

天风证券股份有限公司
关于苏州东山精密制造股份有限公司重组问询函相关事项
之独立财务顾问核查意见

深圳证券交易所中小板公司管理部：

苏州东山精密制造股份有限公司（以下简称“东山精密”、“上市公司”或“公司”）于 2018 年 4 月 8 日收到贵部下发的《关于对苏州东山精密制造股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（不需行政许可）[2018]第 4 号）（以下简称“重组问询函”）。

天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”或“独立财务顾问”）作为东山精密本次重组的独立财务顾问，对重组问询函中有关问题进行了认真分析和核查，现就核查情况回复如下，请予审核。

如无特别说明，本回复内容中出现的简称均与《苏州东山精密制造股份有限公司重大资产购买预案（修订稿）》中的简称具有相同含义。

1、根据预案披露，本次交易的基础交易对价为 29,250 万美元，最终购买价格将依据《股份购买协议》约定的交易对价调整机制进行调整，具体调整方式为： $\text{最终购买价格} = \text{基础交易对价 } 29,250 \text{ 万美元} + \text{最终交割时现金} - \text{最终交割时负债} - \text{最终交易费用} + / - \text{最终净营运资本调整}$ 。此外，本次收购的交易价格不以评估报告或估值报告为依据，收购价格由东山精密在综合考虑目标公司的财务状况、净资产、市场地位、品牌、技术、渠道价值等因素的基础上与 FLEX 协商确定。请补充披露以下事项：

请结合目标公司财务状况、净资产、市场地位、品牌、技术和渠道价值等因素的具体情况及其定价合理性，补充披露基础交易对价 29,250 万美元的估值测算过程，并请财务顾问发表明确意见。

【回复】

（一）财务状况、净资产、市场地位、品牌、技术、渠道价值情况

2017 年 1-9 月，标的公司的营业收入和净利润分别为 33,836.35 万美元和 1,101.34 万美元，2017 年 9 月末，标的公司净资产为 16,855.35 万美元，另外，考虑 2018 年 1 月合计金额为 14,448.33 万美元的债转股和债务豁免，以及无现金无负债的交易原则的影响，交割时标的公司净资产水平将进一步提高。本次交易的基础交易对价为 29,250 万美元，与同行业上市公司或上市公司可比交易的估值水平相比，本次交易的市盈率（PE）和市净率（PB）估值处于合理水平。具体请参考本题回复之“（二）标的公司基础交易对价的测算过程”。

在市场地位、品牌方面，2015 年度，标的公司营业收入为 5.39 亿美元，根据知名咨询机构 Prismark 于 2017 年 8 月出具的研究报告，2015 年 Multek 的市场份额在全球 PCB 生产厂家中排名前三十，具有较高的市场地位。另外，Multek 在 PCB 行业拥有近 40 年的发展历史，积累了良好的品牌声誉。Multek 较高的市场地位和良好的品牌声誉有利于其进一步的市场拓展和盈利水平的提升。

在技术方面，PCB 产品具有非标准化的特点，Multek 作为全球专业的 PCB 生产商，多年以来一直为各类企业批量提供非标准化 PCB 产品，积累了丰富的非标准产品工业化生产经验，并建立起了一支经验丰富的技术团队，在复杂多层 PCB 板、HDI 板、ELIC 板等产品的开发设计、性能模拟、工艺设计以及工业化生产等领域都具备较强的研发能力，能够帮助客户克服涉及 PCB 的相关难题，技术

能力获得了客户的认可和信任。

在渠道价值方面，Multek 产品下游应用涵盖通信设备、企业级服务器、电子消费品、汽车等多个领域，且主要客户均为相关领域的国际知名企业，客户质量较高。本次收购之后，标的公司的多样化的客户群将并入东山精密现有的 PCB 客户群，在提高公司收入水平、提升公司收入增长空间的基础上，也能有效降低单个行业周期波动对公司经营业绩的影响。

（二）标的公司基础交易对价的测算过程

本次收购的交易价格不以评估报告或估值报告为依据，为验证本次交易价格的公平合理，公司将聘请评估或估值机构为标的公司股东权益出具评估或估值报告。截至目前，本次交易评估或估值工作尚未完成。公司将在《重组报告书》中披露相关评估或估值的具体情况。

根据公开信息，与同行业上市公司或上市公司可比交易的估值水平进行比较，本次交易的市盈率（PE）和市净率（PB）估值处于合理水平，具体分析如下：

1、与同行业上市公司的估值水平相比，本次交易定价具有合理性

截至 2018 年 3 月末，A 股 8 家 PCB 行业上市公司的基本情况如下，其市盈率（PE）和市净率（PB）的中位数分别为 40.00 倍和 5.00 倍，平均值分别为 41.15 倍和 4.79 倍。本次交易中，收购 Multek 的 PE 和 PB 分别为 18.56 倍和 1.62 倍，处于较低水平，本次交易定价具有合理性。具体情况见下表：

单位：万元/万美元

证券简称	证券代码	总市值	2017 年度净利润	2017 年末净资产	PE	PB
深南电路	002916.SZ	2,191,560.00	44,808.23	316,777.99	48.91	6.92
景旺电子	603228.SH	2,156,280.00	65,973.51	327,643.80	32.68	6.58
崇达技术	002815.SZ	1,382,110.00	44,390.31	252,483.33	31.14	5.47
胜宏科技	300476.SZ	1,220,756.85	28,181.86	269,749.72	43.32	4.53
兴森科技	002436.SZ	806,445.87	16,474.87	239,567.84	48.95	3.37
世运电路	603920.SH	662,970.00	18,068.57	234,324.92	36.69	2.83
奥士康	002913.SZ	624,033.26	17,315.15	196,283.86	36.04	3.18
广东骏亚	603386.SH	337,813.20	6,562.26	61,584.74	51.48	5.49
中位数					40.00	5.00
平均数					41.15	4.79
Multek	-	27,250	1,101.34	16,855.35	18.56	1.62

注：

(1) 数据来源：东方财富 Choice

(2) $PE = \text{总市值} \div 2017 \text{ 年度净利润}$ ， $PB = \text{总市值} \div 2017 \text{ 年末净资产}$ ；

(3) Multek 的净利润、净资产分别为 2017 年 1-9 月、2017 年 9 月末数据， $PE = \text{总市值} \div (2017 \text{ 年 } 1-9 \text{ 月净利润} \times 4/3)$ ， $PB = \text{总市值} \div 2017 \text{ 年 } 9 \text{ 月末净资产}$ ；

(4) Multek 财务数据单位为万美元，其余企业财务数据单位为万元，鉴于本次交易交割时，交易对方需要在目标公司账上留存 2,000 万美元现金，Multek 总市值按本次的收购的基础交易对价 29,250 万美元扣减 2,000 万美元后的净额 27,250 万美元计算。

2、与上市公司可比交易的估值水平相比，本次交易定价具有合理性

2015 年以来，上市公司可比交易案例的基本情况如下，其 PE 的区间为 10.91 倍-21.02 倍，PE 的中位值和平均值分别为 15.98 倍和 16.15 倍，PB 的区间为 1.75 倍-4.21 倍。本次交易中，收购 Multek 的 PE 和 PB 分别为 18.56 倍和 1.62 倍，PE 处于上述区间，略高于平均水平，PB 低于上述区间，本次交易定价具有合理性。具体情况见下表：

单位：万元/万美元

收购方	收购标的	协议 签署时间	标的公司 100%股权作 价	协议签署前 最近一年 净利润	协议签署前 最近一年末 净资产	PE	PB
中京电子 (002579.SZ)	珠海元盛电子科技 股份有限公司	2018 年 2 月	60,000.00	2,546.43	29,391.88	17.67	2.04
金安国纪 (002636.SZ)	杭州联合电路板有 限公司	2016 年 3 月	3,500.00	320.67	1,008.99	10.91	3.47
东山精密 (002384.SZ)	Multi-Fineline Electronics, Inc	2016 年 2 月	407,185.29	26,798.43	233,322.49	15.19	1.75
上海三毛 (600689.SH)	昆山万源通电子科 技有限公司	2015 年 8 月	33,000.00	2,065.50	7,838.88	15.98	4.21
风华高科 (000636.SZ)	奈电软性科技电子 (珠海)有限公司	2015 年 4 月	59,201.00	2,816.83	19,483.88	21.02	3.04
中位数						15.98	3.04
平均数						16.15	2.90
东山精密 (002384.SZ)	Multek 100%股权	2018 年 3 月	27,250	1,101.34	16,855.35	18.56	1.62

注：

(1) $PE = \text{标的公司 } 100\% \text{ 股权作价} \div \text{协议签署前最近一年净利润}$ ， $PB = \text{标的公司 } 100\% \text{ 股权作价} \div \text{协议签署前最近一年末净资产}$ ；

(2) 由于协议签约时尚未披露最近年度数据的原因，上表列示的珠海元盛电子科技股份有限公司和 Multek 的净利润、净资产分别为 2017 年 1-9 月、2017 年 9 月末数据， $PE = \text{标的公司 } 100\% \text{ 股权作价} \div (2017 \text{ 年 } 1-9 \text{ 月净利润} \times 4/3)$ ， $PB = \text{标的公司 } 100\% \text{ 股权作价} \div 2017 \text{ 年 } 9 \text{ 月末净资产}$ ；

(3) Multek 财务数据单位为万美元，其余可比交易的财务数据单位为万元，鉴于本次交易

交割时，交易对方需要在目标公司账上留存 2,000 万美元现金，Multek 股权作价按本次的收购的基础交易对价 29,250 万美元扣减 2,000 万美元后的净额 27,250 万美元计算。

【独立财务顾问核查意见】

经核查，独立财务顾问认为：本次交易定价与目标公司财务状况、净资产、市场地位、品牌、技术和渠道价值等因素相匹配。

2、根据预案披露，上市公司本次交易的自筹资金来源包括并购贷款、过桥贷款、自有资金等，若考虑收购当年公司为完成本次交易将支付的交易费用和融资财务费用，短期内公司合并报表净利润的提高也可能未能及时得到反映。请补充披露以下事项：

请详细披露此次交易的资金来源及融资安排的进展，以及所涉及借款的还款计划、每年需承担的财务费用，模拟测算此次交易对公司净利润的影响。请财务顾问核查并发表意见。

【回复】

（一）资金来源及融资安排的进展

公司本次交易的自筹资金来源包括并购贷款、过桥贷款、自有资金等。2018 年 3 月 26 日，公司召开第四届董事会第二十二次会议审议通过了《关于本次重大资产购买融资方案并授权董事会进行调整的议案》，同时，公司授权董事会办理本次债权融资相关事宜，本议案尚需公司股东大会审议通过。

目前，公司的融资方案如下：

序号	资金来源		融资规模（亿美元）	融资期间
1	并购贷款		1.68	5 年
2	其他自筹资金	夹层贷款	0.8	2+1 年
3		自有资金	0.445	—
合计			2.925	

公司为本次交易融资目的进行商业谈判的融资机构包括民生银行、招商银行、中国银行及其他融资机构等。

截至重组问询函回复日，公司已取得民生银行出具的金额为 1.68 亿美元的并购贷款融资承诺函，以及中国东方云帆信贷策略基金（China Orient Yunfan Credit Fund L.P.）出具的金额为 0.8 亿美元的融资确认函，并取得了多家融资

机构的拟授信审批文件。在满足相关文件约定的放款条件下，公司将获得相关机构的融资支持。具体融资方案以与融资机构签署的正式协议为准。

（二）所涉及借款的还款计划、每年需承担的财务费用以及对公司净利润的影响

根据相关贷款融资承诺函或确认函，相关融资机构贷款的还款计划如下（具体还款计划以与融资机构签署的正式协议为准）：

（1）并购贷款 1.68 亿美元的还款计划：5 年融资期，每 3 个月等额还本，首次还本为提款后 6 个月，共 19 期，第 1-18 期每期偿还本金 880 万美元，第 19 期偿还本金 960 万美元；

（2）夹层贷款 0.8 亿美元的还款计划：2 年融资期，若出资人同意，可展期一年，到期一次性还款。

假设公司借款起始日为 2018 年 7 月 1 日，结合公司上述每笔借款的资金成本及本金还款计划（0.8 亿美元暂按 2 年测算），上市公司与本次交易相关的债权融资财务费用合计约为 4,627.33 万美元，其中，交易当年及未来 1-2 年预计的平均年财务费用约为 1,300 万美元，未来 3-5 年的平均年财务费用为 260 万美元。

2017 年 1-9 月，标的公司净利润为 1,101.34 万美元，年化后净利润为 1,468.45 万美元。若标的公司维持现有净利润水平，以未来 1-2 年平均财务费用 1,300 万美元计算，标的公司净利润可以覆盖平均年财务费用，本次收购不会对公司净利润产生重大不利影响。

首先，公司将采取分期偿还的方式偿付借款，财务费用将逐年下降，未来 3-5 年的财务费用下降明显；其次，本次交易完成后，如果整合顺利，良好的协同效应还将进一步提高标的公司的盈利能力，降低上述财务费用对公司利润的影响；再次，近年来，公司收入、利润水平保持快速增长趋势，上市公司 2017 年度实现的归属母公司股东净利润为 5.26 亿元，上市公司自身盈利能力较强。在上述因素的综合影响下，上述财务费用对公司的净利润的不利影响将有所降低。

【独立财务顾问核查意见】

经核查，独立财务顾问认为：本次交易的资金来源及融资安排的进展，以及所涉及借款的还款计划、每年需承担的财务费用符合实际情况，此次交易对公司

净利润的影响分析具有合理性。

3、根据预案披露，2015 年、2016 年、2017 年 1-9 月，目标公司分别实现营业收入 53,907.98 万美元、46,641.33 万美元、33,836.35 万美元，净利润分别为 59.46 万美元、1,181.75 万美元、1,101.34 万美元。

请补充披露标的公司 2015 年至 2016 年营业收入下滑而净利润大幅增长、毛利率下降的原因及合理性，请财务顾问核查并发表意见。

【回复】

（一）标的公司 2015 至 2016 年经营业绩变动整体分析

标的公司 2015 年度至 2016 年度的业绩情况具体如下：

单位：万美元

项目	备注	2015 年度	2016 年度	变动
营业收入	A	53,907.98	46,641.33	-7,266.64
营业成本	B	46,126.80	41,142.12	-4,984.68
毛利额	C=A-B	7,781.18	5,499.21	-2,281.96
期间及其他费用	D	7,436.59	3,862.61	-3,573.98
营业利润	E=C-D	344.59	1,636.61	1,292.02
利润总额	F	252.18	1,426.25	1,174.07
净利润	G	59.46	1,181.75	1,122.29

注：上述数据未经审计。

标的公司相关业绩指标如下：

项目	备注	2015 年度	2016 年度	变动
毛利率	H=C/A	14.43%	11.79%	-2.64%
期间及其他费用率	I=D/A	13.79%	8.28%	-5.51%
营业利润率	J=E/A	0.64%	3.51%	2.87%
净利润率	K=G/A	0.11%	2.53%	2.42%

上表可见，与 2015 年度相比，标的公司 2016 年度的营业收入下降了 7,266.64 万美元，毛利率从 14.43%下降到了 11.79%，毛利率下滑了 2.64 个百分点，并导致公司毛利额下降 2,281.96 万美元；在标的公司营业收入和毛利率下降的情况下，标的公司 2016 年度的期间及其他费用率较 2015 年度下降了 5.51 个百分点，减少 3,573.98 万美元，减少幅度较大。期间及其他费用的下降带动

公司净利润率的上升，2016 年度公司净利润率上升 2.42 个百分点，净利润增长了 1,122.29 万美元。

（二）标的公司 2015 年至 2016 年净利润大幅增长的原因

1、2015 年度标的公司微盈，基期利润规模较低

2015 年度，公司毛利率和期间费用率分别为 14.43%和 13.79%，毛利率和期间费用率水平较为接近，导致当年净利润率为 0.11%，处于微盈状态。2016 年度，公司净利润率小幅提高至 2.53%，盈利 1,181.75 万美元，但由于 2015 年度利润水平较低，仅为 59.46 万美元，导致 2016 年度净利润增幅较大。

2、2016 年度标的公司虽然收入、毛利率均下滑，但仍维持在合理水平

虽然 2016 年度标的公司收入和毛利率均下滑，但仍维持在合理水平，2016 年度，公司营业收入达 46,641.33 万美元，毛利率为 11.79%，公司当年仍实现了 5,499.21 万美元的毛利，为公司实现盈利水平的提升奠定基础。

3、标的公司 2015 年期间管理费用水平较高，2016 年下降较多

标的公司 2015 年度的期间及其他费用金额为 7,436.59 万美元，占同期营业收入的比例为 13.79%，2016 年度的期间及其他费用金额为 3,862.61 万美元，占同期营业收入的比例为 8.28%，期间及其他费用率下降 5.51 个百分点，下降幅度较大，促使公司在收入和毛利率下降的情况下，实现盈利水平的提升。

标的公司 2015 年、2016 年期间及其他费用构成如下：

单位：万美元

项目	2015 年度		2016 年度		变动	
	金额	占收入比例	金额	占收入比例	金额变动	比例变动
管理费用	7,036.00	13.05%	3,952.25	8.47%	-3,083.75	-4.58%
其他	400.59	0.74%	-89.65	-0.19%	-490.23	-0.94%

注：上述财务数据为目标公司按照中国企业会计准则编制的模拟合并财务报表数据，未经审计。

其中，管理费用中部分费用是以目标公司主体中毛里求斯超毅的收入和利润为基础，按照固定的超额累退方法计算和计提，应付 FLEX 的变动性费用。根据既定的计算方法及 2016 年超毅毛里求斯超毅的财务业绩情况，2016 年度计提的上述费用金额有较大下降。另外，2016 年度，标的公司在营收规模整体下滑的背景下，在自身费用控制上也加强管理，除了计提应付 FLEX 的变动性费用外，

2016 年度其他管理费用在 2016 年度也有较大节约，也促进了当年利润水平的提高。

（三）标的公司 2015 年至 2016 年毛利率下滑的原因

标的公司 2015 年至 2016 年的营业收入和毛利率的变动情况如下：

单位：万美元

项目	2016 年度	2015 年度	变动情况（注）	
			金额	变动比例
营业收入	46,641.33	53,907.98	-7,266.64	-13.48%
营业成本	41,142.12	46,126.80	-4,984.68	-10.81%
毛利额	5,499.22	7,781.18	-2,281.96	-29.33%
毛利率	11.79%	14.43%	-2.64%	

注：毛利率变动为 2016 年的毛利率与 2015 年的毛利率的差额。

标的公司 2016 年度的毛利率为 11.79%，较 2015 年度下降了 2.64%，主要是由于营收规模受到下游订单需求下降的影响而下滑，产能利用率有所下降。

2016 年度，标的公司的特定消费电子行业客户由于其产品市场需求下降或其自身战略调整的原因，降低了向标的公司采购的订单规模；另一方面，标的公司的通信设备行业客户受到 4G 网络向 5G 过渡的行业周期性影响，订单需求有所下降。由于固定成本支出具有一定刚性，不能随业务规模的下降而相应降低，从而导致营业成本的下降幅度低于营业收入的下降幅度。

此外，标的公司部分批次产品在制造过程中因工艺难度导致报废有所升高，同时部分 PCB 产品为保持持续的竞争优势采取了一定的降价措施，也导致 2016 年度标的公司的总体毛利率较 2015 年也有所下降。

【独立财务顾问核查意见】

经核查，独立财务顾问认为：2015 年至 2016 年标的公司营业收入和毛利率下降同时净利润增长的原因真实，符合公司实际情况，具有合理性。

（以下无正文）

（此页无正文，为《天风证券股份有限公司关于苏州东山精密制造股份有限公司重组问询函相关事项之独立财务顾问核查意见》之签章页）

项目主办人：_____

徐建豪

孔海宾

天风证券股份有限公司

2018 年 5 月 11 日