

---

**上海东洲资产评估有限公司**  
**《关于对广东文灿压铸股份有限公司重大资产**  
**购买报告书（草案）信息披露的问询函》**  
**之回复**

二〇二〇年七月

---

上海证券交易所：

根据贵所 2020 年 7 月 7 日签发的上证公函【2020】0825 号《关于对广东文灿压铸股份有限公司重大资产购买报告书（草案）信息披露的问询函》（以下简称“重组问询函”），本公司（上海东洲资产评估有限公司）立即就问询函中需要估值机构回复的问题进行了认真核查与回复。

如无特殊说明，本重组问询函回复中的简称与《重组报告书》中的简称具有相同含义。

本重组问询函回复所涉数据的尾数差异或不符系四舍五入所致。

---

问题 4、草案显示，本次交易分别采用上市公司比较法和交易案例比较法对标的公司 100%股权价值进行了估值分析，最终结论以上市公司比较法作为估值结果。截至估值基准日 2019 年 12 月 31 日，标的公司 100%股权估值为 26,990.20 万欧元，增值额 10,249.50 万欧元，增值率约为 61.23%。另外，2017 年至 2018 年中，标的公司股价最高为 62 欧元/股，最低为 28 欧元/股，收购价格为 38.18 欧元/股，相比《报价函》签署公告前一日溢价率为 29%。

请公司补充披露：（1）上市公司比较法中成长性修正、经营规模修正、营运能力修正、偿债能力修正打分系数的确定依据和具体计算过程；（2）结合股价变动趋势、定价和增值率等，进一步说明本次交易收购价格的合理性。请财务顾问、评估师发表意见。

回复：

一、上市公司比较法中成长性修正、经营规模修正、营运能力修正、偿债能力修正打分系数的确定依据和具体计算过程

（一）修正打分系数的确定依据

1、修正参考指标和修正方向

（1）成长性

标的公司和可比上市公司可能处于不同的发展阶段拥有不同的成长潜力。收入增长率一定程度上可以反映一家企业的所处的发展阶段和成长潜力，故本次估值成长性的修正参考可比上市公司近一年的收入增长率进行修正。

收入复合增长率修正是正向的，即收入复合增长率越高，则向上修正，反之则向下修。

（2）经营规模

标的公司和可比上市公司其经营规模是有差异的。而在衡量市场地位，市场份额方面，营业收入是一个非常重要的指标。在衡量企业规模方面，总资产是一个非常重要的指标。因此我们选择“营业收入”和“总资产”修正经营规模。

营业收入和总资产的修正是正向的，即营业收入或总资产大，则向上修正，反之则向下修正。

---

### （3）营运能力

营运能力是指企业基于外部市场环境的约束，通过内部人力资源和生产资料的配置组合而对财务目标实现所产生作用的大小。本次估值选择应收账款周转率和总资产周转率修正标的公司和可比上市公司营运能力的差异。

应收账款周转率和总资产周转率的修正是正向的，即应收账款周转率或总资产周转率越高，则向上修正，反之则向下修。

### （4）偿债能力

企业的偿债能力是指企业用其资产偿还长期债务与短期债务的能力，是企业能否健康生存和发展的关键，反映企业财务状况和经营风险的重要标志。本次估值我们选择反映长期偿债能力的指标资产负债率和短期偿债能力的指标速动比率修正标的公司和可比上市公司偿债能力的差异。

资产负债率修正的方向是反向的，即资产负债率越高，代表企业经营风险越大，则向下修正，反之则向上修。速动比率的修正方向是正向的，即速动比率越高，则向上修正，反之则向下修。

## 2、最大修正幅度

本次上市公司比较法中，在案例筛选条件上设置了较为严苛的标准，这些条件（行业、主营业务、营业收入规模）在最大限度上保证了可比上市公司与标的公司更接近，最终选择了 ACL, GISSA A, Samkee 以及 SHLO 四个可比上市公司。在经营规模方面，标的公司与可比上市公司的差异均在三倍以内；在营运能力和偿债能力方面，差异均在一倍以内；在成长性方面，差异值均在 20% 以内。

由于本次上市公司比较法中案例与标的公司指标差异较小，同时，EV/EBITDA 是汽车零部件行业最为通用的核心价值比率，所以各项指标的最大修正幅度均设置为 5%，没有做过大幅度的调整。

## 3、最大修正幅度对应指标差异率

本次估值的修正是先确定最大差异，再根据差异率/值去确定修正系数，尽可能减少过多的人为判断调整。参考标的公司与可比上市公司差异率和差异值，在经营规模方面，设置最大修正幅度对应指标差异率为 300%，约每差异 60% 修

---

正 1%；在营运能力和偿债能力方面，设置最大修正幅度对应指标差异率为 100%，约每差异 20%修正 1%；在成长性方面，由于可比上市公司与标的公司的最大差异值为 18%，约每 4%修正 1%。

## （二）修正的具体计算过程

根据上述成长性、经营规模、营运能力、偿债能力修正的参考指标、修正方向、修正幅度和差异的分析，估值人员对各打分系数进行了计算。具体计算公式如下：

### （1）成长性

$$\text{收入增长率打分系数} = 100 + \frac{\text{可比上市公司收入增长率} - \text{标的公司收入增长率}}{4\%}$$

即差异额约每 4%修正一个点。

### （2）经营规模修正

$$\text{营业收入打分系数} = 100 + \frac{\text{可比上市公司营业收入} / \text{标的公司营业收入} - 1}{300\%} \times 5$$

$$\text{资产总额打分系数} = 100 + \frac{\text{可比上市公司资产总额} / \text{标的公司资产总额} - 1}{300\%} \times 5$$

即每差异 300%修正五个点，每差异约 60%修正一个点。

最终选择营业收入打分系数和资产总额打分系数的平均值作为经营规模修正打分系数。

### （3）营运能力修正

$$\text{总资产周转率打分系数} = 100 + \frac{\text{可比上市公司总资产周转率} / \text{标的公司总资产周转率} - 1}{100\%} \times 5$$

$$\text{应收账款打分系数} = 100 + \frac{\text{可比上市公司应收账款周转率} / \text{标的公司应收账款周转率} - 1}{100\%} \times 5$$

即每差异 100%修正五个点，每差异约 20%修正一个点。

最终选择总资产周转率打分系数和应收账款打分系数的平均值作为营运能力修正打分系数。

### （4）偿债能力修正

$$\text{速动比率打分系数} = 100 + \frac{\text{可比上市公司速动比率} / \text{标的公司速动比率} - 1}{100\%} \times 5$$

$$\text{资产负债率打分系数} = 100 - \frac{\text{可比上市公司资产负债率} / \text{标的公司资产负债率} - 1}{100\%} \times 5$$

即每差异 100% 修正五个点，每差异约 20% 修正一个点。

最终选择速动比率打分系数和资产负债率打分系数的平均值作为偿债能力修正打分系数。

经过上述计算，可比上市公司修正后的价值比率如下：

项目	案例一			案例二			案例三			案例四		
	ACL			GISSAA			Samkee			SHLO		
价值比例 EV/EBITDA	6.24			5.30			6.74			5.45		
交易日期修正	100.0	/	100.0	100.0	/	100.0	100.0	/	100.0	100.0	/	100.0
交易情况修正	100.0	/	100.0	100.0	/	100.0	100.0	/	100.0	100.0	/	100.0
成长性修正	100.0	/	101.0	100.0	/	104.0	100.0	/	105.0	100.0	/	101.0
经营规模修正	100.0	/	99.0	100.0	/	103.0	100.0	/	100.0	100.0	/	102.0
营运能力修正	100.0	/	100.5	100.0	/	100.0	100.0	/	99.5	100.0	/	102.5
偿债能力修正	100.0	/	98.5	100.0	/	99.5	100.0	/	97.0	100.0	/	98.5
修正后价值比例 EV/EBITDA	6.30			4.97			6.65			5.24		
修正前后差异率	0.96%			-6.23%			-1.34%			-3.85%		

修正前后差异率最大是向下修正 6.23%，最小是向上修正 0.96%。由于在案例选择上尽可能与标的公司相似，指标整体修正幅度较小。

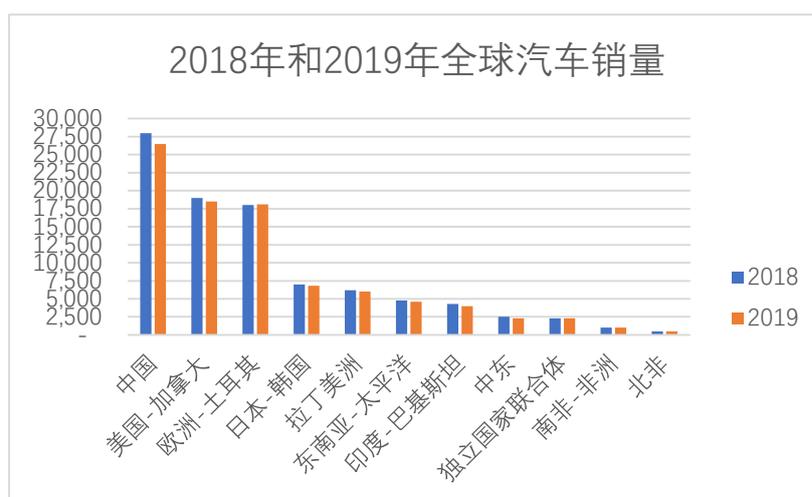
二、结合股价变动趋势、定价和增值率等，进一步说明本次交易收购价格的合理性。

### （一）估值基准日前后股价变动趋势

百炼集团近三年股价最高 63.3 欧元/股（2018 年），最低 23 欧元/股（2019 年），主要由于汽车零部件行业整体的预期增长趋势发生了改变。

全球汽车市场在经历了长时间的持续增长后，自 2018 年开始出现下滑，大概率会连续三年下滑。根据 Jato Dynamics 出具的报告显示，尽管 2019 年汽车行业营收小幅增长至 1.87 万亿欧元，但营业利润却降至 863.8 亿欧元，低于 2018 年的 967.1 亿欧元。最大的新车消费市场中国连续第二年出现下滑。2019 年美国、日本等汽车消费大国也均出现下滑。详见下图：

单位：千辆

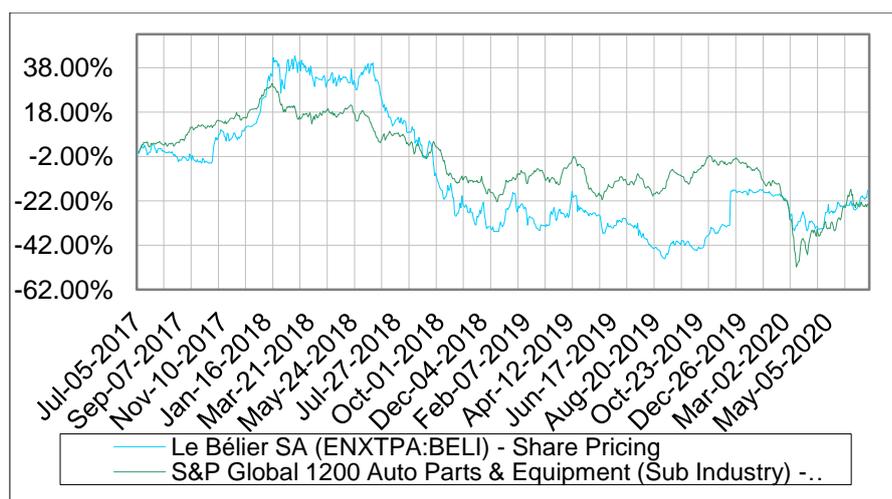


数据来源：autocar

受下游需求萎缩的影响，整个汽车零部件行业的估值自2018年以来也迎来了调整。

2019年12月10日，在文灿股份的38.18欧元强制要约收购价格的预期下，百炼集团的股价在略低于要约收购价格的区间徘徊。2020年3月后，受新型冠状病毒疫情在全球蔓延的影响，汽车主机厂及零部件供应商均遭遇了不同程度的停产停工，上市公司包括百炼集团的股价相应下滑。随着汽车主机厂及零部件供应商逐渐复工，以及本次交易的确定性不断增强，7月后百炼集团的股价有所回升，运行在36-37欧元的区间。

从百炼集团近三年的股价走势来看，与全球汽车零部件行业股价（S&P Global 1200 Auto Parts & Equipment 标普全球1200家汽车零部件&设备企业指数）走势是趋同的，估值符合行业整体变化趋势。详见下图：



数据来源：Capital IQ

综上所述，百炼集团近年股价走势基本符合整体行业趋势。

## （二）本次交易收购价格的定价过程及溢价率

### 1、本次交易收购价格的定价过程

本次交易系竞标流程下的第三方市场化收购，最终交易定价系上市公司综合考虑百炼集团盈利能力、市场地位、品牌影响力、市值以及战略发展等因素后经双方谈判而确定的。

根据交易双方签订的《股份购买协议》及《股份购买协议之补充协议》，各交易对方出让所持百炼集团股份的具体情况如下：

交易对方	出让股份数量（股）	每股价格（欧元）	交易对价（欧元）
Copernic 公司	3,796,771	35.12	133,342,597.52
Philippe Galland	11,951	38.18	456,289.18
Philippe Dizier	228,875	38.18	8,738,447.50
<b>合计</b>	<b>4,037,597</b>	—	<b>142,537,334.20</b>

本次调整后，百炼集团 100% 的交易对价由 2.513 亿欧元下降至 2.397 亿欧元，下调比例接近 5%，有效地降低了上市公司收购的风险。

指标	降价前	降价后
100%百炼集团股权价值（万欧元）	25,130	23,968
2019 年底净资产（万欧元）	16,741	
增值率	50%	43%
付息债务（万欧元）	13,655	
现金及现金等价物（万欧元）	14,564	
隐含企业价值 EV（万欧元）	24,220.00	23,058.00

指标	降价前	降价后
2019年 EBITDA (万欧元)	4,504.00	
隐含 EV/EBITDA 倍数 (x)	5.38	5.12

根据《估值报告》中可比上市公司的平均 EV/EBITDA 倍数为 5.79，高于本次降价后的隐含 EV/EBITDA 倍数 5.12。

## 2、本次交易收购价格的溢价率

根据 Capital IQ 统计，近年收购欧洲汽车及零部件上市公司控制权交易案例的溢价率如下：

公告日期	收购方	被收购方	较前一日溢价率	较前一周溢价率	较前一个月溢价率
2019/7/12	Autokiniton US Holdings, Inc.	Tower International, Inc.	69.68	62.99	70.99
2019/1/29	AVY Precision Technology INC.	Jabon International Co., Ltd.	20.50	20.91	27.02
2019/1/22	Compagnie Générale des Établissements Michelin Société en commandite par actions	PT Multistrada Arah Sarana Tbk	10.35	17.20	14.83
2019/1/21	Danfoss Power Solutions (US) Company	UQM Technologies, Inc.	51.33	69.31	84.77
2018/11/7	MinebeaMitsumi Inc.	U-Shin Ltd.	28.26	29.44	23.13
2018/5/29	继峰股份	Grammer AG	17.88	12.68	15.50
2018/1/12	Melrose Industries PLC	GKN Limited	38.49	41.20	54.40
	平均值		<b>33.78</b>	<b>36.25</b>	<b>41.52</b>
	中位值		<b>28.26</b>	<b>29.44</b>	<b>27.02</b>
	本次收购的溢价率（以 38.18 欧元计算）		<b>29.00</b>	<b>30.07</b>	<b>31.24</b>

综上所述，本次交易系竞标流程下的第三方市场化收购，交易价格的溢价率与近年来的交易案例溢价率处于可比水平，定价具备合理性。

### （三）本次交易收购价格的增值率

本次交易价格调整后，百炼集团 100% 股份的定价约为 23,970.00 万欧元，较 2019 年末账面归母净资产 16,740.70 万欧元增值率约为 43%，对应 PB 值为 1.43。

根据 Capital IQ 查询，全球 2018 年至 2019 年汽车零部件行业公开的 28 个控股权并购案例，P/B 值的平均数为 3.51，P/B 值的中位数为 2.20。

根据本次估值交易案例比较法中四个可比交易案例数据，P/B 值的平均数为 2.15，PB 值的中位数为 2.22。详见下表：

金额单位：万欧元

收购方	被收购方	收购价格	归母净资产	P/B
American Axle & Manufacturing Holdings, Inc.	Metaldyne Performance Group Inc.	146,973	64,019	2.30
Grupo Industrial Saltillo, S.A.B. de C.V.	Automotive Components Europe S.A.	7,722	3,596	2.15
Linamar Corp.	Montupet SA	77,129	25,816	2.99
渤海汽车系统股份有限公司	TRIMET Automotive Holding GmbH	8,200	6,968	1.18
平均数				<b>2.15</b>
中位数				<b>2.22</b>

综上所述，本次交易收购价格的增值率处于合理区间范围。

### 三、中介机构核查意见

经核查，估值机构认为：本次估值上市公司比较法中成长性修正、经营规模修正、营运能力修正、偿债能力的修正合理，本次交易的收购价格属于合理范围。

---

（本页无正文，为上海东洲资产评估有限公司《关于对广东文灿压铸股份有限公司重大资产购买报告书（草案）信息披露的问询函》之回复签章页）

上海东洲资产评估有限公司

年 月 日