

中联资产评估集团有限公司关于
《关于对万通智控科技股份有限公司的重组问询函》
(创业板非许可类重组问询函〔2019〕第14号)
资产评估相关问题回复的核查意见

深圳证券交易所：

贵所于2019年7月18日出具的《关于对万通智控科技股份有限公司的重组问询函》（创业板非许可类重组问询函〔2019〕第14号）（以下简称“问询函”）已收悉。中联资产评估集团有限公司项目组对上市公司出具的与估值相关问题的回复进行了认真的核查和分析，并就相关问题的回复出具了本核查意见，具体意见附后，请予审核。

问题 13

草案显示，本次交易WMHG股东全部权益采用收益法评估价值为3,479万欧元，对比净资产1,662万欧元，评估增值1,817万欧元，增值率为109.33%。

（1）请补充说明GTH3研发进展情况，完成测试进行交付的预计期限，可能面临的风险和应对措施；（2）本次评估前提假设表述模糊，请明确“未来能持续与国际知名大公司有效合作”、“企业未来经营发展规划如期落实”、

“GTH3产品如期完成测试并交付”等假设基础的判断标准及可实现性，请结合说明本次评估假设是否合理、谨慎；（3）请测算上述假设不成立对评估值的具体影响，并结合测算结果说明本次评估结果是否合理，请财务顾问及评估师核查并发表明确意见。

回复如下：

一、请补充说明 GTH3 研发进展情况，完成测试进行交付的预计期限，可能面临的风险和应对措施

（一）GTH3 研发进展情况

根据标的公司管理层提供的资料，截至2019年7月31日，GTH3在进行车辆测

试等，以确定某种预选材料（某种合金）是改善GTH3性能的可行解决方案。目前，客户四（欧洲某高档汽车公司）已经收到了该种预选材料为原材料制成的GTH3产品，用于即将开始的车辆测试，且客户四卡车已经发布了使用该种预选材料的GTH3的零件编号。客户一（欧洲某汽车集团）的车辆实况测试也将于近期开始。

Westfalia在中国市场上仅推广和销售GTH3。目前，Westfalia与许多OEM代工厂基于年度合同一直在进行“国五”业务，2019年的主要产品仍是SWH，而不是GTH。中国有一些客户已经批准了GTH产品用于“国六”标准，“国六”正在逐步启动，截至目前中国客户的车辆测试进展顺利。

目前美国暂未开始GTH3的相关研发测试。

（二）风险及应对措施

目前以上述预选材料作为优化材料已经经过深入研究和测试。内部结果证明它是GTH第3代的正确材料。客户四率先开始他们的车辆测试。剩余的技术风险很低，可以通过替代材料来减轻。

二、本次评估前提假设表述模糊，请明确“未来能持续与国际知名大公司有效合作”、“企业未来经营发展规划如期落实”、“GTH3 产品如期完成测试并交付”等假设基础的判断标准及可实现性，请结合说明本次评估假设是否合理、谨慎

（一）未来能持续与国际知名大公司有效合作

WMHG经过多年的发展与经营，与全球诸多知名整车制造商建立了长期合作关系，其中包括沃尔沃、斯堪尼亚、戴姆勒、帕卡、中国一汽、中国重汽等。WMHG与其主要客户签订的长期供应框架协议，解耦元件产品的质量与适用性将直接影响整车的质量，整车制造商往往对汽车零部件供应商制定严格的准入门槛；并且金属软管往往根据整车制造商的不同车型单独订制，从设计到量产的过程持续时间较长，因此客户往往较少更换供应商。综合来看，整车制造企业通常选择与合格供应商建立长期合作关系。除了整车制造企业对于供应商的认证考核较为严格之外，企业往往也会从供应商历史交付业绩、质量管理、生产

能力控制的角度考虑，倾向于维持供应链及整个采购流程的稳定性，因此客户资源将是对于潜在进入者的一个重要壁垒。长期供货协议中大多拥有有关终止协议的条款，该类条款中指出整车厂客户在提前一定时间（根据不同客户条款规定时间不同，范围在0-12月）向WMHG发出通知后，可终止该长期供应框架协议。尽管上述框架协议安排符合行业惯例，WMHG仍可能存在一定的客户流失风险，故本次估值假设“未来能持续与国际知名大公司有效合作”。

（二）企业未来经营发展规划如期落实

根据管理层提供的资料，目前WMHG拥有四个生产基地，分别位于德国（总部）、捷克、中国、美国，靠近下游整车制造商，满足客户的需求。德国生产车间厂房占地约4800平方米，拥有4条SWH生产线、3条GTH外壳生产线以及2条GTH装配线；捷克生产车间厂房占地约6000平方米，拥有1条SWH生产线、5条金属软管端部配件生产线、2条弯管生产线以及12条热绝缘装配线；美国生产车间厂房占地约1971平方米，拥有2条SWH生产线以及1条GTH装配线；中国生产车间厂房占地约1307平方米，拥有3条SWH生产线以及1条GTH装配线。此外，四个生产基地都具备金属软管端部配件及弯管装配能力。未来WMHG计划在中国、美国、捷克组建GTH外壳生产线并计划逐步实现自动化生产，提高生产效率、降低生产劳动力成本。上述资本性投入已在资本性支出中考虑，故本次评估假设“企业未来经营发展规划如期落实”。

（三）GTH3 产品如期完成测试并交付

根据标的公司管理层提供的资料，目前，客户四（欧洲某高档汽车公司）已经收到了该种预选材料为原材料制成的GTH3产品，用于即将开始的车辆测试，且客户四卡车已经发布了使用该种预选材料的GTH3的零件编号。客户一（欧洲某汽车集团）的车辆实况测试也将于近期开始。2020年后欧洲及美国将实现GTH3的量产及供货。在中国市场上，中国客户尚未反馈GTH3有任何产品质量问题，预计2019年10月1日开始供货使用上述预选材料为原材料的GTH3。

三、请测算上述假设不成立对评估值的具体影响，并结合测算结果说明本次评估结果是否合理

1、若上述假设不成立，将对销售收入产生不利影响，以下是对收入的敏感性分析的结果：

收入变化敏感性分析		
收入变动率	估值（千欧元）	估值变动率
-5.00%	29,060.00	-16.47%
-4.00%	30,200.00	-13.19%
-3.00%	31,350.00	-9.89%
-2.00%	32,490.00	-6.61%
-1.00%	33,640.00	-3.31%
-0.50%	34,210.00	-1.67%
-0.10%	34,670.00	-0.34%
0.00%	34,790.00	0.00%

2、估值合理性分析：

（1）本次交易估值情况

至估值基准日，标的资产全部股权价值估值为34,790千欧元，根据标的资产评估基准日的模拟合并报表中的数据调整相应付息债务和现金，可知企业价值共计52,051.42千欧元，EBITDA为9,656.70千欧元，对应的静态估值倍数EV/EBITDA如下表所示：

EV企业价值（千欧元）	静态EV/EBITDA
52,051.42	5.39

（2）与国内可比公司的对比分析

根据证监会《上市公司行业分类指引》，标的公司属于—C36汽车制造业。下表以2019年6月19日A股主要汽车制造业可比上市公司的股票交易收盘价为计算基础，对同行业可比公司的相应EV/EBITDA情况分析如下：

股票代码	股票简称	EV/EBITDA
601717.SH	郑煤机	5.53
600960.SH	渤海汽车	16.37
600151.SH	航天机电	45.66
000887.SZ	中鼎股份	9.77

股票代码	股票简称	EV/EBITDA
600741. SH	华域汽车	7. 87
600660. SH	福耀玻璃	11. 16
000581. SZ	威孚高科	19. 78
601966. SH	玲珑轮胎	12. 27
601799. SH	星宇股份	24. 38
000559. SZ	万向钱潮	15. 29
002085. SZ	万丰奥威	10. 94
002920. SZ	德赛西威	21. 91
601689. SH	拓普集团	10. 71
601163. SH	三角轮胎	11. 57
603305. SH	旭升股份	26. 54
603730. SH	岱美股份	14. 68
均值		15. 98
中位数		13. 63

以上数据来源为Wind。

(3) 与可比交易的对比分析

近年来，涉及汽车零部件业务并购交易中，可比交易案例估值分析如下：

宣布时间	收购方	标的公司	EV/EBITDA
2018年3月	渤海汽车	TRIMET Automotive Holding GmbH	6. 46
2017年9月	郑煤机	SEG Automotive Germany GmbH	7. 85
2017年2月	中鼎股份	Tristone Flowtech Holding S.A. S	7. 24
平均值			7. 18

以上数据来源为Wind。

估值人员核查意见

经核查，估值人员认为：上市公司对标的资产与国内上市公司及可比交易的静态EV/EBITDA进行了披露及分析，认为标的资产的EV/EBITDA 5.39，小于国内上市公司的13.63及可比交易的7.18，估值结果合理。相关披露及分析具有合理性。

问题 14

收益法评估显示，2019年至2023年WMHG预计营业收入分别为7,029万欧元、7,545万欧元、8,360万欧元、8,610万欧元、9,095万欧元。（1）请补充

披露收益法主要评估参数，包括预计营业利润、净利润、综合毛利率，请逐项说明收益法评估中关键参数的选取理由及合理性；（2）整车配套行业客户黏性较高，WMHG不容易占领竞争对手市场。2018年，SWH产能利用率为88%，GTH产能利用率为41%。请结合市场竞争状态、所处行业发展阶段、标的产能利用率变化等，说明预测营业收入保持稳定增长的假设是否恰当、合理，是否充分考虑市场竞争、新产品研发的风险及影响；（3）请结合标的资产内部五家标的公司业务往来情况，说明测算过程中是否考虑内部交易的抵消影响。如是，请列示具体情况；如否，请说明对评估结果的影响；（4）请结合目前H&T集团对WMHG关联借款的情况，说明本次评估过程中是否充分考虑交易完成后标的融资结构变化及资金成本变动对标的估值的具体影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复如下：

一、请补充披露收益法主要评估参数，包括预计营业利润、净利润、综合毛利率，请逐项说明收益法评估中关键参数的选取理由及合理性

收益法评估主要参数如下：

项目 \ 年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	70,289	75,450	83,602	86,103	90,947
营业成本	57,234	61,336	66,596	68,869	72,443
毛利率	18.57%	18.71%	20.34%	20.02%	20.35%
营业利润	4,863	5,536	7,812	7,764	8,501
营业利润率	6.92%	7.34%	9.34%	9.02%	9.35%
净利润	3,452	3,933	5,554	5,512	6,036
净利润率	4.91%	5.21%	6.64%	6.40%	6.64%

注：预测中毛利率计算方式与重组报告书中披露口径有所区别，预测毛利率=1-（材料成本+人工成本+折旧摊销）÷营业收入；重组报告书毛利率=1-材料成本÷营业收入。

（1）收入分析

本次估值销售数量预测主要依据已有的订单及通过与客户沟通分析确定未来各年的不同产品需求，产品销售单价预测主要依据长期合同中约定的售价调

整机制及通过与客户沟通未来产品附加值等因素确定。

由于行业特性，整车厂大都是与供应商签订长期供货合同，再根据其生产销售计划与零部件供应商下发订单，根据管理层提供的资料，前5大客户的销售情况较为稳定，具体数据详见万通智控科技股份有限公司关于深圳证券交易所《关于对万通智控科技股份有限公司的重组问询函》的回复问题4之“（一）WMHG近两年及一期前五大客户明细”。

（2）成本分析

估值对象的营业成本主要为人工成本、原材料成本和折旧摊销。经与管理层沟通，结合原材料价格变动，并参考WMHG历史年度成本、费用及未来预测产能等情况，对未来的营业成本进行预测。

根据管理层提供的2017-2018年模拟合并报表，2017-2018年考虑人工及折旧摊销的毛利率为24.32%、22.40%，预测期内由于人工、折旧摊销的增长使得2019-2020年毛利率有所下降，随着产能转换2020年后毛利率有所回升，对比历史期指标无较大波动。

（3）费用分析

运营费用主要包括中介费、租金、保险费、广告促销、办公用品等。本次估值结合运营费用占营业收入的比例、未来年度经营规模和预算计划，来估算未来各年度的运营费用。

根据管理层提供的2017-2018年模拟合并报表，2017年运营费用为10,138.47千欧元，占收入比14.64%，2018年运营费用为9,249千欧元，占收入比13.14%。2018年较2017年运营费用有所降低，预测期内管理层仍将有效控制成本，减少不必要的开支。

（4）净利润分析

根据管理层提供的2017年至2018年模拟合并报表，2017-2018年营业利润率为8.31%、8.28%，2017-2018年净利润率为4.44%、6.61%，预测期营业利润率为6.92%-9.35%，预测期净利润率为4.91%-6.64%，预测期内由于人工、折旧摊

销的增长使得2019-2020年上述指标有所下降，随着产能转换2020年后上述指标有所回升，对比历史期指标无较大波动。

二、整车配套行业客户黏性较高，WMHG 不容易占领竞争对手市场。2018年，SWH 产能利用率为 88%，GTH 产能利用率为 41%。请结合市场竞争状态、所处行业发展阶段、标的产能利用率变化等，说明预测营业收入保持稳定增长的假设是否恰当、合理，是否充分考虑市场竞争、新产品研发的风险及影响

（一）行业分析

汽车排气系统的主要功能为净化汽车发动机排出的尾气、降低发动机发出的噪音，是汽车整车制造中极其重要的一个模块。目前，汽车排气系统市场已形成成熟、完整的供应体系，一级供应商负责汽车排气系统的总装以及生产部分核心部件，并向整车制造商供应汽车排气系统模块；二级供应商主要生产排气系统的部件如排气系统管件、三元催化器载体、法兰等，并向一级供应商供应上述产品。

目前，全球排气系统管件产业大部分仍然集中在欧美等发达国家，考虑到未来全球整车市场增长点集中在中国等汽车工业新兴市场，且生产成本低于发达国家等因素，未来排气管路系统产业将向中国等汽车工业新兴市场转移。另外全球主要整车制造商、主要零部件供应商已完成了在中国等新兴市场的产业布局，为汽车零部件产业采购全球化奠定了基础，将进一步推动排气系统管件产业转移。

解耦元件产品主要服务对象为中、重型商用车和非道路车辆，因此这些车辆的未来产量预测将直接影响标的公司行业的市场展望与产品需求。

根据FEV报告，全球中、重型商用车年产量在经历了过去20年的快速上升期后，于2018年起将大幅放缓增速。细分地域来看，2018年至2024年期间印度与南美将成为主要增长区域，年均复合增长率分别达到3.0%及2.4%；中国与北美虽然在绝对产量上占据较多份额，但将出现年产量小幅度负增长态势。总体而言，预计2018年至2030年期间全球中、重型商用车产量年均复合增长率约为0.3%，2030年产量将达到334万辆左右，其中中国、印度将占据主要年产量份额，分别达到30%及18%。

相比于中、重型商用车的缓慢增势，全球非道路车辆的未来产量预计要乐观许多。2018年至2024年期间，全球非道路车辆年产量将由106.5万增至154.1万，其中北美、南美、印度区域的年均复合增长率将分别达到3.1%、6.6%以及6.0%；年产量最高的欧盟区域在这期间也将保持1.9%的年均复合增长率；中国得益于较为宽松的排放政策，2018至2024期间年均复合增长率将达到23.6%，并超越欧盟，成为非道路车辆年产量最高的区域。

（二）市场竞争分析

排气管路系统解耦元件产品在全球市场主要有6家规模较大的竞争者，分别是德国的WMHG（即标的公司）、德国的Witzenmann、英国的Senior、韩国的SJM、德国的BOA以及美国的TRU-Flex，目前还未有中国企业大规模参与到该类产品制造行业。作为整车制造商的上游供应商，这些企业也选择将分公司设立于欧盟地区、美国、中国这些整车制造商所在的区域（仅TRU-Flex未在中国设立公司）；除此以外，加拿大、墨西哥、巴西、俄罗斯、印度、日本、韩国及南非也是这些企业进行经营活动的地点。

根据管理层提供的资料，2018年WMHG在全球商用车金属软管产品市场份额约占29%，较2016年有增长。

标的企业的竞争对手均是国际知名企业，具有较长的市场经验，由于汽车制造行业特点，现阶段整车企业客户对其产品的存在粘性。但是随着世界各国对排放标准要求的不断趋于严格，倒逼整车厂提升排放综合性能要求。随着欧盟、中国等主流市场对发动机排放要求的提高，行业标准和排放相关件的性能需求的提升主要体现在抗谐振要求、更好的气密性上。

标的公司的产品基于带状缠绕焊接软管的复合优势，能更好地满足日益增长的环保标准要求、且产品几何设计完善，易于装配。是市场上唯一一家拥有基于带状缠绕焊接软管的气密解决方案的公司，拥有独创的核心制造技术，随着各国环保标准的提高，标的公司的产品技术和性能优势会进一步凸显，从而有效地提升产品市场规模。

（三）产能分析

基于行业环保大背景和整车厂商的需求，标的公司的GTH目前处于测试阶段，因此，历史产能利用率不足。在预测期，市场需求会进一步扩展。根据FEV商业尽调报告，WSH的产能到2021年都将满足需求，但到2021年后，还需要进一步投资GTH或将产能重新分配到其他地点。WSS和WIW的GTH和内衬管于2021年的产能不足，需要进一步的加大产能或重新分配。隔热产品和弯管在每周5天这一项上显示了轻微产能不足问题；直到2021年，在不考虑额外投资的情况外，所有生产过程都是可控的。

本次估值，管理层综合考虑产能利用情况，预测将在中国新增2条GTH生产线、将WIW新增一条GTH生产线（德国搬迁），同时德国也将新增一条GTH生产线，捷克将新增工业机器人已提升产能及降低成本。

综上，WMHG行业的下游客户未来发展前景良好，将为行业提供持续增长动力。且随着全球柴油排放政策日趋严格，提高对气密元件技术要求，WMHG产品具有较强的竞争力，并有大幅推广的空间。

三、请结合标的资产内部五家标的公司业务往来情况，说明测算过程中是否考虑内部交易的抵消影响。如是，请列示具体情况；如否，请说明对评估结果的影响

本次评估历史数据采用管理层提供的模拟合并报表，已经抵消了内部关联交易，预测期内也将WMHG视为集团公司按照终端客户预测，不包含内部关联交易。

四、请结合目前 H&T 集团对 WMHG 关联借款的情况，说明本次评估过程中是否充分考虑交易完成后标的融资结构变化及资金成本变动对标的估值的具体影响。

根据《股权及资产购买协议》，WIW曾作为借款方与H&T集团旗下H&T Waterbury, Inc. 签署了关联方借款协议，截至2018年12月31日该借款余额为9,750,000.00美元。作为本次交易的交割前置条件，卖方将在生效日前通过以下步骤免除上述关联方借款：

（1）WIW、H&T Waterbury, Inc. 和WSV签署一份债权转让协议，H&T

Waterbury, Inc. 将其对WIW拥有的上述债权转让给WSV;

(2) WSV与WIW签署一份增资协议, WSV将上述债权作为出资, 增加WIW的资本公积。

根据《股权及资产购买协议》, WSH曾作为借款方与H&T KG签署了关联方借款协议, 截至2018年12月31日该借款余额为9,000,000.00欧元。作为本次交易的交割前置条件, H&T KG与WSH签署一份增资协议, H&T KG将上述债权作为出资, 增加WSH的资本公积。

除了债转股以外, 卖方也可以通过任何其他方式确保向WIW和WSH提供的关联方借款被清偿(例如现金出资, 用于偿还关联公司间贷款等)。

综上, 根据《股权及资产购买协议》本次交易完成后WMHG关联方借款将被豁免, 本次估值已考虑上述借款豁免对未来利息支出的影响, 目前标的公司现金流较为稳定, 短期内无新增借款需求, 故本次估值未考虑未来融资结构变化对资金成本的影响。

估值人员核查意见:

经核查, 估值人员认为: 上市公司结合标的公司的行业平均增速、市场竞争情况、长期供货合同获取的可持续性、毛利率变动等因素对本次评估相关收入、费用和现金流预测的合理性进行了补充说明, 对盈利预测的可实现性进行了分析及说明; 上市公司认为, 标的公司行业的下游客户未来发展前景良好, 除非标的公司行业产品出现重大技术突破, 下游客户的增长态势将为标的行业提供持续增长动力。WMHG生产的解耦元件产品的需求较大, 同时WMHG是唯一一家拥有基于带状缠绕焊接软管的气密解决方案的公司, 拥有独创的核心制造技术, 在产品的技术水平上拥有着一一定优势, 随着研发的投入已形成较强的核心竞争力。WMHG历史期收入较为稳定, WMHG具备持续获取项目合同以维持并增长业务发展规模的能力, GTH系列产品未来发展具有可持续性。截至2019年6月30日实现净利润3,228.80千欧元。相关披露及分析具有合理性。

（本页无正文，为中联资产评估集团有限公司关于《关于对万通智控科技股份有限公司的重组问询函》（创业板非许可类重组问询函〔2019〕第 14 号）估值相关问题回复的核查意见》之盖章页）

中联资产评估集团有限公司

年 月 日