

广发证券股份有限公司

关于

HTL INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED

股东全部权益价值

估值报告



二〇一六年二月

释 义

一、一般术语		
广发证券、估值机构、我们、独立财务顾问	指	广发证券股份有限公司
公司、上市公司、宜华木业、收购方	指	广东省宜华木业股份有限公司
理想家居	指	宜华木业在香港设立的全资子公司理想家居国际有限公司（IDEAL HOMES INTERNATIONAL LIMITED）
华达利、标的公司、估值对象	指	HTL INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED
BEM	指	华达利的控股股东BEM HOLDINGS PTE LTD.
估值报告、本报告	指	《广发证券股份有限公司关于HTL INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED股东全部权益价值估值报告》
新加坡法院	指	新加坡共和国高等法院
新加坡证券交易所	指	SINGAPORE EXCHANGE
马来西亚证券交易所	指	BURSA MALAYSIA BERHAD
纽约证券交易所	指	NEW YORK STOCK EXCHANGE
奥斯陆证券交易所	指	OSLO BØRS
新加坡证券理事会	指	SECURITIES INDUSTRY COUNCIL (SIC)
《新加坡公司法》	指	COMPANIES ACT (CHAPTER 50)（《新加坡法律第50章——公司法》）
法院方案	指	华达利拟根据《新加坡公司法》第210条就理想家居的收购向股东提议的安排计划
本次收购、本次交易	指	宜华木业通过在香港设立的全资子公司理想家居，根据《新加坡公司法》以法院方案收购的方式，收购设立于新加坡并于新加坡证券交易所上市的华达利的全部股份
《收购协议》	指	《广东省宜华木业股份有限公司与BEM HOLDINGS PTE LTD及PHUA YONG TAT, PHUA YONG PIN, PHUA YONG SIN关于华达利国际控股有限公司之收购协议》
正中珠江	指	广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）
基准日、估值基准日	指	中国北京时间2015年12月28日，正文时间均为北京时间
新元	指	新加坡元
元	指	人民币元
二、专业术语		
软体家具	指	主要由弹性材料（如弹簧、蛇簧、拉簧等）和软质材料（如棕丝、棉花、乳胶海绵、泡沫塑料等），辅

	<p>以绷结材料（如绷绳、绷带、麻布等）和装饰面料及饰物（如棉、毛、化纤织物及牛皮、羊皮、人造革等）制成的各种软家具。软体家具主要包括沙发、软床、床垫和餐椅等，其主体架构以木料或五金件为支撑，内部通过海绵等软质材料填充，表面经皮或布包覆而成。</p>
--	---

估值机构声明

一、广发证券股份有限公司作为本次交易中广东省宜华木业股份有限公司的独立财务顾问及估值机构，在执行估值工作中，遵循了相关中国法律法规，恪守独立、客观和公正的原则；根据广发证券在估值工作过程中收集的资料，估值报告陈述的内容是客观的。

二、本估值报告为广发证券根据《上市公司重大资产重组管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组（2014 年修订）》等上市公司重大资产重组相关法规和规范性文件的要求出具，仅供宜华木业股东就本次交易相关事宜使用。本报告中的观点不构成对任何第三方（包括但不限于标的公司股东）的建议、推荐。

三、我们出具的估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制，估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件及其对估值结论的影响。

四、就报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对标的公司及其子公司、分支机构的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对标的公司未来财务、业务或其他方面的发展前景发表任何意见。

六、在形成本估值报告的过程中，我们并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。

七、本报告的观点仅基于财务分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑。本报告亦不对收购完成或失败后标的公司的股价表现做出评价。上述因素超出了本报告的考察范围和职责范围。

八、本报告中的可比公司分析并未覆盖标的公司所有潜在的可比公司。投资者应注意与可比公司的比较分析仅能作为截至 2015 年 12 月 28 日对标的公司潜在价值的示意性分析。

估值报告摘要

重要提示

本摘要内容摘自估值报告正文，欲了解本估值项目的详细情况和合理解释估值结论，应认真阅读估值报告正文

广发证券股份有限公司根据有关法律、法规，遵循独立、客观、公正的原则，按照必要的估值程序，对 HTL International Holdings Limited 的股东全部权益在估值基准日的市场价值进行了估值。现将估值报告摘要如下：

估值目的：广东省宜华木业股份有限公司拟收购 HTL International Holdings Limited 全部股权，本报告为宜华木业重大资产购买提供价值参考意见，分析本次收购的价格是否合理。

估值对象：HTL International Holdings Limited 股东全部权益价值。

估值基准日：2015 年 12 月 28 日（中国北京时间，下同）

价值类型：市场价值

估值方法：市场法

估值结论：本估值报告主要采用相对估值法对本次收购报价的合理性进行分析。结合前述分析，本估值机构认为本次交易的收购价格每股 1.00 新元较为合理，能够反映标的公司的公允价值，同时充分考虑了标的公司的市场价格。

本估值报告仅为估值报告中描述的经济行为提供价值参考依据，估值结论的使用有效期限自估值基准日 2015 年 12 月 28 日起一年有效。

估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件、特别事项说明及其对估值结论的影响。

目录

释 义	1
估值机构声明	3
估值报告摘要	4
第一章 背景介绍	6
一、委托方、被估值单位及业务约定书约定的其他本报告使用者	6
二、本次交易基本情况	11
三、估值目的	12
四、估值对象	12
五、估值基准日	12
第二章 估值思路及方法选择	13
一、估值思路及方法的选择	13
二、上市公司比较法估值分析	14
三、标的公司估值合理性分析	34
第三章 估值假设	37
一、一般假设	37
二、特殊假设	37
第四章 估值结论	39
一、估值结论及其分析	39
二、估值报告使用限制说明	39

第一章 背景介绍

一、委托方、被估值单位及业务约定书约定的其他本报告使用者

(一) 广东省宜华木业股份有限公司

1. 公司基本情况

公司名称	广东省宜华木业股份有限公司
公司英文名称	Guangdong Yihua Timber Industry Co., Ltd.
股票上市地	上海证券交易所
证券代码	600978
证券简称	宜华木业
企业性质	股份有限公司
注册地址	广东省汕头市澄海区莲下镇槐东工业区
办公地址	广东省汕头市澄海区莲下镇槐东工业区
注册资本	148,287.00 万元
实收资本	148,287.00 万元
法定代表人	刘绍喜
邮政编码	515834
联系电话	0754-85100989
传真	0754-85100797
公司网站	www.yihuatimber.com
经营范围	从事本企业生产所需自用原木的收购及生产、经营不涉及国家进出口配额及许可证管理的装饰木制品及木构件等木材深加工产品。
成立日期	2001年05月31日
营业期限	2001年05月31日至长期

2. 股权结构及变更情况

(1) 宜华木业设立

公司的前身是澄海市泛海木业有限公司，成立于 1996 年 12 月 4 日，是一家依法设立的中外合资经营企业，2000 年 8 月 16 日变更企业名称为“广东泛海木业有限公司”（以下简称“广东泛海”）。

2001 年 2 月广东泛海完成股权变更手续，注册资本变更为 16,000 万港元，其中宜华集团出资 8,960 万港元，占注册资本的 56%；荣科国际投资有限公司出资 6,400 万港元，占注册资本的 40%；澄海市捷和贸易有限公司出资 320 万港元，占注册资本的 2%；澄海市源兴实业有限公司出资 160 万港元，占注册资本的 1%；澄海市诚艺实业有限公司出资 160 万港元，占注册资本的 1%。

2001 年 4 月 27 日，经中华人民共和国对外贸易经济合作部《关于广东泛海木业有限公司改制为外商投资股份有限公司的批复》（外经贸资二函[2001]427 号）批准，广东泛海以 2000 年 12 月 31 日经审计的净资产 184,329,093 元，按 1: 1 比例折股，依法变更为“广东省宜华木业股份有限公司”，注册资本为 184,329,093 元，并于 2001 年 5 月 31 日在广东省工商局取得《企业法人营业执照》，注册号企股粤总副字第[003234]号。公司成立时，原广东泛海股东为股份有限公司股东，股权结构如下：

股东	股份数（股）	股权比例（%）
宜华企业（集团）有限公司	103,224,292	56.00
荣科国际投资有限公司	73,731,637	40.00
澄海市捷和贸易有限公司	3,686,582	2.00
澄海市源兴实业有限公司	1,843,291	1.00
澄海市诚艺实业有限公司	1,843,291	1.00
总计	184,329,093	100.00

（2）宜华木业上市以来股本变化情况

2005 年 5 月 9 日，经公司 2004 年度股东大会决议通过，公司以 2004 年 12 月 31 日的总股本 251,329,093 股为基数，按每 10 股转增 2 股的比例将资本公积转增为股本，转增后股本为 301,594,911 股。2005 年 8 月 17 日，商务部作出《关于同意广东省宜华木业股份有限公司增资的批复》（商资批[2005]1717 号），批准公司注册资本增至 301,594,911 元。2005 年 10 月 27 日办理了工商变更登记，变

变更后注册资本为 301,594,911 元，变更后的注册资本业经正中珠江“广会所验字[2005]第 5101970005 号”《验资报告》验证。

2005 年 11 月 25 日，公司股权分置改革相关股东会议审议通过了股权分置改革方案，由公司非流通股股东以支付股份的方式向持有公司流通股份的股东作出对价安排，流通股股东每持有 10 股流通股获得 3 股股票对价，非流通股股东共向流通股股东支付对价 2,412 万股。该股权分置改革方案获商务部“商资批[2005]3042 号”文批准，并于 2005 年 12 月实施完毕。该方案实施后公司总股本仍为 301,594,911 股，公司发起人持有的非流通股性质变更为有限售条件的流通股，持股比例由 73.34%减至 65.34%。

2006 年 5 月 9 日，经公司 2005 年度股东大会决议通过，公司以 2005 年 12 月 31 日的总股本 301,594,911 股为基数，按每 10 股转增 2 股的比例将资本公积转增为股本，转增后股本为 361,913,893 股。变更后注册资本为 361,913,893 元。该转增事项已于 2006 年 9 月 13 日获商务部“商资批[2006]1842 号”批准，变更后的注册资本业经正中珠江“广会所验字[2006]第 0602520012 号”《验资报告》验证。2006 年 12 月 7 日，广东省工商局核准了公司的上述变更事宜。

2006 年 11 月，经 2006 年度第二次临时股东大会审议，并于 2007 年 3 月 19 日经中国证监会“证监发行字[2007]56 号”文核准，公司向特定对象以非公开方式发行不超过人民币普通股（A 股）100,000,000 股，增发后股本总数为 461,913,893 股。所募集资金业经正中珠江“广会所验字[2007]第 0701090015 号”《验资报告》验证。2007 年 7 月 11 日，商务部作出《关于同意广东省宜华木业股份有限公司增资的批复》（商资批[2007]1170 号），批准公司注册资本增至 461,913,893 元。2007 年 7 月 31 日，广东省工商局核准了公司的上述变更事宜。

经公司 2007 年 9 月 12 日召开的 2007 年度第三次临时股东大会审议通过，公司以截至 2007 年 6 月 30 日的总股数 461,913,893 股为基数，实施资本公积金转增股本方案，向全体股东每 10 股转增股本 4.5 股。实施后公司的股份总额增加至 669,775,145 股。商务部 2008 年 1 月 15 日作出《关于同意广东省宜华木业股份有限公司增资的批复》（商资批[2008]13 号），批准公司注册资本增至

669,775,145 元。2008 年 4 月 24 日，正中珠江出具《验资报告》（广会所验字[2008]第 0800870012 号），审验认为：截至 2008 年 4 月 24 日止，公司已将资本公积金 207,861,252 元转增股本。2008 年 5 月 19 日，广东省工商局核准了公司的上述变更事宜。

经公司 2008 年 4 月 11 日召开的 2007 年度股东大会审议通过，公司以截至 2007 年 12 月 31 日的总股数 669,775,145 股为基数，实施资本公积金转增股本方案，向全体股东每 10 股转增股本 5 股。实施后公司的股份总额增至 1,004,662,718 股。2009 年 1 月 5 日，广东省对外贸易经济合作厅作出《关于外商投资股份制企业广东省宜华木业股份有限公司增加注册资本和修改章程的批复》（粤外经贸资字[2009]12 号），批准公司注册资本增至 1,004,662,718 元。2009 年 6 月 29 日，广东省工商局核准了公司的上述变更事宜。

经中国证监会 2010 年 9 月 20 日下发的《关于核准广东省宜华木业股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可[2010]1323 号）核准，公司于 2010 年 10 月 21 日向浙江商裕阳光创业投资有限公司等 10 家特定投资者非公开发行 14,800 万股（A 股），每股票面金额 1.00 元，每股发行价 5.7 元。本次发行完成后，公司的总股本增至 1,152,662,718 股。前述股本总额已经正中珠江 2010 年 10 月 23 日出具《验资报告》（广会所验字[2010]第 09005750118 号）验证。2011 年 1 月 30 日，广东省对外贸易经济合作厅作出《关于外商投资股份制企业广东省宜华木业股份有限公司增资的批复》（粤外经贸资字[2011]58 号），批准公司注册资本增至 1,152,662,718 元。2011 年 2 月 15 日，广东省工商局核准了公司的上述变更事宜。

经中国证监会 2013 年 9 月 24 日下发的《关于核准广东省宜华木业股份有限公司配股的批复》（证监许可[2013]1218 号）核准，公司于 2014 年 2 月向全体股东配售 A 股股份 330,207,286 股，每股价格 4.03 元。本次配股完成后，公司的总股本增至 1,482,870,004 股。前述股本总额已经正中珠江 2014 年 2 月 26 日出具《验资报告》（广会验字[2014]第 G14006680010 号）验证。2014 年 7 月 4 日广东省商务厅作出《广东省商务厅关于外商投资股份制企业广东省宜华木业股份有

限公司转为内资股份制企业的批复》(粤商务资字[2014]267号), 批准公司转为内资企业。2014年8月11日, 广东省工商局核准了公司的上述变更注册资本事宜。

(二) HTL International Holdings Limited

1. 标的公司基本情况

公司名称	HTL International Holdings Limited
股票上市地	新加坡证券交易所
证券代码	H64
注册地址	11 Gul Circle, Singapore 629567
办公地址	11 Gul Circle, Singapore 629567
首席执行官	Phua Yong Tat
公司网站	http://www.htlinternational.com
成立日期	1989年9月28日

2. 标的公司经营情况

1976年, Phua Yong Pin 及其两位兄弟在新加坡创立了沙发制造厂, 主要从事 PVC 沙发的生产并在新加坡销售。上个世纪八十年代, 标的公司创业团队通过从德国获取的设计和技术能力, 拥有了制造皮制软体家具的能力。同时, 标的公司创业团队在马来西亚设立了第一家海外制造厂, 并尝试进行国际化销售, 进入了香港、澳大利亚和日本等地的家具市场, 开始将业务和市场延伸到海外。1989年9月, 标的公司华达利的前身 Hwa Tat Lee Holdings Limited 正式成立。

1993年, 华达利的前身 Hwa Tat Lee Holdings Limited 在新加坡证券交易所上市。2000年, 华达利的前身 Hwa Tat Lee Holdings Limited 更名为 HTL International Holdings Limited, 即华达利国际控股有限公司。

2005年, 华达利收购德国高端家具品牌 Domicil 的 100%股权。2012年, 华达利收购了日本布艺软体家具制造和分销商 Terasoh 的 89.5%股权和意大利布艺软体家具制造和分销商 Corium Italia 的 100%股权。通过历次收购, 华达利丰富

了其所提供的家具产品品类，并进一步提高了其运营能力。

2014 年度华达利的营业收入达 500,577 千美元，税前利润为 10,800 千美元。

3. 标的公司近三年普通股股本变动情况

根据华达利的 2012 年、2013 年、2014 年年度报告及相关季度报告等公开披露文件，华达利最近三年及最近一期股本、已发行普通股股本的变化情况汇总如下：

股票种类	2015 年 9 月 30 日	2014 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日	2012 年 12 月 31 日
股本（千美元）	67,982	67,982	67,982	67,982
已发行普通股（千股）	416,563	416,563	416,563	416,563
库存股（千股）	16,958	10,441	10,791	12,358

（三）业务约定书约定的其他估值报告使用者

本估值报告仅供委托方和国家法律、法规规定的报告使用者使用，不得被其他任何第三方使用或依赖。

二、本次交易基本情况

（一）交易架构

宜华木业拟通过其全资子公司理想家居进行本次收购，以现金方式收购华达利 100% 已发行并缴足流通普通股票（不包括库存股，但包括经有效行使期权而发行并缴足的股票），包括收购 BEM 所持有的华达利所有发行股票，以及收购华达利其他股东持有的华达利所有股票。

宜华木业将在取得其股东大会批准本次交易，并取得所有与本次收购相关的备案、核准或授权之后实施本次交易，相关备案、核准或授权包括但不限于：广东省发改委、广东省商务厅、汕头外管局、台湾经济部投资审查委员会、新加坡证券理事会、新加坡证券交易所、新加坡法院、美国反垄断机构关于本次交易的登记、备案或审批。

在本次交易实施的先决条件成就后，上市公司和华达利将依据《新加坡公司法》的规定，向新加坡法院申请通过法院方案全面收购并私有化华达利，且在完成后，华达利将从新加坡证券交易所退市，成为理想家居的全资子公司。

本次要约的对价将以现金支付，每股华达利的股票收购价格为 1.00 新元。本次收购总对价为 399,783,218 新元，约合人民币 18.30 亿元（按照 2015 年 12 月 10 日新元对人民币汇率中间价：1 新元折合 4.5773 人民币元计算）。

（二）收购资金来源

本次交易的资金来源为上市公司自有资金及银行贷款。

三、估值目的

2016 年 1 月 7 日，宜华木业与 BEM 签署了《收购协议》，由其全资子公司以协议收购方式收购 BEM 所持有的华达利的全部股权；同时 BEM 承诺积极推进宜华木业收购华达利 100%股权的事宜。本次估值的目的是为上述经济行为提供价值参考意见，分析本次收购的价格是否合理，为股东提供参考意见。

四、估值对象

估值对象为华达利股东全部权益价值。

五、估值基准日

估值基准日：中国北京时间 2015 年 12 月 28 日。

第二章 估值思路及方法选择

一、估值思路及方法的选择

估值需根据估值目的、价值类型、资料收集情况等相关条件，恰当选择一种或多种资产估值方法。从并购交易的实践操作来看，一般可以通过市场法、现金流折现法等方法为收购价格提供参考。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立标的公司的财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对标的公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行贴现，得到企业价值。在收购完成之前，标的公司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，且本次收购的标的公司为在新加坡证券交易所上市的公司，公布盈利预测可能会引起标的公司的股价异动，增加本次收购成功的不确定性，因此本次收购未进行盈利预测。因缺乏相关的可靠的财务预测数据，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

因此，根据本项目估值目的、估值对象的特点，以及估值方法的适用条件，本次估值不采用现金流折现法，选择市场法。

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。但限于估值对象为标的公司 100%股权，由于我们既未能收集到资本市场上与被估值单位的业务与产品类型类似的新加坡上市公司 100%股权成交信息，也未能收集到与估值对象盈利水平和行业背景类似公司的股权收购及兼并案例，无法采用交易案例比较法估值。因此本次估值采用上市公司比较法。

上市公司比较法是市场法中的一种间接方法，是指在市场上找出几家与估值对象相同或相似的参照企业，通过分析比较重要指标，修正、调整参照企业的市场价值，并选用合适的乘数确定估值对象的价值。上市公司比较法的基本步骤具体如下：

（一）选择可比公司

1、选择资本市场

选择与标的公司所在或具有可比性的资本市场。鉴于本次收购标的公司为新加坡证券交易所上市公司，同一资本市场上缺乏可比案例，故本次估值选取地理区位较为接近地区或较为成熟的资本市场。

2、选择准可比公司

选择与估值对象进行比较分析的参考企业。首先对准参考企业进行筛选，以确定合适的参考企业。

3、选择可比公司

对准参考企业的具体情况进行详细的研究分析，包括主要经营业务范围、主要目标市场、产品类型、公司规模、盈利能力等方面。通过对这些准参考企业的业务情况和财务情况的分析比较，以选取具有可比性的参考企业。

(二) 选择、计算、调整价值比率

在对参考企业财务数据进行分析调整后，需要选择合适的价值比率，如企业价值倍数（EV/EBITDA 比率）、市盈率（P/E 比率）、市净率（P/B 比率）、市销率（P/S 比率）等比率，并根据以上工作对价值比率进行必要的分析和调整。

(三) 运用价值比率得出估值结果

在计算并调整参考企业的价值比率后，与估值对象相应的财务数据或指标相乘，计算得到需要的权益价值。

二、上市公司比较法估值分析

(一) 可比对象的选择

目前中国大陆、香港、东南亚、美国和欧洲资本市场上主要从事软体家具生产、销售业务的类似上市公司如下：

序号	公司名称	上市证券交易所	简称
1	喜临门家具股份有限公司	上海证券交易所	喜临门

2	顾家家居股份有限公司	上海证券交易所（拟）	顾家家居
3	敏华控股有限公司	香港交易所	敏华控股
4	皇朝家俬控股有限公司	香港交易所	皇朝家俬
5	SWS Capital Berhad	马来西亚证券交易所	SWSCAP
6	Natuzzi S.p.A.	纽约证券交易所	Natuzzi
7	La-Z-Boy Incorporated	纽约证券交易所	La-Z-Boy
8	Ethan Allen Interiors Inc.	纽约证券交易所	Ethan
9	Ekornes ASA	奥斯陆证券交易所	Ekornes

由于本次收购标的华达利国际控股有限公司主要从事软体沙发产品的生产和销售，因此，在选取可比上市公司时，我们将主要集中在选择业务接近和收入构成相近的企业。

上述软体家具行业上市公司中，喜临门为中国大陆上市公司，占其销售收入最大比例的产品类型为床垫，与本次收购标的以沙发生产为主的产品类别有明显的区别。顾家家居尚未上市，暂未有股价数据。其他可比公司的主营业务并非完全一致，但主要围绕软体沙发产品的生产和销售领域或相关领域的经营。依据主营业务构成相似原则，我们选取下列公司作为可比上市公司进行估值分析：

序号	公司名称	上市证券交易所	简称
1	敏华控股有限公司	香港交易所	敏华控股
2	皇朝家俬控股有限公司	香港交易所	皇朝家俬
3	SWS Capital Berhad	马来西亚证券交易所	SWSCAP
4	Natuzzi S.p.A.	纽约证券交易所	Natuzzi
5	La-Z-Boy Incorporated	纽约证券交易所	La-Z-Boy
6	Ethan Allen Interiors Inc.	纽约证券交易所	Ethan
7	Ekornes ASA	奥斯陆证券交易所	Ekornes

（二）可比公司的财务数据调整

本次估值中，华达利国际控股有限公司的财务数据引自其在新加坡证券交易

所公告的数据，年度会计期间为1月1日-12月31日。已选取的可比上市公司，因会计期间与本次收购标的的会计期间不一致，兼顾到可比数据的准确性和可比性，我们对会计期间与本次收购标的不一致的可比上市公司的会计期间进行近似的同期比较。对于会计期间结束日在上半年的，将其财务数据视同上一年度财务数据进行比较；对于会计期间结束日在下半年的，将其财务数据视同同一年度财务数据进行比较。

（三）可比公司情况介绍

1、敏华控股有限公司¹

（1）公司经营情况

单位：万元人民币

公司名称	敏华控股有限公司
注册地	Canon's Court, 22 Victoria Street, Hamilton HM 12, Bermuda（百慕大）
交易所	香港交易所
股票代码	1999
公司网址	http://www.manwahholdings.com/
主营业务	沙发、床垫、板式家具、海绵、家具配件等产品的研发、制造、销售和服务

敏华控股有限公司成立于1992年，集团总部位于香港，在香港交易所上市，主营业务涉及沙发、床垫、板式家具、海绵、家具配件等产品的研发、制造、销售和服务，与标的公司业务相近。

（2）公司财务状况和经营成果²

单位：万元人民币

项目	2015-09-30	2015-03-31	2014-03-31	2013-03-31
流动资产	300,383.87	269,549.81	302,888.95	234,058.26

¹ 资料来源：公司官网、《二零一五年中期报告》《二零一五年年报》《二零一四年年报》《二零一三年年报》（http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/advancedsearch/search_active_main_c.aspx）

² 汇率折算一律按照中国人民银行当期人民币对港元汇率中间价计算（<http://www.pbc.gov.cn/rmyh/108976/109437/index.html>）

非流动资产	229,511.28	213,286.87	183,259.66	169,812.10
总资产	529,895.15	482,836.68	486,148.61	403,870.36
流动负债	143,091.31	129,770.56	98,382.06	107,078.37
非流动负债	411.72	401.43	30,710.78	16,680.44
总负债	143,503.03	130,171.99	129,092.84	123,758.81
净资产	386,392.12	352,664.69	357,055.77	280,111.55

单位：万元人民币

项目	2015-04-01 至 2015-09-30	2014-04-01 至 2015-03-31	2013-04-01 至 2014-03-31	2012-04-01 至 2013-03-31
营业收入	302,379.43	519,200.02	475,121.01	393,849.95
营业成本	190,450.33	334,419.21	306,119.44	250,816.54
销售管理费用	63,251.45	108,058.34	103,990.58	101,790.73
财务费用	792.98	1,789.65	3,422.80	1,357.28
净利润	51,469.30	85,857.65	78,220.74	45,695.86
毛利率	37.02%	35.59%	35.57%	36.32%
期间费用占比	21.18%	21.16%	22.61%	26.19%
销售净利率	17.02%	16.54%	16.46%	11.60%

2、皇朝家俬控股有限公司³

(1) 公司经营情况

单位：万元人民币

公司名称	皇朝家俬控股有限公司
注册地	Century Yard, Cricket Square, Hutchins Drive, Grand Cayman, the Cayman Islands (开曼群岛)
交易所	香港交易所

³ 资料来源：公司官网、《二零一五年中期报告》《二零一四年年报》《二零一三年年报》《二零一二年年报》
(http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/advancedsearch/search_active_main_c.aspx)

股票代码	1198
公司网址	http://www.hkroyal.com/
主营业务	主要销售沙发、床垫、软床和板式家具等

皇朝家俬控股有限公司是一家集专业研发设计、生产制造、全球销售与售后服务于一体的香港上市家具公司。皇朝家俬主要销售沙发、床垫、软床和板式家具等，与标的公司业务相近。

(2) 公司财务状况和经营成果⁴

单位：万元人民币

项目	2015-06-30	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
流动资产	39,056.68	42,943.32	57,851.01	82,955.12
非流动资产	135,138.32	133,705.35	134,531.18	141,418.11
总资产	174,195.01	176,648.66	192,382.19	224,373.23
流动负债	55,907.01	53,809.84	55,075.66	57,858.59
非流动负债	17,748.46	23,819.41	22,660.45	23,083.74
总负债	73,655.47	77,629.26	77,736.11	80,942.34
净资产	100,539.54	99,019.41	114,646.08	143,430.89

单位：万元人民币

项目	2015-01-01 至 2015-06-30	2014-01-01 至 2014-12-31	2013-01-01 至 2013-12-31	2012-01-01 至 2012-12-31
营业收入	25,281.52	72,726.06	78,831.71	85,904.13
营业成本	20,298.47	59,644.77	71,181.47	60,840.30
销售管理费用	11,518.34	25,729.38	28,466.53	22,419.84
财务费用	1,117.12	2,422.29	1,622.26	1,515.32
净利润	-7,769.46	-12,914.31	-37,282.47	2,020.06

⁴ 汇率折算一律按照中国人民银行当期人民币对港元汇率中间价计算
(<http://www.pbc.gov.cn/rmyh/108976/109437/index.html>)

毛利率	19.71%	17.99%	9.70%	29.18%
期间费用占比	49.98%	38.71%	38.17%	27.86%
销售净利率	-30.73%	-17.76%	-47.29%	2.35%

3、SWS Capital Berhad⁵

(1) 公司经营情况

单位：万元人民币

公司名称	SWS Capital Berhad
注册地	No. 7 (1st Floor), Jalan Pesta 1/1, Taman Tun Dr Ismail 1, Jalan Bakri, 84000 Muar, Johor Darul Ta'zim (马来西亚)
交易所	马来西亚证券交易所
股票代码	7186
公司网址	http://www.swscap.com/
主营业务	软体沙发、餐厅家具和各种板式家具等的制造和销售

SWS Capital Berhad 是一家在马来西亚证券交易所上市的马来西亚本地家具制造公司。其主要产品为软体沙发、餐厅家具和各种板式家具等，与标的公司业务相近。

(2) 公司财务状况和经营成果⁶

单位：万元人民币

项目	2015-08-31	2014-08-31	2013-08-31	2012-08-31
流动资产	9,415.48	11,569.59	10,859.78	11,138.61
非流动资产	7,259.84	8,478.90	7,973.83	9,372.78

⁵ 资料来源：公司官网、《Directors' Report and Audited Financial Statements, 31 August 2015》《SWS Capital Berhad Annual Report, 2014》《SWS Capital Berhad Annual Report, 2013》《SWS Capital Berhad Annual Report, 2012》

(<http://www.bursamalaysia.com/market/listed-companies/company-announcements/#/?company=7186&category=all>)

⁶ 汇率折算一律按照中国人民银行当期人民币对马来西亚林吉特汇率中间价计算

(<http://www.pbc.gov.cn/rmyh/108976/109443/index.html>)

总资产	16,675.32	20,048.49	18,833.61	20,511.39
流动负债	5,526.86	6,374.52	6,594.35	7,624.81
非流动负债	420.11	524.35	545.78	718.79
总负债	5,946.97	6,898.88	7,140.13	8,343.59
净资产	10,728.35	13,149.62	11,693.48	12,167.79

单位：万元人民币

项目	2014-09-01 至 2015-08-31	2013-09-01 至 2014-08-31	2012-09-01 至 2013-08-31	2011-09-01 至 2012-08-31
营业收入	19,907.87	24,678.71	19,914.66	22,797.04
营业成本	16,947.70	20,704.92	16,743.09	19,559.81
销售管理费用	2,917.60	3,214.43	2,599.94	3,096.75
财务费用	130.92	166.54	172.50	245.22
净利润	172.39	871.22	529.60	686.34
毛利率	14.87%	16.10%	15.93%	14.20%
期间费用占比	15.31%	13.70%	13.92%	14.66%
销售净利率	0.87%	3.53%	2.66%	3.01%

4、Natuzzi S.p.A.⁷

(1) 公司经营情况

单位：万元人民币

公司名称	Natuzzi S.p.A.
注册地	Via Iazzitiello 47, 70029, Santeramo in Colle, Bari, Italy (意大利)
交易所	纽约证券交易所
股票代码	NTZ
公司网址	http://www.natuzzi.com/

⁷ 资料来源：公司官网、《Q3 and 9M 2015 Consolidated Results》《Natuzzi S.p.A Annual Report on Form 20-F, 2014》《Natuzzi S.p.A Annual Report on Form 20-F, 2013》《Natuzzi S.p.A Annual Report on Form 20-F, 2012》
(<https://www.nyse.com/quote/XNYS:NTZ/sec>)

主营业务	从事软体家具的设计、制造和配送
-------------	-----------------

Natuzzi S.p.A.为在纽约证券交易所上市的意大利公司。Nztuzzi 从事软体家具的设计、制造和配送；主要产品包括连体和单体沙发、扶手椅、沙发床和其他客厅、卧室配件，与标的公司业务相近。

(2) 公司财务状况和经营成果⁸

单位：万元人民币

项目	2015-09-30	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
流动资产	155,174.54	178,399.09	227,464.37	255,791.15
非流动资产	93,520.05	104,983.05	127,735.76	140,171.52
总资产	248,694.58	283,382.14	355,200.13	395,962.68
流动负债	88,435.88	111,646.12	116,381.19	110,754.67
非流动负债	43,967.31	41,997.39	60,673.33	49,270.14
总负债	132,403.19	153,643.51	177,054.52	160,024.80
净资产	114,071.54	129,738.62	178,145.61	235,937.87

单位：万元人民币

项目	2015-06-30 至	2014-01-01 至	2013-01-01 至	2012-01-01 至
	2015-09-30	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
营业收入	82,420.81	344,001.38	378,100.38	389,965.69
营业成本	55,496.20	248,400.46	267,130.86	261,045.38
销售管理费用	28,285.16	123,155.33	138,186.98	143,294.78
财务费用	859.30	1,388.98	460.51	131.42
净利润	-3,652.01	-36,785.93	-57,555.81	-21,650.71
毛利率	32.67%	27.79%	29.35%	33.06%
期间费用占比	35.36%	36.20%	36.67%	36.78%

⁸ 汇率折算一律按照中国人民银行当期人民币对欧元和美元汇率中间价计算
(<http://www.pbc.gov.cn/rmyh/108976/109431/index.html>,
<http://www.pbc.gov.cn/rmyh/108976/109428/index.html>)

销售净利率	-4.43%	-10.69%	-15.22%	-5.55%
-------	--------	---------	---------	--------

5、La-Z-Boy⁹

(1) 公司经营情况

单位：万元人民币

公司名称	La-Z-Boy Incorporated
注册地	One La-Z-Boy Drive, Monroe, Michigan (美国)
交易所	纽约证券交易所
股票代码	LZB
公司网址	http://www.la-z-boy.com/
主营业务	制造、运输和销售软体家具产品

La-Z-Boy Incorporated 为在纽约证券交易所上市的美当地公司。La-Z-Boy 的主营业务为制造、运输和销售软体家具产品，并进口和零售板式家具、家具配件等，与标的公司业务相近。

(2) 公司财务状况和经营成果¹⁰

单位：万元人民币

项目	2015-10-24	2015-04-25	2014-04-26	2013-04-27
流动资产	301,384.34	291,783.36	321,841.13	311,587.43
非流动资产	198,487.63	182,591.88	153,091.48	136,540.96
资产总额	499,871.96	474,375.24	474,932.61	448,128.39
流动负债	103,219.14	94,856.80	103,067.14	93,413.40
非流动负债	51,096.04	53,042.67	45,686.31	48,671.54
负债总额	154,315.18	147,899.46	148,753.45	142,084.94

⁹ 资料来源：公司官网、《La-Z-Boy Incorporated Form 10-Q Second Quarter of Fiscal 2016》
《La-Z-Boy Incorporated 2015 Form 10-K》《La-Z-Boy Incorporated 2014 Form 10-K》《La-Z-Boy Incorporated 2013 Form 10-K》(<https://www.nyse.com/quote/XNYS:LZB>)

¹⁰ 汇率折算一律按照中国人民银行当期人民币对美元汇率中间价计算
(<http://www.pbc.gov.cn/rmyh/108976/109428/index.html>)

净资产	345,556.79	326,475.77	326,179.16	306,043.45
-----	------------	------------	------------	------------

单位：万元人民币

项目	2015-04-26 至 2015-10-24	2014-04-27 至 2015-04-25	2013-04-28 至 2014-04-26	2012-04-29 至 2013-04-27
营业收入	243,499.53	872,926.15	835,782.13	792,453.40
营业成本	150,774.21	563,970.21	549,789.94	533,136.25
销售管理费用	71,488.41	245,857.51	231,007.29	217,168.75
财务费用	-19.71	-310.49	-131.16	78.38
净利润	13,774.04	42,056.64	37,053.97	29,340.40
毛利率	38.08%	35.39%	34.22%	32.72%
期间费用占比	29.35%	28.13%	27.62%	27.41%
销售净利率	5.66%	4.82%	4.43%	3.70%

6、Ethan Allen Interiors Inc.¹¹

(1) 公司经营情况

单位：万元人民币

公司名称	Ethan Allen Interiors Inc.
注册地	Ethan Allen Drive, Danbury, Connecticut (美国)
交易所	纽约证券交易所
股票代码	ETH
公司网址	http://www.ethanallen.com/
主营业务	家具设计、制造和零售

Ethan Allen Interiors Inc.是一家位于美国的家具设计、制造和零售公司，在纽约证券交易所上市。其主要产品为软体家具和板式家具，与标的公司业务相近。

¹¹ 资料来源：公司官网、《Ethan Allen Interiors Inc. Form 10-Q First Quarter of Fiscal 2016》《Ethan Allen Interiors Inc. 2015 Form 10-K》《Ethan Allen Interiors Inc. 2014 Form 10-K》《Ethan Allen Interiors Inc. 2013 Form 10-K》
(<https://www.nyse.com/quote/XNYS:ETH/sec>)

(2) 公司财务状况和经营成果¹²

单位：万元人民币

项目	2015-09-30	2015-06-30	2014-06-30	2013-06-30
流动资产	179,942.73	165,479.26	188,047.41	160,998.39
非流动资产	211,335.74	205,804.56	214,612.74	220,403.50
资产总额	391,278.47	371,283.82	402,660.15	381,401.88
流动负债	89,993.95	86,182.81	83,707.00	82,139.02
非流动负债	59,840.75	58,570.73	92,858.06	92,673.70
负债总额	149,834.70	144,753.54	176,565.06	174,812.72
净资产	241,443.78	226,530.28	226,095.10	206,589.16

单位：万元人民币

项目	2015-07-01 至	2014-07-01 至	2013-07-01 至	2012-07-01 至
	2015-09-30	2015-06-30	2014-06-30	2013-06-30
营业收入	121,113.43	461,332.26	459,404.35	450,478.51
营业成本	54,527.79	209,963.64	209,295.49	204,350.62
销售管理费用	53,290.52	211,059.20	207,263.22	208,785.69
财务费用	209.92	5,655.69	4,450.94	6,341.20
净利润	8,363.20	22,707.13	26,414.59	20,067.18
毛利率	54.98%	54.49%	54.44%	54.64%
期间费用占比	44.17%	46.98%	46.08%	47.76%
销售净利率	6.91%	4.92%	5.75%	4.45%

7、Ekornes ASA¹³

(1) 公司经营情况

¹² 汇率折算一律按照中国人民银行当期人民币对美元汇率中间价计算
(<http://www.pbc.gov.cn/rmyh/108976/109428/index.html>)

¹³ 资料来源：公司官网、《Report for the Third Quarter in 2015》《Provisional Financial Statements, Ekornes ASA, 2014》《Provisional Financial Statements, Ekornes ASA, 2013》《Provisional Financial Statements, Ekornes ASA, 2012》(http://www.oslobors.no/ob_eng/markedsaktivitet/#/details/EKO.OSE/messages)

单位：万元人民币

公司名称	Ekornes ASA
注册地	Industrivegen 1, Ikornnes, 6222, Norway（挪威）
交易所	奥斯陆证券交易所
股票代码	EKO
公司网址	http://www.ekornes.no/
主营业务	开发、生产和销售各式软体家具

Ekornes ASA 是一家在奥斯陆证券交易所上市的挪威家具公司，主要开发、生产和销售各式软体家具。其各个产品系列主要有沙发及皮制办公椅、软床和各种材质的躺椅，与标的公司业务相近。

（2）公司财务状况和经营成果¹⁴

单位：万元人民币

项目	2015-09-30	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
流动资产	94,590.87	91,868.94	102,484.33	139,967.34
非流动资产	99,291.51	107,348.90	94,610.90	104,079.99
资产总额	193,889.89	199,217.84	197,095.23	244,047.33
流动负债	90,438.40	83,957.70	39,137.64	45,093.52
非流动负债	5,413.99	1,637.38	1,606.62	8,726.34
负债总额	95,852.39	85,595.08	40,744.26	53,819.86
净资产	98,037.50	113,622.75	156,350.97	190,227.47

单位：万元人民币

项目	2015-06-30 至	2014-01-01 至	2013-01-01 至	2012-01-01 至
	2015-09-30	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
营业收入	61,386.08	230,361.55	260,581.63	302,676.72
营业成本	33,527.69	129,654.08	142,759.57	165,688.83

¹⁴ 汇率折算一律按照中国银行当期人民币对挪威克朗汇率折算价计算（<http://www.boc.cn/sourcedb/whpj/>）

销售管理费用	17,931.49	67,408.43	73,245.86	84,116.54
财务费用	172.71	275.68	139.71	357.09
净利润	3,934.72	13,408.17	4,819.86	37,382.65
毛利率	45.38%	43.72%	45.22%	45.26%
期间费用占比	29.49%	29.38%	28.16%	27.91%
销售净利率	6.41%	5.82%	1.85%	12.35%

(四) 可比公司选取的合理性

标的公司与同行业可比公司最近一年的相关财务指标情况如下：

项目	华达利	剔除极端值 后均值	敏华控股	皇朝家俬	SWSCAP	Natuzzi	La-Z-Boy	Ethan	Ekornes
销售毛利率	30.58%	31.13%	35.59%	17.99%	16.10%	27.79%	35.39%	54.49%	38.87%
利息保障倍数	6.32	28.18	56.71	-4.32	6.09	-15.88	209.27	7.13	42.78
应收账款周转率	9.54	11.23	11.61	19.65	9.17	4.73	8.69	54.29	7.04
存货周转率	2.30	3.89	5.69	2.32	3.24	3.94	6.06	2.30	4.28
速动比率	0.77	0.96	1.60	0.37	0.78	1.00	2.06	0.84	0.61
流动比率	1.92	1.70	2.08	0.80	1.81	1.60	3.08	1.92	1.08
资产负债率	42.89%	38.30%	26.96%	43.95%	34.41%	54.22%	31.18%	38.99%	42.97%

注：利息保障倍数的均值为剔除最高值和负值后的均值，其余指标的均值为剔除最高值和最低值后的均值

由于可比上市公司之间、可比上市公司与标的公司之间在客户区域分布、产品收入构成等方面均存在一定差异，可见以上财务指标分布较为分散。为了降低异常值对于可比上市公司比较的不利影响，引入剔除极端值后的可比公司各财务指标平均值作为参照。

2014 年度标的公司受皮革价格和人民币对美元汇率以及标的公司主要销售市场欧洲、美国经济环境、结算方式差异等多种因素的影响，造成标的公司的毛利率、利息保障倍数及应收账款周转率低于可比上市公司平均水平。

在可比上市公司中，Ekornes 主要工厂分布在挪威和美国，La-Z-Boy 的工厂

分布在北美，相关制造成本和费用并不受人民币对美元汇率升值的不利影响；而敏华控股有近三分之一的销售收入来自中国，受欧美市场经济复苏进程缓慢、需求不足的影响较小。故受以上因素影响，标的公司的毛利率和利息保障倍数相比同行业可比公司均值略低。

由于标的公司的销售网络遍布世界各地，其中又有相当比例的销售采用 DDU 方式，即指定目的地未完税交货的结算方式，因而账期相比其他销售区域相对集中的可比上市公司略长，应收账款周转率也对应较小。

与同行业可比上市公司相比，标的公司以生产皮革沙发为主，且拥有皮革工厂，产业链较可比上市公司长。标的公司皮革生产所需的蓝皮均从巴西采购，从蓝皮采购到蓝皮生产成皮胚、皮革以及沙发生产领用皮革，整个生产周期较长，从而造成标的公司的存货周转率和速动比率低于同行可比公司。

但标的公司的流动比率高于同行可比平均值，反映标的公司的资产变现能力和短期偿债能力优于同行业可比上市公司平均水平，标的公司的资产负债率与同行业可比上市公司基本一致，反映标的公司的整体偿债能力与同行业可比上市公司水平一致。

综上分析，以上可比公司的选取具有合理性。

（五）价值比率的选择

在进行企业价值评估时，我们一般根据估值对象所处市场的情况，选取企业价值倍数（EV/EBITDA）、市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）等指标与可比公司进行比较，通过对估值对象与可比公司各指标相关因素的比较，调整影响指标因素的差异，取得估值对象的企业价值倍数（EV/EBITDA）、市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S），据此计算被估值单位股权价值。

1、市盈率（P/E）

市盈率（P/E）是衡量股份制企业盈利能力的重要指标，常用于股票市场的估值。但由于本次估值可比公司中净利润为负的企业较多，且净利润水平分布较为分散，可参照性不强。鉴于此，我们不采用市盈率为本次估值方法。

2、调整企业价值倍数 (Adjusted EV/EBITDA)

企业价值倍数 (EV/EBITDA) 和市盈率 (P/E) 一样, 属于通过比较反映公司盈利能力的比率。但企业价值倍数较市盈率进行估值有明显优势, 首先, 估值结果不受所得税率不同的影响, 使得不同国家和地区资本市场的上市公司估值更具可比性; 其次, 估值结果不受资本结构不同的影响, 公司对资本结构的改变不会影响估值, 使得不同资本结构的上市公司估值更具可比性; 最后, 估值结果排除了折旧摊销这些非现金支出的影响, 可以更准确的反映公司价值。

其中, 企业价值倍数的计算公式如下:

可比公司企业价值倍数 = 企业价值 / 息税折旧摊销前利润

企业价值 = 股权价值 + 净负债

股权价值 = 股价 × 发行的普通股股数

净负债 = 总负债 - 现金及等价物

息税折旧摊销前利润 = 税前利润 + 折旧/摊销 - 利息收入 + 利息支出

由于标的公司在本次交易后会进行一定的经营调整, 故标的公司 2014 年度的息税折旧摊销前利润应作一定调整更具有准确性。

鉴于此, 我们采用调整企业价值倍数 (Adjusted EV/EBITDA) 作为本次估值的主要方法。

3、市净率 (P/B)

市净率 (P/B) 是另一个衡量企业盈利能力的重要指标, 常用于股票市场的估值; 同时也从一方面反映了某一时点股票的市场价值相对于其账面价值的溢价。鉴于此, 我们采用市净率为本次估值的参考方法。

4、市销率 (P/S)

对于稳定的行业而言, 采用市销率 (P/S) 既有助于分析公司收益基础的稳定性和可靠性, 又能有效把握其收益的质量水平。由于市销率没有使用市盈率时

净利润必须为正的的限制，因此，其适用的范围更广。鉴于此，我们采用市销率为本次估值的又一参考方法。

（六）价值方法的运用过程

1、调整企业价值倍数（Adjusted EV/EBITDA）法下标的公司的估值结果

（1）数据的选定

选取可比公司基准日的市值及其上一年度的财务数据。

（2）估值基准日可比公司的企业价值倍数

可比公司的企业价值倍数具体如下：

公司简称	股票代码	基准日股价 ¹⁵	基准日股数 (万股) ¹⁶	企业价值	息税折旧摊 销前利润	企业价 值倍数
敏华控股	1999	8.74 港币	194,428	1,703,735 万港币	143,240 万港币	11.89X
皇朝家俬	1198	0.31 港币	176,238	139,804 万港币	-5,119 万港币	-27.31X
SWSCAP	7186	1.22 林吉特	145,875	20,973 万林吉特	761 万林吉特	27.57X
Natuzzi	NTZ	1.62 美元	5,485	29,993 万美元	-4,154 万美元	-7.22X
La-Z-Boy	LZB	24.14 美元	5,029	135,718 万美元	13,173 万美元	10.30X
Ethan	ETH	28.04 美元	2,841	95,487 万美元	9,098 万美元	10.50X
Ekornes	EKO	96.25 挪威克朗	3,683	443,847 万挪威克朗	39,860 万挪威克朗	11.14X
均值（剔除负值和最高值）						10.96X

（3）估值对象全部股权在基准日按调整企业价值倍数的市场价值

根据华达利 2014 年年报，华达利 2014 年息税折旧摊销前利润为 2,101 万美元。由于标的公司在本次交易后会进行一定的经营调整，故标的公司 2014 年度的息税折旧摊销前利润应作一定调整更具有准确性。涉及的经营调整包括新加坡上市主体取消、新加坡总部迁入中国大陆及整合终端零售业务、关闭部分零售店。

¹⁵ 来源：<http://finance.yahoo.com>

¹⁶ 来源：各公司上一年度年报附注部分

其中，依据宜华木业对华达利进行全面收购、并私有化的安排，标的公司私有化后将负责标的公司运营管理上市的办公总部将从新加坡迁入中国大陆，与标的公司现有中国大陆的经营管理团队进行整合，对仅作为总部职能、上市公司维护职能人员进行辞退，对负责整个集团运营管理的人员与中国大陆经营管理人员进行调整整合，留用新加坡总部现有经营管理业务骨干人员，辞去新加坡总部的冗余人员，通过中国大陆新招聘人员进行补充。其次，依据宜华木业对华达利进行全面收购和私有化的安排，标的资产拟关闭德国的 Domicil GmbH 和中国的 HTL Furn Trading 两家从事终端零售业务的子公司。标的公司将要进行的经营调整及其对经营成果的影响如下：

项目（单位：万美元）		2014 年度
税前利润		1,080
非经常性损益		61
调整前扣除非经常损益后税前利润		1,141
利息支出		203
折旧		619
摊销		138
扣除非经常损益后息税折旧摊销前利润		2,101
经营调整详情	新加坡上市费用的影响	134
	新加坡总部迁入中国大陆的影响	615
	整合终端零售业务、关闭部分零售店的影响	719
调整后息税折旧摊销前利润		3,569

其中，总部迁入中国大陆的影响及整合终端零售业务、关闭部分零售店等财务指标的具体计算依据如下：

（1）标的公司迁入中国大陆的财务指标的计算

依据宜华木业对华达利进行全面收购，并私有化的安排，标的公司私有化后现负责标的公司运营管理上市的办公总部将从新加坡迁入中国大陆，与标的公司现有中国大陆的经营管理团队进行整合。采取对仅作为总部职能、上市公司维护职能人员进行辞退的措施；对负责整个集团运营管理的人员与中国大陆经营管理人员进行调整整合，留用新加坡总部现有经营管理业务骨干人员，辞退新加坡总部的冗余人员，通过中国大陆新招聘人员进行补充，新加坡总部迁入中国大陆人员整合安排及费用开支的具体计划如下：

单位：万美元

部门	2014 年新加坡总部		预计留用人员		中国大陆新招人员	
	人数	相关人员费用	人数	相关人员费用	人数	相关人员费用
管理服务部门	58	494	10	182	7	26
信息管理部门	12	78	8	75	2	8
物流市场管理部门	45	197	4	34	5	19
设计开发部门	80	254	4	33	22	31
合计	195	1,023	26	324	36	84

总部迁入中国大陆调整 2014 年度息税折旧摊销前利润 615 万美元，是根据 2014 年度新加坡人员发生的相关费用，与标的公司总部迁入中国大陆对相关人员进行调整后剩余及新招聘人员将会发生的计划费用差额，对 2014 年度息税折旧摊销前利润进行的调整。

(2) 整合终端零售业务、关闭部分零售店财务指标的计算

依据宜华木业对华达利进行全面收购和私有化的安排，标的公司拟整合德国的 Domicil Moebel GmbH 和中国的上海家乐丽家具贸易有限公司两家子公司的零售业务，并关闭两家子公司亏损的零售店，拟整合的两家终端零售业务公司 2014 年的经营情况如下：

单位：万美元

公司名称	营业收入	净利润
Domicil Moebel GmbH	626	-547
上海家乐丽家具贸易有限公司	105	-172
合计	731	-719

根据上表，德国的 Domicil Moebel GmbH 和中国的上海家乐丽家具贸易有限公司两家公司 2014 年度净亏损 719 万美元。依照整合终端零售业务、关闭部分零售店的计划，若在 2014 年两家公司已经关闭亏损零售店，则标的公司可避免该部分亏损额，故调增 2014 年度息税折旧摊销前利润 719 万美元。

按照上述调整，华达利 2014 年度的调整后息税折旧摊销前利润为 3,569 万美元，即折合人民币 218,359,137 元。结合可比公司的企业价值倍数，结果如下：

项目	标的公司调整息税折旧摊销前利润（万元）	最大值	最小值（剔除负值）	均值（剔除负值和最高值）
企业价值倍数	21,835.91	27.57X	10.30X	10.96X
企业价值（万元）		601,978.27	224,967.79	239,253.30

净负债（万元）	58,031.98		
股权价值（万元）	543,946.29	166,935.81	181,221.32

可比公司企业价值倍数最高为 SWSCAP 的 27.57 倍，除负值外最低为 La-Z-Boy 的 10.30 倍，剔除不可比的最高值及负值，可比公司的企业价值倍数均值为 10.96 倍。以此倍数计算出的标的公司企业价值为人民币 2,392,533,016 元，减去相应的净负债人民币 580,319,841 元后，对应的标的公司全部股权价值为折合人民币 1,812,213,175 元，折算每股价格约为 0.99 新元。而本次交易价格为每股 1.00 新元，即折合人民币 1,829,927,724 元。因此从调整企业价值倍数法来看，标的公司估值具有合理性。

2、市净率（P/B）法下标的公司的估值结果

（1）数据的选定

选取可比公司基准日的市值及其上一年度的财务数据。

（2）估值基准日可比公司的市净率倍数

公司简称	股票代码	基准日股价 ¹⁷	基准日股数 （千股） ¹⁸	净资产（万元 人民币）	汇率 ¹⁹	市净率
敏华控股	1999	8.74 港币	1,944,277	352,664.69	0.8354	4.03X
皇朝家俬	1198	0.31 港币	1,762,377	99,019.41	0.8354	0.46X
SWSCAP	7186	1.22 林吉特	145,875	13,149.62	1.9491	2.64X
Natuzzi	NTZ	1.62 美元	54,853	129,738.62	6.4750	0.44X
La-Z-Boy	LZB	24.14 美元	50,289	326,475.77	6.4750	2.41X
Ethan	ETH	28.04 美元	28,414	226,530.28	6.4750	2.28X
Ekornes	EKO	96.25 挪威克朗	36,827	113,622.75	0.7462	2.33X
均值（剔除最高值）						1.76X
中值（剔除最高值）						2.30X

（3）估值对象参照市净率倍数的市场价值合理性

从上表可以看出，可比公司市净率在 0.44 至 4.03 倍之间，剔除最高值后市净率均值为 1.76 倍，中值为 2.30 倍。华达利在 2015 年 9 月 30 日净资产为 164,971 千美元，依照该净资产金额，标的公司的本次交易价格对应市净率为 1.74 倍，

¹⁷ 来源：<http://finance.yahoo.com>

¹⁸ 来源：各公司上一年度年报附注部分

¹⁹ 来源：挪威克朗为中国银行当期汇率折算价、其他货币为中国人民银行当期人民币对各币种汇率中间价

略低于上述可比公司的均值，因此从市净率法来看，标的公司估值具有合理性。

3、市销率（P/S）法下标的公司的估值结果

（1）数据的选定

选取可比公司基准日的市值及其上一年度的财务数据。

（2）估值基准日可比公司的市销率倍数

公司简称	股票代码	基准日股价 ²⁰	基准日股数 (千股) ²¹	总收入(万元 人民币)	汇率 ²²	市销率
敏华控股	1999	8.74 港币	1,944,277	519,200.02	0.8354	2.73X
皇朝家俬	1198	0.31 港币	1,762,377	72,726.06	0.8354	0.63X
SWSCAP	7186	1.22 林吉特	145,875	24,678.71	1.9491	1.41X
Natuzzi	NTZ	1.62 美元	54,853	344,001.38	6.4750	0.17X
La-Z-Boy	LZB	24.14 美元	50,289	872,926.15	6.4750	0.90X
Ethan	ETH	28.04 美元	28,414	461,332.26	6.4750	1.12X
Ekornes	EKO	96.25 挪威克朗	36,827	230,361.55	0.7462	1.15X
均值（剔除最高值）						0.89X
中值（剔除最高值）						1.01X

（3）估值对象参照市销率倍数的市场价值合理性

从上表可以看出，可比公司市销率在 0.17 至 2.73 倍之间，剔除最高值后市销率均值为 0.89 倍，中值为 1.01 倍。依照标的公司 2014 年年报中的销售收入 50,058 万美元，标的公司的本次交易价格对应市销率为 0.60 倍，低于上述可比公司的均值，且在上述可比公司市销率的区间之内，因此从市销率法来看，标的公司估值具有合理性。

4、可比公司法估值结论

在以上三种估值方法中，作为主要估值方法的调整企业价值倍数法以及作为参考方法之一的市净率倍数与本次交易价格对应的市净率接近，而根据另一参考方法的市销率方法计算得出的本次交易价格对应的市销率处在可比公司市销率区间之内。

²⁰ 来源：<http://finance.yahoo.com>

²¹ 来源：各公司上一年度年报附注部分

²² 来源：挪威克朗为中国银行当期汇率折算价、其他货币为中国人民银行当期人民币对各币种汇率中间价

结合前述分析，本估值机构认为本次交易的收购价格（1.00 新元/股，）较为合理，能够反映标的公司的公允价值，同时充分考虑了标的公司的市场价值。

三、标的公司估值合理性分析

本次估值本着独立、客观、公正的原则，遵循通用的估值思路及相应的参数选取方法，并综合考虑了市场对相似资产的定价水平，以及本次交易行为实施后影响标的公司盈利能力的相关因素。本次预估所选用的估值方法合理，估值结论客观、公允。

（一）基于标的公司账面价值的定价合理性分析

截止 2015 年 9 月 30 日的账面净资产为 164,971 千美元，约为人民币 104,943.00 万元，标的公司股东全部权益在估值基准日的估值为 39,978.32 万新元，约合人民币 182,992.77 万元（按照 2015 年 12 月 10 日新元对人民币汇率中间价：1 新元折合 4.5773 人民币元计算），较 2015 年 9 月 30 日的账面净资产增值人民币 78,049.77 万元，增值率为 74.37%。通过企业价值倍数法、市净率法、市销率法分析，标的公司估值在合理且公允的区间之内，反映了估值对象的潜在投资价值，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形。

（二）基于标的公司股价走势的定价合理性分析

截止 2015 年 12 月 28 日前的三年，华达利的股价走势如下图所示：



数据来源：雅虎财经，股价数据截止 2015 年 12 月 28 日，股价数据为经过

前复权调整的每个交易日收盘价

最近三年股价及本次成交价溢价情况如下：

（单位：新元）	最高价	最低价	成交量加权平均价格	交易价格的溢价率/ （折价率）
截止 2015 年 12 月 28 日 （包含）的前三年	0.700	0.200	0.410	143.90%
截止 2015 年 12 月 28 日 （包含）的前一年	0.700	0.200	0.463	115.98%
截止 2015 年 12 月 28 日 （包含）的前六个月	0.700	0.200	0.480	108.33%
截止 2015 年 12 月 28 日 （包含）的前三个月	0.700	0.210	0.497	101.21%
截止 2015 年 12 月 28 日 （包含）的前一个月	0.700	0.440	0.583	71.53%
2015 年 12 月 28 日	0.690	0.690	0.686	45.77%

截止 2015 年 12 月 28 日前的三年，华达利每股日收盘价格最高 0.70 新元，最低 0.20 新元。最近一个月成交量加权平均价格（“Volume weighted average price”，VWAP）为 0.583 新元/股，本次交易价格为 1.00 新元/股，溢价 71.53%。一方面，考虑到本次重组完成后，标的公司与上市公司在市场、品牌、管理等方面的协同效应以及私有化后标的公司上市相关费用的减少将进一步提高标的公司的盈利能力，标的公司控股股东基于标的公司经营持续改善对未来财务期间税后利润作出稳定增长的业绩承诺；另一方面，标的公司作为新加坡上市公司，其股权结构集中度相对较低，本次交易价格需要保证接受要约的标的公司股东表决权与人数均能达到法院方案的通过条件，以顺利推进本次收购实施。综合考虑上述溢价因素以及标的公司股价走势情况，本次交易价格 1.00 新元/股具有合理性。

（三）定价合理性分析的结论

标的公司作为国际领先的新加坡沙发制造公司，具有多年海外销售的经验 and 渠道，旗下拥有 HTL、Domicil 等知名品牌，在全球市场享有相当的市场声誉和

地位。标的公司在海外拥有遍布欧美多国的销售网络，在国内拥有多家沙发生产子公司。本次收购完成后，上市公司将整合标的公司在国内的生产布局，将标的公司先进管理经验、品牌与上市公司的成本优势整合，丰富各自品牌的系列，丰富上市公司的家具产品品类，发挥品牌协同优势。本次估值结论基于标的公司潜在投资价值的考虑，因此，标的公司估值高于其市值和账面净资产值具有合理性。

第三章 估值假设

一、一般假设

（一）公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等、彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

（二）资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据被估值资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定估值方法、参数和依据。

二、特殊假设

1、本次估值假设估值基准日外部经济环境不变，国内外现行的宏观经济不发生重变化。

2、企业所处的社会经济环境无重变化。

3、估值对象在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。

4、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重不利影响。

5、本次估值假设标的公司相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

6、本次交易顺利完成，并且标的公司在交易完成后按照本报告披露的经营调整方案进行调整。

7、本次估值测算的各项参数取值不考虑通货膨胀因素的影响。

8、本次估值不考虑标的公司因生产经营调整而产生的费用，也不考虑调整对收入的影响。

9、截至本估值报告签署日，标的公司部分境内子公司存在环保手续不完备、部分厂区尚未完成环保竣工验收的情形。针对上述环评手续不合规的问题，华达利相关国内子公司正在根据现行法规补充办理相关厂区的环评手续。同时，华达利的实际控制人 Phua Yong Tat、Phua Yong Sin 和 Phua Yong Pin 已作出承诺，承诺在本次交易股权交割之日前，华达利中国境内子公司将取得相关政府部门对其全部经营场所（包括自有厂区和租赁厂区）有效的环评批复。如上述事项未能完成，将采取其他措施使得华达利中国境内子公司的生产经营符合中华人民共和国环境保护方面的法规，由此产生的费用由其承担，如华达利中国境内子公司因此受到行政部门处罚，其将根据本次交易的收购安排向宜华木业（包括华达利）承担赔偿责任。本次估值不考虑标的公司未来可能因该部分环保瑕疵而导致的行政处罚等对标的公司正常经营造成的相关影响。

当上述条件发生变化时，估值结果一般会失效。

第四章 估值结论

一、估值结论及其分析

考虑到本次交易为公开市场收购，本估值报告主要采用可比上市公司法对本次收购报价的合理性进行分析。结合前述分析，本估值机构认为本次交易的收购价格（1.00 新元/股）较为合理，能够反映标的公司的公允价值，同时充分考虑了标的公司的市场价格。

二、估值报告使用限制说明

本估值报告只能用于本报告载明的估值目的和用途。同时，本次估值结论是在本次估值目的下，论证本次收购估值对象报价是否合理，没有考虑将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方可能追加付出的价格等对估值价格的影响，同时，本报告也未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及估值中遵循的持续经营原则等其它情况发生变化时，估值结论一般会失效。估值机构不承担由于这些条件的变化而导致估值结果失效的相关法律责任。

本估值报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

未征得本估值机构同意并审阅相关内容，估值报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

本估值机构在报告中发表的意见均基于截至 2015 年 12 月 28 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本估值报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据估值目的及业务范围，本报告未考虑标的公司股票未来的交易活动及股价表现。

本估值报告的使用有效期为一年：自 2015 年 12 月 28 日起一年使用有效。

(本页无正文，为《广发证券股份有限公司关于 HTL International Holdings Limited 股东全部权益价值估值报告》之签字盖章页)

估值人员签名：陈慎思 刘令 陈昱民
陈慎思 刘令 陈昱民

邢泳
邢泳

