

中联资产评估集团有限公司关于中国证券监督管理委员会

《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》

(190622号) 估值相关问题回复之核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2019 年 4 月 18 日对上海莱士血液制品股份有限公司发行股份购买资产申请文件出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（190622 号），中联资产评估集团有限公司（以下简称“中联评估”）作为本次交易的估值机构，已会同上市公司与各中介机构，就贵会反馈意见要求估值机构核查的内容进行了核查及落实，现就相关问题作出书面回复如下。

回复中可能涉及的部分名称简称及行业术语列示如下：

上海莱士血液制品股份有限公司简称为“上海莱士”、“上市公司”；

Grifols Diagnostic Solutions Inc.简称为“GDS”、“标的公司”、“被估值企业”；

Grifols S.A.简称为“Grifols”；

Grifols Shared Services North America, Inc.简称为“GSSNA”；

美国凯易国际律师事务所/KIRKLAND & ELLIS INTERNATIONAL LLP 简称为“凯易”、“凯易律所”、“凯易律师事务所”；

北京国枫律师事务所简称为“国枫”、“法律顾问”；

国枫于 2019 年 3 月 7 日出具的法律意见书简称为“法律意见书”；

凯易律所于 2019 年 3 月 5 日出具的尽职调查备忘录简称为“凯易律所尽职调查备忘录”；

病毒核酸扩增检测即 Nucleic Acid Amplification Testing，简称为“NAT”；

国际会计准则理事会即 International Accounting Standards Board，简称为“IASB”；

财务会计准则委员会即 Financial Accounting Standards Board, 简称为“FASB”；

国际财务报告准则即 International Financial Reporting Standards，简称为“IFRS”；

一般公认会计原则即 Generally Accepted Accounting Practice, 简称为“GAAP”；

全球行业分类系统即 Global Industry Classification Standard，简称为“GICS”；

Progenika Biopharma, S.A. 简称为“Progenika”；

Singulex, Inc. 简称为“Singulex”。

本回复中部分合计数与各明细数直接相加之和在尾数上如有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

问题 1（原问题 9）

申请文件显示，1) 在估值基准日 2018 年 9 月 30 日的股东全部权益估值为 43 亿美元，折算人民币 295.81 亿元。在估值报告结果的基础上并经交易双方协商确定，GDS45%股权的交易价格为人民币 132.46 亿元。2) 根据 GDS 公司注册证书，除公司注册证书或根据特拉华州普通公司法明确规定外，B 系列股持有人无表决权；A 系列普通股与 B 系列普通股享有相同的经济权利。3) 本估值结论未考虑拟购买股权可能涉及的表决权架构差异、被估值企业控制权比例等因素。请你公司补充披露：1) 本次估值未区分 A、B 系列普通股价值差异的合理性，是否影响本次交易作价的公允性，如否，进一步补充披露主要理由。2) 本次估值未考虑被估值企业控制权价值等因素是否影响本次估值的可靠性和公允性。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。

一、本次估值未区分 A、B 系列普通股价值差异的合理性，是否影响本次交易作价的公允性，如否，进一步补充披露主要理由

（一）本次交易定价未明确区分 A、B 系列普通股价值的原因及公允性

1. 标的资产为不包含控制权的公司权益，投票权利差异的价值影响较小

根据 GDS 的股权架构，A 系列普通股每股持有人享有一股投票权利，而 B 系列普通股持有人无表决权；A、B 系列普通股持有人所享有的表决权存在差异。股东通过行使表决权参与公司的经营管理，进而形成对公司的控制或影响。

本次交易完成后，上海莱士将持有 GDS 表决权的比例为 40%，Grifols 将直接或间接持有 GDS 表决权的比例为 60%。无论 GDS 的股权架构中是否通过 A、B 系列普通股的设置使得交易股票的表决权存在差异，上海莱士对 GDS 的生产经营的决策权利均为构成影响，而非实际控制。亦即本次交易不涉及控制权的转让，标的资产为不包含控制权的 GDS 公司权益。

上海莱士拟通过本次交易，与同为全球血液制品巨头之一的 Grifols 结为战略合作伙伴。上海莱士与 Grifols 签订了《排他性战略合作总协议》（以下简称“战略合作协议”），上海莱士与 Grifols 将在多个领域进行战略合作，上市公司与标

的公司 GDS 及其大股东 Grifols 的主营业务将在生产质量规范、知识产权、技术研发、管理经验、销售渠道、工程和协作服务等多个领域达成合作方案，建立深入的独家合作关系，产生显著的协同效应，为上市公司带来积极影响。

因此，本次交易的主要目的并非收购标的资产的控制权。对于不包含控制权的公司权益而言，A、B 系列普通股在投票权利方面的价值差异相对并不显著，并不显著影响本次交易决策。

2. A、B 系列普通股股东享有的利润分配权价值不存在差异

根据法律意见书、GDS 提供的公司注册登记资料、公司章程、凯易律所尽职调查备忘录，截至凯易律所尽职调查备忘录出具之日（2019 年 3 月 5 日），GDS 的股本结构具体如下：

序号	股东名称	A 系列普通股 ¹ (股)	A 系列普通股占比 (%)	B 系列普通股 ² (股)	B 系列普通股占比 (%)
1	Grifols	40	40	50	50
2	GSSNA ³	60	60	50	50
合计		100	100	100	100

注 1：根据 GDS 公司注册证书，A 系列普通股每股持有人享有一股投票权利。

注 2：根据 GDS 公司注册证书，除公司注册证书或根据特拉华州普通公司法明确规定外，B 系列股持有人无表决权；A 系列普通股与 B 系列普通股享有相同的经济权利。

注 3：根据凯易律所尽职调查备忘录及 Grifols 提供的下属子公司名录，GSSNA 系 Grifols 全资子公司。

本次交易中，上海莱士拟以发行股份方式购买 GDS 已发行在外的 40 股 A 系列普通股（占 GDS 已发行在外的 100 股 A 系列普通股的 40%）以及已发行在外的 50 股 B 系列普通股（占 GDS 已发行在外的 100 股 B 系列普通股的 50%），合计 45% GDS 股权。

交易完成后，上海莱士将持有 GDS 利润分配权的比例为 45%，Grifols 将直接或间接持有 GDS 利润分配权的比例为 55%。

根据 GDS 的股权架构，A 系列普通股与 B 系列普通股具备同等的经济权益，A、B 系列普通股股东享有的利润分配权价值不存在差异。

3. 本次交易完成后，上海莱士享有的经营决策权，进一步缩小了 A、B 系列普通股的价值差异

上海莱士与 Grifols 签订了《发行股份购买资产协议》(以下简称“购股协议”)及《排他性战略合作总协议》(以下简称“战略合作协议”)。上海莱士将根据《战略合作协议》的相关约定，通过股东会表决权及提名董事会人选参与 GDS 的经营决策以维护上海莱士在 GDS 中的投资权益。

(1) 本次交易完成后，上海莱士可以通过所持 GDS 股份对 GDS 股东会决议产生影响

根据《排他性战略合作总协议》的约定，“Grifols 应使得，GDS 的下列事项应当取得出席 GDS 股东会会议的 3/4 以上的 A 系列普通股股东同意后方可通过：

(1) GDS 发行新股；增加或者减少授权资本；(2) GDS 的分立、合并、解散和清算；(3) GDS 注册证书或管理规章的修改；(4) 所涉及的资产总额或者成交金额在连续十二个月内经累计计算超过 GDS 最近一期经审计总资产 30% 的购买或者出售资产的交易；(5) GDS 的经营方针和投资计划；(6) GDS 的年度预算方案、决算方案；以及 (7) GDS 的利润分配方案和弥补亏损方案。”因此，上海莱士持有的股份所享表决权已足以对 GDS 股东会产生影响。

(2) 本次交易完成，上海莱士可以通过提名董事会人选参与 GDS 的经营决策。

本次交易完成后，GDS 的董事会由 5 名董事组成，其中上海莱士提名 2 名，根据《排他性战略合作总协议》的约定，“Grifols 应使得，GDS 的下列事项，应当取得多于出席 GDS 董事会会议的 3/4 董事同意后方可通过：(1) 决定 GDS 的经营计划和投资方案；(2) 制订 GDS 的年度财务预算方案、决算方案；(3) 制订 GDS 的利润分配方案和弥补亏损方案；(4) 制订 GDS 利润分配政策及股东回报规划方案；(5) 制订 GDS 增加或者减少授权资本、发行债券或其他证券及上市方案；(6) 拟定 GDS 重大收购、回购 GDS 股份或者合并、分立、解散及变更公司形式的方案；(7) 制订 GDS 注册证书或管理规章的修改方案。”因此，上海莱士可以通过提名董事会的人选参与 GDS 的经营决策。

上述安排是基于保持标的公司生产经营稳定，经各方市场化谈判所形成的结果，兼顾了交易完成后作为 GDS 重要股东的上海莱士与 Grifols 的权益。40%的表决权比例使上海莱士拥有一票否决权，能保证上海莱士在交易完成后 GDS 的决策上有较强的控制力，实现对 GDS 经营发展方向的把控。因此，本次交易标的中的 A 系列普通股与 B 系列普通股之间的价值差异得到进一步的控制。

综上，考虑到标的资产所涉及的利润分配权不存在差异，且在不取得控制权的本次交易中，投票权利差异导致的价值差异本身并不显著并通过交易方案的其他安排进一步控制了这一差异。因此，本次交易定价未明确区分 A、B 系列普通股价值具备公允性。

(二) 本次估值未明确区分 A、B 系列普通股价值的原因及合理性

1. A、B 系列普通股的价值差异对本次交易决策的影响并不显著

考虑到标的资产为不包含控制权的公司权益，投票权利差异的价值影响较小；A、B 系列普通股股东享有的利润分配权价值不存在差异；本次交易完成后上海莱士享有的经营决策权进一步缩小了 A、B 系列普通股的价值差异，本次交易标的所涉及的 A 系列普通股与 B 系列普通股之间的价值差异并不显著，上海莱士在认为其不至影响交易决策的前提下，与估值机构签署《估值服务委托合同》（以下或简称“《估值合同》”），委托估值机构 GDS 股东全部权益价值进行估算，作为其决策参考。

2. 对 A、B 系列普通股价值差异的分析性判断结论为影响不显著，但精确估算存在程序受限

本次交易中 A、B 系列普通股的主要差异为表决权差异。股东通过行使表决权参与公司的经营管理，进而形成对公司的控制或影响，其价值通常受到如下因素影响。

(1) 公司运营效率可能会影响其表决权价值。一家运营情况良好、具备行业领先地位的公司的财务投资者，可能无法从获得公司管理权的角度对该公司在现状基础上进行重大变革，以在少数股东基础上获得超额收益。因此，无论是否

获取公司控制权，其现金流可能会趋同，从而导致表决权价值较不显著。(2) 上市公司与非上市公司的表决权价值可能存在差异。由于缺乏公众和监管机构的监督，非上市公司的少数股东相对于上市公司的少数股东而言，相对处于不利的地位；管理层可能存在低效率使用公司资源的行为。因此，对于非上市公司而言，其表决权可能具有更高的价值。(3) 管理层的稳定程度可能会影响表决权价值。在管理层的控制相对稳定，几乎不会发生被动变更的情况下，拥有少量具备投票权的股票相对于拥有不具备投票权的股票，可能不存在相对优势，因此其表决权价值的差异较不显著。

GDS 作为上市公司子公司，且主营业务运营历史较长，市场占有率较高，具备相对成熟的管理架构，运营态势良好，管理层稳定程度较高，与上市公司相比规范性基本一致，因此从其基本面进行分析性判断表决权价值差异并不显著。

但考虑到 GDS 的信息披露受到已签署的商业保密协议和对 Grifols S.A. (GRLS.MC) 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 GDS 相关方的长远利益，并与上海莱士股东的最终利益保持一致，GDS 仅能授权估值人员进入线上资料库查看资料，并且可以通过问题清单、电话会议及实地访问的形式与 GDS 的管理层进行有限接触，以及通过查看电脑中合同及其他会计凭证的扫描件的方式，对相关资料进行核查验证，但无法提供相关文件复印件作为中介机构工作底稿。GDS 无法提供银行对账单，并无法授权财务顾问及估值机构对银行、客户及供应商进行函证以验证 GDS 的账户余额。GDS 无法安排与客户及供应商的面对面的访谈以验证 GDS 与其交易的真实性。限于以上因素，在本次交易谈判及尽职调查期间内，估值机构难以就 GDS 的管理规范性、公司运营效率、管理层稳定程度等方面对 A、B 系列普通股价值差异影响进行充分识别与准确量化。

综上，对 A、B 系列普通股价值差异的分析性判断结论为影响不显著，但精确估算存在程序受限，且由于 A、B 系列普通股的价值差异对本次交易决策的影响并不显著，本次估值未明确区分 A、B 系列普通股价值具备合理性。

二、本次估值未考虑被估值企业控制权价值等因素是否影响本次估值的可靠性和公允性

本次估值采用市场法中的可比上市公司法对 GDS 股东全部权益价值进行整体估算。可比上市公司法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，确定估值对象价值的具体方法。该方法以在证券交易所中进行公开交易的可比上市公司作为参照物，来评价估值对象的现行公平市场价值，具有估值数据直接取材于市场，估值结果说服力强的特点；但上市公司的市值主要反映了流通股在二级市场上的交易价格，该类交易一般代表小股权交易，未包含控制权价值。因此，采用可比上市公司法算得的 GDS 股东全部权益价值未包含控制权溢价的影响。

本次交易完成后，上海莱士将持有 GDS 表决权的比例为 40%，Grifols 将直接或间接持有 GDS 表决权的比例为 60%。无论 GDS 的股权架构中是否通过 A、B 系列普通股的设置使得交易股票的表决权存在差异，上海莱士对 GDS 的生产经营的决策权利均为构成影响，而非实际控制。亦即本次交易不涉及控制权的转让，标的资产为不包含控制权的 GDS 公司权益。

综上，未包括控制权溢价影响的本次估值结论与交易方案对应的不包含控制权的标的公司权益的内涵一致，具备可靠性和公允性。

估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：申请人结合本次交易双方对于标的公司 A、B 系列普通股关于分红权、表决权的相关约定，对本次估值未区分 A、B 系列普通股价值差异的合理性及本次交易作价的公允性进行了分析；并结合本次交易方法的选取及本次交易架构的设置，对本次估值未考虑被估值企业控制权价值等因素的可靠性和公允性进行了补充披露。上述披露及分析具备合理性。

问题 2（原问题 10）

申请文件显示，1）本次估值采用市场法对 GDS 的股东全部权益进行测算，最终选择 12 家境外上市公司作为可比公司，由于不同可比公司的明细数据较难获取，本次估值中未考虑可比上市公司报表编制基础的准则差异。2）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%，为本次估值的流动性折扣。请你公司：1）结合所选 12 家可比境外上市公司的主营业务详细构成及规模情况，逐一分析与 GDS 是否具备可比性。2）补充披露不同地区上市公司因会计准则差异对估值结果的影响。3）结合近期可比交易情况，补充披露所选流动性折扣参数的合理性。4）结合《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》第六十五条要求，对价值类型、估值假设的设置依据、估值参数的选取理由等要素进行充分披露。5）结合 GDS 未在公开市场直接发行股票交易的情况，补充披露本次采用估值报告进行评估的合理性。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。

一、结合所选 12 家可比境外上市公司的主营业务详细构成及规模情况，逐一分析与 GDS 是否具备可比性

市场途径估值，通常是通过将标的资产与相同或相似且价格信息可获取的资产进行比较而估算标的资产价值。本次交易标的资产为企业股权，由于企业经营独特性，完全相同或绝对相似的企业并不能在实践中获得，估值供给方无法给出基于完全相同或绝对相似的可比公司比较的估值建议，估值需求方亦无法获得基于完全相同或绝对相似的可比公司比较的估值参考，最终市场交易通常是参照相对可比的公司比较而决策的，因而通常意义上对估值实践有意义的可比性指的也是相对可比。即在综合权衡和保障时间充裕度、成本经济性及信息可获得性的基础上，最大程度选择相对其他公司而言，与标的公司更加相似的公司。本次估值也遵循这一估值惯例，按照以下原则，选取可比公司。

（1）选取全球行业分类标准（GICS）下的医疗保健行业，且与标的公司主营业务相似的上市公司作为可比公司；（2）根据标的公司的经营范围选择欧美市

场，具体包括西欧、北美及澳大利亚、新西兰等传统发达国家；（3）剔除数据不全的公司。

本次估值中可比公司选取的主要过程如下：

估值人员使用彭博数据库以及 Capital IQ 数据库，对全球范围内的医疗保健行业上市公司进行了搜索，结果中一共有 4342 家上市公司，以此作为基本的可比上市公司案例库。

在此基础上，估值人员对 GDS 所处的资本市场和主要经营地区分布情况进行了分析。GDS 的母公司 Grifols 的普通股在西班牙证券交易所上市（股票代码为 MCE:GRF），Grifols 的优先股在西班牙证券交易所上市（股票代码为 MCE:GRFP），并通过美国存托凭证 ADRs 在美国纳斯达克证券交易所上市（股票代码为 NASDAQ:GRFS）。同时，GDS 主要经营场所分布在美国、西班牙、瑞士等地，业务地区分布广泛，2017 年度总收入分布在 90 多个国家，主要收入来源于美国和加拿大、欧洲、日本等地。据此，估值人员选取了欧美市场，具体包括西欧、北美及澳大利亚、新西兰等传统发达国家的上市公司，对案例库进行了筛选后共有 2467 家上市公司适用可比。

其后，估值人员对 GDS 的主营业务进行了分析。GDS 是全球知名的血液检测仪器及试剂的生产商，是全球血液核酸检测细分市场的龙头公司，其血液检测业务与 Grifols 的历史渊源悠久，Grifols 在输血行业拥有悠久的发展史。GDS 的产品线不断扩展，产品种类不断增加，现已建立起以核酸检测、免疫抗原和血型检测三块业务为主的业务体系。估值人员参考 GDS 的细分市场，同时考虑了可比公司财务数据充分性问题，剔除了上市不满三年的上市公司。重新筛选后最终确定了 12 家可比上市公司。

可比公司的基本情况逐一系列示如下：

序号	名称	上市代码	细分行业类型	资本市场	主营业务及产品描述	主要经营区域
1	Bio-Rad Laboratories (伯乐生命)	NYSE: BIO	生命科学仪器	纽交所： 美国	生产和分销生命科学研究产品、临床诊断工具和分析仪器	全球范围

序号	名称	上市代码	细分行业类型	资本市场	主营业务及产品描述	主要经营区域
2	Abbott (雅培制药)	NYSE: ABT	医疗器械	纽交所： 美国	主营产品包括药品、诊断产品、医疗设备及营养品	全球范围
3	Bio-technie Corporation (Bio-Techne)	NASDAQ: TECH	生命科学仪器	纳斯达克： 美国	生产、研发生物技术和临床诊断设备，专注于蛋白质分子、免疫因子、DNA检测	北美及欧洲地区
4	CSL Limited (CSL)	ASX: CSL	生物科技	澳洲证券交易所：澳大利亚	产品领域包括血浆衍生生物、疫苗、抗蛇毒剂和细胞培养试剂	全球范围
5	Roche (罗氏)	SWX: ROG	大型制药	瑞士证券交易所：欧洲	霍夫曼-罗氏公司的诊断部门，生产用于研究和医疗诊断应用的设备和试剂	全球范围
6	Teleflex Inc. (泰利福)	NYSE: TFX	医疗器械	纽交所： 美国	全球性医疗技术产品供应商	全球范围
7	Thermo Fisher Scientific (赛默飞)	NYSE: TMO	生命科学仪器	纽交所： 美国	向制药商和生物科技公司、医院和临床诊断实验室、大学、研究机构和政府部门提供分析仪器、实验器材、软件、服务、耗材、试剂、化学品及配件	全球范围
8	Becton, Dickinson and Company (碧迪公司)	NYSE: BDX	医疗器械	纽交所： 美国	主要从事医疗设备、仪器系统和医疗试剂的开发、制造和销售	全球范围
9	Illumina Inc. (宜曼达)	NASDAQ: ILMN	生命科学仪器	纳斯达克： 美国	专注于生物信息分析，通过血液检测提供有关SNP基因分型、拷贝数变异、基因组测序、DNA甲基化研究、转录组分析、基因表达谱分析相关的服务	全球范围
10	Neo Genomics Laboratories (NEO)	NASDAQ: NEO	医疗器械	纳斯达克： 美国	细胞遗传学、荧光原位杂交(FISH)、流式细胞术、形态学、解剖病理学和分子基因测试	北美及欧洲
11	Mettler Toledo (梅特勒-托利多)	NYSE: MTD	生命科学仪器	纽交所： 美国	全球领先的精密仪器及衡器制造商	全球范围
12	Bio Mérieux(生物梅里埃)	EPA:BIM	生命科学仪器	法国巴黎证券交易所：欧	通过提供诊断解决方案(试剂，仪器，软件)来	全球范围

序号	名称	上市代码	细分行业类型	资本市场	主营业务及产品描述	主要经营区域
				洲	确定疾病和污染源。其产品用于诊断传染病、癌症筛查和监测以及心血管急症	

根据上述统计情况展开分析如下：

1. 所处行业类似。可比上市公司主要业务分布在医疗保健板块、生命科学板块、医疗设备与装置板块、大型制药板块、生物科技板块，覆盖了 GDS 所属的行业板块。与此同时，估值人员将可比上市公司与 GDS 公司主营业务与产品信息进行对比，除罗氏以外，上述 12 家可比上市公司主营业务有诊断试剂研制、血液制品、体外诊断、临床诊断、分子检验、血液筛查。该等业务与标的公司的主营业务均属于以血液检测、血液筛查技术为基础的衍生诊断、检测、试剂研制、设备制造业务。罗氏公司其主营业务为药品制造及诊断产品，但公司旗下罗氏诊断公司与标的公司主营业务相同，与 GDS 在核酸检测（NAT）业务方面形成了直接竞争关系（全球核酸检测市场中，GDS 的市场份额为 55% 排名第一，罗氏市场份额约 35% 排名第二）；并且根据罗氏公司年报近年来其诊断业务应收比例稳步上升，公司投入也逐年增加，故将罗氏纳入可比上市公司中。综上所述，上表 12 家可比上市公司在行业类型层面以及主营业务层面均与 GDS 具备可比性。

2. 经营区域趋同。GDS 的注册地位于美国，总部位于欧洲西班牙，主要经营场所分布在美国、西班牙、瑞士等地。其业务分布广泛，2017 年度总收入分布在 90 多个国家，主要收入来源于美国和加拿大、欧洲、日本等地。与可比上市公司所涉及的经营区域范围相似，可比上市公司于经营区域方面与标的公司具备可比性。

3. 资本市场特征相似。可比上市公司所属资本市场均为泛欧、美国以及澳洲的主流资本市场，该类市场的市场成熟度、价值倍数情况均与 GDS 所属的资本市场相类似，与所属资本市场层面与标的公司具备可比性。

二、补充披露不同地区上市公司因会计准则差异对估值结果的影响

本次采用市场法进行估值，通过相对估值的理念，以相同或类似资产的价值

为参照，锚定估值对象价值，估值结果能够较好地体现市场参与者对估值对象的价值判断。

（一）标的公司及可比上市公司所采用的会计准则

GDS 公司注册地位于美国，拥有 3 家一级控股子公司和 1 家二级控股子公司，3 家一级控股子公司为 Diagnostic Grifols, S.A.、Grifols (HK) Limited 以及 Medion Grifols Diagnostics AG 分别位于西班牙、香港和瑞士，1 家二级控股子公司 Medion Diagnostic GmbH i.L. 位于德国。GDS 母公司 Grifols 采用 IFRS 会计标准制定公司财务报表，GDS 合并口径的管理层财务报表同样是根据国际财务报告准则（IFRS）编制的，其编制过程中所涉及的主要法人主体及报表编制基础如下所示：

法人名称	Progenika Biopharma, S.A.	Asociación I+D Progenika	Diagnostic Grifols, S.A.
主要经营地区	西班牙	西班牙	欧洲
法定报表编制中所依据的会计准则	西班牙通用会计准则	西班牙通用会计准则	西班牙通用会计准则
合并报表编制中所依据的会计准则	IFRS	IFRS	IFRS
法人名称	Medion Grifols Diagnostic AG	Grifols Diagnostics Solutions Inc	Grifols (H.K.), Limited
主要经营地区	欧洲	美国	APAC
法定报表编制中所依据的会计准则	瑞士通用会计准则	不适用	IFRS
合并报表编制中所依据的会计准则	IFRS	IFRS	IFRS

本次选择可比上市公司分布于多个地区，美国、法国、瑞士、澳大利亚。在美国市场的可比上市公司均使用 US GAAP 会计准则，其中 Bio-Techne 公司财务报表中还披露了以 IFSR 准则的财务数据。法国梅里埃、瑞士罗氏、CSL 的财务报表均按照 IFRS 准则编制。

（二）不同会计准则间对价值比率的影响分析

1. 为增强国际间会计信息可比性，IFRS 和 GAAP 正在逐步趋同减少差异

自 2002 年以来，IASB 和 FASB 一直致力于 IFRS 和 GAAP 的融合。2002 年 10 月，美国会计准则委员会（FASB）与国际会计准则理事会（IASB）在康涅狄格州诺维科市举行了合作会议，公布了谅解备忘录（即《诺维科协议》），致力于实现美国一般公认会计原则（GAAP）与国际财务报告准则（IFRS）之间的趋同。FASB 和 IASB 承诺，尽最大努力在切实可行的情况下尽快使现存的财务报告准则完全相容，并在将来的准则制定项目中共同合作以确保这种相容性得以维持。

由于此次合作取得了进展，美国证券交易委员会于 2007 年取消了在美国注册的非美国公司调整其财务报告的要求。2008 年 12 月，欧盟委员会决定，自 2009 年 1 月起，承认美国等 6 个国家的会计准则与欧盟实行的 IFRS 等效

两个会计规则之间仍存在一些差异，包括但不限于以下内容：

（1）针对存货成本的计量方法，IFRS 规定禁止使用后进先出法；但 US GAAP 规定可以采用后进先出法；

（2）针对减值损失的后续转回，IFRS 规定在满足一定的条件时，需予以转回；但 US GAAP 规定不可以转回；

（3）在现金流量表中收取和支付利息的分类上，IFRS 规定可包括在来自经营活动、投资活动或筹资活动的现金流量中；US GAAP 规定必须归类为经营活动。

2. EV/EBITDA 作为 Non-GAAP 指标，受不同会计准则影响较小

本次估值中，可比上市公司法采用的价值比率为 EV/EBITDA。

（1）EV 为企业价值，计算公式如下：

企业价值 = 普通股市值 + 少数股东权益价值 + 付息债务价值 - 现金及现金等价物价值

由公式可知，会计准则差异对企业价值的影响较不显著。

（2）EBITDA 为息税折旧摊销前利润，计算公式如下：

EBITDA=营业收入-营业成本-营业费用-管理费用+折旧+摊销

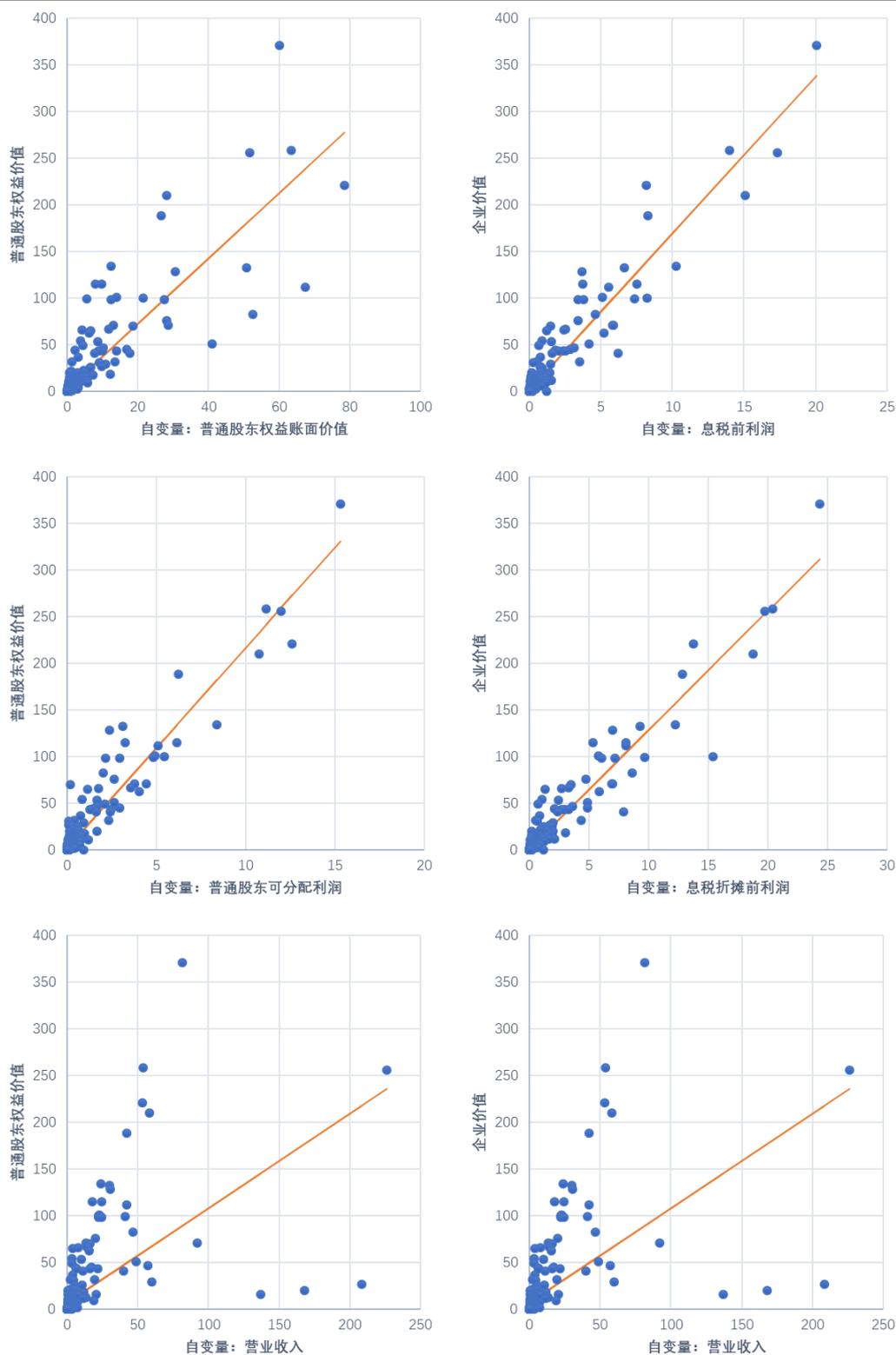
EBITDA 属于 Non-GAAP 会计概念，该指标并非按照通用会计准则的要求进行计量，但能够在很大程度上减小会计准则差异所导致的折旧摊销差异、资本结构差异所导致的财务费用差异、税收政策差异所导致的所得税差异等因素对净利润的影响，有利于增强采用不同会计准则的公司的数据可比性。

3. 不同会计准则下价值比率的实证分析

由于不同地区会计准则可能存在差异，市场参与者通常难以对价值比率中的折旧摊销前利润的影响进行精确拆分和判断。为进一步分析市场参与者判断估值对象价值的影响因素，本次估值对医疗保健行业欧美市场上市公司，就普通股东可分配净利润、普通股东权益、主营业务收入与普通股东权益价值之间，以及息税前利润、息税折摊前利润、主营业务收入与企业价值之间的相关性进行回归分析。为加强分析有效性，统计中去除了上述财务指标为零或负数等无效值的影响，最终筛选了美国、欧洲等不同国家与地区的 413 家上市公司进行分析，结果如下：

线性回归分析结果表

因变量	企业价值			普通股东权益价值		
	EBIT	EBITDA	S	B	E	S
相关性 Multiple R	0.9539	0.9612	0.5752	0.8593	0.9579	0.5752
拟合优度 R Square	0.9099	0.9239	0.3308	0.7384	0.9175	0.3308
样本拟合优度 Adjusted R Square	0.9097	0.9237	0.3292	0.7378	0.9173	0.3292
标准误差	11.09	10.19	30.22	18.89	10.61	30.22
观测值	413	413	413	413	413	413



线性回归拟合图

由上可知，采用息税折摊前利润作为自变量对企业价值进行回归分析，自变量与因变量间的相关性、拟合优度、样本拟合优度及标准差均表现最佳。在不同

会计准则下，息税折摊前利润与企业价值具有较高的相关性。

综上，从准则制定来看，不同会计准则之间呈现逐渐趋同的趋势，所剩差异相对较小；从指标原理来看，本次估值所选用的息税折摊前利润受会计准则差异影响较不显著；从实证结果来看，息税折摊前利润与企业价值具有较高的相关性。因此，本次估值中假设会计准则差异对 EV/EBITDA 无显著影响，具备合理性。

三、结合近期可比交易情况，补充披露所选流动性折扣参数的合理性

（一）近期并购市场上可比交易案例选用的流动性折扣

1. 与医疗制造行业案例选用的流动性折扣均值基本一致

医药制造行业中，查询到近期采用市场法进行估值的交易案例如下：

序号	报告日期	上市公司简称	项目名称	流动性折扣系数
1	2018/10/16	中关村	北京中关村四环医药开发责任有限公司拟收购股权所涉及的多多药业有限公司股东全部权益项目	27.92%
2	2018/09/17	福瑞股份	内蒙古福瑞医疗科技股份有限公司拟发行股份购买中国国投高新产业投资有限公司持有的成都思特只要股份有限公司股权项目	39.20%
3	2018/06/20	金陵药业	金陵药业拟出让南京华东医药有限责任公司 51% 股权项目	32.30%
4	2018/05/11	蓝帆医疗	蓝帆医疗股份有限公司拟发行股份购买资产所涉及的CBCardioHoldingsVLimited 股东全部权益价值项目	43.00%
5	2017/12/21	白云山	广州白云山医药集团股份有限公司拟实施股权收购所涉及广州医药有限公司的股东全部权益项目	27.00%
均值				33.88%

由上表可知，近期医药制造行业采用市场法的交易案例中，所采用的流动性折扣系数分别为 27.92%、39.20%、32.30%、43.00% 和 27.00%，其均值为 33.88%。本次估值选用的流动性折扣与同行业选用的流动性折扣均值基本一致。

2. 与全行业案例选用的流动性折扣趋同

通过查询万得资讯、见微数据、中国证券监督管理委员会官方网站等公开网站中披露的评估基准日在 2018 年 1 月 1 日-2018 年 12 月 31 日之间涉及上市公司发行股份购买资产以及构成重大资产重组且通过或者正在进行外部审批的全行业交易案例中涉及流动性折扣选取情况如下表所示：

序号	股票代码	股票简称	评估基准日	上市公司所属行业	标的公司所属行业	交易选取的流动性折扣	是否过会
1	600848	上海临港	2018/6/30	房地产	房地产	30.33%	通过
2	300109	新开源	2018/4/30	化学原料及化学制品制造业；专业技术服务业	医学研究和试验发展	25%	通过
3	300682	朗新科技	2018/9/30	软件和信息技术服务	软件和信息技术服务	37.30%	通过
4	601118	海南橡胶	2018/4/30	塑胶制品	橡胶批发经营	15%	无需审批
5	603997	继峰股份	2018/12/31	汽车制造业	汽车制造业	19.20%	通过
6	601390	中国中铁	2018/6/30	工程建设	工程建设	29.59%	通过
7	603993	洛阳钼业	2018/12/31	有色金属	金属及金属矿批发	7.35%-14.22%	无需审批
8	300146	汤臣倍健	2018/8/31	食品制造	食品制造	16% 18%	通过
9	000932	华菱钢铁	2018/11/30	黑色金属冶炼和压延加工业	黑色金属冶炼和压延加工业；电力、热力生产和供应业	32.00%	通过
10	002738	中矿资源	2018/9/30	专业技术服务业	化学原料和化学制品制造业	14% 17%	无需审批
11	600030	中信证券	2018/11/30	资本市场服务业	资本市场服务业	30%	审理中
12	300428	四通新材	2018/5/31	汽车制造业	汽车零部件及配件制造业	43.60%	通过
13	002520	日发精机	2018/3/31	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	37.85%	通过
14	600309	万华化学	2018/1/31	化学原料及化学制品制造业	化学原料及化学制品制造业	37.85%	通过

根据上表所示结果，上市公司发行股份购买资产以及构成重大资产重组且通过或者正在进行外部审批的交易案例中涉及的流动性折扣取值区间是7.35%-43.60%，中位数是25.00%，平均数是24.96%。若仅考虑中国证监会行政许可案例，则市场法流动性折扣选取区间为16%-43.60%，中位数为30.17%，平均数为29.73%。本次交易选取的流动性折扣与平均水平差异不大，处于A股市场近期的流动性折扣区间内。

（二）本次估值中所选流动性折扣参数的合理性

1. 选取海外市场流动性折扣的合理性

GDS 公司的主营业务为核酸检测、免疫抗原和血型检测，其注册地位于美国，总部位于欧洲西班牙，主要经营场所分布在美国、西班牙、瑞士等地。GDS 的业务分布广泛，2017 年度总收入分布在 90 多个国家，主要收入来源于美国和加拿大、欧洲、日本等地。可见，从注册所在地、总部所在地、经营所在地、收入来源等角度来看，标的资产均属于海外资产，本次估值选用海外上市公司作为可比公司，因此相应选用海外市场流动性折扣。

2. 参数来源的可靠性

Business Valuation Resource 数据库是目前国际上关于私有企业估值统计信息较全面、时效性较好的数据库之一，该数据库所统计的 Valuation Advisors Pre-IPO Study 研究，搜集了 1985 年至今约 15000 例 IPO 前股权交易案例，覆盖全球 38 个主要国家及地区，数据库研究结果被包括多个国际大型估值机构和专家所承认及使用。

3. 流动性折扣选取与并购市场实际数据的匹配性

考虑到标的公司的特点及基准日证券市场状况，本次估值中，估值人员参考《Measuring the Discount for Lack of Marketability for Non-controlling, Nonmarketable Ownership Interests》中的 Valuation Advisors Pre-IPO Study 研究，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%，为本次估值的流动性折扣。

综上，本次估值选取流动性折扣的方法符合企业特点，并接近同行业近期发生的交易案例选取的流动性折扣水平，具备合理性。

四、结合《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》第六十五条要求，对价值类型、估值假设的设置依据、估值参数的选取理由等要素进行充分披露。

（一）关于价值类型的分析

参照《资产评估价值类型指导意见》（中评协[2017]43 号），资产评估价值类型包括市场价值和市场价值以外的价值类型。其中，市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，评估对象在评估基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

本次估值目的是对 GDS 股东全部权益价值的价值进行估算，为上海莱士发行股份购买 GDS 股权的决策提供参考。根据估值目的，本次估值价值类型可视为市场价值。

（二）估值假设的设置

估值业务是一种模拟市场交易环境以判断资产价值的行为。由于市场环境在不断发生变化，估值人员需要把市场条件及影响资产价值的各种因素设定在某种条件下，以便及进行价值分析和判断。估值假设是依据现有知识和有限事实，通过逻辑推理，对估值所依托的事实或前提条件做出的合乎情理的推断或假定。估值假设也是估值结果成立的前提条件。

1. 估值假设的设置原则

本次估值假设的设置依据了以下原则：

合理性原则——估值假设建立在一定依据、合理判断、逻辑推理的前提下，设定的假设都存在发生的可能性；

针对性原则——估值假设针对某些具有不确定性的特定问题，对于这种不确定性，估值人员可能无法合理计量，因而需要通过假设忽略其对估值的影响；

相关性原则——估值假设与股指项目实际情况相关，与估值结论的形成过程相关。

2. 估值假设的基本因素

根据以上原则，本次估值考虑了以下因素：

估值目的——对 GDS 股东全部权益价值的价值进行估算，为上海莱士发行股份购买 GDS 股权的决策提供参考。

估值对象——估值对象是在如下口径下的 GDS 股东全部权益：以 GDS 于估值基准日经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 GDS 股东全部权益为基础；假设关联方 Grifols Shared Services North America, Inc. 为 GDS 提供的一般性借款本息于估值基准日的账面合计 2,307.63 百万美元（并非 2019 年 2 月 28 日真实发生之转股金额 2,276.43 百万美元）转换为对于 GDS 的股权。

价值类型——根据估值目的，本次估值价值类型可视为市场价值。市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，估值对象在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

估值资料获取情况——本次估值业务是在所提供估值资料的基础上，采用同行的估值模型进行测算。根据 GDS 管理层声明，GDS 的信息披露受到已签署的商业保密协议和对 Grifols S.A.（GRLS.MC）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 GDS 相关方的长远利益，并与上海莱士股东的最终利益保持一致，GDS 仅能授权估值人员进入线上资料库，并且可以通过问题清单、电话会议及实地访问的形式与 GDS 的管理层进行有限接触。相关当事人将及时提供估值资料，并以签字、盖章或者法律允许的其他方式确认其真实性、完整性、合法性。

3. 估值假设的具体设置

综合考虑以上因素，本次估值中设置了以下四类估值假设：基本估值假设、稳定经营及资料获取假设、模型环境假设和交易架构假设。

（1）基本估值假设

基本估值假设确认了估值业务的最基础内涵，为本次估值结论提供了价值驱动保障，具体设置如下：

1) 交易假设

交易假设是假定所有估值对象已经处在交易的过程中，估值人员根据估值对象的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设。

2) 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。

3) 资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据估值对象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。

(2) 稳定经营及估值资料假设

稳定经营及资料获取假设把标的公司的经营情况设定在一定条件下，使得估值人员可以在所获取的估值资料基础上进行价值分析和判断，具体设定如下：

1) 基准日后被估值企业所涉及的国家及地区宏观经济环境及多边经贸关系不发生重大变化；

2) 基准日后被估值企业业务所涉及的国家及地区社会经济环境、行业监管环境、上下游市场环境、同行业竞争环境以及所执行的税赋、税率等无重大变化；

3) 委托人及被估值企业提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整，本次估值以被估值企业提供的营业执照、章程，签署的协议，审计报告、财务资料为基准，未考虑可能存在的或有资产及或有负债，未考虑被估值企业可能未提供的资料对估值结论可能产生的影响；

4) 被估值企业制定的各项经营计划等能够顺利执行，被估值企业在未来经

营期内管理层尽职，核心成员稳定，主营业务结构、收入与成本的构成及各子公司的管理人员、销售人员及研发人员结构按企业的经营计划和经营策略持续经营；

5) 被估值企业经营场所的取得及利用方式与估值基准日保持一致而不发生变化；

6) 被估值企业所涉及的关联交易的公平性及公允性对其基准日企业价值不具有显著影响，且基准日后关联交易内容、定价方式及其在整体业务中所占的比例关系不发生重大变化；

7) 被估值企业主营业务无显著的季节性差异。

(3) 模型环境假设

本次估值采用可比上市公司法，模型环境假设对与估值模型相关的市场环境进行了设定，具体假设如下：

1) 可比上市公司所在的证券交易市场均为有效市场，其股票交易价格公允有效，市场间差异对基准日企业价值不具有显著影响；

2) 可比上市公司信息披露真实、准确、完整，无影响价值判断的虚假陈述、错误记载或重大遗漏；

3) EBITDA是市场参与者普遍接受的反映公司业绩的核心指标和衡量企业价值的基础数据；

4) 由于市场参与者通常难以对财务报表明细中可能涉及的长期股权投资、溢余及非经营性资产（负债）的账面价值及公允价值进行精确的拆分和判断，本次估值假设被估值企业及可比上市公司财务报表明细中可能涉及的长期股权投资、溢余及非经营性资产或负债（不包含现金及现金等价物）对EV/EBITDA无显著影响；

5) 本次估值假设会计准则差异对EV/EBITDA无显著影响；

6) 本次估值假设被估值企业股权与上市公司普通股股票之间存在流动性差异，且相关证券市场的流动性折扣数据能够反映此差异。

(4) 交易架构假设

交易架构假设中对与本次交易方案相关的因素进行了设定，具体如下：

2019年2月28日，经GDS董事会批准，GDS对于公司章程进行了修订，主要变化为GDS将可发行的总股数变更为200股，其中A类普通股为100股，B类普通股为100股，每股面值均为0.0001美元。每股A类普通股拥有1股投票权，B类普通股除个别法律规定事项或特殊约定事项外，不具有投票权。在公司章程修订前，GDS在外发行股数的5,000股普通股，于当日转换为40股A类普通股及50股B类普通股，仍然由Grifols, S.A持有。同日，GDS与其关联方Grifols Shared Services North America, Inc.达成协议，将其截至2019年2月28日向GDS提供一般性借款本息合计2,276.43百万美元转换为对于GDS的股权，其中A类普通股60股，B类普通股50股。

本次估值假设上述事项2于估值基准日已同口径发生，即关联方Grifols Shared Services North America, Inc.为GDS提供的一般性借款本息于估值基准日的账面合计2,307.63百万美元（并非2019年2月28日真实发生之转股金额2,276.43百万美元）转换为对于GDS的股权。

(三) 估值参数的选取理由

市场法是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法；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，计算价值比率，从而确定评估对象价值的方法。

市场法属于估值的三大基础方法之一，是最古老、应用场景最多的估值方法，其源自经济学的交换价值理论，旨在通过相对估值的理念，以相同或类似资产的价值为参照，锚定估值对象价值的方法。市场法能够较为客观地反映资产目前的市场情况，其估值参数、指标直接从市场取得，估值能够较好地体现市场现实价格，并能更及时地反映市场价格变动趋势，从而使得估值结果更易于被各方接受和理解。市场法的适用基础在于市场有效及定价机制公允，市场有效的衡量标准包括市场的公开性和交易的活跃性，定价机制公允的衡量标准包括买卖各方的平

等及市场监管的充分，以从公开市场上正常交易的上市公司作为可比公司，符合上述前提条件，理论上具备适用性。

就本次估值可比上市公司主要参数的选取过程及标准与依据，具体说明如下：

1. 价值比率的选取

价值比率是指资产价值与其经营收益能力指标、资产价值或其他特定非财务指标之间的一个“比率倍数”。常用的价值比率包括：企业价值/息税前利润（EV/EBIT）、企业价值/息税折旧及摊销前利润（EV/EBITDA）、市盈率（P/E）、企业价值/销售收入（EV/S）、市销率（P/S）、市净率（P/B）等。

企业价值/息税折旧及摊销前利润（EV/EBITDA）：指企业价值与 EBITDA（利息、所得税、折旧、摊销前利润）的比值。该价值比率具有以下特点：反映了企业的经营现金流情况，排除了折旧摊销这些非现金成本的影响；不受所得税率的影响，使得不同国家和市场的上市公司估值更具可比性；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，有利于比较不同公司估值水平。

企业价值/息税前利润（EV/EBIT）：指企业价值与 EBIT（利息、所得前利润）的比值。该价值比率具有以下特点：反映了企业主营业务的盈利能力；不受所得税率及资本结构不同的影响。由于该比率包含了折旧摊销等支出的影响，当企业长期资本性支出存在差异时，该比率适用性较差。

市盈率（P/E）：指每股市价与每股盈利的比值，包括静态市盈率和动态市盈率等。该指标通常使用近期的实际盈利或盈利估计，近期的盈利估计一般比较准确，可以进行较广泛的参照比较。但使用市盈率指标容易受到资本结构的影响；需要排除会计政策及非经营性损失的影响。另外，市盈率无法顾及远期盈利，对周期性及亏损企业而言估值相对困难。

企业价值/销售收入（EV/S）：指企业价值与营业收入的比值。使用企业价值/销售收入不受资本结构不同的影响，同时可以规避折旧、存货等会计政策的影响。但该指标难以反映企业盈利能力与企业价值之间的关系。

市销率（P/S）：指每股市价与每股销售额的比值。使用市销率可以规避折旧、存货等会计政策的影响。但该指标难以反映企业盈利能力与股权价值之间的关系。

市净率 (P/B): 指每股市价与每股净资产的比值。该指标在一定程度上反映了企业既往的投资规模、资本积累与估值的相关性, 对于资产量较大的企业, 该指标更为适用。

为进一步判断不同价值比率对于医疗保健行业的适用性, 本次估值对该行业欧美市场上市公司, 就普通股东可分配净利润、普通股东权益、主营业务收入与普通股东权益价值之间, 以及息税前利润、息税折摊前利润、主营业务收入与企业价值之间的相关性进行回归分析。为加强分析有效性, 统计中去除了上述财务指标为零或负数等无效值的影响, 最终筛选了 413 家上市公司进行分析, 结果如下:

因变量	企业价值			普通股东权益价值		
	EBIT	EBITDA	S	B	E	S
相关性 Multiple R	0.9539	0.9612	0.5752	0.8593	0.9579	0.5752
拟合优度 R Square	0.9099	0.9239	0.3308	0.7384	0.9175	0.3308
样本拟合优度 Adjusted R Square	0.9097	0.9237	0.3292	0.7378	0.9173	0.3292
标准误差	11.09	10.19	30.22	18.89	10.61	30.22
观测值	413	413	413	413	413	413

由上可知, 采用息税折摊前利润作为自变量对企业价值进行回归分析, 自变量与因变量间的相关性、拟合优度、样本拟合优度及标准差均表现最佳。在综合考虑定性及定量分析结果后, 本次估值最终采用 EV/EBITDA 作为价值比率。

2. 可比公司相关参数的选取

本次估值采取的价值比率为 EV/EBITDA, 其中:

EBITDA为息税折旧摊销前利润, 计算公式如下:

$$\text{EBITDA} = \text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业费用} - \text{管理费用} + \text{折旧} + \text{摊销}$$

EV为企业价值, 计算公式如下:

$$\text{企业价值} = \text{普通股市值} + \text{少数股东权益价值} + \text{付息债务价值} - \text{现金及现金等价物价值}$$

公式中所设及的可比公司相关参数，主要包括市场表现相关参数及财务数据相关参数两类。

(1) 可比公司市场表现相关参数的选取

本次估值中可比公司市场表现的相关参数为上市公司总市值。

为避免上市公司总市值中短期市场波动的影响，估值中根据 Capital IQ 数据库，选取估值基准日近半年（2018 年 4 月 1 日至 9 月 30 日）每个交易日收盘总市值的算术平均值，对上市公司普通股市值进行测算。

(2) 可比公司财务数据相关参数的选取

本次估值中可比公司财务数据的相关参数，包括测算企业价值时所引用的资产负债表数据，及测算息税摊销前利润时引用的利润表数据。

对于测算企业价值时所引用的资产负债表数据，估值中根据彭博数据库，统一采用估值基准日前（包括估值基准日）可比上市公司公布的最新财务数据。

对于测算息税摊销前利润时引用的利润表数据，估值中根据彭博数据库，统一采用可比上市公司2018年全年的财务数据。

本次估值选取可比上市公司法进行估值，各个可比公司所在交易市场均为公开资本市场，各公司财务数据以及消息均公开且其准确性受市场监管部门监管。本次价值比率计算所涉及的相关数据均采自各可比上市公司企业财报、CapitalIQ 数据库、彭博数据库公开披露的数据，交易数据及上市公司财务数据等相关信息具备适当性及可靠性。

3. 流动性折扣的选取

如第十题，第三部分的答复，本次选用的可比公司为上市公司，其股份具有很强的流动性，而本次评估对象为非上市公司，需要考虑缺少流动性折扣。

考虑到被估值企业的特点及基准日证券市场状况，本次估值中，估值人员参考《Measuring the Discount for Lack of Marketability for Non-controlling, Nonmarketable Ownership Interests》中的 Valuation Advisors Pre-IPO Study 研究，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%，为本次估值的流动性折扣。该流动性折扣的选取原则与可比公司的境内境外性质一致，数据来源具备可靠性，数据选用接近同行业近期发生的交易案例选取的流动性折扣水平，具备合理性。

五、结合 GDS 未在公开市场直接发行股票交易的情况，补充披露本次采用估值报告进行评估的合理性。

（一）出具估值报告是同时保障上市公司本次资产购买战略必要性和标的资产信息披露保密性的仅剩路径

从本次交易的交易主体 GDS 及其母公司 Grifols 自身信息披露限制的角度出发。本次委估资产的主要标的 GDS 是一家总部位于美国的未上市公司，其资产和业务范围遍及全球，受到美国相关法律法规的严格监管，各地区子公司同时还受到所在国家当地的相关法律监管。根据 GDS 管理层声明，GDS 的信息披露受到已签署的商业保密协议和对其母公司 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。与此同时，GDS 公司业务占其母公司主营业务比重显著，Grifols 的信息披露受到西班牙证券交易所的规定限制。由于 GDS 业务占母公司主营业务比重显著，因此 GDS 的信息披露同样会对其母公司的市场表现产生显著影响，故 Grifols 所在西班牙证券交易市场的限制与 GDS 的限制高度相关。

从本次交易的目的角度出发，根据披露信息，本次交易的目的在于（1）上市公司通过行业整合实现覆盖产业链的跨越式发展；（2）促进中国血液制品行业走向世界；（3）提高公司国际影响及竞争力；血液制品主要原材料来源于健康人血浆，原料血浆供应量和单采血浆站规模很大程度上决定了血液制品企业的规模，所以并购整合是该行业发展的关键路径。本次重组标的资产 GDS 主要业务涵盖输血医疗中的核酸检测、免疫抗原和血型检测。这部分血液检测业务一方面有助于公司拓宽自身在血液制品产业链上的覆盖，另一方面，也是填补国内市场的空白。上海莱士本次重组可以引进先进生产和管理技术，提升研发能力，丰富产品线，拓宽国际销售渠道，并参与全球竞争。本次交易对于上市公司而言，无论对

其国内主营业务拓展以及技术积累，抑或是对其的品牌建设以及国外市场开拓均具有战略意义。相较于发达国家，我国血液制品以及血液检测市场起步较晚，正处于高速发展阶段，本次交易的时效性以及谈判时效性对上市公司未来发展影响较大。委托方以及标的公司在以时效性为前提下不能及时提供尽调所需的完整资料。与此同时，基于上述三点交易目的，本次交易的必要性和可行性已经经过上市公司管理层论证，并且上市公司管理层对本次交易的战略意义及经营前景的预期持积极态度，上市公司选择积极推进本次交易。

从本次交易方案角度出发，根据披露情况，上海莱士拟购买 GDS 已发行在外的 40 股 A 系列普通股（占 GDS 已发行在外的 100 股 A 系列普通股的 40%）以及已发行在外的 50 股 B 系列普通股（占 GDS 已发行在外的 100 股 B 系列普通股的 50%），合计 45%GDS 股权。本次交易完成后，上海莱士将持有 GDS 公司 40% A 系列普通股，Grifols 将合计持有 GDS 公司 60% A 系列普通股，上海莱士持 GDS 股票虽数量占比显著，但仅对标的公司经营决策形成影响，而标的公司实际控制权并未转移。在国际并购市场上，尽职调查程度一般基于相关并购案例的风险等级。对于股权收购并获得控制权的并购案例，因其涉及控制权转移，需要由于必须对公司的所有方面进行审查，因此需要对被收购公司进行更广泛的尽职调查。反之，对于未发生控制权转移的收购参股权情况，该等案例对于收购方而言风险等级相对较小，同时对于标的公司而言，由于其不涉及控制权转移，为保证企业未来经营不受影响，保密信息不遭泄露，标的公司会对提供的估值资料进行相应限制。

基于以上客观情况，以估值报告结论作为本次交易对价的参考是符合上市重大重组管理办法唯一选择。

（二）本次估值报告满足报告使用者参照估值结论进行决策参考，以及结合估值参数、重大事项说明、估值参数敏感性分析进行相应的风险估计的用途

1. 关键假设的合理性

如第十题，第四部分的答复，本次估值假设的设置依据了合理性原则、针对性原则和相关性原则，并综合考虑了本次估值的估值目的、估值对象、价值类型

及估值资料获取情况，设置了以下四类估值假设：基本估值假设、稳定经营及估值资料假设、模型环境假设和交易架构假设。本次估值假设的设置具备合理性。

2. 参数选取的合理性

如第十题，第四部分的答复，本次估值对于价值比率的选取进行了定性及定量分析，对于可比公司相关参数的选取综合考虑了其市场表现及财务数据的公开性、准确性及可靠性，对于流动性折扣的选取综合考虑了其理论基础及数据来源的可靠性。本次估值的参数选取具备合理性。

3. 重大事项披露及特别风险提示

本次估值的分析、判断和结论受估值报告中估值假设的限制，并受估值报告中重要事项的影响。估值报告中对重要事项进行了披露，并提示估值报告使用者应当充分关注本次估值范围，充分考虑估值报告中载明的估值假设、重要事项及其对估值结论的影响。

4. 重要因素的敏感性分析

敏感性分析是指从定量分析的角度研究有关因素发生某种变化对某一个或一组关键指标影响程度的一种不确定分析技术。本次估值综合考虑 GDS 的业务经营模式及估值思路，确定价值比率 EV/EBITDA、被估值企业 2018 年全年预测 EBITDA 及流动性折扣为敏感性因素，并就上述指标对估值结果的影响进行了测算分析。

综上，本次估值所涉及的估值目的、估值对象和估值范围、价值类型、估值基准日、估值假设、估值依据、估值方法、估值参数等核心内容与相关评估准则的宗旨基本一致，估值方法符合国际并购估值惯例，参数选择上满足数据源尽可能公开、可靠，并尽可能减少主观判断及调整的原则，估值假设及重大事项披露清晰，在此基础上对关键指标进行了敏感性分析，因此采用估值报告满足报告使用者参照估值结论进行决策参考，以及结合估值参数、重大事项说明、估值参数敏感性分析进行相应的风险估计的用途。

（三）估值报告（含估值咨询报告）也已经逐渐成为 A 股并购市场中交易对价的主要参照途径之一

近年来上市公司在重大资产重组或现金收购境外非上市公司过程中采用估值报告的部分案例情况如下：

序号	公告日期	企业简称	报告名称	交易类型
1	2019/02/20	长荣股份	长荣股份：华泰联合证券有限责任公司关于公司收购 Heidelberg Druckmaschinen AG 8.46% 股权之估值报告	发行股份及支付现金购买资产
2	2018/12/13	新奥股份	新奥股份：拟购买 Toshiba America LNG Corporation 公司 100% 股权项目估值报告	发行股份及支付现金购买资产
3	2018/11/22	小天鹅 A	小天鹅 A：申万宏源证券承销保荐有限责任公司关于美的集团股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并公司暨关联交易之估值报告	发行 A 股股份换股吸收合并
4	2018/11/22	美的集团	美的集团：中信证券股份有限公司关于公司发行 A 股股份换股吸收合并无锡小天鹅股份有限公司暨关联交易之估值报告	发行 A 股股份换股吸收合并
5	2018/11/16	中粮地产	中粮地产：拟了解大悦城地产有限公司市场价值项目估值报告（一）	发行股份购买资产
6	2018/06/21	深赤湾 A	深赤湾 A：中信证券股份有限公司关于深圳赤湾港航股份有限公开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	发行股份购买资产
7	2018/05/31	天齐锂业	天齐锂业：智利化工矿业公司（SQM）股东全部权益价值估值报告	支付现金购买资产
8	2018/05/24	曲美家居	曲美家居：拟收购 EKORNESASA 股权项目估值报告	支付现金购买资产
9	2018/04/27	科锐国际	科锐国际：拟进行收购所涉及的 Investigo Limited 股东全部权益价值估值报告	支付现金购买资产
10	2018/04/27	新大洲 A	新大洲 A：乌拉圭 RONDATEL S.A. 公司及 LIRTIX S.A. 公司股东全部权益价值项目估值报告	支付现金购买资产
11	2018/03/60	航新科技	航新科技：拟购买 MagneticMRO AS 股份项目估值报告	支付现金购买资产

可见，以估值报告专业结论作为上市公司并购的决策参考在 A 股并购重组市场上已经历一定的实践检验，具有一定的可参考性。

估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：申请人结合所选 12 家可比境外上市公司的主营业务详细构成及规模情况，对与 GDS 的可比性进行了分析；结合本次方法选择及对市场参与者判断估值对象价值的影响因素的数据研究，补充披露了不同地区上市公司因会计准则差异对估值结果的影响；结合近期可比交易情况，补充披露了所选流动性折扣参数的合理性；结合《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》第六十五条要求，对价值类型、估值假设的设置依据、估值参数的选取理由等要素进行了披露；结合 GDS 未在公开市场直接发行股票交易的情况，补充披露了本次采用估值报告进行评估的合理性。上述披露及分析具备合理性。

问题 3（原问题 11）

申请文件显示，1) 2018 年 12 月 11 日，GDS 与 Grifols 签订利润分配协议，将持有的联营公司 Singulex, Inc. 的 19.33% 股权、对其借款 3,585 万美元及相应利息，以及子公司 Progenika Biopharma, S.A. 的 99.997% 股权、对其借款 1,190 万美元及相应利息，分配给 Grifols。该协议于 2018 年 12 月 31 日生效。本次估值未就以上重大期后事项对于估值结论的影响做出任何评价。2) 2019 年 2 月 28 日，GSSNA 将向 GDS 提供一般性借款转换为对于 GDS 的股权，其中 A 类普通股 60 股，B 类普通股 50 股。转换金额为经审计的该笔债务于基准日的账面价值 2,307.63 百万美元，并非 2019 年 2 月 28 日真实发生之转股金额 2,276.43 百万美元。请你公司：1) 补充披露 GDS 与母公司签订利润分配协议事项对估值结论及本次交易作价是否产生影响。2) 结合 GSSNA 对 GDS 提供一般性借款的约定利率、付息日期等具体条款，补充披露债转股事项对应转换金额的计算过程。3) 补充披露债转股事项对应 GDS 全部股权作价与本次交易整体作价是否存在差异，如是，进一步补充披露差异产生的原因及合理性。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。

一、补充披露 GDS 与母公司签订利润分配协议事项对估值结论及本次交易作价是否产生影响

（一）利润分配涉及的实体与标的公司业务关联性较小，业绩在标的公司整体业绩中占比较低

1. Progenika Biopharma, S.A.

Progenika Biopharma, S.A. 主营生物技术的研发，用于输血相容性研究、遗传复杂疾病诊断和免疫学测试的生产。Grifols 于 2013 年收购 Progenika Biopharma, S.A. 60% 股权，后续经持续股权收购，转让前系 GDS 的子公司，由 GDS 持有其 99.997% 的股权。据管理层介绍，本次由 GDS 向 Grifols 进行利润分配的主要原因系由于，Progenika 的主营业务是为了 Grifols 的分支机构开展研发项目管理业务；同时，GDS 对 Progenika 的业务依赖性较小，历史期关联交易规模较小。

根据 Progenika 和 GDS IFRS 准则下的会计报表，2016 年至 2018 年，Progenika 的利润情况占 GDS 的比率情况如下：

金额单位：百万美元

Progenika 科目	2018 年	2017 年	2016 年
收入	6.98	5.79	6.19
毛利润	3.64	3.05	2.72
归属于母公司的净利润	0.81	-1.01	6.91
EBITDA	3.41	3.09	8.69
GDS 科目	2018 年	2017 年	2016 年
收入	765.64	755.53	687.91
毛利润	483.42	471.57	271.92
归属于母公司的净利润	157.64	100.25	40.56
EBITDA	310.01	286.47	140.57
Progenika 占 GDS 比率	2018 年	2017 年	2016 年
收入	0.91%	0.77%	0.90%
毛利润	0.75%	0.65%	1.00%
归属于母公司的净利润	0.51%	-1.01%	17.03%
EBITDA	1.10%	1.08%	6.19%

2. Singulex, Inc.

Singulex, Inc. 主营单分子计数技术（Single Molecule Counting, SMCTTM）的研发，用于临床诊断和科学发现。Singulex 为 GDS 于 2016 年投资的联营公司，转让前系 GDS 的联营企业，由 GDS 持有其 19.33% 的股权，于长期股权投资科目采取权益法计算。据管理层介绍，本次由 GDS 向 Grifols 进行利润分配的主要原因系由于，Singulex 的主营业务处于初创阶段，企业仍在面临亏损且其进一步发展需要较大规模的资金投入，本次进行利润分配后可增强 GDS 的盈利能力；同时，GDS 对 Singulex 的业务依赖性较小，历史期不存在关联交易。

2016 年底、2017 年底及 2018 年 9 月 30 日，GDS 的长期股权投资金额分别为 31,684.05 万元、22,978.17 万元和 16,523.84 万元，占总资产比重分别为 2.16%、0.88% 及 0.59%，长期股权投资均为对联营企业 Singulex, Inc 的股权投资。由于报告期内 Singulex, Inc 持续亏损，故报告期内各期末，标的公司长期股权投资持续

下降。

2016 年至 2018 年，Singulex 的主要财务数据如下所示：

金额单位：百万美元

资产负债表项目	2018 年 12 月 31 日 (预测)	2017 年 12 月 31 日 (管理层报表)	2016 年 12 月 31 日 (审计报告)
资产合计	19.63	27.98	22.93
负债合计	117.72	80.86	26.07
净资产	-98.09	-52.88	-3.15
利润表项目	2018 年 (预测)	2017 年 (管理层报表)	2016 年 (审计报告)
收入	4.29	29.86	36.02
毛利润	2.79	8.09	16.82
净利润	-49.98	-54.63	-33.24

本次股利分配所涉及的 Singulex Inc, 及 Progenika Biopharma, S.A, 利润贡献为负或者占比较小, 业务关联性较小, 此外债转股及利润分配事项前后, GDS 的主营业务及未来经营规划未发生变化, 因而对标的公司业务层面影响并不显著。

(二) 剔除利润分配所涉及实体业绩后, 标的公司 EBITDA 不低于估值模型使用的 EBITDA, 利润分配对估值模型估算得出的估值结论无显著影响

本次采用可比上市公司法进行估值, 并选取了 EV/EBITDA 作为价值比率, 估值中采用 2018 年全年预测 EBITDA 300 百万美元作为估值基础。

2018 年, GDS 实际利润情况与预测对比如下:

金额单位：百万美元

2018 年	实际数据	预测数据	实际较预测增长
营业收入	765.64	757.9	1.02%
EBITDA[注]	340.01	330	3.03%
<i>EBITDA 利润率</i>	<i>44.41%</i>	<i>43.50%</i>	
修正后 EBITDA	310.01	300	3.34%
<i>修正后 EBITDA 利润率</i>	<i>40.49%</i>	<i>39.60%</i>	

注:

费用中包括 2018 年 30 百万美元预计负债转回的非经常性损益影响, 具体细节如下: 2014 年 GDS 的最终控股公司收购 Novartis 相关业务时, Novartis 正涉及美国证监会针对其疑似通过旅行社和活动策划对医疗保健机构行贿事项展开的调查。于最终控股公司收购 Novartis 相关业务时, 识别出以上事项, 并计提预计负

债 30 百万美元。在 2016 年 1 月 1 日，GDS 向最终控股公司收购该业务时，记入 GDS 预计负债。根据 GDS 律师的最新意见，该事项的调查已经结束，不会有经济利益的流出。因此 GDS 在截至 2018 年期间将预计负债转回。

根据 IFRS 准则下的管理层报表，2018 年 GDS 实际完成扣除非经常性损益后修正 EBITDA 为 310.01 百万美元，较预测数据增长 3.34%。

金额单位：百万美元

2018 年利润情况	GDS	Progenika	扣减后 GDS
收入	765.64	6.98	758.66
毛利润	483.42	3.64	479.78
归属于母公司的净利润	157.64	0.81	156.83
EBITDA	310.01	3.41	306.6

注：

以上测算中未考虑报表编制过程中合并抵消事项的影响。

GDS 2018 年的 EBITDA 扣减 Singulex Inc, 及 Progenika Biopharma, S.A,2018 年的 EBITDA, 仍略高于本次市场法所采用的预测数据。因此，利润分配事项对本次交易估值的影响不显著。

（三）对本次交易作价的影响

本次估值的估值对象是在如下口径下的 GDS 股东全部权益：

1. 以 GDS 于估值基准日经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 GDS 股东全部权益为基础；
2. 假设关联方 GSSNA 为 GDS 提供的一般性借款本息于估值基准日的账面合计 2,307.63 百万美元转换为对于 GDS 的股权。

因此，上海莱士委托估值机构进行估值的估值对象是假设关联方 GSSNA 为 GDS 提供的一般性借款本息已经在估值基准日按照经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计的基准日账面价值 2,307.63 百万美元转换为对 GDS 的股权后的 GDS 的股东全部权益。

采用可比上市公司法，假设上述债转股完成后，GDS 在估值基准日 2018 年 9 月 30 日的股东全部权益估值为 43 亿美元。根据估值基准日中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币兑美元中间价 6.8792 折算，股东全部权益估值

为 295.81 亿元人民币。

在估值报告结论 43 亿美元的基础上，并经交易双方协商确定，本次交易标的资产，即 GDS 已发行在外的 40 股 A 系列普通股（占 GDS 已发行在外的 100 股 A 系列普通股的 40%）以及已发行在外的 50 股 B 系列普通股（占 GDS 已发行在外的 100 股 B 系列普通股的 50%），合计 45%GDS 股权，交易价格为人民币 132.46 亿元（按估值基准日中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币兑美元中间价 6.8792 折算，45%股权的交易价格为 19.26 亿美元，即 100%股权交易价格为 42.79 亿美元）。

考虑到本次股利分配所涉及的 Singulex Inc, 及 Progenika Biopharma, S.A, 利润贡献为负或者占比较小，业务关联性较小，此外债转股及利润分配事项前后，GDS 的主营业务及未来经营规划未发生变化，因而从业务层面影响并不显著。本次采用可比上市公司法进行估值，并选取了 EV/EBITDA 作为价值比率，估值中采用 2018 年全年预测 EBITDA 300 百万美元作为估值基础。GDS 2018 年的 EBITDA 扣减 Singulex Inc, 及 Progenika Biopharma, S.A, 2018 年的 EBITDA，仍有 306.6 百万美元，较预测数据增长 2.20%。估值利润分配事项完成后，估值结果仍具备合理性。因此，利润分配事项对本次交易作价的影响不显著。

二、结合 GSSNA 对 GDS 提供一般性借款的约定利率、付息日期等具体条款，补充披露债转股事项对应转换金额的计算过程

2019 年 2 月 28 日，Grifols 将其持有的 100 股 GDS 股份转换为 40 股 A 系列普通股及 50 股 B 系列普通股。

同日，GDS、Grifols 与 GSSNA 签订《转换协议》（Exchange Agreement），约定：GDS 向 GSSNA 发行 60 股 A 系列普通股及 50 股 B 系列普通股以取消 GSSNA 持有 GDS 债务（原始本金为 2,386.99 百万美元，截至估值基准日 2018 年 09 月 30 日的账面合计 2,307.63 百万美元，截至转股日 2019 年 2 月 28 日的本息余额为 2,276.43 百万美元）。

GSSNA 对 GDS 提供一般性借款的约定利率、付息日期等具体条款如下所示：

1. 利息： 5%固定利息；
2. 借款生效日期：2018年2月1日；
3. 借款到期日期：2024年2月1日；
4. 付息日期：每日历年季度的最后一个工作日。

2019年2月28日，经GDS董事会批准，GDS对于公司章程进行了修订。该修订的主要变化为GDS将可发行的总股数变更为200股，其中A类普通股为100股，B类普通股为100股，每股面值均为0.0001美元。每股A类普通股拥有1股投票权，B类普通股除个别法律规定事项或特殊约定事项外，不具有投票权。

根据账面价值计算，GSSNA对GDS提供一般性借款截至转股日2019年2月28日的本息余额为2,276.43百万美元，转为GDS的60股A系列普通股及50股B系列普通股后，A系列普通股账面价值为0.006美元，B系列普通股账面价值为0.005美元。

上述股份转换及新股发行完成后，GDS的股本结构如下：

序号	股东名称	A系列普通股 (股)	A系列普通股占 比(%)	B系列普通股(股)	B系列普通股占 比(%)
1	Grifols	40	40	50	50
2	GSSNA	60	60	50	50
合计		100	100	100	100

根据凯易律所尽职调查备忘录及Grifols提供的下属子公司名录，GSSNA为Grifols全资子公司。债转股前，Grifols持有GDS100%股权以及通过GSSNA持有对GDS的债权；债转股完成后，Grifols直接持有GDS的40%A系列普通股、50%B系列普通股，并通过其全资子公司GSSNA持有GDS的60%A系列普通股，50%B系列普通股，合计100%的A、B系列普通股股权。

因此，债转股前后，Grifols以股权方式和债权方式对GDS的投资总额未发生变化，最终控制GDS的股权均为100%，同样未发生变化。本次债转股，并不存在GSSNA持有的GDS债权简单等同于GDS的60股A系列普通股及50股B

系列普通股的作价情形，为集团内部商业经营操作，具备合理性。

三、补充披露债转股事项对应 GDS 全部股权作价与本次交易整体作价是否存在差异，如是，进一步补充披露差异产生的原因及合理性。

根据第十一题，第一部分的回复，上海莱士拟以发行股份方式购买 GDS 已发行在外的 40 股 A 系列普通股（占 GDS 已发行在外的 100 股 A 系列普通股的 40%）以及已发行在外的 50 股 B 系列普通股（占 GDS 已发行在外的 100 股 B 系列普通股的 50%），合计 45%GDS 股权。

在估值报告结论 43 亿美元的基础上，并经交易双方协商确定，本次交易标的资产，即 GDS 已发行在外的 40 股 A 系列普通股（占 GDS 已发行在外的 100 股 A 系列普通股的 40%）以及已发行在外的 50 股 B 系列普通股（占 GDS 已发行在外的 100 股 B 系列普通股的 50%），合计 45%GDS 股权，交易价格为人民币 132.46 亿元（按估值基准日中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币兑美元中间价 6.8792 折算，交易价格为 19.26 亿美元）。

由于债转股事项为基立福集团合并层面内部商业行为，并不存在 GSSNA 持有的 GDS 债权简单等同于 GDS 的 60 股 A 系列普通股及 50 股 B 系列普通股的作价情形，所以债转股事项对应 GDS 全部股权作价与本次交易整体作价无直接的可比较关系，因此不存在与本次交易整体作价存在差异的情形。

估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：申请人结合 GDS 与母公司签订利润分配协议事项所涉及 Singulex Inc, 及 Progenika Biopharma, S.A,对 GDS 业务方面及估值方面的影响，对估值结论及本次交易作价的合理性进行了分析；结合 GSSNA 对 GDS 提供一般性借款的约定利率、付息日期等具体条款，补充披露了债转股事项对应转换金额的计算过程；结合本次估值关于评估对象的约定，补充披露了债转股事项对应 GDS 全部股权作价与本次交易整体作价不存在显著差异。上述披露及分析具备合理性。