（上接B14版）

(3)库博标准(COOPER-STANDARD HOLDINGS INC.)

库博标准控股公司(简称:库博标准)是一家美国汽车零部件制造商，是全球橡胶减振制品主要供应商之一，主要产品为密封件、燃油和制动传送、液体输送、防振系统等。库博标准拥有25,300名员工，在全球19个国家设有74处生产基地和10个设计、工程和管理中心。库博标准在中国设立了8家独资、控股或合资的企业，在德国也拥有8家企业。

2009年8月，库博标准因高达11亿美元的债务危机向美国法院申请了破产保护。在归还了6.2亿美元的债务之后，2010年6月库博标准通过发行4.5亿美元的公司债券，终于走出了破产保护。

库博标准的普通股在纽约证券交易所上市交易(股票代号为"CPS")。

中水致远取得了库博标准重整后2010年6月年到2013年末的各期年度报告和季度报告，从中得到了这期间的全部各期合并财务报表和财务报表附注；还取得了库博标准上述期间的历史股票收盘价，以及对应的纽交所综合指数(NYA.index)。

(4)时代新材

株洲时代新材料科技股份有限公司(简称:时代新材)作为中国南车、株洲所的新材料产业发展平台，时代新材是中国橡胶工业协会橡胶制品分会理事长单位，位列美国《橡胶与塑料新闻》周刊发布的2013年全球非轮胎橡胶制品50强榜单第36位，国内第1位，时代新材的核心技术——橡胶减振技术对于轨道交通装备具有极其关键的作用，可以为轨道车辆提供更高的安全性、舒适性及更长的疲劳寿命，属于轨道交通行业的关键核心技术之一。

2003年以来，时代新材开始承担商用车领域客车空气悬架国产化项目，并成功实现客车橡胶减振制品和推力杆等产品的进口替代，其中推力杆产品占据该细分市场领域70%以上的份额，成为宇通、金龙、安凯等国内主流客车厂的核心供应商。2005年，时代新材进入到商用车领域高端重卡市场，成为一汽、东风、陕汽、北奔重卡等企业战略供应商，实现了系列橡胶减振制品在转向系统、驾驶室悬挂的成功替代，为卡车的轻量化和节能环保做出了重要贡献。2010年，时代新材把握长株潭汽车产业集群建设机会，成功研制出以声学控制为目的的轻量化高端饰件，目前已向广汽菲亚特、广汽长丰、长安标致、北汽控股等企业批量供货。时代新材同时积极开拓国际汽车市场，目前橡胶减振制品已逐步进入海外商用车领域，客户覆盖VOLVO,NAVISTAR,PACCAR等世界一流商用车领域重卡汽车整车制造商，经过近几年的发展，时代新材汽车产业已初具规模。

时代新材逐步加大海外市场开拓步伐，2011年成功并购澳大利亚代尔克(DELKOR)公司，2012年设立了德国办事处，2013年筹建美国子公司，并先后在印度、美国、巴西、南非等市场区域设立了销售代理网络。

时代新材2002年在上海证券交易所成功实现上市，股票代码600458。

中水致远取得了时代新材2009年初到2013年末的各期年度报告和季度报告，从中得到了这期间的全部各期合并财务报表和财务报表附注；还取得了时代新材2009年以来在上海证券交易所交易的历史股票收盘价，以及对应的沪深300股票指数。

(5)中鼎股份

安徽中鼎密封件股份有限公司(简称:中鼎股份)在国内已是非轮胎橡胶件前列企业，主要从事密封件、特种橡胶制品(汽车、摩托车、电器、工程机械、矿山、铁道、石化、航空航天等行业基础元件)的研发、生产、销售与服务。主要产品为液压气动密封件、汽车非轮胎橡胶制品，其重要的子公司——中鼎减振从事减振系统橡胶制品及相关机械零件的生产销售。

近年来中鼎股份加大了国际化发展力度，已成立了中鼎美国公司和中鼎欧洲公司，分别进行北美市场部分和欧洲市场部分客户的市场开发、产品销售、仓储结算等经营活动。中鼎股份还成立了美国中鼎密封件，从事实业投资、管理和服务在美所属投资企业等，下辖AB、MRP、BRP三个全资子公司，投资总额1,765万美元。

2011年中鼎股份收购了美国库伯，其在油封领域具有领先地位和重要的客户关系，中鼎借此将获取高端密封件技术工艺，并在国内成立了油封生产企业安徽库伯以进军国内高端密封件产品领域。从2012年中报看，公司油封业务进展顺利，安徽库伯+美国库伯共计为中鼎股份贡献净利润571万元，净利率17%，而2011年美国库伯还略有亏损。

2012年10月中鼎股份收购了美国ACUSHNET100%的股权，实现了公司向高性能橡胶密封件等领域的重大突破。此次收购将提升公司在航空航天、石油和天然气等领域的技术能力和市场地位，进一步提升公司的国际化水平，显著增强公司品牌影响力。

中鼎股份的普通股在深圳证券交易所上市交易，股票代码000887。

中水致远取得了中鼎股份2009年初到2013年末的各期年度报告和季度报告，从中得到了这期间的全部各期合并财务报表和财务报表附注；还取得了中鼎股份2009年以来在深圳证券交易所交易的历史股票收盘价，以及对应的沪深300股票指数。

(6)美晨科技

山东美晨科技股份有限公司(简称:美晨科技)首次注册于2004年11月06日，是由自然人为大股东的民营股份公司。2011年6月29日美晨科技在深圳证券交易所创业板上市交易，股票代码300237。

美晨科技属于汽车配件行业，从事减振橡胶制品、胶管制品及其他橡胶制品的研发、制造、销售；也开展工程塑料制品的研发、制造、销售，目前收入规模还不大，但产品毛利率较高，企业的销售EBITDA率也较高。

中水致远取得了美晨科技上市以来到2013年末的各期年度报告和季度报告，从中得到了这期间的全部各期合并财务报表和财务报表附注；还取得了美晨科技上市以来在深圳证券交易所交易的历史股票收盘价，以及对应的沪深300股票指数。

(7)可比参数的选择：

根据对以6家可比上市公司的财务数据分析，本次选择每股账面企业价值（每股账面EV）、每股总税前利润（每股EBIT）、每股总税折旧及摊销前利润(每股EBITDA)、每股销售额(每股S)、每股总税折旧及摊销前利润同比增长率%(每股EBITDA同比增长率%)，以评估基准日指数比六个参数作为具体对比参数来考查他们与每股市场企业价值(收盘每股EV)的关系。

经过优化，本次采用的多元线性回归评估方程为：

单位 EBITDA 之 EV=0.0412×每股 EBITDA 同比增长率%×lR+0.7881×单位 EBITDA之销售额×lR−27.8798×单位EBITDA×lR+33.2806×单位 EBITDA 之 EBIT×lR+1.9463×单位 EBITDA之账面企业价值×lR

其中：lR为评估时点以评估基准日指数比，在本次评估基准日为1。

在评估出单位 EBITDA之EV后，再乘以 EBITDA，即可评估出假设被评估企业为上市公司时的企业市场价值EV。

(8)综合非流动性和控股权折扣率或者溢价率的分析

通过加权平均的方法来确定本次上市公司比较法评估BOGE采用的综合非流动性和控股权折扣率：以测定的Anvis集团的综合折扣率的权重为2，以测定的FLT公司的综合折扣率的权重为1计算。

BOGE采用的综合非流动性和控股权折扣率=测定的Anvis集团的综合折扣率×2÷3+测定的FLT公司的综合折扣率×1÷3=13.66%×2÷3+27.44%×1÷3=18.25%

本次上市公司比较法评估BOGE采用的综合非流动性和控股权折扣率即确定为18.25%。

(9)上市公司比较法对 BOGE 市场企业价值 EV的计算

单位EBITDA之EV=0.0412×160.35+0.7881×20.72−27.8798×1.00+33.2806×0.14+1.9463×6.96 =13.37

假设被评估事业部为上市公司时的企业市场价值 EV=13.37×EBITDA

=13.37×32,512.00

=434,685.44(千欧元)

BOGE企业价值EV的市场价值=优化的多元线性回归方程得出的评估时点BOGE如是上市公司的企业价值EV×(1−BOGE所适用的综合流动性与控股权折扣率或溢价率)

=434,685.44×(1−18.25%)

= 296,697.43(千欧元)

3.市场法评估结果

(1)市场法评估BOGE 企业价值EV的市场价值的确定

经交易案例比较法评估，于评估基准日2013年12月31日BOGE企业价值EV的市场价值为359,922.61千欧元。按评估基准日2013年12月31日1欧元兑人民币汇率8.3493折算，折算为人民币为300,510.19万元。

经上市公司比较法评估，于评估基准日2013年12月31日BOGE企业价值EV 的市场价值为355,356.05千欧元。金额大写：叁亿伍仟伍佰叁拾五万陆仟零伍拾欧元。按评估基准日2013年12月31日1欧元兑人民币汇率8.3493折算，折算为人民币为296,697.43万元。

中水致远认为上市公司比较法的结论较交易案例比较法要好些

综上所述，本次市场法对 BOGE企业价值EV的市场价值的评估确定采用上市公司比较法的评估结果。

经市场法评估，于评估基准日2013年12月31日 BOGE 企业价值 EV 的市场价值为355,356.05千欧元。按评估基准日2013年12月31日1欧元兑人民币汇率8.3493折算，折算为人民币为296,697.43万元。

(2)市场法对德国采埃孚集团的橡胶和塑料事业部整体性业务的模拟所有者权益和达梅固定资产的市场价值的评估

在合理评估出 BOGE 企业价值 EV 的市场价值后，再减去评估基准日 BOGE 经审计后财务数据计算的企业权益性负债加上其现金，就得出了本次市场法评估出的采埃孚集团橡胶和塑料事业部整体性业务的模拟所有者权益。

BOGE模拟所有者权益市场价值=BOGE企业价值EV市场价值−企业权益性负债+现金

=355,356.05−155,122+8,025

=208,259.05(千欧元)×8.3493

=173,881.73(万元人民币)

另外，本次交易范围内还有模拟财务报表范围外的德国达梅固定资产，房产占地面积26,447㎡，建筑物面积14,899㎡(包括生产车间6,808㎡、办公室1,559㎡、仓库981㎡和其他5,551㎡)。根据估算，平均市场租金3.40欧元/㎡·月，租售比倍数约为8.15，可得出：

德国达梅(DMM)房产市场价值=3.40×12×8.15×14,899=4,954(千欧元)

考虑本次交易范围内模拟财务报表范围外德国达梅固定资产市场价值后；

BOGE模拟所有者权益和达梅固定资产市场价值=208,259.05+4,954

=213,213.05(千欧元)×8.3493

=178,017.97(万元人民币)

经市场法评估，德国采埃孚集团的橡胶和塑料事业部整体性业务的模拟所有者权益和达梅固定资产的市场价值评估值为213,213.05千欧元。按评估基准日2013年12月31日1欧元兑人民币汇率8.3493折算，经市场法评估，德国采埃孚集团橡胶和塑料事业部整体性业务的模拟所有者权益和达梅固定资产的市场价值为人民币178,017.97万元。 较评估基准日账面净资产值67,544.15万元增值110,473.82 万元，评估增值率163.56%。

(四)收益法评估情况

1.橡塑事业部所有者权益市场价值

(1)关于收益口径——企业自由现金流量

本次采用的收益类型为企业自由现金流量。企业自由现金流量指的是归属于包括股东和付息债权人在内的所有投资者的现金流量，其计算公式为：

企业自由现金流量=税后净利润+折旧与摊销+利息费用(扣除税务影响后)−资本性支出−净营运资金变动。

本次评估选定的收益口径为企业自由现金流量，与之对应的资产口径为企业整体价值。

(2)关于折现率

本次采用企业的加权平均资本成本(WACC)作为自由现金流量的折现率，WACC的计算公式为：

$$WACC=\left[\frac{E}{V}\right]\times Re+\left[\frac{D}{V}\right]\times Rd\times(1-Tc)\times d$$

其中：E：为公司股本权益价值；

D：为公司债务资本价值；

V=E+D：为公司的资本总额；

Re：为股东权益资本成本；

Rd：为借入资本成本；

T：为公司适用的企业所得税税率。

(3)关于收益期

本次评估根据企业的长期经营目标采用永续年期作为收益期，分为2段，其中，第一阶段为2014年1月1日至2020年12月31日，共7年，在此阶段根据企业的经营情况，收益状况处于变化中；第二阶段为2021年1月1日至永续经营，在此阶段按企业保持稳定的收益水平考虑。

(4)收益法的评估计算公式

本次采用的收益法的计算公式为：

$$P=\sum_{i=1}^{n}\frac{A_i}{(1+R)^i}+\frac{A}{R(1+R)^n}-OE$$

式中：P ——为企业整体价值评估值；

Ai —— 企业近期处于收益变动期的第i年的企业自由现金流量；

A —— 企业收益稳定期的持续而稳定的年企业自由现金流量；

R —— 折现率；

n ——企业收益变动期预测年限；

OE ——企业评估基准日资金资产的现值。

(5)股东全部权益评估值

股东全部权益=企业整体价值−付息债务价值。

(6)评估对象评估值

评估对象评估值=股东全部权益评估值+达梅固定资产价值。

3.收益法评估预测及估算过程

(1)企业营业收入预测

BOGE的现有主要业务有底盘、动力传接、塑料零部件和其他。采埃孚集团提供了本次评估所需的未来损益预测数据。安永华明会计师事务所对橡塑事业部2014年的损益表数据进行了预测，采埃孚集团主要对2015年和2016年的数据进行了较详细的预测，2017和2018年的数据根据历史数据和已有预测数据进行预测，2019年至2021年的数据保持和2018年的数据一致。根据采埃孚集团及其聘请的中介机构介绍，未来的数据主要根据现有合同及未来的各区域的市场发展进行预测，目前的预测中，现有合同占大部分比例，同时，评估师对预测数据的关联度、增长幅度、逻辑关系等多方面进行了复核，经分析，该预测较为合理，故本次评估采用该数据进行测算，未来收入如下表所示：

BOGE未来营业收入预测数据表

单位：千欧元

| 序号 | 法律实体和分部 | FY14 PlanPF | FY15 PlanPF | FY16 PlanPF | FY17 Extrap.PF | FY18 Extrap.PF |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 德国达梅（DMM） | 233,110 | 236,014 | 231,500 | | |
| 2 | 德国波恩（BNN） | 30,010 | 26,434 | 26,497 | | |
| 3 | 德国锡门（SMM） | 139,797 | 129,156 | 138,952 | | |
| 4 | 德国伦福德（LMF） | 18,918 | 17,589 | 17,755 | | |
| 5 | 斯洛伐克特尔那瓦（TRN） | 96,210 | 103,689 | 106,236 | | |
| 6 | 法国丰特内（FNT） | 11,084 | 10,701 | 11,014 | | |
| 7 | 美国希伯伦（HBR） | 90,460 | 92,182 | 91,082 | | |
| 8 | 巴西索罗卡巴（SPL） | 22,052 | 20,809 | 22,544 | | |
| 9 | 中国上海（SHN） | 108,227 | 119,529 | 123,952 | | |
| 10 | 澳大利墨尔本亚（MLB） | 10,387 | 10,401 | 10,680 | | |
| | 合计1 | 760,255 | 766,503 | 780,212 | 735,319 | 762,752 |
| 11 | 路板 | – | 21,146 | 27,878 | 55,446 | 54,342 |
| 12 | 内部抵消 | (76,756) | (61,378) | (60,371) | – | – |
| | 合计2 | 683,499 | 726,271 | 747,719 | 790,766 | 817,093 |

(2)企业营业成本预测

营业成本主要是材料成本、员工相关费用、摊折费、维修费、外部临时员工费用、租赁费、差旅费和其他成本等构成。同营业收入，采埃孚集团和相关中介机构对未来的营业成本做了预测，如下表所示：

BOGE未来营业成本预测数据表

单位：千欧元

| 序号 | 法律实体和分部 | FY14 PlanPF | FY15 PlanPF | FY16 PlanPF | FY17 Extrap.PF | FY18 Extrap.PF |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 德国达梅（DMM） | (208,347) | (209,574) | (205,243) | – | – |
| 2 | 德国波恩（BNN） | (28,397) | (24,715) | (25,180) | – | – |
| 3 | 德国锡门（SMM） | (129,779) | (119,211) | (127,432) | – | – |
| 4 | 德国伦福德（LMF） | (17,628) | (16,153) | (15,937) | – | – |
| 5 | 斯洛伐克特尔那瓦（TRN） | (87,685) | (94,800) | (95,346) | – | – |
| 6 | 法国丰特内（FNT） | (9,348) | (8,998) | (9,250) | – | – |
| 7 | 美国希伯伦（HBR） | (81,362) | (82,028) | (80,120) | – | – |
| 8 | 巴西索罗卡巴（SPL） | (19,349) | (19,242) | (20,184) | – | – |
| 9 | 中国上海（SHN） | (87,529) | (96,781) | (101,028) | – | – |
| 10 | 澳大利墨尔本亚（MLB） | (9,239) | (9,200) | (9,383) | – | – |
| | 合计1 | (678,662) | (680,702) | (689,102) | (642,190) | (663,596) |
| 11 | 路板 | – | (18,198) | (24,271) | (48,545) | (48,567) |
| 12 | 内部抵消 | 76,756 | 61,378 | 60,371 | – | – |
| 13 | 预测内部调整 | 1,192 | 140 | (758) | – | – |
| | 合计2 | (600,714) | (637,382) | (653,760) | (690,735) | (712,163) |

(3)企业期间费用预测

①销售费用

采埃孚集团和相关中介机构对未来的销售费用也做了预测，如下表所示：

BOGE未来销售费用预测数据表

单位：千欧元

| 法律实体和分部 | FY14 PlanPF | FY15 PlanPF | FY16 PlanPF | FY17 Extrap.PF | FY18 Extrap.PF |
|---|---|---|---|---|---|
| BOGE整体 | 16,306 | 17,008 | 17,217 | 17,191 | 17,182 |

②管理费用

采埃孚集团和相关中介机构对未来的管理费用也做了预测，如下表所示：

BOGE未来管理费用预测数据表

单位：千欧元

| 法律实体和分部 | FY14 PlanPF | FY15 PlanPF | FY16 PlanPF | FY17 Extrap.PF | FY18 Extrap.PF |
|---|---|---|---|---|---|
| BOGE整体 | 58,378 | 60,432 | 61,698 | 58,958 | 58,734 |

③财务费用及借款变动

未来财务费用如下表所示：

BOGE未来财务费用预测数据表

单位：千欧元

| 法律实体和分部 | FY14 PlanPF | FY15 PlanPF | FY16 PlanPF | FY17 Extrap.PF | FY18 Extrap.PF |
|---|---|---|---|---|---|
| BOGE整体 | 4,435 | 3,932 | 4,556 | 4,649 | 4,672 |

(4)营业外收支的预测

BOGE历史的营业外收入主要为租金收入、税收返还、固定资产处置利得和终止确认债务收益等，同营业收入的相关表述，采埃孚集团和相关中介机构对未来的营业外收入和营业外支出也做了预测，如下表所示：

BOGE未来营业外收入预测数据表

单位：千欧元

| 法律实体和分部 | FY14 PlanPF | FY15 PlanPF | FY16 PlanPF | FY17 Extrap.PF | FY18 Extrap.PF |
|---|---|---|---|---|---|
| BOGE整体 | 1,503 | 1,532 | 1,554 | 1,554 | 1,554 |

BOGE未来营业外支出预测数据表

单位：千欧元

| 法律实体和分部 | FY14 PlanPF | FY15 PlanPF | FY16 PlanPF | FY17 Extrap.PF | FY18 Extrap.PF |
|---|---|---|---|---|---|
| BOGE整体 | 618 | 390 | 329 | 329 | 329 |

(5)企业所得税预测

采埃孚集团和相关中介机构对未来的企业所得税也做了预测，如下表所示：

BOGE未来企业所得税预测数据表

单位：千欧元

| 法律实体和分部 | FY14 PlanPF | FY15 PlanPF | FY16 PlanPF | FY17 Extrap.PF | FY18 Extrap.PF |
|---|---|---|---|---|---|
| BOGE整体 | 2,537 | 3,099 | 3,724 | 4,385 | 6,005 |

(6)企业净利润的预测

通过上述预测就测算出未来各期的各期的利润总额，各年利润总额减去企业所得税就得出未来各年的预计净利润，结果见(BOGE企业自由现金流量测算表)。

(7)资本性支出的预测

BOGE主要资本性支出分为在建工程、承诺事项中的固定资产采购支出和无形资产采购支出，以及路板业务，根据合理工期进行预测。

资本性投资会使企业未来固定资产年折旧金额增加，但是已老旧的资产也会退出，最终使资本性支出与固定资产折旧和无形资产的摊销达到一个相匹配的状态，预测期内考虑部分资产在净值折旧完毕前尚可使用且不影响正常经营，故其折旧未考虑相应的资本性支出，2021年作为经营稳定的预测年度的第1年，其资本性支出就是综合考虑固定资产折旧和无形资产摊销的规模作出的总体上的匹配预测，如下表所示：

BOGE未来资本性支出分析预测表

单位：千欧元

| 法律实体和分部 | FY14 PlanPF | FY15 PlanPF | FY16 PlanPF | FY17 Extrap.PF | FY18 Extrap.PF | FY19 Extrap.PF | FY20 Extrap.PF | FY21 Extrap.PF |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| BOGE整体 | 34,154 | 40,128 | 22,713 | 20,826 | 19,928 | 23,955 | 31,172 | 33,120 |

(8)固定资产折旧和费用摊销的预测

固定资产折旧和费用摊销是根据企业的会计核算政策及通过分析企业未来投资计划在进行资本性支出预测的基础上进行的预测。前面已预测了企业未来各年的资本性支出，由此会使固定资产得到新增，将增加固定资产的折旧金额，同时结合现有的固定资产和待摊费用账面情况，对固定资产折旧和费用摊销预测见下表：

BOGE未来固定资产折旧和费用摊销预测表

单位：千欧元

| 法律实体和分部 | FY14 PlanPF | FY15 PlanPF | FY16 PlanPF | FY17 Extrap.PF | FY18 Extrap.PF |
|---|---|---|---|---|---|
| BOGE整体 | 24,569 | 29,923 | 32,705 | 33,038 | 33,120 |

(9)营运资金的预测

营运资金是指经营占款，是指经营性流动资产减经营性流动负债。营运资金的追加是指随着公司经营活动的变化，因提供商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的应收应付账款、存货等；还有少量经营中必需的其他应收和应付款。预测关心的是账或项目是指直接随销售额变动的资产、负债项目，包括应收票据、应收账款、预付账款、存货、应付账款、应付票据、预收账款等。通常其他应收款和其他应付款核算内容绝大多数为非正常的经营性往来；应付工资、应付福利费每月数额相对平稳、变动不大；应交税金等项目一般当月末计提、下月初就要支付，周转很快；其他项目发生与否及额度大小与营业活动规模不具有较强的相关性，预测时设定其保持不变。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的应收帐款、预付账款、存货和应付帐款等主要因素，并考虑扣除掉与生产经营无关的款项，其后各年这些项目金额，企业也根据经营规模的扩大，结合以往经营进行了预测。

本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金−上期营运资金

历史营运资金和收入相比有个较稳定的比例关系，如下表所示：

| 序号 | 年度 | 2013年 | 2012年 |
|---|---|---|---|
| 一 | 流动资产 | 158,132 | 149,073 |
| 1 | 应收票据 | 320 | 334 |
| 2 | 应收账款 | 91,197 | 83,462 |
| 3 | 预付款项 | 114 | 137 |
| 4 | 其他应收款-应收税款 | 4,646 | 4,590 |
| 5 | 存货 | 61,855 | 60,560 |
| 二 | 流动负债 | 110,362 | 97,910 |
| 1 | 应付账款 | 81,747 | 75,012 |
| 2 | 预收款项 | 42 | 196 |
| 3 | 其他应付款-暂估 | 5,404 | 4,216 |
| 4 | 其他流动负债-模具补贴款 | 7,870 | 6,701 |
| 5 | 其他非流动负债-模具补贴款 | 15,299 | 11,785 |
| 三 | 营运资金 | 47,770 | 51,163 |
| | 营业收入 | 673,808 | 633,392 |
| | 营运资金/营业收入 | 7.09% | 8.08% |

营运资金/营业收入的平均比例为7.58%，将该比例和未来收入结合，可以预测出未来的运营资金，进而测算出营运资金增加额，本次评估预测后，营运资金如下表所示：

BOGE未来营运资金增加额预测表

单位：千欧元

| 法律实体和分部 | FY14 PlanPF | FY15 PlanPF | FY16 PlanPF | FY17 Extrap.PF | FY18 Extrap.PF | FY19 Extrap.PF |
|---|---|---|---|---|---|---|
| BOGE整体 | 4,064 | 3,244 | 1,627 | 3,264 | 1,997 | – |

(10)企业目由现金流量

净利润加上固定资产折旧和无形资产摊销等非付现费用支出及税后利息、减去追加的运营资金，减去资本性支出，就是企业自由现金流量。

(11)折现率的确定

本次采用企业的加权平均资本成本(WACC)作为自由现金流量的折现率。WACC的计算公式为：

[illegible]

对于该资本资产定价模型公式中涉及的各参数下面分别说明确定过程。

A 无风险报酬率Rf

Rf为无风险报酬率。本次评估是按各个经营分部所在国预测期EBITDA贡献率与近2年发行的各国10年期国债平均收益率加权平均得出，即综合评估无风险报酬率Rf按2.82%进行测算，计算过程如下：

| 国别项目 | EBITDA贡献率 | 无风险报酬率 | 综合无风险报酬率贡献率 |
|---|---|---|---|
| 德国 | 36.6% | 1.53% | 0.56% |
| 法国 | 1.0% | 2.37% | 0.02% |
| 斯洛伐克 | 20.7% | 3.87% | 0.80% |
| 美国 | 6.2% | 2.08% | 0.13% |
| 中国 | 35.4% | 3.68% | 1.30% |
| 合计 | 100.0% | | 2.82% |

B 公司系统风险系数βe

βe为衡量公司系统风险的指标。本次评估中，由于BOGE模拟为非上市公司，评估人员无法直接取得其贝塔值，在这里评估人员需要通过对国际上市公司的分析来间接确定BOGE贝塔值。本次评估人员对根据可比上市公司的选取对美国、德国、日本和中国(包括香港)展开进行了研究。

评估人员通过Bloomberg和同花顺咨询软件，查询了上市样本公司相关股票的原始贝塔值，最终选择了拟合度较高的9只股票作为行业样本，进行贝塔值测算，9家上市公司与BOGE业务类似，简介如下：

| 序号 | 股票代码 | 股票名称 | 公司简介 |
|---|---|---|---|
| 1 | CON.DE | Continental AG | 大陆集团是一家德国控股公司，是汽车行业供应商。经营汽车集团和橡胶集团。汽车集团分为底盘与安全系统部、动力总成系统部和车身电子系统部，其中底盘与安全系统部开发并生产电子与液压制动器、底盘控制系统、传感器、驾驶员辅助系统、安全气囊电子与传感器电子产品、洗涤系统和电子空气悬架系统。动力总成系统部专注于动力解决方案，车身电子系统部专注于信息、通信和网络解决方案；橡胶集团分为轮胎部门和康迪泰克部门；轮胎部门生产汽车和轻卡轮胎，包括摩托车轮胎；康迪泰克部门生产和销售汽车行业的功能部件、元件和系统。成立于1871年10月，总部位于德国汉诺威市，员工人数为177,762。 |
| 2 | 0425.HK | Minth Group Ltd. | 敏实集团主要从事汽车装饰条、汽车装饰件、车身结构件以及其他相关汽车零部件的设计、制造、销售；在华东、华南、西南、华北以及华中地区设立了30余家生产工厂；在东京、慕尼黑、底特律建有销售和设计中心，并在美国、泰国和墨西哥设立了生产基地；成立于1992年，总部位于中国浙江省宁波市，员工人数为7,312。 |
| 3 | TEN.NYSE | Tenneco Inc. | Tenneco Inc.设计、制造和销售轻型车、商用卡车、越野车和其他车型的废气排放系统、驾乘性能系统和产品；2013年总收入为80亿美元；向贴牌生产商和全球的置换市场提供产品，向Monroe、Rancho、Clevite Elastomers、Marzocchi、Axios、Kinetic和Fric-Rot提供驾乘性能产品，向Walker、XNOx、Fonos、DynoMax、Thrush、Lukey提供废气排放产品；成立于1996年，总部位于美国特拉华州，员工人数为26,000人。 |
| 4 | CPS.NYSE | Cooper Standard Holdings Inc. | Cooper-Standard Holdings是一家北美汽车零配件生产商，主要产品包括密封件、燃料与制动系统、流体输送装置、减振系统等等；产品主要用于承用车及轻型卡车；全球最大的车身密封系统生产商，第二大燃料与制动系统生产商；在全球设立了74处生产基地；2013年，约77%的收入来自于向整车制造商的销售，客户包括福特、通用、菲亚特克莱斯勒、大众、戴姆勒、宝马、本田、丰田、沃尔沃、路虎等；成立于2004年，总部位于美国密歇根市，员工约25,300人。 |
| 5 | 5191.TOKYO | Tokia Rubber Industries | Tokai Rubber Industries主要生产销售汽车零配件，诸如防震橡胶、软管、雨刷等；主要服务于日本国内各汽车制造厂商，以及钢铁、机械和信息设备制造商；在日本本土拥有3座生产基地、5个分支机构，以及15家集团成员公司；产品远销海外，在24个国家和地区设立102处销售网点；集团成立于1929年，总部位于日本小牧，员工人数：截至2013年3月，18,035人。 |
| 6 | P4N.F | Polytec holdings AG | Polytec Holdings AG是一家高品质塑料部件的研发商与制造商，在全球有21个生产基地，超过3500名员工，总部位于奥地利，在德国、匈牙利、比利时、英国、土耳其和美国等国家都有工厂。它是注塑成型领域全方位的供应商，纤维增强塑料行业专家，塑料和不锈钢原厂配件的制造商。 |
| 7 | 600458.SH | 时代新材 | 株洲时代新材料科技股份有限公司是一家主要从事高分子减振降噪产品、高分子复合改性材料和特种涂料及新型绝缘材料三大系列产品的研制开发、生产、销售和服务的公司，在减振降噪工程化应用领域达到世界水平。公司开发了美国GE公司第二代机车经向转向架、韶山系列电力机车以及城轨、地铁车辆用减振降噪弹性元件等产品。 |
| 8 | 000887.SZ | 中鼎股份 | 安徽中鼎密封件股份有限公司于2006年在收购ST飞彩的基础上通过借壳方式重组设立，为中国密封件行业第一股，主导产品"鼎湖"牌橡胶密封件和特种橡胶制品广泛应用于汽车、工程机械、石油化工、船舶铁路、航天军事等行业领域。公司在国内同行业中具有稳固的主导地位，并在国际市场上具有较强的影响力和知名度，产品最来越成为国内外高端战略客户的第一选择。2003年在美国全资设立"中鼎美国公司"，近几年收购了美国多家公司，初步形成了跨国经营规模。 |
| 9 | 300237.SH | 美晨科技 | 山东美晨科技股份有限公司是一家从事非轮胎橡胶制品的研发、生产和销售企业。主要产品为基于高分子弹性体材料共混、改性、复合、配方而成的减振和胶管制品，为客户提供适应复杂工业环境要求的减振和流体系统解决方案。产品主要应用于汽车工业，并为其他行业少量配套，是国内商用车市场领先的减振和流体系统解决方案供应商之一。 |

由于样本公司的资本结构各不相同，所观察到的企业贝塔值均包含了企业资本结构特性的成分。为了更加准确地反映企业所处行业的风险水平，需要对所观察到的公司股票的贝塔值进行调整，以便确定企业在无杠杆情况下的风险系数βu。具体调整方法如下：

[illegible]

E为企业的股东权益价值。中水致远从上市公司的公开的年度和半年度报告中获取企业的股权结构。对非流通股或限制流通股按期末每股净资产计算，对流通股或实际流通股按期末收盘价计算，将计算的非流通股或限制流通股价值与流通股或实际流通股价值之和作为企业的股东权益价值，并按期限进行平均。

D为企业的付息债务价值，也从上市公司的公开的年度和半年度报告获取，并按期限进行平均。

T为企业的所得税税率。

9家上市公司的计算结果如下：

| 号 | 股票代码 | 股票名称 | 原始βe | D/E | 企业所得税率 | 无杠杆权益βu值 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | CON.DE | ContinentalAG | 1.145 | 0.402 | 0.29 | 0.89 |
| 2 | 0425.HK | MinthGroupLtd. | 0.756 | 0.145 | 0.17 | 0.67 |
| 3 | TEN.NYSE | TennecoInc. | 1.550 | 0.560 | 0.35 | 1.14 |
| 4 | CPS.NYSE | CooperStandardHoldingsInc. | 1.227 | 0.816 | 0.35 | 0.80 |
| 5 | 5191.TOKYO | TokiaRubberIndustries | 1.047 | 0.584 | 0.38 | 0.77 |
| 6 | P4N.F | PolytecholdingsAG | 0.829 | 0.263 | 0.25 | 0.69 |
| 7 | 600458.SH | 时代新材 | 1.301 | 0.191 | 0.15 | 1.12 |
| 8 | 000887.SZ | 中鼎股份 | 1.212 | 0.167 | 0.15 | 1.06 |
| 9 | 300237.SH | 美晨科技 | 1.090 | 0.206 | 0.15 | 0.93 |
| | 平均 | | 1.1285 | 0.3704 | 0.2483 | 0.8969 |

最终，将样本企业贝塔值求平均得出行业的无杠杆权益贝塔值为0.8969。

之后，可以计算本次所用的企业贝塔值：

[illegible]

其中，D/E采用行业平均值0.3704，T为企业所得税税率，本次取综合所得税率23.12%，由此测算出企业未来无杠杆权益贝塔值1.1524。

C 市场风险溢价(Rm−Rf)

(Rm−Rf)为市场风险溢价。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。

德国、美国为成熟股票市场，其市场风险溢价取美国股市长期平均风险溢价5.80%。

国际上对新兴市场的风险溢价通常采用成熟市场的风险溢价进行调整确定(以美国美国金融学家Aswath Damodaran为代表的观点)，公式为：

市场风险溢价=成熟股票市场的长期平均风险溢价+国家补偿额

=成熟股票市场的长期平均风险溢价+国家违约补偿额×(σ股票/σ国债)

式中：成熟股票市场的长期平均风险溢价取5.80%；

国家违约补偿额：根据国家债务评级机构Moody's Investors Service对中国的债务评级为Aa3，转换为国家违约补偿额为0.6%；

σ股票/σ国债：新兴市场国家股票的波动平均是债券市场的1.5倍；

则：(Rm−Rf)=5.8%+0.6%×1.5=6.7%

则中国的市场风险溢价为6.7%。

其他国家同样根据模造在评估基准日对其的债务评级相应调整国家违约补偿额来计算市场风险溢价。

法国，债务评级为Aa1，转换为国家违约补偿额为0.40%；

则：(Rm−Rf)=5.8%+0.40%×1.5=6.4%

斯洛伐克，债务评级为A2，转换为国家违约补偿额为0.85%；

则：(Rm−Rf)=5.8%+0.85%×1.5=7.08%

根据各国EBITDA贡献率加权平均得出综合市场风险溢价为6.39%。

D BOGE企业特定风险调整系数α

本次BOGE的风险与行业平均的风险水平是有差别的，还需进行调整。BOGE的特定风险与上市公司相比，经营规模较小。汽车零配件制造业内企业较多，竞争激烈，随着竞争对手的技术完善，客户选择较多的机会会越来越多。因此具有一定的市场风险，评估人员综合分析后，合计确定特定风险调整系数为0.5%。

[illegible]

故本次评估折现率为8.67%。

(12)营业性资产价值的确定

通过上述工作，评估人员预测了未来2014年1月至2020年的企业自由现金流量，年折现率也已求得。下面计算所用的各期折现系数，并进行期中调整。

2014年折现系数(考虑期中调整)=1÷(1+年度折现率)0.5

2015年及以后按前一期折现系数÷(1+当年折现率)可计算出当期的折现系数。

当期收益乘以当期折现系数即折算为现值。评估人员合理假设2021年及以后其企业企业自由现金流量保持稳定状态并无限期经营下去，可用折现率将每年的企业企业自由现金流量本金化为2021年中的价值再折算为评估基准日的价值。将折算到评估基准日的全部企业自由现金流量相加就是收益法评估出的BOGE本次收益法测算范围内的企业经营性资产评估值。

BOGE企业自由现金流量测算表

单位：千欧元

| 序号 | 项目 | FY14@PlanPF | FY15@PlanPF | FY16@PlanPF | FY17@Extrap.PF | FY18@Extrap.PF | FY19@Extrap.PF | FY20@Extrap.PF | FY21@Extrap.PF |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 一 | 营业收入 | 683,499 | 726,271 | 747,719 | 790,766 | 817,093 | 817,093 | 817,093 | 817,093 |
| 1 | 减:营业成本 | 600,714 | 637,382 | 653,760 | 690,735 | 712,163 | 712,163 | 712,163 | 712,163 |
| 2 | 销售费用 | 16,306 | 17,008 | 17,217 | 17,191 | 17,182 | 17,182 | 17,182 | 17,182 |
| 3 | 管理费用 | 58,378 | 60,432 | 61,698 | 58,958 | 58,734 | 58,734 | 58,734 | 58,734 |
| 4 | 财务费用 | 4,435 | 3,932 | 4,556 | 4,649 | 4,672 | 4,672 | 4,672 | 4,672 |
| 5 | 资产减值损失 | – | – | – | – | – | – | – | – |
| 二 | 营业利润 | 3,666 | 7,517 | 10,487 | 19,232 | 24,343 | 24,343 | 24,343 | 24,343 |
| 1 | 加:营业外收入 | 1,503 | 1,532 | 1,554 | 1,554 | 1,554 | 1,554 