

**国泰君安证券股份有限公司**

**关于**

**《无锡市振华汽车部件股份有限公司关于中国证券监督管理  
委员会上市公司并购重组审核委员会审核意见的回复》  
之核查意见**

**独立财务顾问**



**国泰君安证券股份有限公司**  
GUOTAI JUNAN SECURITIES CO., LTD.

中国（上海）自由贸易试验区商城路 618 号

二零二二年十二月

## 中国证券监督管理委员会：

2022 年 12 月 21 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）上市公司并购重组审核委员会（以下简称“并购重组委”）召开 2022 年第 25 次并购重组委工作会议，对无锡市振华汽车部件股份有限公司（以下简称“公司”、“无锡振华”）发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易（以下简称“本次交易”）事项进行了审核。根据会议审核结果，公司本次交易获得有条件通过。

国泰君安证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）作为无锡振华本次交易的独立财务顾问，本着勤勉尽责、诚实守信的原则，就审核意见所提问题进行了认真核查，对本次交易申请文件有关内容进行了必要的修改、补充说明或解释，具体内容如下。

本核查意见中所引用的简称和释义，如无特别说明，与《无锡市振华汽车部件股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》（以下简称“重组报告书”）中具有相同含义。

本核查意见中部分合计数与各明细数之和在尾数上如有差异，均为四舍五入原因造成。

# 目 录

问题 .....	4
----------	---

## 问题

请申请人结合标的资产的客户结构风险和汽车行业发展趋势，进一步说明并披露本次交易的估值合理性和风险应对措施。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

### 回复：

#### 一、进一步说明并披露本次交易的估值合理性

本次评估充分考虑了标的公司所处行业的竞争格局、标的公司的客户结构、与下游客户的合作情况以及汽车行业的发展趋势等，同时结合标的公司技术和工艺水平、产品质量和生产能力、市场开拓能力等，采用收益法对标的公司未来的业绩和现金流进行了审慎评估，估值具有合理性。具体分析如下：

##### （一）无锡开祥与客户联合电子保持稳定的战略合作关系

无锡开祥目前向联合电子及其指定的一级供应商提供汽车发动机高压喷油器和高压燃油泵相关零部件的精密镀铬服务，按件收取表面处理加工费。在该业务模式下，联合电子直接对无锡开祥具体的加工产品技术参数进行确定，加工费由无锡开祥和联合电子进行协商确定，联合电子指定的一级供应商不参与上述过程。因此无锡开祥目前的最终客户仅为联合电子。

无锡开祥为联合电子发动机电喷系统表面处理领域的战略供应商。双方建立合作关系以来，在产品生产、技术交流和新品研发等各方面均保持紧密、良好的合作关系。高压电喷系统作为决定汽车性能的关键部件之一，为保证产品性能、质量的稳定性和一致性，整车厂一般不希望频繁更换产业链上的供应商。无锡开祥自投产以来，工艺技术水平 and 产品质量得到客户的高度认可，预计未来无锡开祥能够与联合电子保持长期稳定的战略合作关系，合作模式预计不会发生变化。主要原因如下：

#### 1、客户结构符合行业特征

高压喷油器和高压燃油泵属于发动机电喷系统，其国内市场份额主要被跨国厂商所占据，尤其是中高端乘用车高压电喷系统领域，长期以来基本被德国博世（联合电子）、日本电装、美国德尔福等跨国企业所垄断，且不同零部件巨头间供应商体系相对独立和保密。

在国内高压电喷系统，联合电子处于绝对领先地位，市场份额超过50%。作为联合电子高压电喷系统镀铬加工方面国内唯一的供应商，无锡开祥在细分领域目前的市场份额也能够达到50%以上。目前无锡开祥的客户结构符合所在行业的特征。

## **2、终端使用客户较分散，且终端使用客户使用粘性较强、更换成本高**

虽然目前无锡开祥业务全部来自于联合电子，但其产品的最终使用客户包括上汽通用、上汽大众、一汽大众、比亚迪、上汽乘用车、长城汽车、吉利汽车等国内知名整车制造企业，终端客户较为分散。且发动机电喷系统作为汽车的核心部件，是决定汽车性能的关键因素之一。为保证整车质量的一致性，一般而言，相关产品进入量产环节后不再更换电镀供应商。若未来有新进供应商与无锡开祥竞争，其电镀的产品在投入量产前均需要各终端整车厂各项测试重新通过，需要投入额外的成本和精力，调整的难度相对较大。

## **3、电喷系统镀铬供应商开发风险较高、认证周期较长，且认证后存在磨合成本**

高压喷油器属于汽车关键零部件之一，一家新的电喷系统镀铬工艺供应商的相关产品和产线认证需要德国博世进行确认，需要德国总部对提交的量产零件详细的分析验证和长距离的实际测试，并由德国博世对产线实地考察并整改，整个周期涉及多轮沟通和相关调整，耗时较长，因此短期内无法得到批产认可。且新的镀铬工艺供应商在量产经验、品质管理上都将与开祥存在较大差距，因此联合电子开发新供应商将面临较大的时间成本和管理成本。

## **4、无锡开祥有能力在产品产能和质量稳定性上提供充足保证**

无锡开祥始终按照联合电子的要求进行产能布局。报告期内，无锡开祥的产能利用率总体未超过 50%，结合联合电子在高压电喷系统的市场占有率，目前无锡开祥的产能可以完全覆盖联合电子未来的需求。

自双方建立合作以来，无锡开祥的产品未产生重大质量问题，得到客户的高度认可。

**5、双方已建立长期稳定的共赢战略合作关系，并于 2022 年续签战略合作协议，且联合电子目前无发展同类供应商的计划**

截至目前，无锡开祥为联合电子在发动机高压电喷系统镀铬领域国内唯一的合格供应商，双方为共赢的战略合作关系。2022 年 10 月，无锡开祥与联合电子就《战略合作备忘录》进行补充约定，进一步明确了未来的战略合作关系。经与联合电子高级物料采购经理访谈，截至目前无锡开祥仍是联合电子高压电喷系统镀铬加工方面国内唯一的供应商，且截至目前联合电子尚无在国内开发第二家镀铬工艺供应商的计划。

**(二) 汽车行业发展趋势对无锡开祥的持续经营能力不构成重大不利影响**

**1、燃油车未来仍是主力，混动车是重要增长点，新能源汽车替代燃油车的过渡期预期较长，混动车仍需使用高压电喷系统**

2017 年以来，我国新能源乘用车市场产销情况如下：

单位：万辆

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
纯电动乘用车销量	46.18	79.16	83.03	95.90	272.09	337.84
插电式混合动力乘用车销量	10.93	26.14	23.16	24.47	60.18	98.47
新能源乘用车总计销量	57.11	105.31	106.18	120.37	332.27	436.31
燃油车乘用车总计销量	2,417.29	2,261.84	2,037.11	1,893.24	1,814.57	1,262.31
搭载燃油系统乘用车总计销量	2,428.22	2,287.98	2,060.27	1,917.71	1,874.75	1,360.78
乘用车总计销量	2,474.40	2,367.15	2,143.29	2,013.61	2,146.84	1,698.62
插电式混合动力乘用车占新能源乘用车比例	19.14%	24.82%	21.81%	20.33%	18.11%	22.57%

纯电动汽车渗透率	1.87%	3.34%	3.87%	4.76%	12.67%	19.89%
插电式混合动力汽车渗透率	0.44%	1.10%	1.08%	1.22%	2.80%	5.80%
新能源车渗透率	2.31%	4.45%	4.95%	5.98%	15.48%	25.69%

注：数据来源为中汽协，插电式混合动力乘用车包含增程式动力汽车。

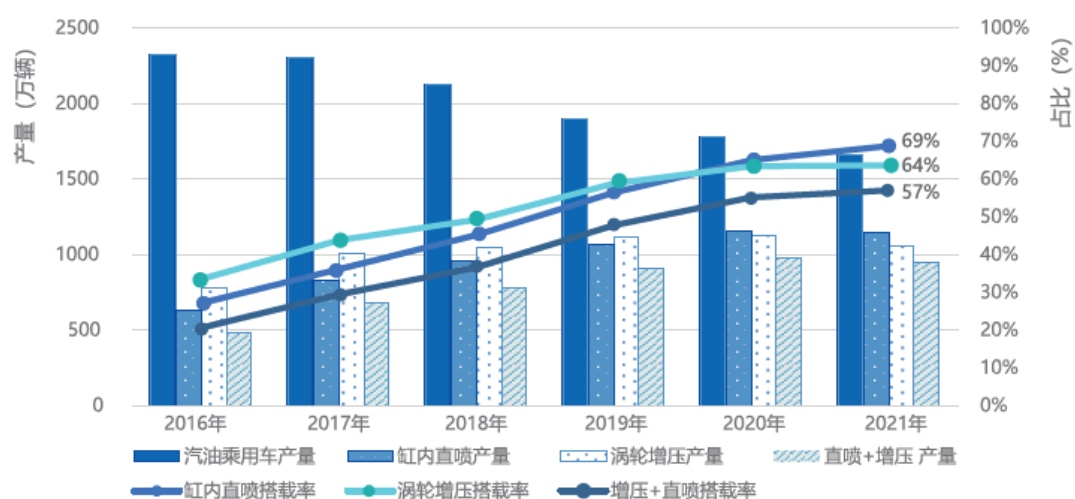
财政部、工信部等四部委发布的《关于2022年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》明确新能源汽车补贴将于2023年取消，受该政策影响，2022年部分新能源汽车需求提前释放，叠加短期油价上涨因素，导致2022年1-9月新能源汽车渗透率上升较快。2023年新能源汽车补贴取消后，预计新能源汽车渗透率将企稳。《2030年前碳达峰行动方案》指出“到2030年，当年新增新能源、清洁能源动力的交通工具比例达到40%左右”。长期来看，新能源汽车对于传统燃油车的替代存在较长的过渡期，期间燃油车仍是乘用车市场销售的主力。

2022年以来，在供给端，国内自主品牌纷纷发力，插电式混合动力汽车和增程式动力汽车产品矩阵愈加完善且性价比较高，其中比亚迪宋 PLUS DM-i、比亚迪唐 DM、理想 ONE、问界 M5、理想 L9 等车型具备较强的竞争力；在需求端，纯电动汽车车型受到里程焦虑、充电焦虑、冬季续航大幅减少等因素影响，混动车型优势凸显，消费者接受度大幅提升。受上述因素影响，混合动力汽车市场进一步升温，根据中汽协数据，2022年1至9月，中国新能源乘用车产销分别完成450.42万辆和436.31万辆，同比增长均超过113%，市场占有率达到25.69%。其中，插电式混合动力新能源乘用车产销量分别为103.06万辆和98.47万辆，同比增长均超过169%，渗透率也提升至5.80%。综上，插电式混合动力汽车的增长速度与新能源乘用车的增长速度基本一致，有较大的市场需求和发展前景，插电式混合动力汽车和增程式动力汽车等仍需使用高压电喷系统。

## 2、不断提高的排放和油耗标准，推动发动机相关高端技术的普及，燃油车中使用缸内直喷的车型占比预计将逐步提升

无锡开祥产品全部应用于缸内直喷（GDI）车型的高压电喷系统中，相较于原先的进气管喷射系统（PFI），燃油的使用效率更高、控制精度更好，能够达到降耗减排的目的，技术路线符合《节能与新能源汽车技术路线图2.0》的发展愿景和目标。

根据工信部装备工业发展中心发布的《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法实施情况年度报告（2022年）》，2016年以来，涡轮增压和缸内直喷技术搭载率稳步提升，逐渐成为汽油乘用车主要节能技术，2021年缸内直喷搭载率为69%，涡轮增压+缸内直喷技术搭载率为57%。预计未来，缸内直喷和涡轮增压技术的渗透率将持续提升。



### 3、我国汽车产业仍具备较大的发展空间

近年来，我国汽车保有量呈逐年上升趋势。根据工信部数据，2021年我国千人汽车保有量为208辆，与同期美国、日本以及韩国还有较大差距，千人汽车保有量仍处于比较低的水平，未来仍有较大的发展空间。从中长期来看，随着未来我国人均汽车保有量的进一步增长，综合考虑当前一线城市乘用车置换需求和二三线城市新购车需求、基建投资及国六排放标准车辆替换需求，预计未来我国的汽车行业仍存在增长空间。

### 4、受益于高压电喷系统搭载率的提升以及下游客户的竞争力提升，近年来无锡开祥的收入保持总体上升趋势

报告期内，无锡开祥的销售规模整体呈上升趋势，具体比较情况如下：

项目	2022年1-6月	2021年	2020年
燃油车销量增速	-11.22%	-4.16%	-7.12%
燃油系统需求量（含混动车）增速	-7.27%	-2.24%	-6.94%
无锡开祥营业收入增速	-1.35%	42.09%	45.29%



新能源汽车渗透率	25.05%	15.48%	5.98%
纯电动汽车渗透率	18.77%	12.67%	4.76%

注：数据来源为中汽协，插电式混合动力乘用车包含增程式动力汽车。2019年营业收入未经审计。

报告期内，新能源汽车渗透率提升，而无锡开祥的收入规模总体未受到较大影响，主要原因为：（1）随着油耗节能标准等的不断提升，高压电喷系统的搭载率上升；（2）联合电子在高压电喷系统领域处于龙头地位，新老产品迭代情况良好，市场份额处于上升趋势；（3）插电式混合动力汽车和增程式汽车新增的高压电喷系统需求一定程度上抵减了新能源汽车发展趋势对无锡开祥的影响。

### 5、从长期看，国内高压喷油系统的需求量仍将保持稳定

公司对2030年国内乘用车市场对高压喷油系统的需求测算如下：

单位：万台/套

项目	2021年	2030年(E)	参数假设/测算公式
乘用车销量(A)	2,147	2,566	按年复合增长率2%预计
新能源车渗透率(B)	15.50%	40.00%	《2030年前碳达峰行动方案》指出“到2030年，当年新增新能源、清洁能源动力的交通工具比例达到40%左右”。
新能源车销量(C)	333	1,026	-, $C=A \times B$
纯电车占新能源车的比例(D)	81.90%	80.00%	混合动力汽车占比预计有所提升
纯电车销量(E)	273	821	-, $E=C \times D$
混合动力汽车销量(F)	60	205	-, $F=C-E$
燃油车销量(G)	1,814	1,540	-, $G=A-C$
搭载缸内直喷车型的比率(H)	69.00%	80.00%	燃油车中缸内直喷的搭载率预计有所提升
搭载缸内直喷燃油车销量(I)	1,252	1,232	-, $I=G \times H$
高压喷油系统需求量(J)	1,282	1,396	谨慎假设混合动力汽车高压电喷系统搭载率与燃油车一致, $J=(G+F) \times H$

根据我国汽车行业发展趋势进行测算，预计至2030年，高压喷油系统的总需求量仍与当前需求水平基本保持一致。因此，预计未来国内高压喷油系统总体将保持稳定。

综上，新能源汽车的发展一定程度上影响了无锡开祥未来的市场规模，但这一过程存在较长的过渡期，且随着新能源汽车中混动车对燃油系统的需求提升、缸内直喷搭载率提升以及国内汽车行业的整体发展，因此预计上述影响不会对无锡开祥的持续经营能力和经营业绩构成重大不利影响。

### （三）评估过程中标的公司的收入增长率已充分考虑相关因素

在收益法评估过程中，标的公司未来的销售收入增长充分考虑了汽车行业发展状况、高压电喷系统的竞争格局等因素，预测期内的营业收入增长率如下：

单位：万元

销量\年份	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	永续期
营业收入	9,028.57	12,829.13	12,287.80	13,574.66	14,282.82	14,747.67	15,194.12	15,194.12
增长率	-	42.09%	-4.22%	10.47%	5.22%	3.25%	3.03%	0.00%

2023年预测营业收入较2022年增幅较大，主要原因系在预测2022年营业收入时考虑了疫情冲击影响，2022年的营业收入基数较低。截至2022年11月，无锡开祥实际营业收入为12,419.34万元（未经审计），2022全年营业收入预计超过1.3亿元。

预测期内，无锡开祥的营业收入年复合增长率为3.44%，增长率相对较低，充分考虑了汽车行业发展对高压电喷系统需求变化以及下游客户所处市场地位变化的影响，不超过汽车零部件行业的长期平均增长率，永续期后未预测增长率，收入增长率预测谨慎。

### （四）评估过程中折现率取值已充分考虑相关因素

#### 1、特定风险报酬率测算已考虑客户结构因素

《资产评估专家指引第12号——收益法评估企业价值中折现率的测算》（中评协[2020]38号）明确特定风险报酬率可以在对企业的规模、核心竞争力、对大客户和关键供应商的依赖等因素进行综合分析的基础上，根据经验判断确定。

本次评估在对无锡开祥企业的风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素进行综合分析的基础上，并与所选择的可比上市公司的差异进行对比后，具体影响因素分析如下：

序号	叠加内容	说明	取值 (%)
1	企业规模	企业收入、净资产等规模均低于苏奥传感等可比上市公司的平均水平；但经营业务上销售毛利率、净利润率等指标已经达到甚至超过可比上市公司水平	1.0
2	业务模式	无锡开祥向联合电子及其指定的一级供应商提供汽车发动机高压喷油器和高压燃油泵相关零部件的精密镀铬服务，按件收取表面处理加工费；业务模式符合行业惯例	0.0
3	经营阶段及风险	1) 无锡开祥已进入成熟稳定阶段； 2) 无锡开祥的内部管理和控制机制较好，已形成完善的安全生产、质量控制等管理制度。	0.5
4	核心竞争力	1) 无锡开祥已掌握核心技术，具备适应行业变化及业务持续拓展的能力； 2) 无锡开祥技术人员保持稳定，核心技术人员均具有较长从业年限和丰富从业经验。	0.5
5	主要客户及供应商依赖	对大客户存在一定的依赖性	2.0
6	企业的财务风险	企业未来年度资本性投入需求较小，融资需求低，财务风险较小	0.5

综合以上因素，企业特定风险报酬率确定为4.5%，在取值过程中已充分考虑标的资产的客户结构的特定风险因素，取值结果谨慎。

## 2、结合同类可比交易案例确定折现率、特定风险取值的谨慎性

由于近期公开市场上无上市公司收购发动机电喷系统行业公司，因此选取了上市公司收购主营业务为发动机零配件制造的标的公司作为交易案例，其收购的折现率、特定风险取值如下：

上市公司	收购标的	评估基准日	特定风险	WACC
五洲新春	新龙实业 100% 股权	2017 年 12 月 31 日	2.00%	11.52%
西仪股份	苏垦银河 100% 股权	2015 年 8 月 31 日	2.50%	10.80%
华锋股份	理工华创 100% 股权	2017 年 7 月 31 日	1.50%	11.26%
三花智控	三花汽零 100% 股权	2016 年 12 月 31 日	1.94%	11.83%
克来机电	克来凯盈 35% 股权	2019 年 8 月 31 日	3.40%	13.60%
平均值			2.27%	11.80%
中位数			2.00%	11.52%
无锡振华	无锡开祥 100% 股权	2022 年 6 月 30 日	4.50%	12.90%

从上表可以看出同类交易特定风险取值范围为1.5%-3.4%之间，无锡开祥特定风险报酬率取值已充分考虑客户结构风险因素，取值高于同类可比交易案例；从整体折现率WACC角度来看，无锡开祥取值高于同类可比交易案例平均值、中位数，取值结果谨慎。

#### （五）本次交易的估值水平较同类交易低

在收益法评估过程中，已充分考虑上述因素对标的公司的影响，对未来的业绩和现金流状况进行了审慎预测。无锡开祥2021年度经审计的归母净利润为7,812.98万元，本次交易标的资产定价68,200.00万元，无锡振华此次收购无锡开祥的静态市盈率为8.73倍。

同类交易案例中，收购标的的静态市盈率如下：

单位：万元

上市公司	收购标的	标的公司主营业务范围	标的资产权益评估值	静态市盈率
五洲新春	新龙实业 100%股权	汽车空调管路和家用空调管路产品的研发、生产和销售	59,850.00	16.29
西仪股份	苏垦银河 100%股权	汽车发动机连杆	34,919.76	11.29
华锋股份	理工华创 100%股权	新能源汽车动力系统领域，主要为新能源汽车动力系统平台相关产品的生产、销售和技术咨询服务	82,736.00	24.86
三花智控	三花汽零 100%股权	从事汽车空调及热管理系统控制部件的研发、生产和销售	215,545.80	16.34
克来机电	克来凯盈 35%股权	主营业务为汽车发动机配套管路的研发、生产和销售，主要产品包括汽车高压燃油分配器、高压油管和冷却水管等	10,325.00	12.00
<b>平均值</b>			-	<b>16.16</b>
<b>中位数</b>				<b>16.29</b>
无锡振华	无锡开祥 100%股权	为汽车发动机高压喷油器和高压燃油泵中的部分零部件提供选择性精密电镀服务	68,200.00	8.73

## 二、进一步说明并披露本次交易的相关风险应对措施

### （一）标的公司的应对措施

## **1、无锡开祥经过多年的经营积累，在技术储备、产品质量、市场地位、市场开发等各方面具备优势**

无锡开祥在金属表面镀铬处理的核心工艺方面具有先进的技术储备、持续的研发能力，能够按照客户要求零件的指定部位实施指定形貌的精密电镀。凭借其突出的量产开发能力，全自动的生产过程和智能化的控制系统实现了百分之百的产品检测率，客户端体现出稳定的质量，形成较为突出的竞争优势，使得其在选择性精密电镀领域处于领先的地位。经过多年的规模量产、新品研发，无锡开祥已经掌握了选择性精密电镀的技术原理及批产过程中的核心技术，可以将该技术运用于不同领域、不同元件、不同镀层的选择性精密电镀工序中。因此，无锡开祥在技术具备优势。

发动机电喷系统为汽车最核心的部件之一，直接决定了汽车的性能，而喷油器是发动机电喷系统执行器中技术含量较高的产品。在国内高压电喷系统，联合电子处于绝对领先地位，市场份额超过50%。无锡开祥目前为联合电子在高压电喷系统精密镀铬工艺领域国内唯一的合格供应商，无锡开祥在市场占有率和供应链方面具备优势。

凭借在专业领域较强的技术实力及与联合电子多年成功战略合作的经验，无锡开祥在市场上已形成良好的口碑。依托实际控制人多年从事汽车零部件行业的经验以及业务机会把握能力，以及本次交易完成后纳入上市公司后品牌信誉度的提升，无锡开祥在市场开发方面具备优势。

## **2、加大研发投入保持工艺的先进性，服务好现有客户，积极与联合电子同步研发其他产品**

未来，无锡开祥将持续加大研发投入，在充分把握行业发展趋势的基础上，持续进行工艺的优化和技术创新，扩大技术优势，提升自身核心竞争力，通过在电镀工艺的研发、加工等多个流程中建立完善的质量体系，不断完善自身产品质量管理，持续增强客户对于无锡开祥产品的认可度，持续关注并同步研发喷油器相关零件下一代新品及其他需要电镀工艺的元器件，保持目前在该细分领域的市场份额。

### 3、未来市场开拓及产品销售计划

无锡开祥未来拟开展的业务领域有：①开发汽车、高铁等行业电气、电子设备零部件电镀业务；②开展新能源领域电池、电堆、电解装置及其附属设施中电镀零部件的电镀业务。目前，公司完成了相关的原理验证，并与天津大学、西南大学开展校企合作，持续对下游行业开展深入调研，部分产品和运用方向并与下游客户处于前期接洽和同步开发中。

#### （二）交易对方采取的相应措施

根据上市公司与交易对方钱金祥、钱犇签署的《盈利补偿协议》，如本次交易于2022年度实施完毕，则本次交易业绩承诺期间为2022年度、2023年度、2024年度；如本次交易于2023年度实施完毕，则本次交易业绩承诺期间为2023年度、2024年度、2025年度；交易对方承诺标的公司在业绩承诺期间实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润具体如下：

单位：万元

标的公司	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度
无锡开祥	7,126.00	7,819.00	8,163.00	8,330.00

### 三、补充披露情况

公司已在重组报告书“第六章 标的资产评估情况”之“二、董事会对标的资产评估的合理性以及定价的公允性分析”之“（六）本次交易资产定价合理性”就相关内容进行了补充披露。

### 四、独立财务顾问核查意见

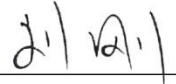
经核查，独立财务顾问认为：本次评估充分考虑了标的公司的客户结构情况及我国汽车行业的整体发展趋势，估值具有合理性；交易对方及上市公司已建立相关风险应对措施。

（以下无正文）

（此页无正文，为《国泰君安证券股份有限公司关于<无锡市振华汽车部件股份有限公司关于中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会审核意见的回复>之核查意见》之签章页）

董事长/法定代表人：  
  
贺青

项目主办人：  
  
袁业辰

  
刘刚

项目协办人：  
  
李舒华

  
林博文

