产品与向其他供应商采购类似产品的价格存在差异，但具有合理性。

二、独立财务顾问核查意见

独立财务顾问核查后认为：天融信不属于赛博兴安的关联方，赛博兴安从天融信采购网关类产品与向其他供应商采购类似产品的价格存在差异，但具有合理性；赛博兴安采购北京永信火眼科技有限公司的产品具有独特性，无同类可比产品价格，采购商品后并进行销售的毛利率水平较为合理，且形成的毛利较低，对赛博兴安的营业利润影响较小，并自 2016 年 3 月份不再向北京永信火眼科技有限公司进行采购。

（本页无正文，为《中信建投证券股份有限公司关于对深圳证券交易所<关于对启明星辰信息技术集团股份有限公司的重组问询函>相关问题之专项核查意见》之签章页）

财务顾问主办人：

李珍

陶强

中信建投证券股份有限公司

年 月 日