

《上海东洲资产评估有限公司关于宁波继峰汽车零部件股份有限公司发行可转换公司债券、股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易申请文件一次反馈意见回复之核查意见》（修订稿）

中国证券监督管理委员会：

我公司收到贵会转来的中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见，组织相关人员逐条认证落实所提出的问题，了解核实相关情况并进行修改完善，非常感谢专家对估值报告审核并提出报告意见，现将核实完善情况答复如下：

问题 4. 申请文件显示，2018 年 5 月 29 日继峰投资公告其收购 Grammer 的意图，2018 年 9 月 6 日交割后，通过协议转让及要约收购方式合计持有德国上市公司 Grammer 84.23%股权，协议转让及要约收购对价合计为 498,199.70 万元。请你公司：1）补充披露独立财务顾问是否已按照《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》等规定，对标的资产主要经营实体 Grammer 历史沿革、股权及控制权结构等重要信息进行充分核查及验证。2）结合上市公司并购 Grammer 时的特殊背景（作为“白衣骑士”帮助 Grammer 稳定股东结构和日常经营），补充披露继峰投资要约收购 Grammer 84.23%股权的详细情况，包括但不限于定价依据、定价过程、交易价格、交易方式和交易时间表等。3）结合同行业可比公司情况、业务开展情况、盈利能力等，补充披露 Grammer 估值合理性。4）继峰投资收购 Grammer 时，Grammer 公司章程、工会协议中有无关于控制权变更的相关重要条款或约定；如有，对标的资产持续经营和相关财务指标的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

3）结合同行业可比公司情况、业务开展情况、盈利能力等，补充披露 Grammer 估值合理性。

答复：（1）结合同行业可比公司情况、业务开展情况分析可比公司合理性

经核查，本次 Grammer 估值过程中选取的 22 家同行业可比公司情况如下：

序号	上市 代码	细分行业类型	资本市场	主营业务类型	主要经营区域
可比公司 1	ENXTP	座椅、座椅套	巴黎证交所-欧洲	汽车座椅及内饰部件	欧洲、北美、南

序号	上市 代码	细分行业类型	资本市场	主营业务类型	主要经营区域
	A:EO	和附件板块			美、亚洲
可比公司 2	ZGSE: ADPL	汽车配件板块	萨格勒布证交所-欧洲	汽车内饰部件、塑料件	全球范围
可比公司 3	SWX:A UTN	汽车配件板块	瑞士证券交易所-欧洲	车用降噪、隔热等内饰部件	欧洲、北美、亚洲、南美、中东和非洲
可比公司 4	BIT:BR E	汽车配件板块	意大利证券交易所-欧洲	汽车制动系统及零部件	意大利等 15 个国家
可比公司 5	WBAG: PYT	汽车配件板块	维也纳证券交易所-欧洲	汽车发动机托架或汽车外部零部件	奥地利、德国、欧盟其他国家及全球范围
可比公司 6	BVB:U AM	汽车配件板块	布加勒斯特证券交易所-欧洲	各类汽车零部件（它提供外后视镜,踏板系统,制动系统,控制电缆杆,车轮键,冲压和座椅零件,塑料成型零件,和踏板运动产品等）	欧洲
可比公司 7	ENXTP A:POM	汽车配件板块	巴黎证交所-欧洲	汽车外部部件和模块	欧洲
可比公司 8	DB:CO N	汽车配件板块	德国证券交易所-欧洲	汽车底盘和安全、动力总成、内饰、轮胎等	全球范围
可比公司 9	NYSE: LEA	座椅、座椅套和附件板块	纽约证券交易所-美国	汽车座椅、配电系统和相关零部件	全球范围
可比公司 10	NYSE: ALV	座椅、座椅套和附件板块	纽约证券交易所-美国	汽车安全系统	欧洲和美洲，以及中国、日本和亚洲其他地区
可比公司 11	NYSE: ADNT	座椅、座椅套和附件板块	纽约证券交易所-美国	汽车座椅系统和零部件	美洲、欧洲、中国及全球范围
可比公司 12	NasdaqGS: SHLO	座椅、座椅套和附件板块	纳斯达克全球精选市场-美国	汽车车身结构、底盘和推进系统零部件	全球范围
可比公司 13	NasdaqGS: VNC	汽车配件板块	纳斯达克全球精选市场-美国	汽车驾驶舱内的电子产品和互联汽车解决方案等	全球范围
可比公司 14	NYSE: APTV	汽车配件板块	纽约证券交易所-美国	汽车电气、电子和安全技术解决方案等	全球范围
可比公司 15	NasdaqCM: CAAS	汽车配件板块	纳斯达克资本市场-美国	汽车系统和零部件（齿轮等）	中国、北美和巴西
可比公司 16	NYSE: CPS	汽车配件板块	纽约证券交易所-美国	汽车零部件，包括密封、燃料和制动、流体输送以及防振系统零部件等	北美、欧洲、亚太和南美洲
可比公司 17	Nasdaq	汽车配件板块	纳斯达克全球精选市场	汽车零部件、汽车五金和制动	美国、加拿大、墨

序号	上市代码	细分行业类型	资本市场	主营业务类型	主要经营区域
	qGS:D ORM		-美国	产品	西哥、欧洲、中东和澳大利亚
可比公司 18	Nasda qGS:G NTX	汽车配件板块	纳斯达克全球精选市场 -美国	车用数字视觉产品；互联汽车系统和玻璃等	全球范围
可比公司 19	NYSE: LCII	汽车配件板块	纽约证券交易所-美国	娱乐车辆(Rv)和相关行业专用零部件供应商	美国和全球范围
可比公司 20	NYSE: SRI	汽车配件板块	纽约证券交易所-美国	车用工程电气和电子元件、模块和系统等	北美，南美，欧洲及全球范围
可比公司 21	NYSE: SUP	汽车配件板块	纽约证券交易所-美国	制造铝制车轮等	北美和欧洲
可比公司 22	AMEX: UFAB	汽车配件板块	美国证券交易所	汽车塑料件	北美

上述 22 家可比公司的公司概况及业务开展情况如下：

序号	公司名称	公司情况
可比公司 1	FAURECIA S.A.	Faurecia S.A.及其子公司在欧洲，北美，南美，亚洲和国际上开发，制造和销售汽车设备。它通过三个部分运作：汽车座椅，内饰系统和清洁动力。汽车座椅部门设计和制造汽车座椅，座椅框架，调节机构，泡沫垫，装饰罩，配件，电子和气动系统，以及组装前后座椅。内部系统部门设计和制造仪表板和中央控制台；驾驶舱；门板和模块；声学产品和模块；和装饰部件，如油漆，薄膜，木材，铝等。清洁动力部门设计和制造排气系统。该公司与一汽集团建立了战略合作伙伴关系。Faurecia S.A.成立于 1997 年，总部位于法国 Nanterre。
可比公司 2	AD PLASTIK D.D.	AD Plastik d.d.及其子公司在克罗地亚共和国和国际上制造和销售汽车零部件和塑料模块。该公司提供各种内饰产品，包括仪表板，门板，顶棚，遮阳板，把手，支柱饰板，地毯，行李侧饰，行李地毯，后门饰板和包裹货架产品；和外部产品，包括保险杠主体和部件，侧面装饰，轮拱衬里，车辆底盘护罩和油箱护罩。它还提供动态密封；和静态密封，如玻璃导槽，挡风条密封，自粘装饰型材和挡风玻璃密封。此外，该公司还生产和经营塑料注射器，输液器具，一次性血液透析针等；生产除服装以外的纺织产品成品，初级状态的合成橡胶，胶水和啫喱，橡胶和塑料制品，机械和设备以外的金属制品，椅子和座椅以及运动器材。此外，它还建造和修理休闲船和运动船；回收非金属废料和废品；设计会计系统，会计软件和预算控制程序；使用危险化学品并处理危险和非危险废物；购买和销售商品。此外，该公司还提供货运和运输服务；向法人实体提供咨询，指导和业务协助；和管理咨询服务。它还涉及批发和零售贸易，贸易中介，计算机及相关活动。AD Plastik d.d.公司成立于 1952 年，总部位于克罗地亚共和国索林。
可比公司 3	AUTONEUM HOLDING AG	Autoneum Holding AG 为汽车市场开发和制造声学 and 热管理解决方案。它提供多功能和轻量级的组件和系统，用于噪音和热保护。该公司提供发动机封装，发动机顶盖，引擎盖，电池盖，挡泥板绝缘子，水箱防护罩，保险杠和其他车身安装吸收器；车内地毯产品包括内部防撞，无纺布地毯，簇绒地毯，垫片和防撞垫，以及地板绝缘垫。它还提供车身底板产品，包括底板下防护罩，发动机罩，隔热

		板,落地盘,电池箱和驾驶室外衬垫; 车身处理产品,如阻尼器,加强件和其他声学组件;和测量系统,以及平台模拟和测试。该公司在欧洲,北美,亚洲,南美,中东和非洲均有业务。 Autoneum Holding AG 成立于 1901 年,总部位于瑞士温特图尔。
可比公司 4	BREMBO S.P.A.	Brembo S.p.A.及其子公司品牌 Brembo, Breco, AP Racing, Bybre 和 Marchesini 设计, 开发和生产用于汽车, 摩托车, 工业车辆和机械的制动系统和部件。它通过光盘/系统/摩托车和售后/性能细分市场运营。该公司提供制动盘, 卡钳, 车轮侧模块和制动系统, 以及汽车和商用车的综合工程服务; 和光盘, 卡钳, 制动主缸, 轻质合金车轮, 以及完成摩托车制动系统。它还提供零件, 包括制动盘, 刹车片, 鼓, 制动器, 鼓式制动器套件和液压元件。此外, 该公司还为赛车和摩托车设计和生产 Brembo Racing 品牌制动系统; AP Racing 品牌的赛车制动系统和离合器; Marchesini 品牌的镁和铝轮毂用于赛车摩托车。它在 15 个国家开展业务。该公司成立于 1961 年, 总部位于意大利的 Stezzano。 Brembo S.p.A.是 Nuova FourB S.r.l 的子公司。
可比公司 5	POLYTEC HOLDING AG	Polytec Holding AG 及其子公司为奥地利, 德国, 欧盟其他国家和国际上的汽车行业制造和销售发动机舱以及车辆外部组件和模块。该公司提供乘用车发动机零件, 包括电池板, 同步带保护, 冷却水管, 发动机和水箱盖, 油盘, 增压空气管道, 燃油分配器导轨, 电子箱, 空气分离器排气管, 制动液储存器, 链条调节系统, 膨胀压力系统, 气缸盖罩, 进气歧管和曲轴箱通风口。它还提供内部部件, 如行李箱负载地板, 货箱踏板保护和行李箱盖罩; 和非汽车产品, 包括排水系统, 运输箱和家用电器模块。此外, 该公司还提供车顶扰流板, 驾驶室踏板和拖拉机挡泥板, 机舱顶盖, 前盖, 侧导板, 保险杠, 出租车驾驶舱, 拖拉机发动机罩; 用于商用车辆的阀盖, 油底壳和接线入口套管。此外, 它还提供行李箱盖, 后舱盖, 后扰流板和天窗板, 以及传动轴防护罩, 安装支架, 车身防护罩和乘用车的空气动力学阻力板; 太阳能电池板框架, 导电轨道支架, 抛物面反射器, 照明技术, 接地板, 以及其他车辆的输送带和存储系统。此外, 该公司还为汽车行业提供原装配件, 小型零件和系统; 塑料成型件和聚氨酯涂料, 用于各种工业应用。Polytec Holding AG 成立于 1986 年, 总部位于奥地利 HÖRSCHING。
可比公司 6	SC UAMT SA	SC UAMT SA 在欧洲制造和销售汽车零部件。 它提供外后视镜, 踏板系统, 制动系统, 控制电缆杆, 轮键, 冲压和座椅部件, 塑料模制件和运动脚踏产品; 和锁, 挡风玻璃刮水器, 杆, 门锁, 支架和千斤顶。 该公司成立于 1951 年, 总部位于罗马尼亚的奥拉迪亚。
可比公司 7	COMPAGNIE PLASTIC OMNIUM SA	Compagnie Plastic Omnium SA 在全球范围内生产智能外部系统, 清洁能源系统和汽车模块。 该公司生产和销售汽车外部组件和模块, 包括保险杠系统和面板, 车身面板和扰流板, 后封闭系统, 前端模块和半结构、结构部件、塑料燃料系统和柴油减排产品。 该公司成立于 1946 年, 总部位于法国勒瓦卢瓦 - 佩雷。 Compagnie Plastic Omnium SA 是 Burelle SA 的子公司。
可比公司 8	CONTINENTAL AKTIENGESELLSCHAFT	Continental Aktiengesellschaft 成立于 1871 年, 总部位于德国汉诺威。Continental Aktiengesellschaft 主要为全球汽车行业提供产品和服务。它通过底盘与安全, 动力总成, 内饰, 轮胎和 ContiTech 领域运营。底盘与安全部门开发, 生产和销售智能系统, 以提高驾驶安全性和车辆动态性。该部门提供先进的驾驶员辅助系统, 液压制动系统, 被动安全和感应产品以及车辆动力学产品。动力系统部门提供发动机系统, 燃料和排气管理系统, 混合动力电动车辆, 传感器和执行器以及变速

		器产品。内饰部门为乘用车和商用车开发和生产信息，通信和网络解决方案，例如车身和安全，商用车和售后市场，信息娱乐和连接，仪表和驾驶员 HMI 以及智能交通系统。轮胎部门提供乘用车和轻型卡车设备，商用车辆和两轮轮胎，用于车辆制造和更换业务。ContiTech 部门为机器和设备工程，采矿，农业，汽车和其他行业开发，制造和销售由橡胶，塑料，金属和织物制成的智能组件和系统功能部件。该部门提供空气弹簧系统，工业流体解决方案，移动流体系统和振动控制产品，以及传送带和动力传动产品。它还为家具和建筑行业以及汽车行业提供设计，功能性的泡沫和薄膜，以及人造皮革。该公司还提供工程，业务咨询和汽车服务。
可比公司 9	LEAR CORPORATION	Lear Corporation 为全球汽车原始设备制造商设计开发，设计制造，组装和供应汽车座椅，配电系统和相关组件。它分为两个部分：座椅和电子系统。座椅部分提供皮革和织物产品，座椅装饰罩，躺椅机构，座椅轨道和泡沫，座椅结构和机构，以及用于汽车和轻型卡车，小型车和运动型多功能车的头枕;和加热和冷却系统。电子系统部门提供配电系统，用于传输电信号并管理车辆内的电力，用于传统的车辆架构，以及高功率和混合电力系统。该部门的产品包括线束，端子和连接器以及接线盒;和电子控制模块，如车身控制模块，智能接线盒，网关和无线控制模块，照明控制模块，以及音频域控制器和放大器。它还提供包括充电系统的电气化产品，该充电系统包括车载充电模块，电线组充电设备和无线充电系统;电池电子设备，包括电池断开单元，电池监控监控系统 and 集成的总电池控制模块;和其他电源管理模块，包括转换器和逆变器系统。此外，该部分还提供网络安全软件; EXO 用于自动驾驶和自动驾驶应用的先进车辆定位;用于传达实时交通信息的路边模块;用于车辆连接的蜂窝协议以及 Connexus 连接产品。此外，它还提供无线系统，例如被动进入，远程无钥匙进入和双范围/功能远程无钥匙进入系统。该公司成立于 1917 年，总部位于密歇根州南菲尔德。
可比公司 10	AUTOLIV, INC.	Autoliv, Inc. 通过其子公司为汽车行业开发，制造和供应汽车安全系统。 该公司提供被动安全系统，包括用于正面碰撞安全气囊保护系统的模块和组件，侧面安全气囊保护系统，安全带，方向盘，充气机技术，电池电缆切割器，行人保护系统和儿童座椅。它在欧洲和美洲以及中国,日本和亚洲其他地区开展业务。该公司主要服务于汽车制造商。 Autoliv, Inc. 成立于 1953 年，总部位于瑞典斯德哥尔摩。
可比公司 11	ADIENT PLC	Adient plc 设计，制造和销售乘用车，商用车和轻型卡车的一系列座椅系统和部件。 它通过三个部门运作：座椅，座椅结构和机构（SS&M）和内饰设计。 座椅部门生产用于汽车和其他移动应用的座椅系统，以及座椅系统的各种部件，包括泡沫，装饰和织物。 SS&M 部门生产座椅结构和机构，以包含在由他人生产的座椅系统中。 内饰设计部门生产仪表板，地板控制台，门板，顶置控制台，驾驶舱系统,装饰饰板和其他产品。 该公司在美洲，欧洲，中国和国际上开展业务。 Adient plc 成立于 2016 年，总部位于爱尔兰都柏林。
可比公司 12	SHILOH INDUSTRIES, INC.	Shiloh Industries, Inc. 及其子公司为全球汽车和商用车市场提供轻量化解决方案。该公司生产的部件主要用于车身结构，底盘和推进系统。其解决方案材料包括铝，镁，钢，高强度钢合金和声学层压板;车身结构部件包括减震塔，仪表板/车辆横梁，扭矩箱，隧道支架，座椅支架，座椅靠背框架，铰链支柱，升降门，车门内饰，车顶支架/车顶板，仪表板和车身侧面;和底盘系统组件，如横梁，车架导轨，轴架，轴承盖，轴盖，ptu 盖，轴管，齿轮齿条箱，转向柱外壳，转向

		节, 链节, 轮毂, 转向泵, 制动组件, 车轮毛坯和凸缘。它还提供推进系统组件, 包括电池盒和封闭件, 梁轴外壳, 星形齿轮架, 离合器壳体, 传动齿轮箱, 发动机气门盖, 阀体, 摇臂间隔器, 隔热罩, 排气歧管, 锥体, 挡板, 消声器外壳, 发动机油底壳, 变速箱油底壳, 前盖和变速箱盖。该公司为原始设备制造商和一级供应商提供服务。 Shiloh Industries, Inc. 成立于 1950 年, 总部位于俄亥俄州 Valley City。
可比公司 13	VISTEON CORPORATION	伟世通公司为全球汽车制造商设计, 设计和制造驾驶舱电子设备和联网汽车解决方案。该公司提供仪表组, 包括标准模拟仪表组, 用于高分辨率, 全数字, 完全可重新配置; 2-D 和 3-D 显示器设备; 信息显示, 集成了一系列用户界面技术和图形管理功能; 和音频和信息娱乐系统, 允许车辆乘客将他们的移动设备连接到系统并安全地访问电话功能, 听音乐, 流媒体和启用移动连接应用程序。它还提供信息娱乐解决方案, 包括 Phoenix 显示音频和嵌入式信息娱乐平台; 远程信息处理控制单元, 用于实现安全连接的汽车服务, 软件更新和数据; SmartCore 是一款汽车级集成域控制器, 可提高效率, 降低功耗和成本; 和平视显示器 (HUD), 例如组合器 HUD 和挡风玻璃 HUD, 它们向驾驶员提供关键信息。伟世通公司成立于 2000 年, 总部位于密歇根州范布伦镇。
可比公司 14	APTIV PLC	Aptiv PLC 及其子公司设计和制造车辆部件, 并为全球汽车和商用车市场提供电气, 电子和安全技术解决方案。它通过两个部门运营, 即信号和电源解决方案, 以及高级安全和用户体验。信号和电源解决方案部门设计, 制造和组装车辆的电气架构, 包括工程组件产品, 连接器, 接线组件和线束, 电缆管理, 电气中心以及混合高压和安全分配系统。高级安全和用户体验部门为乘客安全, 安全, 舒适和车辆操作提供关键组件, 系统和软件开发, 例如车身控制, 信息娱乐和连接系统, 主动和被动安全电子设备, 自动驾驶软件和技术, 和系统集成。该公司前身为 Delphi Automotive PLC, 于 2017 年 12 月更名为 Aptiv PLC。Aptiv PLC 总部位于爱尔兰都柏林。
可比公司 15	CHINA AUTOMOTIVE SYSTEMS, INC.	中国汽车系统有限公司通过其子公司在中国制造和销售汽车系统和部件。该公司生产用于汽车和轻型车辆的齿轮齿条式动力转向器; 用于重型车辆的整体动力转向器; 轻型车辆动力转向部件; 传感器模块; 汽车转向系统和立柱; 和汽车电子系统和零件。它还参与北美和巴西的汽车零部件营销, 以及售后服务和研发支持服务。 该公司主要向原始设备制造客户销售其产品。 中国汽车系统有限公司成立于 2003 年, 总部位于中国武汉市。
可比公司 16	COOPER-STANDARD HOLDINGS INC.	Cooper-Standard Holdings Inc. 通过其子公司 Cooper-Standard Automotive Inc. 在全球范围内设计, 制造和销售密封, 燃料和制动器输送, 流体传输和抗振系统。它分为四个部分: 北美, 欧洲, 亚太地区和南美洲。该公司的密封系统包括动态和静态密封, 封装玻璃, 不锈钢装饰, 冲洗玻璃系统, 可变挤压和特殊密封产品。其燃料和制动器输送系统包括底盘和油箱燃料管线和束, 金属制动管线和束, 快速连接, 直接喷射和端口燃料轨以及管涂层。该公司的流体输送系统包括加热器/冷却液软管, DPF 和 SCR 排放管线, 脱气罐, 进气和充气产品, 变速箱油冷却软管, 以及涡轮增压器, 二次空气, 制动和离合器软管。它还提供抗振系统, 例如动力系统安装系统, 包括多状态真空可切换液压发动机, 双态电动可切换液压发动机, 传统液压和弹性安装座; 和底盘悬架部件, 包括传统和液压车身底座和衬套, 以及支柱安装座, 弹簧座和缓冲器, 质量阻尼器和双硬度衬套。该公司的产品主要用于由汽车原始设备制造商和替代市场生产的乘用车和轻型卡车。

		Cooper-Standard Holdings Inc.成立于 1960 年，总部位于密歇根州诺维市。
可比公司 17	DORMAN PRODUCTS, INC.	Dorman Products, Inc. 为美国，加拿大，墨西哥，欧洲，中东和澳大利亚的汽车售后市场和大众商品市场提供汽车零部件，汽车硬件和制动产品。它提供原始设备经销商产品，如进气歧管，排气歧管，车窗调节器，散热器风扇组件，轮胎压力监控传感器，废气再循环冷却器和复杂的电子模块;流体储存器，可变气门正时组件，复杂电子设备和集成门锁致动器;和紧固件，包括放油塞，车轮螺栓和车轮螺母。该公司还提供汽车更换零件，包括门把手，无钥匙遥控器和箱子，以及门铰链维修;用于 4-8 类车辆的重型售后零件，包括照明，冷却，发动机管理和驾驶室产品。此外，它还车队耐用应用提供解决方案;更换底盘部件解决方案制动五金产品;电气元件;和特定应用的维修硬件产品。该公司向汽车售后零售商，本地独立零件批发商，全国通用商品连锁零售商，和零件制造商的零件分配系统提供 OE 解决方案，HELP!，HD 解决方案，Premium Chassis，Premium，Premium RD，MAS，FirstStop，ConductTite 和 AutoGrade 品牌的产品。Dorman Products, Inc. 成立于 1978 年，总部位于宾夕法尼亚州科尔马市。
可比公司 18	GENTEX CORPORATION	Gentex Corporation 在全球范围内提供数字视觉，联网汽车，可调光玻璃和防火产品。它设计，开发，制造和销售汽车产品，包括为原始设备制造商，一级汽车镜子制造商以及各种售后市场和配件客户提供用于汽车乘用车，轻型卡车，皮卡车，运动型多功能车的内部和外部电致变色自动调光后视镜，汽车电子和非自动调光后视镜。该公司还为飞机制造商和航空公司运营商制造和销售可变光可调窗户。此外，它还提供光电烟雾探测器和报警器，电化学一氧化碳探测器和报警器，声光信号报警器，以及用于办公楼，酒店和其他商业和住宅设施的火灾探测系统的铃铛和扬声器。Gentex 公司直接销售其防火产品，并通过销售经理和制造商代表组织向消防和安全产品经销商，电气批发商和消防系统的原始设备制造商销售。该公司成立于 1974 年，总部位于密歇根州的泽兰。
可比公司 19	LCI INDUSTRIES	LCI Industries 及其子公司为美国和国际上的房车 (RV) 和相邻行业的制造商制造和供应零部件。它分为两个部门:原始设备制造商 (OEM) 和售后市场。OEM 部门为房车及相邻行业的原始设备制造商 (包括公共汽车) 制造或分销各种组件;用于拖运船只，牲畜，设备和其他货物的拖车;旅行拖车，五轮旅行拖车，折叠野营拖车和卡车露营车;卡车;浮桥船;列车;制造房屋;和模块化外壳。其产品包括钢制底盘及相关部件;车轴和悬架解决方案;滑出机制和解决方案;热成型浴缸，厨房等产品;乙烯基，铝合金和无框窗户;手动，电动和液压稳定器和调平系统;入口，行李，庭院和坡道门;家具和床垫;电动和手动进入步骤;遮阳篷和遮阳篷配件;电子元件;家电;电视和音响系统;导航系统;备用相机;和其他配件。售后市场部门为零售商，批发分销商和服务中心提供房车及相邻行业的各种组件。它还出售替换玻璃和遮阳篷 以满足保险要求。该公司前身为 Drew Industries Incorporated，于 2016 年 12 月更名为 LCI Industries。LCI Industries 成立于 1962 年，总部位于印第安纳州埃尔克哈特。
可比公司 20	STONERIDGE, INC.	Stoneridge, Inc. 为汽车，商业，非公路，摩托车和农用车市场设计和制造工程电气和电子组件，模块和系统。该公司分为三个部门:控制设备，电子设备和 PST。控制设备部门提供传感器，开关，阀门和执行器，用于监控，测量或激活车辆内的特定功能。电子部门提供电子仪表盘，电子控制单元和驾驶员信息系统，基于摄像头的视觉系统，监视器和相关产品。其产品收集，存储和显示车辆信息，例

		如速度，压力，维护数据，行程信息，操作员性能，温度，行驶距离以及与车辆性能相关的驾驶员信息。该部分的配电模块和系统调节，协调，监控和指导车辆内的电气系统的操作。 PST 部分提供车载音频和视频设备，电子车辆安全警报，便利配件，车辆监控和跟踪设备以及信息娱乐系统。它向北美，南美，欧洲和国际的各种车辆平台上的各种原始设备制造商和一级客户以及售后分销商和大型商品商，提供其产品和系统。 Stoneridge, Inc. 成立于 1965 年，总部位于密歇根州诺维市。
可比公司 21	SUPERIOR INDUSTRIES INTERNATIONAL, INC.	Superior Industries International, Inc. 为北美和欧洲的原始设备制造商设计，制造和销售铝轮。 它为汽车和轻型卡车制造商提供铸铝车轮。 该公司以 ATS, RIAL, ALUTEC 和 ANZIO 品牌提供其产品。 Superior Industries International, Inc. 成立于 1957 年，总部位于密歇根州南菲尔德。
可比公司 22	UNIQUE FABRICATING, INC.	Unique Fabricating, Inc. 设计和制造多种材料泡沫，橡胶和塑料部件，用于噪音，振动，声学组件，噪音管理，水和空气密封，装饰和其他功能性应用。它提供模切产品，如装饰绝缘，车顶内衬绝缘，挡泥板噪音垫，A / B / C 柱盖，仪表板密封，杯架底座，引擎盖下绝缘产品，以及加热，通风和空调（暖通空调）密封；热成型和压塑产品，包括 HVAC 空气管道，门防水罩，蒸发器衬里，控制台箱垫和挡泥板绝缘子等；和融合模塑产品，包括车内后视镜，白车身，整流罩，以及整流罩和挡泥板密封。该公司将其产品销售给北美汽车，家电，热水器和暖通空调行业的原始设备制造商和分层供应商。 Unique Fabricating, Inc. 成立于 1975 年，总部位于密歇根州奥本山。

根据上述统计情况展开分析如下：

1、可比境外上市公司主要业务板块均为汽车配件板块或其下属细分的座椅、座椅套和附件板块，覆盖了 Grammer 所属的行业板块，于行业类型层面与 Grammer 具备可比性。

2、可比境外上市公司所属资本市场均为欧洲和美国的主流资本市场，该类市场的市场成熟度、价值倍数情况均与 Grammer 所属的资本市场相类似，于所属资本市场层面与 Grammer 具备可比性。

3、可比境外公司主营业务范围涉及汽车各类内外饰零部件，Grammer 主营业务为乘用车内饰及商用车座椅系统研发、生产、销售，可比境外上市公司于主营业务类型层面与 Grammer 具备可比性。

4、Grammer 经营区域包括欧洲、中东及非洲，北美和亚太地区，基本涵盖了各可比境外上市公司所涉及的经营区域，可比境外上市公司于经营区域层面与 Grammer 具备可行性。

（2）结合盈利能力、营运能力、成长能力分析可比公司合理性

同时，估值人员查询了同行业可比公司盈利能力、营运能力、成长能力，并与 Grammer 进行了横向对比，对比情况如下：

		四分之一	中位值	四分之三	Grammer
盈利能力	毛利率%	13.18	20.37	34.21	14.38
	总资产收益率（ROA）	3.24	5.28	8.05	4.15
	市盈率	8.21	11.89	16.26	11.80
	收入规模（百万欧元）	780.06	2,093.76	7,495.81	2,084.52
营运能力	总资产周转率（次）	1.12	1.18	1.44	1.58
	应收账款周转率（次）	5.46	6.09	7.90	8.20
	存货周转率（次）	5.17	7.84	10.80	10.15
	固定资产周转率（次）	3.53	4.70	7.60	6.90
成长能力	销售收入增长率%	1.22	5.59	11.38	3.69
	EBITDA 增长率%	-24.11	1.63	4.63	7.27
	净利润增长率%	-23.21	-8.17	15.64	9.81

（备注：上述数据摘自各公司 2017 年度、2018 年度财务报告）（截至核查意见出具之日全部公司均已更新了 2018 年度财务报告）

根据上述统计的指标参数展开分析如下：

1、盈利能力：通过财务数据对比可知，Grammer 的毛利率与总资产收益率均处于行业的四分之一位至中位水平之间，市盈率与收入规模则达到了中位水平，市净率指标在行业内处于上游水平，综合比较后 Grammer 的盈利能力达到了行业的水准。

2、营运能力：通过财务数据对比可知，Grammer 的周转能力指标，包括总资产周转率、应收账款周转率、存货周转率和固定资产周转率等均处于行业中位水平之上，展现出 Grammer 良好的资产运转能力，为其盈利提供了重要保障。

3、成长能力：通过财务数据对比可知，Grammer 在 2018 年度的销售收入增长率为 3.69%，净利润增长率为 9.81%，在行业内其收入与净利润的增长水平平均在中位水平左右，体现了 Grammer 较为稳健的成长能力。

（3）估值机构核查意见

综上，通过可比同行业公司的公司情况、业务开展情况分析，以及盈利能力、运营能力和成长能力的数据对比，在本次对 Grammer 估值过程中选取的同行业可比公司具备高可比性，且 Grammer 的各项财务指标显示其经营水平处于行业正常水平之内，因此选取的同行业可比公司合理，故通过市场法得出的 Grammer 估值结论具备合理性。

问题 5 申请文件显示,2018 年 5 月 22 日, Grammer 同意收购 Toledo Molding & Die, Inc. (以下简称 Toledo Molding) 100%已发行股份,收购方式为现金收购,上述收购于 2018 年 10 月完成,双方协商后确定的交易对价为 23,929.65 万美元。2) 继烨投资本次收购 Grammer, Toledo Molding 公司估值包含在 Grammer 整体估值中,按照 Toledo Molding 公司业绩在内的 EBITDA 进行估值计算,未单独对其估值。3) Grammer 于 2018 年 10 月取得 Toledo Molding 的控制权,本次申请文件中,模拟合并财务报表的编制基于如下假设,即继烨投资于 2017 年 1 月 1 日已完成对 Grammer 和 Toledo Molding 的收购,视同实际收购合并后的报告主体在以前期间一直存在。4) 模拟合并财务报表编制基础中假设 Toledo Molding 于 2017 年 1 月 1 日已将吉普牧马人驾驶舱装配业务 (JWCA) 所属法人主体的财务报表从合并财务报表剥离, JWCA 业务所属法人主体独立核算。剥离后的 Toledo Molding 财务报表不存在与 JWCA 业务所属法人主体财务报表的关联关系。请你公司补充披露: 1) Toledo Molding 公司历史沿革、股权及控制权结构等信息以及最近两年一期财务数据。2) Toledo Molding Holding,LLC 的背景情况及其出售原 Toledo Molding 公司的原因。3) Grammer 收购 Toledo Molding 公司目的及其对 Grammer 公司财务指标和本次交易估值的影响。4) 两次收购中 Toledo Molding 公司评估/估值依据,作价是否存在明显差异及差异原因。5) 本次模拟财务报表编制的相关假设对市场法评估的影响,并结合 Grammer 收购 Toledo Molding 时的收购价格,收购价格确定依据,评估基准日差异等,补充披露 Toledo Molding 本次评估作价的合理性。6) Toledo Molding 公司是否已完成对 JWCA 的剥离;如是,补充披露剥离 JWCA 的时间表、剥离原因、JWCA 被剥离前两年一期的财务数据以及本次剥离对 Toledo Molding 公司核心竞争力和交易作价的影响。请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表明确意见。

3)Grammer 收购 Toledo Molding 公司目的及其对 Grammer 公司财务指标和本次交易估值的影响。

答复: Grammer 收购 Toledo Molding 公司对本次交易估值的影响。

根据与 Grammer 管理层沟通访谈, Toledo Molding 与 Grammer 同属于汽

车零部件行业，Toledo Molding 系 Grammer 全球布局及经营战略层面不可分割的一部分。同时，根据模拟合并财务报表编制过程中的相关假设，本次估值使用的 Grammer 合并口径资产、负债、损益已包含 Toledo Molding，因此估值人员根据 Grammer 合并口径的 EBITDA（包含 Toledo Molding 的损益贡献）进行估值计算，未单独反映 Toledo Molding 作为 Grammer 子公司的估值。

本次估值采用的估值模型和公式如下：

$$E=P \times S_0 (1+K)$$

$$P=TEQ/S$$

$$TEQ=EV_2+C-D-TPE$$

$$EV_2=EV_2(\text{Operating Value})+NA$$

$$EV_2(\text{Operating Value})=\text{可比公司 } EV_2 \div \text{可比公司经营性 EBITDA (LTM)} \times \text{委估公司经营性 EBITDA (LTM)}$$

$$\text{委估公司经营性 EBITDA (LTM)}=\text{委估公司 EBITDA}-NC$$

$$\text{委估公司 EBITDA}=\text{净利润}+\text{所得税}+\text{利息支出}+\text{折旧及摊销}$$

式中：

E：含控制权溢价的全部股份价值

P：每股价值

S₀：持有的股份数

K：控制权溢价率

TEQ：股东全部权益价值（Total Equity）

S：发行在外上市的普通股总数（Shares Outstanding）

EV₂：企业价值（不含货币及货币等价物）

C：货币及货币等价物（Total Cash & ST Investments）

D：金融负债（Debt）

TPE：优先股权益（Total Preferred Equity）

EV₂（Operating Value）：经营性企业价值

NA：非经常性损益事项引起的资产及负债净额（No-recurring items Assets & Liabilities）（负债为-）

NC：标的公司非经常性损益净额（净流出为-）

根据与 Grammer 管理层沟通了解，Grammer 收购 Toledo Molding 采用的是对外贷款的现金购买的方式。因此，并购 Toledo Molding 后，会增加 Grammer 的 EBITDA 指标，导致 EV（企业价值）估值变大。但由于并购需要通过外部贷款，同时也会增加 Grammer 的 D（金融负债）指标，导致 P 每股价值减小。估值人员对 Grammer 收购 Toledo Molding 的价值倍数进行了复核，与本次估值使用的价值倍数较为接近，差异率在 3%之内，故经过估值人员复核 Grammer 收购 Toledo Molding 对估值的影响较小。

4) 两次收购中 Toledo Molding 公司评估/估值依据，作价是否存在明显差异及原因。

答复：

一、根据与 Grammer 管理层沟通访谈，Grammer 收购 Toledo Molding 公司的估值依据如下：

1、Grammer 为收购 Toledo Molding 履行的前置程序

首先，Grammer 根据自身业务发展需求在全球范围内寻找能够产生协同效应的目标公司。并购过程中 Grammer 管理层聘请 Alvarez&Marsal 作为财务顾问，聘请 Pillsbury 作为法律尽职调查顾问对潜在目标公司进行财务、法律和业务层面的全方位尽职调查。

综合考虑尽职调查结果，鉴于 Toledo Molding 在北美具备客户关系、产品组合、本土化生产及供应能力、研发能力层面之竞争优势，预期能够与 Grammer 产生协同效应，Grammer 相应将其确定为自身并购标的并与其原股东展开谈判。

2、Grammer 收购 Toledo Molding 的定价依据

根据财务顾问 Alvarez&Marsal 对同行业可比公司近年收购案例的分析，其对于 Toledo Molding 企业价值（EV）的建议为 2.9 亿美元至 3.2 亿美元之间。Grammer 管理层在该等定价区间与 Toledo Molding 原股东展开谈判，经过协商作价，Grammer 收购 Toledo Molding 的企业价值（EV）作价确定为 29,590.24 万美元（其中股权对价为 23,929.65 万美元）。通过协商确定之作价接近

Alvarez&Marsal 所建议的估值区间之下限，该等定价谨慎合理。

二、本次估值对 Toledo Molding 公司作价依据和复核结论

本次估值时，估值人员根据 Grammer 合并口径的 EBITDA（包含 Toledo Molding 的损益贡献）进行估值计算，未单独反映 Toledo Molding 作为 Grammer 子公司的估值。

估值人员使用与 Grammer 的相同估值模型和估值参数，对 Toledo Molding 公司的价值进行了单独复核测算，估值具体过程如下：

Toledo Molding 公司 EBITDA=净利润+所得税+利息支出+折旧及摊销，计算过程如下：

标的公司 EBITDA 计算过程	人民币
	金额（百万元）
净利润 Netprofit①	159.16
所得税费用 Taxexpense②	20.51
利润总额 Profitbeforetax③=①+②	179.66
利息支出 Interestexpenses④	19.09
息税前利润 EBIT⑤=③+④	198.76
折旧摊销 DepreciationandAmortization⑥	94.49
固定资产折旧 Within:FixedAssetsDepreciation	67.55
无形资产摊销 Within:IntangibleAssetsDepreciation	25.11
长期资产摊销 Within:Amortisation of long-term prepaid expenses	1.84
息税折旧摊销前利润 EBITDA⑦=⑤+⑥	293.25

（备注：上述2018年度数据，摘自于瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）本次模拟两年审计报告，该审定报表使用的企业会计准则，报表币种为人民币。）

Toledo Molding 公司经营性 EBITDA（LTM）计算过程

NC：委估公司非经常性损益调整事项如下：

非经常性损益事项调整过程	人民币
	金额（百万元）
营业外收入	0.43
资产处置收益	-0.66
营业外支出	-0.64
非经常性损益事项调整合计	-0.87

（备注：上述2018年度数据，摘自于瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）本次模拟两年合并审定报表，该审定报表使用的企业会计准则，报表币种为人民币。）

$$\begin{aligned}\text{Toledo Molding 公司经营性 EBITDA (LTM)} &= \text{委估公司 EBITDA} - \text{NC} \\ &= 293.25 - (-0.87)\end{aligned}$$

=294.12 百万元

NA：非经常性损益事项引起的资产及负债净额统计如下：

非经常性损益事项引起的资产及负债净额	人民币	备注
	金额（百万元）	支付对象
Toledo Molding 管理层延期履职费期末结余数	-4.33	Toledo Molding 管理层（CEO、CFO、COO）
合计	-4.33	

C：货币及货币等价物统计如下：

Total Cash & ST Investments	人民币
	金额（百万元）
货币资金	121.28
合计	121.28

（备注：上述2018年度数据，摘自于瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）本次模拟两年审计报告，该审定报表使用的中国会计准则，报表币种为人民币。）

D：金融负债（Debt）统计如下：

Total Debt	人民币
	金额（百万元）
一年内到期的非流动负债	15.64
长期应付款	447.94
合计	463.58

（备注：上述2018年度数据，摘自于瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）本次模拟两年审计报告，该审定报表使用的中国会计准则，报表币种为人民币。）

通过上述数据，最终 Toledo Molding 公司股东全部权益价值计算结果如下：

项目	金额（人民币百万元）
经营性标的公司 EBITDA	294.12
可比上市公司企业价值比率 EV2/EBITDA	5.99
企业价值（OperatingValue）	1,761.78
加：非经常性损益事项挂账余额	-4.33
企业价值	1,757.45
减:TotalDebt	463.58
减:TotalPreferredEquity	-
加:TotalCash&STInvestments	121.28
股东全部权益价值	1,415.15
控制权溢价率	16.38%
股东全部权益价值（加控制权溢价）	1,647.01

根据 Grammer 并购 Toledo Molding 公司的相关协议计算获得的 Toledo

Molding 公司股权作价为人民币 1,645.61 百万元，与本次复核估值较为接近。并未存在明显差异。

5) 本次模拟财务报表编制的相关假设对市场法估值的影响，并结合 Grammer 收购 Toledo Molding 时的收购价格，收购价格确定依据，评估基准日差异等，补充披露 Toledo Molding 本次评估作价的合理性。

答复：

(1) 本次模拟财务报表编制的相关假设对市场法估值的影响

估值人员对瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的模拟合并审计报告的模拟编制假设进行了复核，相关编制假设是否影响市场法估值情况如下：

假设（1）：继烨投资于 2017 年 1 月 1 日已成立。

本次估值对继烨投资采用资产基础法估值，估值基准日为 2018 年 12 月 31 日，继烨投资成立日期假设不影响继烨投资于基准日的市场价值。

假设（2）：继烨投资于 2017 年 1 月 1 日已完成对 Grammer 和 Toledo Molding 的收购。视同实际收购合并后的报告主体在以前期间一直存在，并假定现时业务框架在报告期初已存在且持续经营，模拟合并财务报表以实际收购完成后合并的框架为基础编制。假定 Grammer 和 Toledo Molding 的资产、负债、损益已于 2017 年 1 月 1 日纳入继烨投资模拟合并财务报表编制范围。

本次估值对 Grammer 和 Toledo Molding 采用合并口径市场法进行估值，该假设更便于估值人员获取 Grammer 和 Toledo Molding 实际的两年经营业绩。如会计师不模拟该假设，估值人员在计算 EBITDA 时也需要对其进行模拟。故该假设不影响市场法估值结论。

假设（3）：同一控制下企业合并处理原则

出于向模拟合并财务报表使用者提供与该等被收购业务的历史经营状况、现金流量以及财务状况有关财务信息的考虑，继烨投资、继烨（卢森堡）和继烨（德国）对 Grammer 和 Toledo Molding 的收购参照同一控制下企业合并的原则处理。即 Grammer 和 Toledo Molding 按照账面价值合并，并以此为基础叠加继烨投资、继烨（卢森堡）和继烨（德国）的账面价值，并抵销集团间的内部

交易，不考虑继烨投资、继烨(卢森堡)和继烨(德国)实际完成收购时 Grammer 可辨认资产和负债及或有负债的公允价值以及商誉及 Grammer 实际完成收购时 Toledo Molding 可辨认资产和负债及或有负债的公允价值以及商誉。

该假设影响并购产生的可辨认资产和负债及或有负债的公允价值以及商誉，也影响因可辨认资产的折旧摊销对损益表的影响。但由于本次估值采用的是 EV/EBITDA 价值比率，EBITDA 中会加回折旧摊销，故该假设并不影响本次市场法估值。

假设（4）：继烨投资下属主要经营实体 Grammer 于 2018 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则和新收入准则，为保持 Grammer 和 Toledo Molding 的资产、负债和损益的计量基础在整个报告期内的一贯性，模拟合并财务报表假设上述主体于 2017 年 1 月 1 日已执行新金融工具准则和新收入准则。

该假设调整的是 2017 年度事项，本次估值并未采用 2017 年财务数据，故该假设并不影响本次市场法估值

假设（5）：Toledo Molding 于 2017 年 1 月 1 日已将吉普牧马人驾驶舱装配业务（JWCA）所属法人主体的财务报表从合并财务报表剥离。JWCA 业务所属法人主体独立核算，相关营业收入、成本费用均能独立且完整归集于上述法人主体的单体财务报表。剥离后的 Toledo Molding 财务报表不存在与 JWCA 业务所属法人主体财务报表的关联关系。

由于 Grammer 并购 Toledo Molding 的支付对价中并未包含吉普牧马人驾驶舱装配业务（JWCA），该假设是将吉普牧马人驾驶舱装配业务从 Toledo Molding 财务报表及经营损益中进行剥离，更合理的反应 Grammer 和 Toledo Molding 不包含吉普牧马人驾驶舱装配业务的实际两年经营业绩。如会计师不模拟该假设，估值人员在计算市场价值是也需要将其剔除。故该假设不影响市场法估值结论。

假设（6）：其他重要模拟调整事项

①为避免继烨投资账面收购 Grammer 和 Toledo Molding 相关的交易费用及并购相关一次性费用影响模拟财务报表使用者对上述主体历史经营状况的判断，该部分交易费用在编制模拟财务报表时未确认为费用，而作为所有者权益的抵减。

本次估值对继烨投资及下属 SPV 公司采用资产基础法估值，对 Grammer 采用市场法估值，该假设中调整的损益属于继烨投资及下属 SPV 公司的部分不会影响 Grammer 的市场法估值过程；该假设中调整的损益属于 Grammer 和 Toledo Molding 的部分，由于是一次性费用，市场法估值时也需要考虑调整，故该假设不影响市场法估值结论。

②假设继烨（德国）收购 Grammer 于 2017 年 1 月 1 日完成，继烨（德国）为收购 Grammer 的短期借款于 2017 年 1 月 1 日已存在，该部分短期借款在编制模拟财务报表时模拟确认至 2017 年 1 月 1 日，并假设借款利率为德国正常商业环境下的借款利率，模拟短期借款产生的利息费用确认为当期损益。

本次估值对继烨投资及下属 SPV 公司采用资产基础法估值，对 Grammer 采用市场法估值，该假设调整的损益属于继烨投资及下属 SPV 公司，不会影响 Grammer 的市场法估值结论。

③假设 Grammer 收购剥离后的 Toledo Molding 事项于 2017 年 1 月 1 日完成，Grammer 为收购 Toledo Molding 的短期借款于 2017 年 1 月 1 日已存在，该部分短期借款在编制模拟财务报表时模拟确认至 2017 年 1 月 1 日，并将模拟短期借款产生的利息费用确认为当期损益。

该假设会影响 Grammer 和 Toledo Molding 模拟合并口径的财务费用，但由于本次估值采用的是 EV/EBITDA 价值比率，EBITDA 中会加回利息支出，故该假设调整并不影响本次市场法估值结论。

④因 Grammer 收购 Toledo Molding 后，已通过自身债务和自有资金为其归还次级债务和部分长期借款，为避免 Toledo Molding 的该部分次级债务和长期借款产生的利息支出影响模拟财务报表使用者对上述主体历史经营状况的判断，假设该部分次级债务和长期借款于 2017 年 1 月 1 日已偿还，其中通过 Grammer 自身债务归还的次级债务和长期借款在编制模拟财务报表时未确认为利息费用，而作为所有者权益的抵减，通过 Grammer 自有资金偿还的部分在 2017 年 1 月 1 日模拟调整为短期借款，并将模拟短期借款产生的利息费用确认为当期损益。

该假设会影响 Grammer 和 Toledo Molding 模拟合并口径的财务费用，但由

于本次估值采用的是 EV/EBITDA 价值比率，EBITDA 中会加回利息支出，故该假设调整并不影响本次市场法估值结论。

⑤东证继涵对继烨投资的 7 亿元借款转股事宜于 2018 年 12 月已经执行事务合伙人通过，2019 年 3 月 12 日完成工商变更，2018 年模拟调整为实收资本；相应继烨投资向东证继涵的借款利息在编制模拟财务报表时未确认为利息费用，而作为所有者权益的抵减。

本次估值对继烨投资及下属 SPV 公司采用资产基础法估值，对 Grammer 采用市场法估值，该假设调整的实收资本属于继烨投资，不会影响 Grammer 的市场法估值结论。

综合上述分析，本次模拟财务报表编制的相关假设不会影响 Grammer 和 Toledo Molding 的市场法估值结论。

（2）结合 Grammer 收购 Toledo Molding 时的收购价格，收购价格确定依据，评估基准日差异，补充披露 Toledo Molding 本次评估作价的合理性。

根据 Grammer 收购 Toledo Molding 公司的相关协议计算获得的 Toledo Molding 公司股权作价为人民币 1,645.61 百万元，收购的价格确定依据为：

1、Grammer 为收购 Toledo Molding 履行的前置程序

首先，Grammer 根据自身业务发展需求在全球范围内寻找能够产生协同效应的目标公司。并购过程中 Grammer 管理层聘请 Alvarez&Marsal 作为财务顾问，聘请 Pillsbury 作为法律尽职调查顾问对潜在目标公司进行财务、法律和业务层面的全方位尽职调查。

综合考虑尽职调查结果，鉴于 Toledo Molding 在北美具备客户关系、产品组合、本土化生产及供应能力、研发能力层面之竞争优势，预期能够与 Grammer 产生协同效应，Grammer 相应将其确定为自身并购标的并与其原股东展开谈判。

2、Grammer 收购 Toledo Molding 的定价依据

根据财务顾问 Alvarez&Marsal 对同行业可比公司近年收购案例的分析，其对于 Toledo Molding 企业价值（EV）的建议为 2.9 亿美元至 3.2 亿美元之间。Grammer 管理层在该等定价区间与 Toledo Molding 原股东展开谈判，经过协商作价，Grammer 收购 Toledo Molding 的企业价值（EV）作价确定为 29,590.24

万美元（其中股权对价为 23,929.65 万美元）。通过协商确定之作价接近 Alvarez&Marsal 所建议的估值区间之下限，该等定价谨慎合理。

本次估值时，估值人员根据 Grammer 合并口径的 EBITDA（包含 Toledo Molding 的损益贡献）进行估值计算，未单独反映 Toledo Molding 作为 Grammer 子公司的估值。

估值人员使用与 Grammer 的相同估值模型和估值参数，对 Toledo Molding 公司的价值进行了单独复核测算，测算后 Toledo Molding 公司股权价值为人民币 1,647.01 百万元，与 Grammer 收购 Toledo Molding 公司的作价差异较小。

Grammer 收购 Toledo Molding 公司的并表日为 2018 年 10 月 1 日，本次估值基准日为 2018 年 12 月 31 日，两者之间相差 3 个月，时间间距较小，且汽车零部件市场在近期并未发生重大的市场波动，故 Grammer 收购 Toledo Molding 公司的作价差异较小符合行业实际情况。

经核查，本次 Toledo Molding 公司的估值作价合理。

6) Toledo Molding 公司是否已完成对 JWCA 的剥离；如是，补充披露剥离 JWCA 的时间表、剥离原因、JWCA 被剥离前两年一期的财务数据以及本次剥离对 Toledo Molding 公司核心竞争力和交易作价的影响。

答复：鉴于 JWCA 业务并不涉及 Toledo Molding 之功能塑料业务条线，该等业务剥离并不涉及对于 Toledo Molding 既有核心业务的剥离。JWCA 业务剥离后，Toledo Molding 主营业务更为突出，该等剥离有助于 Toledo Molding 核心竞争力的增强。

鉴于在计算 Grammer 层面 EBITDA 时，JWCA 涉及之 EBITDA 已经从模拟合并报表中剥离，因而其对 Grammer 市场法估值结论不存在影响，进而对本次交易之交易作价不存在影响。

估值机构核查意见

经核查，估值机构认为，本次报表编制假设对本次交易估值没有影响。两次收购 Toledo Molding 的作价差异较小；本次 Toledo Molding 公司的估值作价

合理；Toledo Molding 已完成对 JWCA 的剥离，JWCA 涉及之 EBITDA 已经从模拟合并报表中剥离，该等事项不影响本次交易估值。

问题 24. 申请文件显示，因 Grammer 收购 Toledo Molding 后，已通过自身债务和自有资金为其归还次级债务和部分长期借款，本次交易合报表编制中，假设该部分次级债务和长期借款于 2017 年 1 月 1 日已偿还，其中通过 Grammer 自身债务归还的次级债务和长期借款在编制模拟财务报表时未确认为利息费用，而作为所有者权益的抵减，通过 Grammer 自有资金偿还的部分在 2017 年 1 月 1 日模拟调整为短期借款，并将模拟短期借款产生的利息费用确认为当期损益。请你公司补充披露：报告期内未确认相关借款利息费用的合理性，是否符合企业会计准则的规定，结合 Grammer 收购 Toledo Molding 的借款费用发生时点及归还情况，借款金额、利息费用情况等，补充披露披露上述会计处理对本次评估作价的影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：结合 Grammer 收购 Toledo Molding 的借款费用发生时点及归还情况，借款金额、利息费用情况等，补充披露披露上述会计处理对本次评估作价的影响。

Grammer 为收购 Toledo Molding 公司，2018 年 9 月 6 日与 Commerzbank、Commerzbank Aktiengesellschaft、HSBC Trinkaus & Burkhardt AG、UniCredit Bank AG 等银行签订银团借款协议，由上述银行提供 2.6 亿美元的贷款额度。协议约定信贷额度的提取期限应自该信贷协议签署之日开始，并在可用期限届满时终止。2018 年提取金额及期限如下表所示：

单位：万美元

序号	借款本金	开始日期	结束日期	截至 2018 年 12 月 31 日是否归还
1	25,068.29	2018-10-1	2019-9-30	否
2	450.00	2018-10-1	2018-12-27	是
3	381.71	2018-10-1	2018-12-27	是
4	100.00	2018-10-1	2018-12-27	是
合计	26,000.00			

借款利率为贷款支取日确定的 LIBOR 利率加上协议约定的阶段性利差。

2018 年 Grammer 收购 Toledo Molding 的实际借款费用折合人民币金额为 1,580.68 万元。

因 Grammer 收购 Toledo Molding 后，已通过自身债务和自有资金为其归还次级债务和部分长期借款，本次交易模拟财务报表编制中，假设 Grammer 收购 Toledo Molding 事项于 2017 年 1 月 1 日完成，Grammer 收购 Toledo Molding 的短期借款于 2017 年 1 月 1 日已存在，该部分短期借款在编制模拟财务报表时模拟确认至 2017 年 1 月 1 日，并将模拟短期借款产生的利息费用确认为当期损益，2017 和 2018 年度确认财务费用-利息金额分别为 4,071.99、6,112.01 万元。

假设 Toledo Molding 次级债务和长期借款于 2017 年 1 月 1 日已偿还，其中通过 Grammer 自身债务归还的次级债务和长期借款在编制模拟财务报表时未确认为利息费用，而作为所有者权益的抵减；其中 2017 年度和 2018 年度未确认 Toledo Molding 借款利息金额分别为 3,369.55、2,465.47 万元。通过 Grammer 自有资金偿还的部分在 2017 年 1 月 1 日模拟调整为短期借款，并将模拟短期借款产生的利息费用确认为当期损益，其中确认 2017 年度和 2018 年借款利息分别为 618.08、640.02 万元。

该会计模拟假设会减少报告期间模拟的借款利息，但由于本次市场法估值采用的是 EV/EBITDA 价值比率，EBITDA 的计算公式如下：

$$\text{EBITDA} = \text{净利润} + \text{所得税费用} + \text{利息费用} + \text{折旧} + \text{摊销}$$

根据上述 EBITDA 计算公式显示，由于利息费用是 EBITDA 的加回项，故该会计处理不会影响本次估值使用的 EBITDA 指标，不会影响本次估值结论。

估值机构核查意见

经核查，估值机构认为，报告期内未确认相关借款利息费用的会计处理不会对估值产生影响。

问题 28. 申请文件显示，本次交易完成后，上市公司商誉账面价值为 28,091.49 万元。请你公司补充披露：本次交易对上市公司商誉的影响及具体测算过程，相关会计处理是否符合企业会计准则的规定，备考合并报表编制是否已充分辨

认和合理判断标的资产拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，包括但不限于专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、特许经营权、合同权益等。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：本次估值已充分辨认和合理判断标的资产拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，包括但不限于专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、特许经营权、合同权益等。

根据《企业会计准则第 6 号——无形资产》的规定，无形资产是指企业拥有或者控制的没有实物形态的可辨认非货币性资产；资产满足下列条件之一的，符合无形资产定义中的可辨认性标准：（1）能够从企业中分离或者划分出来，并能单独或者与相关合同、资产或负债一起，用于出售、转移、授予许可、租赁或者交换；（2）源自合同性权利或其他法定权利，无论这些权利是否可以从企业或其他权利和义务中转移或者分离。

参照《资产评估执业准则-无形资产》第二条：无形资产，是指特定主体拥有或者控制的，不具有实物形态，能持续发挥作用并且能带来经济利益的资源。

《资产评估执业准则-无形资产》第十四条：可辨认无形资产包括专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、特许经营权、合同权益、域名等。不可辨认无形资产是指商誉。

本次估值中，估值人员要求 Grammer 对于拥有的但未在其财务报表中确认的可辨认无形资产进行申报，一般可辨识无形资产包含：专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、特许经营权、合同权益等。估值人员对上述无形资产是否存在并可以辨识与 Grammer 管理层进行了充分讨论，具体讨论结果如下：

（1）专利权、专有技术

Grammer 为全球各大汽车厂商生产汽车头枕、座椅及中控零部件等，其历史年度每年会投入研发费用列支约 20,000.00 万元（其中：2017 年度研发费用列支 20,245.43 万元；2018 年度研发费用列支 18,361.20 万元），占营业收入比例 1.2%左右。截至估值基准日，Grammer 申请并获得专利技术共计 1,008 项，其中核心技术专利共计 70 项。估值人员对上述专利清单进行了信息核查，根据北京市金杜律师事务所出具的法律意见书，对其拥有的商标及专利等无形资产也

进行了权属确认。根据估值人员与管理层访谈了解，其自主研发并申请专利的相关技术均在日常生产经营的产品中使用，并对其收入产生了相当的贡献。因此，估值人员分析认为上述专利及专有技术是 **Grammer** 拥有和控制的，同时能持续发挥作用并且能带来经济利益，故估值人员将其辨识为专利技术无形资产进行估值。

（2）商标权

Grammer 是全球知名的汽车零部件生产商，其头枕、扶手、商用车座椅、中控产品等产品是全球排名前列的生产商。截至估值基准日，注册拥有 172 项注册商标，广泛运用在经营销售中，且在行业内辨识度较高，可以较明确地对应收益贡献，故估值人员分析，其注册的商标是 **Grammer** 拥有和控制的，同时能持续发挥作用并且能带来经济利益，故估值人员将其辨识为商标权无形资产进行估值。

（3）著作权、域名

截至估值基准日，**Grammer** 共申请并拥有 6 个著作权和 25 个域名，但其著作权及域名非其业务的核心竞争力，著作权及域名与制造工艺流程及业务经营的关联度不高，并不能为 **Grammer** 带来超额的经济利益，且相关著作权及域名取得成本较低，主要为相关注册申请和续期的成本，因此 **Grammer** 不存在未辨识的符合无形资产确认条件的著作权及域名。

（4）客户资源、合同权益

Grammer 多年来致力于车辆内饰的制造，凭借成熟的生产工艺流程及优异的科研能力，逐渐发展为跨国汽车零部件制造集团。目前，**Grammer** 的业务主要分为乘用车业务及商用车业务。经过多年经营，**Grammer** 与大众、奔驰、宝马以及李尔和安道拓等多家世界知名汽车整车或零部件厂商保持长期合作关系，同时也与上述客户签署了长期的战略合作协议。**Grammer** 每年均能从上述客户获取大量生产订单，并带来稳定的业务收入。

经估值人员核查历史订单、合作协议以及客户访谈等，**Grammer** 与大众、奔驰和宝马等在内的 10 家重要客户的合作期均长达十几年，技术人员以驻场参与研发的形式深度合作，上述重要客户是 **Grammer** 收入的主要构成。

估值人员与管理层、相关业务部门进行讨论，以确认客户资源的存在；分析

客户资源，以确认其是否满足财务报告准则确认条件；分析被估值单位的经营模型，价值驱动因素，以及经营所处的法律环境对无形资产的识别和计量可能带来的影响，考虑可识别的主要无形资产在被估值单位财务报告中的重要性。基于上述工作程序，估值人员分析认为，上述客户与 Grammer 合作期间较长，业务关系稳定，同时 Grammer 也与其签署了战略合作协议，未来能持续发挥作用并且能带来经济利益。故估值人员将其统一辨识为客户资源无形资产进行估值。

（5）特许经营权、销售网络

根据估值人员与 Grammer 管理层沟通访谈，标的公司未申报特许经营权及销售网络。估值人员查阅了北京市金杜律师事务所出具的法律意见书，并未发现和辨识特许经营权、销售网络。

综上，估值人员对 Grammer 申报的但未在其财务报表中确认的无形资产进行了充分辨认及合理判断，Grammer 除上述商标、专利及客户关系外，不存在其他可辨认的无形资产。

估值机构核查意见

经核查，估值机构认为，备考合并报表编制已充分辨认和合理判断标的资产拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，包括但不限于专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、特许经营权、合同权益等。

问题 36.申请文件显示：1）本次交易中对标的资产继烨投资采用资产基础法进行估值，标的资产主要通过控股公司 Grammer 开展业务，除此以外无其他实体业务。对 Grammer 采用市场法下的上市公司比较法及交易案例比例法进行估值。2）截至评估基准日 2018 年 12 月 31 日，采用上市公司比较法下，Grammer 股份价值为 52.26 亿元，采用交易案例比较法估值持有 55.71 亿元。本次估值含控制权溢价的每股价值折算的市场价值为 492.21 元/股，折合欧元为 62.51 欧元/股。不含控制权溢价的每股价值折算的市场价值为 422.92 元/股，折合欧元为 53.71 欧元/股。Grammer 于估值基准日二级市场的股价为 37.76 欧元/股，与不含控制权溢价的每股价值比差异为 15.95 欧元/股，差异率为 29.70%。3）本次交易未进行业绩承诺。请你公司补充披露：1）本次交易的评估增值率、市盈率 and 市净率情况；对比同行业可比公司收购案例、市盈率和市净率情况等，

进一步补充披露本次交易作价的合理性。2) 本次估值作价远高于评估基准日二级市场价格的原因及合理性,并结合评估基准日后 **Grammer** 二级市场交易价格变动情况, **Grammer** 所处行业的变动情况, **Grammer** 持续盈利能力的稳定性等因素,补充披露继烨投资对 **Grammer** 的投资是否存在减值风险及减值测试过程,并补充披露减值测试报告。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

1) 本次交易的评估增值率、市盈率和市净率情况;对比同行业可比公司收购案例、市盈率和市净率情况等,进一步补充披露本次交易作价合理性。

答复:

根据瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)本次模拟两年合并审定报表列示, **Grammer** 合并口径净资产为 187,058.77 万元,本次估值考虑控制权溢价下 **Grammer** 合并口径净资产估值为 604,284.22 万元,增值率 223.05%、含控制权溢价计算的市盈率为 13.73 倍、含控制权溢价计算的市净率为 3.23 倍;不含控制权溢价计算的市盈率为 11.80 倍、不含控制权溢价计算的市净率为 2.78 倍。

估值人员对市场法选取的同行业可比交易案例的市盈率和市净率进行了统计,由于境外交易更关注 EV 指标和 EBIT、EBITDA 指标,故本次选取的可比交易案例中只有 3 单交易公布了市盈率和市净率,数据如下:

序号	公司名称	市盈率	市净率
1	Geiger Fertigungstechnologie GmbH	11.90	2.90
2	SHW Beteiligungs GmbH	32.90	1.90
3	smk systeme metall kunststoff gmbh & co. kg	10.70	248.70

由于境外市场同行业可比公司收购案例公布市盈率和市净率指标较少,故估值人员补充选用本次市场法选取的同行业可比上市公司市盈率和市净率进行对比分析,可比上市公司市盈率和市净率数据如下:

序号	公司名称	市盈率	市净率
1	ENXTPA:EO	6.50	1.35
2	ZGSE:ADPL	8.18	0.95
3	SWX:AUTN	12.46	1.23
4	BIT:BRE	12.14	2.45
5	WBAG:PYT	6.33	0.83
6	BVB:UAM	27.84	0.54
7	ENXTPA:POM	5.56	1.64
8	DB:CON	8.28	1.39
9	NYSE:LEA	7.08	1.85

10	NYSE:ALV	32.13	3.00
11	NYSE:ADNT	-0.95	0.59
12	NasdaqGS:SHLO	18.39	1.02
13	NasdaqGS:VC	10.84	3.67
14	NYSE:APTV	15.26	4.51
15	NasdaqCM:CAAS	32.48	0.27
16	NYSE:CPS	10.32	1.25
17	NasdaqGS:DORM	21.89	4.15
18	NasdaqGS:GNTX	12.36	2.87
19	NYSE:LCII	11.32	2.29
20	NYSE:SRI	13.00	2.61
21	NYSE:SUP	16.60	0.32
22	AMEX:UFAB	11.65	0.85
	中位值	11.89	1.37
	平均值	13.62	1.80

市盈率注重每股收益衡量盈利能力，市净率注重反应净资产的数量，本次 Grammer 的估值不含控制权溢价的情况下市盈率为 11.80 倍，与同行业可比上市公司平均市盈率较为接近，故估值人员分析认为本次交易作价合理。

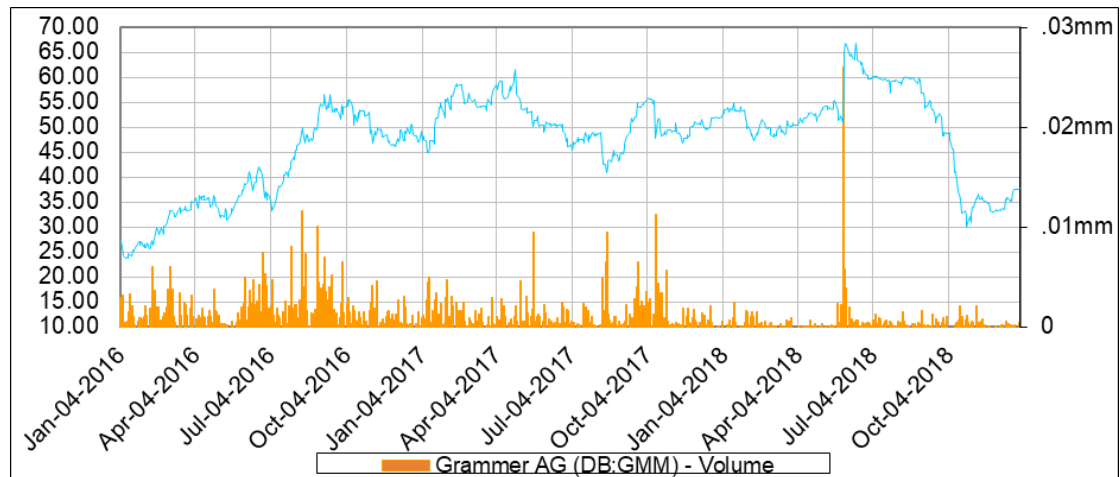
2) 本次估值作价远高于评估基准日二级市场价格的原因及合理性，并结合评估基准日后 Grammer 二级市场交易价格变动情况，Grammer 所处行业的变动情况，Grammer 持续盈利能力的稳定性等因素，补充披露继烨投资对 Grammer 的投资是否存在减值风险及减值测试过程，并补充披露减值测试报告。

答复：

一、本次估值作价高于估值基准日二级市场价格的原因及合理性。

估值人员对估值高于估值基准日二级市场价格的原因进行了复核，本次估值含控制权溢价的每股价值折算的市场价值为 492.21 元/股，折合欧元为 62.51 欧元/股。不含控制权溢价的每股价值折算的市场价值为 422.92 元/股，折合欧元为 53.71 欧元/股。Grammer 于估值基准日二级市场的股价为 37.76 欧元/股，与不含控制权溢价的每股价值比差异为 15.95 欧元/股，差异率为 29.70%。

Grammer 历史股价波动图如下：



Grammer2016 年至 2018 年度分季度股价均价情况如下表所示：

时间段	股价均价（欧元/股）
2016 一季度	28.96
2016 二季度	36.17
2016 三季度	46.88
2016 四季度	49.84
2017 一季度	53.60
2017 二季度	53.06
2017 三季度	47.67
2017 四季度	50.50
2018 一季度	50.90
2018 二季度	56.76
2018 三季度	57.42
2018 四季度	36.34

由上表可见，Grammer 股价于 2016 年三季度开始达到 50 欧元/股附近，并一直保持该等价位到 2018 年三季度,要约收购前两年的时间 Grammer 之股价均稳定在 50 欧元/股附近。

Grammer2016 及 2017 年度扣除非经常性损益后 EBITDA 信息如下表所示：

时间段	EBITDA（百万欧元）
2016 年度	114.45
2017 年度	118.19

注：上述数据取自 Capital IQ，已剔除非经常性损益影响

由上表可见，在 Grammer 股价稳定于 50 欧元/股附近的 2017 及 2018 年度期间，Grammer 扣除非经常性损益后 EBITDA 均稳定在 120 百万欧元附近。

2018 年要约完成后，受到控制权变更、管理层变动和本次并购重组等相关

事项的影响，Grammer 承担了较多与日常经营无关的成本费用，导致企业 EBIT 有所下降，二级市场股价受到影响，随着 2018 年 3 季报的公开，Grammer 的股价下行至 35 欧元/股左右。但相关发生的费用属于非经常性损益事项，Grammer 自身和经营业务相关的经营业绩并没有出现下滑，今后随着控制权稳定和并购重组事项的完成，非经常性损益会减少，业绩会随之回到正常情况。因此，估值基准日近期的股价受到非经常性损益的影响而出现较大波动，导致股价无法合理反映企业的内在价值。

此外，自要约收购完成后，目前市场上的流通股数量只有总流通股的 13.51%（不含库存股），根据上述图表显示，Grammer 股票的成交量维持在历史较低水平，换手率较低，交易并不活跃，所以在没有较高交易量保证的前提下其二级市场股价无法合理反映企业内在价值。

估值人员对 Grammer 历史股价进行了复核分析，自 2016 年 3 季度至本次要约收购前的较长时间内股价基本都维持在 50-55 欧元/股左右，这期间其 EBITDA（LTM）业绩也都维持在 120 百万欧元左右，股价基本稳定，与本次不含控制权溢价的每股价值折合欧元 53.71 欧元/股也比较接近。

估值人员对同行业可比上市公司的二级市场股价和价值比率波动情况进行了复核分析。

Grammer 公司于要约公告前一日 2018 年 5 月 28 日的二级市场收盘价为 50.90 欧元/股，截止估值基准日 2018 年 12 月 31 日二级市场收盘价为 37.76 欧元/股，股价下降幅度 25.82%。同一时间段欧美市场由于系统性风险因素同时存在大幅度下行，估值人员对可比上市公司的股价波动情况进行了统计，具体如下：

序号	收盘价	2018/5/28	2018/12/31	下降幅度
可比公司 1	ENXTPA:EO	73.64	33.07	-55.09%
可比公司 2	ZGSE:ADPL	194.00	176.00	-9.28%
可比公司 3	SWX:AUTN	248.20	147.40	-40.61%
可比公司 4	BIT:BRE	12.35	8.90	-27.98%
可比公司 5	WBAG:PYT	13.68	8.38	-38.74%
可比公司 6	BVB:UAM	1.19	1.42	19.33%
可比公司 7	ENXTPA:POM	40.67	20.17	-50.41%
可比公司 8	DB:CON	223.80	120.00	-46.38%
可比公司 9	NYSE:LEA	198.63	122.86	-38.15%

可比公司 10	NYSE:ALV	147.35	70.23	-52.34%
可比公司 11	NYSE:ADNT	54.01	15.06	-72.12%
可比公司 12	NasdaqGS:SHLO	10.19	5.83	-42.79%
可比公司 13	NasdaqGS:VC	128.12	60.28	-52.95%
可比公司 14	NYSE:APTV	97.65	61.57	-36.95%
可比公司 15	NasdaqCM:CAAS	4.54	2.44	-46.26%
可比公司 16	NYSE:CPS	126.98	62.12	-51.08%
可比公司 17	NasdaqGS:DORM	65.36	90.02	37.73%
可比公司 18	NasdaqGS:GNTX	23.49	20.21	-13.96%
可比公司 19	NYSE:LCII	87.80	66.80	-23.92%
可比公司 20	NYSE:SRI	31.17	24.65	-20.92%
可比公司 21	NYSE:SUP	18.10	4.81	-73.43%
可比公司 22	AMEX:UFAB	9.32	4.22	-54.72%
	平均值			-35.95%

估值人员对 2018 年 5 月 28 日(要约公告前一日)与 2018 年 12 月 31 日(本次估值基准日)的可比上市公司 EV/EBITDA 价值比率进行了对比分析,两个时间点的价值比率参数进行了对比分析,数据如下:

序号	上市代码	EV/EBITDA		价值比率变动率
		2018/5/28	2018/12/31	
可比公司 1	ENXTPA:E0	6.36	2.89	-54.60%
可比公司 2	ZGSE:ADPL	5.88	5.30	-9.72%
可比公司 3	SWX:AUTN	6.27	4.24	-32.35%
可比公司 4	BIT:BRE	9.18	6.57	-28.49%
可比公司 5	WBAG:PYT	4.57	3.99	-12.89%
可比公司 6	BVB:UAM	4.65	8.84	90.21%
可比公司 7	ENXTPA:POM	8.49	4.67	-44.96%
可比公司 8	DB:CON	8.01	5.27	-34.17%
可比公司 9	NYSE:LEA	6.20	3.76	-39.37%
可比公司 10	NYSE:ALV	10.50	6.19	-41.07%
可比公司 11	NYSE:ADNT	5.87	6.84	16.50%
可比公司 12	NasdaqGS:SHLO	6.73	4.96	-26.19%
可比公司 13	NasdaqGS:VC	12.11	5.38	-55.54%
可比公司 14	NYSE:APTV	13.30	8.84	-33.56%
可比公司 15	NasdaqCM:CAAS	3.78	2.16	-43.04%
可比公司 16	NYSE:CPS	5.68	4.45	-21.66%
可比公司 17	NasdaqGS:DORM	10.65	14.48	36.00%
可比公司 18	NasdaqGS:GNTX	9.37	8.05	-14.09%
可比公司 19	NYSE:LCII	8.90	7.37	-17.17%
可比公司 20	NYSE:SRI	9.60	7.06	-26.45%
可比公司 21	NYSE:SUP	7.98	4.99	-37.43%

可比公司 22	AMEX:UFAB	8.37	5.48	-34.52%
平均值		7.84	5.99	-23.60%

Grammer 的股价下降幅度为 25.82%，估值人员分析 Grammer 的经营情况较为稳定，并未出现业绩下滑情况，因此，Grammer 股价下降幅度与 EV/EBITDA 的下降幅度较为趋近。

本次估值使用的价值比率是 EV/EBITDA，二级市场股价与 EV/EBITDA 为正相关，股价下降会使价值比率下降，根据统计分析可比公司二级市场股价下降幅度均值为 35.95%，EV/EBITDA 价值比率下降幅度为 23.60%，与 Grammer 二级市场股价波动幅度整体相当。

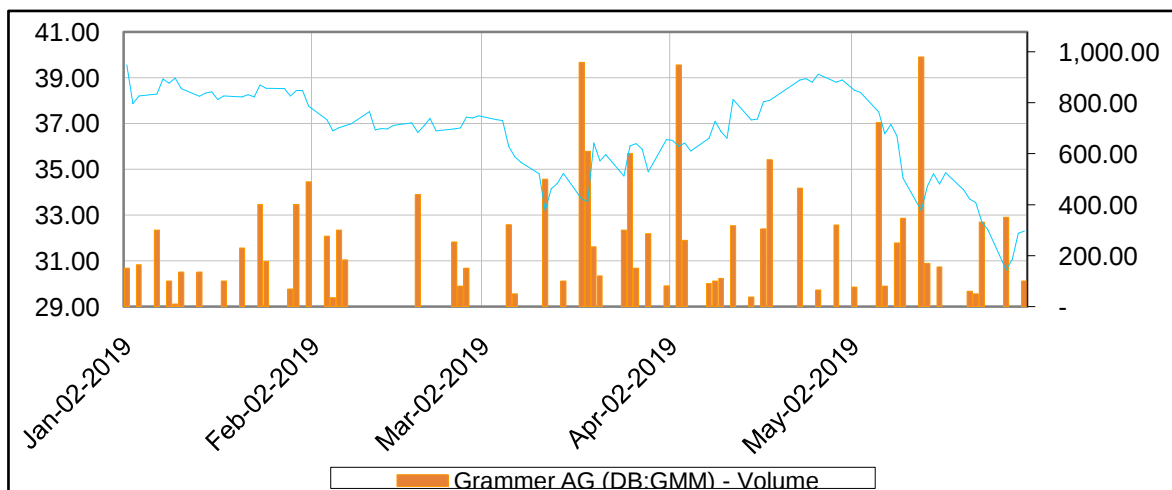
综合上述分析，本次估值使用的价值比率 5.99 已涵盖了二级市场股价下降对估值的系统性影响，该价值比率已合理反映了基准日客观的价值比率倍数。

综合上述分析，本次估值作价属于合理范围，而二级市场受到控制权变更、管理层变动和本次并购重组等相关事项的影响导致二级市场股价下滑，故导致本次估值作价高于二级市场价格。

二、结合评估基准日后 Grammer 二级市场交易价格变动情况，Grammer 所处行业的变动情况，Grammer 持续盈利能力的稳定性等因素，补充披露继烨投资对 Grammer 的投资是否存在减值风险及减值测试过程，并补充披露减值测试报告

答复：（1）估值基准日后 Grammer 二级市场交易价格变动情况分析

估值人员对估值基准日后 Grammer 二级市场交易价格变动情况进行了跟踪，截至 2019 年 5 月 30 日，股价变化情况如下：



根据统计近 5 个月的最高价为 39.56 欧元/股，最低价为 30.60 欧元/股，平均价为 36.52 欧元/股，平均成交量为 269.28 股/天。估值人员分析认为由于二级市场剩余流通股很少，成交量较小，二级市场价格已无法合理反应企业内在价值。

（2）国际经济环境的因素

Grammer 体系内公司主要分布在欧洲、美国、中国，这些国家或地区所处的外部环境如市场投资报酬率、外汇管制、通货膨胀等短期内未发生明显变化。

（3）Grammer 所处行业的变动情况

Grammer 处于行业发展前景良好的汽车零部件行业，不属于产能过剩行业，同时行业技术壁垒及进入门槛较高，短期内不存在市场竞争急剧激烈或恶化的状况。

（4）Grammer 持续盈利能力的稳定性

Grammer 模拟合并财务报表 2017、2018 年度营业收入分别为 1,582,887.03 万元、1,641,358.18 万元，净利润分别为 40,180.84 万元、44,106.23 万元，经营性现金流量净额分别为 79,311.78 万元、193,649.35 万元，Grammer 总体经营利润较为稳定，现金流较为充裕；与商誉密切相关的资产组中主要的组成部分经营性长期资产未发生明显减值迹象。

（5）Grammer 核心团队稳定性因素

鉴于继烨投资并购 Grammer 时的特殊背景（作为“白衣骑士”帮助 Grammer 稳定股东结构和日常经营），在本次跨境并购过程中，继烨投资与 Grammer 监事会、管理层，工会之间保持较为友好的关系。同时，继烨投资支持 Grammer 的自主经营，本次并购并不会造成 Grammer 核心人员的较大变动。除去由于控制权变更带来的管理层离职外，Grammer 的核心人员团队相对稳定。

综合上述分析，并根据瑞华会计师事务所出具的减值测试专项审核报告，继烨投资对 Grammer 的投资并未出现减值情况。

估值机构核查意见

经核查，估值机构认为，境外市场同行业可比公司收购案例公布市盈率和市净率指标较少，无法充分反应交易作价合理性。故选用同行业可比上市公司平均

市盈率、市净率与本次 Grammer 的估值市盈率、市净率进行对比，相关指标较为接近，本次交易作价合理；同时，结合评估基准日后 Grammer 二级市场交易价格变动情况，Grammer 所处行业的变动情况，Grammer 持续盈利能力的稳定性等因素，继烨投资对 Grammer 的投资并未出现减值情况。

问题 37. 申请文件显示，本次交易根据东洲评估师出具的东洲咨报字[2019]第 0183 号《估值报告》进行预测。请你公司：**1）补充披露本次交易采用市场法对 Grammer 进行估值的原因及合理性，未对标的资产进行盈利预测的原因。2）结合标的资产报告期内的实际经营及盈利情况、前次交易后继烨投资对 Grammer 的实际管控能力、Grammer 核心人员及主营业务经营的稳定性、本次交易完成后的整合计划及其有效性、所处行业未来年度发展预期、未来年度盈利的稳定性、标的资产所处的行业地位及核心竞争优势保持等因素，补充披露标的资产预测年度持续盈利能力的稳定性，并结合对未来年度盈利预测情况，补充披露本次交易作价的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确原因。**

1）补充披露本次交易采用市场法对 Grammer 进行估值的原因及合理性，未对标的资产进行盈利预测的原因。

答复：

根据《资产评估执业准则-企业价值》：

"资产评估专业人员应当对委托人和其他相关当事人提供的企业未来收益资料进行必要的分析，判断和调整，结合被评估单位的人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势，考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景，合理确定评估假设，形成未来收益预测。"

当委托人和其他相关当事人未提供收益预测，资产评估专业人员应当收集和利用形成未来收益预测的相关资料，并履行核查验证程序，在具备预测条件的情况下编制收益预测表。"

如上所述，盈利预测一般通过：

1、相关方提供并经估值人员复核；

2、在相关方无法提供的背景下，估值人员在具备预测条件的情况下根据有效数据独立编制。

估值人员与 Grammer 管理层就 Grammer 是否可以提供 5 年详细盈利预测数据和相关测算依据进行了多次讨论，Grammer 认为向估值人员提供盈利预测将触发其公开披露义务。根据估值人员向 HSF 律师咨询结果，德国股份公司法第 53a 条要求德国股份公司的管理层必须平等对待其所有股东。根据《市场滥用条例》，盈利预测信息构成该条例项下的内幕信息，上市公司的所有内幕信息应向公众披露，不得有不当延误。如 Grammer 管理层编制盈利预测，则 Grammer 应向全体投资者公开披露。

Grammer 管理层分析认为，如向继峰股份和估值人员提供了 Grammer 合并口径未来 5 年的盈利预测和相关依据并公开披露，会对上市公司造成如下影响：

1. 盈利预测包含的信息可能对企业的客户、供应商产生影响，使公司在商业价格谈判、业务机会争取中受到间接影响，甚至使 Grammer 商业竞争中处于不利地位。

2. 管理层提供的盈利预测，可能对资本市场的公众投资者产生引导作用，并成为投资者持续关注、评判的指标。公司经营成果受多方面因素影响，客观上存在波动的可能性。如果未来因各种因素，盈利预测未能实现，Grammer 资本市场表现将受到一定冲击，进而可能使其在资本市场中处于不利地位。

同时，Grammer 上市以来，其管理层从未向市场提供具体盈利预测，仅有对于公司较为模糊的展望。本次交易中，Grammer 管理层亦秉持其一贯的判断标准，认为提供具体盈利预测公司将承担公开披露商业机密的额外压力，未向估值机构提供盈利预测。

参照评估准则，当委托人和其他相关当事人未提供收益预测，资产评估专业人员应当收集和利用形成未来收益预测的相关资料，并履行核查验证程序，在具备预测条件的情况下编制收益预测表。

同样基于前述商业考虑，Grammer 未向估值机构提供营业成本、税费、未来资本性支出等形成盈利预测所必需的前置数据及其支撑性材料。估值人员无法独立编制盈利预测

综上所述，本次交易不具备目标公司提供盈利预测或估值机构代为形成盈利预测的前置条件，相应无法进行收益法估值

估值人员对涉及境外并购的案例的估值方法进行了查询，一般境外并购上市公司案例交易对手方均无法提供或披露盈利预测，故均采用市场法估值，具体案例如下：

序号	上市公司	报告名称	估值方法	标的上市情况	估值方法选用表述
1	昊志机电	南京证券股份有限公司关于公司重大资产购买所涉及的瑞士 Infranor 资产组之估值报告	市场法	瑞士证券交易所	对于收益法而言，由于本次交易完成前标的公司仍为瑞士证券交易所上市公司 PerrotDuvalHoldingSA（SWX: PEDU）的重要子公司，根据交易对方出具的说明，按照当地的相关监管规定，本次交易中无法披露标的公司详细的盈利预测资料，因此，本次交易无法使用收益法进行估值分析。
2	上海莱士	拟购买 Grifols Diagnostic Solutions Inc. 股权项目估值报告	市场法	西班牙证券交易所上市	GDS 的信息披露受到已签署的商业保密协议和对 Grifols 的证券监管规定中相关要求的限制。保密信息一经泄露，可能对 GDS 的业务发展及与业务伙伴的合作关系带来较大的不利影响。为促进及维护相关方的长远利益，经本次交易双方结合实际情况协商一致，估值人员仅能在有限程度内履行核查程序；同时，基于与委托人的讨论并考虑到可能获得的资料程度，本次估值采用市场法对 GrifolsDiagnosticSolutionsInc. 的股东全部权益进行测算。
3	通鼎互联	拟收购 UTStarcom Holdings Corp. 920 万股股份价值估值报告	市场法	纳斯达克	在收购行为实际完成之前，目标公司受到商业机密限制无法提供详细的财务资料及盈利预测。同时，由于也无法获得相关的收入、成本底稿，所以无法做盈利预测。基于上述原因，本次交易无法使用收益法进行估值分析。

4	曲美家居	拟收购 EKORNESASA 股权项目估值报 告	市场法	奥斯陆证券交易 所	由于在收购行为实际完成之前,目 标公司受到商业机密限制无法提 供详细的财务资料及盈利预测,且 本次收购的目标公司为在奥斯陆 证券交易所上市的公司,公告文件 中公布盈利预测数据可能会引起 投资者误读并造成目标公司的股 价异动,增加本次收购的不确定 性,因此本次收购行为并未进行盈 利预测。基于上述原因,本次交易 无法使用现金流折现法进行估值 分析。
5	长荣股份	华泰联合证券有 限责任公司关于 公司收购 Heidelberger Druckmaschinen AG 8.46%股权 之估值报告	市场法	德国证券交易所	作为德国证券交易所上市公司,在 本次交易完成之前,海德堡受上市 监管及商业保密限制不能提供更 为详细的财务资料及盈利预测,且 公布盈利预测可能会引起其股价 异动,从而增加本次交易的不确定 性,因此本次交易无法使用进行估 值。

综合上述分析,估值人员认为本次估值仅适合采用市场法。

2) 结合标的资产报告期内的实际经营及盈利情况、前次收购后继烨投资对 **Grammer** 的实际管控能力、**Grammer** 核心人员及主营业务经营的稳定性、本次交易完成后的整合计划及其有效性、所处行业未来年度发展预期、未来年度盈利的稳定性、标的资产所处的行业地位及核心竞争优势保持等因素,补充披露标的资产盈利预测年度持续盈利能力的稳定性,并结合对未来年度盈利预测情况,补充披露本次交易作价的合理性。

答复:

一、资产预测年度持续盈利能力的稳定性

(一) **Grammer** 核心人员稳定,上市公司将从各维度进一步增强对于核心人员稳定性的管控

截至本反馈意见出具之日, **Grammer** 核心人员稳定,上市公司将进一步加强与 **Grammer** 的文化沟通,在充分理解并尊重 **Grammer** 的人文环境、内部架构、治理习惯、激励模式的基础上,结合继峰股份的公司治理机制,进一步提升

Grammer 在人力资源管理方面与上市公司的融合程度，保证 Grammer 核心人员的稳定。

（二）本次交易后，上市公司能够对于 Grammer 实现有效控制

本次交易完成后，上市公司将持有 Grammer 84.23%的股权，成为 Grammer 的绝对控股股东，上市公司将通过股东大会就 Grammer 重大事项行使表决权、通过协同整合委员会等渠道逐步推进业务层面的协同整合项目，上市公司实际控制人及现有管理团队拥有在汽车零部件行业丰富的工作经验，熟练的语言能力和与海外客户工作交流的经验，具备与德国管理团队协同工作的能力。本次交易后，上市公司可以实现对于 Grammer 日常经营、公司治理方面的有效控制。

（三）充分发挥双方战略优势，实现产业并购协同作用

本次交易后，上市公司将结合 Grammer 及继峰股份的战略目标、客户资源、研发储备、品牌优势、核心竞争力等制定切合双方优势及特点的战略发展方向及整合计划。依托具体的整合计划及战略目标，上市公司将进一步拓展产业布局，提升行业影响力及核心竞争力，实现产业协同的有效释放，保证盈利能力的稳定增长。

（四）Grammer 所处行业发展预期稳定，过往及业绩预期具有稳定性，具备较强核心竞争优势

1、Grammer 处于细分行业领域的领先地位，具备较强核心竞争力

（1）核心产品技术领先地位

乘用车领域，Grammer 能够面向客户开发出适应高端市场客户需求的头枕、扶手及中控内饰部件，丰富的产品条线满足了客户不同的配置需求。商用车领域，Grammer 作为商用车座椅系统的行业标准的制定者，基于其多年研发、创新能力以及与客户间的紧密合作关系，能满足客户及终端消费者对产品舒适性、安全性及人体工程学方面的需求。同时，Grammer 已经在研发领域建立了体系化的创新流程。通过产品战略规划以及先进工艺的结合，Grammer 能够在前期判断产品技术的未来趋势，并以此系统化地进行创新项目开发。

上市公司与 Grammer 的研发人员在中国以及德国的技术共享能提升核心产品研发效率，使 Grammer 始终保持创新技术领先地位。

（2）稳定的客户关系及长期品牌效应

Grammer 与包括大众、戴姆勒、宝马、菲亚特克莱斯勒、通用、福特在内的德系车、美系车主机厂在全球范围内建立了长期合作伙伴关系，并与这些客户共同开发具备创新性的产品。Grammer 深耕乘用车内饰及商用车座椅系统领域，在创新及舒适性方面具有一定的品牌效应与竞争优势。

上市公司作为白衣骑士的身份帮助 Grammer 稳定日常经营，为客户和当地政府所支持，下游三大主机厂均认可上市公司对 Grammer 的要约收购。上市公司与 Grammer 的整合协同将为 Grammer 带来更稳固的客户关系以及中国市场新的客户资源，双方的品牌叠加后，Grammer 得以提升中国市场的知名度，进一步扩大 Grammer 的品牌影响力。

（3）全球布局的生产、销售和研发网络

Grammer 在全球 19 个国家拥有 42 家控股子公司，在发展过程中建立了全球生产、物流和营销网络。凭借其遍布全球的多个生产和物流地点，Grammer 能够为其客户提供具有成本效益且位置便利的汽车零部件生产设施。来自全球市场的销售也使 Grammer 具备抵御个别地区下游主机厂销售波动的风险。同时，Grammer 已经建立国际研发网络保持以未来产品发展趋势为指引的技术优势。

上市公司收购完成后，将进一步打开 Grammer 在中国的生产、销售和研发体系建设。通过和上市公司的协同，将带动 Grammer 在中国的研发活动使中国两个技术中心（为乘用车部门设立的长春技术中心以及支持两大部门的上海技术中心）融入 Grammer 的全球研发体系。同时，Grammer 向全球，特别是新兴市场扩张的战略部署为生产研发体系不断注入新鲜血液。在印度普纳建立合资公司将进一步加强 Grammer 在亚太市场的研发网络。

2、乘用车市场未来发展预期稳健，商用车需求强劲

（1）乘用车市场发展预期平稳

根据 LMC Automotive 的数据显示，2018 年全球汽车销量达 9,479 万辆，同比 2017 年下降 0.5%，自金融危机以来首次同比下滑。其中中国汽车销量达 2,808 万辆，占到近 30%的份额，虽然中国汽车销量首次出现负增长，但市场规模仍居世界第一。而美国汽车销量达 1,733 万辆，欧洲合计销量达 1,562 万辆，均与 2017 年基本持平。

目前，全球发达国家汽车市场已趋于饱和，而印度、巴西等新兴发展中国家

汽车工业发展迅速。根据德国汽车行业协会（VDA）预计，2019 年全球乘用车生产量将增加 1%，达到 8,440 万辆。根据德国大众 2018 年年报的预期，2019 年西欧汽车销量预计将与 2018 持平，中东欧地区汽车销量将略超 2018 年的水平。2019 年一季度，欧洲地区汽车整体销量达到 402.7 万量，同比下降 3.67%，而德国地区汽车新注册量为 88 万量，同比上升 0.17%，总体需求平稳。

（2）商用车需求增速明显

2019 年以来，全球商用车市场总体需求强劲，以金砖五国为代表的发展中国家以及部分发达国家基础设施建设投资维持高位，带动了工程机械用车的高速增长，同时物流业及公路运输也呈现出较大的增长需求。根据知名主机厂商德国大众的年报显示，2019 年全球中型和重型卡车销量预计将略超 2018 年的水平。德国机械设备与制造商协会 VDMA 预计 2019 年工程机械的全球收入将进一步增长 5%。根据全球工业车辆、仓储以及物流技术供应商 Jungheinrich 的预测，2019 年全球叉车产量增长将在 10%以上。

据公开数据显示，2019 年一季度欧洲地区商用车注册量达到 67.5 万量，同比上升 5.06%；亚太地区，中国市场商用车需求高涨，2019 年一季度中国重型卡车销量达到 32.5 万量，同比增长 0.6%，维持高位；工程机械受上游基建需求刺激，2019 年 1-2 月挖掘机共计销售 30,501 台，同比增长 39.9%，起重机共计销售 5,784 台，同比增长 58.4%；叉车、装载机、压路机等产品销量同比增速均出现不同程度的回升；美洲地区，2019 年一季度巴西重型卡车销量达到 1.3 万量，同比增长 20.1%。

3、Grammer 的历史业绩显示出其稳健的发展趋势

（1）乘用车事业部过往业绩及增长趋势

过去五年，Grammer 乘用车事业部收入处于持续增长的状态，2013 年至 2018 年，Grammer 乘用车事业部收入增速表现整体优于德国本土汽车产量及全球汽车市场需求，在 2017 年、2018 年全球主要地区销量下滑的大环境下依然保持增长。

年度	全球乘用车新注册量 (百万辆)	增速	德国乘用车整车 厂本土产量 (万辆)	增速
2013	73.0	-	544.0	-

2014	76.1	4.25%	560.4	3.0%
2015	78.2	2.76%	570.8	1.9%
2016	82.9	6.01%	574.7	0.7%
2017	84.7	2.17%	564.6	-1.8%
2018	84.2	-0.59%	-	-

数据来源：德国汽车工业协会 VDA

Grammer 不断拓展的全球化布局是其抵御全球部分地区汽车销量波动并在未来保持盈利稳定性的保证。目前，Grammer 在欧洲地区的市场份额相对稳定，而与 Toledo Molding 在北美自由贸易区的协同以及与上市公司在中国乘用车市场的协同将帮助 Grammer 提升在全球两大乘用车市场的市场份额和竞争优势。同时，Grammer 在新兴市场的布局也拓展新的收入增长点，巴西地区的经济复苏带动乘用车和商用车的强劲增长，而通过与位于印度浦那的工程服务提供商 AllyGrow Technologies 建立联合技术中心，Grammer 也正积极布局印度市场。

（2）商用车事业部过往业绩及增长趋势

过去五年，Grammer 商用车事业部收入增速提升显著，而欧洲市场商用车注册量增速下滑。Grammer 在亚太地区和美洲地区的布局对商用车部门收入贡献明显，2018 年度商用车业务收入的大幅上升，主要是因为非道路车辆和叉车市场的全面复苏以及中国和巴西地区卡车市场的强劲需求。2018 年度，Grammer 商用车座椅系统业务板块实现 439,498.29 万元营业收入，相较 2017 年度增长 13.75%，增长较快。

年度	欧洲商用车新注册量（万辆）	增速
2013	179	-
2014	192	7.26%
2015	216	12.50%
2016	240	11.11%
2017	249	3.75%
2018	257	3.21%

数据来源：德国汽车工业协会 VDA

2019 年，基于欧洲市场商用车整体销售情况良好以及全球非道路用车及叉车的需求增长，商用车事业部将保持一定幅度的增长。同时，Grammer 与上市公司的整合协同将进一步打开其在国内重卡配套座椅的销量。目前，国内商用车高端气囊减震座椅生产配套的厂商主要为 Grammer 及西安伊思灵华泰汽车座椅

有限公司，上市公司将帮助 Grammer 与争取国内重卡主机厂的客户资源，逐步提升市场占有率，带动 Grammer 商用车事业部在中国地区的收入长期稳定增长。

（3）Grammer 2019 年业绩预期

根据 Grammer 2018 年年报预计，假设汇率环境基本不变，集团 2019 年的收入将增至 21 亿欧元以上。营业收入将受益于汽车部门持续的扩张和优化项目以及 Toledo Molding 贡献的收益。另一方面，Grammer 预计商用车部门的盈利将进一步增长，这得益于预期业务量的增加。假设 2019 年没有出现 2018 年因并购重组等事项导致的重大费用，Grammer 预计 2019 年的 EBIT 将明显高于 2018 年。在此背景下，预计营业利润率将进一步提高。

综上，本次交易结束后，上市公司将在充分尊重 Grammer 公司文化的基础上建立有利于双方优势互补、资源共享的战略目标，通过制定融合双方人力资源管理习惯的薪酬激励制度、内控管理制度等进一步提升对于 Grammer 的管控能力，保证 Grammer 核心人员的稳定性。本次交易完成后，上市公司将实施符合双方定位的整合计划，针对性的建立阶段性目标，上市公司可以依托 Grammer 全球化业务平台，进一步拓展自身的品牌影响力，Grammer 亦可借助继峰股份于中国市场的核心竞争力及客户资源，充分享受新兴市场的发展红利，进而实现盈利能力的快速增长。

综合上市公司的整合计划、实际管控能力、行业的发展趋势等因素，标的公司未来盈利能力将处于较为稳定的增长态势，但行业大环境波动造成的系统性风险、经营过程中不可预计的突发事件、协同整合过程中的试错及战略调整等将对标的公司盈利能力的增长造成一定的影响。上市公司将紧跟行业趋势，在正常业务开展过程中加强客户关系维护、产品质检、内控制度建设等，进一步提升公司经营过程中的稳定性，确保未来盈利能力持续稳定的增长。

二、标的资产预测年度持续盈利能力稳定，本次交易作价合理

综合上述分析，结合管理层的判断，标的资产预计未来年度的盈利能力稳定，同时估值人员复核了 Grammer 自估值基准日后的经营情况，根据 Grammer 公司 2018 年度年报和 2019 年度一季报公布财务报告计算的 EBITDA 情况如下：

序号	期间	EBITDA（LTM）百万欧
----	----	----------------

1	2018 年年报	126.00
2	2019 年一季报	130.30

根据财务报告显示，Grammer 的经营业绩基本稳定，与管理层的判断基本一致，Grammer 的持续盈利能力正常。

估值人员又对基准日后可比公司价值倍数进行了跟踪，本次估值对标单位的价值倍数如下：

序号	上市代码	EV ₂ /EBITDA	序号	上市代码	EV ₂ /EBITDA
可比公司 1	ENXTPA:EO	2.89	可比公司 12	NasdaqGS:SHLO	4.87
可比公司 2	ZGSE:ADPL	6.78	可比公司 13	NasdaqGS:VC	5.65
可比公司 3	SWX:AUTN	5.70	可比公司 14	NYSE:APTV	9.58
可比公司 4	BIT:BRE	7.13	可比公司 15	NasdaqCM:CAAS	8.38
可比公司 5	WBAG:PYT	5.55	可比公司 16	NYSE:CPS	4.49
可比公司 6	BVB:UAM	9.73	可比公司 17	NasdaqGS:DORM	13.85
可比公司 7	ENXTPA:POM	4.75	可比公司 18	NasdaqGS:GNTX	8.38
可比公司 8	DB:CON	6.39	可比公司 19	NYSE:LCII	9.38
可比公司 9	NYSE:LEA	4.04	可比公司 20	NYSE:SRI	8.15
可比公司 10	NYSE:ALV	6.20	可比公司 21	NYSE:SUP	4.85
可比公司 11	NYSE:ADNT	8.43	可比公司 22	AMEX:UFAB	5.77
平均值	6.86				
中位值	6.29				

（上述数据摘自 Capital IQ 系统，匹配原则采用各公司 2019 年 5 月 31 日的市价和最新财务报告）

根据上述统计，可比上市公司的价值倍数并未出现明显下降。

综合 Grammer 的持续盈利能力和二级市场价值倍数波动情况，估值人员分析认为本次交易作价合理。

估值机构核查意见

经核查，估值机构认为，Grammer 未提供盈利预测或相关数据支撑，无法进行收益法估值，本次交易参考以往境外并购案例采用市场法对 Grammer 进行估值合理；Grammer 未来较大可能实现盈利稳定增长的预期，同时，一季报显示的盈利情况稳定，二级市场可比公司的价值比率没有下降，故本次交易作价合理。

问题 38.申请文件显示，本次交易估值时，估值人员使用 Capital IQ 系统对全球范围内汽车零部件制造公司上市公司进行了搜索，一共有 698 家上市公司，经筛选，最终确定可比上市公司 22 家，所选案例均处于欧洲和美国的主流资本市场，从选取案例所处行业分析，均处于与座椅、座椅套和附件板块以及相关上级细分市场汽车配件板块。经计算，可比公司价值比率系数平均值为 5.99。请你公司：1）补充披露 Grammer 公司 EBITDA 计算过程中所使用净利润数据与继烨投资合并利润表中净利润所示数据不同的原因。2）补充披露各可比公司经营性 EBITDA（LToledo Molding）计算过程。3）结合本次被估值公司的主业情况、业务规模、所处的行业地位、主要业务开展区域、经营模式、上市地点等，并对比可比公司情况，补充披露本次交易中最终选取上述可比公司的原因及合理性，未对估值指标进行调整的原因及合理性。请独立财务顾问和评估时核查并发表明确意见。

1) 补充披露 Grammer 公司 EBITDA 计算过程中所使用的净利润数据与继烨投资合并利润表中净利润所示数据不同的原因。

答复：本次估值计算过程中使用的 Grammer 公司净利润数据为 44,007.01 万元，继烨投资合并口径净利润为 40,607.82 万元，两者相差 3,399.19 万元，差异主要由继烨投资和下属 SPV 公司继烨（德国）和继烨（卢森堡）的损益引起，具体金额如下：

公司名称	净利润金额（万元）
Grammer	44,007.01
继烨（德国）	-3,447.96
继烨（卢森堡）	-5.81
继烨投资	54.57
汇总数	40,607.82
合并抵消	-
继烨投资合并口径	40,607.82

继烨（德国）的损益情况如下：

项目	金额（万元）
一、营业收入	-
减：主营业务成本	-
减：其他业务成本	-
减：税金及附加	-

减:销售费用	-
减:管理费用	-
减:研发费用	-
减:财务费用	3,447.96
减:资产减值损失	-
减:预计信用损失	-
加:公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-
加:投资收益（损失以“-”号填列）	-
其中:联营企业和合营企业的投资收益	-
加:资产处置收益（损失以“-”号填列）	-
加:其他收益	-
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	-3,447.96
加:营业外收入	-
减:营业外支出	-
三、利润总额（亏损以“-”号填列）	-3,447.96
减:所得税费用	-
四、净利润（亏损以“-”号填列）	-3,447.96

继烨（卢森堡）的损益情况如下：

项目	金额（万元）
一、营业收入	-
减:主营业务成本	-
减:其他业务成本	-
减:税金及附加	-
减:销售费用	-
减:管理费用	4.62
减:研发费用	-
减:财务费用	1.19
减:资产减值损失	-
减:预计信用损失	-
加:公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-
加:投资收益（损失以“-”号填列）	-
其中:联营企业和合营企业的投资收益	-
加:资产处置收益（损失以“-”号填列）	-
加:其他收益	-
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	-5.81
加:营业外收入	-
减:营业外支出	-
三、利润总额（亏损以“-”号填列）	-5.81
减:所得税费用	-
四、净利润（亏损以“-”号填列）	-5.81

继烨投资的损益情况如下：

项目	金额（万元）
一、营业收入	-
减:主营业务成本	-
减:其他业务成本	-
减:税金及附加	79.00
减:销售费用	-
减:管理费用	3.36
减:研发费用	-
减:财务费用	-137.29
减:资产减值损失	-
减:预计信用损失	-
加:公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-
加:投资收益（损失以“-”号填列）	-
其中:联营企业和合营企业的投资收益	-
加:资产处置收益（损失以“-”号填列）	-
加:其他收益	-
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	54.93
加:营业外收入	-
减:营业外支出	-
三、利润总额（亏损以“-”号填列）	54.93
减:所得税费用	0.36
四、净利润（亏损以“-”号填列）	54.57

（上述数据摘自瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）模拟审定报表）

2）补充披露各可比公司经营性 EBITDA（Last Twelve Months）计算过程

根据 Capital IQ 数据库插件显示的经营性 EBITDA（Last Twelve Months）的计算公式如下：

经营性 EBITDA（Last Twelve Months）=经营性 EBIT+折旧支出+摊销费用

经营性 EBIT=经营性营业利润（Operating Income）+投资收益（非股权投资单位）

经营性营业利润（Operating Income）=营业收入-营业总成本

=营业收入-营业成本-营业费用-管理费用-研发费用-其他费用

上述公式中计算得出的经营性 EBITDA 数据与本次估值使用的 Grammer 公司 EIBTDA 计算后的核算范围内涵一致，故估值人员采用 Capital IQ 数据库抓取了可比上市公司经营性 EBITDA（Last Twelve Months）数据。

除使用 Capital IQ 数据库抓取数据外，估值人员还对数据库抓取数据的可比公司计算过程和结论准确性进行了复核检验，检验举例如下：

可比公司 17: NasdaqGS:DORM

经营性 EBITDA 数据抓取值为 201.83 百万美元，Capital IQ 数据库提供的具体数据计算过程如下：

EBITDA	
Dorman Products, Inc.	
Standardized Data	
Dec-29-2018 - US Dollar (mm)	
Total Revenues	973.71 ▶
- Cost Of Revenues	598.42 ▶
- Selling General & Admin Expenses	167.24 ▶
- R & D Expenses	20.10 ▶
- Other Operating Expenses	14.50 ▶
+ D&A for EBITDA	28.39 ▶
= EBITDA	201.83
Reconciliation with GAAP Net Income:	
- D&A for EBITDA	28.39 ▶
+ Other Non Operating Income (Expenses)	(0.01) ▶
+ Unusual Items, Total	(2.30) ▶
- Income Tax Expense	37.53 ▶
= Net Income	133.60
* Capital IQ has reviewed the MD&A and Footnotes for unusual charges.	

通过上述检验，估值人员确信 Capital IQ 数据库抓取数据的计算过程正确。

最后，估值人员核查了 Capital IQ 数据库所调取数据的来源，数据来源均来自上市公司公布的财务报告，估值人员对抓取数据计算过程中的详细数据与财务报表进行了核对，核对过程如下：

EBITDA		
Dorman Products, Inc.		
Standardized Data		
Dec-29-2018 - US Dollar (mm)		
Total Revenues	973.71 ▶	90.0
- Cost Of Revenues	598.42 ▶	
- Selling General & Admin Expenses	167.24 ▶	
- R & D Expenses	20.10 ▶	90.0
- Other Operating Expenses	14.50 ▶	
+ D&A for EBITDA	28.39 ▶	
= EBITDA	201.83	
Reconciliation with GAAP Net Income:		
- D&A for EBITDA	28.39 ▶	\$ 2.49
+ Other Non Operating Income (Expenses)	(0.01) ▶	2.49
+ Unusual Items, Total	(2.30) ▶	36.2
- Income Tax Expense	37.53 ▶	\$ 2.42
= Net Income	133.60	2.41
* Capital IQ has reviewed the MD&A and Footnotes for unusual charges.		NA
		152.4
		139.7
		139.7
		156.5
		36.0%

（备注： Capital IQ 数据库提供的细分数据源）

(in thousands, except per share data)	Fiscal year ended (1)				
	December 29, 2018	December 30, 2017	December 31, 2016	December 26, 2015	December 27, 2014
Statement of Operations Data:					
Net sales	\$ 973,705	\$ 903,221	\$ 859,604	\$ 802,957	\$ 751,476
Income from operations	171,143	176,240	168,601	146,157	140,734
Net income	\$ 133,602	\$ 106,599	\$ 106,049	\$ 92,329	\$ 89,987
Earnings per share					
Basic	\$ 4.04	\$ 3.14	\$ 3.07	\$ 2.60	\$ 2.50
Diluted	\$ 4.02	\$ 3.13	\$ 3.07	\$ 2.60	\$ 2.49
Balance Sheet Data:					
Total assets	\$ 887,557	\$ 765,924	\$ 711,792	\$ 621,865	\$ 557,716
Working capital	\$ 488,138	\$ 422,068	\$ 447,766	\$ 380,063	\$ 339,528
Long-term debt	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —
Dividends paid	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —	\$ —
Shareholders' equity	\$ 727,623	\$ 634,807	\$ 601,642	\$ 518,036	\$ 462,061

（备注：上市公司公布财务报告数据）

通过上述核对两者核对一致。

综合上述分析，Capital IQ 数据库的数据计算过程正确，数据来源可靠，故最终估值人员采用 Capital IQ 数据库的计算结果。

3) 结合本次被估值公司的主业情况、业务规模、所处的行业地位、主要业务开展区域、经营模式、上市地点等，并对比可比公司情况，补充披露本次交易中最终选取上述可比公司的原因及合理性，未对估值指标进行调整的原因及合理性。

答复：Grammer 是一家德国汽车零部件上市公司，同时在法兰克福证券交易所和慕尼黑证券交易所交易。Grammer 总部设立在德国安贝格。经过多年的发展，目前已经成为一家覆盖全球市场的跨国集团。Grammer 主营汽车座椅和内饰的生产及销售。在乘用车业务领域，Grammer AG 主要为定位于高端市场的主机厂和一级供应商提供头枕、扶手、中控系统、功能性塑料等内饰部件。在商用车业务领域，Grammer AG 在全球范围内面向农业、建筑机械、叉车、卡车、公共汽车、火车开发并生产相应的驾驶员座椅和乘客座椅。

本次 Grammer 估值过程中选取的 22 家同行业可比公司情况如下：

序号	上市 代码	细分行业类型	资本市场	主营业务类型	主要经营区域
可比公司 1	ENXTP A:EO	座椅、座椅套 和附件板块	巴黎证交所-欧洲	汽车座椅及内饰部件	欧洲、北美、南 美、亚洲
可比公司 2	ZGSE: ADPL	汽车配件板块	萨格勒布证交所-欧洲	汽车内饰部件、塑料件	全球范围
可比公司 3	SWX:A UTN	汽车配件板块	瑞士证券交易所-欧洲	车用降噪、隔热等内饰部件	欧洲、北美、亚 洲、南美、中东和 非洲

序号	上市 代码	细分行业类型	资本市场	主营业务类型	主要经营区域
可比公司 4	BIT:BR E	汽车配件板块	意大利证券交易所-欧洲	汽车制动系统及零部件	意大利等 15 个国家
可比公司 5	WBAG: PYT	汽车配件板块	维也纳证券交易所-欧洲	汽车发动机托架或汽车外部零 部件	奥地利、德国、欧 盟其他国家及全球 范围
可比公司 6	BVB:U AM	汽车配件板块	布加勒斯特证券交易所 -欧洲	各类汽车零部件（它提供外后视镜,踏板系统,制动系统,控制电缆杆,车轮键,冲压和座椅零件,塑料成型零件,和踏板运动产品等）	欧洲
可比公司 7	ENXTP A:POM	汽车配件板块	巴黎证交所-欧洲	汽车外部部件和模块	欧洲
可比公司 8	DB:CO N	汽车配件板块	德国证券交易所-欧洲	汽车底盘和安全、动力总成、 内饰、轮胎等	全球范围
可比公司 9	NYSE: LEA	座椅、座椅套 和附件板块	纽约证券交易所-美国	汽车座椅、配电系统和相关零 部件	全球范围
可比公司 10	NYSE: ALV	座椅、座椅套 和附件板块	纽约证券交易所-美国	汽车安全系统	欧洲和美洲，以及 中国、日本和亚洲 其他地区
可比公司 11	NYSE: ADNT	座椅、座椅套 和附件板块	纽约证券交易所-美国	汽车座椅系统和零部件	美洲、欧洲、中国 及全球范围
可比公司 12	Nasda qGS:S HLO	座椅、座椅套 和附件板块	纳斯达克全球精选市场 -美国	汽车车身结构、底盘和推进系 统零部件	全球范围
可比公司 13	Nasda qGS:V C	汽车配件板块	纳斯达克全球精选市场 -美国	汽车驾驶舱内的电子产品和互 联汽车解决方案等	全球范围
可比公司 14	NYSE: APTV	汽车配件板块	纽约证券交易所-美国	汽车电气、电子和安全技术解 决方案等	全球范围
可比公司 15	Nasda qCM:C AAS	汽车配件板块	纳斯达克资本市场-美国	汽车系统和零部件（齿轮等）	中国、北美和巴西
可比公司 16	NYSE: CPS	汽车配件板块	纽约证券交易所-美国	汽车零部件，包括密封、燃料 和制动、流体输送以及防振系 统零部件等	北美、欧洲、亚太 和南美洲
可比公司 17	Nasda qGS:D ORM	汽车配件板块	纳斯达克全球精选市场 -美国	汽车零部件、汽车五金和制动 产品	美国、加拿大、墨 西哥、欧洲、中东 和澳大利亚
可比公司 18	Nasda qGS:G NTX	汽车配件板块	纳斯达克全球精选市场 -美国	车用数字视觉产品；互联汽车 系统和玻璃等	全球范围
可比公司 19	NYSE:	汽车配件板块	纽约证券交易所-美国	娱乐车辆(Rv)和相关行业专用零	美国和全球范围

序号	上市代码	细分行业类型	资本市场	主营业务类型	主要经营区域
	LCII			部件供应商	
可比公司 20	NYSE: SRI	汽车配件板块	纽约证券交易所-美国	车用工程电气和电子元件、模块和系统等	北美，南美，欧洲及全球范围
可比公司 21	NYSE: SUP	汽车配件板块	纽约证券交易所-美国	制造铝制车轮等	北美和欧洲
可比公司 22	AMEX: UFAB	汽车配件板块	美国证券交易所	汽车塑料件	北美

上述 22 家可比公司的公司概况及业务开展情况如下：

序号	公司名称	公司情况
可比公司 1	FAURECIA S.A.	Faurecia S.A.及其子公司在欧洲，北美，南美，亚洲和国际上开发，制造和销售汽车设备。它通过三个部分运作：汽车座椅，内饰系统和清洁动力。汽车座椅部门设计和制造汽车座椅，座椅框架，调节机构，泡沫垫，装饰罩，配件，电子和气动系统，以及组装前后座椅。内部系统部门设计和制造仪表板和中央控制台；驾驶舱；门板和模块；声学产品和模块；和装饰部件，如油漆，薄膜，木材，铝等。清洁动力部门设计和制造排气系统。该公司与一汽集团建立了战略合作伙伴关系。Faurecia S.A.成立于 1997 年，总部位于法国 Nanterre。
可比公司 2	AD PLASTIK D.D.	AD Plastik d.d.及其子公司在克罗地亚共和国和国际上制造和销售汽车零部件和塑料模块。该公司提供各种内饰产品，包括仪表板，门板，顶棚，遮阳板，把手，支柱饰板，地毯，行李箱侧饰，行李箱地毯，后门饰板和包裹货架产品；和外部产品，包括保险杠主体和部件，侧面装饰，轮拱衬里，车辆底盘护罩和油箱护罩。它还提供动态密封；和静态密封，如玻璃导槽，挡风条密封，自粘装饰型材和挡风玻璃密封。此外，该公司还生产和经营塑料注射器，输液器具，一次性血液透析针等；生产除服装以外的纺织产品成品，初级状态的合成橡胶，胶水和啫喱，橡胶和塑料制品，机械和设备以外的金属制品，椅子和座椅以及运动器材。此外，它还建造和修理休闲船和运动船；回收非金属废料和废品；设计会计系统，会计软件和预算控制程序；使用危险化学品并处理危险和非危险废物；购买和销售商品。此外，该公司还提供货运和运输服务；向法人实体提供咨询，指导和业务协助；和管理咨询服务。它还涉及批发和零售贸易，贸易中介，计算机及相关活动。AD Plastik d.d.公司成立于 1952 年，总部位于克罗地亚共和国索林。
可比公司 3	AUTONEUM HOLDING AG	Autoneum Holding AG 为汽车市场开发和制造声学 and 热管理解决方案。它提供多功能和轻量级的组件和系统，用于噪音和热保护。该公司提供发动机封装，发动机顶盖，引擎盖，电池盖，挡泥板绝缘子，水箱防护罩，保险杠和其他车身安装吸收器；车内地板产品包括内部防撞，无纺布地毯，簇绒地毯，垫片和防撞垫，以及地板绝缘垫。它还提供车身底板产品，包括底板下防护罩，发动机罩，隔热板，落地盘，电池箱和驾驶室外衬垫；车身处理产品，如阻尼器，加强件和其他声学组件；和测量系统，以及平台模拟和测试。该公司在欧洲，北美，亚洲，南美，中东和非洲均有业务。Autoneum Holding AG 成立于 1901 年，总部位于瑞士温特图尔。

可比公司 4	BREMBO S.P.A.	Brembo S.p.A.及其子公司品牌 Brembo, Breco, AP Racing, Bybre 和 Marchesini 设计, 开发和生产用于汽车, 摩托车, 工业车辆和机械的制动系统和部件。它通过光盘/系统/摩托车和售后/性能细分市场运营。该公司提供制动盘, 卡钳, 车轮侧模块和制动系统, 以及汽车和商用车的综合工程服务; 和光盘, 卡钳, 制动主缸, 轻质合金车轮, 以及完成摩托车制动系统。它还提供零件, 包括制动盘, 刹车片, 鼓, 制动器, 鼓式制动器套件和液压元件。此外, 该公司还为赛车和摩托车设计和生产 Brembo Racing 品牌制动系统; AP Racing 品牌的赛车制动系统和离合器; Marchesini 品牌的镁和铝轮毂用于赛车摩托车。它在 15 个国家开展业务。该公司成立于 1961 年, 总部位于意大利的 Stezzano。 Brembo S.p.A.是 Nuova FourB S.r.l 的子公司。
可比公司 5	POLYTEC HOLDING AG	Polytec Holding AG 及其子公司为奥地利, 德国, 欧盟其他国家和国际上的汽车行业制造和销售发动机舱以及车辆外部组件和模块。该公司提供乘用车发动机零件, 包括电池板, 同步带保护, 冷却水管, 发动机和水箱盖, 油盘, 增压空气管道, 燃油分配器导轨, 电子箱, 空气分离器排气管, 制动液储存器, 链条调节系统, 膨胀压力系统, 气缸盖罩, 进气歧管和曲轴箱通风口。它还提供内部部件, 如行李箱负载地板, 货箱踏板保护和行李箱盖罩; 和非汽车产品, 包括排水系统, 运输箱和家用电器模块。此外, 该公司还提供车顶扰流板, 驾驶室踏板和拖拉机挡泥板, 机舱顶盖, 前盖, 侧导板, 保险杠, 出租车驾驶舱, 拖拉机发动机罩;用于商用车辆的阀盖, 油底壳和接线入口套管。此外, 它还提供行李箱盖, 后舱盖, 后扰流板和天窗板, 以及传动轴防护罩, 安装支架, 车身防护罩和乘用车的空气动力学阻力板;太阳能电池板框架, 导电轨道支架, 抛物面反射器, 照明技术, 接地板, 以及其他车辆的输送带和存储系统。此外, 该公司还为汽车行业提供原装配件, 小型零件和系统;塑料成型件和聚氨酯涂料, 用于各种工业应用。 Polytec Holding AG 成立于 1986 年, 总部位于奥地利 Hörsching。
可比公司 6	SC UAMT SA	SC UAMT SA 在欧洲制造和销售汽车零部件。 它提供外后视镜, 踏板系统, 制动系统, 控制电缆杆, 轮键, 冲压和座椅部件, 塑料模制件和运动脚踏产品; 和锁, 挡风玻璃刮水器, 杆, 门锁, 支架和千斤顶。 该公司成立于 1951 年, 总部位于罗马尼亚的奥拉迪亚。
可比公司 7	COMPAGNIE PLASTIC OMNIUM SA	Compagnie Plastic Omnium SA 在全球范围内生产智能外部系统, 清洁能源系统和汽车模块。 该公司生产和销售汽车外部组件和模块, 包括保险杠系统和面板, 车身面板和扰流板, 后封闭系统, 前端模块和半结构和结构部件; 和塑料燃料系统和柴油减排产品。 该公司成立于 1946 年, 总部位于法国勒瓦卢瓦 - 佩雷。 Compagnie Plastic Omnium SA 是 Burelle SA 的子公司。
可比公司 8	CONTINENTAL AKTIENGESELLSCHAFT	Continental Aktiengesellschaft 成立于 1871 年, 总部位于德国汉诺威。 Continental Aktiengesellschaft 主要为全球汽车行业提供产品和服务。它通过底盘与安全, 动力总成, 内饰, 轮胎和 ContiTech 领域运营。底盘与安全部门开发, 生产和销售智能系统, 以提高驾驶安全性和车辆动态性。该部门提供先进的驾驶员辅助系统, 液压制动系统, 被动安全和感应产品以及车辆动力学产品。动力系统部门提供发动机系统, 燃料和排气管理系统, 混合动力电动车辆, 传感器和执行器以及变速器产品。内饰部门为乘用车和商用车开发和生产信息, 通信和网络解决方案, 例如车身和安全, 商用车和售后市场, 信息娱乐和连接, 仪表和驾驶员 HMI 以及智能交通系统。轮胎部门提供乘用车和轻型卡车设备,

		商用车辆和两轮轮胎，用于车辆制造和更换业务。ContiTech 部门为机器和设备工程，采矿，农业，汽车和其他行业开发，制造和销售由橡胶，塑料，金属和织物制成的智能组件和系统功能部件。该部门提供空气弹簧系统，工业流体解决方案，移动流体系统和振动控制产品，以及传送带和动力传动产品。它还为家具和建筑行业以及汽车行业提供设计，功能性的泡沫和薄膜，以及人造皮革。该公司还提供工程，业务咨询和汽车服务。
可比公司 9	LEAR CORPORATION	Lear Corporation 为全球汽车原始设备制造商设计，开发，设计，制造，组装和供应汽车座椅，配电系统和相关组件。它分为两个部分：座位和电子系统。座椅部分提供皮革和织物产品，座椅装饰罩，躺椅机构，座椅轨道和泡沫，座椅结构和机构，以及用于汽车和轻型卡车，小型车和运动型多功能车的头枕；和加热和冷却系统。电子系统部门提供配电系统，用于传输信号并管理车辆内的电力，用于传统的车辆架构，以及高功率和混合电力系统。该部门的产品包括线束，端子和连接器以及接线盒；和电子控制模块，如车身控制模块，智能接线盒，网关和无线控制模块，照明控制模块，以及音频域控制器和放大器。它还提供包括充电系统的电气化产品，该充电系统包括车载充电模块，电线组充电设备和无线充电系统；电池电子设备，包括电池断开单元，电池监控监控系统 and 集成的总电池控制模块；和其他电源管理模块，包括转换器和逆变器系统。此外，该部分还提供网络安全软件；EXO 用于自动驾驶和自动驾驶应用的先进车辆定位；用于传达实时交通信息的路边模块；用于车辆连接的蜂窝协议以及 Connexus 连接产品。此外，它还提供无线系统，例如被动进入，远程无钥匙进入和双范围/功能远程无钥匙进入系统。该公司成立于 1917 年，总部位于密歇根州南菲尔德。
可比公司 10	AUTOLIV, INC.	Autoliv, Inc. 通过其子公司为汽车行业开发，制造和供应汽车安全系统。该公司提供被动安全系统，包括用于正面碰撞安全气囊保护系统的模块和组件，侧面安全气囊保护系统，安全带，方向盘，充气机技术，电池电缆切割器，行人保护系统和儿童座椅。它在欧洲和美洲以及中国，日本和亚洲其他地区开展业务。该公司主要服务于汽车制造商。Autoliv, Inc. 成立于 1953 年，总部位于瑞典斯德哥尔摩。
可比公司 11	ADIENT PLC	Adient plc 设计，制造和销售乘用车，商用车和轻型卡车的一系列座椅系统和部件。它通过三个部门运作：座椅，座椅结构和机构（SS&M）和内饰设计。座椅部门生产用于汽车和其他移动应用的座椅系统，以及座椅系统的各种部件，包括泡沫，装饰和织物。SS&M 部门生产座椅结构和机构，以包含在由他人生产的座椅系统中。内饰设计部门生产仪表板，地板控制台，门板，顶置控制台，驾驶舱系统，装饰饰板和其他产品。该公司在美洲，欧洲，中国和国际上开展业务。Adient plc 成立于 2016 年，总部位于爱尔兰都柏林。
可比公司 12	SHILOH INDUSTRIES, INC.	Shiloh Industries, Inc. 及其子公司为全球汽车和商用车市场提供轻量化解决方案。该公司生产的部件主要用于车身结构，底盘和推进系统。其解决方案材料包括铝，镁，钢，高强度钢合金和声学层压板；车身结构部件包括减震塔，仪表板/车辆横梁，扭矩箱，隧道支架，座椅支架，座椅靠背框架，铰链支柱，升降门，车门内饰，车顶支架/车顶板，仪表板和车身侧面；和底盘系统组件，如横梁，车架导轨，轴架，轴承盖，轴盖，ptu 盖，轴管，齿轮齿条箱，转向柱外壳，转向节，链节，轮毂，转向泵，制动组件，车轮毛坯和凸缘。它还提供推进系统组件，包括电池盒和封闭件，梁轴外壳，星形齿轮架，离合器壳体，传动齿轮

		箱, 发动机气门盖, 阀体, 摇臂间隔器, 隔热罩, 排气歧管, 锥体, 挡板, 消声器外壳, 发动机油底壳, 变速箱油底壳, 前盖和变速箱盖。该公司为原始设备制造商和一级供应商提供服务。 Shiloh Industries, Inc. 成立于 1950 年, 总部位于俄亥俄州 Valley City。
可比公司 13	VISTEON CORPORATION	伟世通公司为全球汽车制造商设计, 设计和制造驾驶舱电子设备和联网汽车解决方案。该公司提供仪表组, 包括标准模拟仪表组, 用于高分辨率, 全数字, 完全可重新配置, 2-D 和 3-D 显示器设备;信息显示, 集成了一系列用户界面技术和图形管理功能;和音频和信息娱乐系统, 允许车辆乘客将他们的移动设备连接到系统并安全地访问电话功能, 听音乐, 流媒体和启用移动连接应用程序。它还提供信息娱乐解决方案, 包括 Phoenix 显示音频和嵌入式信息娱乐平台;远程信息处理控制单元, 用于实现安全连接的汽车服务, 软件更新和数据; SmartCore 是一款汽车级集成域控制器, 可提高效率, 降低功耗和成本;和平视显示器 (HUD), 例如组合器 HUD 和挡风玻璃 HUD, 它们向驾驶员提供关键信息。伟世通公司成立于 2000 年, 总部位于密歇根州范布伦镇。
可比公司 14	APTIV PLC	Aptiv PLC 及其子公司设计和制造车辆部件, 并为全球汽车和商用车市场提供电气, 电子和安全技术解决方案。它通过两个部门运营, 即信号和电源解决方案, 以及高级安全和用户体验。信号和电源解决方案部门设计, 制造和组装车辆的电气架构, 包括工程组件产品, 连接器, 接线组件和线束, 电缆管理, 电气中心以及混合高压和安全分配系统。高级安全和用户体验部门为乘客安全, 安全, 舒适和车辆操作提供关键组件, 系统和软件开发, 例如车身控制, 信息娱乐和连接系统, 主动和被动安全电子设备, 自动驾驶软件和技术, 和系统集成。该公司前身为 Delphi Automotive PLC, 于 2017 年 12 月更名为 Aptiv PLC。Aptiv PLC 总部位于爱尔兰都柏林。
可比公司 15	CHINA AUTOMOTIVE SYSTEMS, INC.	中国汽车系统有限公司通过其子公司在中国制造和销售汽车系统和部件。该公司生产用于汽车和轻型车辆的齿轮齿条式动力转向器; 用于重型车辆的整体动力转向器; 轻型车辆动力转向部件; 传感器模块; 汽车转向系统和立柱; 和汽车电子系统和零件。 它还参与北美和巴西的汽车零部件营销, 以及售后服务和研发支持服务。 该公司主要向原始设备制造客户销售其产品。 中国汽车系统有限公司成立于 2003 年, 总部位于中国武汉市。
可比公司 16	COOPER-STANDARD HOLDINGS INC.	Cooper-Standard Holdings Inc.通过其子公司 Cooper-Standard Automotive Inc.在全球范围内设计, 制造和销售密封, 燃料和制动器输送, 流体传输和抗振系统。它分为四个部分: 北美, 欧洲, 亚太地区和南美洲。该公司的密封系统包括动态和静态密封, 封装玻璃, 不锈钢装饰, 冲洗玻璃系统, 可变挤压和特殊密封产品。其燃料和制动器输送系统包括底盘和油箱燃料管线和束, 金属制动管线和束, 快速连接, 直接喷射和端口燃料轨以及管涂层。该公司的流体输送系统包括加热器/冷却液软管, DPF 和 SCR 排放管线, 脱气罐, 进气和充气产品, 变速箱油冷却软管, 以及涡轮增压器, 二次空气, 制动和离合器软管。它还提供抗振系统, 例如动力系统安装系统, 包括多状态真空可切换液压发动机, 双态电动可切换液压发动机, 传统液压和弹性安装座;和底盘悬架部件, 包括传统和液压车身底座和衬套, 以及支柱安装座, 弹簧座和缓冲器, 质量阻尼器和双硬度衬套。该公司的产品主要用于由汽车原始设备制造商和替代市场生产的乘用车和轻型卡车。 Cooper-Standard Holdings Inc.成立于 1960 年, 总部位于密歇根州诺维市。

可比公司 17	DORMAN PRODUCTS, INC.	Dorman Products, Inc. 为美国, 加拿大, 墨西哥, 欧洲, 中东和澳大利亚的汽车售后市场和大众商品市场提供汽车零部件, 汽车硬件和制动产品。它提供原始设备经销商产品, 如进气歧管, 排气歧管, 车窗调节器, 散热器风扇组件, 轮胎压力监控传感器, 废气再循环冷却器和复杂的电子模块; 流体储存器, 可变气门正时组件, 复杂电子设备和集成门锁致动器; 和紧固件, 包括放油塞, 车轮螺栓和车轮螺母。该公司还提供汽车更换零件, 包括门把手, 无钥匙遥控器和箱子, 以及门铰链维修; 用于 4-8 类车辆的重型售后零件, 包括照明, 冷却, 发动机管理和驾驶室产品。此外, 它还车队耐用应用提供解决方案; 更换底盘部件解决方案制动五金产品; 电气元件; 和特定应用的维修硬件产品。该公司向汽车售后零售商, 本地独立零件批发商, 全国通用商品连锁零售商, 和零件制造商的零件分配系统提供 OE 解决方案, HELP!, HD 解决方案, Premium Chassis, Premium, Premium RD, MAS, FirstStop, ConductTite 和 AutoGrade 品牌的产品。Dorman Products, Inc. 成立于 1978 年, 总部位于宾夕法尼亚州科尔马市。
可比公司 18	GENTEX CORPORATION	Gentex Corporation 在全球范围内提供数字视觉, 联网汽车, 可调光玻璃和防火产品。它设计, 开发, 制造和销售汽车产品, 包括为原始设备制造商, 一级汽车镜子制造商以及各种售后市场和配件客户提供用于汽车乘用车, 轻型卡车, 皮卡车, 运动型多功能车的内部和外部电致变色自动调光后视镜, 汽车电子和非自动调光后视镜。该公司还为飞机制造商和航空公司运营商制造和销售可变光可调窗户。此外, 它还提供光电烟雾探测器和报警器, 电化学一氧化碳探测器和报警器, 声光信号报警器, 以及用于办公楼, 酒店和其他商业和住宅设施的火灾探测系统的铃铛和扬声器。Gentex 公司直接销售其防火产品, 并通过销售经理和制造商代表组织向消防和安全产品经销商, 电气批发商和消防系统的原始设备制造商销售。该公司成立于 1974 年, 总部位于密歇根州的泽兰。
可比公司 19	LCI INDUSTRIES	LCI Industries 及其子公司为美国和国际上的房车 (RV) 和相邻行业的制造商制造和供应零部件。它分为两个部门: 原始设备制造商 (OEM) 和售后市场。OEM 部门为房车及相邻行业的原始设备制造商 (包括公共汽车) 制造或分销各种组件; 用于拖运船只, 牲畜, 设备和其他货物的拖车; 旅行拖车, 五轮旅行拖车, 折叠野营拖车和卡车露营车; 卡车; 浮桥船; 列车; 制造房屋; 和模块化外壳。其产品包括钢制底盘及相关部件; 车轴和悬架解决方案; 滑出机制和解决方案; 热成型浴缸, 厨房等产品; 乙烯基, 铝合金和无框窗户; 手动, 电动和液压稳定器和调平系统; 入口, 行李, 庭院和坡道门; 家具和床垫; 电动和手动进入步骤; 遮阳篷和遮阳篷配件; 电子元器件; 家电; 电视和音响系统; 导航系统; 备用相机; 和其他配件。售后市场部门为零售商, 批发分销商和服务中心提供房车及相邻行业的各种组件。它还出售替换玻璃和遮阳篷, 以满足保险要求。该公司前身为 Drew Industries Incorporated, 于 2016 年 12 月更名为 LCI Industries。LCI Industries 成立于 1962 年, 总部位于印第安纳州埃尔克哈特。
可比公司 20	STONERIDGE, INC.	Stoneridge, Inc. 为汽车, 商业, 非公路, 摩托车和农用车市场设计和制造工程电气和电子组件, 模块和系统。该公司分为三个部门: 控制设备, 电子设备和 PST。控制设备部门提供传感器, 开关, 阀门和执行器, 用于监控, 测量或激活车辆内的特定功能。电子部门提供电子仪表板, 电子控制单元和驾驶员信息系统, 基于摄像头的视觉系统, 监视器和相关产品。其产品收集, 存储和显示车辆信息, 例如速度, 压力, 维护数据, 行程信息, 操作员性能, 温度, 行

		驶距离以及与车辆性能相关的驾驶员信息。该部分的配电模块和系统调节，协调，监控和指导车辆内的电气系统的操作。 PST 部分提供车载音频和视频设备，电子车辆安全警报，便利配件，车辆监控和跟踪设备以及信息娱乐系统。它向北美，南美，欧洲和国际的各种车辆平台上的各种原始设备制造商和一级客户以及售后分销商和大型商品商，提供其产品和系统。 Stoneridge，Inc. 成立于 1965 年，总部位于密歇根州诺维市。
可比公司 21	SUPERIOR INDUSTRIES INTERNATIONAL, INC.	Superior Industries International, Inc. 为北美和欧洲的原始设备制造商设计，制造和销售铝轮。它为汽车和轻型卡车制造商提供铸铝车轮。该公司以 ATS, RIAL, ALUTEC 和 ANZIO 品牌提供其产品。 Superior Industries International, Inc. 成立于 1957 年，总部位于密歇根州南菲尔德。
可比公司 22	UNIQUE FABRICATING, INC.	Unique Fabricating, Inc. 设计和制造多种材料泡沫，橡胶和塑料部件，用于噪音，振动，声学组件，噪音管理，水和空气密封，装饰和其他功能性应用。它提供模切产品，如装饰绝缘，车顶内衬绝缘，挡泥板噪音垫，A/B/C 柱盖，仪表板密封，杯架底座，引擎盖下绝缘产品，以及加热，通风和空调（暖通空调）密封；热成型和压塑产品，包括 HVAC 空气管道，门防水罩，蒸发器衬里，控制台箱垫和挡泥板绝缘子等；和融合模塑产品，包括车内后视镜，白车身，整流罩，以及整流罩和挡泥板密封。该公司将其产品销售给北美汽车，家电，热水器和暖通空调行业的原始设备制造商和分层供应商。 Unique Fabricating, Inc. 成立于 1975 年，总部位于密歇根州奥本山。

根据上述统计情况展开分析如下：

1、可比境外上市公司主要业务板块均为汽车配件板块或其下属细分的座椅、座椅套和附件板块，覆盖了 Grammer 所属的行业板块，于行业类型层面与 Grammer 具备可比性。

2、可比境外上市公司所属资本市场均为欧洲和美国的主流资本市场，该类市场的市场成熟度、价值倍数情况均与 Grammer 所属的资本市场相类似，于所属资本市场层面与 Grammer 具备可比性。

3、可比境外公司主营业务范围涉及汽车各类内外饰零部件，Grammer 主营业务为乘用车内饰及商用车座椅系统研发、生产、销售，可比境外上市公司于主营业务类型层面与 Grammer 具备可比性。

4、Grammer 经营区域包括欧洲、中东及非洲，北美和亚太地区，基本涵盖了各可比境外上市公司所涉及的经营区域，可比境外上市公司于经营区域层面与 Grammer 具备可行性。

同时，估值人员查询了同行业可比公司盈利能力、营运能力、成长能力，并与 Grammer 进行了横向对比，对比情况如下：

		四分之一	中位值	四分之三	平均值	Grammer
盈利能力	毛利率	13.18	20.37	34.21	24.18	14.38
	总资产收益率（ROA）	3.24	5.28	8.05	5.93	4.15
	市盈率	8.21	11.89	16.26	13.62	11.80
	收入规模	780.06	2,093.76	7,495.81	6,483.18	2,084.52
营运能力	总资产周转率	1.12	1.18	1.44	1.29	1.58
	应收账款周转率	5.46	6.09	7.90	7.20	8.20
	存货周转率	5.17	7.84	10.80	9.04	10.15
	固定资产周转率	3.53	4.70	7.60	5.27	6.90
成长能力	销售收入增长率	1.22	5.59	11.38	7.19	3.69
	EBITDA 增长率	-24.11	1.63	4.63	-6.06	7.27
	净利润增长率	-23.21	-8.17	15.64	-9.26	9.81

（备注：上述数据摘自各公司 2017 年度、2018 年度财务报告）（截至核查意见出具之日全部公司均已更新了 2018 年度财务报告）

根据上述统计的指标参数展开分析如下：

1、盈利能力：通过财务数据对比可知，Grammer 的毛利率与总资产收益率均处于行业的四分之一位至中位水平之间，市盈率与收入规模则达到了中位水平，市净率指标在行业内处于上游水平，综合比较后 Grammer 的盈利能力达到了行业的水准。

2、营运能力：通过财务数据对比可知，Grammer 的周转能力指标，包括总资产周转率、应收账款周转率、存货周转率和固定资产周转率等均处于行业中位水平之上，展现出 Grammer 良好的资产运转能力，为其盈利提供了重要保障。

3、成长能力：通过财务数据对比可知，Grammer 在 2018 年度的销售收入增长率为 3.69%，净利润增长率为 9.81%，在行业内其收入与净利润的增长水平平均在中位水平左右，体现了 Grammer 较为稳健的成长能力。通过可比同行业公司的公司情况、业务开展情况分析，以及盈利能力、运营能力和成长能力的数对比，在本次对 Grammer 估值过程中选取的同行业可比公司具备高可比性，且 Grammer 的各项财务指标显示其经营水平处于行业正常水平之内。

此外，考虑到境外上市公司年报披露信息不如境内上市公司年报披露信息全面，估值人员对其进行财务指标调整会存在较高的主观判断，为了降低估值人员主观判断的不准确性，故本次估值在综合考虑可比上市公司财务指标与标的单位具备对比性的情况下，选用大数据案例的方法消除个别公司财务数据差异的影响。

综合上述两点原因，本次估值未对财务指标进行调整。

估值机构核查意见

经核查，估值机构认为，EBITDA 计算过程中所使用净利润数据不同系 SPV 公司继烨（德国）和继烨（卢森堡）损益引起；各可比公司经营性 EBITDA（LTM）由 Capital IQ 数据库计算而得，其数据来源可靠，过程正确；综合考虑被估值公司的主业情况、业务规模、所处的行业地位、主要业务开展区域、经营模式、上市地点等因素，本次交易选取可比公司具备合理性，由于目标公司财务指标与可比公司财务较为接近，本次估值未对财务指标进行调整。

问题 39.申请文件显示，本次估值人员对本次继烨（德国）要约收购 Grammer 股票的控制权溢价采用 BH 模型进行了计算，经计算，要约日前 1 个交易日、30 个交易日、60 个交易日股价溢价率分别为 17.88%、13.09%和 16.38%。估值人员经分析认为，考虑到本次要约成功，故选取本次要约的控制权溢价率选取要约交易日前 60 个交易日平均收盘价溢价率 16.38%作为控制权溢价率。请你公司补充披露：本次估值中直接使用继烨（德国）收购 Grammer 的控制权溢价率的合理性，并对比可比交易案例，补充披露使用 16.38%作为控制权溢价率的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、本次估值中直接使用继烨（德国）收购 Grammer 的控制权溢价率是合理的，主要原因如下：

首先，估值人员对控制权溢价的相关测算方式和著名研究论文进行了查阅，对于控制权溢价计量，虽然计量的方法都有所区别，但是都采用了间接估算的方法，最基本的方法主要有以下几种：

第一种是由 Barclay 和 Holderness 提出来的涉及控制权转移的大宗股权转让的控制权溢价模型，即 BH 模型。这一模型是在其论文《Private Benefits from Control of Public Corporations》中首先提出的。他们认为，大宗股权交易的溢价能够反映控制权收益，因此可以采用大宗股权转让价格与公开市场股票交易价

格的溢价水平来对控制权收益进行衡量，并对 1978-1982 年间证券交易所发生的 63 笔大宗股权交易进行了分析，发现交易价格的平均溢价水平为 20.4%。

第二种是以 Lease/McConnell 和 Mikkelson 为代表的投票权差异的控制权溢价模型，针对那些存在两种不同类型股票的公司，这两种股票现金流要求相同但投票权不同。拥有较多投票权的股票比无投票权或较少投票权的股票在市场上交易的价格要高，高出的部分则可认为是投票权的价值，亦即控制权的溢价。

第三种是由 hanouna 和 Shapiro 提出的控制权交易价格和小额股权交易价格的差额模型，并对西方七国在 1986-2000 年间发生的 9,566 宗收购案例进行分析，发现控制权交易价格平均比小额股权交易价格高出 18%左右。我国学者施东晖在此基础上进行改进模型，并实证了我国资本市场情况控制权溢价平均水平为 24%左右。

第四种是通过研究并购重组案例中 P/E 与一般市场比率的差异来研究控制权问题，由著名研究人员 Mergerstat 与 Shannon Partt 的研究成果。Mergerstat 从 1981 年开始收集美国等国家的并购重组案例的相关数据，并通过测算这些案例中 P/E 与一般市场比率的差异来研究控制权问题。后来，从 1998 年开始，Shannon Pratt 也用这一方法进行研究，他收集了从 1998 年至 2006 年的 4,711 个案例，做出的统计数据如下：

Mergerstat/Shannon Partt 控制权溢价统计表（单位：%）				
年份	控制权溢价平均值（不包含负溢价数据）	控制权溢价中位值（不包含负溢价数据）	控制权溢价平均值（包含负溢价数据）	控制权溢价中位值（包含负溢价数据）
1998	35.9	29.3	23.6	22.7
1999	46.5	32.4	40	28.7
2000	48.7	37.1	35.5	28.9
2001	52.1	35.9	34	25.9
2002	49.1	34	33.1	24.6
2003	53.9	37.7	46.2	33.3
2004	36.4	26.2	28.6	22.5
2005	33.1	24.3	23.1	16.7
2006	29.0	20.5	23.5	17.2
平均值	42.7	30.8	32.0	24.5

根据上述研究论文的论证，资产评估行业内普遍较为认可的控制权溢价率一般维持在 15%-30%之间。

然后，结合 BH 模型对本次继烨投资要约收购 Grammer 股票的控制权溢价进行了计算，要约日 前 1 个交易日、前 30 个交易日、前 60 个交易日的控制权溢价率为 17.88%、13.09%、16.38%，考虑到本次要约控制权溢价率计算结果范围属于上述研究论文论证和行业通用的控制权溢价率范围内，同时本次继烨投资通过要约收购取得了 Grammer 的控制权，其控制权溢价率受到市场的认可。

最后，估值人员分析认为虽然本次继烨投资要约收购 Grammer 股票的控制权溢价率处于行业普遍认可的控制权溢价率下限，但由于要约收购获得了市场的普遍认可，因此，估值人员认为使用该控制权溢价率是合理和客观且谨慎的。

二、对比可比交易案例的控制权溢价率参数，本次估值采用的控制权溢价率是合理的。

估值人员查询到欧洲主要交易所近几年已完成的控股权要约收购案例情况如下：

公告日	标的公司	标的公司上市交易所	收购方	收购股权比例 (%)	要约溢价率 (%)
					前一月交易 收盘价
29/03/2017	Aktiengesellschaft Biotest	德国证券交易所	Tiancheng International Investment Limited	100.00	10.57
01/08/2016	Maurel&Prom S.A. Etablissements	(巴黎) 欧洲证券交易所	PT Pertamina Eksplorasi dan Internasional Produksi	75.47	44.33
01/08/2016	Microsystems SA Tronic's	(巴黎) 欧洲证券交易所	EPCOS AG	100.00	73.91
18/05/2016	Aktiengesellschaft KUKA	德国证券交易所	International(BVI) Limited Mecca	81.05	23.06
23/11/2015	GFI Informatique SA	(巴黎) 欧洲证券交易所	Mannai Corporation Q.P.S.C.(DSM:MCCS)	51.00	36.88
06/11/2015	Ifa Systems AG	法兰克福证券交易所	Topcon Europe B.V.	50.10	29.91
17/10/2015	Diebold Nixdorf AG	法兰克福证券交易所	Diebold Nixdorf, Incorporated	69.15	34.43
09/06/2015	Hubwoo	(巴黎) 欧洲证券交易所	Perfect Commerce Holdings, LLC	100.00	26.67
17/12/2014	Me Vis Medical Solutions AG	德国证券交易所	VMS Deutschland Holdings GmbH	77.68	13.01
10/02/2014	ACCENTRO Real Estate AG	法兰克福证券交易所	ADLER Real Estate AG	92.70	79.85
平均值					37.26

由上述数据统计可见，海外市场的要约收购案例其控制权溢价平均约达到30%以上。

估值人员核实了近几年 A 股上市公司进行股权收购时，涉及控制权溢价的交易案例，具体如下：

公告日	代码	股票名称	项目名称	控制权溢价率
2019-05-09	300503	昊志机电	购买瑞士 Infranor 资产组	20.50%
2019-04-15	300268	佳沃股份	向 Australis Seafoods S.A.全面收购要约	29.00%
2018-09-27	603939	益丰药房	益丰药房收购新兴药房 86.31%股权	16.63%
2018-09-13	603966	法兰泰克	法兰泰克收购 RVH 股权	17.20%
2018-07-24	002520	日发精机	日发精机收购捷航投资 100.00%股权	31.90%
2018-06-21	000022	深赤湾 A	深赤湾 A 购买招商局港口部分股权	32.47%
2018-05-24	603818	曲美家居	曲美家居收购 EKORNESASA 股权	35.66%
2018-04-27	300662	科锐国际	科锐国际收购 Investigo Limited 股权	35.00%
2018-04-25	000031	中粮地产	中粮地产收购 VIBRANT OAK LIMITED 持有的 大悦城地产有限公司 9,133,667,644 股普通股 股份	39.44%
2017-11-27	300362	天翔环境	天翔环境收购中德天翔 100%股权	38.30%
2017-09-09	002787	华源控股	华源控股收购瑞杰科技 93.5609%股权	15.97%
2017-07-10	601919	中远海控	中远海控要约收购东方海外国际	53.20%
2017-06-27	002606	大连电瓷	大连电瓷收购紫博蓝 100%股权	15.50%
2017-05-07	000979	中弘股份	中弘股份收购 A&K 公司 90.5%股权	35.00%
2017-03-08	603808	歌力思	歌力思收购 IRO 公司的 100%股权	42.74%
2017-02-15	000887	中鼎股份	中鼎股份收购 Tristone FlowtechHolding S.A.S 100%股权	20.00%
2016-09-30	000639	西王食品	西王食品收购 Kerr Investment Holding Corp.全 部股权	25.00%
2015-12-12	600297	广汇汽车	广汇汽车收购 BAOXIN AUTO GROUP LIMITED 宝信汽车集团有限公司股权	15.00%
2015-10-23	300296	利亚德	利亚德收购 PLANAR SYSTEMS, INC.股权	29.00%
2015-06-25	002739	万达电影	万达电影购买 HG Holdco 100%的股权	20.00%
			最小值	15.00%
			四分之一位数	19.30%
			平均值	28.38%

			中位数	29.00%
			四分之三位数	35.17%
			最大值	53.20%

数据来源：上市公司公告文件

对比上述收购案例，市场通用的估值控制权溢价率中位数为 29%，平均数为 28.38%，基本处于 30.00%左右。

估值人员对继烨（德国）要约收购 Grammer 股票的控制权溢价进行了分析计算，在要约日前 1 个交易日、30 个交易日、60 个交易日分别为 17.88%、13.09% 和 16.38%。

综合上述数据情况，估值人员综合考虑本次并购交易目的，估值人员最终选取了较为谨慎的控制权溢价率 16.38%，同时估值人员分析认为对 Grammer 的要约收购整体较为成功，通过要约收购获得了超过 75%的股份，因此其自身控制权溢价率获得了欧洲市场的认可，能合理反映 Grammer 的控制权溢价率。

估值机构核查意见

经核查，估值人员已对控制权溢价著名研究论文论证和行业通用的控制权溢价率进行查证，并对比可比交易案例的控制权溢价率参数，本次交易所使用控制权溢价率具备合理性。

问题 40.请你公司补充披露可比交易案例比较法估值下，可比案例的选择过程；并对比可比案例的交易背景、股权收购比例、收购双方所处行业情况、经营规模、股权关系、收购时点大盘和行业平均估值水平等，补充披露可比案例选择的合理性，是否具有真正可比性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：经核查，本次可比交易案例法估值过程中，估值人员在选取可比案例时，主要考虑了以下几点因素：

1、时效性：估值人员从 Capital IQ 系统选取交易案例时，主要选取 2017 年度和 2018 年度的交易案例；

2、区域性：Grammer 为德国上市公司，处于欧洲资本市场，考虑到不同资

本市场间存在较大的区域差异，故估值人员选取的交易案例均来源于欧洲资本市场；

3、关联性：Grammer 主营业务为汽车座椅及内饰的制造销售，属于汽车零部件行业板块，充分考虑可比案例的业务关联性后，本次选取的相关案例标的资产均属于汽车零部件板块；

4、可比性：估值人员查询 Capital IQ 系统以及公开市场信息，大部分欧洲市场的收购案例并未公开详细财务数据，缺少财务数据支撑的情况下估值人员无法合理关注并分析交易的实际情况，故本次最终选取的交易案例均为收购成功并公开财务数据的案例；

5、特殊性：本次交易中，上市公司获取了 Grammer 的控制权，故本次估值应选取同样具备控制权的交易案例作为可比对象。

综上所述，估值人员使用 Capital IQ 系统对欧洲市场近两年汽车零部件板块的股权交易案例进行收集，最终选取 8 项成功完成收购并能取得公开财务数据的控制权并购案例。

可比案例的股权收购比例、收购方所处行业等信息补充如下：

序号	被收购方	收购方	收购比例%	收购方所处行业	公布日期
1	Autoclima Spa	Indel B S.p.A.	100.00	汽车零部件	Jul-31-2017
2	Geiger Fertigungstechnologie GmbH	Zhejiang Tielu Clutch Co., Ltd.	100.00	汽车零部件	May-23-2018
3	Joint-Stock Company Tutaev Motor Plant	KAMAZ Publicly Traded Company	32.13%	重卡制造	Feb-16-2018
4	Nordic Forum Holding	Mekonomen AB (publ)	100.00	汽车和卡车零件	Jul-06-2018
5	Reydel Automotive France SAS	Samvardhana Motherson Automotive Systems Group B.V.	100	汽车零部件	Apr-02-2018
6	SEG Automotive Germany GmbH	China Renaissance Capital Investment, Chizhou Zhongan Zhaoshang Equity Investment LLP, Zhengzhou Coal Mining Machinery Group Company Limited	100	汽车零部件制造	May-02-2017
7	SHW AG (DB:SW1)	SHW Beteiligungs GmbH	0.82	汽车和卡车零件	Feb-19-2018
8	smk systeme metall	Kaizhong Deutschland GmbH	100	电气机械和器	May-01-2018

kunststoff gmbh & co. kg			材制造业	
--------------------------	--	--	------	--

由上述信息统计可知，该 8 项可比交易案例的收购方均为汽车零部件及相关行业，其通过股权交易获取了被收购单位的控制权。

经核实，该 8 项案例的交易背景均为同业公司为提高企业竞争力、扩大业务布局以及开拓新市场进行的并购事项，如其中案例 2、案例 6 和案例 8 分别为国内上市公司铁流股份购买 Geiger 公司股权案例、郑煤机购买 SG Holding 公司股权案例以及凯中精密收购 SMK 公司股权案例，经查询公告信息，上述 3 家公司的收购背景及收购目的如下：

1、Indel B S.p.A 协议收购 Autoclima Spa

2017 年 7 月 31 日，Indel B S.p.A（BIT：INDB）与 F.T.S 签署了一份具有约束力的初步协议，用以花费 3140 万欧元从 F.T.S. Spa Ferrero Turbo Service and others 全面收购 Autoclima Spa。

Autoclima Spa 公司成立于 1963 年，总部位于意大利坎比亚诺。是一家汽车零部件生产企业，为车辆设计和生产空调系统。他为轻型车辆和卡车、公共汽车、特种车辆、农用和掘土机、火车和地铁、军用车辆和直升机提供停车冷却器、空调系统和运输冰箱。截至 2016 年 12 月 31 日，该公司的收入和 EBIDTA 分别为 2900 万欧元和 380 万欧元。

2、浙江铁流离合器有限公司协议收购 Geiger Fertigungstechnologie GmbH

浙江铁流离合器有限公司（上海证券交易所股票代码：603926）于 2018 年 5 月 23 日以 3800 万欧元的价格从 GM Tec Industries Holding GmbH, DAUN & CIE Aktiengesellschaft 和 ATLAS Textilverwaltungs-GmbH 收购了 Geiger Fertigungstechnologie GmbH。

Geiger Fertigungstechnologie GmbH 公司成立于 1960 年，总部位于德国巴特斯菲尔德。主要在德国为汽车和金属加工行业生产车削和铣削零件，产品包含电气件、柴油直喷器、汽油直喷器、自动变速器、螺杆泵、驱动工程、传感器技术、电机和凸轮轴等。截至 2018 年 3 月 31 日，总资产为 3260 万欧元，净资产为 1290 万欧元，营业收入为 5202 万欧元，EBITDA 为 711 万欧元，息税前利润为 390 万欧元，净利润为 320 万欧元。

3、KAMAZ Publicly Traded Company 要约收购 Joint-Stock Company

Tutaev Motor Plant

KAMAZ Publicly Traded Company (MISX: KMAZ) 于 2018 年 2 月 14 日以 7320 万卢布的价格要约收购了 Tutaev Motor Plant 股份公司的剩余 32.13% 股权。Joint-Stock Company Tutaev Motor Plant 成立于 1986 年，总部位于俄罗斯图塔耶夫，主要生产和销售汽车发动机，他的产品涵盖汽车发动机、工业发动机、拖拉机发动机、特殊发动机和变速箱，同时还提供发动机维修服务以及用碳钢合金制造钢坯和锻件。

4、Mekonomen AB 协议收购 Nordic Forum Holding

Mekonomen AB (publ) (OM: MEKO) 在 2018 年 7 月 6 日签订了以约 4 亿欧元的价格从 Hella holding international GmbH 收购 Nordic Forum Holding 的协议。

Nordic Forum Holding 制造汽车配件和工具，截至 2018 年 5 月，合并 EBITDA 为 4.17 亿瑞典克朗（4050 万欧元）。

5、Samvardhana Motherson 协议收购 Reydel Automotive France SAS

Samvardhana Motherson 汽车系统集团公司于 2018 年以约 2 亿美元的价格从 Cerberus Capital Management, L.P 收购 Reydel Automotive France SAS。

Reydel Automotive France SAS 公司成立于 1914 年，总部设在法国的鲁宾逊。为世界各地的汽车制造商设计、开发、工业化和制造完整的功能模块化内饰系统。它提供驾驶舱模块、仪表板、门板、控制台模块、装饰件和定制解决方案。截至 2017 年 12 月 31 日年度，Reydel Automotive France SAS 报告收入为 10.5 亿美元，EBITDA 为 6800 万美元。

6、郑州煤矿机械集团有限公司、池州中安招商股权投资有限公司及中国复兴资本投资联合收购罗伯特博世投资荷兰 BV 持有的罗伯特博世起动机发电有限公司

郑煤机联合中安招商、崇德资本通过上市公司控制的 SMG 卢森堡公司所下设的全资下属企业 New Neckar Autoparts Holdings and Operations GmbH & Co. KG，以现金方式向交易对方购买其所持有的 SEG Automotive Germany GmbH 100% 股权。SEG Automotive Germany GmbH 全球有 8,000 名员工，分布在 14 个国家的 16 个地点，为整车厂提供电机系统。

7、SHW Beteiligungs GmbH 要约收购 SHW AG

SHW Beteiligungs GmbH 于 2018 年 2 月 19 日以 5790 万欧元向股东邀约收购 SHW AG (DB: SW1) 的额外 25.72% 股权。该交易目的是将现有的股权比例从 49.38% 提高至 75.1%，最后于 2018 年 5 月 16 日要约获得了 0.82% 股权。

SHW AG 成立于 1365 年，总部位于德国阿伦。公司服务于汽车、商用车、农业机械、建筑机械的制造商以及其他汽车供应商。主要生产泵和发动机组件，以及制动盘。泵和发动机组件部分提供可变机油泵、控制机油泵、电子泵、主变速器机油泵、带或不带平衡轴的机油/真空泵和乘用车的凸轮轴相位器、卡车和非公路应用的变速器和工业泵，以及粉末冶金产品包括用于降低油耗的可变油泵的烧结调整环和转子、钢和铝粉的凸轮轴相位器部件以及无齿隙齿轮系统。制动盘部分开发和生产整体式通风制动盘和复合制动盘。

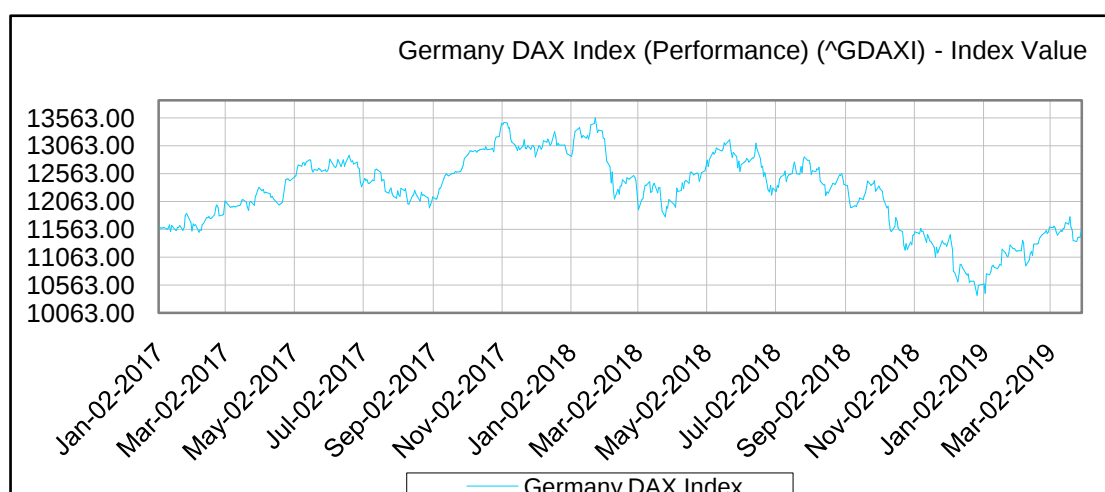
8、Kaizhong Deutschland GmbH 协议收购 Smk Systeme Metall Kunststoff GmbH & Co. Kg

Kaizhong Deutschland GmbH 于 2018 年 4 月 27 日以 2540 万欧元的价格签署了从 Heinz Veigel, Joachim Veigel 和 Thomas Bächner 收购 Smk Systeme Metall Kunststoff GmbH & Co. Kg 的股权收购协议。

截至 2017 年 12 月 31 日年度，Smk Systeme 报告总资产为 4340 万欧元，净资产为 10 万欧元，营业收入为 7170 万欧元，EBITDA 为 747 万欧元，净利润为 240 万欧元。

综合上述分析，所选取的案例均为汽车零部件制造行业的控股权交易案例，标的企业均位于欧洲市场，交易案例均为近两年的并购案例，具备时效性、去一下、关联性、可比性，故作为可比交易案例是合理的。

估值人员还查询了德国 DAX30 指数，上述案例完成交易时间均在 2017 年至 2018 年的时间跨度内，同时期德国资本市场的波动如下所示，德国资本市场



发展历史悠久，市场参与者以机构投资者为主，投资行为较为成熟，是一个成熟的资本市场，该时间段内未出现较大幅度的股指偏离情况。

综上所述，估值机构认为本次估值选取的可比交易案例与上市公司收购 Grammer 的交易背景、收购关系以及行业关联度均非常相近，因此选取上述案例合理。

估值机构核查意见

经核查，估值机构认为，本次估值选取的可比交易案例与上市公司收购 Grammer 的交易背景、收购关系以及行业关联度均非常相近，因此可比交易案例比较法选取之案例合理。

问题 41. 申请文件显示，本次交易中，选取 2008 年折扣率中位值 19.20% 作为缺少流动性折价率参数。请你公司补充披露：结合本次交易估值基准日、资本市场近年发展变化情况等，补充披露本次估值中选取 2008 年折扣率中位值的原因，该数据是否能充分反映被评估资产的真实情况。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：本次估值中，采用可比交易案例比较法对 Grammer 进行估值时，由于 Grammer 是一家上市公司，而可比交易案例公司均为非上市公司，缺乏市场流通性，因此在测算企业价值倍数的基础上需考虑流动性折扣以反映 Grammer 作为上市公司具备的市场流动性价值。

经核查，关于流动性折扣的取值，目前通用的研究缺乏流动性折扣主要方式或途径包括以下两种：一种是限制性股票交易价值研究途径，一种是 IPO 前交易价格研究途径。但由于国内对于这方面的研究和数据分析也刚刚起步，相关研究结论较少，缺少较新的且准确可靠的通用数据结论。

估值人员收集了国内上市公司进行收购的公开案例，流动性折扣率的分析路径通常有下列几种：

1、Valuation Advisors LLC (VA) 建立了一个包含超过 3,500 个 pre-IPO 交易的数据库(这些交易都是发生在 IPO 前 2 年)，根据其研究结果，在 2008-2012 年间的 pre-IPO 交易中，交易时间分别为 IPO 前 0-3 个月、4-6 个月、7-9 个

月、10-12 个月、1-2 年的交易的流动性折扣分别为 16.82%、28.93%、37.85%、45.39%、46.96%，平均为 35.19%。（摘自昊志机电公告：南京证券股份有限公司关于公司重大资产购买所涉及的瑞士 Infranor 资产组之估值报告）

2、按照目前证监会行业分类为“金融业”的全部 96 家金融行业上市公司上市发行价与上市后 30 个交易日、60 个交易日、90 个交易日收盘价之间的关系，测算流动性折扣率平均值为 23.80%。（摘自中国中期公告：汇丰前海证券有限责任公司关于公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之估值报告）

3、关于非流动性折扣率取值或区间问题，国外 EVCA(欧洲风险投资协会)估值指南规定的最低水平为 25%，英国风险投资协会（BVCA)估值指南认为的合理区间在 10%-30%之间，瑞士私募权益调查报告中的区间为 20%-35%，平均折扣率为 28%。（摘自海航控股公告：拟出售持有的“AtlanticGateway”公司 20%股权所涉及的葡萄牙航空公司（TAP）股东全部权益价值项目估值报告）

4、《Measuring the Discount for Lack of Marketability for Non-controlling, Nonmarketable Ownership Interests》中的 Valuation Advisors Pre-IPO Study 研究，并综合考虑被估值企业的特点及基准日证券市场状况，根据 Business Valuation Resource 的统计数据，选取 2009 年以来全球市场公司 IPO 前 2 年内发生的股权交易的价格与 IPO 后上市后交易价格差异的均值 32.7%。（摘自上海莱士公告：拟购买 Grifols Diagnostic Solutions Inc.股权项目估值报告）

5、经验判断，美国市场上非流通性控股权转让的流动性折扣一般在 9%-36%。（摘自新开源公告：博爱新开源生物科技有限公司长期股权投资之二级子公司 BioVision,Inc.股东全部权益价值资产评估说明）

估值人员收集近期上市公司股权收购案例中流动性折扣率的选取数据，具体如下：

公告日	上市代码	代码简称	项目名称	流动性折扣率
2019-05-09	300503	昊志机电	昊志机电：南京证券股份有限公司关于公司重大资产购买所涉及的瑞士 Infranor 资产组之估值报告	35%
2019-05-07	000996	中国中期	中国中期：汇丰前海证券有限责任公司关于公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之估值报告	25%
2019-03-15	600221	海航控股	海航控股：拟出售持有的“AtlanticGateway”公司 20%股权所涉及的葡萄牙航空公司（TAP）股东全部权益价值项目估值报告	35%

2019-03-08	002252	上海莱士	上海莱士：拟购买 Grifols Diagnostic Solutions Inc. 股权项目估值报告	32.70%
2018-09-28	300109	新开源	新开源：博爱新开源生物科技有限公司长期股权投资之二级子公司 BioVision, Inc. 股东全部权益价值资产评估说明	25%
2018-09-13	603966	法兰泰克	法兰泰克：RVH 股权项目估值报告	60%

由上述数据可见，近期常见的流动性折扣率选取平均数约为 35%，但估值人员分析，由于流动性折扣率的取值目前国内缺少估值行业公认标准，取值的数值跨度较大，但其对估值的影响却非常重大，因此综合考虑后，本次估值采用 Pro-IPO 研究方法，选取 2008 年统计的 IPO 前 180 天左右折扣率中位值 19.20% 作为缺少流动性折价率。

由于受限于估值参数获取的资料更新情况，相较于估值时点 2018 年年底，以及资本市场的变化发展，该参数可能存在差异，但一方面，参考英国风险投资协会（BVCA）估值指南认为的合理区间 10%-30% 之间，该流动性折扣率取值具备一定合理性；另一方面，根据估值计算公式 $E = P \times S_0 \times (1+K) / (1-\text{缺少流动性折扣率})$ ，估值结果与缺少流动性折扣率呈正相关关系，本次取值（19.20%）小于常见的取值水平（35%），因此使该估值结论的计算过程更为稳健。

综上所述，估值机构认为该流动性折扣率的取值较为谨慎，具备一定合理性。

估值机构核查意见

经核查，估值机构认为，结合国内上市公司进行收购的公开案例，本次估值选取的流动性折扣率较为谨慎，具备一定合理性。

问题 42. 请你公司补充披露本次对 Grammer 公司进行市场法评估时，采用 Capital IQ 系统进行筛选可比公司的原因，并量化分析采用其他主流系统筛选可比公司对本次交易评估值的影响。

答复：市场上主流的证券查询系统主要为同花顺 ifind、Wind 系统、Bloomberg 系统及 Capital IQ 系统。

其中，同花顺 ifind 和 Wind 系统只能查询沪深市场的上市公司信息，而本次估值的目标公司为 Grammer，是一家位于德国的上市公司，其资本市场位于欧洲，其主要业务分布于欧洲、美洲和亚太地区，故如采用同花顺 ifind 和 Wind

系统查询的中国境内市场上市公司价值倍数和财务数据，无法合理的反应目标公司的市场价值。故本次估值并未使用上述 2 个系统。

Capital IQ 平台系统的具体介绍如下：

Capital IQ 平台是标普国际（S&P Global）旗下三大业务单元之一 S&P Global Market Intelligence 的数据库产品，是资本市场数据信息提供商，为多家世界领先的投资银行、私募基金、保险公司、对冲基金、资产管理公司所使用。

Capital IQ 平台覆盖全球 99.8%的上市公司和两百三十多万家非上市公司信息。收录的数据包括实体层面的经营数据、历史财务数据、预测财务数据、股东信息及变动、企业树状图、固收产品数据和债务结构、人员构成及管理层信息、券商研究报告等。

基于数据平台，Capital IQ 开发了一系列分析工具，帮助使用者进行分析，包括 Screening（高级筛选工具）、Excel Plug-in（Excel 数据倒入插件）、Chart Builder(图表绘制工具)等。

Capital IQ 与 Bloomberg 的产品差异：

	Capital IQ	Bloomberg
使用便捷度	纯网页形式，无需绑定终端或电脑，使用灵活，适合经常出差做项目使用	绑定终端形式，出差做项目时无法使用
覆盖范围	海外市场 + 国内市场	海外市场 + 国内市场
	一级市场数据全面，配合二级市场信息	少量一级市场数据，二级市场信息全面
	覆盖全球 99%的上市公司公司，约 520 万家非上市公司（100 万家有财务数据），近 2 万家私人资本公司	覆盖全球超过 3.5 万余家上市公司，部分非上市公司
数据质量	由自有团队进行数据采集及加工，数据来源统一，数据准确度高，误差率较低	二级市场报价等数据更新速度为同行业最快
	超过 5000 个财务数据点	近 2000 个财务数据点
	财务数据进行过标准化处理，符合国际市场数据分析习惯，便于同行业不同地区公司的横向比较	需用户手工对财务数据进行标准化处理

	数据透明度高,绝大部分财务指标能够直接查看计算过程并链接到年报等数据出处	数据透明度高,绝大部分财务指标能够直接查看计算过程并链接到年报等数据出处
--	--------------------------------------	--------------------------------------

综合上述情况，Capital IQ 与 Bloomberg 均是行业内主流系统，数据覆盖范围全面，包含全球各类资本市场、数据采集质量高同时数据透明度高，也便于横向对比。但由于 Bloomberg 无法移动使用，需要绑定终端，标的资产位于境外，核查过程中考虑到商旅出行的便捷性要求，估值机构最终选取了 Capital IQ 作为数据检索平台。综合上述情况，本次估值仅使用了 Capital IQ 平台。

估值机构借用了 Bloomberg 平台，对可比公司筛选过程进行了复核分析，选用相同的筛选标准，结合使用 Bloomberg 平台与 Capital IQ 平台对可比公司进行了合理筛选后，可比上市公司案例为 16 个（剔除异常极值 1 个，可比公司数量的差异主要为不同的平台对上市公司的所属行业细分市场分类略有区别），使用同口径计算后的 EV/EBITDA 价值倍数平均值为 6.21，中位值为 5.92，与本次估值使用的 5.99 十分接近差异率在-1.20%至 3.67%之内，故估值人员认为本次筛选案例是合理的。

估值机构核查意见

经核查，估值机构认为，Capital IQ 及 Bloomberg 均系主流证券查询系统，通过 Bloomberg 平台所取得 EV/EBITDA 价值倍数与本次估值所使用之倍数不存在较大差异。

（本页无正文，为《上海东洲资产评估有限公司关于宁波继峰汽车零部件股份有限公司发行可转换公司债券、股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易申请文件一次反馈意见回复之核查意见》（修订稿）之签章页）

上海东洲资产评估有限公司

经办估值人员_____

中国·上海

年 月 日