

航天科技控股集团股份有限公司
拟发行股份或支付现金购买
Hiwinglux S.A.100%及 Navilight S.a.r.l.100%股权项目
之：All Circuits S.A.S.股东全部权益价值
评估说明

中企华评报字【2016】第 1012-2 号
(共一册 第一册)

北京中企华资产评估有限责任公司

二〇一六年一月二十日



目 录

第一部分 关于评估说明使用范围的声明	1
第二部分 企业关于进行资产评估有关事项的说明	2
第三部分 资产评估说明	3
第一章 评估对象与评估范围说明	4
一、 评估对象与评估范围	4
二、 企业申报的实物资产情况	4
三、 企业申报的无形资产情况	5
四、 企业申报的表外资产情况	5
五、 引用其他机构报告结论所涉及的相关资产	5
第二章 资产核实情况总体说明	6
一、 资产核实人员组织、实施时间和过程	6
二、 影响资产核实的事项及处理方法	7
三、 核实结论	7
第三章 收益法评估技术说明	8
一、 世界经济发展现状及趋势	8
二、 行业现状与发展前景分析	9
三、 被评估企业的业务分析	22
四、 收益预测的假设条件	42
五、 评估计算及分析过程	42
第四章 市场法评估技术说明	55
一、 评估方法及实施过程	55
二、 市场法运用的假设条件	56
三、 选择可比公司	57
四、 企业价值倍数估值	61
第五章 评估结论及分析	67
一、 评估结论	67
二、 评估结论与账面价值比较变动情况及原因	68
三、 控制权与流动性对评估对象价值的影响考虑	68

第一部分 关于评估说明使用范围的声明

本评估说明仅供相关监管机构和部门使用。除法律法规规定外，材料的全部或者部分内容不得提供给其他任何单位和个人，不得见诸公开媒体。

第二部分 企业关于进行资产评估有关事项的说明

本部分内容委托方和被评估单位编写、单位负责人签字、加盖单位公章并签署日期，内容见附件：关于进行资产评估有关事项的说明。

第三部分 资产评估说明

本部分内容 by 签字注册资产评估师编写，共包括评估对象与评估范围说明、资产核实情况总体说明、收益法评估技术说明、市场法评估技术说明、评估结论及分析共五章。

第一章 评估对象与评估范围说明

一、评估对象与评估范围

(一)委托评估对象与评估范围

评估对象是 All Circuits S.A.S.(以下简称 AC 公司)的股东全部权益价值。

评估范围是 All Circuits S.A.S.的全部资产及负债。

(二)委托评估的资产类型与账面金额

评估基准日，评估范围内的资产包括流动资产、固定资产、无形资产、商誉及递延所得税资产等，总资产账面价值(合并口径)为 132,940.54 万元；负债包括流动负债和其他非流动负债，总负债账面价值(合并口径)为 85,015.62 万元；归属于母公司股东权益账面价值(合并口径)为人民币 47,924.71 万元。评估基准日会计报表经致同会计师事务所(特殊普通合伙)审计。

(三)委托评估的资产权属状况

纳入评估范围内的房屋建筑物主要为综合性厂房，共一处，分布于法国的奥尔良地区的 MSL 公司，面积 18,712.00 平方米，上述房产所占用地面积为 80,000 平方米。纳入评估范围的房地产均已提供相应的权属证明，权属无瑕疵。

二、企业申报的实物资产情况

企业申报的纳入评估范围的实物资产主要为存货、房屋建筑物及机器设备等。实物资产的类型及特点如下：

1.存货

评估范围内的存货主要包括原材料、产成品及在产品。原材料以各类电子元器件及辅助材料为主；产成品主要包括MRM TDMA、SFP DDM、CTE ITFE、Ensemble optique 5G S1.2 SFP Mono、MRM GPRM等各类产品；在产品主要是尚未完工的各类产品。上述各类存货分别存放于

相应的仓库中，并有专业人员进行管理。

2.房屋建筑物及土地

纳入评估范围的房屋建筑物为综合性厂房，以钢结构为主，主要用于生产、办公及仓储，分布于法国的MSL公司。房屋建筑物维护较好，截止评估基准日全部建筑物均正常使用。房屋建筑物所占用宗地均为外部购置，产权均归属于MSL公司所有。

3.机器设备

纳入评估范围的机器设备主要有高度自动化的生产线、贴片机、电路板印刷系统及表面组装生产线质量检测系统等。机器设备主要分布于法国的MSL公司、BMS公司及突尼斯的TIS公司。总体来看，各公司设备维护保养较好，成新度较高，均可满足生产工艺要求。

三、企业申报的无形资产情况

企业申报的无形资产主要包括商标、客户关系及办公软件等。商标为企业申请取得，客户关系为企业实际经营中积累形成，计算机软件为企业外购取得，评估基准日多数无形资产均在正常使用。

四、企业申报的表外资产情况

企业申报的纳入评估范围的资产均为表内资产。

五、引用其他机构报告结论所涉及的相关资产

本评估报告不存在引用其他机构报告的情况。

第二章 资产核实情况总体说明

一、 资产核实人员组织、实施时间和过程

根据评估对象涉及的资产类型、数量和分布状况等特点，评估项目团队按照专业划分为资产清查组、收益法组、市场法组等 3 个评估小组，并制定了详细的现场清查核实计划。2015 年 10 月 29 日至 11 月 23 日，评估人员对评估对象涉及的资产和负债进行了必要的清查核实。清查核实过程如下：

1. 指导被评估单位填表和准备应向评估机构提供的资料

评估人员指导被评估单位的财务与资产管理人员在自行资产清查的基础上，按照评估机构提供的资产清查表、收益预测表及其填写要求、资料清单等，对评估对象涉及的资产进行细致准确的填报，同时收集准备资产的产权证明文件和反映性能、状态、经济技术指标等情况的文件资料等。

2. 初步审查和完善被评估单位填报的申报表

评估人员通过翻阅有关资料，了解涉及评估范围内具体对象的详细状况后，仔细核对各类资产清查表、收益预测表，初步检查有无填项不全、错填、项目不明确及钩稽关系不合理等情况，同时反馈给企业进行补充修改完善。

3. 现场实地勘查

评估人员结合此次评估对象和评估方法的特点，对主要资产财务、经营类资料进行了核实，对部分实物资产进行了抽查；对企业过往的财务状况和经营状况及未来发展战略及发展规划的具体实施情况等进行现场访谈。

4. 补充、修改和完善申报表

评估人员根据现场实地勘查结果，并和被评估单位相关人员充分沟通，进一步完善收益法评估申报表。

5. 查验产权证明文件资料

评估人员对评估对象涉及的相关资产产权证明文件资料进行查验，了解核实相关资产的产权状况。

6.企业损益情况的核实

按照评估准则的要求，指导企业清查资产，提供评估相关的资料，包括企业历史沿革、现状和前景，以及历史财务资料和收入、成本、费用等财务预测资料。

评估人员了解了企业的资产、负债、权益、盈利、利润分配、现金流等财务状况，对企业提供的历史数据资料、财务预测资料进行了核查，收集了可能影响企业生产经营状况的宏观、区域经济因素，以及行业发展状况及前景等方面的资料。”

二、 影响资产核实的事项及处理方法

资产清查过程中，评估人员没有发现影响资产核实的事项。

三、 核实结论

经过清查核实，资产核实结果与被评估单位的账面记录相一致。纳入评估范围内的资产产权清晰，权属证明文件齐全。

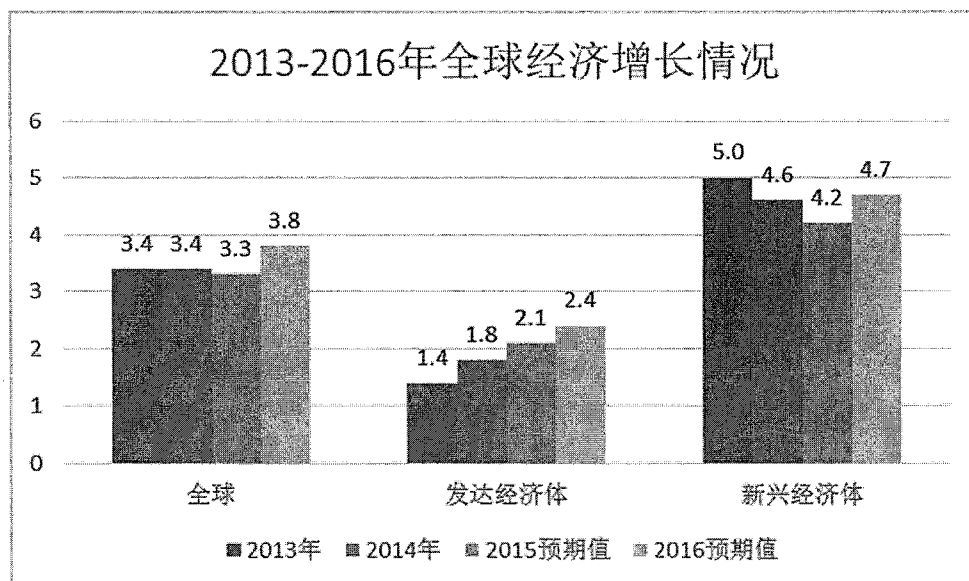
第三章 收益法评估技术说明

一、世界经济发展现状及趋势

根据国际货币基金组织(IMF)发布的报告,2015 年第一季度全球经济增长仅为 2.2%,其减缓程度超过预期,全球第一季度增长低于预测很大程度上反映了美国的意外产出收缩,并对加拿大和墨西哥产生了溢出效应。鉴于美国第一季度经济萎缩产生的影响,以及新兴市场和发展中经济体的产出与国内需求增长普遍放缓,IMF 预测 2015 年全球经济增长为 3.3%,略低于 2014 年。总体而言,2015 年发达经济体的增长逐步好转,新兴市场和发展中经济体的增长放缓。IMF 预计一些发达经济体明年的经济增长将有所增强,2016 年全球经济增长将提高至 3.8%。

IMF 预计发达经济体的经济增长在 2015 年、2016 年将分别为 2.1%、2.4%。主要发达经济体中,美国 2015 年经济增长为 2.5%,2016 年将升至 3%。欧元区经济复苏大体保持在既定轨道上,需求普遍强劲复苏,通货膨胀开始上升,2015 年、2016 年将分别增长 1.5%和 1.7%,但各经济体的增长表现依然不均衡。2015 年第一季度,在资本投资改善的支持下,日本经济增长强于预期,但随着实际工资和消费增长的潜在势头下降,预计日本经济增长 2015 年为 0.8%,2016 年为 1.2%。

新兴市场和发展中经济体经济增长 2015 年、2016 年将分别为 4.2%、4.7%,其增长放缓反映了大宗商品价格下跌和外部金融条件收紧的抑制性影响,尤其是在拉丁美洲和石油出口国表现得更为明显。主要新兴市场和发展中经济体中,中国经济 2015 年、2016 年增长预计分别为 6.8%、6.3%,印度经济增长分别为 7.5%、7.5%,巴西经济增长分别为负 1.5%、0.7%,俄罗斯经济增长分别为-3.4%、0.2%。



二、 行业现状与发展前景分析

(一) 电子制造外包业概况

1. EMS 业务的由来及主要客户

在传统的电子制造业中，厂商自身完成从产品开发设计、原材料采购到产品的生产制造等环节，并用自身的品牌进行产品销售。随着市场的不断发展和市场竞争激烈程度的提高，生产厂商为达到扩大市场份额、有效降低生产成本、迅速扩大产品产能、缩短新品开发时间等目的，逐步将产品的生产制造和开发设计等工作外包给其他企业完成，而自身开始将发展重点逐步移向品牌经营与渠道建设。由此，电子制造产业出现了品牌商和电子制造外包服务商的专业分工格局。

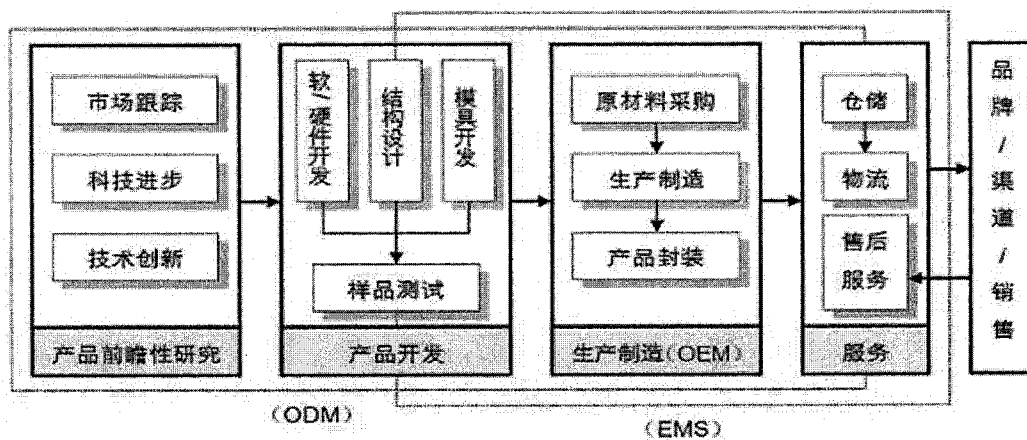
从客户类型来看，目前电子制造外包服务商的主流客户仍为品牌商，同时也包括大型渠道商、运营商等。因为大型渠道商为利用其产品销售渠道优势获取利润，直接委托电子制造外包服务商为其批量定制产品并用其自身的品牌进行销售，诸如沃尔玛、家乐福等；此外，如电信运营商，为降低成本，也大力推行定制服务，将部分网络通讯的终端产品定单直接委托给具有较强研发能力及售后服务能力的电子制造外包服务商。而由于渠道商、运营商自身并不涉足电子制造，其要求电子制造外包服务商提供的服务内容更全面。

品牌商、渠道商及运营商对制造业务进行外包有内在的必要性：

一是利用电子制造外包服务商对行业及产品所积累的丰富经验，迅速完善自身的产品线；二是通过外包合作，降低前期研发投入成本、减少人员开支及设备投资；三是专注于自身的核心业务，整合资源，强化产品创新、市场营销及品牌管理等。

2. ODM 和 EMS 模式

随着电子制造外包运作模式的日趋成熟，下游客户种类的不断丰富，电子制造外包业务涵盖的内容越来越广泛，从初级的 OEM(Original Equipment Manufacturer, 原始设备制造商)模式一直发展到除品牌销售以外的所有其他环节。目前，ODM(Original Design Manufacturer, 原始设计制造商)模式和 EMS 模式是电子制造外包业务的两种主流业务模式。电子制造外包业务的流程如图所示：



OEM、ODM 和 EMS 三种业务模式都属于电子制造外包业务，业界将其统称为合约制造服务。严格意义上讲，OEM 模式下，企业为品牌商提供的仅是产品制造服务(来料加工)；ODM 模式下，企业为品牌商提供的服务包括从市场研究、产品设计开发、原材料采购一直到产品制造；EMS 模式下，企业为品牌商提供的服务包括原材料的采购、产品的制造和相关的物流配送、售后服务等环节。

在实际情况中，除 OEM 容易准确界定外，很难将一家电子制造外包厂商界定为纯 ODM 或纯 EMS 企业。从事 ODM 业务的企业，其业务往往涵盖了部分服务环节的内容，而从事 EMS 业务的企业，其业务又涵盖了部分开发设计环节的内容。因此，目前业界通常依据其业务的侧重点来对企业的业务模式进行划分，业务偏重于产品设计开

发(Design)环节、强调研发能力的,一般称为 ODM 企业,业务偏重于服务(Services)环节、强调价值服务的,则称为 EMS 企业。

3.电子制造外包业务主要领域

电子制造外包服务商的上游行业主要为 IC 集成芯片、电子器件、PCB 等产品及方案供应商,代表了电子制造技术及应用方案的发展方向;下游行业主要是网络通讯、消费电子、PC、医疗、工业、汽车、航空国防等品牌商或渠道商,代表了主要的应用市场的需求。

电子制造外包服务行业所采用的业务模式无论是 ODM 还是 EMS,都需要与上游供应商及下游品牌商/渠道商等建立长期稳定的战略合作关系,通过对整个供应链整合,达到产业价值的实现。其行业的附加价值及竞争力主要取决于与上下游企业合作关系的紧密性,因此具有很强的关联性。

(二)电子制造外包业务市场概况

近年来,随着电子制造外包业务模式的日益成熟和外包服务商综合服务能力的不断提升,全球电子制造外包行业呈现出服务领域越来越广,外包总量逐年递增的发展态势。

目前电子制造外包服务已经覆盖了家用电器、网络通讯、各类消费电子、汽车电子、医疗设备、航空航天等各个领域。随着电子行业竞争的日趋激烈,品牌商通过将电子制造业务进行外包,进一步聚焦自身优势产业,提升核心竞争力已经成为其实现持续发展的必然选择。全球的大型电子产品品牌商(包括苹果、三星、华为、爱立信、西门子、IBM、索尼、飞利浦、中兴、联想等等)均已成为外包厂商的主要服务对象。

市场研究机构 TFI 采用了一个标准尺度——“EMS、ODM 渗透率”来衡量产业领域的外包数量,即 EMS、ODM 的销售收入占电子制造产业总销货成本(COGS)的比率。目前全球电子制造产业的 EMS/ODM 渗透率为 30%左右,在网络设备行业,品牌商倾向将制造业务全部外包,未来渗透率将超过 90%,而消费电子等其它产业可能接近 40~50%。

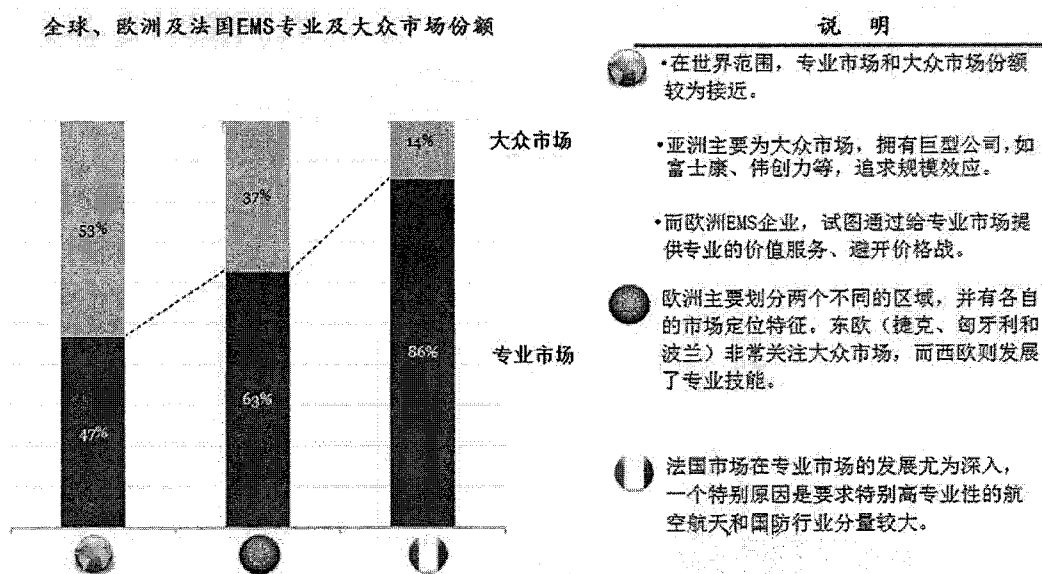
随着电子制造外包业务模式的日益成熟和外包服务商综合服务能力的不断提升,全球电子制造服务行业市场规模在经历了全球金融

危机之后又恢复了稳健增长。2014 年，全球 EMS 市场规模达到 4900 亿美元，相比 2013 增长了约 11%。

目前全球 OEM 市场容量中 70%由品牌企业自行设计、生产；另外 30%被转包(其中，由外部产品设计公司进行 ODM 设计的市场规模约占 6%；由外部专业电子制造服务商进行 EMS 生产的市场规模约占 24%)。在全球 EMS 市场中，欧洲 EMS 市场约占 15%，而法国市场约占欧洲 EMS 市场的 6%，且市场规模最近几年在 20~40 亿欧元之间波动。

EMS 市场主要可分为大众市场和专业市场，大众市场一般面向企业用户，而大众市场则一般面向个人消费者用户。从全球范围来看，EMS 的大众市场占 53%，专业市场则占 47%市场；欧洲市场，专业市场份额相对较高达到 63%，大众市场占 37%；在法国市场，专业市场份额更是高达 86%，大众市场仅占 14%。如 10 图所示：

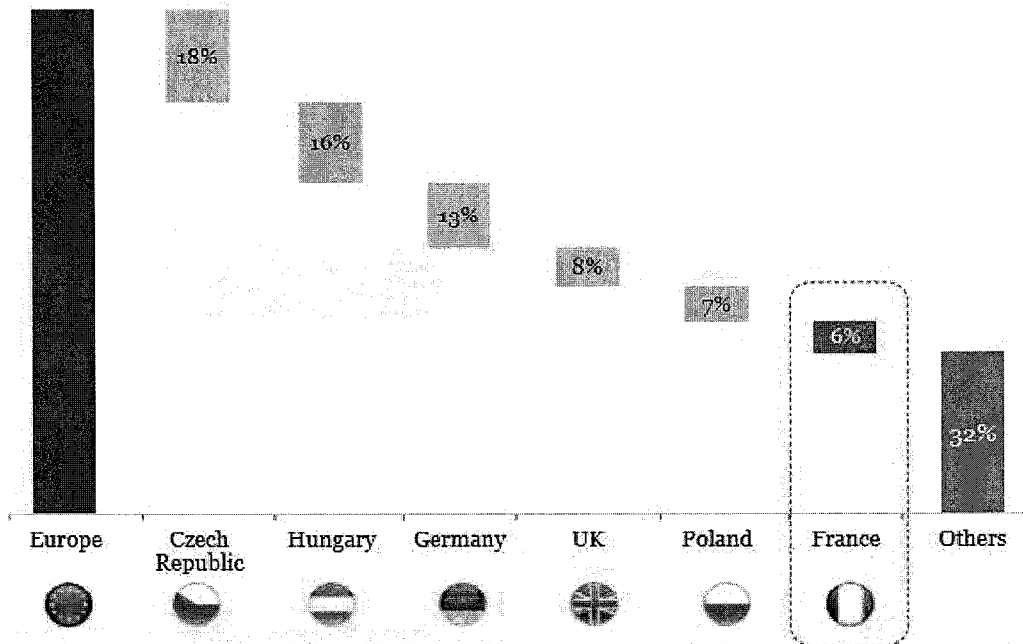
全球、欧洲及法国 EMS 专业及大众市场份额



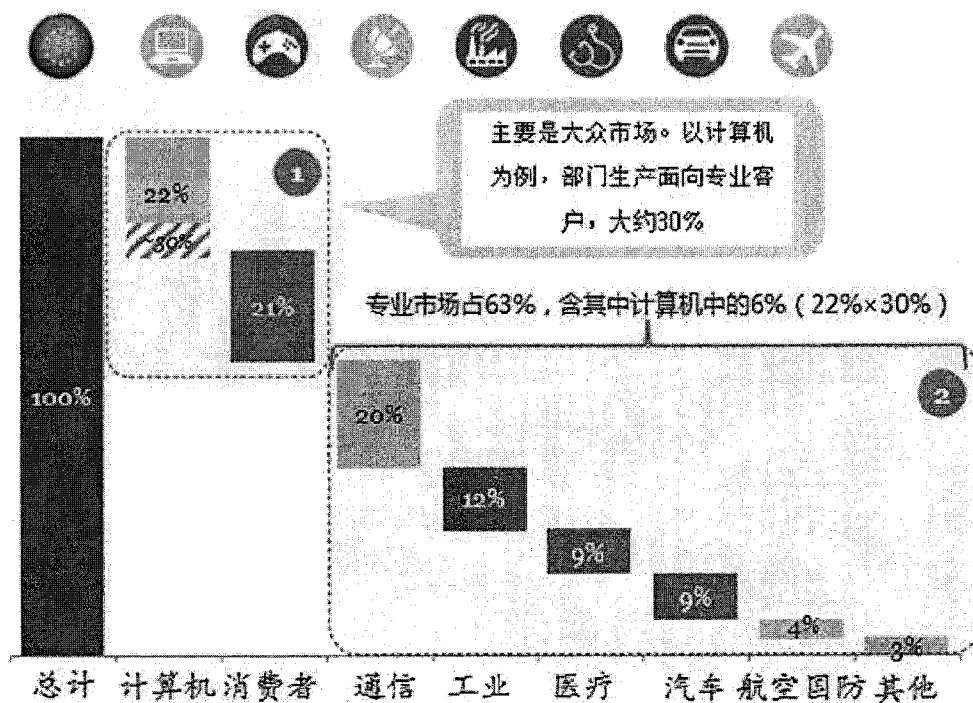
在全球 EMS 市场中，欧洲 EMS 市场约占 15%。根据 EMS 市场特点，欧洲市场分为两个不同的区域，东欧市场和西欧市场。东欧的捷克、匈牙利、波兰，三国市场份额占欧洲的 41%。该区域因日益增长的本地需求、政府刺激政策以及受益于来自西欧的工厂迁移，市场表现较为活跃，但这些国家专攻大众市场的低成本生产。

西欧市场主要面临两个问题：一是标准产品的高价竞争，导致市场竞争较为激烈；二是部分产能向亚洲、北非和东欧进行迁移。因此

法国、德国和英国的 EMS 企业主要聚焦在能够实现更高利润水平的专业市场。欧洲主要国家占欧洲市场份额如图所示：

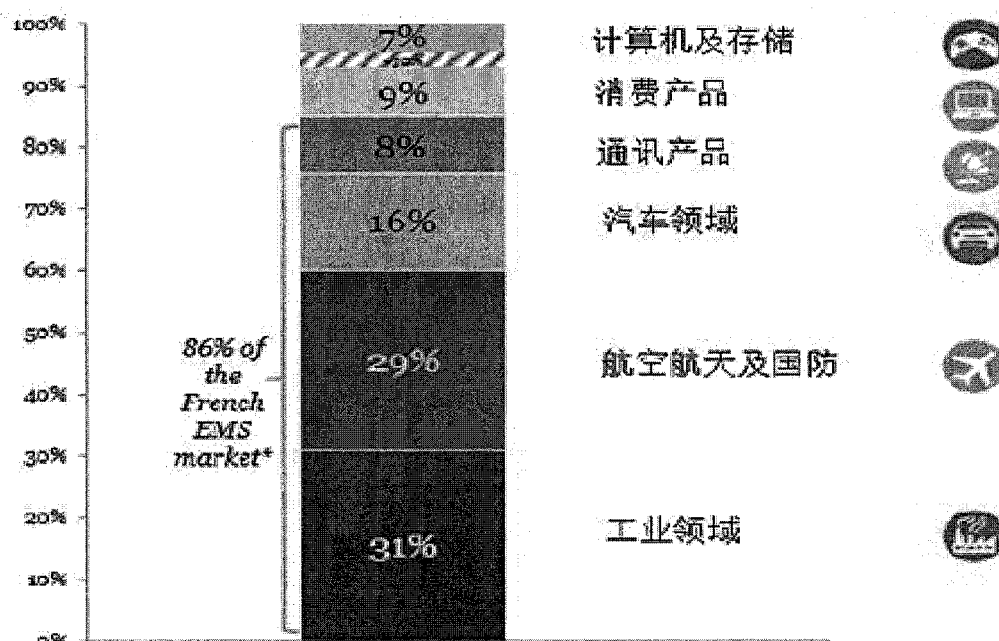


从欧洲 EMS 所涉及的市场构成来看，个人计算机及消费市场（大众市场）占据了 27%；而通信、工业、医疗、汽车、工业计算机、航空国防等专业市场占 64%。具体如图所示：



在欧洲 EMS 市场中，法国市场约占 6%，法国 EMS 市场主要聚焦

在专业客户领域，占比达到 86%。其中，在工业领域，客户在选择 EMS 企业时，区域毗邻是较为重要的参考指标，因此更倾向于将 EMS 业务留在法国境内，且由法国国内领军企业支撑，该领域是法国 EMS 业务的主要组成部分，占整个法国市场的 31%。在航空航天和国防领域，出于安全原因，该领域的 EMS 业务很难转移至法国境外，对 EMS 企业来说，关键是要做好技术控制，而大型 OEM 厂商在做好安全保密的同时，也一直在试图拓展渠道网络保护法国 EMS 市场，以使关键技术和秘密保留在国内，该领域的 EMS 业务占 29%。在汽车领域，由于全球汽车行业遭遇了一定的滑坡，法国和其他欧洲国家一样逐步将重心转移至汽车互联领域，而且随着电子产品渗透率的逐步提高，该领域的 EMS 业务占比将在现有的 16% 的基础上还会有所提高。如图所示：



从上图可以看出，法国 EMS 市场份额中的 84%，来自工业、航空航天及防务、汽车和通讯领域。总体来说，未来法国 EMS 市场规模将会受到航空航天及国防、医疗和工业应用领域的特别驱动而显著增加，市场规模将达到一个新的里程。法国 EMS 市场驱动因素有：

(1) 法国 EMS 市场完成了结构调整，整合产生了具备国际竞争力的企业；

(2) 各领域的电子产品渗透率在不断提高，产品复杂性的提升将有力驱动市场发展；

(3)伴随着 EMS 的专业度的提升, OEM 厂商将更可能加大分包。

中国市场: 电子制造行业具有产业规模大、技术进步快、产业关联度强等特征, 是经济增长的重要引擎。根据工业和信息化部统计, 2014 年我国规模以上电子信息产业销售收入规模 10.30 万亿元, 同比增长 9.8%, 预计, 2015 年我国规模以上电子信息制造业增加值将增长 10%左右, 软件业增速将在 15%以上。

中国电子制造服务业是全球电子制造业稳步增长的重要力量, 一方面中国本土品牌商迅速崛起, 例如华为、中兴通讯、TCL、创维、康佳、长虹等, 对外包业务的需求刺激了本土电子制造服务业的快速发展, 另一方面全球电子制造服务商实施产能转移, 利用中国优越的投资环境及低廉的人力成本优势, 在国内投资开设代工工厂。

全球电子信息产业, 尤其是消费电子行业、无线通信行业等高成长性细分领域的 EMS/ODM 渗透率还有较大的提升空间, 加上中国本土庞大的人口基础所催生的巨大市场, 未来几年内国内电子制造服务业仍将持续增长。

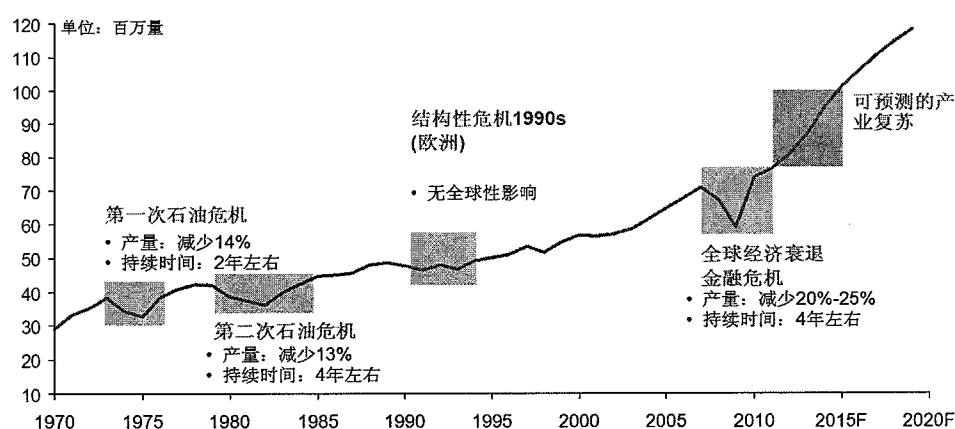
(三)EMS 所应用行业发展概况

1.汽车电子市场发展趋势概况

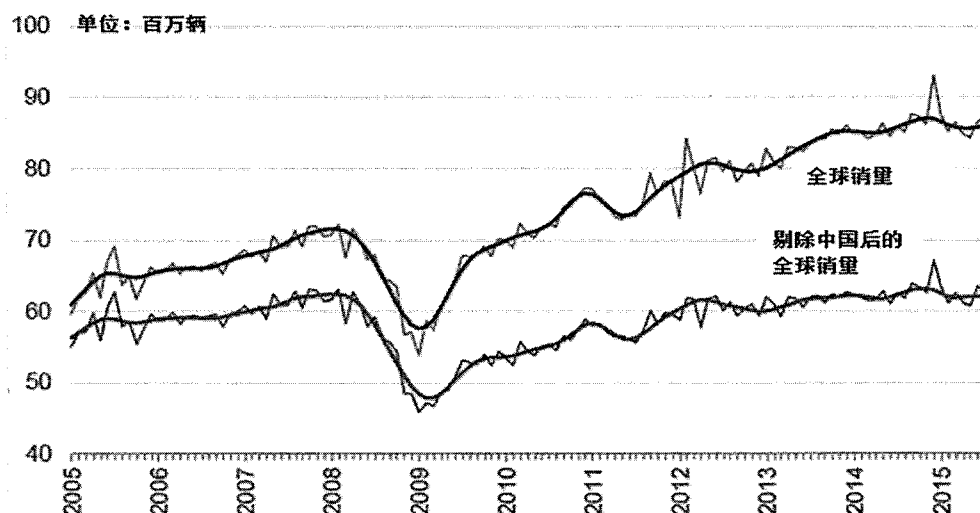
(1)全球汽车行业发展状况

全球汽车产业发展基本与全球经济发展趋势相吻合, 2008 年前后虽受金融危机影响有所下降, 但目前已基本恢复, 2014 年全球乘用车销量已超过 8600 万辆。

全球汽车产业发展情况



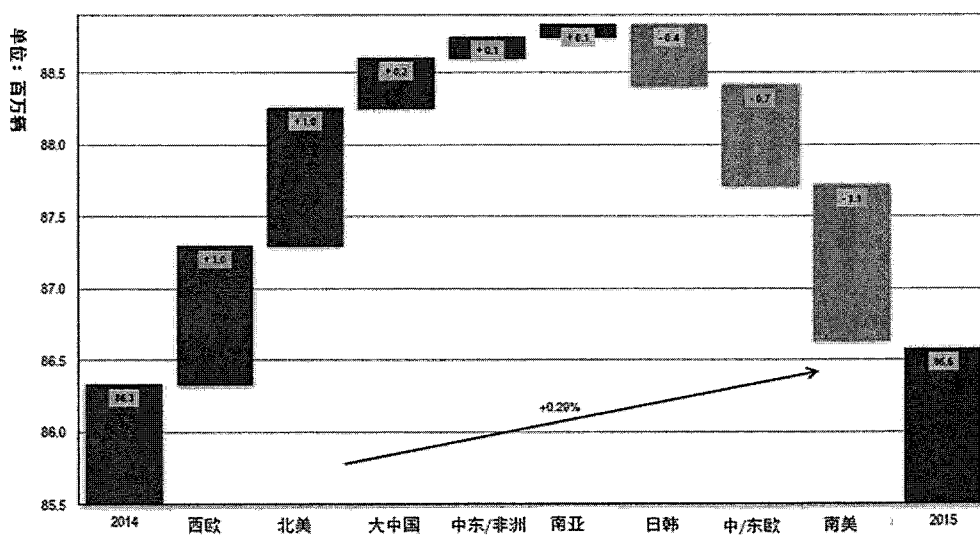
全球汽车产业产销量



数据来源：IHS全球汽车行业报告

从 2009 年至 2014 年，全球汽车产业已基本恢复。据统计，2013 年全球乘用车市场销量约 8,300 万辆，较 2008 年的 6,600 万辆年均复合增长 4.7%，预计 2018 年，全球乘用车市场销量将达到 9,900 万辆，2013-2018 年复合增长率为 4.0% 左右。其中，日本、西欧、北美已经进入成熟市场，复合增长率分别为 -4%、3% 及 2%，均低于 4%，销量增长幅度不大，而中国等其他地区市场处于快速增长阶段，复合增长率将达到 7%。

2014 到 2015 年全球乘用车销售情况图



数据来源：IHS全球汽车行业报告

(2) 全球汽车电子市场发展趋势概况

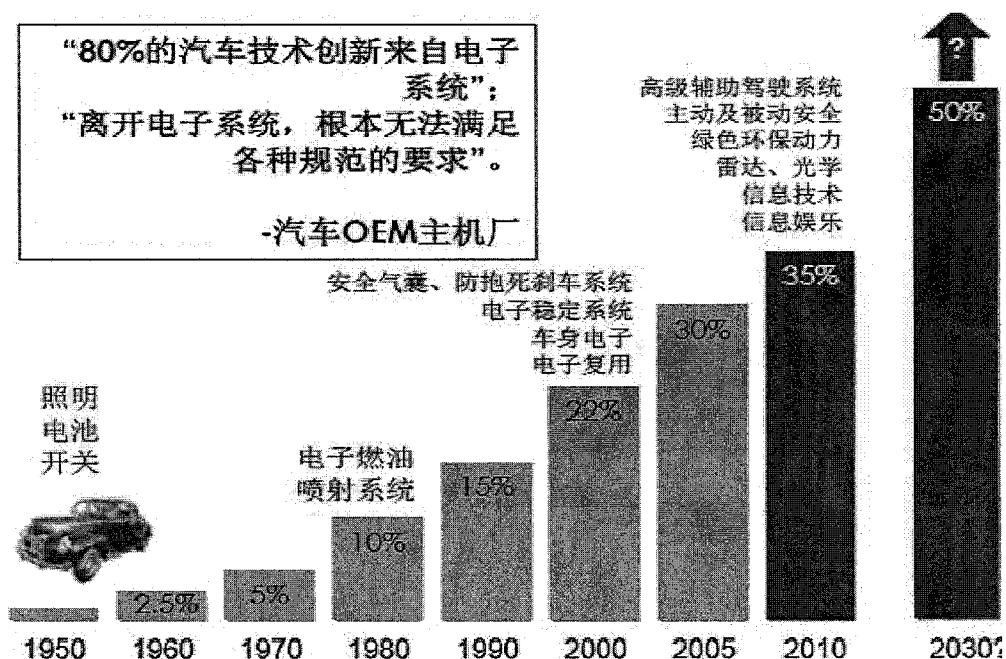
近二三十年来，随着电子信息技术的快速发展和汽车制造业的不断变革，汽车电子技术的应用和创新极大地推动了汽车工业的进步与发展，对提高汽车的动力性、经济性、安全性，改善汽车行驶稳定性、舒适性，降低汽车排放污染、燃料消耗起到了非常关键的作用，同时也使汽车具备了娱乐、办公和通信等丰富功能。近 10 年来汽车产业 70% 的创新来源于汽车电子技术及其产品的开发应用，汽车电子技术的应用水平已成为衡量汽车档次水平的主要标志，其应用程度的提高是汽车生产企业提高市场竞争力的重要手段。

汽车电子技术已成为现代汽车技术的核心技术，汽车电子产业发展水平对一个国家汽车工业的市场竞争力有着举足轻重的影响。

世界汽车电子产业的发展与汽车工业的发展密切相关，美国、欧洲、日本是全球传统的主要汽车市场，也是汽车电子产业的技术领先者，掌握着国际汽车电子行业的核心技术与市场发展优势。目前全球汽车电子产品主要市场仍集中于欧洲、北美、日本等地区，但是随着汽车制造产业向新兴国家和地区的逐步转移，中国、印度、南美等发展中国家和地区汽车电子新兴市场正快速发展。

2014 年全球汽车电子产业年产值达 2050 亿美元，产值年增 7%，在 2020 年前预计将维持年均 8.5% 的增长速度。从单车情况看，因用户对于汽车舒适、安全需求的不断提升，汽车电子在整车成本中占比持续提升，2012 年达 25% 左右。另一方面，当前新能源汽车中汽车电子成本占比已经达到 47%，随着新能源汽车产量逐渐增加，汽车电子单车产值仍将持续提升。

根据汽车行业统计数据，从全球来看，电子产品的渗透率逐步提高，所占整车价值的比重持续增长，从 1950 年的 1% 增长到 2010 年的 35%，预计到 2030 年该比例将会超过 50%。相应的汽车电子制造业务的比重也将随之日益提高，汽车电子制造能力也日益成为汽车主机厂关注的核心能力之一。



2. 医疗电子市场发展趋势概况

随着经济的发展、人口的增长、社会老龄化程度的提高，以及人们保健意识的不断增强，全球医疗器械市场需求持续快速增长，医疗器械行业是当今世界发展最快的行业之一。

据欧盟医疗器械委员会的统计数字，全球医疗器械市场销售总额已从 2001 年的 1,870 亿美元迅速上升至 2011 年的 4,353 亿美元，年复合增速达 8.82%，全球医疗器械市场增长率超过同期 GDP 增幅。全球医疗器械行业集中度较高，目前排名前 25 位的医疗器械公司的销售额合计占全球医疗器械总销售额的 60%。

美欧日等发达国家和地区的医疗器械产业发展时间早，国内居民生活水平高，对医疗器械产品的技术水平和质量要求较高，市场需求以最新产品的升级换代为主，市场规模庞大，需求增长稳定。中国、印度等亚洲国家，以及墨西哥、巴西等拉美国家，俄罗斯等东欧国家的医疗电子设备市场发展较快，设备普及和升级换代的需求同时大量存在，常规医疗电子设备普及率逐步快速提升，高端医疗电子设备产品市场需求量亦保持快速增长。非洲等地区的医疗电子设备市场尚处于初级市场，产品功能单一，设备普及率低于 20%，但增长潜力较大。

3. 通讯行业市场发展趋势概况

2014 年，受 4G 建设驱动，全球通信设备产业规模出现明显增长，

同比增长 8.39%，达 1498 亿美元。其中运营商网络设备规模为 866 亿美元，企业网络设备规模为 632 亿美元。

2014 年，通信设备产业的不同细分领域发展出现分化。无线通信领域，基站配套设备、无线主设备均实现加速增长，4G 后周期无线网络优化行业的拐点已经到来。光通信领域，4G 建设拉动光传输系统设备、光器件的加速发展，运营商宽带投资放缓致使光配线厂商业绩表现不佳，光纤、光缆厂商实现较快增长。但产能过剩带来的光纤光缆价格下滑依然严重。专网通信领域，厂商整体收入平稳增长，其中无线集群厂商实现进一步发展。终端设备领域，智能卡厂商维持高景气，终端天线厂商迎来高速发展的契机。

4. 工业及能源行业市场发展趋势概况

2014 年全球工业自动化设备的收入为 1853 亿美元，比 2013 年的 1730 亿美元增长 7%。这预示着继 2012 年和 2013 年分别以 1.2% 和 3.4% 的增长率缓慢发展之后，全球自动化设备市场开始快速增长。经过过去几年的衰退，该行业以最初两位数的膨胀率开始反弹。预计这种健康的发展势头将会继续，到 2017 年收入将达到 2250 亿美元。

工业自动化设备贸易经过两年的缓慢发展迎来行业商机。特别是中国和欧洲的经济稳定将有利于促进整个工业自动化更快地发展。

电动机和电动机控制成为 2014 年工业自动化设备最大的部分，占总收入的 40%。其次是自动化设备和电力传输设备，分别占 31% 和 29%。

亚太地区将成为发展最快的地区，然后是美洲、日本、欧洲、中东和非洲地区。但预计欧洲、中东和非洲地区的收入所占的比例最大，其次是亚太地区、美洲和日本。

在自动化设备方面，尤其是在离散控制器市场，增强式通信及精密机器控制的需求将会促使技术的进步。网络安全攻击对控制器所带来的风险将促进用于阻止此类攻击的产品的发展。

电力传输市场将受到机械技术向电气技术转移的影响。比如，气动和液压执行器将越来越多地被机电系统所取代。随着人们更多地关注复合系统的效率，更高效电动机的发展也将突显出动装置的重要性。

全球化石能源配置具有总量大、环节多、输送距离远等特征。现

有海运、铁路、公路等传统化石能源运输方式通常链条长、效率低，需要几种运输方式相互衔接才能完成整个能源运输过程，在能源输送过程中易受外界因素影响。

世界能源向清洁化发展，电能远距离、大范围配置的重要性将越来越凸显，但现有电力配置能力明显不足。为应对全球能源总量供应及能源环境的挑战，大力发展清洁能源势在必行，世界能源结构正在经历从化石能源为主向清洁能源为主转变。随之而来的，世界能源配置需求也将从目前的化石能源为主逐步转变为清洁能源为主。适应清洁能源大规模开发的需要，应加快构建全球电力高效配置平台。随着清洁能源的大规模开发，必将形成以电力为主导的能源配置格局，亟待建立以清洁能源为主导、以电为中心、更高电压等级、更大输电容量、更远距离的全球能源配置网络平台，以满足清洁能源的大规模、远距离配置的需要。

(四)影响行业发展的有利、不利因素，以及未来发展面临的机遇与挑战

1.有利因素

(1)电子产品外包占比不断增长

随着品牌商对品牌经营和渠道开拓越来越重视，以及电子制造服务提供商的制造能力不断提升，品牌商对外包业务的需求亦呈现不断增长的态势，电子制造行业整体规模的持续增长。同时，品牌商对附加价值服务的需求日益增长，电子制造服务的范围不断延伸，市场潜力和规模不断增长。

(2)产业链整合加快

电子制造服务业附加值不断提高，逐步向产业价值链的高端前进，通过 ODM 模式和 EMS 模式的不断融合，欧洲电子制造业正在经历产业升级，由“制造”到“创造”转变。企业开始逐渐覆盖电子制造服务业上、中、下游，并与产品的品牌商建立战略合作的关系。这种产业升级为类似 AC 公司这种具备产品规划、生产和售后服务的企业提供了较大的发展空间。

2.不利因素

(1)来自全球大型电子制造服务商的竞争

一方面，国际超大型电子制造服务商在资金实力、生产规模、技术水平、供应链管理等方面具有明显的优势；另一方面，其他国际大型电子制造服务商的服务范围还在不断扩大，综合实力不断提高。由于品牌商对服务商从服务的深度到服务的广度都提出了更高的要求，许多大型服务商加快了并购整合的步伐来快速获取设计资源、提高生产制造能力或者扩充产品组合，以巩固其在供应链中的地位，从而提高竞争力和盈利能力。电子制造服务领域的竞争将会更加激烈。

(2)下游需求持续疲软

受欧洲经济下行的影响，近年以来，全球市场尤其是欧美市场汽车工业发展缓慢，由此导致对于汽车电子产品的消费需求下降。汽车电子产品作为本行业的重要服务领域之一，其市场需求量的波动仍将影响本行业的发展。

(3)人力成本长期处于高位

电子制造服务业属于典型的劳动密集型行业。欧洲市场人力成本较高，且处在上行通道。近年来，一些欧洲电子制造服务商选择在北非、亚太等地建立工厂，但存在距离远、管理成本高等问题。

3.行业发展机遇

(1)细分市场终端需求增长

制造业智能化的推进，近期终端市场特别是医疗、生命科学和商用航空方面增长明显，共同带动各细分行业电子零部件需求增长。在这些细分市场，有关产品的外包、制造和售后服务的外包业务将持续增长，也将为高端 EMS 大厂带来新的发展机遇。

(2)电子零部件精细化

由于电子产品线路板越来越精密复杂，客户对电子零部件组装设备的要求也越来越高，EMS 公司需要持续投入才能跟上技术更新的步伐。电子零部件更加精细化，规格更小、功能更强、更新更快才可应对未来发展趋势与挑战。

(3)全产业整合化达到供应链管理

在全球范围内，电子制造服务行业在低技术含量、小批量生产领

域竞争门槛相对不高，存在一定的同质化较严重，企业利润微薄。整合产业链成为该领域 EMS 企业新的发展机遇，通过垂直整合产业链，将上下游业务整合进生产体系，以达成产业链一体化，并执行最优供应链管理，有效降低成本、提高效率。

4. 行业发展挑战

(1) 全球经济增长放缓订单受冲击，区域分工明显

全球经济增长放缓，EMS 行业受到一定冲击，使订单减少，影响行业总体收益。与此同时，电子制造服务行业的区域分工愈发明显，位于西欧、北美发达国家的 EMS 工厂更注重优化自动生产能力并提供附加价值以抢占高端市场，而中东欧和非洲则成为了主要的低端生产业务集散地。

(2) 产业链自动化智能化加剧

近年来，随着人力成本增加及产品精细化程度提高，在欧洲发达国家，EMS 行业智能化趋势已愈发明显，即在生产过程中，将智能装备通过通信技术有机连接起来，实现生产过程自动化；并通过各类感知技术收集生产过程中的各种数据，通过工业以太网等通信手段，上传至工业服务器，在工业软件系统的管理下进行数据处理分析，并与企业资源管理软件相结合，提供最优化的生产方案或者定制化生产，最终实现智能化生产。EMS 行业的、设备智能化与全自动化加速发展，达到降低成本并且人类无法做到的精细程度，将对传统的 EMS 企业的生产模式造成冲击。

三、 被评估企业的业务分析

(一) 被评估企业简介

1. 基本情况

公司名称：All Circuits S.A.S. (以下简称“AC 公司”)

公司类型：Société par Actions Simplifiée (简易股份有限公司)

注册地址：6, 3ème avenue Parcs Synergie Val de Loire - 45130
Meung-sur-Loire

法定代表人：Bruno RACAULT

注册资本：69,000,000 EUR

成立日期：2015 年 6 月 10 日

营业执照注册号：811 931 153 R.C.S. Orléans

经营范围：在任何公司或联营企业中的任何形式的投资(过去或未来)，包括但不限于投资于拥有以下注册业务的公司：设计、制造、宣传、购买、出售商品或服务；管理、开发和出售上述的投资；为完成和发展其社会目标而进行的必要的商业、工业和财务活动；咨询和服务。

2.历史沿革

2015 年 6 月 10 日，为了收购 Alliance Circuits Limited 持有的 MSL、TIS 和 BMS 的股权，AC 公司在法国奥尔良市(Orléans)注册设立，股本总额 100 股，每股面值 1 欧元，注册资本 100 欧元。

AC 公司设立时，股权结构如下：

序号	股东名称	股份数量(股)	出资比例(%)
1	IEE 公司	39	39
2	Hiwinklax S.A.	33	33
3	Navilight S.a.r.l.	24	24
4	AC 公司管理层	4	4
	合计	100	100

2015 年 6 月 25 日，AC 公司的总股份数量由 100 股增加至 69,000,000 股，每股面值 1 欧元，AC 公司原股东同比例增资共计 68,999,900 欧元。

本次增资完成后，AC 公司股权结构如下：

序号	股东名称	股份数量(股)	出资比例(%)
1	IEE 公司	26,910,000	39.00
2	Hiwinklax S.A.	22,770,000	33.00
3	Navilight S.a.r.l.	16,560,000	24.00
4	AC 公司管理层	2,760,000	4.00
	合计	69,000,000	100.00

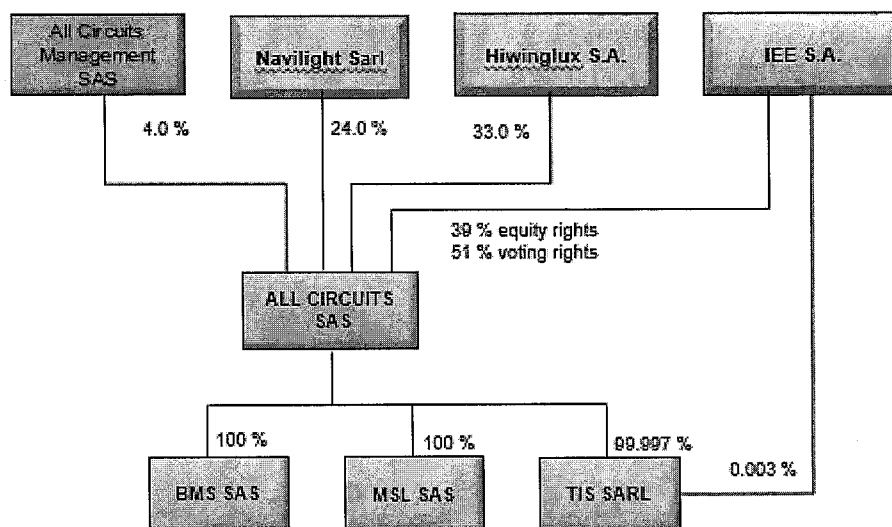
2015 年 6 月 30 日，AC 公司收购了 Alliance Circuits Limited 持有的 MSL、TIS 和 BMS 的股权，从而成为 MSL、TIS 和 BMS 的母公司。

AC 公司属投资控股型公司，其自身并无实际经营业务，下设两个全资实体制造工厂和 99.997% 的控股工厂，分别是：位于法国 Meung-Sur-Loire(奥尔良区)的 MSL 公司和 Bayonne(巴约纳区)的 BMS 公司，以及位于突尼斯首都突尼斯市的 TIS 公司。AC 公司目前员工总数为 1,462 人。

3.股权结构

AC 公司共有四家法人股东，分别为 IEE S.A.、AC 公司管理层、Navilight Sarl 和 Hiwintlux S.A.，持股比例分别为 39.00%、4.00%、24.00% 及 33.00%。AC 公司的实际控制人为航天科工海鹰集团有限公司。

具体股权架构如下：



4. 下属子公司情况

AC 公司下设 2 个全资子公司 MSL 公司、BMS 公司和 1 个控股子公司 TIS 公司(持股比例 99.997%)。下属子公司概况如下：

(1) MSL 公司概况：

公司名称：MSL Circuits S.A.S. (以下简称“MSL 公司”)

公司类型：Société par Actions Simplifiée(简易股份有限公司)

办公地址：6, 3ème avenue Parcs Synergie Val de Loire - 45130 Meung-sur-Loire

法定代表人：Bruno RACAULT

注册资本：17,776,550EUR

成立日期：2002 年 8 月 23 日

营业执照注册号：441 772 340 RCS ORLEANS

经营范围：(1)电器和电子产品的研究、出售以及售后服务；(2)生产、组装和出售应用于汽车行业的电路板。

历史沿革：

2002 年 8 月 23 日 MSL 公司在法国注册成立，注册资本金 37,000 欧

元，股本总额共 3,700 股，每股面值 10 欧元，全部股份由美国捷普电子公司持有。

2002 年 5 月，MSL 公司全部股权转让给捷普电子公司子公司捷普电子法国公司。

2003 年 6 月 13 日，捷普电子法国公司决定增加 MSL 的注册资本，由 37,000 欧元增加到 17,776,550 欧元，新增 1,773,955 股份。增发后股本总额 1,777,655 股，每股面值 10 欧元。

2009 年 10 月 26 日，Alliance Circuits 有限公司向捷普电子法国公司收购了 MSL 电子公司所有股权以及拥有投票表决权。

2015 年 6 月 30 日，AC 公司向 Alliance Circuits 有限公司收购了 MSL 公司所有股权以及表决权。

公司概况：MSL 公司位于法国的奥尔良区，共有员工 403 人，厂房面积 1 万平方米，通过了 ISO9001、ISO14001 和 ISO-TS16949(汽车生产和相关配件质量管理体系标准)的认证。主要业务定位于通过高度自动化的生产线为客户进行大批量的汽车电子控制模块(ECU)的制造，保证较高的产品质量(PPM=5.2)和较低的制造成本。目前 MSL 公司已成为汽车行业 1.5-2 级供应商，为汽车行业主流的汽车 OEM 主机厂供货。

主要客户包括：宝马、奥迪、大众、奔驰、雷诺、通用、法雷奥等。

(2)BMS 公司概况：

公司名称：BMS Circuits S.A.S. (以下简称“BMS 公司”)

公司类型：Société par Actions Simplifiée(简易股份有限公司)

办公地址：Avenue Paul Gellos – 64990 Mougerre

法定代表人：Bruno RACAULT

注册资本：5,029,000 欧元

成立日期：2012 年 2 月 16 日

营业执照注册号：528 456 619 RCS BAYONNE

经营范围：在通讯、电信和网络领域中涉及电力、无线电工程、电子、电子计算、光学、机械、公共建设工程的生产、研究、开发、宣传、销售等经营活动。

历史沿革：

BMS 公司的前身为法国的 Sagemcom B SAS，成立于 2010 年，注册资本 5,000 欧元，股本总额为 500 股，每股面值 10 欧元，全部股份由 Sagemcom Energy & Telecom SAS 持有。

2012 年 2 月 29 日，Sagemcom Energy & Telecom SAS 决定增加 BMS 的注册资本，由 5,000 欧元增加至 5,029,000 欧元，新增 502,400 股份。增发后注册资本为 5,029,000 欧元，股本总额为 502,900 股。

同时，Alliance Circuits 有限公司收购了 Sagemcom Energy & Telecom SAS 拥有的 BMS 全部股权以及投票表决权。

2015 年 6 月 30 日，AC 公司向 Alliance Circuits 有限公司收购了 BMS 所有股权以及表决权。

公司概况：BMS 公司位于法国的巴约纳区，共有员工 236 人，厂房面积 2 万平方米，通过了 ISO9001、ISO14001 和 ISO-TS 16949 的认证。目前主要业务定位为两部分，一部分是汽车行业的小批量多品种产品或售后服务配件的电子控制模块制造，主要客户包括博世、大陆、Valeo、Haldex 等；另一部分为消费类电子，主要客户包括 CQYQTE、Helile、Micome 等。根据 AC 公司内部的战略分工和协同规划，为了确保 MSL 公司的高效率、高质量、低成本汽车电子制造能力，将小批量多品种产品安排到 BMS 公司进行生产，同时争取获得汽车客户大批量产品订单。

主要客户包括：博世、大陆、法雷奥、Haldex、CQYQTE、Helile、Micome 等。

(3)TIS 公司概况：

公司名称：TIS Circuits S.a.r.l. (以下简称“TIS 公司”)

公司类型：Société à responsabilité limitée(有限责任公司)

办公地址：Borj Ghordel Yasminet -2012 Ben Arous – Tunisia

法定代表人：Bruno RACAULT

注册资本：3,010,000 EUR

成立日期：2010 年 6 月 11 日

营业执照注册号：B24127852010

历史沿革：

2010 年 6 月 11 日，Sagemcom Broadband 公司在突尼斯创建了

Sagemcom Energy & Telecom SAS。

2012年2月29日，Alliance Circuits 有限公司及 Marc Renard-Payen 先生分别收购了 Sagemcom Energy & Telecom SAS 和 Sagemcom Broadban SAS 拥有的 TIS 公司 99.997%和 0.003%股权以及投票表决权。

2015年6月30日，AC 公司和 IEE 公司分别向 Alliance Circuits Limited 以及 Marc Renard-Payen 先生收购了其拥有的 TIS 公司 99.997%和 0.003%股权。

经营范围：电子产品和电路板的生产、元件组装及相关业务；可为公司自身、为第三方、或与第三方合作进行商业、工业、财务和不动产相关的合作，以实现公司的商业目标；公司可根据业务需要以合适的方式设立新公司、或认购、收购其他公司股票，或合并、收购、吸收其他公司等。

公司概况：TIS 公司位于突尼斯共和国的首都突尼斯市，共有员工 906 人，厂房面积 1.2 万平方米，通过了 ISO9001、ISO14001 和 OHS.A.S.18000 的认证。目前主要业务定位为电力系统控制模块，可提供低成本电子制造和低成本的产品组装服务。其中，阿尔斯通和施耐德电气的业务占比为 70%左右，且为长期订单。由于突尼斯劳动力成本低廉，TIS 公司可为 AC 公司的劳动密集型的产品或市场竞争所需的低价产品提供组装和装配的生产环境。同时 TIS 公司也在汽车客户 Valeo 的支持下正在建造汽车电子制造能力，并申请汽车行业 ISOTS16949 认证。

公司主要客户包括：阿尔斯通、施耐德等。

5.近二年一期 AC 公司财务及经营状况

近二年一期资产负债（合并口径）情况如下：

金额单位：人民币万元

项目	2013 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日	2015 年 9 月 30 日
流动资产	82,560.22	79,874.42	84,493.15
非流动资产	50,275.59	47,723.33	48,447.39
资产合计	132,835.81	127,597.75	132,940.54
流动负债	60,888.78	56,133.31	63,906.94
非流动负债	17,808.52	19,997.07	21,108.68
负债合计	78,697.29	76,130.38	85,015.62
所有者权益	54,138.52	51,467.37	47,924.92
其中归属母公司所有者权益	54,138.48	51,467.13	47,924.71

近二年一期损益（合并口径）状况如下：

金额单位：人民币万元

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
营业收入	202,984.00	194,333.37	124,591.32
减：营业成本	183,227.87	172,246.78	113,844.03
营业税金及附加			
销售费用	2,330.52	2,198.49	1,470.73
管理费用	13,595.35	12,014.47	9,255.78
财务费用	-30.69	855.66	992.40
资产减值损失	3,216.34	742.64	162.03
公允价值变动净收益	164.38	108.29	-234.25
营业利润	808.99	6,383.63	-1,367.91
加：营业外收入	155.77	90.55	20.05
减：营业外支出	19.89	38.12	0.26
利润总额	944.87	6,436.07	-1,348.11
所得税	1,909.47	1,964.69	323.81
净利润	-964.60	4,471.38	-1,671.92

(二)公司经营范围及产品情况

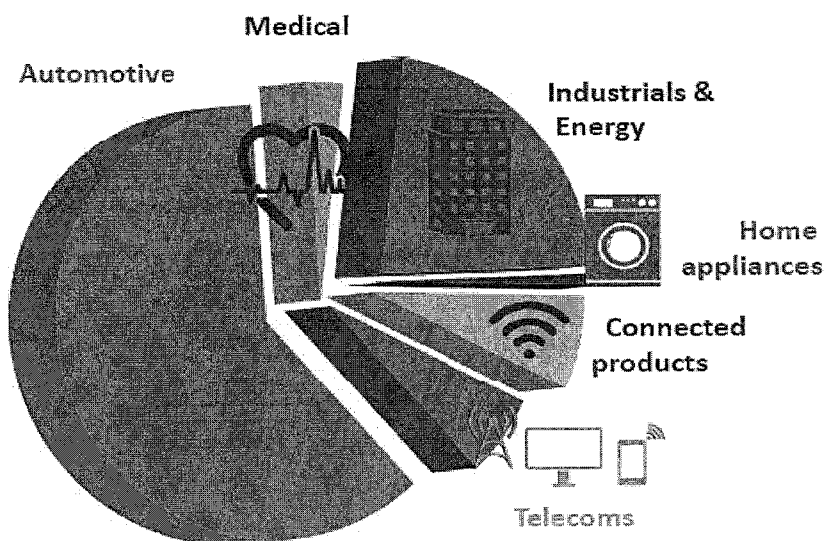
1.经营范围

AC 公司主要业务是为汽车电子、工业及能源、互联产品、消费电子及医疗电子等领域的高端客户提供电子制造服务，主要业务集中在工业和汽车领域。

具体产品及相应的主要客户如下：

序号	应用领域	客户	主要产品
1	汽车电子产品	Valeo	汽车大灯组件、LED 前大灯组件、单/双束照明驱动组件、无钥匙进入系统、空调控制系统电子控制单元、顶部舒适系统、方向盘控制系统电子控制单元、空调控制系统等
2		Inteva	门窗升降系统电子控制单元
3		IEE	成员分级电子控制单元
4		ACS	汽车顶部电子控制单元
5		Denso	空调控制系统电子控制单元
6		Dura	齿轮箱计算器防震模块
7		Emitech	卡车选择性催化还原系统
8		Fuheria	折叠座椅控制系统
9		Punch Powertrain	变速箱技术模块
10		Sanden	电气或混合动力电动汽车电动压缩机
11	工业及能源产品	Alstom	发电系统控制单元
12		Schneider	工业控制单元
13		Siemens	交通控制系统模块
14	互联产品	Coyote	交通测速警示模块
15	通讯产品	Sagemcom	电信设备模块
16	消费电子产品	Brandt	钥匙跟踪模块
17	医疗电子产品	FreseniusKABI	医药及营养成分分析仪

AC 公司各个应用行业的产品分布情况如下：



2.生产模式

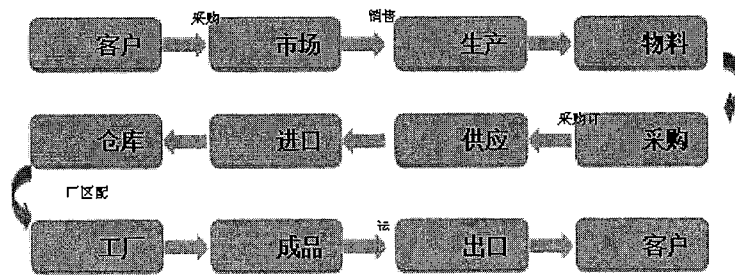
AC 公司主营业务为电子制造服务业，主要为法国和全球的品牌商、渠道商或运营商提供各类电子产品的概念定位、生产设计、产品开发、物料采购、生产制造、物流配送、质量检测及售后维修等专业服务。

AC 公司是一家侧重于产品开发、生产制造和服务的 EMS 企业，强调给予客户的价值服务。AC 公司依托自身强大的电子制造全自动生产流程及技术、优秀的大批量高水平电子组装能力、丰富的质量管理经验和质量控制能力为客户提供从产品开发到售后服务的个性化且性能优异的生产解决方案。AC 公司生产模式具体为：

(1)生产模式

AC 公司的产品生产主要由三个子公司 MSL、BMS 和 TIS 来完成，其中，MSL 主要定位于通过高度自动化的生产线为客户进行大批量的汽车电子控制模块(ECU)的制造；BMS 主要定位于小批量多品种产品生产以及售后服务配件的电子控制模块制造，服务于医疗、电信和汽车行业；TIS 主要定位于工业和消费品的电力系统控制模块的制造，组装和装配劳动密集型(如大件组装或多个金属、塑料和缆线组装的电子产品)、低价电子产品、非标准化产品或样品。

公司的生产模式主要为以销定产，根据客户订单情况组织生产。



公司的生产经营模式图

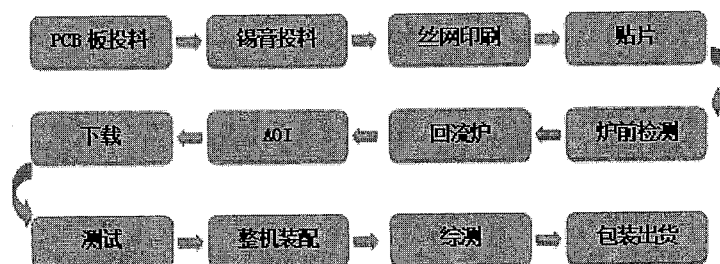
(2) 生产流程

AC 公司生产的主要电子产品包括汽车无级变速器系统电子控制单元 ECU、车窗、天窗、电子锁等装配印刷电路板、LED 前大灯组件、工业类发电系统控制单元、电信设备模块和医疗类医药及营养成分分析仪等。其生产流程基本一致，主要分为三个阶段：

第一阶段：主板加工生产。该阶段主要是采用全自动化技术将片状元器件安装在印刷电路板的表面，并导入操作系统。该阶段所需要设备主要为相关设备，如锡膏机、贴片机、回焊炉、自动光学检测仪(AOI)、主板下载软件、自动在线测试仪(ICT)、终测仪。

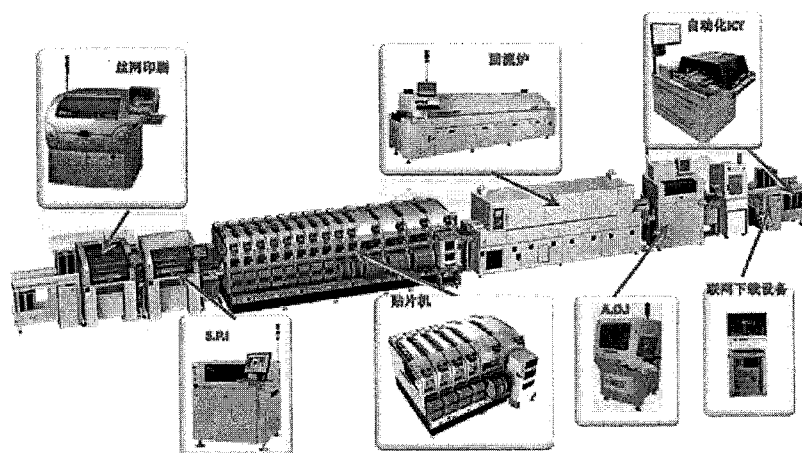
第二阶段：整机组装阶段。在主板生产完成后，将其他电子产品配件，如 LED 前大灯塑料件、传动系统配件等塑料或金属组件连同主板组装成型。该阶段单个小件组装采用全自动化技术，大件组装或多个金属、塑料和缆线组装主要需人力操作，所需设备包括全自动化装配设备、终测仪等。

第三阶段：包装阶段。将整机包括配件依据客户需求完整无误包装。该阶段主要需人力操作，所需设备为打包机。



生产流程图

主板加工生产阶段采用的全自动生产设备如下：



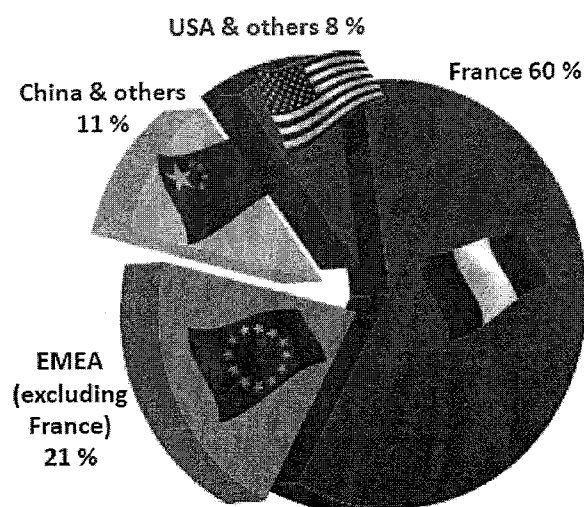
主板加工生产阶段采用的全自动生产设备图

(3)生产能力

AC 公司目前拥有 MSL、BMS 和 TIS 三个制造基地。其中，MSL 厂房面积 1.8 万平方米，拥有 9 条 SMD(表面贴装)生产线，可日生产 75,000 件成品，通过了 ISO9001、ISO14001 和 ISO-TS 16949 的认证，可通过高度自动化的生产线为客户进行大批量的汽车电子控制模块(ECU)的制造；BMS 厂房面积 2 万平方米，拥有 6 条 SMD 生产线，通过了 ISO9001、ISO14001 和 ISO-TS 16949 的认证，主要承担临时性小批量产品制造、试制和售后服务；TIS 厂房面积 1.2 万平方米，拥有 8 条 SMD 生产线，可日生产 1,200 件成品，通过了 ISO9001、ISO14001、OHSAS 18000 和 ISO-TS 16949 的认证，主要承担劳动力密集型产品生产或部分工序。AC 公司上述生产区域布局能够很好地进行协同，也能够显著降低生产成本，有效地提升公司整体竞争力。

(二)销售区域及销售市场状况

AC 公司产品销售区域主要涉及到欧洲、北美、亚洲等地区，其中欧洲市场尤其是法国本土市场目前销售占比相对较高，是 AC 公司核心产品的主要市场之一，目前法国市场销售规模约占全部销售收入的 60%左右；除法国以外的其他欧盟地区约占 21%，中国及其他亚洲区域占



据 11%，美国及北美其他地区占 8%。

(三)AC 公司价值链及业务模式概况

1.EMS 企业所在价值链概况

随着 OEM 将越来越多的业务外包给 EMS 公司，EMS 提供的服务也越来越多。全球位居前列的 EMS 公司一般能够提供覆盖产品整个生命周期的服务，包括从制造前的设计与工程活动到产品生命终止时的各种服务，如重新制造和废弃电子材料的回收与处理等。

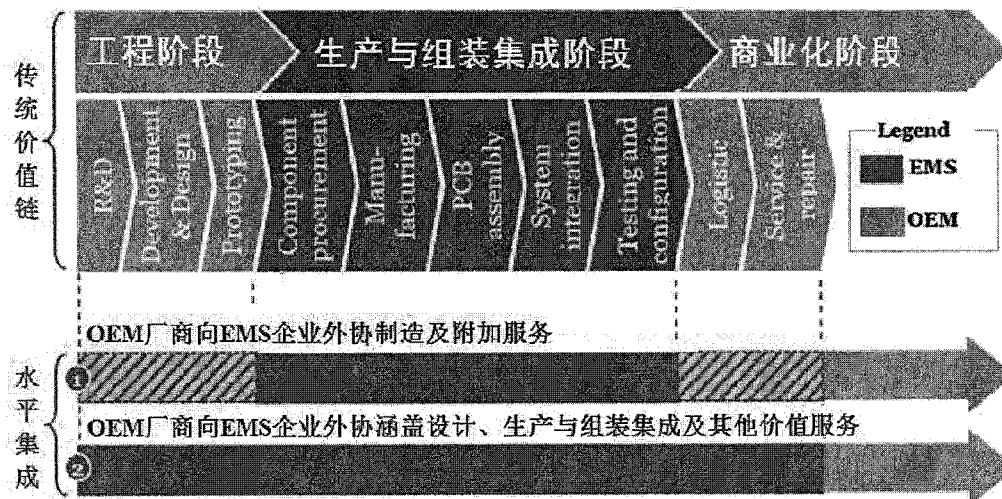
一些顶级的 EMS 厂商凭借供应链管理优势延展其价值链，提高在产业链中的地位及竞争优势。这些厂商不仅参加 OEM 的设计会议，而且也在积极解剖 OEM 客户的业务，以确定造成瓶颈的业务环节，并进行迅速地改造。与此同时，EMS 公司还与 OEM 公司共同制定出衡量成功的指标，以努力在双方之间创造信任基础。

针对 OEM 客户的需求，EMS 所提供的业务模式可分为四个方面：一是在从概念到原型的过程中帮助客户，这涉及了设计、工程服务和整个前端的所有事情；二是传统 EMS 制造；三是履行订单和相关供应链服务，使其能及时地向客户提供具有成本效益的产品；第四项业务是市场售后服务，包括从收到新机器到最后以符合环保要求的方式把它处理掉整个全过程。

特别是在售后市场服务领域，不论是电信、计算、工业还是消费市场中的 OEM 公司，均希望能在全球各地为其客户提供一致性服务，并希望能降低其售后服务环节中的支持服务成本。因此，越来越多的 EMS 公司提供上述服务支持。比如某些 EMS 公司，在全球主要区域设有售后服务点，专门为 OEM 客户提供包括维修、重新制造维修用备件、产品翻新、产品回收和退货管理业务。

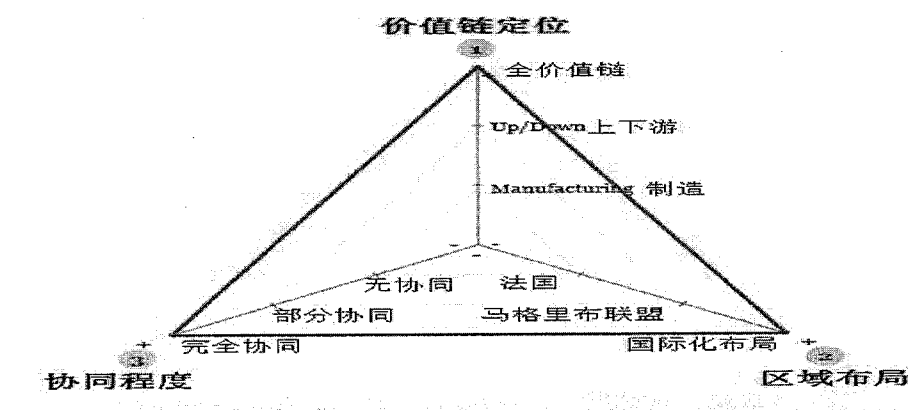
整体来说，EMS 公司的产业链不仅仅局限于采购元器件、为 OEM 客户提供代加工服务，目前全球较为领先的 EMS 公司均在积极通过产业链的不断扩张，强化其市场地位，逐步提升价值创造能力，在制造服务过程中逐步获取专业技术能力、发展相应业务。EMS 公司扩张其价值链的做法一般包括：一是通过向终端客户提供终端产品或者提供售后服务实现向下游的拓展；二是通过协助客户开展以下工作实现

向上游的拓展：1)提供产品设计；2)进行试生产；3)参与研发过程改进，加速产品上市。如图所示电子组装及模块价值链示意图



2.法国主要 EMS 企业业务模式概况

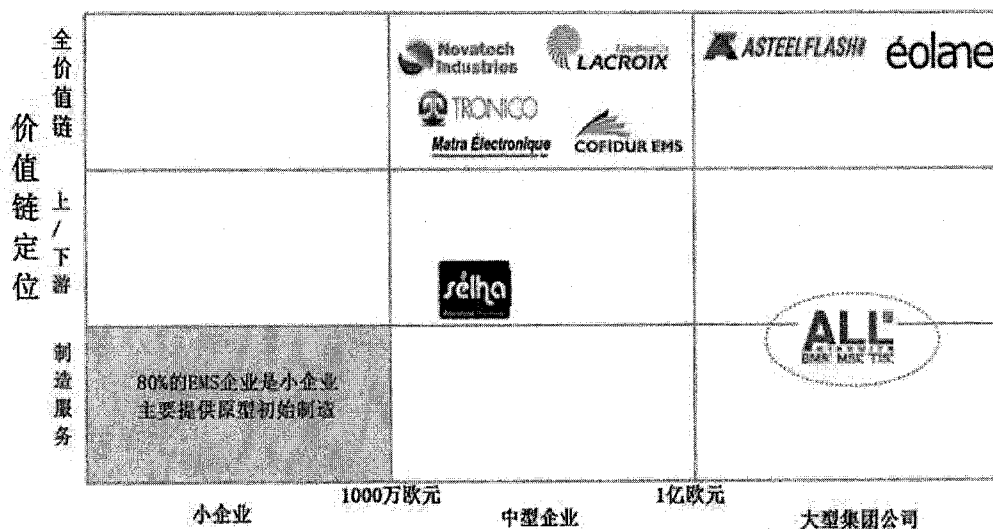
从法国排名比较靠前的欧朗集团、Asteelflash 和 Lacroixelectronics 的运作情况来看，更强调价值链的定位，为 OEM 客户提供从研发、制造、物流到维修维护等较为完整的服务，以维持或提高利润率，并增加客户粘性。初步统计，上述企业有新产品导入，为客户提供产品的原始开发服务，其研发设计收入约占 EMS 收入的 30%左右，且为了获得和服务大客户，EMS 公司一般会设有研发部门。大多数法国 EMS 公司的区域布局不仅仅在低成本国家，在美国、欧洲甚至亚洲都有相应的布局，以更好地服务区域内客户。另外，在内部协同方面，上述企业往往构建内部资源共享网络，实现不同产品部门间的协同，包括：销售、研发、采购和售后等，以实现规模经济。法国主要 EMS 企业商业模式如图所示：



3.AC 公司价值链及业务模式概况

与上述企业略有不同的是，AC 公司目前的重点是在生产制造，在价值链的上游提供制造、在下游提供售后服务，而不是全产业链的服务。同时，公司的区域布局主要在法国及北非的突尼斯；在内部协同方面，AC 公司的三家子公司内部均存在一定的协同效应。

单从企业价值定位来看，80%的 EMS 企业是小企业，一般不具备大规模、高水平生产的条件和能力，更多地选择提供原型初始制造；而大中型 EMS 企业(1000 万欧元以上)，往往倾向于开展 EMS 全价值链的服务。AC 公司与其他 EMS 企业价值链定位的区别如图所示



(四)AC 公司所处的竞争环境、竞争能力以及竞争对手分析

1.AC 公司所处的竞争环境

(1)全球主要高端电子制造企业概况

全球电子制造外包服务行业兴起于欧美，然后逐渐向南美、东南亚和中国台湾转移，之后是中国内地、东欧等等，现在的方向是印度、越南。由于品牌厂商与运营商持续把生产外包给电子制造外包服务提供商，全球电子制造供应链正经历着一场基本的转变。美国 ESM 杂志《国际电子商情》的资料显示，全球前 50 家电子制造外包服务商中有超过一半以上的公司在北美、欧洲和亚洲各地拥有其制造基地、设计或物流中心，合约制造已经成为一个全球性的业务。

目前，亚太地区是全球电子制造外包业务规模最大的区域。据统

计，亚洲地区电子制造外包业务总收入占全球市场总收入的比例超过70%以上。

近年来，中国大陆的电子制造产业发展迅猛，凭借良好的投资环境、高素质的管理和技术人才、廉价的劳动力等显著优势，成为全球电子制造外包业务迁移的重点地区，如富士康、伟创力等全球排名领先的电子制造外包服务企业纷纷到中国大陆投资设厂，并从中收益颇丰。随着国际级公司的进入和中国本土企业的崛起，目前中国大陆已成为全球电子制造外包业务最重要的区域。尽管从国际大环境看，未来印度、越南的电子制造外包服务行业会有较快发展，但在三到五年内不会对中国构成较大威胁。

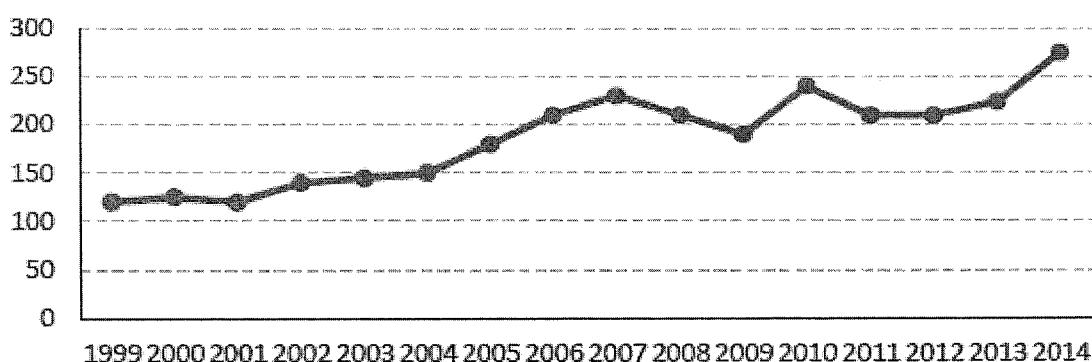
(2)全球 EMS 企业排名情况

统计数据表明，目前，全球范围内电子制造外包的行业集中度较高，全球排名前十位的厂商占据了近五成的市场份额。根据国际数据公司 IDC 的统计：2014 年，全球前十大电子制造外包服务厂商的收入为 2400 亿美元，占全球市场总收入 4900 亿美元的 49%。

根据 EMS 行业权威实时通讯 Manufacturing Market Insider(制造业市场内幕，简称 MMI)，公布的全球年度 50 大 EMS 供应商最新名单。2014 年，前 50 大供应商的总销售额达到 2650 亿美元新高，进入前 10 名的营收规模达 2400 亿美元，行业集中度进一步加剧。根据该名单，2014 年全球前 50 名 EMS 供应商排名，前 10 名是富士康、和硕、伟创力、捷普、新金宝集团、四海电子、天弘电子、佰电科技、深圳开发技术以及通用科学工业。位居全球首位的富士康，2014 年营业收入达到了 1390 亿欧元。

2014 年，电子制造外包业务 TOP50 的供应商的总销售额达到近 2650 亿美元。经过对 1999 年-2014 年全球电子制造外包业务 TOP50 入围最低销售收入进行对比，1999 年入围全球 EMS TOP50 最低销售收入为 1200 万美元，而 2014 年入围全球 EMS TOP50 最低销售收入已达 2750 万美元，增长近 130%，全球电子制造服务行业市场规模增长迅速。

单位：百万美元



(3)法国 EMS 行业竞争状况

与全球 EMS 行业高度集中相比，法国 EMS 市场相对分散，但自 2006 年开始得到了巩固加强，2014 年前 10 家公司占据了全部市场份额的 50%以上，较 2009 年增加了约 6%。其中进入全球前 50 名 EMS 供应商主要有：Asteel/flash(20)、éolane(28)、ALL CIRCUITS(37)、LACROIX Electronics(47)。

根据法国 EMS 市场调研，2000 年后，美国企业通过兼并收购法国中小 EMS 企业而进入法国市场、成为较强的竞争。2006 年~2008 年，这一趋势得到扭转，法国本土具有较强竞争实力的 EMS 企业(如 Eolane、Asteelflash 等)，通过兼并其他中小企业快速扩张，产能、市场占有率和影响力均得到大幅提升，甚至能够到法国境外兼并其他企业。在过去的几年中，随着强势企业进一步巩固和提升市场地位，其他中小企业在竞争的危机中纷纷倒闭。法国大多数 EMS 公司的商业模式，是在提供电子制造服务的基础上，越来越趋向于进行更大的价值链整合，并进行全球区域布局。

(4)全球高端汽车电子领域独立 EMS 企业情况

根据统计数据，在全球汽车电子制造领域，具有一定规模的 EMS 企业，大部分已被汽车主机厂或汽车大型零配件供应商所拥有，相关经营数据难以获得。目前，仍在独立运营的高端汽车电子制造企业前 6 名如表所示：

公司名称	工厂数量	雇员数量	销售收入(百万美元)	汽车业务比例
Jabil Circuit	72	142,000.00	15,969.00	5%
Zollner	17	8,790.00	1,423.00	24%
Eolane	15	3,400.00	520.00	9%
VIDEOTON	9	7,800.00	512.00	41%
ALL CIRCUITS	3	1,500.00	370.00	60%

公司名称	工厂数量	雇员数量	销售收入(百万美元)	汽车业务比例
LACROIX Electronics	4	2,900.00	293.00	26%

上表中, Jabil 是行业巨头、规模巨大、业务复杂, 但汽车业务仅占 5%; Zollner 同样规模较大, 汽车业务占 24%左右; Videoton、Eolane、LACROIX Electronics 等公司目前尚不具备安全级汽车电子产品制造能力。

(5)欧洲高端汽车电子制造商情况

根据统计数据, 从总收入规模上来看, Zollner、AsteelFlash 两家公司位居欧洲十大电子制造服务商的第一、第二位, AC 公司位列欧洲第7。但是从具体业务来看, 前十大公司中, 仅有 Zollner、Eolane、Videoton、AC 公司 4 家公司拥有汽车电子制造业务, 而具有安全级汽车电子制造能力和经验的仅有 Zollner、AC 公司两家公司。Zollner 整体规模达到 14.23 亿欧元, 而汽车电子业务仅占 24%, 与 AC 公司在该领域的能力和规模差异不大。

2.AC 公司竞争能力分析

(1)AC 公司所拥有的优势分析:

①拥有全球领先的电子制造能力。AC 公司拥有电子制造全自动生产流程及技术, 拥有复杂氙气灯簇的高度自动化生产线, 具有全球顶级的大批量高水平电子组装能力。

②拥有安全级汽车电子制造资质和相应的质量控制水平。AC 公司拥有世界一流的电子制造设备和检测分析实验室, 拥有安全级汽车电子制造许可证(PPM<10), 拥有丰富的质量管理经验和质量控制能力, 保障了优异的汽车电子产品质量, 平均每百万件产品的不良品率仅为 5.2 件(PPM=5.2), 全球仅有为数不多的企业能够达到这一水平。

③拥有 1.5-2 级供应商资格并与全球高端客户建立长期合作关系。AC 公司根植于汽车行业, 拥有良好的汽车行业背景和主机厂商合作关系, 并凭借优势制造技术和能力获得了汽车行业 1.5-2 级供应商资格。另外, 在非汽车领域的电子制造方面, 公司与阿尔斯通和施耐德电气等高端客户保持着良好的业务合作关系, 拥有长期、稳定的订单。

④拥有结构合理、协同高效、极具竞争力的生产区域布局。AC 公司在贴近客户的法国设有高度自动化的生产基地 MSL 公司及临时性小

批量产品制造、试制和售后服务的 BMS 公司，同时，在劳动力成本低廉的非洲突尼斯设立制造中心 TIS 公司，承担 AC 公司劳动力密集型产品生产或部分工序。上述生产区域布局既能很好协同，也能够显著降低生产成本，有效地提升公司整体竞争力。另外，AC 公司拥有较强的供应链管理能力和较强的议价能力。

(2) AC 公司的劣势分析：

①AC 公司不像其他竞争对手具有提供广泛的服务能力，无法提供相关研发服务；

②AC 公司没有涉及相关活跃的市场，例如航空航天与国防产业市场，该市场未来具有较高的增长速度，且利润率水平较高；

③AC 公司大部分的销售收入来自欧洲市场，且大部分收入集中于几个较重要客户，形成较高的依赖性；

④AC 公司在国际市场上品牌认知度有限，未来具有较大的提升空间；

⑤BMS 和 TIS 公司在商务能力上还具有较大的提升空间。

3.AC 公司所面临的竞争对手分析：

在总部位于法国的 EMS 企业中，Asteelflasch 公司和 Eolane 公司为 AC 公司的直接竞争对手。另外，总部位于德国的 EMS 公司 Zollner Elektronik 公司也是 AC 公司业务扩展的潜在竞争对手。

上述三家企业的基本情况如下：

(1)法国 AsteelFlash 公司

AsteelFlash 公司是一家总部设在法国巴黎的 EMS 集团公司，自 1994 年成立以来，通过并购整合已快速成长为 EMS 行业的重要制造商之一。该公司在全球有 5700 名员工，拥有 23 个制造基地，工厂分布于法国、美国、英国、突尼西亚和中国等国家，其中中国有两家工厂，分别位于苏州和上海。2014 年，该公司全球销售额为 7.08 亿美元，居全球 EMS 收入排行第 20 位。

(2)法国 Eolane 公司

Eolane 公司于 1975 年成立于法国西部城市昂热市，是法国的第一个 EMS 生产基地，目前在全球拥有 19 个生产基地，全球 3500 名员工，

并在法国、中国、摩洛哥、突尼斯、德国和印度进行了全球布局。2014年，该公司全球销售额为 5.20 亿美元，居全球 EMS 收入排行第 28 位。Eolane 公司业务涉及研发和生产服务，市场覆盖范围较广，包括航空航天、汽车、国防、铁路、能源、工业、医疗、电信等。其主要客户有 AIRBUS, Alstrom, Areva, Daussalt, Orange, Renault, Rolls Royce, Safran, Schlumberger, SFR, Siemens Automotive, Thales, Valeo, Zodiac 等。

(3)德国 Zollner Elektronik 公司

Zollner Elektronik 公司成立于 1965 年，目前全球 8400 名员工，分支机构和生产基地遍布全球 16 个国家和地区，包括德国、瑞士、匈牙利、罗马尼亚、突尼斯、中国、美国、哥斯达黎加等。2014 年，该公司全球销售额为 14.23 亿美元，居全球 EMS 收入排行第 13 位，其中汽车业务销售额占有量较高。Zollner Elektronik 2014 年销售收入增长强劲，较 2013 年同比收入增长 20.6%。

AC 公司专注于法国市场，专注于通过上游和下游服务进行制造，目标是在制造成本和质量方面超过竞争对手，并通过工艺流程自动化水平的提高来巩固价格优势。AC 公司整体实力位列世界第 37，欧洲第 6，法国第 3，在法国市场上整体销售额次于 AssetFlash 和 Eolane。

四、被评估企业的资产与财务分析

(一) AC 公司历史年度财务及经营状况如下：

近二年一期资产负债情况如下：

金额单位：千欧元

项目	2013.12.31	2014.12.31	2015.9.30
流动资产	98,065.33	107,133.46	117,994.01
非流动资产	59,717.53	64,010.04	67,656.39
资产合计	157,782.86	171,143.50	185,650.41
流动负债	72,323.91	75,290.13	89,245.53
非流动负债	21,153.02	26,821.54	29,478.10
负债合计	93,476.93	102,111.67	118,723.64
所有者权益	64,305.93	69,031.83	66,926.77

近二年一期损益状况如下：

金额单位：千欧元

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
营业收入	246,173.88	236,488.55	179,374.68

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
减：营业成本	222,214.14	209,610.88	163,901.76
营业税金及附加	-	-	-
销售费用	2,826.40	2,675.39	2,117.42
管理费用	16,488.09	14,620.67	13,325.59
财务费用	-37.22	1,041.27	1,428.76
资产减值损失	3,900.70	903.74	233.28
公允价值变动净收益	199.35	131.78	-337.25
营业利润	981.12	7,768.38	-1,969.38
加：营业外收入	188.91	110.19	28.87
减：营业外支出	24.12	46.38	0.37
利润总额	1,145.92	7,832.19	-1,940.89
所得税	2,315.76	2,390.87	466.19
净利润	-1,169.84	5,441.32	-2,407.07

(二) 资产负债结构分析

资产负债结构情况表

单位：千欧元

项目	2013.12.31	占比	2014.12.31	占比	2015.9.30	占比
流动资产	98,065.33	62.15%	107,133.46	62.60%	117,994.01	63.56%
固定资产	26,202.12	16.61%	30,862.58	18.03%	33,167.01	17.87%
无形资产及其他	33,515.41	21.24%	33,147.46	19.37%	34,489.38	18.58%
总资产	157,782.86	100.00%	171,143.50	100.00%	185,650.41	100.00%
流动负债	72,323.91	77.37%	75,290.13	73.73%	89,245.53	75.17%
非流动负债	21,153.02	22.63%	26,821.54	26.27%	29,478.10	24.83%
总负债	93,476.93	100.00%	102,111.67	100.00%	118,723.64	100.00%

资产方面，AC 公司近三年来总资产规模呈逐年递增趋势，这点与公司的业务规模发展有关，2015 年 9 月末 AC 公司资产总额达到 185,650.41 千欧元，2013 年底为 157,782.86 千欧元。就资产构成而言，无形资产及其他资产占比在 18%以上，最主要原因是其中客户关系类无形资产及商誉金额较大；流动资产主要以货币资金、应收账款和存货为主；固定资产在总资产中的占比则相对较低。

负债方面，2015 年 AC 公司负债规模有较大增长，主要在于有息负债的增加。就负债结构而言，结构相对稳定。

(三) 运营能力分析

营运能力指标情况表

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
应收账款周转率(次)	5.52	5.27	5.09
存货周转率(次)	6.40	5.93	5.61
总资产周转率(次)	1.56	1.44	1.34
流动资产周转率(次)	2.51	2.30	2.12

就资产运营能力而言，AC 公司近几年的资产周转率总体呈略下降的趋势，资产周转效率有所下降。其中，应收账款周转率从 2013 年的 5.52 次下降至 2015 年的 5.09 次，存货周转率从 2013 年的 6.40 次下降至 2015 年的 5.61 次。

(四) 盈利能力指标分析

主要盈利指标情况表

单位：千欧元

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
主营业务收入	246,173.88	236,488.55	179,374.68
主营业务利润	23,959.73	26,877.67	15,472.92
营业利润	981.12	7,768.38	-1,969.38
利润总额	1,145.92	7,832.19	-1,940.89
主营业务利润率(%)	9.73%	11.37%	8.63%
营业利润率(%)	0.40%	3.28%	-1.10%
净资产收益率(%)	-1.82%	7.88%	-4.80%

AC 公司近三年的业绩出现一定的波动，主要系非经常性损益影响。剔除非经常性损益影响后，AC 公司在过去两年一期的实际经营保持稳定。2013 年利润率较低主要因为受到与已破产客户 Fagor-Brandt 相关的一次性存货跌价准备；2014 年开始 AC 公司加强物流团队的组织，对原材料成本的控制加强，更严格和完善的废品管理，以及增强与供应商谈判能力，当年利润率水平显著上升；2015 年 1-9 月，AC 公司收购 MSL、BMS 和 TIS 时发生一系列的中介费用和重组费用以及其他相关管理费用，造成当期利润率水平下降。

(五) 偿债能力分析

偿债能力指标情况表

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
资产负债率(%)	59.24%	59.66%	63.95%
流动比率	135.59%	142.29%	132.21%
速动比率	85.76%	86.48%	78.86%
EBIT 利息保障倍数(倍)	2.78	9.05	-0.56

近三年 AC 公司资产负债率逐步上升，偿债能力增强。短期偿债能力方面，流动比率、速冻比率有所下降，主要是短期借款规模增加，短期偿债能力有所减弱。

整体偿债能力方面，2013 年至 2015 年 1-9 月 AC 公司的利息保障倍数分别为 2.78、9.05 和 -0.56(因当期非经常损益较多导致 EBIT 为负数)，

利息保障倍数整体水平尚可，表明 AC 公司具备一定的偿债能力。

五、 收益预测的假设条件

本评估报告收益预测的假设条件如下：

(一)一般假设

- 1.假设评估基准日后被评估单位持续经营；
- 2.假设评估基准日后被评估单位所处国家和地区的政治、经济和社会环境无重大变化；
- 3.假设评估基准日后国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；
- 4.假设和被评估单位相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等评估基准日后不发生重大变化；
- 5.假设评估基准日后被评估单位的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务；
- 6.假设被评估单位完全遵守所有相关的法律法规；
- 7.假设评估基准日后无不可抗力对被评估单位造成重大不利影响。

(二)特殊假设

- 1.假设评估基准日后被评估单位采用的会计政策和编写本评估报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；
- 2.假设评估基准日后被评估单位在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前保持一致；

本评估报告收益法评估结论在上述假设条件下在评估基准日时成立，当上述假设条件发生较大变化时，签字注册资产评估师及本评估机构将不承担由于假设条件改变而推导出不同评估结论的责任。

六、 评估计算及分析过程

(一)收益法具体方法和模型的选择

1.估值路径

由于 AC 母子公司以及子公司之间存在大量的关联交易，为了避免内部销售的影响，本次采用合并口径的方式对 AC 公司未来盈利状况进

行预测。

2.方法介绍

对于 AC 公司股东权益价值，本次选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型。企业自由现金流折现模型的描述具体如下：

股东权益价值=企业整体价值-付息债务价值-少数股东权益

(1)企业整体价值

企业整体价值是指股东全部权益价值和付息债务价值之和。根据被评估单位的资产配置和使用情况，企业整体价值的计算公式如下：

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产负债价值

①经营性资产价值

经营性资产是指与被评估单位生产经营相关的，评估基准日后企业自由现金流量预测所涉及的资产与负债。经营性资产价值的计算公式如下：

$$P = \left[\sum_{i=1}^n F_i (1+r)^{-i} + FV / (1+r)^n \right]$$

其中：P：评估基准日的企业经营性资产价值；

F_i ：评估基准日后第*i*年预期的企业自由现金流量；

FV：预测期末年预期的企业终值；

r：折现率；

n：预测期；

i：预测期第*i*年。

其中，企业自由现金流量计算公式如下：

企业自由现金流量=息前税后净利润+折旧与摊销-资本性支出-营运资金增加额

其中，折现率(加权平均资本成本,WACC)计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{E+D}$$

其中： k_e ：权益资本成本；

k_d ：付息债务资本成本；

E：权益的市场价值；

D: 付息债务的市场价值;

t: 所得税率。

其中, 权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。计算公式如下:

$$K_e = r_f + MRP \times \beta_L + r_c$$

其中: r_f : 无风险收益率;

MRP: 市场风险溢价;

β_L : 权益的系统风险系数;

r_c : 企业特定风险调整系数。

②溢余资产价值

溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需, 评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产。溢余资产单独分析和评估。

③非经营性资产、负债价值

非经营性资产、负债是指与被评估单位生产经营无关的, 评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产与负债。非经营性资产、负债单独分析和评估。

(2)付息债务价值

付息债务是指评估基准日被评估单位需要支付利息的负债。付息债务以核实后的账面值作为评估值。

(3)少数股东权益

少数股东权益价值以被投资单位评估后的股东全部权益价值乘以外部少数股东持股比例确定。本次收益法合并范围中存在 AC 公司以外的其他股东持有 TIS 公司 0.003%的股权, 本次以 TIS 公司报表净资产乘以少数股权比例作为少数股东权益价值。

3.币种及折算汇率

由于 AC 公司记账本位币为欧元, 因此, 本次评估过程中各项数据均以欧元为货币单位, 在确定欧元评估结果后, 按评估基准日欧元对人民币汇率将欧元评估结果折算为人民币结果。

(二)收益期和预测期的确定

1.收益期的确定

由于评估基准日被评估单位经营正常,没有对影响企业继续经营的核心资产的使用年限进行限定和对企业生产经营期限、投资者所有权期限等进行限定。故本评估报告假设被评估单位评估基准日后永续经营,相应的收益期为无限期。

2. 预测期的确定

由于企业近期的收益可以相对合理地预测,而远期收益预测的合理性相对较差,按照通常惯例,评估人员将企业的收益期划分为预测期和预测期后两个阶段。

评估人员经过综合分析,预计被评估单位于 2020 年达到稳定经营状态,故预测期截止到 2020 年底。

(三) 预测期的收益预测

1. 营业收入的预测

(1) 主营业务收入的预测

AC 公司是主要业务定位于通过高度自动化的生产线为客户提供电子控制模块(ECU)的制造和电子产品的组装制造服务,其应用行业主要有汽车行业、工业及能源行业、通讯行业、互联行业、医疗行业以及消费电器行业。其中:主要以汽车行业为主,约占全部收入的 60%左右。

近两年产品收入构成情况如下:

产品	2014 年		2015 年 1-9 月	
	收入(千欧)	占比	收入(千欧)	占比
汽车电子产品	134,057.62	58.98%	112,914.68	64.42%
工业与能源电子产品	48,628.00	21.39%	36,872.84	21.04%
通信电子产品	17,539.00	7.72%	11,959.89	6.82%
互联产品	16,712.00	7.35%	6,455.64	3.68%
医疗电子产品	6,488.00	2.85%	5,188.17	2.96%
消费电器产品	3,867.00	1.70%	1,890.60	1.08%
合计	227,291.62	100.00%	175,281.82	100.00%

汽车行业,由于车联网的开发应用,电子设施渗透不断增加,预计到 2020 年,可达到汽车总体成本的 40%,到 2030 年,可达到 50%。法国汽车行业整体竞争力较强,其增长将自动促进 OEM、EMS 市场的成交额。汽车行业作为 AC 公司收入的主要来源,AC 公司未来将在汽车行业加大投入,在 MSL 公司主要以汽车行业为主的基础上,加大 BMS 公司和 TIS 公司对汽车行业的投入力度,未来年度 AC 公司来自汽车行业

的收入将快速增长，其占总收入的比例也将逐渐增加。汽车电子产品作为 AC 公司未来重点发展的方向，亦为其主要收入增长点。

工业及能源行业，世界范围内经济向利好方向复苏，工业产值不断增加，能源需求带来的机械设备的需求增加，电子设备将保持着不断增长的市场。预计未来年度 AC 公司来自工业及能源行业的收入将保持稳定增长。

医疗行业，世界范围内人口老龄化趋势的加快，促使着医疗市场的发展；同时，人们对医疗技术设施的要求也日益增加，要求具有精确、灵活、便携的小型电子设备；老龄化及技术进步将促进电子设备的使用。AC 公司未来在医疗电子制造上，逐渐将由目前的单一的电子元器件制造向整体部件生产发展，提高产品的附加值。

互联行业，互联网技术的发展，移动技术的进步以及人们生活水平的提高，对互联电子产品有更高的要求，需要不断增加的产品复杂性、新颖性、功能性等才能够支撑市场。预计 AC 公司未来来自于互联行业的收入保持稳定。

通讯行业，主要高度依赖于手机、电信设备的生产，根据统计，到 2016 年全球智能手机用户数量将超过 20 亿。居于 EMS 行业首位的富士康公司其大部分收入来源于苹果公司，可以看出 EMS 市场中通讯行业的重要性。但由于 AC 公司该行业原有老客户订单的减少，未来预计收入将不断减少，AC 公司计划未来增加投入拓展的新客户，以尽量减少原有老客户订单减少带来对公司整体收入的影响。

家用电器行业，由于该行业整体毛利水平较低，AC 公司未来计划在完成现有已签订单后，不再进行该行业的经营活动。

AC 公司产品生产大多属于以销定产的模式，由于有众多生产订单以及与相关上下游厂商合作支持，从而大大保证了其未来年度收入的可实现性。随着机动车保有量的持续增加，同时汽车电子产品的渗透率逐步提高，所占整车价值的比重持续增长，相应的汽车电子制造业务的比重也将随之日益提高，这也为 AC 公司的发展提供了广阔的前景。

对于 AC 公司未来年度各类产品的收入，本次主要通过对现有的，以及预计将要形成的订单的统计来确定。

根据预测，AC 公司未来各年度的主营业务收入情况如下：

单位：千欧元

产品	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
汽车电子产品	35,191.50	196,269.00	221,397.00	236,999.00	249,300.00	262,832.00
工业与能源电子产品	14,424.12	47,578.00	48,441.00	48,261.00	51,951.00	53,960.00
通信电子产品	4,808.04	11,878.00	7,335.00	6,456.00	6,528.00	6,196.00
互联产品	2,642.59	9,984.00	11,348.00	10,302.00	9,206.00	10,607.00
医疗电子产品	2,006.41	7,127.00	7,479.00	7,774.00	9,021.00	10,400.00
消费电子产品	734.05	84.00	-	-	-	-
收入合计	59,806.71	272,920.00	296,000.00	309,792.00	326,006.00	343,995.00

(2) 其他业务收入的预测

AC 公司 2014 年、2015 年 1-9 月其他业务收入分别为 9,196.93 千欧元、4,092.86 千欧元，主要为 AC 公司为客户提供的相关服务费，未来年度主要根据 2015 年该业务收入水平进行预测。

根据预测，AC 公司未来各年度的其他业务收入情况如下：

单位：千欧元

项目	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
其他业务收入	1,364.29	5,500.00	5,500.00	5,500.00	5,500.00	5,500.00

2. 主营业务成本的预测

AC 公司产品成本主要由直接可变成本和间接成本两大部分构成，直接可变成本主要包括直接材料、辅助材料及直接职工薪酬，间接成本包括间接职工薪酬、折旧、其他固定费用及其他变动费用。

在其成本构成中，直接材料占比较大，占全部成本的一半以上，其次是人工费用。历史年度成本构成情况如下：

项目	2014 年		2015 年 1-9 月	
	成本(千欧)	占比	成本(千欧)	占比
直接材料	140,611.36	67.08%	113,296.22	69.12%
辅助材料	7,950.00	3.79%	4,385.68	2.68%
直接职工薪酬	18,198.56	8.68%	12,659.50	7.72%
制造费用	42,850.97	20.44%	33,560.36	20.48%
间接职工薪酬	21,705.94	10.36%	15,873.00	9.68%
折旧费	5,993.03	2.86%	5,681.45	3.47%
其他固定费用	6,990.00	3.33%	5,231.00	3.19%
其他变动费用	8,162.00	3.89%	6,774.91	4.13%
合计	209,610.88	100.00%	163,901.76	100.00%

对于直接材料、辅助材料、直接职工薪酬等直接可变成本，在对历史年度成本率水平进行分析的基础上，根据其历史年度平均水平，结合未来成本率趋势及未来年度的销售额计算确定。

对于间接职工薪酬,根据各年生产管理人员数量及单位人工成本计算确定,单位人工费用预期将保持小幅增长的趋势。

对于折旧费,根据企业评估基准日现有固定资产,以及以后每年新增的资本支出所转固定资产,按企业会计政策确定的各类资产折旧率综合计算确定。

对于其他费用,在生产规模增长的情况下,将在现有合理水平的基础上以一定幅度增长。

根据预测,未来各年主营业务成本情况如下:

单位:千欧元

项目	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
直接材料	38,993.98	178,762.60	193,880.00	202,913.76	213,533.93	225,316.73
辅助材料	1,495.17	7,095.92	7,696.00	8,054.59	8,476.16	8,943.87
直接职工薪酬	4,186.47	19,104.40	20,720.00	21,685.44	22,820.42	24,079.65
制造费用	10,553.09	46,589.60	49,771.70	51,258.32	52,455.81	54,382.04
间接职工薪酬	5,291.00	22,857.12	23,999.98	25,199.97	26,207.97	27,256.29
固定资产折旧	1,509.04	6,397.36	6,859.73	6,156.04	5,488.61	5,529.93
其他固定费用	1,600.00	7,510.00	7,960.00	8,440.00	8,860.00	9,040.00
其他变动费用	2,153.04	9,825.12	10,952.00	11,462.30	11,899.22	12,555.82
成本合计	55,228.70	251,552.52	272,067.70	283,912.12	297,286.31	312,722.28

3. 营业费用及管理费用的预测

企业营业费用及管理费用主要包括相关人员工资、场所租赁、折旧、摊销及其他固定费用。就其他固定费用而言,营业费用主要涉及市场推广及营销、产品销售等相关费用;管理费用主要涉及到工艺流程及质量控制、各职能部门日常费用等。

历史年度营业费用及管理费用具体费用情况如下:

单位:千欧元

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
销售费用	2,826.40	2,675.39	2,117.42
人工薪酬	2,304.17	2,059.64	1,752.55
场所租赁	85.05	105.00	77.98
其他费用	437.17	510.75	286.89
管理费用	16,488.09	14,620.67	13,325.59
人工薪酬	7,242.10	5,982.44	3,918.53
场所租赁	60.96	93.15	60.78
折旧	39.11	27.13	54.28
摊销	1,915.95	1,683.60	1,296.53
其他费用	7,229.97	6,834.35	7,995.47

对于人员薪酬,根据各年预计所需销售、管理及技术人员数量及单

位工资水平计算确定；

对于租赁费，租赁合同期内按合同约定确定租金，租赁合同期后年度租金水平考虑适当的生长；

对于折旧及摊销，根据企业评估基准日现有固定资产及无形资产，以及以后每年新增的资本支出所转资产，按企业会计政策确定的各类资产折旧率与摊销率综合计算确定。

对于营业费用及管理费用中的其他各类固定费用，则在目前合理水平的基础上分析确定。总体而言，在公司经营规模增长的情况下，各项费用会维持小幅增长的趋势。

根据预测，企业未来各年营业费用及管理费用数据如下：

单位：千欧元

项目	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售费用	830.18	3,182.84	3,324.49	3,523.21	3,651.55	3,785.19
人工薪酬	584.18	2,523.67	2,649.86	2,782.35	2,893.64	3,009.39
场所租赁	25.99	109.17	114.63	120.36	126.38	132.70
其他费用	220.00	550.00	560.00	620.50	631.53	643.10
管理费用	4,397.30	15,414.95	15,722.65	16,740.18	17,223.45	17,359.11
人工薪酬	1,306.18	5,642.68	5,924.81	6,221.06	6,469.90	6,728.69
场所租赁	20.26	85.09	89.34	93.81	98.50	103.42
折旧	14.42	61.12	65.54	58.81	52.44	52.83
摊销	427.24	1,481.50	1,267.96	1,260.32	1,258.60	1,025.40
其他费用	2,629.20	8,144.57	8,375.00	9,106.18	9,344.02	9,448.76

4.营业外收支的预测

营业外收支主要包括固定资产处置利得与损失等其他非经常性项目，未来预测期测算不作考虑。

5.所得税的预测

由于 AC 下属子公司分别分布在法国和突尼斯，使其所得税涉及到不同税率。本次评估，对于 AC 公司未来各年所缴所得税额，首先预测 AC 公司合并口径收入的同时结合历史年度的内部销售情况预测出未来年度各子公司的主营业务收入，其次根据历史年度各子公司年平均利润总额占收入的比例水平预测出未来年度的各子公司利润总额，最后根据各子公司各年预测的利润总额，以及现行执行的所得税税率分别测算后加总确定。

6.损益表

根据对营业收入、营业成本、销售及管理费用、所得税等相关项目

进行的预测，确定未来年度损益情况如下：

单位：千欧元

项目	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
一、营业收入	61,171.00	278,420.00	301,500.00	315,292.00	331,506.00	349,495.00	349,495.00
减：营业成本	55,228.70	251,552.52	272,067.70	283,912.12	297,286.31	312,722.28	312,722.28
营业税金及附加							
营业费用	830.18	3,182.84	3,324.49	3,523.21	3,651.55	3,785.19	3,785.19
管理费用	4,397.30	15,414.95	15,722.65	16,740.18	17,223.45	17,359.11	17,359.11
财务费用							
减：资产减值损失							
加：公允价值变动净收益							
投资收益							
二、营业利润	714.82	8,269.69	10,385.16	11,116.50	13,344.69	15,628.42	15,628.42
加：营业外收入							
减：营业外支出							
三、利润总额	714.82	8,269.69	10,385.16	11,116.50	13,344.69	15,628.42	15,628.42
减：所得税费用	264.28	3,484.10	3,663.81	3,852.48	4,050.59	4,258.61	4,835.05
四、净利润	450.54	4,785.59	6,721.35	7,264.02	9,294.09	11,369.80	10,793.37

7.资本性支出的预测

AC 公司资本性支出主要为固定资产资本性支出。对于固定资产资本性支出，企业为维持以后各年的正常经营，需要每年投入资金对原有资产进行更新，更新的数额根据各类资产的预计更新年限及投资规模确定。

根据预测，未来各年的资本性支出情况如下：

单位：千欧元

项目	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
资本性支出	1,688.60	5,000.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00
生产性投资	1,680.60	4,750.00	4,750.00	4,750.00	4,750.00	4,750.00
管理性投资	8.00	250.00	250.00	250.00	250.00	250.00

8.营运资金增加额的预测

营运资金等于营业流动资产减去无息流动负债。营业流动资产包括公司经营所使用或需要的所有流动资产，包括现金余额、应收账款及存货等。无息流动负债包括应付账款、预收账款、应付工资及应交税金等。

本次评估主要通过对各类资产及负债以前年度的周转情况及其合理性进行分析后，确定其未来预计周转率，进而确定其正常经营所需的营运资金。

对于正常经营所需保持的现金，根据企业实际情况分析确定。

营业流动资金=营业流动资产-无息流动负债

营运资金追加额=当期营运资金-上期营运资金

未来年度营运资金追加额预测数据如下:

单位: 千欧元

项目	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营运流动资产	107,570.84	122,528.33	132,536.95	138,575.08	144,860.89	151,239.80
流动负债	65,647.78	76,408.57	82,531.42	86,077.29	90,393.32	95,186.54
营运资本	41,923.06	46,119.76	50,005.53	52,497.79	54,467.57	56,053.26
营运资本变动	-4,712.90	4,196.70	3,885.78	2,492.25	1,969.78	1,585.69

9.未来年度企业自由现金流量的预测

根据上述各项预测, 预测期内的自由现金流量以下列公式计算确定:

自由现金流量=息前税后利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资本变动

对于永续现金流量, 考虑到资本支出与折旧相平衡, 且不再追加营运资金的实际情况, 永续现金流量等于永续期净利润。

未来各年自由现金流量如下:

单位: 千欧元

项目	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
息前税后营业利润	450.54	4,785.59	6,721.35	7,264.02	9,294.09	11,369.80	10,793.37
加: 折旧及摊销	1,950.70	7,939.97	8,193.22	7,475.18	6,799.65	6,608.16	6,608.16
减: 资本支出	1,688.60	5,000.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00	5,000.00	6,608.16
营运资本变动	-4,712.90	4,196.70	3,885.78	2,492.25	1,969.78	1,585.69	
自由现金流量	5,425.54	3,528.86	6,028.79	7,246.94	9,123.96	11,392.27	10,793.37

(四)折现率的确定

1.无风险收益率的确定

国债收益率通常被认为是无风险的, 因为持有该债权到期不能兑付的风险很小, 可以忽略不计。根据 WIND 资讯系统所披露的信息, 评估基准日欧元区 10 年期公债收益率为 0.70%, 本评估报告以 0.70%作为无风险收益率。

2.权益系统风险系数的确定

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下:

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中: β_L : 有财务杠杆的权益的系统风险系数;

β_U : 无财务杠杆的权益的系统风险系数;

t : 被评估企业的所得税税率;

D/E: 被评估企业的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点,评估人员通过彭博资讯系统查询了欧洲地区 8 家主要可比上市公司 2015 年 9 月 30 日的无杠杆 β 值(起始交易日期: 2013 年 9 月 30 日; 截止交易日期: 2015 年 9 月 30 日), 并取其平均值 1.0621 作为被评估单位的 β_u 值。

代码	简称	发行人行业	Beta:20130930 -20150930	债务/权益
IMI.L	IMI PLC	Diversified Manufact Op	0.865	44.00%
FLEX.O	Flextronics International Ltd	Electronic Compo-Misc	1.246	87.00%
JBL.N	Jabil Circuit Inc	Electronic Compo-Misc	1.128	74.00%
CLS.N	Celestica Inc	Electronic Compo-Misc	0.869	0.00%
SANM.O	Sanmina Corp	Electronic Compo-Misc	1.249	44.00%
PLXS.O	Plexus Corp	Electronic Compo-Misc	1.244	34.00%
BHE.N	Benchmark Electronics Inc	Electronic Compo-Misc	0.834	1.00%

取可比上市公司资本结构的平均值 41%作为被评估单位的目标资本结构。所得税税率采用各年实际的综合税率水平。

将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式, 计算得出被评估单位的权益系统风险系数。

3. 市场风险溢价的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合, 投资者所要求的高于无风险利率的回报率。本次评估采用公认的成熟市场(美国市场)的风险溢价进行调整, 具体计算过程如下:

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中: 成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2014 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.25%;

通过查询彭博资讯, 法国等主要欧洲国家风险补偿额为 0%。

则: $MRP = 6.25\%$ 。

4. 企业特定风险调整系数的确定

由于测算风险系数时选取的为上市公司, 相应的证券或资本在资本市场上可流通, 与同类上市公司比, 其权益风险要大于可比上市公司; 同时, 被评估企业属区域性公司, 与同类上市公司相比, 规模相对较小。

综合分析, 确定委估企业风险调整系数为 2.0%。

5. 预测期折现率的确定

将上述确定的参数代入权益资本成本及加权平均资本成本计算公式，计算得出被评估单位的权益资本成本及加权平均资本成本。其中，付息债务成本取法国银行两年以上中长期贷款利率。由于未来各年的所得税率有所不同，因此，未来各年折现率分别计算如下：

项目	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
未来年度所得税率	36.97%	42.13%	35.28%	34.66%	30.35%	27.25%	30.94%
有财务杠杆风险系数	1.3337	1.3115	1.3410	1.3437	1.3623	1.3756	1.3598
企业特有风险调整值	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
Ke	11.04%	10.90%	11.08%	11.10%	11.21%	11.30%	11.20%
付息债务成本	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%
WACC	8.19%	8.06%	8.23%	8.25%	8.35%	8.43%	8.34%

(五)测算过程和结果

预测期内各年自由现金流按年中流入、终值按年末流入考虑，按折现率折成现值，从而得出公司的经营性资产价值，计算过程如下：

单位：千欧元

项目	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续期
企业自由现金流量	5,425.54	3,528.86	6,028.79	7,246.94	9,123.96	11,392.27	10,793.37
折现率	8.19%	8.06%	8.23%	8.25%	8.35%	8.43%	8.34%
折现期	0.125	0.75	1.75	2.75	3.75	4.75	5.75
折现系数	0.9902	0.9435	0.8707	0.8041	0.7403	0.6808	8.1635
折现值	5,372.42	3,329.55	5,249.55	5,827.45	6,754.22	7,756.23	88,111.18
折现值合计	122,400.59						

(六)其他资产和负债的评估

1.非经营资产及负债的评估

经核实，AC 公司非经营性资产主要包括以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、其他应收款、其他流动资产及递延所得税资产等，总计 9,519.93 千欧元；非经营负债包括以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、其他应付款、长期应付职工薪酬、预计负债及递延所得税负债等，总计 19,871.30 千欧元；非经营性资产扣减非经营性负债为-10,351.37 千欧元。

2.溢余资产的评估

溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需超额现金，为基准日货币资金与日常经营所必需的现金持有量之间的差额，现金持有量考虑各种付现因素。根据评估人员的现场调查了解，企业所需的最低货币资金量约为一个月的付现成本，因此，本次评估按月付现成本额确定最

低货币资金保有量。溢余货币资金根据基准日货币资金余额扣减最低货币资金保有量进行确定。

经计算，正常经营情况下，企业的最低现金持有量为 19,197.63 千欧元，企业溢余资产为 1,251.58 千欧元。

(七) 股东权益价值的确定

1. 企业整体价值的计算

$$\begin{aligned}\text{企业整体价值} &= \text{经营性资产价值} + \text{非经营性资产价值} + \text{溢余资产价值} \\ &= 122,400.59 - 10,351.37 + 1,251.58 \\ &= 113,300.80 \text{ 千欧元}\end{aligned}$$

2. 付息债务价值的确定

AC 公司评估基准日付息债务为 34,822.81 千欧元。

3. 少数股东权益价值的确定

评估基准日，TIS 公司净资产账面价值为 2,644.13 千欧元，其他外部少数股东持有 TIS 公司股权比例为 0.003%，则少数股东权益价值为 0.08 千欧元。

4. 股东全部权益价值的计算

根据以上评估工作，AC 公司的股东全部权益价值为：

$$\begin{aligned}\text{股东全部权益价值} &= \text{企业整体价值} - \text{付息债务价值} - \text{少数股权权益价值} \\ &= 113,300.80 - 34,822.81 - 0.08 \\ &= 78,477.91 \text{ 千欧元}\end{aligned}$$

评估基准日欧元对人民币汇率为 7.1608: 1，则 AC 公司股东全部权益价值为人民币 56,196.46 万元。

第四章 市场法评估技术说明

一、评估方法及实施过程

(一)评估方法简介

市场法，是指将评估对象与参考企业、在市场上已有交易案例的企业、股东权益、证券等权益性资产进行比较以确定评估对象价值的评估思路。市场法中常用的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指通过对资本市场上与被评估企业处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估企业比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。

交易案例比较法是指通过分析与被评估企业处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例，获取并分析这些交易案例的数据资料，计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估企业比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。

电子制造服务行业并购案例有限，与并购案例相关联的、影响交易价格的某些特定的条件无法通过公开渠道获知，无法对相关的折扣或溢价做出分析，并购案例法较难操作。

本次评估采用上市公司比较法，其中价值比率选择企业价值(EV)倍数：

$$EV/EBITDA = \text{企业价值} / \text{税息折旧及摊销前利润}$$

采用 EV/EBITDA，可以消除资本密集度和折旧方法不同的差距。

企业价值倍数(EV/EBITDA) 与市盈率类似，但侧重于衡量企业价值。有四个因素驱动企业价值与 EBITDA 之比的倍数：公司的盈利增长率、投入资本回报率、税率和资本成本。在多数情况下，行业内各公司一般面对相同的税收政策并承担相近的经营风险，税率和资本成本差异不大。投入资本回报率和增长率不具有这样的相似性，对企业价值倍数影

响较大。

(二)评估实施过程

1.明确被评估企业的基本情况，包括评估对象及其相关权益状况，如企业性质、资本规模、业务范围、营业规模、市场份额，成长潜力等。

2.选择与被评估企业进行比较分析的参考企业。首先对准参考企业进行筛选，以确定合适的参考企业。对准参考企业的具体情况进行详细的研究分析，包括主要经营业务范围、主要目标市场、收入构成、公司规模、盈利能力等方面。通过对这些准参考企业的业务情况和财务情况的分析比较，以选取具有可比性的参考企业。

3.对所选择的参考企业的业务和财务情况进行分析，与被评估企业的情况进行比较、分析，并做必要的调整。首先收集参考企业的财务信息，如行业统计数据、上市公司年报、研究机构的研究报告等。对上述从公开渠道获得的业务、财务信息进行分析调整，以使参考企业的财务信息尽可能准确及客观，使其与被评估企业的财务信息具有可比性。

4.选择、计算、调整价值比率。在对参考企业财务数据进行分析调整后，需要选择合适的价值比率，如企业价值倍数(EV/EBITDA)、市盈率(P/E 比率)、市净率(P/B 比率)、市销率(P/S 比率)等权益比率，并根据以上工作对价值比率进行必要的分析和调整。

5.运用价值比率得出评估结果。在计算并调整参考企业的价值比率后，与评估对象相应的财务数据或指标相乘，计算得到需要的权益价值或企业价值。

二、市场法运用的假设条件

(一)应用前提

- 1.必须有一个充分发展、活跃的资本市场；
- 2.存在相同或类似的参照物；
- 3.参照物与评估对象的价值影响因素明确，可以量化，相关资料可以搜集。

(二)假设条件

1.宏观经济、政治、法律和社会环境处于正常发展的状态，且没有对 AC 公司发展产生重大不利影响的不可抗力现象发生；

2.金融体制平稳运行，货币政策、财政金融政策保持相对稳定性和连续性；

3.对电子制造服务行业政策遵循既定方针，不会有重大不可预期改变；

本评估结论是依据上述评估假设和限制条件，以及本评估报告中确定的依据、条件、方法和程序得出的结果，若上述前提条件发生变化时，本评估结论一般会自行失效。

三、选择可比公司

1.可比公司的选择

(1)AC 公司业务情况

AC 公司主营业务为电子制造服务业，主要为法国和全球的品牌商、渠道商或运营商提供各类电子产品的概念定位、生产设计、产品开发、物料采购、生产制造、物流配送、质量检测及售后维修等专业服务。目前主要以汽车行业为主，并保持在工业及能源行业、通信行业、医疗行业等行业共同发展。

(2)可比公司基本情况

由于 AC 公司是法国电子制造服务行业的领先企业，主要致力于汽车电子行业，拥有三家实体子公司，分别位于法国和突尼斯。

根据目标公司的基本情况，评估人员对潜在的可比公司进行了筛选，并基于各可比公司的经营范围、业务区域、资产规模及盈利情况等，最终选取了 IMI、Flextronis、Celestica 及 Plexus 四家公司作为可比公司。各公司基本情况如下：

股票代码	简称	注册地	交易所
IMI.L	IMI PLC	英国	伦敦证券交易所
FLEX.O	Flextronics International Ltd	新加坡	纳斯达克交易所
CLS.N	Celestica Inc	加拿大	多伦多证券交易所
PLXS.O	Plexus Corp	美国	纳斯达克交易所

●IMI

IMI 提供电子设计、工程、制造和测试解决方案，比如成品组装、PCB 和 FPC 组装。公司由五个部门组成，服务于各个产业，比如汽车业、工业、医疗行业、太阳能产业、通讯基础设施、存储设备和消费性电子产品。IMI 在菲律宾、新加坡、中国、欧洲、墨西哥、美国和日本都设有分公司。它是 AYC Holdings, Ltd 的子公司。

IMI 2014 年营业总收入为 1,692 百万英镑，同比下降 2.98%；营业利润达到 772.4 百万英镑；净利润达 668.5 百万英镑，同比上涨 198.57%。截止 2014 年底，IMI 总资产达到 1,373 百万英镑，净资产达 554.1 百万英镑。

●Flextronis

Flextronics International Ltd.为全球设备制造商提供设计、制造、物流、供应链、维修和回收服务。它同时提供创新服务（创业加速项目、卓越中心等）。公司涵盖多个技术能力，比如系统架构、用户界面和工业设计、机械工程、电子系统设计、可靠性和故障分析等。公司服务于医疗业、汽车业、国防、航空、消费性电子、家用电器、半封设备、电话亭、能源、新兴行业、通讯和服务器及仓储业。

截止 2015 年 3 月 31 日，Flextronis 一个会计年度已实现业务总收入达 26,147.92 百万美元，同比上涨 0.15%；净利润 600.8 百万美元，同比上涨 64.34%。销售毛利率达 5.91%。截止 2015 年 3 月 31 日，Flextronis 总资产为 11,665.62 百万美元，净资产为 2,396.25 百万美元。

●Celestica

Celestica Inc. (Celestica)是一家面向全球通讯，消费电子，计算以及多元化终端市场 OEM 的供应链解决方案提供商。服务包括设计、开发、工程服务、原型设计、新产品引进、零件采购、电子制造、装配和测试。Celestica 在美洲，亚洲，以及欧洲经营业务。公司产品服务一系列终端，包括智能手机，服务器，网络，无线网络，电信装备，存储设备，航空及防卫电子，诸如机身内娱乐向导系统，保健产品，音视频装备，打印机耗材，外围设备，和一系列工业和绿色技术电子设备，包括太阳能板，和逆变器等。

截止 2014 年, Celestica 已实现业务总收入达 563,130 万美元, 同比下降 2.84%; 净利润 10,820 万美元, 同比下降 8.31%。2014 年销售毛利率达 7.20%。截止 2014 年底, Celestica 总资产为 258,360 万美元, 净资产为 139,490 万美元。

● Plexus

Plexus Corp. (Plexus) 该公司及其附属公司通过其产品实现价值流提供解决方案给客户。该公司以客户为中心的解决方案模型无缝集成产品概念化, 设计, 商业, 制造业, 履行和维持的解决方案。该公司为在美洲(AMER), 欧洲, 中东, 非洲(EMEA)和亚太地区(APAC)地区的客户提供终端到终端的解决方案。该公司设有设计部门, 以适应客户提供多个产品线 and 配置灵活的生产设备和工艺。该公司在网络/通讯, 医疗/生命科学, 工业/商业和国防/安全/航空航天市场领域提供 140 个品牌产品的公司。

根据 Plexus 2014 年度年报显示, Plexus 截止 2014 年 9 月 27 日的一个会计年度, 已实现业务总收入达 237,825 万美元, 同比上涨 6.74%; 净利润 8,721 万美元, 同比上涨 6.02%。2014 年销售毛利率达 9.48%。截止 2014 年 9 月 27 日, Plexus 总资产为 160,903 万美元, 净资产为 78,113 万美元。

(3) 可比公司数据分析

① 销售收入

被评估单位及可比公司 2012 年至 2014 年销售收入如下:

	营业总收入(亿元)			同比增长率 (%)		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
AC (欧元)		2.45	2.36			-3.91
IMI (英镑)	16.94	17.43	16.92	-20.51	2.89	-2.93
Flextronis (美元)	235.69	261.09	261.48	14168.25	10.77	0.15
Celestic (美元)	65.07	57.96	56.31	8921.49	-10.93	-2.84
Plexus (美元)	23.07	22.28	23.78	3.38	-3.41	6.74

近年来, 随着电子制造外包业务模式的日益成熟和外包服务商综合服务能力的不断提升, 全球电子制造外包行业呈现出服务领域越来越广, 外包总量逐年递增的发展态势。

目前电子制造外包服务已经覆盖了家用电器、网络通讯、各类消费

电子、汽车电子、医疗设备、航空航天等各个领域。随着电子行业竞争的日趋激烈，品牌商通过将电子制造业务进行外包，进一步聚焦自身优势产业，提升核心竞争力已经成为其实现持续发展的必然选择。全球的大型电子产品品牌商(包括苹果、三星、华为、爱立信、西门子、IBM、索尼、飞利浦、中兴、联想等等)均已成为外包厂商的主要服务对象。

市场研究机构 TFI 采用了一个标准尺度——“EMS、ODM 渗透率”来衡量产业领域的外包数量，即 EMS、ODM 的销售收入占电子制造产业总销货成本(COGS)的比率。目前全球电子制造产业的 EMS/ODM 渗透率为 30%左右，在网络设备行业，品牌商倾向将制造业务全部外包，未来渗透率将超过 90%，而消费电子等其它产业可能接近 40~50%。

随着电子制造外包业务模式的日益成熟和外包服务商综合服务能力的不断提升，全球电子制造服务行业市场规模在经历了全球金融危机之后又恢复了稳健增长。2014 年，全球 EMS 市场规模达到 4900 亿美元，相比 2013 增长了约 11%。

目前全球 OEM 市场容量中 70%由品牌企业自行设计、生产；另外 30%被转包(其中，由外部产品设计公司进行 ODM 设计的市场规模约占 6%；由外部专业电子制造服务商进行 EMS 生产的市场规模约占 24%)。在全球 EMS 市场中，欧洲 EMS 市场约占 15%，而法国市场约占欧洲 EMS 市场的 6%，且市场规模最近几年在 20~40 亿欧元之间波动。

②盈利能力

可比公司及 AC 公司 2014 年度的营业收入、成本、费用见下表。

单位：亿元

	IMI (£)	Flextronis (\$)	Celestica (\$)	Plexu (\$)	AC (€)
营业收入	16.92	261.48	56.31	23.78	2.36
减：营业成本	9.20	246.03	52.26	21.53	2.07
营业开支	5.03	8.77	2.47	1.14	0.17
财务费用	0.15	0.58	0.03	0.09	0.01
资产减值损失					0.01
加：其他非经营性损益	-0.09	0.16	0.00	0.02	0.00
营业利润	2.46	6.27	1.55	1.05	0.09
加：非经常项目损益	4.79	0.44	-0.31	-0.11	0.001
利润总额	7.24	6.71	1.25	0.93	0.10
减：所得税	0.53	0.70	0.16	0.06	0.03
少数股东权益	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00

	IMI (£)	Flextronis (\$)	Celestica (\$)	Plexu (\$)	AC (€)
净利润	6.69	6.01	1.08	0.87	0.07

可比公司及 AC 公司 2014 年度主要指标如下:

单位: %

	IMI	Flextronis	Celestica	Plexus	AC
销售净利率(%)	39.51	2.30	1.92	3.67	2.79
销售毛利率(%)	45.65	5.91	7.20	9.48	11.97
营业收入同比增长率(%)	-2.93	0.15	-2.84	6.74	-3.91

可比公司中, IMI 的销售净利率及毛利率与其他公司相比较高, AC 公司处于平均水平。营业收入同比增长率方面, Plexus 增长相对较快, IMI、Celestica 及 AC 公司呈现负增长态势。

四、企业价值倍数估值

1. 息税折旧、摊销前利润

根据可比公司公布的 2015 年三季报, 可比公司 2015 年 1-9 月息税折旧、摊销前利润测算如下。

单位: 万元

2015/9/30	IMI (£)	Flextronis (\$)	Celestica (\$)	Plexus (\$)
营业利润	14,700	49,181	8,900	8,856
加: 财务费用				
加: 资产减值损失				
减: 公允价值变动净收益				
减: 投资净收益				
减: 其他收益				
息税前利润	14,700	49,181	8,900	8,856
加: 固定资产折旧	5,760	54,049	6,870	4,786
加: 无形资产摊销				
息税折旧、摊销前利润	20,460	103,230	15,770	13,642

2. 测算企业价值

按 2015 年 9 月 30 日可比公司股票收盘价, 测算其权益市值。

2015/9/30	单位	IMI (£)	Flextronis (\$)	Celestica (\$)	Plexus (\$)
股本	万股	27,192	61,807	14,290	5,055
流通股		27,192	56,783	14,290	3,369
限售股			5,024		1,686
股票价格	元/股	9.49	10.54	12.89	38.58

2015/9/30	单位	IMI (£)	Flextronis (\$)	Celestica (\$)	Plexus (\$)
权益市值	万元	257,920	651,446	184,198	195,018

付息债务包括短期借款、一年内到期的长期借款、长期借款、应付债券和长期应付款，其市值一般和账面值一致。

单位：万元

2015/9/30	IMI (£)	Flextronis (\$)	Celestica (\$)	Plexus (\$)
付息债务	34,300	266,615	23,120	26,277
短期借款	2,000	4,797	0	351
一年内到期				
长期借款	32,300	261,818	23,120	25,926
应付债券				
长期应付款				

少数股东权益市值按账面值乘以可比公司 PB 倍数计算。权益市值、债务价值、少数股东权益合计即为企业价值。企业价值测算见下表。

单位：万元

2015/9/30	IMI (£)	Flextronis (\$)	Celestica (\$)	Plexus (\$)
企业价值	315,912	927,604	207,318	221,295
权益市值	257,920	651,446	184,198	195,018
付息债务	34,300	266,615	23,120	26,277
少数股东权益	23,692	9,542	0	0

各公司有非经营性资产、负债，为便于各公司之间的比较，对非经营性资产、负债进行调整。由于市场反映了对企业未来盈利能力的预期，且 AC 公司 2015 年一次性费用较多，因此选取 2016 年预计的息税折旧摊销前利润来计算企业价值倍数。调整后的企业价值及企业价值倍数见下表。

单位：万元

2015/9/30	IMI (£)	Flextronis (\$)	Celestica (\$)	Plexus (\$)
非经营资产负债	45,200	142,576	23,453	18,664
资产	45,200	145,682	23,453	18,664
货币资金	0	0	4,733	14,633
交易性金融资产				
可供出售金融资产				
长期股权投资	45,200	145,682	18,720	4,031
负债	0	3,106	0	0
交易性金融负责	0	3,106	0	0
应付股利				
调整后企业价值	270,712	785,027	183,865	202,631
EBITDA (2016 年度)	28,783	126,100	21,915	15,571

2015/9/30	IMI (£)	Flextronis (\$)	Celestica (\$)	Plexus (\$)
调整后的 EV/EBIDA	9.41	6.23	8.39	13.01

3. 影响价值倍数的因素调整

影响企业价值倍数的主要因素包括公司的盈利增长率、投入资本回报率、税率和资本成本等。

(1) 投入资本收益率

根据各公司的营运流动资产、流动负债测算各公司的营运资金，加上经营性非流动资产即为投入资本，按测算的投入资本、息前税后营业利润计算投入资本收益率。各公司投入资本收益率测算结果见下表。

单位：万元

2015/9/30	IMI (£)	Flextronis (\$)	Celestica (\$)	Plexus (\$)	AC (€)
营业流动资产	72,590	898,550	204,447	119,840	11,765
货币资金	8,200	166,843	44,837	21,078	2,045
应收票据					
应收账款	38,100	254,681	64,370	38,468	4,885
其他应收款	790	120,893	10,370	3,357	621
预付账款					47
存货	25,500	356,133	84,870	56,937	4,197
营业流动负债	41,650	695,375	113,810	57,579	6,138
应付票据					
应付账款	35,200	478,794	76,750	40,071	4,159
预收账款					424
应付职工薪酬					854
其他应付款	6,450	216,581	37,060	17,508	424
应交税费					278
预计负债					
营运资金	30,940	203,175	90,637	62,261	5,627
非流动资产	112,700	513,167	69,900	39,797	6,384
长期投资	45,200	145,682	18,720	4,031	0
固定资产	22,300	221,803	32,460	31,735	3,317
在建工程					
无形资产					2,771
其他非流动资产	45,200	145,682	18,720	4,031	296
投入资本	143,640	716,342	160,537	102,058	12,010
息前税后利润	11,319	39,837	7,832	8,236	203
投入资本收益率	10.51%	7.41%	6.50%	10.76%	2.25%

(2) 盈利增长率

可比公司及 AC 公司 2014 年至 2017 年的预计复合增长率为：

	IMI	Flextronis	Celestica	Plexus	AC
净利润复合增长率	-36.65%	2.92%	13.93%	7.72%	7.30%

(3)资本成本

经测算，可比公司及 AC 公司的资本成本见下表。

	IMI	Flextronis	Celestica	Plexus	AC
WACC	6.45%	10.38%	7.32%	10.04%	8.06%

(4)AC 的价值倍数

采用上述数据对企业价值倍数进行调整，测算 AC 公司的企业价值倍数，结果如下：

项目	IMI	Flextronis	Celestica	Plexus	AC
对比指标					
投入资本收益率 ROIC	10.51%	7.41%	6.50%	10.76%	2.25%
增长率 g	-36.65%	2.92%	13.93%	7.72%	7.30%
资本成本 WACC	6.45%	10.38%	7.32%	10.04%	8.06%
所得税率 T	23.00%	19.00%	12.00%	7.00%	42.00%
指标分值					
投入资本收益率 ROIC	106	103	103	106	100
增长率 g	107	101	102	101	100
资本成本 WACC	102	98	101	99	100
所得税率 T	102	104	105	106	100
调整系数					
投入资本收益率 ROIC	0.94	0.97	0.97	0.94	1.00
增长率 g	0.93	0.99	0.98	0.99	1.00
资本成本 WACC	0.98	1.02	0.99	1.01	1.00
所得税率 T	0.98	0.96	0.95	0.94	1.00
合计调整系数	0.85	0.94	0.90	0.89	1.00
企业价值倍数	9.41	6.23	8.39	13.01	
调整后企业价值倍数	7.99	5.85	7.55	11.58	
企业价值倍数平均					8.24

其中：投入资本收益率 Plexus 最高，AC 最低，其他公司水平相当，相对于可比公司，AC 的投入资本收益率处于劣势。

在利润增长率方面，可比公司中 Celestica 增长率最高，Plexus 与 AC 增长水平相当，Flextronis 增势稍缓，IMI 呈现负增长态势。

资本成本及所得税方面，由于选取的可比公司与 AC 公司均处于不同的国家，因此其资本成本及所得税有一定的差异。

根据调整后的企业价值倍数，取调整后的可比公司企业价值倍数的算术平均数，AC 公司的企业价值倍数为 8.24。

AC 公司 2016 年预测的不含非经常损益的息税折旧、摊销前利润

为 16,462.90 千欧元，经营性资产价值评估值为：

$16,462.90 \text{ 千欧元} \times 8.24 = 135,731.67 \text{ 千欧元}$ 。

4. 流动性折扣的影响

市场流动性是指在某特定市场迅速地以低廉的交易成本买卖证券而不受阻的能力。

市场流动性折扣(DLOM)是相对于流动性较强的投资，流动性受损程度的量化。一定程度或一定比例的市场流动性折扣应该从该权益价值中扣除，以此反映市场流动性的缺失。

借鉴国际上定量研究市场流动性折扣的方式，本次评估我们结合国内实际情况采用新股发行定价估算市场流动性折扣。

所谓新股发行定价估算方式就是研究国内上市公司新股 IPO 的发行定价与该股票正式上市后的交易价格之间的差异来研究缺少流通折扣的方式。国内上市公司在进行 IPO 时都是采用一种所谓的寻价的方式为新股发行定价，新股一般在发行期结束后便可以上市交易。新股发行的价格一般都要低于新股上市交易的价格。可以认为新股发行价不是一个股票市场的交易价，这是因为此时该股票尚不能上市交易，也没有“市场交易机制”，因此尚不能成为市场交易价，但是一种公允的交易价。当新股上市后这种有效的交易市场机制就形成了，因此可以认为在这两种情况下价值的差异就是由于没有形成有效市场交易机制的因素造成的。因此可以通过研究新股发行价与上市后的交易价之间的差异来定量研究市场流动性折扣。

评估师收集并研究了 2010 年后美股汽车电子制造 IPO 的新股的发行价，分别研究其与上市后第一个交易日收盘价、上市后 5 日、上市后 10 日、上市后 20 日价以及 3 个月的价之间的关系。最高的折扣率为 51.22%左右，最低的折扣率为 -35.89%左右，行业的平均值为 7.78%，且中值为 1.08%，与平均值差异不大，计算结果相对集中。因此，选取平均值 8%此值为本次 AC 公司市场法评估的流动性折扣。

5. 企业价值倍数估值结果

采用可比公司比较法测算，AC 公司的企业价值倍数为 8.24，2016 年不含非经常损益的息税折旧、摊销前利润 16,462.90 千欧元，经营性

资产价值为 135,731.67 千欧元。

与收益法计算程序基本一致，计算出经营性资产价值后，计算非经营资产的价值，如货币资金、未进入合并报表的子公司，以及其他权益性投资。把企业的经营性资产的价值与企业的非经营性资产的价值相加，就得到企业价值。从企业价值中减除付息债务、少数股东权益等，即为公司的权益价值。

单位：千欧元

项目	All Circuits S.A.S.
经营价值	135,731.67
加：未合并子公司价值	
非经营性资产、负债	-10,351.37
溢余资产	1,251.58
企业价值	126,631.88
减：付息债务	34,822.81
少数股东权益	0.08
普通股权益价值	91,808.99
减：流动性折扣	7,344.72
扣除流动性折扣后普通股权益价值	84,464.27

采用企业价值倍数评估，AC 公司的股东全部权益价值为 84,464.27 千欧元。

评估基准日欧元对人民币汇率为 7.1608: 1，则 AC 公司股东全部权益价值为人民币 60,483.18 万元。

第五章 评估结论及分析

一、 评估结论

北京中企华资产评估有限责任公司受航天科工海鹰集团有限公司、航天科技控股集团股份有限公司的委托，根据有关法律、法规和资产评估准则，遵循独立、客观、公正的原则，采用收益法和市场法两种评估方法，按照必要的评估程序，对 All Circuits S.A.S.股东全部权益在 2015 年 9 月 30 日的市场价值进行了评估。根据以上评估工作，得出如下评估结论：

(一)收益法评估结果

All Circuits S.A.S.评估基准日总资产账面价值(合并口径)为人民币 132,940.54 万元，总负债账面价值(合并口径)为人民币 85,015.62 万元，归属于母公司股东权益账面价值(合并口径)为人民币 47,924.71 万元。

收益法评估后的股东全部权益价值为 78,477.91 千欧元，折合人民币 56,196.46 万元(评估基准日欧元对人民币汇率为 7.1608: 1，下同)，与归属于母公司股东权益账面值(合并口径)相比增值人民币 8,271.75 万元，增值率 17.26%。

(二)市场法评估结果

All Circuits S.A.S.评估基准日总资产账面价值(合并口径)为人民币 132,940.54 万元，总负债账面价值(合并口径)为人民币 85,015.62 万元，归属于母公司股东权益账面价值(合并口径)为人民币 47,924.71 万元。

市场法评估后的股东全部权益价值为 84,464.27 千欧元，折合人民币 60,483.18 万元，与归属于母公司股东权益账面值(合并口径)相比增值人民币 12,558.47 万元，增值率 26.20%。

(三)评估结论

收益法评估后的股东全部权益价值为人民币 56,196.46 万元，市场法评估后的股东全部权益价值为人民币 60,483.18 万元，两者相差人民币 4,286.71 万元，差异率为 7.09%。

市场法是通过与资本市场上可比公司进行对比分析的基础上，得出评估对象价值的一种方法，本次评估所选取的可比公司虽然在多个层面与可比公司具有一定的可比性，但由于目标公司与可比公司在产品结构、经营模式、公司规模等方面仍存在一定的差异，这些差异可能会对评估结果造成偏差。

收益法是通过目标公司未来收益进行预测的基础上计算确定评估价值的方法，该方法可以更好地体现出企业整体的成长性和盈利能力。可以最合理地反映目标公司的股东全部权益价值。

因此，本次评估最终选取收益法评估结果作为最终评估结论，即：

All Circuits S.A.S.的股东全部权益价值评估结果为人民币 56,196.46 万元。

二、评估结论与账面价值比较变动情况及原因

收益法是从企业的未来获利能力角度考虑的，反映了企业各项资产的综合获利能力和企业的整体盈利水平。AC 公司是一家定位于为客户提供电子控制模块(ECU)的制造和电子产品的组装制造服务的 EMS 供应商，其拥有全球领先的电子制造能力、安全级汽车电子制造资质和相应的质量控制水平，并拥有 1.5-2 级供应商资格并与全球高端客户建立长期合作关系、拥有结构合理、协同高效、极具竞争力的生产区域布局。

上述因素为其持续稳定增长的盈利能力提供了有力的保证，从而造成评估值大于基准日账面净资产。

三、控制权与流动性对评估对象价值的影响考虑

本评估报告没有考虑由于具有控制权或者缺乏控制权可能产生的溢价或者折价对评估对象价值的影响。