证券代码:605151　　证券简称:西上海　　公告编号:2021-046

西上海汽车服务股份有限公司关于上海证券交易所对公司有关收购资产事项问询函的回复公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

●重要内容提示:

1、本次交易的两家标的公司存在客户高度集中、依赖大客户的情形,经营情况受大客户影响,未来实际经营效益存在不确定性。

2、北汽华森业务外包比例较高,京川金属的主要经营资产、技术服务、加工服务核心材料都来自供应商,且京川金属技术服务和加工材料都来自单一供应商。两家标的公司均系轻资产运营公司,均对供应商有较大依赖,经营稳定性存在不确定性。

3、本次交易的业绩预测是基于两家标的公司历史经营状况的预测判断,未来市场形势和效益情况存在不确定性。

4、本次交易存在因管理团队、企业文化的融合而造成人员流失,导致管理失控或整合失败等风险;公司对标的公司的管理失当或管理不到位、相关管理制度不能有效执行,则可能存在对标的公司控制不到位的风险。

5、本次交易PB估值较高,主要系标的公司在评估基准日前分配或计提大额股利。公司认为虽然计提了应付股利,但企业综合考虑营运流动资金的充足性后,在不需要额外增加借款的情况下进行支付股利,故股利分配不影响营运资金周转,相关估值已考虑这部分应付股利,予以扣除。公司评估机构、独立董事对估值合理性发表明确意见。

6、公司与标的公司分别签订了业绩对赌和补偿条款,已对未来盈利不达预测的可能补偿方案设置了相关保障措施。业绩对赌支付方式为现金支付,如果现金不能完全清偿,将对交易对手方剩余持有的标的公司股权按未实现比例无偿转让给公司,但公司仍保留对交易对手方现金追偿权利。相关保障措施设置存在无法完全覆盖此次交易所有对手方的风险,并且未来业绩情况存在不确定性,相关保障措施能否切实履行目前也存在较大不确定性。

7、本次交易属于非同一控制下企业合并,标的公司估值溢价较大,由此形成的商誉额度较大,若商誉发生减值,公司业绩将受到较大影响。

本次对外投资主要存在前述风险,公司将根据进展情况及时履行信息披露义务,敬请广大投资者注意投资风险。

2021年10月27日,公司收到上海证券交易所《关于对西上海汽车服务股份有限公司有关收购资产事项的问询函》(上证公函【2021】2830号)(以下简称“问询函”)。现回复如下:

一、公告显示,京川金属主要从事汽车零部件业务,北汽华森主要从事货物运输业务,两家公司按收益法评估增值率分别为1623.62%、1146.84%,资产基础法评估值仅为11.82%、128.95%,公司选取收益法评估结果作为出资依据。

请公司补充披露:(1)收益法具体评估过程,包括但不限于相关预测指标情况及变动趋势假设的合理性、主要参数的具体来源和依据;(2)结合资产评估增值情况,具体说明收益法评估价值显著高于资产基础法评估价值的合理性;(3)结合上述事项及可比交易和可比公司情况等,充分说明对收购资产收益法估值溢价较高的依据及合理性;(4)说明本次交易安排是否对未来标的公司盈利预测不达预期设置相关保障措施,如否,说明原因和合理性。请评估机构发表意见。

【回复】

(一)收益法具体评估过程,包括但不限于相关预测指标情况及变动趋势假设的合理性、主要参数的具体来源和依据。

1. 收益法评估过程如下:

本次收益法评估模型选用企业自由现金流折现法。

本次评估采用收益法对企业整体价值的评估来间接获得股东全部权益价值。

企业价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产负债价值+单独评估的长期股权投资价值

股东全部权益价值=企业价值-有息负债

其中:

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:

$$P=\sum_{t=1}^{n}F_t(1+r)^{-t}+F_{n+1}/(r-g)(1+r)^{-n}$$

其中:P——经营性资产价值;

F——企业未来第t年的预期自由现金流;

r——折现率;

t——预测期;

g——永续期增长率。

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。

北京北汽华森物流有限公司是一家提供货物运输、货运代理、仓储、配送等为一体的物流服务的公司。廊坊京川金属制品有限公司是一家为汽车座椅金属件提供加工服务的公司。两家公司成立至今,经营情况趋好,无特殊情况表明其未来难以持续经营。根据企业的未来发展规划及其所处行业的特点,管理层对企业未来收益进行了五年一期的预测,并预计在2027年及以后年度企业进入稳定期。

序号	公司名称	预测期	预测期后
1	北汽华森	2021-4-1至2026-12-31	2027年及以后年度
2	京川金属	2021-10-1至2026-12-31	2027年及以后年度

2、具体测算过程描述如下:

北汽华森和京川金属均服务于汽车行业,根据中国汽车行业协会统计数据,2021年1-9月中国汽车行业概况如下:

今年以来国家宏观经济形势总体稳定,工业企业持续稳定恢复。2021年1-9月,汽车产销分别完成1824.3万辆和1862.3万辆,同比分别增长7.5%和8.7%;9月新能源汽车产销再创新高,并超过35万辆,1-9月渗透率已提升至11.6%。此外,9月汽车出口同比也继续保持高速增长。1-9月,汽车企业出口136.2万辆,同比增长1.2倍。展望2021年四季度,随着宏观经济稳中向好发展,汽车消费需求仍然稳定。

(一)北汽华森

北汽华森成立于2004年,是一家从事货物运输、货运代理、仓储、配送等为一体的物流服务的公司,主要运输汽车的座椅等零部件。物流运输路线有短途和长途,短途运输主要为北京市内、北京周边(河北廊坊、唐山、天津、涿州等),长途运输主要为外省市,如长春、沈阳、上海、苏州、南京、烟台等;短途运输以自营为主,长途运输主要是外包,均由公司统一管理和调度;近两年一期自营收入占比和外包收入占比的比例为30%、70%,自营和外包的平均毛利率为47%、28%;服务模式是门到门的运输,业务流程是客户发布计划——运营管理人员接收运输计划——根据计划安排车辆、人员——司机提取货物、签单——运送——到达卸货,签单返回——上交回单;运输费用基本按照运输量或里程定价,双方核对运输单据后,一般60天内完成结算。

除运输业务外,北汽华森通过对租入的仓库进行转租以及租赁汽车形成租赁收入,2019年、2020年、2021年1-3月的租赁收入占主营业务收入比重为9%、8%、8%。

北汽华森现有员工60名,包括管理层6名,管理人员19名,司机35名;其中,2人与公司签订聘用合同,3人签订劳务合同,其余与公司签订劳动合同。

1.主营业务收入预测合理性分析

北汽华森主要提供汽车座椅及零部件的运输,近两年一期的合并口径营业收入情况如下:

金额单位:人民币万元

项目	2019年	2020年	2021年1-3月
主营业务	7,588.97	8,669.68	2,159.44
增长率		14%	
其他业务	722.46	759.79	178.28
增长率		5%	
营业收入合计	8,311.43	9,429.47	2,337.72
增长率		13%	

北汽华森的合并口径的营业收入预测如下:

金额单位:人民币万元

项目	2021年4-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
主营业务	6,553.59	8,756.60	8,800.38	8,800.38	8,800.38	8,800.38
增长率		0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	512.39	690.66	690.66	690.66	690.66	690.66
增长率		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入合计	7,065.98	9,447.26	9,491.04	9,491.04	9,491.04	9,491.04
增长率		0.46%	0.46%	0.0%	0.0%	0.0%

北汽华森的主营业务收入为物流收入,近年逐步增长,2020年的主营业务收入增长率为14%;主要是因汽车行业整体发展较好,北汽华森客户关系稳定,且同时开拓了新的客户以及新增运输线路,销售额稳中有增;其他业务收入主要为租赁仓库的收入,参照租赁合同进行预测。北汽华森前五大客户近两年一期的物流收入情况如下:

金额单位:人民币万元

公司名称	进入客户时间	2019年		2020年		2021年1-3月	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比
北京北汽****部件有限公司	2004年6月	4,981.41	65.64%	5,121.99	59.08%	1,041.31	48.22%
北京***汽车部件有限公司	2004年6月	956.5	12.60%	1,162.43	13.41%	371.9	17.22%
北京****汽车内饰件有限公司	2004年6月	1,030.93	13.58%	1,169.59	13.49%	275.17	12.74%
延锋*****座椅有限公司	2014年10月	500.36	6.59%	816.96	9.42%	170.34	7.89%
延锋汽车******有限公司	2018年3月	109.43	1.44%	188.22	2.17%	52.22	2.42%
前五大客户收入合计		7,578.63	99.86%	8,459.20	97.57%	1,910.93	88.49%
主营业务收入合计		7,588.97		8,669.68		2,159.44	

北汽华森的前五大客户之间存在关联关系,是国内知名汽车零部件制造企业,为北汽集团、上汽集团提供产品配套服务。从上述数据来看,2019年和2020年北汽华森对前五大客户的收入分别为7578.63万元和8459.20万元,收入占比分别为99.86%和97.57%,对上述客户存在较大依赖。汽车行业企业引进供应商需要较长时间的认证过程和要求,对供应商稳定性、运作质量要求较高,替换已有供应商的成本较高。自2004年起,北汽华森陆续通过上述客户认证成为运输供应商以来,运力保障、运作稳定、质量保证、考核达标,未出现重大质量事故,与上述客户与企业合作稳定,收入贡献稳定,是主要收入来源。

通过上述数据来看,前五大客户均为国内大型汽车集团(上汽集团、北汽集团)的骨干企业,其产品的市场占有率高、供货稳定,由此,北汽华森的收入来源稳定。

综上分析,北汽华森服务于汽车座椅及零部件的运输,汽车行业整体前景较好;北汽华森近两年物流收入稳定增长,2021年1-9月已实现主营业务收入6,796.14万元(未审数),占2021年预测收入的78%,2021年预测主营业务收入可实现性较高,2022年-2023年预测年度的主营业务收入增长率为0.5%;鉴于运力规模、客户业务变化等不可预测因素,2024年以后收入增长率为0,低于历史年度,也低于2021年1-9月汽车行业的同比产销增长率7.5%、8.7%,因此主营业务收入于2021年-2026年的预测金额较谨慎,可实现性较高,具有合理性。

2.主营业务成本预测合理性分析

北汽华森业务成本包含主营业务成本和其他业务成本,其主营业务成本主要为经营中的各项成本,主要为运输成本、燃料费、路桥费、修理费、包装物、工资、保险及折旧摊销等;2020年起,部分路桥费在运输成本中核算。近两年一期主营业务成本情况如下:

金额单位:人民币万元

项目	2019年	2020年	2021年1-3月
运输成本	2,645.22	4,004.28	919.97
燃料费	392.95	320.17	88.43
路桥费	449.45	106.83	13.44
修理费	83.80	78.76	29.26
包装物	119.68	234.70	19.54
工资	806.11	797.76	191.30
保险	77.86	79.01	18.31
折旧及摊销	199.61	150.14	39.39
主营业务成本合计	4,774.68	5,771.65	1,319.64
毛利率	37.1%	33.4%	38.9%
其他业务成本	526.17	550.86	128.17
营业成本合计	5,300.85	6,322.51	1,447.81

北汽华森未来年度合并口径的主营业务成本的预测如下:

金额单位:人民币万元

项目	2021年4-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
运输成本	3,019.48	4,032.32	4,140.48	4,228.49	4,272.49	4,272.49
燃料费	270.65	362	363.82	363.82	363.81	363.81
路桥费	71.46	95.54	96.02	96.02	96.02	96.02
修理费	78.11	104.43	104.95	104.95	104.95	104.95
包装物	177.42	237.05	238.24	238.24	238.24	238.24
工资	692.33	1001	1074.72	1153.97	1239.16	1330.74
保险	69.08	92.39	92.85	92.85	92.85	92.85
折旧及摊销	380.74	386.84	164.61	32.57	32.57	11.09
主营业务成本	4,759.27	6,311.57	6,275.69	6,310.91	6,440.09	6,510.19
毛利率	27.4%	27.9%	28.7%	28.3%	26.8%	26.0%
其他业务成本		–	295.33	506.28	506.28	506.28
营业成本合计	4,759.27	6,311.57	6,571.02	6,817.19	6,946.37	7,016.47

燃料费、路桥费、修理费、包装物、保险等与主营业务收入相关的,参照历史年度成本费用占主营业务收入的比率进行预测。

运输成本为外包的运输业务成本,于2019年、2020年、2021年1-3月占主营业务收入的比率为43.90%、53.67%、50.40%,2020年比率较高是部分路桥费并入运输成本中核算;由于北汽华森与各家供应商外包协议时间一般是1年,考虑到协议价格存在一定的不确定性,以及结合历史年度运输成本占主营业务收入比率的变化情况,预测年度运输成本占主营业务收入比率考虑一定比例增加;北汽华森主要有四大供应商,其两年一期占比达到了87%以上,供应商比较稳定,具体情况如下:

金额单位:人民币万元

名称	2019年		2020年		2021年1-3月	
	成本	占比	成本	占比	成本	占比
上海**运输有限公司	1,529.10	57.8%	2,180.84	54.5%	422.19	45.9%
上海**物流有限公司	694.79	26.3%	565.42	14.1%	116.63	12.7%
北京****物流有限公司	111.21	4.2%	531.22	13.3%	147.54	16.0%
长春市**运输有限公司	234.4	8.9%	392.19	9.8%	117.49	12.8%
前四大供应商运输成本合计	2,569.50	97.1%	3,669.67	91.6%	803.85	87.4%
运输成本合计	2,645.22		4,004.28		919.97	
运输成本/主营业务收入	34.86%		46.19%		42.60%	

经核查,北汽华森的前四大供应商不存在关联关系,通过上述数据来看,前四大供应商相对比较稳定,对第一大供应商上海宏邦运输有限公司的采购占比逐步降低,仍存在一定依赖,业务运营受其运力供应影响。上述供应商是北汽华森结合供应商资质、规模、运作经历、线路专长,以及运输业务要求、线路分布、成本和质量控制要求等条件,通过比选确定,经长期合作,上述供应商与北汽华森已形成稳定合作关系,运作中未发生重大质量事故,配合企业降本增效、达到客户考核标准,保障了北汽华森业务稳定发展。北汽华森在上述四家供应商收入中占比分别约为20%、10%、10%、10%,是四大供应商的较重要客户。

工资主要结合未来业务量增减变化的情况,考虑维持正常经营的人员数量及未来薪酬的增长幅度,本次通过访谈及历史年度生产人员薪酬情况,判断未来年度职工人数需求增加7人,并考虑未来工资年度增长8%。

对于折旧及摊销的预测,未来年度折旧及摊销与企业目前固定资产的规模、购置时间、未来投资、现有资产在未来的贬值以及企业的折旧及摊销政策相关。在企业折旧及摊销政策无变化及维持目前生产经营能力不扩能的前提下,存量资产的折旧和摊销可以明确计算。结合北汽华森的期后资产新增情况,已新增6辆运输车,截至报告出具日,新增车辆正在办理购车手续中。

其他业务成本为租赁厂房的费用,参照租赁合同进行预测,其中2021年4月至2023年5月的租金已在租赁负债中确认,2023年6月起的租赁成本在其他业务成本中进行预测。

北汽华森历史年度的主营业务毛利率水平在33.4%-38.9%之间,预测年度的主营业务毛利率水平在26%-28.7%之间,低于历史年度的毛利率水平,主要是考虑运输成本以及人工薪酬增长导致毛利率的降低,同时,通过查询了000088.SZ盐田港、002800.SZ天顺股份、600676.SH交运股份3家可比上市公司毛利率(运输业务营收占比分别为94.8%、76.18%、30.37%)分别为34.56%、6.99%、5.16%,综上,北汽华森预测期毛利率低于历史年度,同时也处于可比上市公司毛利率范围内,主营业务成本预测谨慎,具有合理性。

3.管理费用预测合理性分析

管理费用包括办公费、业务招待费、工资福利等、折旧及摊销以及其他费用等,近两年一期合并口径的管理费用情况如下:

金额单位:人民币万元

项目	2019年	2020年	2021年1-3月
办公费	7.09	17.45	7.42
业务招待费	13.44	26.52	0.72
工资福利等	300.73	243.52	65.47
折旧及摊销	106.42	78.47	13.39
其他费用	13.83	41.55	20.74
管理费用	441.51	407.51	107.74
占主营业务收入的比例	5.82%	4.70%	4.99%

北汽华森未来年度合并口径管理费用的预测如下:

金额单位:人民币万元

项目	2021年4-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
办公费	17.29	31.13	36.14	39.14	41.34	41.34
业务招待费	15.85	21.19	21.29	21.29	21.29	21.29
工资福利等	212.01	337.56	362.9	390.16	419.6	451.4
折旧及摊销	202	207.48	114.87	22.29	22.29	7.59
其他费用	50.7	67.74	68.1	68.09	68.08	68.08
管理费用	497.85	665.1	603.3	540.97	572.6	589.7
占主营业务收入的比例	7.60%	7.60%	6.86%	6.15%	6.51%	6.70%

评估人员分别根据费用的实际情况对各项管理费用单独进行测算。

(1)工资福利等主要与管理人员数量及未来薪酬的增长幅度相关。其中对于未来年度人员工资,主要通过访谈和观察实际经营效率判断未来年度职工人数需求、平均工资水平以及考虑未来工资增长因素进行预测;未来年度平均工资水平每年将以8%逐年增长,管理人员数量根据企业发展需求增加4人。

(2)对于折旧及摊销的预测,未来年度折旧及摊销与企业目前固定资产及无形资产的规模、购置时间、未来投资、现有资产在未来的贬值以及企业的折旧及摊销政策相关。企业未来年度生产规模无较大变化,企业维持当前的存量资产规模更新资产,无增量资产。

(3)除上述费用外的企业日常办公费、业务招待费以及其他费用等,根据企业核算方式,分析前几年费用的状况,参考历年费用水平占主营业务收入比率或按照一定量增长进行预测。

北汽华森于2019年-2021年1-3月的管理费用占主营业务收入的比例为4.70%-5.82%,预测年度管理费用占主营业务收入的比例为6.15%-7.60%,均高于历史年度的管理费用率水平,主要是人员薪酬的增加导致,管理费用预测较充足,具有合理性

4.净利润合理性分析

北汽华森近两年一期的净利润情况如下:

金额单位:人民币万元

项目	2019年	2020年	2021年1-3月
合并净利润	2,032.33	2,026.23	589.33
净利润率	24.5%	21.5%	25.2%
归属于公司所有者的净利润	1,958.39	1,901.19	565.75

北汽华森的净利润预测如下:

金额单位:人民币万元

项目	2021年4-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
合并净利润	1,315.42	1,822.05	1,739.36	1,600.97	1,476.37	1,406.54
净利润率	18.6%	19.3%	18.3%	16.9%	15.6%	14.8%
归属于公司所有者的净利润	1,246.50	1,731.47	1,596.74	1,472.74	1,363.19	1,308.96

北汽华森历史年度的净利润率在21.5%-25.2%,其中2020年净利润率较低,主要是随着收入增加,外包的运输业务成本增加,净利润率降低;预测年度的净利润率在14.8%-19.3%,预测年度净利润率低于历史年度,主要因预测年度收入波动不大,但外包运输成本及人员薪酬的保持一定增长,从而导致净利润率降低,净利润预测整体较合理。

5.折现率合理性分析

(1)折现率的确定方法和确定过程

按照收益额与折现率口径一致的原则,本次评估收益额口径为企业净现金流量,则折现率选取加权平均资本成本WACC。

公式:

$$WACC=K_e\times\left[\frac{E}{E+D}\right]+K_d\times(1-T)\times\left[\frac{D}{E+D}\right]$$

式中,E:权益的市场价值;

D:债务的市场价值;

K_e:权益资本成本;

K_d:债务资本成本;

T:被评估单位的所得税率。

权益资本成本按国际通常使用的CAPM模型进行求取,公式如下:

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

式中,r_f:无风险利率;

MRP:市场风险溢价;

β:权益的系统风险系数;

r_c:企业特定风险调整系数。

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,2021年3月31日10年期国债在评估基准日的到期年收益率为3.19%,本评估报告以3.19%作为无风险收益率。

②权益系统风险系数的确定

北汽华森的权益系统风险系数计算公式如下:

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

βL:有财务杠杆的权益的系统风险系数;

βU: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。

根据北汽华森的业务特点,选取了交通运输、仓储和邮政业行业中3家主要从事道路运输业务的可比公司,具体情况如下:

序号	股票代码	公司简称	首发上市日期	2020年年报收入构成
1	000088.SZ	盐田港	1997-07-28	装卸运输:59.4%;公路运输业:35.4%;仓储租赁:5.2%
2	002800.SZ	天顺股份	2016-5-30	第三方物流:38.45%;供应链管理:37.73%;国际航空物流服务:13.89%;国际铁路物流服务:8.73%;其他业务:0.63%;物流园区经营:0.56%
3	600676.SH	交运股份	1993-09-28	汽车零部件制造与汽车后服务:32.82%;乘用车销售与汽车后服务:31.63%;道路货运与物流服务:30.37%;道路客运与旅游服务:3.23%;其他业务:1.82%;其他:0.13%

评估人员通过WIND资讯系统查询了3家可比公司(综合考虑上市时间、主营业务及盈利能力等因素)于评估基准日的原始β,并根据上市公司的资本结构、适用的所得税率等数据将原始β换算成剔除财务杠杆后的βu,取其平均值作为北汽华森的βu值,具体数据见下表,具体数据见下表:

序号	股票代码	公司简称	βu值
1	000088.SZ	盐田港	1.043
2	002800.SZ	天顺股份	0.8788
3	600676.SH	交运股份	0.8713
βu平均			0.9310

根据企业的经营特点分析,由于企业无借款,本次评估目标资本结构取北汽华森自身的资本结构D/E为0,企业所得税率按照北汽华森确定。

经计算,βL=0.9310

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,根据中企华研发部公布的数据,本次评估市场风险溢价取6.88%。

④企业特定风险调整系数的确定

企业个别风险调整系数是根据待估企业与所选择的对比企业在企业特殊经营环境、企业成立时间、企业规模、经营管理、抗风险能力、特殊因素所形成的优劣势等方面的差异进行的调整系数;综合考虑北汽华森位于北京市顺义区,成立于2004年,成立时间较久,公司规模一般,经营管理经验较好,业务单一,对少数客户和供应商有一定的依赖性,资金周转较好等方面的情况,通过对上述因素进行设置权重及打分,从而确定北汽华森特有的风险调整系数为3.90%。

⑤预测期折现率的确定

A.计算权益资本成本

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式,计算得出北汽华森的权益资本成本,则Ke为:

=3.19%+6.88%×0.9310+3.9%

=13.48%

B.计算加权平均资本成本

评估基准日北汽华森无付息债务,参照全国银行间同业拆借中心出具的贷款市场报价利率(LPR),5年期以上的LPR为4.65%,将上述确定的参数代入加权平均资本成本计算公式,计算得出北汽华森的加权平均资本成本。

WACC为:

=13.48%×100%+4.65%×(1-25%)×0=13.48%

⑥预测期后折现率的确定

根据上述公式测算,预测期后折现率为13.49%。

(2)折现率合理性分析

通过wind查询近几年并购案例库中,交易标的所属行业为物流行业,选取用收益法做评估结果、交易进度为完成实施且在报告书草案中披露折现率的案例,具体折现率情况见下表:

交易竞买方	交易标的	评估基准日	折现率
密尔克卫(603713.SH)	振义发展	2019年1月31日	11.39%
宁波海运(600798.SH)	富兴海运	2017年12月31日	11.58%
密尔克卫(603713.SH)	宝华物流	2018年9月30日	10.73%
西上海	北汽华森	2021年3月31日	13.49%

可比案例1:密尔克卫收购振义发展 100%股权

法定名称:上海振义企业发展有限公司

公司类型:有限责任公司(自然人投资或控股)

业务简介:振义发展的主营业务为危险化学品储存、货运代理、货物进出口及拆装箱服务等,振义发展主营业务收入为货运代理业务收入、危化品仓储收入、拆装箱等。

可比案例2:宁波海运股份有限公司收购富兴海运51%股权

法定名称:浙江富兴海运有限公司

公司类型:有限责任公司

业务简介:富兴海运主要从事国内沿海及长江中下游普通货船运输业务,且主要采用 3 年期 COA 对协议期内的运量和运价进行约定,相比长航凤凰、招商轮船等其他航运上市企业,有效保障了标的公司业绩的稳定性和可持续性。

可比案例3:密尔克卫收购宝华物流82%股权

法定名称:镇江宝华物流有限公司

公司类型:有限责任公司

业务简介:宝华物流为提供危险化学品运输服务、货运代理服务及车辆维修服务。根据客户需求规划运输方案、组织调配车辆、监控运输动态,为客户提供一站式物流解决方案。

北汽华森的折现率为13.49%,均高于可比交易案例采用的折现率,本次评估折现率具有合理性。

(二)京川金属

1. 主营业务收入预测合理性

京川金属主要为延锋安道拓(廊坊)座椅有限公司提供汽车座椅金属件加工服务,经营场所和主要生产线为租赁取得,经营模式是客户的汽车座椅零部件到厂区后,京川金属提供金属件涂层服务并将完工后的产品运输到客户指定的地点,客户根据到货时间录入客户系统后,京川金属从供应商端登陆该系统后下载收货明细并以此确认收入,收入中不包含来料成本,是按净额法确认。京川金属的核心优势是:1)企业位于北京近郊的廊坊市广阳区,距离京沪高速出口2公里内,交通便利,距离客户6公里符合及时供货(JIT)要求;2)在环保政策严格管控的近京区域,取得金属件涂层服务所需的环评验收(2015年7月取得“建设项目竣工环保验收”;2017年10月取得“挥发性有机物治理工程环保验收”)和排污许可证(有效期至2025年11月18日;有效期内无违规现象,符合审核条件的可向主管部门申办续期);3)为客户提供中高档汽车座椅金属件加工服务能力和提供质量稳定产品的能力。京川金属的客户为延锋安道拓(廊坊)座椅有限公司,其对供应商要求比较高,需求也比较稳定,京川金属从开始和客户对接、研发、试生产到量产经过了一段相当长认证、磨合过程,与客户建立了良好、稳定的合作关系。京川金属近两年一期主营业务收入、加工量及平均加工价格如下表:

项目	2019年	2020年	2021年1-9月
奔驰项目-收入(万元)	762.49	2,802.32	2,275.70
奔驰项目-数量(平方米)	699,575.00	1,835,182.27	1,150,959.70
奔驰项目-单价(元/平方米)	10.90	15.27	20.00
收入增长率		267.52%	

京川金属2020年和2021年收入增长较快,主要是因为京川金属一直为延锋安道拓(廊坊)座椅有限公司提供服务,为满足客户高质量需求,京川金属从2014年开始做测试、试生产到2019年开始逐步量产,2020年根据客户需求扩大其产量;京川金属基于原料成本增加、招工难导致人工成本的增加,自2021年与客户协商的产品单价也较历史年度增加。

(1)客户及终端产品情况介绍

京川金属的客户为延锋安道拓(廊坊)座椅有限公司(以下简称“安道拓廊坊座椅”),安道拓廊坊座椅是Adientplc(安道拓公司)全资孙公司,Adientplc为全球先进的汽车座椅零部件供应商,主要产品供应大众、通用、宝马汽车等整车客户;安道拓廊坊座椅主要业务为北京奔驰相关车型提供骨架焊接装配。北京汽车[1958.Hk]持有北京奔驰汽车有限公司的51%股权,通过同花顺查询,北京汽车于2016年至2021年中报年度营业收入同比增长率为38.15%、15.46%、13.24%、14.95%、0.89%、16.08%,其中北京奔驰于2016年至2021年中报年度营业收入同比增长率为28.75%、36.88%、15.96%、14.58%、9.37%、17.54%;综上分析,由于受疫情影响,2021年汽车行业发展逐渐好转,历史基数较低,增长较快;北京奔驰汽车销量逐年增长,行业前景较好。

(2)主营业务收入预测

近年由于客户安道拓廊坊座椅增加产品型号,加工量需求增加,京川金属的主营业务收入增加,目前主要为北京奔驰汽车提供座椅金属件加工服务,已增加吉利汽车座椅金属件加工;因疫情和芯片短缺等影响,京川金属2021年1-9月实际加工量低于客户计划量3%,随着芯片的缓解,客户2021年10月订单增加,2021年预测量在客户计划量基础上下调2%,2022年到2025年加工量预测主要参照客户提供的加工量需求并综合考虑汽车零部件行业趋势进行预测;京川金属的产品加工价格近年在逐步增加,本次评估按照评估基准日约定的加工价格进行预测,未考虑其价格增长。

综上分析,京川金属的主营业务收入预测如下:

金额单位:人民币万元

主营业务收入	2021年10-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
奔驰项目-数量(平方米)	628,070.13	2,129,240	2,210,544	2,320,459	2,413,300	2,425,367
奔驰项目-单价(元/平方米)	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
奔驰项目-收入(万元)	1,256.07	4,258.24	4,420.84	4,640.66	4,826.33	4,850.47
吉利项目-数量(万元)	81,635.67	111,053	109,242	113,550	123,656	124,274
吉利项目-单价(元/平方米)	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
吉利项目-收入(万元)	81.64	111.05	109.24	113.55	123.66	124.27
合计(取整)	1,371.04	4,369.30	4,530.09	4,754.21	4,949.99	4,974.74
收入增长率		20.92%	3.68%	4.95%	4.12%	0.50%

(3)主营业务收入预测合理性分析

经分析北京汽车2016年-2021年半年报期间,北京奔驰营业收入增长率在9.37%-36.88%,其中2020年营业收入增长率较低,主要是受疫情的影响;京川金属2020年已实现的主营业务收入增长率为267.52%,本次评估结合客户提供的2021年-2025年加工量的需求预测,2021年-2026年的收入增长率在0.5%-20.92%,低于历史年度的主营业务收入增长率,在北京汽车年报披露的北京奔驰汽车历史年度营业收入的增长率范围内,主营业务收入预测具有合理性。同时由于客户单一,本次在计算折现率中的企业特别风险系数中对于客户单一因素取值最高分,考虑了其客户单一风险因素的影响。

2. 主营业务成本预测合理性分析

京川金属主营业务成本主要为经营中的各项成本,主要为原辅料、低值易耗品、职工薪酬、租赁费、折旧摊销、水费、电费、燃气费、技术服务费、预处理费用及其他等等;2020年起,部分涉及出口的加工金属件需要进行预处理,近两年一期的主营业务成本情况如下:

金额单位:人民币万元

序号	项目	2019年	2020年	2021年1-9月
1	原辅料	127.30	355.45	401.46
2	设备租赁	–	70.56	–
3	制造费用	393.15	537.67	601.75
3-1	低值易耗品	33.12	41.91	29.19
3-2	职工薪酬	83.86	174.55	169.94
3-3	折旧及摊销	52.11	39.36	254.16
3-4	水费、电费、燃气费	81.25	143.28	105.65
3-5	房屋租赁费	96.75	106.62	0.00
3-6	危废处理	0.00	0.00	1.36
3-7	其他	46.06	31.95	41.45
4	技术服务费	–	37.61	75.47
5	委外预处理加工及其他	–	440.69	176.17
	主营业务成本	520.45	1,441.98	1,254.85
	毛利率	31.74%	48.54%	44.86%

(1)主营业务成本预测分析

原辅料、低值易耗品、水费、电费、燃气费、危废处理及其他等与加工量线性相关,参照历史年度单位产量消耗科费的水平进行预测。

职工薪酬主要结合未来业务量增减变化的情况,考虑维持正常经营的人员数量及未来薪酬的增长幅度相关,本次通过访谈及历史年度生产人员薪酬情况,判断未来年度职工人数需求,预计未来年度人数增加7-11人,未来年度年均工资增长8%。

租赁费为主要经营场所和设备的租赁(2021年执行新准则后,设备租赁核算科目调整,在制造费用中体现为折旧费用增加),租入资产于评估基准日所确定的使用权资产约占经营性资产的37%。京川金属的经营场所为租赁位于河北省廊坊市广阳区一号路29号正华置业园区,出租方为廊坊开发区正华置业有限公司,建筑面积2970.77平方米,其中车间为单层,办公用房三层,租赁期为10年,自2014年1月10日起至2024年1月9日止,租