

关于宁波均胜电子股份有限公司重大资产购买预案披露的问询函  
涉及评估师部分问题的回复意见

上海证券交易所：

2016年2月29日，宁波均胜电子股份有限公司（以下简称“公司”）收到贵所《关于对宁波均胜电子股份有限公司重大资产购买预案信息披露的问询函》（上证公函[2016]0192号）（以下简称《问询函》），根据《问询函》的要求，北京中企华资产评估有限责任公司（简称“评估师”）就《问询函》涉及评估师核查和说明的部分回复如下：

问题八、预案披露，《合并协议》约定，本次交易的基准合并对价为9.2亿美元，最终交割结算价格根据《合并协议》相关价格调整条款予以调整。（1）预案披露，德国项目的最终交易对价将根据最终报表中所示的EBITDA和参考EBITDA之间的差额乘以5，对1.8亿欧元基准交易对价进行调整。请补充披露乘数5的估值依据，说明乘数确定的合理性，并说明该乘数的确定与本次交易整体作价EBITDA乘数的差异及其原因。请财务顾问发表、评估师发表意见；（2）美国项目的交割时普通股合并对价计算公式中“交割奖励金”的具体含义、金额或金额区间、确定依据。请补充披露支付给期权、限制性股票持有人的“奖励给付金”的具体含义、金额或金额区间、确定依据；（3）请披露美国项目最终交易对价与交割时普通股合并对价之间的差异，最终交易对价的价格调整金额或金额区间、确定依据。请财务顾问发表意见。

答复：

（一）请补充披露乘数5的估值依据，说明乘数确定的合理性，并说明该乘数的确定与本次交易整体作价EBITDA乘数的差异及其原因

EBITDA（息税折旧摊销前利润）倍数是欧美企业并购交易中广泛使用的估值指标。根据过去三年可比汽车供应商相关交易的公开数据，可比公司交易EBITDA（息税折旧摊销前利润）倍数的中位数为9.14倍，估值区间约为5.1-14.3倍。

公司通过分析近期可比汽车供应商相关的交易数据，在与德国项目交易对方

合理协商的基础上，按照估值区间较低值确定了最终交易对价将根据最终报表中所示的 EBITDA 和参考 EBITDA 之间的差额乘以 5，对 1.8 亿欧元基准交易对价进行调整。

## （二）中介机构核查意见

评估师认为：公司在与德国项目交易对方合理协商的基础上，根据近期类似交易估值区间较低值确定了最终交易对价的调整估值乘数 5 倍，具有合理性。

问题九、预案披露，标的公司 KSS 预估值为 92,093 万美元，增值率为 1,388%。2014 年、2015 年 KSS 实现的净利润分别为 469 万美元、4,935 万美元，按照 2015 年净利润计算，市盈率约 18.66 倍。（1）结合同行业可比公司业绩变动情况，补充披露标的资产一年内净利润大幅增长 952.24% 的原因及其可持续性；（2）对照同类行业其他公司经营、财务及估值数据，补充披露标的资产评估作价的原因及其合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

答复：

### （一）标的资产一年内净利润大幅增长 952.24% 的原因及其可持续性

KSS 公司 2015 年较 2014 年存在净利润大幅增长的原因，首先是由于 2014 年基准数据偏低，2014 年 KSS 非经营性事项产生较多一次性费用（包括员工股票期权费用、英国公司清算费用、IPO 中介费用及重组费用）导致基准数据较低；其次，KSS 公司 2015 年公司营运趋于正常，盈利能力回升：

1、2015 年以来，KSS 所处的汽车主被动安全行业增速较快，但行业其它主要公司（如 TAKATA、TRW）处于战略调整期，KSS 面临较好的外部发展环境；

2、前任股东于 2014 年接手 KSS，对业务做了整合和调整，管理层加大了研发投入（特别是在主动安全方面）和对市场进行积极拓展，开始持续获得新的订单，保证了 2015 年、2016 年以后年度的持续增长；

3、由于 2014 年新项目的持续开发和 2014 年新订单的陆续投产保证了公司 2015 年营业收入从 13.5 亿美元增长到 15.9 亿美元，增速达到 17%；

4、KSS 预计在 2016 年将继续保持 2015 年以来的上升趋势，预计 2016 年实

现营业收入 17 亿美元。同时随着均胜并购后的整合和增资等支持，KSS 将继续加大在主动安全领域的研发投入，保持业务先进性。

(二) 对照同类行业其他公司经营、财务及估值数据，补充披露标的资产评估作价的原因及其合理性。

KSS 为全球范围内主要从事汽车主被动安全业务的主要公司，另三家公司为 Autoliv, Inc.、ZF TRW、Takata Corporation。

KSS 及可比公司的经营、财务及估值情况如下：

单位：万美元

项目	2015 年	Autoliv	TRW	Takata	KSS
经营情况	收入	917,000.00	1,723,900.00	594,356.42	159,277.00
财务情况	归属于母公司净利润	45,680.00	48,100.00	4,516.06	1,649.00
	EBITDA	105,990.00	105,800.00	31,261.44	14,723.17
EV		898,795.20	1,270,768.00	60,378.51	155,196.04
EV/EBITDA		8.48	12.01	1.93	10.54

注：1.由于 ZF 于 2015 年 5 月收购 TRW，TRW 于 2015 年 5 月 15 日从纽交所退市，其之后的财务数据不可获取；2. TRW 公司的估值为 ZF 私有化 TRW 的交易价格；3.可比公司的主要数据取自 2015 年 12 月 31 日的上市公司财报；4. KSS 的主要数据取自 2015 年 12 月 31 日美国准则下未经审计的财务报表数据。其中，KSS 的 EBITDA 已扣除一次性非经常性损益；5. EV (Enterprise Value)，即企业价值，是衡量公司价值的一种方式计算公式是：EV=公司市值+负债+少数股东权益+优先股-现金以及现金等价物。

由于可比公司中的 Takata 所生产的气囊存在安全隐患，发生产品大量召回事件较大程度上影响了其经营、财务情况与市场估值，故其所表现出的经营、财务、估值数据可比程度较低；

对照同类行业其他公司的经营、财务及估值数据，KSS 的 2015 年 EV/EBITDA 在可比公司的（剔除 Takata）EV/EBITDA 范围内，故本次交易定价合理。

### (三) 中介机构核查意见

评估师认为：本次交易定价综合考虑了交易标的资产盈利能力、可比公司估值倍数等因素，由双方基于市场化原则协商确定，本次交易定价合理。

问题十、请以两种预估方法预估标的资产，补充披露预估方法、预估结果、关键假设和参数，选择其中一种预估方法的原因及其合理性。请补充披露以收益法预估标的资产的关键假设参数，包括但不限于未来收入增长率、未来期间资本投入、折现率等。请补充披露本次交易的可比上市公司、可比交易的估值情况，说明本次交易的作价合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

答复：

### （一）预估方法的原因及其合理性

依据《中国资产评估准则》及评估行业的规范，企业价值评估可以采用收益法、市场法、资产基础法三种方法。

收益法是指将被评估企业的预期未来收益依一定折现率资本化或折成现值以确定其价值的评估方法，强调的是企业整体资产的预期盈利能力。收益法的评估结果是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化。在评估过程中不仅考虑了企业账面资产的价值，同时也考虑了企业账面上不存在但对企业未来收益有重大影响的资产或因素，如企业拥有的稳定的客户资源、经营管理水平等。在收益法评估过程中，综合考虑了企业各盈利因素，反映了企业整体资产的预期盈利能力，因此预评估中以收益法作为预评估方法。

考虑标的公司的业务特性，本次交易将采用收益法和市场法对标的资产进行估值。由于截至预案出具日标的资产至审计、评估基准日的财务报表尚未结账，且对标的资产的审计工作正在进行中，为合理保证预估数据的准确性，避免数据差异给投资者的判断造成误导，在预估阶段未选用与基准日经审计报表数据关联较大的市场法进行预估，暂以收益法作为预评估方法，待审计完成后，评估机构将采用收益法和市场法两种方法对标的资产进行估值。

### （二）美国项目预估方法、预估结果、关键假设和参数

#### 1、预估结果

截至预估基准日 2015 年 12 月 31 日，KSS 净资产账面价值为 6,188 万美元，本次采用收益法对标的资产进行预估。KSS 的股东全部权益价值预估值为 92,093 万美元，增值率为 1,388%。

本次交易的标的资产最终评估结果将以评估机构出具评估或估值报告为准。

## 2、关键假设

### 1.一般假设

(1) 假设未来被评估单位持续经营。

(2) 假设未来被评估单位及各子公司所处国家和地区的政治、经济和社会环境无重大变化。

(3) 假设未来被评估单位及各子公司所处国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化。

(4) 假设和被评估单位及各子公司相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等未来除已知事项外不发生重大变化。

(5) 假设未来被评估单位的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务。

(6) 假设被评估单位完全遵守所有相关的法律法规。

(7) 假设未来无不可抗力对被评估单位造成重大不利影响。

### 2.特殊假设

(1) 假设未来被评估单位采用的会计政策和预估时所采用的会计政策在重要方面保持一致。

(2) 假设未来被评估单位在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、经营模式与目前保持一致。

(3) 假设被评估单位的业务内容和结构在未来可预见年份内根据经营能力和市场需求情况进行合理的调整。

(4) 假设未来被评估单位的产品或服务保持目前的市场竞争态势。

(5) 假设未来被评估单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出，现金流在每个预测期间的中期产生。

(6) 假设未来被评估单位的研发能力和技术先进性保持目前的水平；

(7) 研发费用在美国准则下是全部费用化的，管理层预计在国际准则下可部分资本化，本次预估尊重管理层判断，假设研发费用在未来可部分资本化。

(8) 本次预估采用的历史数据是管理层提供的美国准则下未经审计的财务数据，预测采用的数据是管理层提供的商业计划书中的经营数据。

### 3、收益法预估模型及参数选取

#### (1) 收益法预估模型

KSS 作为一个已连续运营多年的知名企业，历史财务数据能够得到比较详尽的收集，并且财务状况稳定，未来收益及其所承受的风险能够合理预测，采用收益法进行估值是合理的。KSS 企业的整体运营模式涵盖了从研发-生产-销售的各个环节，KSS 集团总部拥有对下属子公司的管理权限，负责自上而下的管理体系，保证集团内部从研发到生产、销售的高效衔接，总部签署订单；下属子公司的职能按照研发、生产和销售分工明确。故本次预估采用合并口径下收益法对 KSS 集团的股东全部权益价值进行预测。

本次预估选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型。

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

##### 1.企业整体价值

企业整体价值是指股东全部权益价值和付息债务价值之和。根据被评估单位的资产配置和使用情况，企业整体价值的计算公式如下：

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产负债价值+长期股权投资价值

##### (1)经营性资产价值

经营性资产是指与被评估单位生产经营相关的，评估基准日后企业自由现金流量预测所涉及的资产与负债。经营性资产价值的计算公式如下：

$$P = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n}$$

式中：P 为经营性资产价值；

R<sub>t</sub> 为第 t 年企业自由现金流量；

P<sub>n</sub> 为第 n 年终值；

i 为折现率；

t 为预测年度；

n 为预测期末年。

其中，企业自由现金流量计算公式如下：

企业自由现金流量=息前税后净利润-少数股东权益+折旧与摊销-资本性支出

## -营运资金增加额

其中，折现率(加权平均资本成本，WACC)计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

其中：**ke**：权益资本成本；

**kd**：付息债务资本成本；

**E**：权益的市场价值；

**D**：付息债务的市场价值；

**t**：所得税率。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。计算公式如下：

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

其中：**rf**：无风险利率；

**MRP**：市场风险溢价；

**β**：权益的系统风险系数；

**rc**：企业特定风险调整系数。

### (2)溢余资产价值

溢余资产是指与企业收益无直接关系的，超过企业经营所需的多余资产，主要包括溢余现金等，采用成本法对其确认。

### (3)非经营性资产、负债价值

非经营性资产、负债是指与被评估单位生产经营无关的，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产与负债。被评估单位的非经营性资产、负债包括其他应收款和其他应付款，采用成本法对其确认。

### (4)长期股权投资价值

对外长期股权投资是指企业于评估基准日时已形成的对外股权投资，由于本次评估对 KSS 采用合并口径进行收益法测算，对已纳入合并预测范围内的长期股权投资，不再进行单独测算。

## 2.付息债务价值

付息债务是指评估基准日被评估单位需要支付利息的负债，采用成本法对其确认。

## (2) 收益法预估参数的选取

对 KSS 集团内各公司未来财务数据预测是遵循各国现行有关法律、法规，根据各国国家宏观政策、结合集团发展规划及市场环境、分析了集团的优劣势与风险后，并结合企业订单情况，对未来期进行预测。

### 1) 主营业务收入

KSS 集团是全球四大安全公司之一，主要产品包括被动安全（安全带、安全气囊和方向盘）、主动安全和特殊产品，被动安全是公司一直以来的核心产品、其历史期营收保持快速增长，KSS 集团注重产品研发和渠道建设、未来期在保持原有渠道、原有产品的基础上开发新的产品，并扩大市场区域。主动安全拥有非常庞大的市场，智能驾驶汽车是未来发展的方向。

金额单位：万美元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
主营业务收入	165,039.88	192,487.37	219,277.31	275,500.94	292,031.00
增长率	4%	17%	14%	26%	6%

KSS 拥有宝马、大众、通用、福特、克莱斯勒、标志、现代、雷诺、上汽、长城、长安等多个品牌的客户，其订单率非常高。

### 2) 成本费用

KSS 集团在全球建设工厂、研发中心，85%的员工都来自于低成本国家，形成全球最佳成本布局。对于与收入呈线性关系的项目，比如原材料费等，评估人员根据各公司历年发生额占收入比乘以预测年度的主营业务收入来测算；对与产销量呈非线性关系的项目，则根据具体情况分析预测。

### 3) 折旧及摊销和资本性支出

评估人员根据企业以前年度的实际发生情况和未来的发展规划，测算出各项折旧和摊销的金额。

企业资本性支出的预测，是对新项目投入、新建工厂、IT 投入、产能扩展、存续资产更新等部分支出的测算，主要是根据企业的未来发展规划确定的。

### 4) 折现率

由于 KSS 的集权化管理、全球化销售及内部交易频繁的特点，各子公司所面临的风险不能通过单纯计算该国企业的 WACC 来反映。本次预估在折现率选取



时，考虑整个集团综合的折现率，证券市场数据考虑从 KSS 总部所在地美国的汽车及零部件生产商公司中选取样本计算；对于个别参数(如：无风险报酬率、市场风险溢价)则根据各公司所在国的实际情况选取所在国的数据，并按照各公司的息税前利润(EBIT)的贡献度加权平均得出集团综合取值，为 11%。

#### 4、市场法模型及参数的选取

##### (1) 市场法预估模型

市场法是指将评估对象与参考企业、在市场上已有交易案例的企业、股东权益、证券等权益性资产进行比较以确定评估对象价值的评估思路。

其中，上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的比率乘数，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。评估步骤如下：

首先，选择与被评估单位处于同一行业的并且股票交易活跃的上市公司作为对比公司，并通过交易股价计算对比公司的市场价值。

其次，选择某一合适的收益性参数、资产类参数或现金流比率参数作为对比公司的参数，并计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的比例关系“比率乘数”。

再次，通过比较分析被评估企业与参考企业的异同，对差异进行量化调整，计算出适用于被评估企业的比率乘数，从而得到委估对象的市场价值。

由于上市公司比较法中的可比公司是公开市场上正常交易的上市公司，所以本次市场法预估结论考虑流动性对评估对象价值的影响。

上市公司比较法的计算公式如下：

被评估单位全投资市场价值=确定的被评估单位比率乘数×被评估单位相应指标

被评估单位股权价值=(全投资市场价值-付息负债)×(1-缺少流通性折扣率)+非经营性资产及溢余资产净值

##### (2) 市场法参数的选取

###### 1) 可比公司的选取

本次预估时对可比公司的选择标准如下：

可比公司近年盈利；

可比公司至少有两年上市历史；

可比公司近期连续交易，未发生重大事项；

可比公司从事的行业或其主营业务与汽车配件及内饰相关；

可比公司与被评估单位经营业绩相似且规模相当。

最终选取符合标准的上市公司作为可比公司。

## 2) 比率乘数的选取

市场比较法要求通过分析对比公司股权(所有者权益)和/或全部投资资本市场价值与收益性参数、资产类参数或现金流比率参数之间的比率乘数来确定被评估单位的比率乘数，然后，根据被评估单位的收益能力、资产类参数来估算其股权和/或全投资资本的价值。因此采用市场法评估的一个重要步骤是分析确定、计算比率乘数。比率乘数一般可以分为三类，分别为收益类比率乘数、资产类比率乘数和现金流比率乘数。

根据本次被评估单位的特点并参考国际惯例，评估人员选用如下比率乘数：

### (1)收益类比率乘数

用对比公司股权(所有者权益)和全投资资本市场价值与收益类参数计算出的比率乘数称为收益类比率乘数。收益类比率乘数一般常用的包括：

全投资资本市场价值与主营业务收入的比率乘数；

全投资资本市场价值与税息前收益比率乘数；

全投资资本市场价值与税息折旧/摊销前收益比率乘数；

全投资资本市场价值与税后现金流(NOIAT)比率乘数；

股权市场价值与税前收益(利润总额)比率乘数；

通过分析，我们发现对比公司和被评估企业可能在资本结构方面存在着较大的差异，即对比公司和被评估企业可能会支付不同的利息。这种差异会使我们的“对比”失去意义。为此必须要剔除这种差异产生的影响。剔除这种差异影响的最好方法是采用全投资口径指标。所谓全投资口径指标主要包括税息前收益(EBIT)、税息折旧/摊销前收益(EBITDA)和税后现金流(NOIAT)，上述收益类指标摒弃了由于资本结构不同对收益产生的影响。

### ①EBIT 比率乘数

全投资资本的市场价值和税息前收益指标计算的比率乘数最大限度地减少了由于资本结构影响，但该指标无法区分企业折旧/摊销政策不同所产生的影响。

### ②EBITDA 比率乘数

全投资资本市场价值和税息折旧/摊销前收益指标计算可以在减少资本结构影响的基础上最大限度地减少由于企业折旧/摊销政策不同可能带来的影响。

### ③NOIAT 比率乘数

采用税后现金流乘数进行计算直接并易于理解，且充分反映公司的盈利能力，但没有考虑控股股权可以对资本结构进行修改的因素，易受融资方式和税收政策的影响。

### 3) 增长率

KSS 的增长率考虑 KSS 历史年度及收益法预测中的 EBITDA 的增长率；可比公司增长率考虑历史年度及从 Bloomberg 获取的统计数据。

### 4) 折现率

折现率采用收益法预测时的数据，即 11%。

## (三) 美国项目可比上市公司的估值情况

选取主业为汽车零部件相关的上市公司，比较基准日市盈率和企业价值倍数情况如下表所示：

上市地区	证券代码	证券简称	基准日 P/E	基准日 EV/EBITDA
美国	ALSN.N	ALLISON TRANSMISSION HOLDINGS INC	20.15	8.92
美国	ALV.N	AUTOLIV INC	26.38	8.48
美国	BWA.N	博格华纳	15.52	6.70
美国	HAR.N	哈曼国际工业	19.31	7.87
美国	DLPH.N	德尔福汽车	14.99	8.84
美国	PLOW.N	DOUGLAS DYNAMICS	11.38	6.83
美国	FSS.N	FEDERAL SIGNAL CORP DE	13.00	5.66
美国	JCI.N	江森自控	16.36	9.91
美国	LEA.N	Lear	11.98	5.09

上市地区	证券代码	证券简称	基准日 P/E	基准日 EV/EBITDA
美国	MTOR.N	MERITOR INC	12.12	5.88
美国	MLR.N	MILLER INDUSTRIES INC TN	13.91	5.36
美国	SMP.N	STANDARD MOTOR PRODS	16.62	6.02
美国	SUP.N	SUPERIOR INDUSTRIES INTL	28.20	6.89
美国	TEN.N	TENNECO INC	13.27	4.50
美国	WBC.N	威伯科	24.27	12.30
中国大陆	600623.SH	双钱股份	74.03	30.47
中国大陆	000559.SZ	万向钱潮	67.73	35.58
中国大陆	600660.SH	福耀玻璃	15.29	10.04
中国大陆	002085.SZ	万丰奥威	53.87	34.86
中国大陆	000887.SZ	中鼎股份	35.92	30.91
中国大陆	000581.SZ	威孚高科	15.67	12.28
中国大陆	601689.SH	拓普集团	48.02	31.28
中国大陆	002434.SZ	万里扬	53.01	47.83
中国大陆	300100.SZ	双林股份	56.18	49.02
中国大陆	002662.SZ	京威股份	33.54	22.61
中国大陆	002284.SZ	亚太股份	91.74	48.30
中国大陆	001696.SZ	宗申动力	42.53	26.31
中国大陆	002048.SZ	宁波华翔	33.53	7.80
中国大陆	600676.SH	交运股份	36.09	15.46
中国大陆	000030.SZ	富奥股份	25.72	14.30
中国大陆	002283.SZ	天润曲轴	86.47	37.41
中国大陆	603997.SH	继峰股份	61.89	42.07
中国大陆	000700.SZ	模塑科技	28.82	18.85
中国大陆	300432.SZ	富临精工	54.92	38.91
中国大陆	600469.SH	风神股份	28.03	8.79
中国大陆	601058.SH	赛轮金宇	48.91	11.30
中国大陆	300237.SZ	美晨科技	60.28	61.20

上市地区	证券代码	证券简称	基准日 P/E	基准日 EV/EBITDA
中国大陆	002537.SZ	海立美达	66.43	26.26
中国大陆	601799.SH	星宇股份	30.49	24.77
中国大陆	300473.SZ	德尔股份	63.88	42.32
中国大陆	002454.SZ	松芝股份	30.57	20.67
中国大陆	002381.SZ	双箭股份	48.13	29.13
中国大陆	002406.SZ	远东传动	67.04	33.11
中国大陆	002448.SZ	中原内配	44.08	27.89
中国大陆	600480.SH	凌云股份	51.83	13.36
中国大陆	600742.SH	一汽富维	13.77	7.11
中国大陆	600081.SH	东风科技	38.34	11.27
中国大陆	002126.SZ	银轮股份	36.33	22.08
中国大陆	002510.SZ	天汽模	41.14	25.01
中国大陆	600114.SH	东睦股份	45.43	23.19
中国大陆	600523.SH	贵航股份	41.56	22.47
中国大陆	603306.SH	华懋科技	40.46	32.82
中国大陆	002765.SZ	蓝黛传动	82.51	36.75
中国大陆	300304.SZ	云意电气	81.43	55.17
中国大陆	000589.SZ	黔轮胎 A	48.04	14.62
中国大陆	603158.SH	腾龙股份	71.27	50.49
中国大陆	002101.SZ	广东鸿图	57.87	23.54
中国大陆	603788.SH	宁波高发	47.83	44.15
中国大陆	600178.SH	东安动力	49.70	51.67
中国大陆	000980.SZ	金马股份	85.59	15.97
中国大陆	300258.SZ	精锻科技	35.47	22.38
中国大陆	603009.SH	北特科技	97.84	45.01
中国大陆	600182.SH	S 佳通	34.27	6.47
中国大陆	300375.SZ	鹏翎股份	39.93	24.26
中国大陆	300320.SZ	海达股份	60.01	33.57

上市地区	证券代码	证券简称	基准日 P/E	基准日 EV/EBITDA
中国大陆	002725.SZ	跃岭股份	66.76	30.69
算术平均值			42.84	23.65

数据来源：Wind 汽车零部件行业，Yahoo Finance（剔除畸值）

注：对于尚未披露 2015 年度财务报告的上市公司，在计算市盈率时使用已公告的最新 12 个月财务数据。

上表数据显示，汽车零部件行业的上市公司的市盈率在 11.38 倍至 97.84 倍之间，平均市盈率为 42.84 倍。以 KSS 的 2015 年净利润 1,649.00 万美元（美国准则下未经审计的财务数据）进行测算，本次收购对应市盈率为 55.85 倍。即，KSS 预估值的市盈率水平高于汽车零部件行业上市公司平均市盈率水平，但在汽车零部件行业上市公司市盈率范围内。同时，2016 年 KSS 的预计净利润较高，市盈率将低于上市公司平均市盈率水平。

此外，汽车零部件行业的上市公司的 EV/EBITDA 在 4.50 倍至 61.20 倍之间，平均 EV/EBITDA 为 23.65 倍。以 KSS 的 2015 年 EBITDA 14,723.17 万美元（美国准则下未经审计的财务数据，并已扣除一次性非经常性损益）进行测算，本次收购对应 EV/EBITDA 为 10.54 倍。即，KSS 预估值的 EV/EBITDA 水平低于汽车零部件行业上市公司平均 EV/EBITDA 水平。

从可比上市公司估值情况来看，本次交易定价合理。

#### （四）美国项目可比交易案例的估值情况

选取最近三年汽车供应商相关的交易案例，比较其企业价值倍数的情况，如下表所示：

收购方	目标公司	公告日	EV/EBITDA
Johnson Electric	Stackpole	2015/8/10	9.8
Magna International	Getrag	2015/7/16	10.3
BorgWarner	Remy International	2015/7/13	8.7
AVIC Auto	Henniges Automotive	2015/6/30	8.9
Mahle	Delphi Automotive Thermal	2015/5/19	9.5
ZF	TRW	2014/7/10	7.3

收购方	目标公司	公告日	EV/EBITDA
Sensata Technologies	Schrader	2014/10/14	10.0
AVIC Electromechanical	Hilite International	2014/5/29	8.0
Shanghai Prime Machinery	Koninklijke Nedschroef	2014/5/27	8.2
CLARCOR	Stanadyne (Fuel Filtration Biz)	2014/4/28	8.2
Blackstone	Gates Corp.	2014/4/4	12.8
Quinpario Acquisition	Jason	2014/3/17	6.8
Visteon	JCI Automotive Electronics Unit	2014/1/13	5.1
Curtiss-Wright	Williams Controls	2012/11/1	14.3
EV/EBITDA 算术平均值			9.14
均胜电子	KSS	2016/2/16	10.54

注 1: 数据来源: FactSet

注 2: 上述目标公司中所属行业情况如下:

- (1) Stackpole: 先进变速箱和发动机油泵及粉末金属零件的供应商;
- (2) Getrag (格特拉克): 全球主要汽车变速器供应商;
- (3) Remy International (雷米国际): 重型起动机和交流发电机、轻型起动机以及电动汽车和混合动力汽车电动机制造商;
- (4) Henniges Automotive: 车载抗振动系统、橡胶组件、密封条供应商;
- (5) Delphi Automotive Thermal (德尔福热交换业务): 领先的车载热交换和空调系统供应商;
- (6) TRW (天合): 世界十大汽车零部件供应商之一, 主要产品有转向和悬挂系统、方向盘系统、安全带系统、电子安全装置、无线电产品、电子保安装置、发动机部件、强化紧固件及部件、车身控制系统等。
- (7) Schrader (施拉德): 全球主要汽车轮胎胎压监测系统供应商;
- (8) Hilite International (海力达): 领先的车载节能减排产品供应商, 主要产品可变正时气门系统 (VVT)、干式双离合器(DCT)和选择性催化还原系统 (SCR);
- (9) Koninklijke Nedschroef: 领先的车载紧固件、冷铸件和特殊功能件供应商;
- (10) Stanadyne (Fuel Filtration Biz): 思达耐的燃油过滤业务;
- (11) Gates Corp. (盖茨国际): 工业传送系统和汽车液压系统供应商;
- (12) Jason: 汽车功能件和车载声学系统供应商;
- (13) JCI Automotive Electronics Unit: 江森自控汽车电子事业部;
- (14) Williams Controls (威廉姆斯控制系统): 车辆控制器和传感器方面领先供应商。

上表数据显示, 最近三年汽车供应商相关交易案例的 EV/EBITDA 在 5.1 倍至 14.3 倍之间, 交易的平均 EV/EBITDA 为 9.14 倍。以 KSS 的 2015 年 EBITDA 14,723.17 万美元 (美国准则下未经审计的财务数据, 并已扣除一次性非经常性损益) 进行测算, 本次收购对应 EV/EBITDA 为 10.54 倍。即, KSS 预估值的 EV/EBITDA 水平略高于汽车供应商相关交易案例的平均 EV/EBITDA 水平, 但在汽车供应商相关交易

案例的 EV/EBITDA 范围内。同时，2016 年 KSS 的预计 EBITDA 较高，EV/EBITDA 将低于交易案例平均 EV/EBITDA 水平。

从可比交易案例的估值情况来看，本次交易定价合理。

## （五）德国项目预估方法、预估结果、关键假设和参数

### 1、预估结果

截至预估基准日 2015 年 12 月 31 日，TS 道恩的汽车信息板块业务未经审计的模拟汇总净资产账面价值为 9,455 万欧元，本次采用收益法对标的资产进行预估。TS 道恩的汽车信息板块业务全部权益价值预估值为 18,311 万欧元，增值率为 94%。

本次交易的标的资产最终评估结果将以评估机构出具评估或估值报告为准。

### 2、关键假设

#### 1.一般假设

（1）假设未来被评估单位持续经营。

（2）假设未来被评估单位及各子公司所处国家和地区的政治、经济和社会环境无重大变化。

（3）假设未来被评估单位及各子公司所处国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化。

（4）假设和被评估单位及各子公司相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等评估未来除已知事项外不发生重大变化。

（5）假设未来被评估单位的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务。

（6）假设被评估单位完全遵守所有相关的法律法规。

（7）假设未来无不可抗力对被评估单位造成重大不利影响。

#### 2.特殊假设

（1）假设委估无形财产权利的实施是完全按照有关法律、法规的规定执行的，不会违反国家法律及社会公共利益，也不会侵犯他人包括专利技术、非专利技术、商标在内的任何受国家法律依法保护的权利；

（2）假设未来被评估单位采用的会计政策和编写本评估报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致。



(3)假设未来被评估单位在现有管理方式和管理水平的基础上,经营范围、经营模式与目前保持一致。

(4)假设被评估单位的业务内容和结构在未来可预见年份内根据经营能力和市场需求情况进行合理的调整。

(5)假设未来被评估单位的产品或服务保持目前的市场竞争态势。

(6)假设未来被评估单位的现金流入为平均流入,现金流出为平均流出,现金流在每个预测期间的中期产生。

(7)假设未来被评估单位的研发能力和技术先进性保持目前的水平。

(8)本次预估采用的历史数据是管理层提供的德国准则下未经审计的财务数据。

(9)本次预估是根据管理层提供的商业计划书及 KPMG 出具的财务尽调进行的。

(10)假设被评估单位在业务整合、剥离的过程中对经营无重大影响。

### 3、德国项目收益法模型及参数的选取

#### (1)收益法预估模型

本次预估选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型。

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

#### 1.企业整体价值

企业整体价值是指股东全部权益价值和付息债务价值之和。根据被评估单位的资产配置和使用情况,企业整体价值的计算公式如下:

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产负债价值+长期股权投资价值

#### (1)经营性资产价值

经营性资产是指与被评估单位生产经营相关的,评估基准日后企业自由现金流量预测所涉及的资产与负债。经营性资产价值的计算公式如下:

$$P = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n}$$

式中: P 为经营性资产价值;

R<sub>t</sub> 为第 t 年企业自由现金流量;

P<sub>n</sub> 为第 n 年终值；

i 为折现率；

t 为预测年度；

n 为预测期末年。

其中，企业自由现金流量计算公式如下：

企业自由现金流量=息前税后净利润-少数股东权益+折旧与摊销-资本性支出-营运资金增加额

其中，折现率(加权平均资本成本，WACC)计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

其中：k<sub>e</sub>：权益资本成本；

k<sub>d</sub>：付息债务资本成本；

E：权益的市场价值；

D：付息债务的市场价值；

t：所得税率。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。计算公式如下：

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

其中：r<sub>f</sub>：无风险利率；

MRP：市场风险溢价；

β：权益的系统风险系数；

r<sub>c</sub>：企业特定风险调整系数。

## (2)溢余资产价值

溢余资产是指与企业收益无直接关系的，超过企业经营所需的多余资产，主要包括溢余现金等，采用成本法对其确认。

## (3)非经营性资产、负债价值

非经营性资产、负债是指与被评估单位生产经营无关的，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产与负债。被评估单位的非经营性资产、负债包括其他应收款和其他应付款，采用成本法对其确认。

## (4)长期股权投资价值

对外长期股权投资是指企业于评估基准日时已形成的对外股权投资，由于本次评估对 TS 采用合并口径进行收益法测算，对已纳入合并预测范围内的长期股权投资，不再进行单独测算。

## 2.付息债务价值

付息债务是指评估基准日被评估单位需要支付利息的负债，采用成本法对其确认。

### (2) 收益法预估参数的选取

对 TS 道恩的汽车信息板块业务内各公司未来财务数据预测是遵循各国现行有关法律、法规，根据各国国家宏观政策、结合公司的发展规划及市场环境、分析了公司的优劣势与风险后，并考虑企业的订单情况，对未来期进行预测。

#### 1) 主营业务收入

TS 道恩的汽车信息板块业务历史期营收水平稳步上升，目前主要的客户为大众集团。预测期根据公司获取的 MIB 系列产品订单情况，结合大众及其他客户的需求量，预期营收水平在未来几年内在汽车生产水平上继续发展提高，发展程度取决于全球经济环境和行业发展速度。

金额单位：万欧元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
主营业务收入	48,000.00	45,250.00	45,310.00	45,530.00	58,000.00
增长率	21.23%	-5.73%	0.13%	0.49%	27.39%

注：TS 道恩的汽车信息板块业务是大众集团旗下各品牌汽车 MIB 2 系统的供应商（MIB 2 为大众集团旗下各品牌最新的车载多功能信息模块），该产品将保证公司未来 3 年主营业务的持续稳定经营，同时公司也将进一步开拓如奔驰、宝马等品牌和客户。预计在 2019~2020 年大众 MIB 3 项目将全面商用，将带来公司营收的持续增长。

#### 2) 成本费用

对于与收入呈线性关系的项目，比如原材料费等，评估人员根据各公司历年发生额占收入比乘以预测年度的主营业务收入来测算；对与产销量呈非线性关系的项目，则根据具体情况分析预测。

#### 3) 折旧及摊销和资本性支出

评估人员根据企业以前年度的实际发生情况和未来的发展规划，测算出各项

折旧和摊销的金额。

企业资本性支出的预测，是结构性优化、旧设备替换等部分支出的测算，主要是根据企业的未来发展规划确定的。

#### 4) 折现率

本次预估在折现率选取时，证券市场数据从欧美市场的汽车及零部件生产商公司中选取样本计算；对于个别参数(如：无风险报酬率、市场风险溢价)则根据各公司所在国的实际情况选取所在国的数据，并按照各公司的息税前利润(EBIT)的贡献度加权平均得出集团综合取值，为 9%。

### 4、德国项目市场法模型及参数的选取

#### (1) 市场法预估模型

市场法是指将评估对象与参考企业、在市场上已有交易案例的企业、股东权益、证券等权益性资产进行比较以确定评估对象价值的评估思路。

其中，上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的比率乘数，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。评估步骤如下：

首先，选择与被评估单位处于同一行业的并且股票交易活跃的上市公司作为对比公司，并通过交易股价计算对比公司的市场价值。

其次，选择某一合适的收益性参数、资产类参数或现金流比率参数作为对比公司的参数，并计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的比例关系“比率乘数”。

再次，通过比较分析被评估企业与参考企业的异同，对差异进行量化调整，计算出适用于被评估企业的比率乘数，从而得到委估对象的市场价值。

由于上市公司比较法中的可比公司是公开市场上正常交易的上市公司，所以本次市场法预估结论考虑流动性对评估对象价值的影响。

上市公司比较法的计算公式如下：

被评估单位全投资市场价值=确定的被评估单位比率乘数×被评估单位相应指标

被评估单位股权价值=(全投资市场价值-付息负债)×(1-缺少流通性折扣率)+非经营性资产及溢余资产净值

## (2) 市场法参数的选取

### 1) 可比公司的选取

本次预估时对可比公司的选择标准如下：

可比公司近年盈利；

可比公司至少有两年上市历史；

可比公司近期连续交易，未发生重大事项；

可比公司从事的行业或其主营业务与汽车配件及内饰相关；

可比公司与被评估单位经营业绩相似且规模相当。

最终选取符合标准的上市公司作为可比公司。

### 2) 比率乘数的选取

市场比较法要求通过分析对比公司股权(所有者权益)和/或全部投资资本市场价值与收益性参数、资产类参数或现金流比率参数之间的比率乘数来确定被评估单位的比率乘数，然后，根据被评估单位的收益能力、资产类参数来估算其股权和/或全投资资本的价值。因此采用市场法评估的一个重要步骤是分析确定、计算比率乘数。比率乘数一般可以分为三类，分别为收益类比率乘数、资产类比率乘数和现金流比率乘数。根据本次被评估单位的特点并参考国际惯例，评估人员选用收益类比率乘数。

用对比公司股权(所有者权益)和全投资资本市场价值与收益类参数计算出的比率乘数称为收益类比率乘数。收益类比率乘数一般常用的包括：

全投资资本市场价值与主营业务收入的比率乘数；

全投资资本市场价值与税息前收益比率乘数；

全投资资本市场价值与税息折旧/摊销前收益比率乘数；

全投资资本市场价值与税后现金流(NOIAT)比率乘数；

股权市场价值与税前收益(利润总额)比率乘数；

通过分析，我们发现对比公司和被评估企业可能在资本结构方面存在着较大的差异，即对比公司和被评估企业可能会支付不同的利息。这种差异会使我们的“对比”失去意义。为此必须要剔除这种差异产生的影响。剔除这种差异影响的最好方法是采用全投资口径指标。所谓全投资口径指标主要包括税息前收益(EBIT)、税息折旧/摊销前收益(EBITDA)和税后现金流(NOIAT)，上述收益类指标摒弃了由于

资本结构不同对收益产生的影响。

①EBIT 比率乘数

全投资资本的市场价值和税息前收益指标计算的比率乘数最大限度地减少了由于资本结构影响，但该指标无法区分企业折旧/摊销政策不同所产生的影响。

②EBITDA 比率乘数

全投资资本市场价值和税息折旧/摊销前收益指标计算可以在减少资本结构影响的基础上最大限度地减少由于企业折旧/摊销政策不同可能带来的影响。

③NOIAT 比率乘数

采用税后现金流乘数进行计算直接并易于理解，且充分反映公司的盈利能力，但没有考虑控股股权可以对资本结构进行修改的因素，易受融资方式和税收政策的影响。

3) 增长率

TS 的增长率考虑 TS 历史年度及收益法预测中的 EBITDA 的增长率；可比公司增长率考虑历史年度及从 Bloomberg 获取的统计数据。

4) 折现率

折现率采用收益法预测时的数据，即 9%。

## (六) 德国项目可比上市公司的估值情况

选取主业为汽车零部件相关的上市公司，比较基准日市盈率和企业价值倍数情况如下表所示：

上市地区	证券代码	证券简称	基准日 P/E	基准日 EV/EBITDA
美国	ALSN.N	ALLISON TRANSMISSION HOLDINGS INC	20.15	8.92
美国	ALV.N	AUTOLIV INC	26.38	8.48
美国	BWA.N	博格华纳	15.52	6.70
美国	HAR.N	哈曼国际工业	19.31	7.87
美国	DLPH.N	德尔福汽车	14.99	8.84
美国	PLOW.N	DOUGLAS DYNAMICS	11.38	6.83
美国	FSS.N	FEDERAL SIGNAL CORP DE	13.00	5.66
美国	JCI.N	江森自控	16.36	9.91

上市地区	证券代码	证券简称	基准日 P/E	基准日 EV/EBITDA
美国	LEA.N	Lear	11.98	5.09
美国	MTOR.N	MERITOR INC	12.12	5.88
美国	MLR.N	MILLER INDUSTRIES INC TN	13.91	5.36
美国	SMP.N	STANDARD MOTOR PRODS	16.62	6.02
美国	SUP.N	SUPERIOR INDUSTRIES INTL	28.20	6.89
美国	TEN.N	TENNECO INC	13.27	4.50
美国	WBC.N	威伯科	24.27	12.30
中国大陆	600623.SH	双钱股份	74.03	30.47
中国大陆	000559.SZ	万向钱潮	67.73	35.58
中国大陆	600660.SH	福耀玻璃	15.29	10.04
中国大陆	002085.SZ	万丰奥威	53.87	34.86
中国大陆	000887.SZ	中鼎股份	35.92	30.91
中国大陆	000581.SZ	威孚高科	15.67	12.28
中国大陆	601689.SH	拓普集团	48.02	31.28
中国大陆	002434.SZ	万里扬	53.01	47.83
中国大陆	300100.SZ	双林股份	56.18	49.02
中国大陆	002662.SZ	京威股份	33.54	22.61
中国大陆	002284.SZ	亚太股份	91.74	48.30
中国大陆	001696.SZ	宗申动力	42.53	26.31
中国大陆	002048.SZ	宁波华翔	33.53	7.80
中国大陆	600676.SH	交运股份	36.09	15.46
中国大陆	000030.SZ	富奥股份	25.72	14.30
中国大陆	002283.SZ	天润曲轴	86.47	37.41
中国大陆	603997.SH	继峰股份	61.89	42.07
中国大陆	000700.SZ	模塑科技	28.82	18.85
中国大陆	300432.SZ	富临精工	54.92	38.91
中国大陆	600469.SH	风神股份	28.03	8.79
中国大陆	601058.SH	赛轮金宇	48.91	11.30

上市地区	证券代码	证券简称	基准日 P/E	基准日 EV/EBITDA
中国大陆	300237.SZ	美晨科技	60.28	61.20
中国大陆	002537.SZ	海立美达	66.43	26.26
中国大陆	601799.SH	星宇股份	30.49	24.77
中国大陆	300473.SZ	德尔股份	63.88	42.32
中国大陆	002454.SZ	松芝股份	30.57	20.67
中国大陆	002381.SZ	双箭股份	48.13	29.13
中国大陆	002406.SZ	远东传动	67.04	33.11
中国大陆	002448.SZ	中原内配	44.08	27.89
中国大陆	600480.SH	凌云股份	51.83	13.36
中国大陆	600742.SH	一汽富维	13.77	7.11
中国大陆	600081.SH	东风科技	38.34	11.27
中国大陆	002126.SZ	银轮股份	36.33	22.08
中国大陆	002510.SZ	天汽模	41.14	25.01
中国大陆	600114.SH	东睦股份	45.43	23.19
中国大陆	600523.SH	贵航股份	41.56	22.47
中国大陆	603306.SH	华懋科技	40.46	32.82
中国大陆	002765.SZ	蓝黛传动	82.51	36.75
中国大陆	300304.SZ	云意电气	81.43	55.17
中国大陆	000589.SZ	黔轮胎 A	48.04	14.62
中国大陆	603158.SH	腾龙股份	71.27	50.49
中国大陆	002101.SZ	广东鸿图	57.87	23.54
中国大陆	603788.SH	宁波高发	47.83	44.15
中国大陆	600178.SH	东安动力	49.70	51.67
中国大陆	000980.SZ	金马股份	85.59	15.97
中国大陆	300258.SZ	精锻科技	35.47	22.38
中国大陆	603009.SH	北特科技	97.84	45.01
中国大陆	600182.SH	S 佳通	34.27	6.47
中国大陆	300375.SZ	鹏翎股份	39.93	24.26



上市地区	证券代码	证券简称	基准日 P/E	基准日 EV/EBITDA
中国大陆	300320.SZ	海达股份	60.01	33.57
中国大陆	002725.SZ	跃岭股份	66.76	30.69
算术平均值			42.84	23.65

数据来源：Wind 汽车零部件行业，Yahoo Finance（剔除畸值）

注：对于尚未披露 2015 年度财务报告的上市公司，在计算市盈率时使用已公告的最新 12 个月财务数据。

上表数据显示，汽车零部件行业的上市公司的市盈率在 11.38 倍至 97.84 倍之间，且平均市盈率为 42.84 倍。以 TS 道恩的汽车信息板块业务的 2015 年预计净利润 1,034.09 万欧元（德国准则下未经审计的财务数据）进行测算，本次收购对应市盈率约为 17.71 倍。即，TS 道恩的汽车信息板块业务预估值的市盈率水平均低于汽车零部件行业相关行业上市公司的平均市盈率水平。

此外，汽车零部件行业的上市公司的 EV/EBITDA 在 4.50 倍至 61.20 倍之间，平均 EV/EBITDA 为 23.65 倍。以 TS 道恩的汽车信息板块业务的 2015 年 EBITDA 3,309.28 万欧元（德国准则下未经审计的财务数据）进行测算，本次收购对应 EV/EBITDA 为 5.79 倍。即，TS 道恩的汽车信息板块业务预估值的 EV/EBITDA 水平低于汽车零部件行业上市公司平均 EV/EBITDA 水平。

从可比上市公司估值情况来看，本次交易定价合理。

#### （七）德国项目可比交易案例的估值情况

选取最近三年汽车供应商相关的交易案例，比较其 EV/EBITDA 的情况，如下表所示：

收购方	目标公司	公告日	EV/EBITDA
Johnson Electric	Stackpole	2015/8/10	9.8
Magna International	Getrag	2015/7/16	10.3
BorgWarner	Remy International	2015/7/13	8.7
AVIC Auto	Henniges Automotive	2015/6/30	8.9
Mahle	Delphi Automotive Thermal	2015/5/19	9.5
ZF	TRW	2014/7/10	7.3

收购方	目标公司	公告日	EV/EBITDA
Sensata Technologies	Schrader	2014/10/14	10.0
AVIC Electromechanical	Hilite International	2014/5/29	8.0
Shanghai Prime Machinery	Koninklijke Nedschroef	2014/5/27	8.2
CLARCOR	Stanadyne (Fuel Filtration Biz)	2014/4/28	8.2
Blackstone	Gates Corp.	2014/4/4	12.8
Quinpario Acquisition	Jason	2014/3/17	6.8
Visteon	JCI Automotive Electronics Unit	2014/1/13	5.1
Curtiss-Wright	Williams Controls	2012/11/1	14.3
EV/EBITDA 算术平均值			9.14
均胜电子	TS 道恩的汽车信息板块业务	2016/2/16	5.79

数据来源：FactSet

上表数据显示，最近三年汽车供应商相关交易案例的 EV/EBITDA 在 5.1 倍至 14.3 倍之间，交易的平均 EV/EBITDA 为 9.14 倍。以 TS 道恩的汽车信息板块业务的 2015 年 EBITDA 为 3,309.28 万欧元（德国准则下未经审计的财务数据）进行测算，本次收购对应 EV/EBITDA 为 5.79 倍。即，TS 道恩的汽车信息板块业务预估值的 EV/EBITDA 水平低于汽车供应商相关交易案例的平均 EV/EBITDA 水平。

从可比交易案例的估值情况来看，本次交易定价合理。

#### （八）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：本次交易定价综合考虑了交易标的资产盈利能力、可比公司估值倍数等因素，由双方基于市场化原则协商确定，本次交易定价合理。

（本页无正文，为《关于宁波均胜电子股份有限公司重大资产购买预案披露的问询函涉及评估师部分问题的回复意见》之签字盖章页）

北京中企华资产评估有限责任公司

中国·北京

二〇一六年 月 日