

曲美家居集团股份有限公司
拟收购 EKORNES ASA 股权项目估值报告
东洲咨报字【2018】第 0478 号

特别提示：本报告仅供特定目的价值
估值，未经估值机构书面许可不得传
播、复制该文件任何内容。

曲美家居集团股份有限公司
拟收购 EKORNES ASA 股权项目估值报告

东洲咨报字【2018】第 0478 号



上海东洲资产评估有限公司

2018 年 05 月 23 日

特别提示：本报告仅供特定目的服务，未经估值机构书面许可不得传播、复制该文件任何内容。

曲美家居集团股份有限公司 拟收购 EKORNES ASA 股权项目估值报告

摘 要

东洲咨报字【2018】第0478号

上海东洲资产评估有限公司接受曲美家居集团股份有限公司的委托，遵守中国政府相关法律，本着独立、公正、客观的原则，按照公认的估值方法，对曲美家居集团股份有限公司拟收购EKORNES ASA股权所涉及的EKORNES ASA股东全部权益价值进行了分析、估算。

估值目的：决策参考。

估值基准日：2017年12月31日。

估值范围对象及估值范围：本次估值对象为股权收购涉及的股东全部权益。本次估值范围系截止2017年12月31日 EKORNES ASA的全部资产和负债。

价值类型：市场价值。

估值方法：采用市场法确定估值结论。

估值结论：在报告假设前提成立的条件下，于基准日2017年12月31日被估值单位股东全部权益价值为53.6亿挪威克朗。大写：伍拾叁亿陆仟万挪威克朗。

本报告仅限于约定的估值目的和报告使用者使用，详见报告书正文记载的内容。

本估值结论的价值类型为市场价值，即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。

本估值报告仅供指定的交易事宜使用。本报告中的观点不构成对任何第三方（包括但不限于目标公司股东）的建议、推荐或者补偿。

重大特别事项：

1、本次收购的目标公司的主要经营场所分布在挪威、泰国、越南等地，与委托方不存在股权控制关系，且委托方目前尚未完成对目标公司的收购，难以获得目标公司按照中国企业会计准则编制的详细财务资料进行审计，我们只是获取了被评估单位的证照、公开的财务资料，并完成了管理层的访谈及海外工厂走访，受客观条件限制，未进场进行清查和验证，其资料的真实性由目标公司负责。

2、本次估值基准日的期后事项：EKORNES ASA董事会提议2017年派发每股6挪威克朗的股利，共计2.21亿挪威克朗。股东大会于2018年4月24日举行，除息日是4月25日。计划于5月3日支付。本次未考虑上述期后事项对估值的影响。

3、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等。

4、投资者要注意本次收购中收购方愿意支付的收购价格受制于很多因素影响，包括但不限于：标的资产的吸引力、收购方现有业务与标的资产的潜在协同效益（如有）、标的资产被显著重估的可能性、现金储备情况、标的股权的流动性、对价支付方式、控制权比例、预期等因素。

5、我们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考虑在内。本报告也不对收购完成或失败后目标公司的股权做出任何评价。

6、本估值报告并非《中华人民共和国资产评估法》定义的评估报告。

上海东洲资产评估有限公司
2018年05月23日

曲美家居集团股份有限公司
拟收购 EKORNES ASA 股权项目估值报告

目 录

摘 要.....	1
正 文.....	4
一、 委托方介绍.....	4
二、 被估值单位介绍.....	4
三、 估值目的.....	9
四、 估值对象.....	9
五、 价值类型及其定义.....	10
六、 估值基准日	10
七、 估值依据.....	10
八、 估值假设和限制条件	11
九、 宏观经济发展情况.....	12
十、 市场情况分析.....	16
十一、 估值方法.....	19
十二、 市场法的估值分析.....	20
十三、 估值结论及分析.....	29
十四、 特别说明和瑕疵事项	29
十五、 估值报告使用范围.....	30
十六、 估值报告解释权.....	30
十七、 估值报告提出日期.....	30
附 件.....	32

曲美家居集团股份有限公司
拟收购 EKORNES ASA 股权项目估值报告

正 文

特别提示：本报告仅供特定目的服务，未经估值机构书面许可不得传播、复制该文件任何内容。

一、 委托方介绍

企业名称：曲美家居集团股份有限公司（股票代码：603818.SH）

统一社会信用代码：911100001021096991

类 型：股份有限公司(上市、自然人投资或控股)

住 所：北京市顺义区南彩镇彩祥东路 11 号

法定代表人：赵瑞海

注册资本：484,120,000 元人民币

成立日期：1993 年 04 月 10 日

经营范围：制造家具；普通货物运输；家庭装饰装璜；销售百货、五金交电、化工原料、民用建材、工艺美术品、家具；企业经营本企业和本企业成员企业自身产品及相关技术的出口业务；经营本企业和本企业成员企业生产、科研所需的原辅料，机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务（国家限定公司经营或禁止进口的商品除外）；经营本企业的进料加工和“三来一补”业务。（未取得专项许可的项目除外）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）

二、 被估值单位介绍

企业名称：EKORNES ASA

注册证书代码：964 976 430

类 型：挪威公众有限责任公司（“Allmennaksjeselskap”）

注册地址：Industrivegen 1, 6222 Ikornnes, Norway

总经理/常务董事：Olav Holst-Dyrnes

注册股份：36,892,989 普通股，每股面值为 1 挪威克朗

成立日期：1992-09-29

企业历史沿革

（一）标的公司设立和上市

标的公司设立于 1992 年 09 月 29 日，成立后标的公司整合原有 Ekornes 旗下业务，并于 1995 年 4 月 6 日于挪威奥斯陆交易所上市交易。上市时，标的公司注册股份总数为 6,446,396 股，每股面值为 5 挪威克朗，标的股本金额为 32,231,980 挪威克朗。

（二）Ekornes 公司上市后股本变动情况

1、发行股份收购 AS Vestlandske Møbler，股份拆分（1997 年）

1997 年 3 月，标的公司召开年度股东大会，通过收购 AS Vestlandske Møbler 的决议。本次收购 Ekornes 公司以增发标的公司股票方式向 AS Vestlandske Møbler 公司前股东支付收购对价。股东大会同时通过 Ekornes 公司股份拆分的决议，每股面值由 5 挪威克朗调整为 1 挪威克朗，注册股份总数由 1996 年末的 6,446,396 股增加至 33,308,720 股。

2、近三年注册股份数与股本总额变化

在奥斯陆交易所上市后，除去上述购买 AS Vestlandske Møbler 公司所发行股份和股份拆分，Ekornes 公司未向公众增发新股、拆分股票或进行股票股利分配，其股本总额的变化均由股权激励相关的授予股票或股票期权引起，以及与上述相关的股票回购、税务处理、库存股注销导致，股本总额基本保持稳定。

最近三年，Ekornes 公司股本变化情况如下表所示：

日期	注册股份（股）	股本金额（挪威克朗）
2015 年 12 月 31 日	36,826,753	36,826,753
2016 年 12 月 31 日	36,826,753	36,826,753
2017 年 12 月 31 日	36,892,989	36,892,989

2017 年 8 月 20 日，标的公司董事会在年度股东大会授权下，通过实施针对挪威员工的股权计划和长期激励计划的决议。两项员工股权激励计划合计新增股份数 66,236，

每股面值 1 挪威克朗，标的公司注册股份总数由 2016 年底的 36,826,753 增至 36,892,989，股本金额增至 36,892,989 挪威克朗。

公司经营状况如下：

Ekornes ASA 是一家全球化的家具制造销售公司，公司在奥斯陆证券交易所上市，总部位于挪威 Ikorndes。公司主要从事家具和床垫开发、制造，并通过自营商店、进口商和零售商销售旗下产品，包括斜倚扶手椅，沙发，办公椅，家庭影院座椅，固定背部沙发，桌子，床垫，配件等。

公司主要销售模式为 Direct Container 模式和 Warehouse 模式，主要取决于不同国家的市场情况来指定采用哪种销售模式，目前挪威总部主要对接各地区的销售公司，销售公司对接各地区的商场，商场最终应对消费者。

公司在全球拥有多家销售子公司及工厂，Ekornes ASA 拥有四个品牌，分别是 Stressless®, IMG®, Svane®及 Ekornes Contract®,其中 Stressless®, Svane®和 Ekornes Contract®是欧洲的家具品牌，IMG®在澳大利亚和美国具有一定知名度。

主要品牌介绍

1. Stressless®



Stressless®品牌创立于 1971 年，是 Ekornes ASA 最大的品牌，也是欧洲著名的家具品牌之一。

Stressless®产品包括躺椅、沙发、办公椅等，该品牌注重产品的舒适性和功能性。根据品牌战略，公司近年来对该品牌的产品积极进行研发和创新，不断推出新产品模式并且大量使用创新概念，例如整合了座椅与脚垫的 Leg Comfort 概念、融入 Balance Adapt 系统的全新 Stressless 沙发产品等。

在北欧市场 Stressless 通过家具连锁企业和独立零售商进行销售。德国是 Stressless 品牌最大的单一销售区域之一，Ekorner 坚持不断扩大地理覆盖面和提高现有市场份额。在南欧地区、北美地区（美国、加拿大和墨西哥）、英国和爱尔兰地区，Stressless 品牌通过当地零售网点销售。亚洲市场上，Ekorner 在日本的产品销售网络由当地著名的百货商场、家具零售连锁店和独立的家具零售商组成；在香港、韩国、印度尼西亚和印度通过与当地进口商签订协议销售该产品；在其他亚洲地区，Ekorner 自身作为进口商将 Stressless 产品引入当地。韩国和中国分别是 Stressless 品牌在亚洲仅次于日本的第二大和第三大市场，近年来销售额仍在不断增长。

在澳大利亚和新西兰，Stressless 由当地零售商销售产品。Svane 品牌的床垫产品极具设计感与功能性。产品市场分布在挪威及其他北欧国家、中欧国家，通过零售商经营销售业务。床垫市场竞争非常激烈，Ekorner Beds AS 定位于已有市场，增强核心技术，不断提升国际竞争力。



2. IMG®



IMG®品牌成立于 2006 年，2014 年末被 Ekorner 集团收购，由其子公司 IMG 集团控股所有 IMG 公司，与 Ekorner 运营独立。IMG®品牌家具产品基于 Scandinavian 技术，主打设计感、舒适性和功能性，以合理的价格提供高质量的家具商品。产品包括各种

躺椅系列和沙发,与Stressless®产品相似,但产品定位相较于Stressless®属于中端。依据 Ekoknes 集团注重产品创新的战略,IMG®品牌在 2014 年被收购之后,基于对传统方法的创新,设计出全新系列 Regal,将脚垫整合在座椅上,并且应用了 Acti-Flex 系统使得产品可以灵活改变模型与大小。

IMG 公司下辖 3 家生产厂,其中 1 家工厂位于泰国,2 家工厂位于越南,销售区域主要为北美和墨西哥、挪威以及亚太地区。

IMG®产品一般由设立在该地区的分公司负责,在未设有销售公司的区域,产品也会由当地的分销商来进行销售。IMG 在挪威叙许尔文、澳大利亚墨尔本、新西兰、美国加州科罗娜市设有销售公司,分别负责斯堪的纳维亚地区、澳大利亚、新西兰和北美地区的产品分销。但是在美国和加拿大,一些产品由本地的分销商负责。除以上地区,亚洲、欧洲和世界其他市场上,部分产品由当地销售代表和集团员工负责销售,还有一部分由当地进口商或分销商代理销售。



3. Svane®



Svane 品牌成立于 1935 年,是挪威著名家具品牌,由 Ekoknes 集团的子公司 Eureka Beds AS 运营,主要产品是床垫。该品牌的产品极具设计感与功能性。产品市场分布在挪威及其他北欧国家、中欧国家。

Svane 品牌的产品生产模式近年来发生显著改变。该品牌只拥有 1 家生产厂，位于挪威 Fetsund。该产品线生产价值链的每个部分都已进行竞争性的招标流程，目前大部分缝纫和口袋弹簧的生产都已经外包。工厂现在仍在生产 IntelliGel，发泡塑料、纤维、绗缝和一些木制框架。Svane 品牌的生产模式非常注重效率的提升，产品在欧洲三个销售区域通过分销商经营销售业务。

4. Ekornes ®Contract



该品牌创立于 1989 年，产品的目标市场为航运/海上市场、酒店市场及办公家具市场，由于石油市场及海上市场不景气，该品牌的表现受到一定影响。

标的公司历史年度财务数据如下：

单位：万挪威克朗

	2017 年度	2016 年度
总资产	226,743.10	236,091.30
总负债	119,555.10	70,674.10
营业收入	307,885.90	314,337.20
营业成本	85,310.60	86,348.40
净利润	20,050.30	32,026.70

上述数据均摘自于标的公司年报。

三、 估值目的

根据曲美家居集团股份有限公司第三届董事会第九次会议决议通过了本次要约收购的具体方案及相关事宜、本次收购涉及的相关协议及信息披露文件，同意公司进行本次收购，并向 EKORNES ASA 发出附生效条件的要约。本次估值的目的是为上述经济行为提供价值参考意见。

四、 估值对象

估值范围对象：本次估值对象为股权收购涉及的股东全部权益。委托的估值对象

与经济行为涉及的估值对象一致。

五、 价值类型及其定义

本次估值选取的价值类型为市场价值。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。

需要说明的是，同一资产在不同市场的价值可能存在差异。本次估值一般基于国内可观察或分析的海外市场条件和市场环境状况。

本次估值选择该价值类型，主要是基于本次估值目的、市场条件、估值假设及估值对象自身条件等因素。

本报告所称“估值价值”，是指所约定的估值范围与对象在本报告约定的价值类型、估值假设和前提条件下，按照本报告所述程序和方法，仅为本报告约定估值目的服务而提出的估值意见。

六、 估值基准日

- ☐ 本项目的估值基准日为 2017 年 12 月 31 日。
- ☐ 估值基准日在考虑经济行为的实现、会计核算期等因素后与委托方协商后确定。
- ☐ 估值基准日的确定对估值结果的影响符合常规情况，无特别影响因素。本次估值的取价标准为估值基准日有效的价格标准。

七、 估值依据

遵循的法令和参照的其他行业规范：

- ☐ 《中华人民共和国公司法》；
- ☐ 财政部令第 33 号《企业会计准则》。

取价依据：

- ☐ 公司提供的部分财务数据等；

-
- ☐ Capital IQ 网站;
 - ☐ 同花顺 iFinD 上市公司的有关资料;
 - ☐ 雅虎财经网站;
 - ☐ 行业、区域市场及统计分析资料;
 - ☐ 其他。

八、 估值假设和限制条件

☐ 基本假设

1. 公开市场假设：公开市场是指充分发达与完善的市场条件，是一个有自愿的买者和卖者的竞争性市场，在这个市场上，买者和卖者的地位是平等的，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易行为都是在自愿的、理智的而非强制的或不受限制的条件下进行的。

2. 持续使用假设：该假设首先设定被估值资产正处于使用状态，包括正在使用中的资产和备用的资产；其次根据有关数据和信息，推断这些处于使用状态的资产还将继续使用下去。持续使用假设既说明了被估值资产所面临的市场条件或市场环境，同时又着重说明了资产的存续状态。

3. 持续经营假设，即假设被估值单位以现有资产、资源条件为基础，在可预见的将来不会因为各种原因而停止营业，而是合法地持续不断地经营下去。

☐ 一般假设

1. 本报告除特别说明外，对即使存在或将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方式等影响估值价值的非正常因素没有考虑。

2. 委托方及标的所在国家现行的有关法律及政策、产业政策、国家宏观经济形势无重大变化，估值对象所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化，无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大不利影响。

3. 估值对象所执行的税赋、税率等政策无重大变化，信贷政策、利率、汇率基本稳定。

4. 依据本次估值目的，确定本次估算的价值类型为市场价值。估算中的一切取价

标准均为估值基准日有效的价格标准及价值体系。

□ 针对性假设

1. 目标公司提供的业务合同以及公司的营业执照、章程，签署的协议，审计报告、财务资料等所有证据资料是真实的、有效的。
2. 目标公司目前及未来的经营管理层尽职，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项，并继续保持现有的经营管理模式持续经营。
3. 假设估值基准日后估值对象的产品或服务保持目前的市场竞争态势。

本报告估值结果的计算是以估值对象在估值基准日的状况和估值报告对估值对象的假设和限制条件为依据进行。估值人员认为这些假设在估值基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化，将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

九、 宏观经济发展情况

1. 经济依然较弱，但呈现活跃增长态势。

2017 年以来，挪威大陆国内生产总值（GDP）保持平稳缓慢增长，一、二季度增长率均为 0.7%。其中，制造与采矿业在经过两年的下降后开始呈上升态势，二季度增长率为 0.3%。大陆其它产业增长率为 0.9%，其主要是建筑及建筑施工活动的增长；电力供应有所增加，而传统渔业和养殖业有所下降。商业服务增长 0.6%。石油、天然气管道，以及国外航运业产值增加。

家庭消费持续上升，但小汽车购买有所下降。挪威投资总额保持稳定，增长率为 3.2%，其中石油投资增长 1.8%，公共部门投资增长 9%，其中大部分增长来自第二季度交付的三架新的战斗机；其他中央政府投资自 2016 下半年以来一直维持在大致相同的水平，市政投资连续三个季度保持稳定。挪威上半年进出口依然较弱，出口一季度下降 0.9%，二季度增长 1%；进口一季度增长 4.3%，二季度下降 0.4%。

表 1：挪威 GDP、投资、消费及进出口增长率[1]

单位：%	2015 年	2016 年	2016 四季度	2017 一季度	2017 二季度
GDP	2.0	1.1	1.3	0.2	1.1

大陆经济 href="#_ftn2" [2]GDP	1.4	1.0	0.3	0.7	0.7
家庭消费支出	2.6	1.5	0.6	0.6	1.0
政府消费支出	2.4	2.1	0.2	0.8	0.4
固定资本形成总额	-4.0	-0.2	-1.0	-0.6	3.2
总出口	4.7	-1.8	1.2	-0.9	1.0
总进口	1.6	2.3	0.5	4.3	-0.4

数据来源：挪威统计局

2017 年上半年，挪威生产者价格指数 (PPI) 持续下滑，其主要原因是能源产品 PPI 的下降。

表 2：2017 年 1-6 月挪威生产者价格指数 (PPI)

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
全部 PPI	92.9	94.9	93.9	91.9	91.2	88.9
除能源产品以外的 PPI	102.9	104	104	104.6	105	104.5

注：2014=100 数据来源：挪威统计局

2. 失业率有所下降，季节性就业增加

2016 年前三个季度，挪威失业率一直保持大约 4.9% 的高位，但从第四季度开始，失业率有所下降，持续到 2017 年上半年，基本稳定在 4.4%，6 月份下降到 4.3%。

表 3：近 4 个季度挪威失业率数据[3]

	2016 年三季度	2016 年四季度	2017 年一季度	2017 年二季度
失业率 (%)	4.9	4.4	4.5	4.4

数据来源：挪威统计局

经过两年多的温和增长，2017 年第二季度较去年同期季节性就业增加了 0.4%，约 11,000 人。增长主要集中在建筑、商业服务及住宿和餐饮活动等领域。与此同时，石油业和与石油有关的服务业就业有所下降。

从 2016 年第二季度到 2017 年第二季度，全职工作人员增加了 34,000 人。同期，临时工减少了 14,000 人，超过半数的临时工在寻找全职工作。

从 2016 年第二季度到 2017 年第二季度，男性失业率从 5.8% 下降到 4.8%。女性失业率从 3.6% 上升到 4%。

从 2014 年到 2015 年，石油领域的就业人数减少了 10,858 人，其中，非居民雇员占 27%；从 2015 年到 2016 进一步减少 9,768 人，其中，非居民雇员占 35%。

2017 年第二季度移民失业率为 6.1%，较 2016 第二季下降 0.9%。其余人口失业率为 1.9%，下降 0.2%。

2017 年第二季度较第一季度增加职位空缺 3,800 个，增长率为 7%，其中大部分的增长发生在护理和社会服务行业，在私营部门也有所增加，其它行业变化不大。在经历了几年的衰退之后，自去年底就业率一直处于上升趋势，现在的职位空缺率已经恢复到了 2014 年的水平。

3. 全球养老基金继续增长，基准利率维持历史低点

挪威全球养老基金（也称石油基金），为全球市值最高的主权财富基金。1996 年 5 月，挪威政府首次将资金转入该基金，截至 2017 年 6 月 30 日，基金共收到了 3.36 万亿克朗的注资，累计回报达 3.62 万亿克朗。该基金自 1998 年 1 月 1 日至 2017 年第二季度末，年回报率为 5.9%。在扣除管理成本和通货膨胀因素后，年回报率为 4%。

2017 年第二季度末，石油基金市值为 8.02 万亿挪威克朗，资产规模比 2016 年同期增加 1530 亿克朗。基金在股票、固定收益及房地产的资产配置比例分别为 65.1%、32.4% 和 2.5%，股票投资比例进一步上升。今年二季度，基金总回报率为 2.6%，金额为 2020 亿克朗。其中，股票投资回报率为 3.4%，固定收益投资回报率为 1.1%。房地产投资回报率为 2.1%。

为缓解油价下跌带来的经济下行压力，挪威央行自 2015 年 6 月连续降息，6 月将基准利率^[4]由 1.25% 降至 1%，9 月又降至 0.75%，2016 年 3 月进一步降至 0.50%，这一利率水平创下了挪威基准利率的新低点。从 1991 年到 2016 年，挪威的平均利率为 4.39%（1992 年 9 月为最高点 11%，2016 年 3 月为最低点 0.50%）。挪威央行于 2017 年 6 月 22 日发布的公告表示，挪威中央银行执行董事会决定将利率仍然维持在 0.50%。挪威今年上半年经济产能利用率似乎比预想的要高，通货膨胀率也低于预期，并可能在未来几个月持续下降，但经济活动的增加和失业率的下降意味着通货膨胀将会有所

回升。

表 4：2017 年上半年挪威消费者价格指数（CPI）

2017	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
CPI（2015=100）	104.3	104.7	105.0	105.2	105.4	105.8
与 2016 同期比变化率(%)	2.8	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9

数据来源：挪威统计局

挪威消费者价格指数总体持续上升，但较去年同期变化率有所下降。消费者价格指数中服装鞋帽类、食品饮料类、家具装饰类下降；其他类指数均有所上升，其中教育、旅店餐饮、文化娱乐、水电油气燃料、交通等上涨幅度较大。

4. 货物出口增长 18.2%，贸易顺差大幅增加

据挪威统计局初步数据[5]，2017 年上半年，挪货物出口 4212.64 亿克朗，比去年同期上升 18.2%；大陆经济出口[6]2066.62 亿克朗，同比上升 6.5%。进口 3282.75 亿克朗，同比上升 10.9%；贸易顺差 929.89 亿克朗，同比上升 54.1%。

挪威海产局数据显示，2017 年上半年挪出口海产品 130 万吨，同比增长 4%；出口额为 463 亿克朗，同比增长 9%。其中三文鱼出口量为 45 万吨，与去年相同；但由于单位价格上涨，出口额为 315 亿克朗，同比增长 13%。

2017 年上半年，占挪出口结构“半壁江山”的油气出口一直高于去年同期，同比增加 24.6%。

表 5：挪威原油、天然气及天然气冷凝物出口数据

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	合计
2016 年(亿克朗)	294	280	288	280	275	240	1657
2017 年(亿克朗)	392	359	371	341	316	285	2064
同比变化率(%)	33.3	28.2	28.8	21.8	14.9	18.6	24.6

数据来源：挪威统计局

2017 年 6 月份，货物进口总额为 670 亿克朗，比上年增长 24.6%，主要归因于是石油平台和飞机建造进口；货物出口 663 亿克朗，上升了 9.9%，主要是油气和大陆出口的

增长。贸易赤字约为 7.5 亿克朗。这是自 1998 年 12 月以来近二十年首次出现贸易赤字。

5. 中挪双边贸易同比下降

据挪威国家统计局发布，2017 年上半年，中挪双边贸易总额为 388.3 亿挪威克朗（约合 47 亿美元），同比下降 4.9%。其中，挪对中国出口 87.94 亿克朗（约合 10.65 亿美元），同比下降 10.7%，主要出口产品为化工产品、机械和运输设备、食品和鲜活动物；挪威从中国进口 300.36 亿克朗（约合 36.36 亿美元），同比下降 3.1%，主要为机械和运输设备、由材料分类的制成品及杂项等；挪威对中国贸易逆差 212.42 亿克朗（约合 25.72 亿美元）。

据中方统计，2017 年上半年，中国对挪贸易总额 28.4 亿美元，同比下降 4.0%。其中，中国对挪出口 13.0 亿美元，同比增长 4.2%；进口 15.4 亿美元，同比下降 10.0%；中挪贸易逆差 2.4 亿美元。

十、 市场情况分析

从 60 年代至今，是世界家具工业向多元化格局发展的阶段。由于物质文明的高度发达，人们对精神价值的追求也日益提高。在家具设计和生产中，高技术风格占着重要位置，主张历史与现代、传统与创新、技术与艺术、自然与人、民族文化与外来文化、手工作业与机械化生产以及各种美学观念等方面共生互补，强调工业设计和计算机技术在家具设计与生产中的应用。其引人注目的特征是：①新材料和新技术的应用；②组合家具（Contract Furniture）的快速发展；③家具零部件标准化的系统设计；④传统家具采用现代技术的工业化生产；⑤人体工程学的研究和应用；⑥家具性能检测与质量控制；⑦家具市场信息的研究与分析；⑧家具与室内环境的功效性研究。

1. 欧洲家居市场

欧洲家居行业主要由一些中小企业组成，现在将近有 90000 家企业，直接雇员近一百万，间接雇员也达 70 万，主要生产办公家具、卧室家具、起居家具、桌椅类家具、厨房家具等各类家居产品。欧洲的家具业在国际市场上很有竞争力，以品质优良、款式典雅获得消费者的青睐。

20 世纪 90 年代初以后，欧洲家具市场进入一个低速发展的时期。欧洲家具联盟统计 2000 年的产值达到了 966 亿欧元。其中，位居前列的是德国 352 亿欧元；英国 125.5 亿欧元；法国 119.2 亿欧元前 50 位的欧洲家具公司的产值占了总产额的 19%。从人均家具支出来看，占据前四位的分别是德国、奥地利、卢森堡和丹麦。

欧洲以外的家具产业正在飞速发展。1995 年欧洲家具出口市场占非欧洲国家的 6%，到 2000 年，这一比例已达到了 13%，这一数字在家具发展类型中极不平衡。例如，在椅子行业，这一比例接近于 30%，而厨房和办公家具，这一比例非常低。由于生产成本的逐渐增长，欧洲家具正面临生产和销售脱离的局面，制造部门开始向亚洲和东欧转移。目前欧洲正在有数以千计的独立零售商（意大利有 1.8 万家，德国有 3000 家）考虑从中国、印尼、菲律宾整个亚洲进口家具，销售利润相当可观（售商销售价格可以增加 3 倍至 4 倍）。

北欧的瑞典、挪威、丹麦、芬兰 4 国，家具设计周密，工艺精湛，以圆润的有机造型和丰厚的材质，表现出简洁、优雅的现代家具风格，以其简朴和实用的特点闻名全世界，以生产效率高和较强的竞争价格，在世界各地享有较高的信誉，生产和出口逐年上升。

2. 未来发展趋势

随着现代科学技术的突飞猛进，世界性木材供应日趋紧张，加之家具标准化的普遍实施，世界家具向高技术型方向发展已成为现实。目前，国际家具生产呈现出以下几大趋势：

① 生产方式趋于高度机械化、自动化和协作化

家具生产高度机械化和自动化是满足社会需求的客观反映，工业发达国家和地区从 70 年代起就已形成，目前已成气候，如加拿大的出口家具 80% 是在自动线上加工的，德国除按个人要求订货制作的高档家具及一些仿古家具仍沿用手工操作之外，其它均以高度机械化方式组织生产，日本因原料所限，家具生产机械化程度较高，并趋向于专业化分工协作。近几年来，由于计算机技术在家具工业中的广泛应用，在产品设计、生产管理和设备操作等方面出现了“计算机辅助家具设计和家具制造”（FCAD/FCAM）、“计算机数控机床”（CNC）、“计算机集成制造系统”（CTMS）等现代设计与制造技术，

实现了家具生产进一步向专业化和协作化的方向发展，使家具真正成为现代工业化大生产的产品。

②家具用材追求多样化、天然化和实木化

现代家具材料越来越丰富，除了传统的天然木材之外，各种木质人造板材、金属、塑料、玻璃和大理石以及陶瓷等材料亦越来越多地得到了应用，使得家具材料的品种、质地、色彩等更趋于多样化。近年来，世界家具的发展有返朴归真的趋势，结构线条讲究简洁明了、用料色泽追求自然纯真，既有传统自然的风格，又能体现出现代生活的活力。实木家具（Solid Wood Furniture），其纹理、质感、色泽等性能是钢材、塑料等所不能比拟的。因此，家具选材的天然化、实木化和仿真化具有广阔的前景和巨大的潜力。天然实木拼板技术和印刷木纹的装饰纸、浸渍纸、装饰板、塑料薄膜及天然薄木等的帖面技术，加上涂料涂饰技术仍将有很大的发展前途。

③零部件采用标准化、规格化和拆装化

随着国际标准化（SIO）的实施，世界家具以采用新材料、新技术、新工艺、新结构为基础，着眼于产品零部件的标准化、系列化、规格化、通用化和专业化以及大批量生产。根据互换性、模数制、公差与配合的原理，使得组合、多变、拆装的家具已经进入全面系统设计的阶段，其功能与形式的结合更为完美，KD 家具（Knock-Down Furniture）、RTA 家具（Ready-To-Assemble Furniture）、ETA 家具（Easy-To-Assemble Furniture）、“32 mm”系列家具以及“部件=产品”、“部件+五金接口”、“购买+组装”等现代制造技术概念与理论的建立、传播和应用，充分显示了标准化、拆装化家具在设计、生产、贮存、运输、安装和使用等方面的优越性，是实现“全球化经营模式”的发展方向。

④家具设计注重科学化、系统化和合理化

从家具工业发展近况来看，现代家具正朝着材料多样、造型新颖、结构简洁、品种丰富、加工方便、节省材料、易于拆装或折叠，具有实用性、多功能性、舒适性、保健性、装饰性等方向发展。因而，现代家具的设计正趋向于技术上先进、生产上可行、经济上合理、款式上美观、使用上可靠等方面，根据“工业设计”的理论、遵循“实用性、艺术性、工艺性、经济性、商品性、科学性”等设计原则，采用“计算机

辅助家具设计”(FCAD)等先进的设计手段,对家具的造型、结构、材料、工艺、装饰、成本、包装、信息以及生态环境等进行全面、系统、科学和合理的设计。

⑤家具款式着眼自然化、个性化和高档化

如今,随着人类生活方式的改变和生活水平的提高,人们的消费观念发生了巨大变化。面对地球日益恶化的环境,人们一改过去传统的消费习惯,追求返朴归真和回归自然的情趣已成为人类消费的时尚。家具作为一种多元化的商品,它既是生活、学习、工作、休闲的用品,又是文化艺术的精品。随着现代文明的进步,家具的精神功能显得更为重要,人们不仅可以从家具的使用过程中觉得功能的实用,而且还能从家具的表现手段上看到艺术的文雅。因而,当今世界家具款式的新趋势是崇尚自然、体现个性。在家具造型、装饰设计中,以大自然为主线,把自然美与人工美、形象美与动态美、现代美与传统美有机结合,力求使造型、装饰、功能、选材、工艺等紧密统一,充分展示“简明、朴素、自然、精湛、舒适”的生态风格和环境效能。

⑥家具市场出现国际化、贸易化和信息化

家具作为国际贸易和消费市场上常盛不衰的大宗商品之一,随着世界经济的复苏和工业繁荣以及建筑业与旅游业的发展,今后将更加重要。当今世界,人类已从贮币购物进入持卡购物的消费新时代,这就使得家具这种商品必须能产生让人一见钟情,而且能满足看中即可买到的现代消费心理的需求。因此,家具的发展趋势是“产、供、销”一条龙。体现“即需即供”的现代消费特点。这就要求家具的设计、生产和销售者必须遵循市场规律,研究分析市场信息,使所设计、生产和销售的家具有成为市场畅销的现代工业产品。

十一、 估值方法

□ 估值方法概述

参考资产评估的三种方法,即资产基础法、收益法、市场法。

1. 资产基础法,也称成本法,是指以被估值企业估值基准日的资产负债表为基础,合理估值企业表内及表外各项资产、负债价值,以确定估值对象价值的估值方法。
2. 收益法是指将预期收益资本化或者折现,以确定估值对象价值的估值方法。

3. 市场法是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，以确定估值对象价值的估值方法。

□ 估值方法的选择

根据估值目的、估值对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，以及三种估值基本方法的适用条件分析：本次估值目的为股权收购，价值类型为市场价值，一般来说被估值企业适用收益法及市场法估值。由于在收购行为实际完成之前，目标公司受到商业机密限制无法提供详细的财务资料及盈利预测，且本次收购的目标公司为在奥斯陆证券交易所上市的公司，公告文件中公布盈利预测数据可能会引起投资者误读并造成目标公司的股价异动，增加本次收购的不确定性，因此本次收购行为并未进行盈利预测。基于上述原因，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

标的公司所属行业类似上市公司较多，可比公司股价及经营和财务数据相关信息公开，具备资料的收集条件，故采用市场法估值。

十二、 市场法的估值分析

1. 市场法定义

企业价值估值中的市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。市场法中常用的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

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，计算恰当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算恰当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

2. 计算公式及估值步骤

股东全部权益价值=委估企业相关指标×参考企业相应的价值比率×修正系数

（1）选择可比企业

选择与被估值企业属于同一行业，从事相同或相似的业务、交易类型一致、时间跨度接近、受相同经济因素影响的交易实例。同时关注可比企业业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素，恰当选择与被估值单位进行比较分析的可比企业。

（2）分析调整财务报表

从公开渠道获得的所选择的可比企业的经营业务和财务各项信息，与被估值企业的情况进行比较、分析，并做必要的调整。

（3）选择、调整、计算价值比率

在选择、计算、应用价值比率时，应当考虑：

选择的价值比率有利于合理确定估值对象的价值；

计算价值比率的数据口径及计算方式一致；

应用价值比率时尽可能对可比企业和被估值单位间的差异进行合理调整。

价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。如市盈率(P/E比率)、市净率(P/B比率)、市销率(P/S比率)等权益比率，或企业价值比率(EV/EBITDA)等。通过比较分析各价值比率与市场价值的相关性，选择恰当的价值比率。

（4）运用价值比率

在调整并计算可比企业的价值比率后，与估值对象相应的财务数据或指标相乘，从而得到委估对象的市场价值。

（5）在切实可行的情况下，应当考虑估值对象与交易案例在控制权和流动性方面的差异及其对估值对象价值的影响。

3. 方法选择

本次市场法估值选用上市公司比较法，理由如下：

（1）目前欧洲证券市场上市公司中已有一定的类似企业，且信息披露较充分，故适宜采用上市公司比较法估值。

（2）境外交易案例相关数据较难取得，同时相关信息披露不如上市公司充分，且根据交易背景判断，交易对价中可能包含投资价值的因素，其价值属性与本次估值的价值类型（市场价值）有差异，故不适宜采用交易案例比较法估值。

4. 估值思路

（1）选取主营业务与被估值企业相近的上市公司，并通过进一步筛选，从中剔除与被估值企业可比性相对较弱的公司，得到最终选取的可比上市公司。

（2）根据计算各可比上市公司的多种价值比率，并从中选取最适合本次估值实际情况的价值比率。

（3）将可比上市公司价值比率的平均值乘以被估值企业的相应分析参数，并考虑流动性和控制权对企业价值的影响，得到被估值企业股东全部权益的估值。

5. 估值过程

（1）可比上市公司的选择

EKORNES ASA 是在挪威奥斯陆证券交易所的上市公司，标的公司拥有四个产品品牌，分别是 Stressless, Svane, IMG 和 Ekornes Contract。其中 Stressless, Svane 和 Ekornes Contract 是欧洲著名的家具品牌，IMG 在澳大利亚和美国具有一定知名度。其实际运营主体主要来源于欧美，因此我们在做指标分析时主要选择欧美的资本市场的可比上市公司进行比较。

通过分析初步筛选与目标公司业务相似的可比上市公司，对可比公司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、收入构成、盈利能力、成长能力等。通过对这些可比公司的业务情况和财务情况的分析比较，以选取具有可比性的可比公司。本次选取的可比上市公司与标的企业同属于家居行业，具体如下：

序号	公司名称	股票代码
1	La-Z-Boy Incorporated	LAZ. F
2	Herman Miller Inc.	MHR. F
3	Haverty Furniture Companies, Inc.	25F. F
4	Ethan Allen Interiors Inc.	ETH. F
5	HNI Corporation	H09. F
6	Kimball International, Inc.	KB1B. F

可比上市公司简介如下：

1) La-Z-Boy Incorporated

La-Z-Boy Incorporated 成立于 1927 年，是一家美国本土家具制造商，总部位于密歇根州门罗市，员工超过 11,000 人，主要从事室内装饰品家具产品的制造、销售、进口、出口等业务，产品包括软垫躺椅、升降椅及软沙发等家庭家具。该公司在美国、加拿大等地区的家具产品市场享有一定知名度。

La-Z-Boy Incorporated 在世界范围内拥有超过 200 个不同风格的设计专利，并在美国和加拿大拥有上千个销售站点。该公司在英国、澳大利亚、德国、印度尼西亚、意大利、日本、墨西哥、新西兰、土耳其和南非等其他国家均拥有生产和销售网络。该公司旗下拥有多种品牌，包括“La-Z-Boy Residential”、“La-Z-Boy Hospitality”、“American Drew”、“Kincaid Furniture”等品牌。该公司分为三个运营实体，分别为 Upholstery 室内装饰部门、Casegoods 箱装产品部门以及零售部门，其中 Upholstery 室内装饰部门负责生产和销售软垫家具至家具零售商和经销商，产品包括躺椅、沙发、椅子、组合式家具、垫脚软凳和沙发床等；这部分产品直接销售给 La-Z-Boy 家具店、经销商和其他独立零售商。Casegoods 制造部门负责销售和进口木制家具为主，其中包含桌子、椅子、梳妆台、卧室套件、餐厅套件等产品。零售部门旗下拥有 347 家相关家具店铺和 557 家工作室等，部门主要负责将 Upholstery 室内装饰部生产的软体家具通过自有的销售网络销售至独立零售商及终端客户。

2) Herman Miller Inc.

Herman Miller, Inc. 成立于 1905 年，是一家美国本土办公室家具制造商，总部

位于密歇根州泽兰市。该公司拥有百年的历史，不仅非常注重设计理念，同时也注重环境保护以及员工福利。该公司初期专注于生产高品质卧室家具和复古风格家具，公司知名度的提升得益于 1968 年推出的办公室隔间的设计理念。该公司旗下主要产品包括“Equa 椅子”、“Aeron 椅子”、“Noguchi 桌子”、“Marshmallow 沙发”等明星产品。

该公司经过百余年发展，已成为现代室内陈设设计的知名创新公司，旗下拥有百位知名设计师，在美国、中国、意大利和英国拥有制造工厂，产品也覆盖了多条办公及家庭家具系列，适用于办公室、会议室、酒店大堂，以及公共场所等场景。该公司主要通过内部自有经销商网络、独立的经销商、零售商、独立的合同办公家具经销商以及通过电子商务网站等销售渠道销售其产品。

3) Haverty Furniture Companies, Inc.

Haverty Furniture Companies, Inc. 是美国住宅家具和配件的专业零售商。该公司提供 Havertys 品牌的家具商品。它还提供定制的室内装饰品，以及 Sealy, Tempur-Pedic, Serta, Stearns&Foster 和 Beautyrest Black 等品牌下的床垫产品。该公司通过零售店以及其网站销售家具。截至 2017 年 2 月 21 日，该公司在南部和中西部地区的 16 个州经营了 124 个展厅。该公司成立于 1885 年，总部在佐治亚州亚特兰大。

4) Ethan Allen Interiors Inc.

Ethan Allen Interiors Inc. 是一家室内设计公司，在北美，欧洲，亚洲和中东地区设有家具制造商和零售商。该公司经营两个部分，批发和零售。其产品包括箱装货物，如床、梳妆台、衣橱、桌椅、餐具柜、娱乐单元、家庭办公家具和木制装饰品；包括装饰物品，如卧铺、躺椅、椅子、沙滩椅、定制枕头、沙发、双人沙发、裁剪面料和皮革的室内装饰品；以及小件家具和其他物品，包括窗帘和遮阳棚、墙壁装饰、花卉、照明、钟表、床垫、床罩、沙发罩、枕头、装饰品、区域地毯、墙壁覆盖物以及家庭和花园家具。该公司通过家居零售网络和独立零售商以及通过 ethanallen.com 网站以 Ethan Allen 品牌销售其产品。截至 2017 年 6 月 30 日，其经营大约 303 个零售设计中心的网络。Ethan Allen Interiors Inc. 成立于 1932 年，总部位于康涅狄格州的丹伯里。

5) HNI Corporation

HNI 公司及其附属公司主要在美国、加拿大、中国、中国香港、印度和中国台湾从事办公家具和壁炉产品的设计、制造和销售。该公司的办公家具部门提供一系列金属和木制商业和家庭办公家具，包括存储产品，书桌，书柜，椅子，桌子，书柜，独立办公室隔板和面板系统，以及其他相关产品，包括 HON、Allsteel、Maxon、Gunlocke、Paoli、HBF、OFM、HON 旗下的 basyx、ERGOTM 和 Lamex，以及私人品牌；该分部通过独立及本地办公室产品经销商、全国办公用品经销商、销售与最终用户的关系、批发商销售其产品，并直接销售给联邦、州和地方政府办公室。壁炉产品部门提供各种燃气、电、木材和燃烧生物质的壁炉，包括嵌入式壁炉、火炉、饰面和配件，主要为使用 Heatilator, Heat & Glo, Majestic, Monessen, Quadra-Fire, Harman Stove, Vermont Castings 和 PelPro 品牌的家庭提供服务；该分部通过经销商和分销商以及通过公司拥有的分销和零售渠道销售其产品。该公司成立于 1944 年，总部位于爱荷华州的马斯卡廷。

6) Kimball International, Inc.

Kimball International, Inc. 在美国和国际上以 Kimball, National 和 Kimball Hospitality 品牌生产和销售家具产品。该公司为联邦，州和地方政府办公室以及其他政府相关实体提供办公桌椅，包括书桌、桌子、座椅、书柜以及存档和存储组合和家具解决方案，为酒店性质和有混合使用需求的客户提供包括床头板，桌子，座椅，梳妆台的家具解决方案。其家具解决方案被用于协同和开放的工作空间区域，如培训室、私人办公室、学习区、教室、大堂/接待区以及餐厅/咖啡厅区域，混合了木材，金属，层压板，油漆，织物，坚实表面和塑料等各种选择。此外，它还为医疗保健市场提供病人休息室和休息室座位。公司通过销售代表向最终用户、办公家具经销商、批发商、经纪人、设计师、采购公司和目录公司销售和零售产品。该公司前身为 The Jasper Corporation，并于 1974 年 7 月更名为 Kimball International, Inc.。Kimball International, Inc. 于 1939 年成立，总部位于印第安纳州的贾斯珀市。

(2) 价值比率的选择

价值比率可以按照分母的性质分为盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比

率；也可以按照分子所对应的权益划分为权益价值比率和企业整体价值比率，常用的价值比率如下表所示：

价值比率类型	权益价值比率	企业整体价值比率
盈利比率	P/E PEG P/FCFE	EV/EBITDA EV/EBIT EV/FCFF
资产比率	P/B Tobin Q 系数	EV/TBVIC（总资产或有形资产账面值） EV/重置成本
收入比率	P/S	EV/S
其他特定比率		EV/制造业年产量 EV/医院的床位数 EV/发电厂的发电量 EV/广播电视网络的用户数 EV/矿山的可采储量

根据《〈资产评估准则——企业价值〉讲解》，不同行业分别适用的价值比率如下表所示：

行业		通常选用的价值比率
金融业	银行	P/B、P/E
	保险	财险：P/B 寿险：P/EV
	证券	经纪：P/E、营业部数量、交易活跃账户数量 自营：P/B
	基金	P/AUM（管理资产规模）
采掘业		EV/Reserve、EV/Resource、EV/Annual Capability
房地产业		P/NAV（净资产价值）、P/FCFE
制造业	钢铁行业	P/B、EV/钢产量
	消费品制造业	P/E、EV/EBITDA
	机械制造业	P/E
	生物制药业	PEG
基础设施业		EV/EBITDA、P/B
贸易业		批发：P/E 零售：EV/S
信息技术业		处于初创阶段：EV/S、P/B 处于成长阶段：P/E、PEG 处于成熟阶段：P/E

目标公司是一家家居生产及销售企业，属于消费品制造业。同一般的生产销售类企业相同，故该类型企业考虑采用 P/E 和 EV/EBITDA 作为比较分析的价值比率。

（3）可比公司价值比率的确定

估值人员通过 Capital IQ 网站的查询，各可比上市公司 P/E 和 EV/EBITDA 的价值比率如下：

股票代码	对比公司 P/E	对比公司 EV/EBITDA
LAZ. F	16.79	8.55
MHR. F	18.99	9.29
25F. F	23.16	6.39
KB1B. F	19.18	8.74
ETH. F	21.69	10.38
H09. F	18.48	9.00
平均值	19.72	8.72

从上述数据看，公司相关价值比率平均值能够较好得反映该行业的水平。和 P/E 指标相比，EV/EBITDA 中没有考虑到税收因素，如果公司之间的税收政策差异较大将会导致 EV/EBITDA 指标失真，故本次综合各因素后采用 P/E 作为计算估值的价值比率。可比公司 P/E 比率的平均值为 19.72。

（4）流动性折扣的确定

由于标的企业与可比上市公司均为欧洲证券市场上市公司，不存在流动性的差异，故本次不予考虑。

（5）控制权溢价的确定

根据本次估值目的，曲美家居拟联合华泰紫金投资有限责任公司通过境外子公司 Qumei Investment AS 向挪威奥斯陆证券交易所上市公司 Ekornes ASA 的全体股东发出购买其持有的已发行的标的公司股份的现金收购要约。本次要约收购为公开自愿现金要约收购，拟收购标的公司至少 55.57%（经充分稀释）的已发行股份，至多为标的公司全部已发行股份。因此，本次交易完成后，委托方将获得目标公司控制权。一般在上市公司控制权转让的过程中，其转让价格往往会高于非控制权转让的价格，超出的部分就是控制权溢价。

估值人员通过 Capital IQ 网站的查询，欧洲主要交易所 2014 年至 2017 年间已完成的控股权要约收购案例情况如下：

公告日	标的公司	标的公司上市交易所	收购方	收购股权比例（%）	要约溢价率（%）		
					前一日交易收盘价	前一周交易收盘价	前一月交易收盘价
2017/3/29	Biotest Aktiengesellschaft	德国证券交易所	Tiancheng International Investment Limited	100.00	2.70	2.98	10.57

2016/8/1	Etablissements Maurel & Prom S.A.	欧洲证券交易 所（巴黎）	PT Pertamina Internasional Eksplorasi dan Produksi	75.47	47.37	48.94	44.33
2016/8/1	Tronic's Microsystems SA	欧洲证券交易 所（巴黎）	EPCOS AG	100.00	78.38	78.38	73.91
2016/5/18	KUKA Aktiengesellschaft	德国证券交易 所	Mecca International (BVI) Limited	81.05	18.56	31.96	23.06
2015/11/23	GFI Informatique SA	欧洲证券交易 所（巴黎）	Mannai Corporation Q. P. S. C. (DSM:MCCS)	51.00	31.58	34.49	36.88
2015/11/6	Ifa Systems Ag	法兰克福证 券交易所	Topcon Europe B. V.	50.10	30.58	31.66	29.91
2015/10/17	Diebold Nixdorf AG	法兰克福证 券交易所	Diebold Nixdorf, Incorporated (NYSE:DBD)	69.15	28.28	29.55	34.43
2015/6/9	Hubwoo	欧洲证券交易 所（巴黎）	Perfect Commerce Holdings, LLC	100.00	35.71	35.71	26.67
2014/12/17	MeVis Medical Solutions AG	德国证券交易 所	VMS Deutschland Holdings GmbH	77.68	0.853	3.00	13.01
2014/2/10	ACCENTRO Real Estate AG	法兰克福证 券交易所	ADLER Real Estate AG (XTRA:ADL)	92.70	82.61	83.88	79.85
平均值					35.66	38.06	37.26

2014 年至 2017 年间已完成的控股权要约收购案例中，要约价格相较于公告日前一日交易收盘价、前一周交易收盘价、前一月交易收盘价的平均溢价率分别为 35.66%、38.06%和 37.26%。

综上所述，本次估值出于谨慎性考虑对控制权溢价取值为 35.66%。

6. 市场法估值结论

将可比上市公司的 P/E 平均值与 EKORNES ASA 基准日前 12 个月净利润的数据相乘，并考虑控制权溢价的影响，得到以 P/E 计算的 EKORNES ASA 股东全部权益的估值。

股东全部权益估值

=基准日前 12 个月净利润×P/E 平均值×（1+控制权溢价）

=20,050.30×19.72×（1+35.66%）

=536,000.00（万挪威克朗，取整）

经市场法估值，EKORNES ASA 于估值基准日 2017 年 12 月 31 日的股东全部权益价值为 536,000.00 万挪威克朗。

十三、 估值结论及分析

□ 市场法估值结论

按照市场法估值，被估值单位在基准日市场状况下股东全部权益价值估值为 536,000.00 万挪威克朗。

考虑到本次项目收购的过程中，可以获得的相关财务数据信息非常有限，因此本次估值通过市场法的可比上市公司指标对交易价格进行了分析，综合上述情况，本估值机构认为，本次交易的收购价格基本合理，能够较为公允的反映目标公司的价值，同时也充分考虑了目标公司的市场价格，不存在损害曲美家居及其股东利益的情况。

经估值，被估值单位股东全部权益价值为 53.6 亿挪威克朗。

大写：伍拾叁亿陆仟万挪威克朗。

本次在上市公司比较法估值中考虑了控制权溢价。由于标的企业与可比上市公司均为欧洲证券市场上市公司，不存在流动性的差异，故本次不予考虑。

十四、 特别说明和瑕疵事项

特别事项可能对估值结论产生影响，估值报告使用者应当予以关注。

□ 本机构不对管理部门决议、营业执照、权证、会计凭证、资产清单及其他中介机构出具的文件等证据资料本身的合法性、完整性、真实性负责。

□ 由于项目的特殊性，经与委托方沟通，我公司未对标的公司履现场清查等程序，我们通过与委托方及委估企业财务负责人的访谈、查阅标的公司提供的资料等工作作为替代程序，特别提请报告使用者关注。

□ 截止估值报告提出日期，根据委托方及相关当事方的说明，没有发现资产占有方存在其他任何重大事项。

□ 本次收购的目标公司在挪威，系国外独立法人实体，与委托方不存在股权控制关系，且委托方目前尚未完成对目标公司的收购，难以获得目标公司按照中国企业会

计准则编制的详细财务资料进行审计，我们只是获取了被估值单位的证照、公开的财务资料，并完成了管理层的访谈及海外工厂走访，并未进场进行清查和验证，其资料的真实性由目标公司负责

□ 估值人员没有发现其他可能影响估值结论，且非估值人员执业水平和能力所能评定估算的重大特殊事项。但是，报告使用者应当不完全依赖本报告，而应对资产的权属状况、价值影响因素及相关内容做出自己的独立判断，并在经济行为中适当考虑。

□ 若存在可能影响资产估值的瑕疵事项、或有事项或其他事项，在委托时和估值现场中未作特殊说明，而估值人员根据专业经验一般不能获悉及无法收集资料的情况下，估值机构及估值人员不承担相关责任。

上述特殊事项如对估值结果产生影响而估值报告未调整的情况下，估值结论将不成立且报告无效，不能直接使用本估值结论。

十五、 估值报告使用范围

□ 本报告只能由估值报告载明的估值报告使用者所使用。估值报告的估值结论仅为本报告所列明的估值目的和用途而服务，以及按规定报送有关政府管理部门审查。

□ 除非事前征得估值机构书面明确同意，对于任何其它用途、或被出示或掌握本报告的任何其他人，估值机构不承认或承担责任。

□ 未征得出具估值报告的估值机构书面同意，估值报告的内容不得被摘抄、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。

十六、 估值报告解释权

本估值报告意思表示解释权为出具报告的估值机构，除国家法律、法规有明确的特殊规定外，其他任何单位和部门均无权做出书面解释。

十七、 估值报告提出日期

本估值报告提出日期为 2018 年 05 月 23 日。

上海东洲资产评估有限公司

曲美家居集团股份有限公司
拟收购 EKORNES ASA 股权项目估值报告

附 件

1. 与估值目的相对应的经济行为文件
2. 委托人营业执照
3. 被估值单位营业执照
4. 估值业务约定书
5. 上海东洲资产评估有限公司营业执照
6. 上海东洲资产评估有限公司从事证券业务资产评估许可证
7. 上海东洲资产评估有限公司资产评估资格证书