

湖北众联资产评估有限公司关于深圳证券交易所
《关于对广东新宏泽包装股份有限公司的重组问询函》（中小板重组
问询函（不需行政许可）（2018）第 22 号资产评估相关问题的回复

深圳证券交易所：

根据贵所出具的《关于对广东新宏泽包装股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（不需行政许可）（2018）第 22 号（以下简称“问询函”）已收悉。湖北众联资产评估有限公司作为广东新宏泽包装股份有限公司本次重大资产购买项目的评估机构，现对贵所问询函中有关资产评估相关问题进行答复如下：

如无特别说明，本回复中的简称或名词的释义均与《广东新宏泽包装股份有限公司重大资产购买报告书（修订稿）》中相同。

问询函第二条：本次交易最终采用收益法评估结果作为联通纪元 55.45%股份价值的评估依据，收益法下联通纪元股东全部权益价值 43671.22 万元，增值 27197.69 万元，增值率 165.09%。请详细说明：

（1）结合标的资产同行业公司情况，说明标的资产预估值的合理性以及按此评估价格作为本次交易的原因；

（2）在收益法评估时，标的公司预计“红双喜（荷派）”硬盒系列小盒、“黄山嘉宾迎客松”硬盒系列小盒、“庐山（银）”系列小盒未来均会保持较高增长率，请分别说明上述预测的合理性；

（3）在收益法评估时，南京中烟“南京”精品小盒 2016 年销量为 11,806.10 万张，2017 年销量为 12,792.35 万张，同比增长 8.35%，2018 年全年预计增长 12.74%，2019 年销量预计增长 8%，2019 年以后年度保持 3%左右的速度增长。但根据《报告书》交易标的主要产品的销量及价格变动部分披露，精品南京 2016 年、2017 年度销量分别为 1,279.24 万套、1,277.78 万套，2017 年销量同比下

降 0.11%，与收益法评估预测中对“南京”精品系列产品销量变动趋势披露不一致，请对相关数据进行核实并说明对“南京”精品系列产品未来销量增长预测的合理性；

(4) 联通纪元股权最近三年内进行了两次资产评估，均采用成本法，评估后进行增资或股权转让。请结合历次评估及股权转让情况说明本次交易估值采用收益法的原因，以及与前两次交易估值存在较大差异的合理性；

(5) 本次标的资产静态市盈率为 22.32 倍，高于行业平均的 15.45 倍市盈率，请说明标的资产市盈率高于行业同期水平的原因及合理性。

回复：

一、结合标的资产同行业公司情况，说明标的资产预估值的合理性以及按此评估价格作为本次交易的原因。

1、标的公司及同行业公司估值情况

(1) 同行业可比上市公司的估值情况

经查阅公开信息，同行业可比上市公司估值情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率 (P/E)	市净率(P/B)
002191	劲嘉股份	17.21	1.77
601515	东风股份	12.97	2.06
000812	陕西金叶	59.50	2.01
603058	永吉股份	50.45	5.25
平均值		35.03	2.78
中位数		33.83	3.51
标的公司		22.32	2.66

注1：数据来源：WIND

注2：市盈率=公司2018年6月30日均价/（2017年12月31日每股收益）

注3：市净率=公司2018年6月30日均价/（2017年12月31日每股净资产）

(2) 同行业可比交易案例的估值情况

选取近三年同行业同类型资产交易价格对比分析，具体如下：

股票名称及代码	被收购资产名称	评估基准日	市盈率 (PE)	市净率 (PB)	评估增值率	是否有业绩承诺
集友股份 (603429)	大风科技	2017年10月31日	11.18	1.68	61.39%	否
劲嘉股份 (002191)	吉星印务	2015年12月31日	19.84	1.68	551.77%	有
东风股份 (601515)	汕头金光实业	2016年3月31日	14.32	3.67	266.74%	有
陕西金叶 (000812)	瑞丰印刷	2016年8月31日	12.19	3.84	284.33%	有
均值			14.38	2.72	291.06%	
剔除无业绩对赌案例均值			15.45	3.06	367.61%	
标的公司		2018年6月30日	22.32	2.66	165.09%	有

说明：市盈率为静态市盈率，计算公式为：

市盈率=评估值/上一会计年度归属于母公司所有者净利润；

市净率=评估值/评估基准日归属于母公司所有者的净资产

(3) 标的资产的估值及定价情况

本次交易中，评估机构分别采用资产基础法及收益法对标的公司全部股东权益的价值进行评估。截至评估基准日2018年6月30日，资产基础法下，联通纪元100%股权的评估值为22,683.37万元，增值6,209.33万元，增值率为37.69%；收益法下的联通纪元全部股东权益的评估值为43,671.72万元，增值27,197.69万元，增值率165.09%。本次交易定价以收益法评估结果为依据，由交易双方协商确定，在扣除2018年7月20日联通纪元向当时在册股东分配3,623.50万元后，联通纪元100%股权的作价最终确定为40,000.00万元。

2、本次交易定价的合理性

标的公司静态市盈率远低于可比上市公司平均市盈率为35.03倍和中位数33.83倍；市净率低于可比上市公司的平均值和中位数。

标的公司市净率低于近三年同行业同类型资产交易平均市净率，静态市盈率高于近三年同行业同类型资产交易平均市盈率，标的资产市盈率高于行业同期水平的的原因及合理性分析详见本回复“五、本次标的资产静态市盈率为22.32倍，高于行业平均的15.45倍市盈率，请说明标的资产市盈率高于行业同期水平的的原因及合理性。”，综上，本次交易定价具有合理性。

3、以收益法评估价格作为本次交易作价的原因

(1) 收益法能够更好地反映标的资产未来价值

企业价值评估方法主要有资产基础法、收益法和市场法。企业价值评估中的资产基础法，是指以被评估企业评估基准日的资产负债表为基础，合理评估企业表内及表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。企业价值评估中的收益法，是指通过将联通纪元预期收益资本化或折现，确定评估对象价值的评估方法。收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。企业价值评估中的市场法，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。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

本次交易分别采用资产基础法与收益法对标的公司全部股东权益价值进行评估。

资产基础法是在持续经营基础上，以重置各项生产要素为假设前提，根据要素资产的具体情况采用适宜的方法分别评定估算企业各项要素资产的价值并累加求和，再扣减相关负债评估价值，得出资产基础法下股东全部权益的评估价值，反映的是企业基于现有资产的重置价值。无法充分反映诸如特许经营许可证、客户资源、人力资源、技术业务能力等无形资产的价值。

联通纪元为烟草生产企业的辅助生产行业，收益法评估价值不仅考虑了各单项资产的价值对股东权益价值的贡献，同时包含客户资源、行业经验、人才团队、上游公司对其产品的认可程度等因素对股东权益价值的影响。因此就本项目而言，收益法结果更能充分反映企业价值。

因此，收益法能够更好地反映联通纪元的整体价值。

(2) 上市公司已与交易对方签署业绩补偿协议

为防止因标的资产在补偿期内未能实现承诺业绩对上市公司产生不利影响，上市公司已与交易对方签署了《业绩补偿协议》，就标的公司实际业绩低于承诺业绩时交易对方需承担的补偿义务作出约定，有利于维护上市公司及其股东权益。

综上，收益法能够更好地体现标的公司的整体交易，故以收益法评估结果作为本次交易的定价依据。

二、在收益法评估时，标的公司预计“红双喜（荷派）”硬盒系列小盒、“黄山嘉宾迎客松”硬盒系列小盒、“庐山（银）”系列小盒未来均会保持较高增长率，请分别说明上述预测的合理性。

1、“黄山嘉宾迎客松”历史销量下滑但预计未来销量保持高速增长合理性

(1) “黄山嘉宾迎客松”系列产品订单情况

安徽中烟与标的公司签署的是框架合同，未明确具体的订单数量和金额，双方依据实际的订单金额来结算，招投标周期为2-3年，最近一次中标和合同签署日期如下：

中标同时书日期	2018年1月12日
合同编号	PR01040607(BG-2)
合同签署日期	2018年5月17日

(2) “黄山嘉宾迎客松”系列产品未来销量增长预测的合理性分析

标的公司就“黄山嘉宾迎客松”系列烟标销售预测是依据该产品历史销售情况、2018年的订单情况、“黄山嘉宾迎客松”香烟终端未来销售情况等因素综合评估的结果，具体如下：

年份	2016年	2017年	2018年*	2019年*	2020年*	2021年*	2022年*	2023年*
销量（万张）	3,816.50	9,974.71	7,700.00	8,250.00	8,580.00	9,020.00	9,350.00	9,680.00
同比增长		161.36	-22.80%	7.14%	4.00%	5.13%	3.66%	3.53%
销售收入（万元）	801.71	2,093.83	1,566.04	1,648.71	1,714.66	1,802.59	1,868.53	1,934.48
同比增长		161.17%	-25.21%	5.28%	4.00%	5.13%	3.66%	3.53%

注：销量是“黄山嘉宾迎客松”系列小盒和条盒销量合计，单位未换算为“套”

“黄山嘉宾迎客松”系列的销量出现爆发性增长，2017年销量同比增长161.17%，属于较为特殊的情形，出于谨慎性考虑2018年预计不能达到2017年的销量，预计增速为-22.80%，2018年预测增速下滑是因为2017年增速过高导致的；依据历史销售增长情况和2018年的实际销量和订单情况，预计2019年销量同比增长7.14%、2020年销量同比增长4.00%、2021年销量同比增长5.13%存在合理。

报告期内，标的公司“黄山嘉宾迎客松”系列小盒单价一直保持在1,794.87元/万张，“黄山嘉宾迎客松”系列条盒单价一直保持在5,128.25元/万张；2018年7月上述价格分别调整为1,698.28元/万张、5,000元/万张。根据历史规律，对于成熟的品牌的烟标价格调节幅度和频率会逐步减少，并在一定阶段后不再变动，故预测期按最新调整的价格测算，不再考虑后续价格变动的的影响。

2018年1-10月，标的公司“黄山嘉宾迎客松”系列烟标销量6,327.77万张(未经审计)，销售收入1,289.04万元（未经审计）；截至2018年11月30日，标的公司预计2018年11月至12月份新增“黄山嘉宾迎客松”系列烟标订单数量1,430.00万张，预计确认销售收入285.78万元，同2018年1-10月份数据汇总后，预计2018年全年“黄山嘉宾迎客松”系列烟标销量7,757.77万张，同比下降22.23%，略高于原2018年预测数57.77万张；预计2018年全年“黄山嘉宾迎客松”系列烟标销售收入1,574.82万元，同比下降24.79%，高于原2018年预测数8.78万元。

综上，“黄山嘉宾迎客松”系列产品未来销量增长预测具有合理性。

2、“庐山（银）”系列产品历史销量下滑但预计未来销量保持高速增长合理性

（1）“庐山（银）”系列产品订单情况

“庐山（银）”系列为江西中烟旗下产品，其招标周期为每3年招标一次；标的公司最近一次该标段中标时间为2017年12月4日。标的公司同江西中烟就该标段的烟标生产所签订的合同为框架合同，未明确具体的采购金额，以实际下达的订单为准。

（2）“庐山（银）”系列产品未来销量增长预测的合理性分析

标的公司就“庐山（银）”系列烟标销售预测是依据该产品历史销售情况、2018年的订单情况、“庐山（银）”系列香烟终端未来销售情况，并依据未来烟草市场销售情况等因素综合评估的结果，具体如下：

单位：万张/万元

年份	2016	2017	2018*	2019*	2020*	2021*	2022*	2023*
销量	23,264.20	18,905.70	12,000.00	13,750.00	14,300.00	14,520.00	14,850.00	14,850.00
同比增长		-18.73%	-36.53%	14.58%	4.00%	1.54%	2.27%	0.00%
销售收入	3,250.85	2,568.57	1,774.36	1,848.29	1,922.23	1,951.80	1,996.16	1,996.16
同比增长		-20.99%	-30.92%	4.17%	4.00%	1.54%	2.27%	0.00%

“庐山（银）”系列烟标销售在报告期内持续下滑，2017年销量同比下降18.73%；预测2018年销量同比下降36.53%；2017年销售收入同比下降20.99%，预测2018年销量同比下降30.96%。“庐山（银）”系列烟标持续下滑的原因是“庐山（银）”作为五类卷烟，其终端销售总体处于下降趋势，同时也是江西中烟在调结构改革中有

计划的主动下调生产计划所致。2017年和2018年销量的变动趋势同销售收入变动趋势不一致主要是因为2017庐山（银）小盒单价1020.82元/万张，同2016年相比略有下滑，2018年开始价格上调至1,068.38元/万张所致。

尽管上述因素叠加导致2018年“庐山（银）”系列预测的销量同2016年的销量相比下滑幅度达到了48.42%，考虑到低价烟还有庞大的消费群体，其需求量呈现刚性的特征；同时中国烟草工业调结构、减库存的工作已接近尾声，2019年补库存的因素导致销量会出现反弹，在以后年度其销量会稳定在一个较低的水平上。基于上述考虑，预测“庐山（银）”系列2019年销量同比增长14.58%，2020年销量同比增长4%，以后年度略有增长。

综上，尽管“庐山（银）”系列产品历史销量持续下滑，考虑到低价烟消费群体的刚性需求以及中国烟草工业调结构、减库存的因素，预测2019年销售出现反弹后，以后年度保持在较低速度增长的预测具有的合理性。

3、“红双喜（荷派）”硬盒系列产品预计未来销量高速增长的依据及合理性

(1) “红双喜（荷派）”系列产品订单情况

“红双喜（荷派）”系列属于上海烟草旗下品牌，标的公司为上海烟草烟标生产涉及“中华”硬盒系列、“红双喜（荷派）”硬盒系列、“红双喜（铂派）”硬盒系列、“红双喜（晶喜）”硬盒系列产品。

上海烟草对其烟标类供应商每两年为周期进行公开招标。标的公司于2017年12月14日中标了上海烟草2018至2019年年度的上述品牌的烟标生产，合同以两年为周期约定了明确的采购金额，具体情况如下：

年度	2018-2019 年度
项目编号	17204417
中标同时书日期	2017年12月14日
合同编号	20183100001
合同签署日期	2017年12月28日
合同约定金额(含税价, 万元)	10,868.12
合同约定金额(不纳税, 万元)	9,288.99

上一招标周期（2016至2017年度）同本次招标周期中标金额对比如下：

项目	金额（人民币，万元）
----	------------

2016至2017年度中标金额（不含税价）	9,068.99
2018至2019年度中标金额（不含税）	9,288.99
同比增长	2.43%

2018年至2019年中标金额同比高于2016年至2017年金额。根据历史经验，上海烟草同标的公司签署的采购合同约定的金额同实际执行中的金额差异较小。

（2）“红双喜（荷派）”系列产品预计未来销量高速增长的依据及合理性

“红双喜（荷派）”系列产品未来销量预测是在标的公司2018年至2019年度对上海烟草烟标销售总额基本确定的前提下，根据其历史销量进行的预测。

标的公司对上海烟草总体销量和销售金额预测情况如下：

年份	2016年	2017年	2018年*	2019年*	2020年*	2021年*	2022年*	2023年*
销量（万张）	19,287.44	17,229.92	18,573.00	19,593.00	20,123.00	21,063.00	21,374.00	21,385.00
同比增长		-10.67%	7.80%	5.49%	2.71%	4.67%	1.48%	0.05%
销售收入（万元）	4,736.42	4,332.57	4,871.90	5,137.91	5,275.39	5,519.73	5,602.55	5,606.92
同比增长		-8.53%	12.45%	5.46%	2.68%	4.63%	1.50%	0.08%

从上表看，2017年标的公司对上海烟草的销量同比下降10.67%，销售金额同比下降8.53%，销售金额同销量变动比例不一致的原因是中华硬盒的销售价格变动所致，2016年中华硬盒销售单价为2,420元/万张，2017年中华硬盒销售单价为2,490.04元/万张，同比上涨69.18元/万张，2018年的情况同2017年。

根据中国烟草网站（www.tobacco.gov.cn）在《2017年全国卷烟市场分析》中披露的数据，2017年，一类卷烟销量1059万箱，同比增加70万箱，同比增长7.11%，高于2017年卷烟总体0.82%的增幅，其中一类卷烟中其中“中华”的销量为134万箱，位居第一，占高端卷烟销售总量的46.2%。卷烟销售因库存和生产周期等原因销售增长传导到烟标企业存在一致的滞后，2018年上半年回升的态势更为明显，标的公司在预测中上调了2018至2019年年度对上海烟草的销量增速，平均增速为6.65%，略高于中标合同金额；预测2020至2021年度销量平均增速4.07%，预测2022至2023年度销量平均增速1.54%。

标的公司对上海烟草“红双喜（荷派）”系列销量和销售金额预测情况如下：

年份	2016年	2017年	2018年*	2019年*	2020年*	2021年*	2022年*	2023年*
销量（万张）	876.03	1,329.36	1,430.00	1,650.00	1,980.00	2,420.00	2,420.00	2,420.00
同比增长		51.75%	7.57%	15.38%	20.00%	22.22%	0.00%	0.00%
销售收入（万元）	227.32	344.35	369.10	425.89	511.07	624.64	624.64	624.64
同比增长		51.49%	7.19%	15.38%	20.00%	22.22%	0.00%	0.00%

2018年至2021年预测“红双喜（荷派）”系列销量增速较高的原因是2017年销量同比增速51.75%的基础上结合终端销售情况的综合判断。同时因“红双喜（荷派）”系列销售额的基数较低（2017年销售额仅为344.35万元），增幅的敏感性较高所致。

综上，“红双喜（荷派）”系列产品未来销量预测是在标的公司在2018至2019年年度对上海烟草烟标销售总额基本确定的前提下，综合其历史销量、2018年的订单情况、终端销售情况及外部销售环境的积极变化进行的预测，具有合理性。

三、在收益法评估时，南京中烟“南京”精品小盒2016年销量为11,806.10万张，2017年销量为12,792.35万张，同比增长8.35%，2018年全年预计增长12.74%，2019年销量预计增长8%，2019年以后年度保持3%左右的速度增长。但根据《报告书》交易标的主要产品的销量及价格变动部分披露，精品南京2016年、2017年度销量分别为1,279.24万套、1,277.78万套，2017年销量同比下降0.11%，与收益法评估预测中对“南京”精品系列产品销量变动趋势披露不一致，请对相关数据进行核实并说明对“南京”精品系列产品未来销量增长预测的合理性。

1、《报告书》交易标的主要产品的销量及价格变动部分与收益法评估预测中对“南京”精品系列产品销量变动趋势披露不一致的核实

经核查联通纪元销售原始数据，2016年度、2017年度精品南京的销售数量如下表所示：

项目	2017年度	2016年度	增长率
南京（精品）条盒（万张）	1,277.78	1,189.60	7.41%
南京（精品）小盒（万张）	12,792.35	11,806.10	8.35%
换算后南京（精品）整套销量（万套）	1,277.78	1,180.61	8.23%

因烟标印刷企业产能以大箱为单位，其中1大箱=250套，1套为10个小盒烟标和1个条盒烟标，为便于对照比较产能产量，《报告书》交易标的主要产品的销量及价格变动部分将各主要烟标产品的原始销售数据换算为整套销量，换算原则为10张小盒烟标和1张条盒烟标合并计为1套烟标。因部分烟标产品小盒、条盒销量并不是10:1，换算过程中会进行微调。

根据销售原始数据，2016年度、2017年度精品南京的换算后整套销量如上表所示。经核查，因换算过程中的公式链接问题，导致《报告书》中2016年换算后的南

京（精品）整套销量出现错误。公司已核查全部烟标产品2016年、2017年、2018年1-6月的换算过程，除2016年南京（精品）销量外，其他烟标产品换算后的销量准确无误，与收益法评估预测中各系列产品销量变动趋势披露一致。

2、“南京”精品系列产品未来销量增长预测的合理性

(1) “南京”精品系列产品订单情况

公司为江苏中烟生产“南京”精品系列烟标，公司系该标段的第一招标人，2018年的销量预测是依据标的公司同江苏中烟签署的年度销售合同确定的，具体情况如下：

合同编号	PRO1038661(BG-1)
合同签署日期	2018年5月5日
合同约定金额(含税)-条盒	12,440,227.43
合同约定金额(含税)-硬盒	34,309,414.62
合计(含税)	46,749,642.05
合计(不含税,按16%税率折算)	40,301,415.56

依据过去历史情况，江苏中烟与标的公司所签署的烟标采购合同中约定的合同金额为可变动的金额，江苏中烟根据该品牌的库存和终端销售情况进行小幅度的变动。

(2) “南京”精品系列产品未来销量增长预测的合理性分析

标的公司就“南京”精品系列烟标销售预测是依据该产品历史销售情况、2018年的订单情况、“南京”精品香烟终端未来销售情况等因素综合评估的结果，具体如下：

年份	2016年	2017年	2018年*	2019年*	2020年*	2021年*	2022年*	2023年*
销量(万张)	12,995.70	14,070.13	15,863.96	17,160.00	17,600.00	18,480.00	18,700.00	19,250.00
同比增长		8.27%	12.75%	8.17%	2.56%	5.00%	1.19%	2.94%
销售收入(万元)	3,700.57	3,574.43	4,030.38	4,359.39	4,471.17	4,694.73	4,750.62	4,890.34
同比增长		-3.41%	12.76%	8.16%	2.56%	5.00%	1.19%	2.94%

注：销量是“南京”精品系列小盒和条盒销量合计，单位未换算为“套”。

“南京”精品系列的销量报告期内持续增长，2018年预计增速达到12.75%；依据历史销售增长情况和2018年的实际销量和订单情况，预计2019年销量同比增长8.17%、2020年销量同比增长2.56%、2021年销量同比增长5%存在合理性。

2017年标的公司“南京”精品系列烟标销量增长但销售收入同比下降的原因是2017年烟标单价下调所致。根据历史规律，对于成熟的品牌的烟标价格调节幅度和频率会逐步减少，并在一定阶段后不再变动，故预测时不再考虑价格变动的影响。

2018年1-10月，标的公司“南京”精品系列烟标销量14,520.80万张(未经审数)，销售收入3,689.50万元（未经审计）；截至2018年11月30日，标的公司新增“南京”精品系列烟标订单数量3602.83万张，预计确认销售收入915.28万元，同2018年1-10月份数据汇总后，预计2018年全年“南京”精品系列烟标销量18,123.63万张，同比增长28.81%，高于原2018年预测数2,259.67万张；预计2018年全年“南京”精品系列烟标销售收入4,604.78万元，同比增长28.83%，高于原2018年预测数574.40万元。

综上，“南京”精品系列产品未来销量增长预测具有合理性。

四、联通纪元股权最近三年内进行了两次资产评估，均采用成本法，评估后进行增资或股权转让。请结合历次评估及股权转让情况说明本次交易估值采用收益法的原因，请量化说明并披露本次交易与前两次交易估值存在较大差异的合理性。

1、联通纪元近三年进行的三次评估的具体情况

联通纪元最近三年发生过三次评估，具体情况如下：

序号	评估基准日	评估目的	评估报告编号	评估方法	净资产账面价值(万元)	评估值(万元)	评估溢价率
1	2015年5月31日	有限公司拟股份制改造评估	北方亚事评报字[2015]第01-305号	成本法	11,264.39	15,797.65	40.24%
2	2016年12月31日	股权转让作价依据	锡友信评报字(2017)第012号	成本法	13,269.19	16,508.54	24.41%
3	2018年6月30日	股权转让作价依据	众联评报字[2018]第1260号	收益法	16,474.03	43,671.72	165.09%

2、本次交易采用收益法估值结果的原因

联通纪元第一次资产评估目的是用于联通纪元股份制改造的需求，不涉及股权转让及变动，其采用资产基础法评估方法具有合理性。

联通纪元第二次资产评估目的是用于在全国中小企业股份转让系统进行股票交

易的作价参考。上述股票交易在联通实业和颖鸿投资两个关联主体之间进行，仅需说明关联交易的价格公允性，资产基础法评估方法完全满足上述需求；同时考虑到交易主体之间未约定业绩对赌条款，故采用资产基础法评估方法具有合理性。

联通纪元第三次资产评估目的是用于基于让渡联通纪元控股权的股权转让交易的作价依据。上述交易在完全独立的主体之间进行。考虑到资产基础法反映的是企业基于现有资产的重置价值，无法充分反映诸如特许经营许可证、客户资源、人力资源、技术业务能力等无形资产的价值；而联通纪元为烟草生产企业的辅助生产行业，收益法评估价值更好的考虑了各单项资产的价值对股东权益价值的贡献，其结果更能充分反映企业价值；同时，交易主体之间就联通纪元未来三年的业绩设定了估值调整条款，联通纪元原实际控制人和现有管理层承担了联通纪元未来三年的业绩责任。基于上述综合因素，本次交易估值采用收益法可以更好的反映企业价值，具有合理性。

3、量化说明并披露本次交易与前两次交易估值存在较大差异的合理性

(1) 评估基准日的公司净资产账面价值存在较大差异

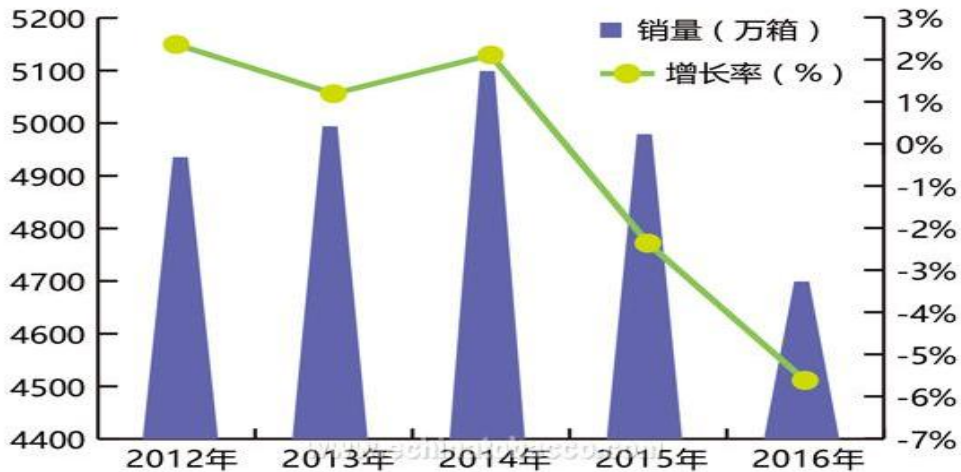
本次评估基准日的公司账面净资产为16,474.03万元，分别高于第一次评估基准日的5,209.64万元和第二次评估基准日的3,204.84万元。

(2) 交易对手承担了标的公司未来三年业绩的义务

依据《股权转让协议》约定，交易对手承诺标的公司2019年至2021年累计完成9,400万净利润，并设置了估值调整条款。交易对价需要依据未来三年的业绩完成情况进行相应的调整，前两次交易估值未考虑上述因素。

(3) 标的公司所处的外部市场环境发生了较大变化

根据中国烟草（www.tobacco.gov.cn）披露的数据，2016年，中国共销售卷烟4699.20万箱（不含雪茄烟），同比减少279.81万箱，下降5.62%。2012至2014年，卷烟销量保持稳定增长并在2014年达到峰值5099.14万箱，从2015年起，销量连续两年下降且减量逐年增大，具体见下图：



2017年全国共销售卷烟4738万箱，同比增加39万箱，同比增长0.82%，其中一类卷烟销量1059万箱，同比增加70万箱，增长率为7.11%。2018年1-6月，烟草行业完成卷烟产量2350.7万箱，同比增长4.52%；商业销量2513.06万箱，同比增长1.54%；商业销售额8267.09亿元，同比增长6.99%。

前两次评估时点中国卷烟产销量持续下滑；本次评估中国卷烟产销量恢复性增长趋势明显，具备收益法评估的基本条件。

(4) 收益法评估方法同资产基础法不同估值方法的差异所致

资产基础法反映的是企业基于现有资产的重置价值，在行业外部环境出现持续下滑的情况下采用资产基础法估值是合适的。

收益法评估考虑了各单项资产的价值对股东权益价值的贡献，在外部市场环境保持稳定且企业现金流可量化的条件下采用收益法是合适的。

在剔除评估基准日账面净资产的差异和估值调整条款的差异，因采取评估方法的不同致本次评估同前两次资产评估的差异金额分别为13,264.43万元和14,558.34万元。

综上，因评估基准日账面净资产的差异、外部环境的变化、估值条款的影响、评估方法自身的差异等因素，本次交易与前两次交易估值存在较大差异，存在合理性。

五、本次标的资产静态市盈率为 22.32 倍，高于行业平均的 15.45 倍市盈率，请说明标的资产市盈率高于行业同期水平的原因及合理性。

1、标的资产静态市盈率高于同行业同类型资产交易案例平均值的原因分析

静态市盈率的计算公式:

市盈率=评估值/上一会计年度归属于母公司所有者净利润

本次对标的公司全部股东权益价值采用收益法评估结果为43,671.72万元，评估结果是合理的，静态市盈率高于近三年同行业同类型资产交易平均市盈率，其主要原因为标的公司2017年度实现的净利润较低。2017年度标的公司实现净利润1,960.18万元，较2016年度实现的净利润3,049.20万元减少1089.02万元。经分析，2017年度净利润下降原因包括：（1）受烟草行业减库存增速放缓的影响，标的公司服务的部分中烟公司调低了烟标产品的采购单价。如江苏中烟公司对南京（精品）小盒、条盒的采购单价降幅较大，降价比例分别为11%、9%，其他中烟公司的部分产品采购单价也有小幅下降，致标的公司2017年毛利率由2016年的36.73%下降为31.92%。（2）标的公司2017年为扩大销售规模，促销力度较大，其业务招待费较大，目前公司正在采取降费促销的营销策略。

随着烟草行业持续复苏回暖，卷烟产量进入增长通道，各中烟公司对烟标的采购单价依据惯例不会出现大幅变动，预测年度标的公司未来收入呈持续增长趋势，毛利率逐渐趋于稳定；标的公司管理层鉴于业务招待费和差旅费增长过快，2018年已制定相关政策，在不影响业务开展的前提下，合理控制业务招待费和差旅费的支出；标的公司因历史原因，职工人数较多，平均年龄偏大，管理层制定了人员控制计划，公司到期退休人员非特殊原因不再返聘，影响净利润增长的不利因素均得到控制，预测年度标的公司净利润将呈增长趋势。

综上，本次标的公司静态市盈率高于近三年同行业同类型资产交易平均市盈率具有合理性。

2、对比近三年同行业资产评估核心指标，分析评估值的合理性

近三年同行业相类似资产交易均按收益法评估值作为资产交易定价依据，但同类资产因评估基准日不同，导致收益法预测期的区间存在一定差异；尽管属于同行业同类型资产，但其产品结构不同，其收入、净利润的成长性不同，具体资产的经营风险不同，导致收益法下评估值产生差异，存在合理性，具体如下：

（1）预测期收入增长预测存在差异

瑞丰印刷（评估基准日2016年8月31日）预测期前三年预计收入增速为23.15%、5.66%、3.26%；大风科技（评估基准日2017年10月31日）预测期前三年预计收入增速为29.21%、19.00%、6.23%；标的公司（评估基准日2018年6月30日）预测期前三年预计收入增速为4.01%、3.80%、3.16%。其他2家未公布评估报告说明，未取得上述数据。

尽管不同企业依据其过去收入增长情况、订单情况等对未来销售收入增速进行了合理预测，但作为同行业企业，面对的下游客户、外部环境是一致的，预测期时间也存在重叠。

评估报告中对标的公司预测期收入增速同同类资产对比，存在合理性。

（2）净利润增长情况

瑞丰印刷(评估基准日2016年8月31日)预测期前三年预计净利润增速为13.88%、5.73%、2.96%；大风科技（评估基准日2017年10月31日）预测期前三年预计净利润增速为153.02%、15.18%、9.13%（未有业绩承诺）；吉星印务业绩承诺期（2016年至2018年）净利润增速为148.01%、15.00%、15.00%；金光实业业绩承诺第一年（承诺期为2016年，只承诺一年业绩）净利润增速为26.76%。

标的公司(评估基准日2018年6月30日)预测期前三年承诺净利润增速为16.70%、8.62%、5.83%。

对比同类型资产净利润增速预测，联通纪元业绩承诺期增速处于合理区间。

（3）折现率差异较大

项目	瑞丰印刷	大风科技	联通纪元
无风险报酬率 Rf	2.81%	4.07%	4.11%
中国市场风险溢价	7.11%	7.10%	6.82%
个别风险 RC	3.50%	2.50%	2.00%
企业所得税率	15.00%	15.00%	25%
剔除财务杠杆调整 β_e	0.9633	0.7081	0.8096
折现率	13.16%	11.44%	11.12%

瑞丰印刷折现率取值较高，主要是个别风险取值3.50%，高于大风科技的2.50%和联通纪元的2.00%。

标的公司曾为新三板挂牌企业，属于公众公司，下游客户数量多且稳定性较高，公司营运效率较高，现金流较为稳健，经营风险较低，个别风险赋值2.00%具有合理

性；大风科技也是新三板挂牌企业，属于公众公司，但其规模较小，客户数量少，客户的行业地位较低，其个别风险高于联通纪元具有合理性。

综上，通过对比分析，标的公司评估报告中收入的预估、净利润的预估具有合理性，主要因折现率中个别风险的差异导致资产定价同其他企业存在差异。

另外，资产定价的差异也体现在对未来业绩承诺的差异上。大风科技无业绩承诺，金光实业仅承诺一年的业绩，瑞丰印刷有三年业绩承诺但系收购方的关联方；吉星印务有三年的业绩承诺期。综合对比，联通纪元同吉星印务情况较为接近，具有可比性。

标的公司资产交易定价为40,000万元，交易静态市盈率（交易定价/上一完整年度净利润）为20.41倍，同吉星印务19.84倍的市盈率较为接近，资产定价具有合理性。

六、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：

1、结合市场可比交易及同行业上市公司的市盈率、市净率等指标分析，标的资产估值具有合理性。以标的资产估值为基础协商确定最终交易价格为交易各方经商谈达成一致的结果。

2、标的公司就“黄山嘉宾迎客松”系列烟标销售预测是依据该产品历史销售情况、2018年的订单情况、“黄山嘉宾迎客松”系列香烟终端未来销售情况等因素综合评估的结果，未来销售增长预测具有合理性；

标的公司就“庐山（银）”系列烟标销售预测是考虑到低价烟消费群体的刚性需求以及中国烟草工业调结构、减库存的因素，综合该产品历史销售情况、2018年的订单情况、“庐山（银）”系列香烟终端未来销售情况等因素综合评估的结果，未来销售增长预测具有合理性；

“红双喜（荷派）”系列销量烟标销售预测是在对上海烟草总体中标金额的前提下，依据该产品历史销售情况、2018年的订单情况、“红双喜（荷派）”系列香烟终端未来销售情况及外部销售环境的积极变化等因素综合评估的结果，未来销售增长预测具有合理性。

3、公司已核查并修改《报告书》交易标的主要产品的销量及价格变动部分与收益法评估预测中对“南京”精品系列产品销量变动趋势披露不一致之处；标的公司

就“南京”精品系列烟标销售预测是依据该产品历史销售情况、2018年的订单情况、“南京”精品香烟终端未来销售情况等因素综合评估的结果，未来销售增长预测具有合理性。

4、本次交易是以联通纪元的盈利能力为基础，控制权转移为目的，按照收益法的评估结果为作价依据，因评估基准日账面净资产的差异、外部市场环境的变化、估值条款的影响、评估方法自身的差异等因素，本次交易与前两次交易估值存在较大差异，具有合理性。

5、标的公司评估报告中收入的预估、净利润的预估具有合理性，主要因折现率中个别风险的差异导致资产定价同其他企业存在差异；资产定价的差异也体现在对未来业绩承诺的差异上，标的公司同吉星印务情况较为接近，具有可比性；标的公司交易静态市盈率（交易定价/上一完整年度净利润）为20.41倍，同吉星印务19.84倍的市盈率较为接近，资产定价具有合理性。

（本页无正文，为《湖北众联资产评估有限公司关于深圳证券交易所<关于对广东新宏泽包装股份有限公司的重组问询函>之核查意见》之签章页）

湖北众联资产评估有限公司

2018年12月4日