

## 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二次反馈意见通知书》

#### (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 9 月 24 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二次反馈意见通知书》（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，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 5）

申请文件显示，1）本次交易估值结论未考虑拟购买股权可能涉及的表决权架构差异，未考虑控制权溢价影响。2）GDS 的信息披露受到已签署的商业保密协议和对基立福(GRLS.MC) 的证券监管规定中相关要求的限制。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。请你公司：结合本次交易为购买少数股权，作价未考虑表决权架构差异、控制权溢价等影响，以及估值程序受限的情况，补充披露估值结论的依据是否充分、审慎。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。

**一、结合本次交易为购买少数股权，作价未考虑表决权架构差异、控制权溢价等影响，以及估值程序受限的情况，补充披露估值结论的依据是否充分、审慎**

### **（一）表决权架构差异、控制权溢价等因素与本次交易作价无重大矛盾**

1. 本次交易为购买少数股权，未包含控制权溢价的估值结论与交易方案内涵一致

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 <sup>1</sup> (股)	A 系列普通股占比 (%)	B 系列普通股 <sup>2</sup> (股)	B 系列普通股占比 (%)
1	Grifols	40	40	50	50
2	GSSNA <sup>3</sup>	60	60	50	50
合计		<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

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。

根据 GDS 的股权架构，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 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 的股权架构中是否存在表决权架构差异，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。

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。由于上市公司的普通股市值主要反映了流通的普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，与本次交易涉及的标的资产内涵是一致的。

## 2. 表决权架构差异对本次交易标的价值的影响并不显著

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。表决权的价值通常受到如下因素影响：首先，运营效率较好的公司，较难通过行使表决权进一步增加收益，表决权价值相对较不显著；其次，上市公司相较于非上市公司，能更充分地受到公众和监管机构的监督，从而减轻代理问题，表决权价值相对较不显著；再次，控制权及管理权较为稳定的公司，表决权价值相对较不显著。

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。

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《发行股份购买资产协议》（以下简称“购股协议”）和《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。双方预期在生产质量规范、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，建立独家合作关系，产生较强的协同效应。

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。首先，根据《排他性战略合作总协议》的约定，GDS 的新股发行、分立合并、章程修改、重大交易、经营规划、预算决算及利润分配等重大事项应当取得出席 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；本次交易完成后，上海莱士持有的 40% A 系列普通股股份所享表决权已足以对 GDS 股东会产生影响。其次，根据《排他性战略合作总协议》的约定，GDS 的经营规划、预算决算、利润分配、股本变动、重大交易、合并分立、章程修订等重大事项，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；本次交易完成后，GDS 的董事会将由 5 名董事组成，其中上海莱士提名 2 名，上海莱士可以通过提名董事会人选参与 GDS 的经营决策。

综上，通过基本面分析，标的公司的表决权价值差异并不显著，同时上海莱士通过交易方案的其他安排进一步控制了这一差异。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。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，本次估值结论具备可靠性和公允性。

## （二）估值程序受限的情况下，估值结论依据的充分性及审慎性分析

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:GRF.P），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）。因为持有上市公司证券的投资人的利益收到相关法律、法规的保护，上市公司的信息披露被西班牙及美国两地交易所严格监管，公司治理水平较好，其经营情况及财务数据较为公开且可靠性较强。GDS 公司的主营业务占其母公司比重显著，是 Grifols 的主要子公司之一，其公司治理及信息披露同样受到较严格的监管，公司已建立了较健全的公司治理结构，具有较完备、合规的内控制度，其财务风险较其他非上市公司相对可控。

估值人员在估值过程中进入线上资料库查看了资料，并且通过问题清单、电话会议及实地访问的形式与 GDS 的管理层进行了一定的接触，通过现场抽查盘点的方式，了解 GDS 资产状况，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。在此基础上，估值人员在估值方案设计时选用了受是否开展全面核查程序影响较小的可比上市公司法进行估值，在参数使用时也尽可能使用了公开市场可获得数据及客观数据，如上市公司公开披露数据，第三方数据库数据，标的公司经审计财务数据等，并尽可能减少估值人员主观判断或调整对估值模型的影响，进而在较大程度上减少了程序受限对估值结论的影响。

因此，本次估值结论是在充分、审慎地考虑估值程序受限的情况下，尽可能引用公开数据并减少主观判断而形成的。

## **二、估值机构核查意见**

经核查，估值机构认为：申请人结合本次购买少数股权的交易实质，对表决权架构差异、控制权溢价等因素对作价的影响进行了分析；补充披露了本次估值结论是在充分、审慎地考虑估值程序受限的情况下，尽可能引用公开数据并减少主观判断而形成的。上述披露及分析具备合理性。

## 问题 2 (原问题 6)

申请文件显示，1) 2018 年 12 月 11 日，GDS 与基立福签订利润分配协议，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，分配给基立福。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。请你公司补充披露：本次交易作价未考虑上述重大期后事项的原因及合理性，是否有利于保护上市公司及投资者合法权益。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。

### 一、本次交易作价未考虑利润分配事项的原因及合理性分析

#### (一) 利润分配涉及实体与标的公司业务关联性较小，业绩占比较低

##### 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, SMCTM) 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, 历史期关联交易规模较小。

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%、0.87% 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 (管理层预测)	2017 年 12 月 31 日 (审计报告)	2016 年 12 月 31 日 (审计报告)
资产合计	19.63	28.77	22.93
负债合计	117.72	82.63	26.07
净资产	-98.09	-53.86	-3.15
利润表项目	2018 年 (管理层预测)	2017 年 (审计报告)	2016 年 (审计报告)



收入	4.29	31.61	36.02
毛利润	2.79	23.25	16.82
净利润	-49.98	-55.48	-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 3,000 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, GDS 对此计提预计负债 3,000 万美元。该笔预计负债在 2017 年末的余额为 3,000 万美元, 折合人民币 19,602.60 万元。根据 GDS 公司律师的最新意见, 该事项的调查已经结束, 未来不会有经济利益的流出, 因此在 2018 年将该笔预计负债转回。

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	306.60

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。

2018 年度，GDS 的 EBITDA 共计 310.01 百万美元，在此基础上扣除 Progenika Biopharma, S.A.的 EBITDA 3.41 百万美元（由于 Singulex Inc, 2018 年度 EBITDA 为负，故不作为扣除项），得出扣除后的 EBITDA 306.60 百万美元，仍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）对本次交易作价无显著影响

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。交易作价参照的估值模型中采用的 2018 年全年预测 EBITDA 为 300 百万美元，GDS 2018 年的 EBITDA 扣减 Singulex Inc, 及 Progenika Biopharma, S.A.2018 年的 EBITDA 为 306.6 百万美元，高于预测数据 2.20%。利润分配事项完成后，交易对价仍具备合理性。

同时，上海莱士聘请中联评估以 2019 年 6 月 30 日为基准日，对 GDS 股东全部权益价值进行再次估值。估值所依据的财务报表已经完成对利润分配事项及债转股事项的会计核算，以此为基础得出的 GDS 股东全部权益的估值结论较以 2018 年 9 月 30 日为基准日的估值结论未发生重大变化。因此，利润分配事项对本次交易作价的影响不显著。

## 二、本次交易作价未考虑模拟债转股金额与实际发生金额存在差异事项的原因及合理性分析

### （一）债转股模拟完成金额与实际发生金额是同一口径的债务本息于不同时间点的价值

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）。

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 GDS 100% 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。债转股前后，始终控制 100% GDS 的股权。

模拟债转股完成情况对债务的计算是以估值基准日 GSSNA 为 GDS 提供的一般性借款本息的账面价值，总计 2,307.63 百万美元。债转股实际完成日相关债务的计算是以 2019 年 2 月 28 日的本息价值，账面合计 2,276.43 百万美元。该差异仅仅是同一资产在同一口径下不同时间点的价值差异。估值人员考虑该项债转股并不涉及 GDS 股权变化情况下，选用基准日时间模拟债转股完成金额计算标的公司价值具备合理性。

### （二）按实际债转股金额测算，得出的测算结果高于原估值

本次估值中计算标的公司归属于母公司股东权益的计算公式如下：

归属于母公司股东权益 = (企业价值 + 现金及现金等价物价值 - 付息债务价值 - 少数股东权益价值) × (1 - 流动性折扣)

下表中分别假设于基准日按照债务本息账面价值完成债转股，与假设基准日

后按照实际发生金额完成债转股，对股东全部权益价值进行了测算。

金额单位：百万美元

项目	假设于基准日按照账面价值完成债转股	假设基准日后按照真实发生金额完成债转股
被估值企业 EV	6,510.00	6,510.00
现金及现金等价物	19.47	19.47
付息债务	2,409.62	2,409.62
模拟债转股后付息债务	101.99	
少数股东权益	0.01	0.01
修正前股东全部权益价值	6,427.47	4,119.84
流动性折扣	32.70%	32.70%
修正后股东全部权益价值	4,325.69	2,772.65
实际债转股金额		2,276.43
债转股后股东全部权益价值	4,325.69	5,049.08

估值中假设关联方 GSSNA 为 GDS 提供一般性借款本息于估值基准日已完成转换，因此计算得出的标的公司归属于母公司股东权益价值（流动性折扣修正前）包含了该笔借款本息于基准日的账面价值 2,307.63 百万美元，并在此基础上对标的公司权益价值进行流动性修正。上述估值方法与本次交易标的的内涵一致。

### （三）对本次交易作价的影响

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。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。

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。

同时，上海莱士聘请中联评估以 2019 年 6 月 30 日为基准日，对 GDS 股东全部权益价值进行再次估值。估值所依据的财务报表已经完成对利润分配事项及债转股事项的会计核算，以此为基础得出的 GDS 股东全部权益的估值结论较以 2018 年 9 月 30 日为基准日的估值结论未发生重大变化。因此，债转股事项对本次交易作价的影响不显著。

### 三、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：申请人补充披露了本次交易作价未考虑利润分配事

项及模拟债转股金额与实际发生金额存在差异事项的原因及合理性。上述披露及分析具备合理性。

### 问题 3（原问题 8）

请你公司详细披露：1）标的资产商誉科目各个项目的减值测试过程，包括但不限于各项目涉及资产组现金流预测、折现率选择等。2）逐一分析估值报告所选 12 家境外上市公司与标的资产在规模、经营情况、财务状况的差异及可比性，未进行参数修正是否符合估值惯例。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。

**一、逐一分析估值报告所选 12 家境外上市公司与标的资产在规模、经营情况、财务状况的差异及可比性，未进行参数修正是否符合估值惯例。**

#### **（一）通过本次筛选，标的公司与可比公司具有较强的可比性**

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 4,342 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:GRF.P），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。各个可比公司在行业、经营范围以及所在资本市场均与标的公司可比性较强。

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) 标的公司在盈利能力、偿债能力、周转能力、发展能力以及企业规模五个方面，大部分指标不弱于可比公司平均水平

估值人员根据盈利能力、偿债能力、周转能力、发展能力以及企业规模五个方面选取并测算了可比上市公司 2018 年度的 8 个财务指标，净资产收益率、净利率、EBITDA 利润率、已获利息倍数、应收账款周转率、EBITDA 增长率、净利润增长率以及总资产额。同时，估值人员将各财务指标与标的公司 IFRS 准则下管理层报表的相应指标进行了测算对比。具体财务指标选取列示如下：

序号	名称	上市代码	净资产收益率	EBITDA 利润率	已获利息倍数	EBITDA 增长率
1	Bio-RadLaboratories (伯乐生命)	NYSE: BIO	10.52%	14.28%	7.88	7.88%
2	Abbott (雅培制药)	NYSE: ABT	7.55%	23.55%	4.75	4.75%
3	Bio-technecorporation (Bio-Techne)	NASDAQ: TECH	12.44%	31.51%	16.04	16.04%
4	TeleflexInc. (泰利福)	NYSE: TFX	7.90%	27.23%	4.74	4.74%
5	ThermoFisherScientific (赛默飞)	NYSE: TMO	11.09%	25.27%	5.83	5.83%
6	Becton,DickinsonandCompany (碧迪公司)	NYSE: BDX	1.83%	29.75%	3.93	3.93%
7	CSLLimited (CSL)	ASX: CSL	47.74%	33.27%	21.96	21.96%
8	Roche (罗氏)	SWX: ROG	36.60%	37.79%	31.24	31.24%
9	IlluminaInc. (宜曼达)	NASDAQ: ILMN	22.75%	31.86%	15.49	15.49%
10	NeoGenomicsLaboratories (NEO)	NASDAQ: NEO	1.01%	13.22%	2.38	2.38%
11	MettlerToledo (梅特勒-托利多)	NYSE: MTD	90.14%	25.24%	19.97	19.97%
12	BioMérieux (生物梅里埃)	EPA:BIM	13.66%	20.62%	21.36	21.36%
13	可比公司中值		<b>11.76%</b>	<b>26.25%</b>	<b>11.69</b>	<b>11.69%</b>
14	可比公司均值		<b>21.94%</b>	<b>26.13%</b>	<b>12.96</b>	<b>12.96%</b>
15	GDS 公司		<b>12.69%</b>	<b>44.41%</b>	<b>27.80</b>	<b>26.19%</b>

序号	名称	上市代码	应收账款周转率	净利率	净利润增长率	总资产
1	Bio-RadLaboratories (伯乐生命)	NYSE: BIO	5.30	15.97%	199.07%	5,611.10
2	Abbott (雅培制药)	NYSE: ABT	5.90	7.74%	396.44%	67,173.00
3	Bio-technecorporation (Bio-Techne)	NASDAQ: TECH	5.40	19.62%	65.80%	1,593.20
4	TeleflexInc. (泰利福)	NYSE: TFX	6.90	8.20%	31.65%	6,278.00
5	ThermoFisherScientific (赛默飞)	NYSE: TMO	5.80	12.06%	32.04%	56,232.00
6	Becton,DickinsonandCompany (碧迪公司)	NYSE: BDX	7.90	1.95%	-71.73%	53,904.00
7	CSLLimited (CSL)	ASX: CSL	7.70	21.84%	29.27%	10,774.50
8	Roche (罗氏)	SWX: ROG	5.90	17.65%	21.63%	78,517.00
9	IlluminaInc. (宜曼达)	NASDAQ: ILMN	7.20	24.78%	13.77%	6,959.00
10	NeoGenomicsLaboratorie (NEO)	NASDAQ: NEO	4.00	0.95%	382.15%	505.00
11	MettlerToledo (梅特勒-托利多)	NYSE: MTD	5.50	17.46%	36.34%	2,618.90
12	BioMérieux (生物梅里埃)	EPA:BIM	5.10	10.60%	7.77%	3,389.60
13	可比公司中值		<b>5.85</b>	<b>14.02%</b>	<b>31.85%</b>	<b>6,618.50</b>
14	可比公司均值		<b>6.05</b>	<b>13.24%</b>	<b>95.35%</b>	<b>24,462.94</b>
15	GDS 公司		<b>7.02</b>	<b>20.59%</b>	<b>57.34%</b>	<b>3,884.20</b>

如上表所示，在盈利能力方面，估值人员选取了 EBITDA 利润率、净利率以及净资产收益率作为比较可比公司和标的公司之间差异的参考数据。GDS 公司的 EBITDA 利润率和净利率优于可比上市公司数据平均值和中值，同时 GDS 公司的净资产收益率稍低于可比数据平均值，但是仍然高于数据中值。

在偿债能力方面，估值人员选取了已获利息倍数作为比较标的公司与可比公司之间偿债能力差异的参考数据。在企业周转能力方面，估值人员选取了应收账款周转率作为比较标的公司与可比公司之间企业周转能力差异的参考数据。GDS 公司的已获利息倍数和应收账款周转率均好于可比公司的财务比率数据。

在发展能力方面，估值人员选取了 EBITDA 增长率和净利润增长率作为比较标的公司和可比公司之间发展能力差异的指标。标的公司的 EBITDA 增长率优于

可比公司平均水平，然而标的公司的净利润增长率略低于可比公司净利润增长率均值，但优于可比公司净利润增长率中值。

在企业规模方面，估值人员选取总资产额作为比较各个公司间规模差异的参考数据。GDS 公司的总资产低于可比公司之间平均水平，但是其规模好于 Bio-tech 公司、NEO 公司以及梅特勒-托利多公司，标的公司的企业规模还在可比公司范围之内。

综上所述，标的企业在偿债能力以及周转能力方面明显优于可比上市公司。在盈利能力以及企业发展能力方面，也能够排在中上水平。而在企业规模方面，其规模对比可比公司并不突出，但也符合市场上合理水平。

**（三）标的公司规模、经营情况以及财务状况与可比公司具有强可比性，未进行参数调整具有合理性。**

首先，就规模角度而言，本次估值选用的价值比率 EV/EBITDA 本身，已经体现出各个可比公司间规模对价值比率的影响，故本次估值计算并没有进一步对规模进行调整。

其次，就经营情况方面而言，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。其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，2018 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。估值人员还对 GDS 的主营业务进行了分析，参考 GDS 的细分市场，并剔除财务数据不全的公司后，最终确定了 12 家可比上市公司。各个可比公司在行业、经营范围以及所在资本市场均与标的公司无显著差异，可比性较强。基于以上原因，本次估值计算并未对经营情况进行进一步的定量调整。

其后，就财务状况方面而言，如上文财务指标列表表中所示，标的公司大部分财务指标并不弱于可比公司平均水平。说明标的公司财务状况由于行业可比公司平均水平，故本次估值并没有在此情况下再进行参数调整。与此同时，虽然在企业规模方面 GDS 略逊于可比公司平均值，但本次估值所选用的价值比率 EV/EBITDA 中的 EBITDA 同样能够体现可比公司和标的公司之间的规模差异，

估值人员选用 EV/EBITDA 已经将可比公司以及标的公司之间的规模差异考虑在了计算之中。

综上所述，在可比公司具备一定可比性，标的公司经营情况不弱于可比公司平均水平，且 EBITDA 作为市场法乘数的基数已反映规模差异的情况下，未进行更多定量的参数修正是具备一定合理性的。

## 二、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：申请人逐一分析估值报告所选 12 家境外上市公司与标的资产在规模、经营情况、财务状况的差异及可比性，分析了未进行参数修正的合理性。上述披露及分析具备合理性。

中联资产评估集团有限公司

年 月 日