

西部证券股份有限公司

关于

深圳证券交易所

《关于对陕西金叶科教集团股份有限公司的重组问询函》

(许可类重组问询函[2016]第 70 号)

之

专项核查意见

独立财务顾问



二〇一六年十一月

西部证券股份有限公司

关于深圳证券交易所《关于对陕西金叶科教集团股份有限公司的 重组问询函》之专项核查意见

深圳证券交易所公司管理部：

陕西金叶科教集团股份有限公司（以下简称“陕西金叶”或“上市公司”、“公司”）于 2016 年 11 月 11 日收到贵部下发的《关于对陕西金叶科教集团股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函【2016】第 70 号）。西部证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”或“西部证券”）作为本次重组的独立财务顾问，现根据问询函所涉问题进行说明和解释，并出具如下核查意见。

本专项核查意见所述的词语或简称与《陕西金叶科教集团股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的涵义。

问题 1

根据你公司于 11 月 5 日披露的《2016 年度六届董事局第四次临时会议决议公告》，与重组交易相关的议案的表决结果都是回避 3 票，同意 4 票，反对 2 票。请你公司说明董事梁培荣、陈晖反对相关议案的理由，结合相关证券法律法规和你公司《章程》说明认定本次重组相关议案获得董事局通过的依据及合规性，并提示本次交易是否能获股东大会批准存在不确定性的重大风险；独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、请你公司说明董事梁培荣、陈晖反对相关议案的理由，结合相关证券法律法规和你公司《章程》说明认定本次重组相关议案获得董事局通过的依据及合规性。

本次交易拟通过发行股份及支付现金购买资产的方式购买重庆金嘉兴和袁伍妹合计持有的瑞丰印刷 100% 股权，拟以支付现金的方式购买万裕控股持有的万浩盛 51% 股权，同时拟向不超过十名特定投资者非公开发行股份募集配套资金。本次交易对方袁伍妹系上市公司实际控制人袁汉源之妹、重庆金嘉兴的实际控制人吴瑞瑜的配偶袁汉辉系上市公司实际控制人袁汉源之弟、万裕控股系上市公司实际控制人袁汉源控制的公司，本次交易构成关联交易。2016 年 11 月 4 日，陕西金叶召开 2016 年度六届董事局第四次临时会议审议本次交易的相关议案，会议应到董事 9 人，8 名董事亲自出席，1 名董事委托其他董事出席并行使表决权，在审议与本次重大资产重组相关的议案时，董事袁汉源、王毓亮、赵天骄均回避表决，其余 6 名董事表决结果为 4 票同意，2 票反对，0 票弃权。董事梁培荣、陈晖认为本次重组事项存在不确定性，公司并购时机不成熟，对该等议案投反对票。

根据《公司法》，陕西金叶《公司章程》第一百二十四条的规定，董事与董事局会议决议事项所涉及的企业有关联关系的，不得对该决议行使表决权，也不得代理其他董事行使表决权。该董事局会议由过半数的无关联关系董事出席即可举行，董事局会议所作决议须经无关联关系董事过半数通过。出席董事局会议的

无关联关系董事人数不足 3 人的，应将该事项提交股东大会审议。

根据陕西金叶《公司章程》第一百一十二条的规定，陕西金叶董事局对重大事项的决策权限，包括：（二）决定公司最近一期经审计的总资产 30% 以下的重大资产购买、出售、置换事项；（三）决定公司与关联人达成的交易总额在 3000.00 万元以下且不超过公司最近一次经审计的净资产绝对值 5% 的关联交易事项。董事局通过上述事项须经全体董事三分之二以上同意，并做出董事局决议。超过董事局上述权限范围外的事项，除须经董事局全体董事三分之二以上决议通过外，需提交股东大会审议决定。根据陕西金叶《公司章程》第二百一十六条的规定，“以上”含本数。

根据上述规定，结合本次交易的具体情况，由于本次交易构成关联交易，需根据《公司法》等相关法律法规和《公司章程》的规定履行关联交易决策程序，关联董事需回避表决，不得对所涉及的该决议行使表决权；而同时本次交易需按照《公司章程》履行董事局审议程序，并须提交股东大会审议决定。

陕西金叶召开 2016 年度六届董事局第四次临时会议审议本次交易相关事项时，董事袁汉源、王毓亮、赵天骄均为关联董事，均已回避表决，非关联董事为 6 人，非关联董事表决情况为 4 票同意，2 票反对，同意票数达到全体非关联董事的三分之二以上。

综上，陕西金叶召开 2016 年度六届董事局第四次临时会议审议本次重组相关议案，关联董事已回避表决，并已获得全体非关联董事的三分之二以上同意，根据《公司法》及陕西金叶《公司章程》的相关规定，该次董事局会议所形成的决议合法、有效。

二、核查意见

经核查，独立财务顾问认为：陕西金叶召开 2016 年度六届董事局第四次临时会议审议本次重组相关议案，关联董事已回避表决，并已获得全体非关联董事的三分之二以上同意，根据《公司法》及陕西金叶《公司章程》的相关规定，该次董事局会议所形成的决议合法、有效。

问题 2

一、根据《重组管理办法》第十二条规定，本次交易方案构成重大资产重组，具体的判断依据及相关指标计算过程如下：

本次交易中上市公司拟发行股份及支付现金的方式购买瑞丰印刷 100% 股权，瑞丰印刷 100% 股权交易价格为 63,600.00 万元；上市公司拟支付现金的方式购买万浩盛 51% 股权，万浩盛 51% 股权交易价格为 7,400.00 万元。根据陕西金叶、瑞丰印刷和万浩盛未经审计的财务数据以及本次交易作价情况，本次交易的相关比例计算如下：

单位：万元

项目	2015 年末 / 年度陕西金叶	瑞丰印刷	万浩盛	标的资产交易金额合计	计算依据	指标占比
资产总额	195,692.54	31,631.77	4,349.13	71,000.00	71,000.00	36.28%
资产净额	87,416.42	18,301.25	4,202.72	71,000.00	71,000.00	81.22%
营业收入	52,827.35	22,565.53	-	-	22,565.53	42.72%

根据《重组管理办法》，标的资产的合计资产总额以截至 2016 年 8 月 31 日的合计账面资产总额和合计交易金额的较高者为准，合计资产净额以截至 2016 年 8 月 31 日的合计账面资产净额和合计交易金额的较高者为准。

本次交易购买的合计资产净额 71,000.00 万元占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额 87,416.42 万元的比例为 81.22%，超过 50%。根据《重组管理办法》第十二条的规定，本次交易构成重大资产重组。

二、根据《重组管理办法》第十三条规定，本次交易方案不构成重组上市，具体判断依据如下：

（一）上市公司实际控制人于 2006 年变更为袁汉源

2005 年 9 月，陕西省人民政府和陕西省国资委分别以《关于对陕西省印刷厂整体改制设立万裕文化产业有限公司的批复》（陕政函[2005]115 号）及《关于设立万裕文化产业有限公司的批复》（陕国资改革函[2005]192 号），同意陕西省印刷厂整体改制，设立万裕文化产业有限公司。陕西省商务厅以《关于陕西省印刷厂股权并购成立万裕文化产业有限公司的批复》（陕商发[2005]421 号）同意香

港万裕（集团）发展有限公司（以下简称“香港万裕”）认购陕西省印刷厂增资，将陕西省印刷厂变更为中外合资企业。

2005年9月17日，香港万裕与陕西省国资委、陕西世纪彩印务有限公司、陕西省印刷厂签署了《关于改制设立中外合资经营企业万裕文化产业有限公司合资经营合同》，决定由前述三方在陕西省印刷厂整体改制基础上共同出资设立万裕文化产业有限公司，承接原陕西省印刷厂主要债权债务关系，并直接持有陕西金叶3,964.31万股法人股，占公司总股本的15.21%。

2006年5月13日，陕西金叶公告了中国证监会无异议的《收购报告书》。陕西金叶的控股股东变更为万裕文化，实际控制人变更为袁汉源。

（二）上市公司前次控制权变更事项至今已经超过60个月

根据证监会于2016年9月9日发布的《关于修改〈上市公司重大资产重组办法〉的决定》（中国证券监督管理委员会令第127号），上市公司自控制权发生变更之日起60个月内，向收购人及其关联人购买资产，导致上市公司发生若干根本变化情形之一的，构成重组上市。

上市公司的实际控制权于2006年发生变更，截至本问询反馈签署之日，上市公司前次控制权变更事项至今已经超过60个月。

（三）本次交易不会导致上市公司实际控制人发生变更

在不考虑配套融资的情况下，本次交易完成后，万裕文化持有上市公司14.89%股权，为上市公司控股股东，袁汉源通过控制万裕文化进而控制上市公司，为上市公司的实际控制人。

在考虑配套融资的情况下，本次交易完成后，万裕文化持有上市公司不少于13.97%股权，为上市公司控股股东，袁汉源通过控制万裕文化进而控制上市公司，为上市公司的实际控制人。

本次交易完成后，上市公司的股权结构如下：

序号	股东名称	本次交易前（2016年8月31日）	本次交易后（不考虑配套融资）	本次交易后（考虑配套融资、假设发行价为发行底价）
----	------	-------------------	----------------	--------------------------

		持股数(股)	比例 (%)	持股数(股)	比例 (%)	持股数(股)	比例 (%)
1	万裕文化	74,324,572	16.61	74,324,572	14.89	74,324,572	13.97
2	袁伍妹	-	-	8,405,874	1.68	8,405,874	1.58
3	重庆金嘉兴	-	-	43,482,237	8.71	43,482,237	8.17
4	万裕控股	-	-	-	-	-	-
小计		74,324,572	16.61	126,212,683	25.28	126,212,683	23.73
5	陕西中烟投资管理有限 公司	15,603,827	3.49	15,603,827	3.13	15,603,827	2.93
6	中国烟草总 公司陕西省 公司	15,411,440	3.44	15,411,440	3.09	15,411,440	2.90
7	配套募集资金 认购方	-	-	-	-	32,715,376	6.15
8	其他股东	342,035,812	76.46	342,035,812	68.51	342,035,812	64.29
合计		447,375,651	100.00	499,263,762	100.00	531,979,138	100.00

综上所述，上市公司自实际控制权于 2006 年变更至今未再发生控制权变更，且本次交易不会导致上市公司实际控制人发生变更。因此，本次交易不构成《重组管理办法》第十三条规定的重组上市。

三、核查意见

经核查，独立财务顾问认为：按照《重组管理办法》第十二条、第十三条的规定，本次交易构成重大资产重组但不构成重组上市。

问题 3

根据重组预案披露显示，西部证券股份有限公司（以下简称“西部证券”）的全资子公司西部优势资本投资有限公司（以下简称“西部优势资本”）为交易对方重庆金嘉兴实业有限公司（以下简称“重庆金嘉兴”）提供借款，重庆金嘉兴以其持有的交易标的昆明瑞丰印刷有限公司（以下简称“瑞丰印刷”）83.80%的股权提供质押。相关主体拟在本次交易经中国证监会并购重组委审核通过之日起 15 个工作日内解除质押。

请你公司说明，重庆金嘉兴在仅投资瑞丰印刷而未开展其他业务的情况下进行高额借款的必要性和偿债能力、是否存在西部优势资本行使质权而取得瑞丰印刷 83.80% 股权的风险，以及本次交易是否符合《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》（以下简称“《重组若干问题的规定》”）第四条第（二）项和《重组管理办法》第十一条第（四）项的规定，如果不符合相关规定，请你公司说明拟采取的解决措施并提示未能及时解除质押将给本次重组带来的审批风险；律师和独立财务顾问核查并发表明确意见。此外，请独立财务顾问对照《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》第十七条列举的情形，逐项说明上述借款事项是否影响西部证券作为本次重组交易财务顾问的独立性；律师核查并发表明确意见。

回复：

一、重庆金嘉兴在仅投资瑞丰印刷而未开展其他业务的情况下进行高额借款的必要性和偿债能力、西部优势资本行使质权而取得瑞丰印刷 83.80% 股权的风险。

1、借款的基本情况

根据西部优势资本与重庆金嘉兴于 2016 年签订的《借款协议》（合同编号：20161011-cqjix-jkxy）、《质押担保合同》（合同编号：20161011-cqjix-zydbht1）及相关借款凭证，西部优势资本向重庆金嘉兴提供借款 1.5 亿元，借款期限为 18 个月，重庆金嘉兴以其持有的瑞丰印刷 83.80% 的股权为上述借款提供质押担保。根据上述协议的约定，如重庆金嘉兴发生借款本息支付违约、发生严重不利于重庆金嘉兴借款本息偿付的事件或违反其他义务等，西部优势资本有权宣布借款本息立即到期或者行使质权，此外如发生重庆金嘉兴宣布解散、破产或依法被撤销、质物价值明显减少足以危害西部优势资本权利且重庆金嘉兴又未能提供其他担保等情形时，西部优势资本也可以行使质权。

重庆金嘉兴本次借款的主要用途是用于偿还重庆金嘉兴的实际控制人吴瑞瑜为取得瑞丰印刷实际控制权，在 2014 年-2015 年间，由深圳轩建发向瑞丰印刷两次增资、受让深圳宝源股权转让过程中产生的外部借款及相关利息。该两次增资及受让股权，深圳轩建发分别动用资金 1,099.00 万元、361.76 万元和 10,625.40

万元，合计本金为 12,086.16 万元。

2、重庆金嘉兴的偿债能力及重庆金嘉兴之实际控制人吴瑞瑜的承诺

重庆金嘉兴成立于 2016 年 8 月 24 日，注册资本为 1,000 万元，重庆金嘉兴主要资产为持有瑞丰印刷 83.80% 的股权，重庆金嘉兴通过本次交易将可取得相应的上市公司股份及现金对价。深圳润汪茂投资有限公司持有重庆金嘉兴 99.90001% 的股权，吴瑞瑜持有深圳润汪茂投资有限公司 100% 股权，为重庆金嘉兴的实际控制人。

根据吴瑞瑜提供的房产证、对外投资企业清单等资料，吴瑞瑜及其配偶在深圳拥有市值较高的房产，同时对外投资了较多的企业，吴瑞瑜具有较强的偿债履约能力。

除重庆金嘉兴外，吴瑞瑜控制和持有股权的其他企业情况如下：

序号	公司名称	持股比例	注册资本
1	深圳润汪茂投资有限公司	持股 100%	1,000 万元
2	深圳市东捷盛实业投资有限公司	持股 99.99%	1,000 万元
3	深圳市轩建发投资发展有限公司	深圳市东捷盛实业投资有限公司持股 100%	1,000 万元
4	轩建发（香港）投资有限公司	持股 100%	1 万港元
5	昆明鸿辉贸易有限公司	持股 51%	100 万元
6	云南天龙摄影器材有限公司	持股 40%	100 万元

吴瑞瑜已出具《承诺函》，承诺将充分支持重庆金嘉兴履行其与西部优势资本之间借款协议及股权质押协议项下相关义务，如重庆金嘉兴无法支付借款利息或者偿还借款或提前偿还借款的，吴瑞瑜将代为履行上述支付或还款义务，其本人具有充足的资产规模履行该承诺，确保不会发生重庆金嘉兴未能履行与西部优势资本之间借款协议项下债务等而导致西部优势资本行使质权的情形。

3、西部优势资本的承诺

西部优势资本已出具《承诺函》，同意重庆金嘉兴将其所持瑞丰印刷 83.80% 的股权转让给陕西金叶，同意在本次交易经中国证监会并购重组委审核通过之日

起 15 个工作日内，无条件解除重庆金嘉兴所持瑞丰印刷 83.80% 股权的质押并配合办理完毕股权质押注销登记相关手续，保证不会对本次重组交易标的资产瑞丰印刷股权交割事宜构成影响。

综上，重庆金嘉兴通过本次交易将可取得上市公司股份及现金对价，同时重庆金嘉兴的实际控制人吴瑞瑜已承诺充分支持重庆金嘉兴履行相关义务，确保不会发生因主债务未能履行等而导致西部优势资本行使质权的情形，因此不存在西部优势资本行使质权的重大风险，且西部优势资本已同意重庆金嘉兴将所持瑞丰印刷 83.80% 股权转让给陕西金叶，并承诺在本次交易经中国证监会并购重组委审核通过之日起 15 个工作日内解除上述股权质押，重庆金嘉兴所持瑞丰印刷 83.80% 的股权转让并过户至陕西金叶不存在重大法律障碍，因此，本次交易符合《重组若干问题的规定》第四条第（二）款的规定和《重组管理办法》第十一条第（四）款的规定。

二、本次交易是否符合《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条第（二）款的规定和《重组管理办法》第十一条第（四）款的规定，如果不符合相关规定，公司拟采取何种解决措施。

《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条第（二）款的规定：上市公司拟购买资产的，在本次交易的首次董事会决议公告前，资产出售方必须已经合法拥有标的资产的完整权利，不存在限制或者禁止转让的情形。《重组管理办法》第十一条第（四）款的规定：重大资产重组所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，相关债权债务处理合法。

交易对方合法拥有标的资产股权，除重庆金嘉兴持有的 83.80% 瑞丰印刷的股权为获得西部优势资本 15,000.00 万元贷款事项而质押外，不存在其他抵押、质押、留置等任何担保权益，也不存在任何可能导致交易标的资产被有关司法机关或行政机关查封、冻结、征用或限制转让的未决或潜在的诉讼、仲裁以及任何其他行政或司法程序。

该质押系西部证券为促进本次交易成功而实施的过桥借款的安全保证措施，具有明确的目的性和可控性。西部证券子公司西部优势资本作为债权人，根据交易的审核进度和需求，具有及时解除该项质押的主动性和解除方案的可调性。截

至本问询反馈签署之日，该部分股权质押有解除的相关计划，即西部优势资本已经出具相关承诺函并同意，在陕西金叶本次交易经中国证监会并购重组委审核通过之日起 15 个工作日内，解除重庆金嘉兴持有的瑞丰印刷 83.80% 股权的质押并配合办理完毕股权质押注销登记相关手续。因此，该质押的存在不妨碍标的资产出售方合法拥有标的资产的完整权利，不妨碍标的资产的转让，交易标的进行过户或转移不存在法律障碍，本次交易符合《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》第四条第（二）款的规定和《重组管理办法》第十一条第（四）款的规定。

三、要求公司就股份未能及时解除质押将给本次重组带来的审批风险作出提示。

公司已经就股份未能及时解除质押将给本次重组带来的审批风险作出提示如下：

该质押系西部证券为促进本次交易成功而实施的过桥借款的安全保证措施，西部证券子公司西部优势资本作为债权人，根据交易的审核进度和需求，具有及时解除该项质押的主动性和解除方案的可调性。尽管本次交易不会因此产生资产无法过户交割的风险，但仍然提请投资者注意标的资产存在股权被质押将给本次重组带来的审批风险。

四、要求独立财务顾问对照《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》第十七条逐项列举的情形，说明上述借款事项是否影响西部证券作为本次重组交易财务顾问的独立性。

《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》第十七条规定，证券公司、证券投资咨询机构或者其他财务顾问机构受聘担任上市公司独立财务顾问的，应当保持独立性，不得与上市公司存在利害关系；存在下列情形之一的，不得担任独立财务顾问：

（1）持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有上市公司股份达到或者超过 5%，或者选派代表担任上市公司董事；

西部证券未持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有陕西金叶的股份，

也未选派代表担任陕西金叶董事。

(2) 上市公司持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有财务顾问的股份达到或者超过 5%，或者选派代表担任财务顾问的董事；

陕西金叶未持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有西部证券的股份，也未选派代表担任西部证券董事。

(3) 最近 2 年财务顾问与上市公司存在资产委托管理关系、相互提供担保，或者最近一年财务顾问为上市公司提供融资服务；

最近 2 年西部证券与陕西金叶不存在任何资产委托管理关系、相互提供担保，以及提供融资服务。

(4) 财务顾问的董事、监事、高级管理人员、财务顾问主办人或者其直系亲属有在上市公司任职等影响公正履行职责的情形；

西部证券的董事、监事、高级管理人员、财务顾问主办人及其直系亲属在上市公司不存在任职等影响公正履行职责的情形。

(5) 在并购重组中为上市公司的交易对方提供财务顾问服务；

西部证券不存在在并购重组中为陕西金叶的交易对方提供财务顾问服务。

(6) 与上市公司存在利害关系、可能影响财务顾问及其财务顾问主办人独立性的其他情形。

西部证券的全资子公司西部优势资本为本次交易对方重庆金嘉兴提供 15,000.00 万元借款，重庆金嘉兴以其持有的交易标的瑞丰印刷 83.80% 的股权提供质押。该借款系西部证券为促进本次交易成功而实施的过桥借款。根据 2016 年第二期保荐代表人相关培训，证监会明确了并购重组监管政策的五大方向，其中，“支持并购重组创新，完善机制安排--完善市场化定价机制，增加定价的弹性，拓宽融资渠道，支持财务顾问提供并购融资，支持并购基金发展，改善并购融资环境。”落实该培训精神，目前并购市场已有多项成功案例。因此，本次交易西部证券通过全资子公司西部优势资本为交易对方提供的融资行为不会导致西部证券与陕西金叶存在利害关系及可能影响西部证券及其财务顾问主办人独

立性的其他情形。综上，通过对照《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》第十七条规定，上述借款事项不影响西部证券作为本次重组交易财务顾问的独立性。

五、核查意见

经核查，独立财务顾问认为：重庆金嘉兴通过本次交易将可取得上市公司股份及现金对价，同时重庆金嘉兴的实际控制人吴瑞瑜已承诺充分支持重庆金嘉兴履行相关义务，确保不会发生因主债务未能履行等而导致西部优势资本行使质权的情形，因此不存在西部优势资本行使质权的重大风险，且西部优势资本已同意重庆金嘉兴将所持瑞丰印刷 83.8%股权转让给陕西金叶，并承诺在本次交易经中国证监会并购重组委审核通过之日起 15 个工作日内解除上述股权质押，重庆金嘉兴所持瑞丰印刷 83.8%的股权转让并过户至陕西金叶不存在重大法律障碍，因此，本次交易符合《重组若干问题的规定》第四条第（二）款的规定和《重组管理办法》第十一条第（四）款的规定。上述借款事项不影响西部证券作为本次重组交易财务顾问的独立性，西部证券担任本次交易独立财务顾问不存在违反《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》规定的情形。

问题 4

根据重组预案披露显示，依据 2012 年 12 月 18 日 Kurz International Holding GmbH（以下简称“库尔兹”）与万裕控股有限公司（以下简称“万裕控股”）签订的股权转让协议，万裕控股所持有的香港万浩盛国际有限公司（以下简称“万浩盛”）51%股份的转让文件及相关股票证书被交付予保管代理代为托管，托管的解除与云南荷乐宾防伪技术有限公司（以下简称“荷乐宾”）同 LEONHARD KURZ Stiftung & Co.KG（以下简称“莱昂哈德库尔兹”）的供货协议的履行情况挂钩。

请你公司说明，荷乐宾履行供货协议的情况、目前库尔兹是否已指示保管代理将相关托管文件归还予万裕控股、如否，后续归还安排、万裕控股对万浩盛 51%股权是否拥有完整权利、是否存在影响其后续拥有完整权利的障碍或风险，以及本次交易是否符合《重组若干问题的规定》第四条第（二）项和《重

组管理办法》第十一条第（四）项的规定；独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、荷乐宾履行供货协议的情况、目前库尔兹是否已指示保管代理将相关托管文件归还予万裕控股、如否，后续归还安排、万裕控股对万浩盛 51%股权是否拥有完整权利、是否存在影响其后续拥有完整权利的障碍或风险。

根据荷乐宾与莱昂哈德库尔兹于 2012 年 11 月 30 日签署的供货协议及万裕控股与库尔兹签署的股权转让协议，荷乐宾向莱昂哈德库尔兹购买箔膜，自 2013 年 1 月 1 日开始起的三年内，最晚在该期限届满后 6 个月内，荷乐宾采购价值为 3000.00 万欧元的箔膜。根据核查荷乐宾与莱昂哈德库尔兹就具体订单采购时签署的订购合同、相关支付凭证及荷乐宾的说明，荷乐宾已经完成向莱昂哈德库尔兹采购总价值 3000.00 万欧元的箔膜，荷乐宾已经支付完毕相应的采购款，荷乐宾与莱昂哈德库尔兹签署的供货协议已经履行完毕。

根据香港赵、司徒、郑律师事务所律师出具的《法律意见书》（档案号码：AKS/31265/2016/CL）及中介机构的核查，2012 年 12 月 18 日，库尔兹将所持万浩盛 51 股转让给万裕控股，托管安排的履行不影响库尔兹与万裕控股之间股份转让的效力，截至本问询函问询反馈签署之日，万裕控股持有万浩盛 51 股股份，且拥有所持股份的完整的权利；《托管协议》已经期满，万裕控股已按约定取回托管文件，股权转让协议中约定的托管安排已经终止不再具有法律效力。万裕控股与库尔兹之间就股权转让及托管安排事宜不存在尚未履行完毕的约定，也不存在任何争议或纠纷，上述托管安排不会对万裕控股正在进行的或将要进行的其他股份转让交易构成障碍或产生影响；目前万裕控股所持万浩盛 51 股股份不存在任何按揭、抵押、质押、留置、货押、信托、抵销权利等权利限制，不存在优先购买权、所有权保留等任何第三方权利或者利益，不存在任何权属纠纷或争议，也不存在禁止或限制转让的任何公司内部管理制度文件、股东协议、合同、承诺或安排。

二、本次交易是否符合《重组若干问题的规定》第四条第（二）项和《重组管理办法》第十一条第（四）项的规定。

根据《重组若干问题的规定》第四条第（二）项规定：上市公司拟购买资产的，在本次交易的首次董事会决议公告前，资产出售方必须已经合法拥有标的资产的完整权利，不存在限制或者禁止转让的情形。根据《重组管理办法》第十一条第（四）项规定：重大资产重组所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，相关债权债务处理合法。截至本问询反馈签署之日，万裕控股持有的万浩盛 51% 股权拥有完整权利，不存在任何权利限制或禁止转让的情形，万裕控股有权将该部分股权转让并过户给陕西金叶，万裕控股能够按照双方的约定按照香港法律履行相关程序后将该部分股份转让给陕西金叶。

三、核查意见

经核查，独立财务顾问认为：荷乐宾与莱昂哈德库尔兹之间的供货协议已经履行完毕。万裕控股已经取得托管文件，托管安排已经终止，上述托管安排不会对万裕控股所持万浩盛股权的完整性产生障碍。目前万裕控股对万浩盛 51% 股权拥有完整权利，不存在权利限制或禁止转让的情形，万裕控股有权将该部分股权转让并过户给陕西金叶，本次交易符合《重组若干问题的规定》第四条第（二）项和《重组管理办法》第十一条第（四）项的规定。

问题 5

根据重组预案披露显示，本次发行股份购买资产设置了调价机制，条件是深证 A 指或申万包装印刷 III 指数在任一交易日前的连续三十个交易日中有至少二十个交易日较 2016 年 8 月 10 日收盘点数跌幅超过 15%。

请你公司：（1）明确说明调价触发条件中所称“连续三十个交易日”是否包括可调价期间首日之前的交易日；（2）明确可调价次数；（3）解释调价条件不包含在该“任一交易日”当日陕西金叶股票收盘价低于停牌前一个交易日的收盘价这一条件的原因及合理性；（4）根据《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》（以下简称“《26 号准则》”）第五十四条第（一）项的规定，结合本次发行的市场参考价的选取方式充分说明设置发行价格调整方案的原因及合理性；独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、明确说明调价触发条件中所称“连续三十个交易日”是否包括可调价期间首日之前的交易日。

本次发行价格调整方案可调价期间为：“公司审议本次交易的股东大会决议公告日至本次交易获得中国证监会核准前。”同时，公司审议本次交易的股东大会决议公告日之前，尚不确定本次交易是否能够得到公司权力机构批准。

调价触发条件中所称“连续三十个交易日”不包括可调价期间首日之前的交易日。

二、明确可调价次数。

陕西金叶董事局可以按照已经设定的调整方案对发行价格进行一次调整，且根据预案：“若陕西金叶董事局审议决定不对发行价格进行调整，陕西金叶后续则不再对发行价格进行调整。”

三、解释调价条件不包含在该“任一交易日”当日陕西金叶股票收盘价低于停牌前一个交易日的收盘价这一条件的原因及合理性。

2015年-2016年以来，深证A指和申万包装印刷III指数剧烈波动，为应对因整体资本市场波动造成公司股价大幅下跌对本次交易可能产生的不利影响，本次交易设置发行价格调整机制。同时，上市公司以及本次发行股份购买的资产均属于包装印刷行业，因此，以深证A指和包装印刷的行业指数作为调价机制的触发条件，具有匹配性。

根据中国证监会2014年7月发布的《关于修订〈上市公司重大资产重组管理办法〉的起草说明》精神，2014年修订的《重组管理办法》旨在进一步调整市场化的发行定价机制，使相关规定既不过于刚性，也不是毫无约束，设置发行股份购买资产的发行价格调整机制的初衷是为了应对市场发生较大波动时给交易带来的不利影响，而通常都是在上市公司股价下跌的情形下会产生交易违约风险。因此，本次交易的调价机制仅以大盘或行业指数下跌作为触发条件具有合理性，不会损害上市公司其他股东的利益。

在调价机制主要用途在于防范整体资本市场下跌的思路指引下，本次重组方案中的调价机制仅以大盘或行业指数下跌作为触发条件，考虑了整体市场下跌引

发的系统性风险而可能给上市公司股价带来的下跌，而不是股票收盘价低于停牌前一个交易日的收盘价这一局部个体因素。因此，根据《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》第五十四条第（一）款“发行价格调整方案应当建立在大盘和同行业因素调整基础上，触发发行价格调整的情形应当明确、具体、可操作，并充分说明理由。”的要求，本次重组方案中的调价机制仅以大盘或行业指数下跌作为触发条件，具有其合理性，不存在损害其他投资者利益的情形，具有其可操作性。符合《重组管理办法》规定的“上市公司的股票价格相比最初确定的发行价格发生重大变化的，董事会可以按照已经设定的调整方案对发行价格进行一次调整”的相关规定。

四、根据《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》（以下简称“《26 号准则》”）第五十四条第（一）项的规定，结合本次发行的市场参考价的选取方式充分说明设置发行价格调整方案的原因及合理性。

2015 年-2016 年以来，深证 A 指和申万包装印刷 III 指数剧烈波动，为应对因整体资本市场波动造成公司股价大幅下跌对本次交易可能产生的不利影响，本次交易设置发行价格调整机制。

按照《重组管理办法》第四十五条规定，上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的 90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一。本次发行股份购买资产的定价基准日前 20 个交易日、60 个交易日和 120 个交易日的公司股票交易均价如下表：

单位：元/股

定价基准日	市场参考价	市场参考价的 90%
定价基准日前 20 交易日均价	10.19	9.17
定价基准日前 60 交易日均价	9.77	8.79
定价基准日前 120 交易日均价	9.53	8.58

鉴于 A 股市场自 2015 年以来出现较大波动，上市公司在定价基准日前 120 日交易日均价与定价基准日前 20 日和 60 日交易日均价存在一定差异，因此经各方友好协商，综合考虑上市公司市价情况及剔除短期波动影响，各方一致认为较

长的 120 交易日能够较好地反映上市公司股票波动情况，因此确定本次发行股份购买资产的市场参考价为定价基准日前 120 个交易日的公司股票均价，发行股份购买资产的发行价格确定为 8.58 元/股，不低于市场参考价的 90%。

由于本次调价机制的触发条件为大盘指数或行业指数在可调价期间内任一交易日前的连续三十个交易日中有至少二十个交易日收盘点数，较陕西金叶因本次交易首次停牌日前一交易日即 2016 年 8 月 10 日收盘点数跌幅超过 15%，因此，本次交易的发行价格调整为调价基准日前 20 个交易日的陕西金叶股票交易均价的 90% 具有合理性，能够合理起到调价效果，不会损害上市公司其他股东的利益。

除上述设置之外，发行价格调整方案还包括调整对象为本次发行股份的发行价格，交易标的价格不因此进行调整；董事局、股东大会审议通过本次价格调整方案；发行股份数量根据调整后的发行价格进行相应的调整等内容，发行价格调整方案明确、具体、可操作，符合《重组管理办法》第四十五条的规定。

五、核查意见

经核查，独立财务顾问认为：陕西金叶发行股份购买资产的发行价格调整方案建立在大盘或同行业因素调整基础上，触发发行价格调整的情形明确、具体、可操作，符合《重组管理办法》等相关法律法规的规定。

问题 6

根据重组预案披露显示，本次交易募集配套资金的发行底价设置了调整机制，请你公司根据《重组管理办法》第二十八条、《非公开发行股票实施细则》第十六条等规定，充分说明设置发行底价调整方案的理由及合理性、是否构成对本次重大资产重组方案的重大调整，以及履行审议程序（特别是未明确需提交股东大会审议）是否符合相关法律法规规定；独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、募集配套资金的发行底价调整机制

在公司审议本次交易的股东大会决议公告日至中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核本次交易前，公司董事局可根据公司股票二级市场价格走势召

开会议对本次募集配套资金发行股票的发行底价进行一次调整，调整后的发行底价为该次董事局会议决议公告日即调整后的定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%。

二、募集配套资金发行底价调整机制的合规性

1、募集配套资金定价方式适用非公开发行股票的现行规定

根据《重组管理办法》第四十四条第一款：上市公司发行股份购买资产的，可以同时募集部分配套资金，其定价方式按照现行相关规定办理；同时，依据《中国证监会上市部关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》（中国证监会上市部 2015 年 9 月 18 日）：募集配套资金部分应当按照《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司证券发行管理暂行办法》、《证券发行上市保荐业务管理办法》等相关规定执行。募集配套资金部分与购买资产部分应当分别定价，视为两次发行。

因此，发行股份购买资产的发行价格调整机制主要适用《重组管理办法》第四十五条第（三）款、第（四）款和《26 号准则》第五十四条第（一）项规定；募集配套资金的发行定价方式按照现行相关规定办理，则募集配套资金的发行底价调整机制适用《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》、《中国证监会上市部关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》（中国证监会上市部 2015 年 9 月 18 日）等相关规定。

2、募集配套资金发行底价的定价基准日

募集配套资金发行底价的调价机制所设定的调价基准日为审议调整发行底价事项的董事会决议公告日，符合《上市公司非公开发行股票实施细则》第七条“定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日，也可以为发行期的首日”的规定。

3、募集配套资金发行底价调整的情形

公司董事局可根据公司股票二级市场价格走势审议对发行底价进行调整，该调价情形符合《上市公司非公开发行股票实施细则》第十六条“非公开发行股票的董事会决议公告后，出现以下情况需要重新召开董事会的，应当由董事会重新

确定本次发行的定价基准日：（一）本次非公开发行股票股东大会决议的有效期限已过；（二）本次发行方案发生变化；（三）其他对本次发行定价具有重大影响的事项”的规定。

4、募集配套资金发行底价调整机制

根据募集配套资金的发行底价调整机制，调整后的发行底价不低于审议该调价之董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，符合《发行管理办法》第三十八条“上市公司非公开发行股票，应当符合下列规定：（一）发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十”的规定。

综上，募集配套资金发行底价调整机制符合《发行管理办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》、《中国证监会上市部关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》（中国证监会上市部 2015 年 9 月 18 日）等相关规定；不存在违反《重组管理办法》第四十五条第（三）款、第（四）款和《26 号准则》第五十四条第（一）项规定的情形。

三、本次募集配套资金的发行底价设置调整机制的理由及合理性

2015 年-2016 年以来，国内资本市场经历了较大幅度的波动，考虑到资本市场环境、行业和上市公司二级市场股价的变化，为降低上市公司股票价格大幅波动对募集配套资金的不利影响，保障本次重组募集配套资金的顺利实施，故设置了募集配套资金之股份发行底价调整机制。

四、募集配套资金发行底价调整不构成对本次重大资产重组方案的重大调整

根据《重组管理办法》中第二十八条规定，以及《中国证监会上市部关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》（中国证监会上市部 2015 年 9 月 18 日）的有关规定，对于重大资产重组的交易对象、交易标的、标的资产交易价格及配套募集资金的调整达到一定标准则构成重大调整。

本次重组募集配套资金调整机制的调整对象为上市公司非公开发行股份的发行底价，不涉及交易对象、交易标的、标的资产交易价格的调整且不涉及新增募集配套资金，因此，经合法审议程序后，根据本募集配套资金发行底价调整方

案对募集配套资金发行底价进行调整不构成《重组管理办法》第二十八条规定所述的重组方案重大调整。

五、履行审议程序是否符合相关法律法规规定。

如前所述，募集配套资金的发行定价方式按照现行相关规定办理，则募集配套资金的发行底价调整机制适用《发行管理办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》、《中国证监会上市部关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》（中国证监会上市部 2015 年 9 月 18 日）等相关规定。

《上市公司非公开发行股票实施细则》第十六条“非公开发行股票的董事会决议公告后，出现以下情况需要重新召开董事会的，应当由董事会重新确定本次发行的定价基准日：（一）本次非公开发行股票股东大会决议的有效期已过；（二）本次发行方案发生变化；（三）其他对本次发行定价具有重大影响的事项”的规定。募集配套资金发行底价调整系其他对本次发行定价具有重大影响的事项，因此，募集配套资金发行底价调整方案要求上市公司董事局审议的审议程序符合相关法律法规规定。

此外，上市公司进一步明确，募集配套资金发行底价调整在董事局召开会议通过，并经股东大会审议通过后方可实施，该股东大会审议程序系《公司章程》以及相关法律、法规之必然规定。

六、核查意见

经核查，独立财务顾问认为：本次交易募集配套资金发行底价调整方案及拟履行的程序符合《重组管理办法》、《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》等相关法律法规的规定；募集配套资金发行底价调整不构成对重组方案的重大调整。

问题 7

根据重组预案披露显示，袁伍妹、重庆金嘉兴、万裕控股承诺瑞丰印刷、万浩盛 2016 年、2017 年、2018 年和 2019 年实现扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润合计数分别不低于 7,198.42 万元、8,685.96 万元、9,182.50 万元和 9,619.72 万元，袁伍妹、重庆金嘉兴、万裕控股就补偿责任承担连带责任，在通

过本次交易取得的股票全部予以补偿完毕之前，万裕控股的股份补偿责任由重庆金嘉兴、袁伍妹连带履行，重庆金嘉兴为第一连带责任人。

请你公司：（1）说明采用两项标的净利润合计数而非单项标的净利润作为业绩考核指标的理由及合规性；（2）说明过往瑞丰印刷和万浩盛之间发生的关联交易的情况（规模、金额、必要性及定价原则，如有），并解释“扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润合计数”指标是否准确地衡量了标的资产的业绩情况，特别是是否扣除了瑞丰印刷和万浩盛之间因内部交易产生的损益；（3）结合对两项标的采用收益法评估时对期间利润的预测情况，说明上述承诺净利润金额的合理性及口径的匹配性；（4）说明约定“重庆金嘉兴为第一连带责任人”的法律效果以及是否违背连带责任的基本法理，说明在补偿主体取得的股票全部补偿完毕之前，若出现相关股票被质押、被司法冻结或执行等履行障碍时，公司向袁伍妹、重庆金嘉兴、万裕控股等三方追究补偿责任时的顺序、程序和对价形式；（5）分析补偿义务主体采用现金或股份方式进行补偿的履约能力，以及出现补偿义务主体股份被质押、被司法执行或冻结、现金不足补偿等履行障碍时，保障措施是否充分；（6）说明在发生股份补偿或者现金补偿时的会计处理方法。

以上问题请独立财务顾问核查并发表明确意见，请律师对（1）、（4）两项问题进行核查并发表明确意见。

回复：

一、说明采用两项标的净利润合计数而非单项标的净利润作为业绩考核指标的理由及合规性。

原因 1、采用两项标的净利润合计数有利于实现业绩补偿应先以股份补偿的原则

《中国证监会上市部关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》（中国证监会上市部 2015 年 9 月 18 日）规定：“业绩补偿应先以股份补偿，不足部分以现金补偿。”本次交易方案中，经各方协商，陕西金叶以支付现金的方式向万裕控股购买万浩盛 51% 股权。因此，万裕控股在本次交易中并不获得陕西金叶股份，若将两项标的拆分，万裕控股与另一标的瑞丰印刷的股东分别单独承

诺业绩并承担可能的补偿义务的话，万裕控股将无法优先以股份方式补偿。因此，采用两项标的净利润合计数有利于交易对方全部实现业绩补偿应先以股份补偿的原则。

原因 2、交易对方之间为一致行动人，具有采用两项标的净利润合计数承诺业绩补偿的条件

《中国证监会上市部关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》（中国证监会上市部 2015 年 9 月 18 日）规定：“自然人与其配偶、兄弟姐妹等近亲属如无相反证据，应当被认定为一致行动人。”因此，交易对方万裕控股、袁伍妹、重庆金嘉兴具有的一致行动人关系使得采用两项标的净利润合计数承诺业绩补偿具有可行性，同时，最大程度保障了上市公司以及中小股东的利益。

原因 3、两项标的同属于包装印刷行业，业务的协同性是采用两项标的净利润合计数承诺业绩补偿的内在属性

标的资产之一瑞丰印刷经营业务为包装装潢印刷品印刷，主要产品为烟标；标的资产之一万浩盛持有的目标公司荷乐宾主要经营防伪产品，且主要用于烟标产品。两个标的公司均属于包装印刷行业，业务具有相似一致性，并且与上市公司的主要业务具有协同性，因此，采用两项标的净利润合计数承诺业绩补偿具有业务上的合理性，存在合理的内在属性。

二、说明过往瑞丰印刷和万浩盛之间发生的关联交易的情况（规模、金额、必要性及定价原则，如有），并解释“扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润合计数”指标是否准确地衡量了标的资产的业绩情况，特别是是否扣除了瑞丰印刷和万浩盛之间因内部交易产生的损益。

瑞丰印刷除了对万浩盛的股权投资之外，不存在与万浩盛之间发生关联交易的情况。瑞丰印刷仅与荷乐宾存在较少的关联交易，具体情况如下：

单位：万元

关联方名称	2016 年 1-8 月		2015 年度		2014 年度	
	金额	占同类交易的比例 (%)	金额	占同类交易的比例 (%)	金额	占同类交易的比例 (%)
荷乐宾	17.12-	0.27	100.94	0.96	86.31	0.77

瑞丰印刷与荷乐宾的关联交易主要是采购荷乐宾生产的防伪标识，关联交易的定价方式也严格依据市场价格，且规模较小。

业绩承诺各方在承诺两项标的资产扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润合计数时，已经考虑了因内部交易等因素而导致的对标的资产业绩的影响。因此，在承诺业绩数据时，已经预先考虑并扣除了非经常性损益以及两项标的的内部损益等调整因素。同时，本次交易完成后，上市公司将聘请具有证券业务资格的会计师事务所出具专项审核意见确定业绩承诺期内各年的业绩实现数，专项审核时也将要求会计师严格扣除影响两项标的资产业绩的调整因素。

因此，“扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润合计数”指标扣除了两项标的之间因内部交易产生的损益，准确地衡量了标的资产的业绩情况，符合相关法规的规定。

三、结合对两项标的采用收益法评估时对期间利润的预测情况，说明上述承诺净利润金额的合理性及口径的匹配性。

本次交易标的的评估期间净利润的预测情况如下表所示：

公司名称	2016年1-8月	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年
瑞丰印刷	1,672.37	4,027.98	6,875.85	7,131.93	7,386.21
万浩盛 50% 荷乐宾股权	855.48	642.59	1,810.12	2,050.57	2,233.52
合计	2,527.85	4,670.57	8,685.97	9,182.50	9,619.73

本次交易完成后，陕西金叶持有瑞丰印刷 100% 股权，直接和间接持有万浩盛 100% 股权，而万浩盛直接持有荷乐宾 50% 股权。根据上表，瑞丰印刷和万浩盛在 2016 年、2017 年、2018 年和 2019 年净利润预测的合计数为 7,198.42 万元、8,685.97 万元、9,182.50 和 9,619.73 万元。

根据交易标的的评估期间净利润的预测情况，交易各方确认并同意，标的资产 2016 年、2017 年、2018 年和 2019 年承诺净利润合计数分别为 7,198.42 万元、8,685.96 万元、9,182.50 万元和 9,619.72 万元。

经对比，交易各方业绩承诺是基于评估预估期间净利润的预测情况并经交易各方确认同意，承诺净利润金额具有合理性，并且口径匹配具有一致性。

四、说明约定“重庆金嘉兴为第一连带责任人”的法律效果以及是否违背连带责任的基本法理，说明在补偿主体取得的股票全部补偿完毕之前，若出现相关股票被质押、被司法冻结或执行等履行障碍时，公司向袁伍妹、重庆金嘉兴、万裕控股等三方追究补偿责任时的顺序、程序和对价形式。

根据陕西金叶与重庆金嘉兴、袁伍妹、万裕控股共同签署的《资产购买协议》，业绩补偿方式及原则为：重庆金嘉兴、袁伍妹、万裕控股共同作为业绩补偿方承担业绩补偿责任，业绩补偿方优先以重庆金嘉兴和袁伍妹在本次交易中认购获得的陕西金叶股份进行补偿，全部股份予以补偿完毕之后，仍有不足的应以现金补偿，重庆金嘉兴、袁伍妹、万裕控股相互之间承担连带责任。由于万裕控股在本次交易中未获得陕西金叶股份，因此，在通过本次交易取得的上市公司股票全部予以补偿完毕之前，万裕控股的股份补偿责任由重庆金嘉兴、袁伍妹连带履行，重庆金嘉兴为第一连带责任人。业绩补偿方在其内部各自应承担的补偿金额按其各自在本次交易中获得的对价金额占本次交易标的资产交易价格总额的比例确定。

重庆金嘉兴、袁伍妹、万裕控股已进一步出具《关于业绩补偿的承诺》，承诺如下：

“（1）若发生业绩补偿责任时，重庆金嘉兴、袁伍妹、万裕控股相互之间承担连带责任，由于万裕控股在本次交易中未获得陕西金叶股份，因此，在通过本次交易取得的上市公司股票全部予以补偿完毕之前，万裕控股的股份补偿责任由重庆金嘉兴、袁伍妹连带履行，上市公司有权向重庆金嘉兴、袁伍妹中的任何一方或者两方主张要求重庆金嘉兴、袁伍妹以其持有的股份承担万裕控股应承担的股份补偿责任，重庆金嘉兴和袁伍妹均有义务以其持有的股份承担万裕控股应承担的股份补偿责任，不论上市公司是否应当或者已经先行向另一方提出了同样或类似的主张。

（2）若出现重庆金嘉兴、袁伍妹所持上市公司股票被质押、被司法冻结或执行等履行障碍时，重庆金嘉兴、袁伍妹仍有义务并尽其最大努力根据协议约定以股份的方式进行补偿，上市公司可向重庆金嘉兴、袁伍妹中的任何一方或者两方主张要求以股份的方式承担补偿责任，同时上市公司亦有权要求重庆金嘉兴、

袁伍妹、万裕控股中的任何一方或者多方以现金方式承担不足部分的补偿责任。”

因此，根据上述约定及交易对方的承诺，就业绩承诺事宜，交易对方相互之间承担连带责任，上述安排有利于保护上市公司及中小股东的利益。

根据《发行股份及支付现金购买资产暨利润补偿协议》的约定及交易对方上述承诺，如业绩补偿方应补偿的股份数量超过其在本次交易中获得的公司股份总数或在补偿股份时其合计所持有的公司股份数不足以补偿，则不足的部分由业绩补偿方以现金方式向公司补偿。因此，当补偿主体取得的股票全部补偿完毕之前，若出现相关股票被质押、被司法冻结或执行等履行障碍时，交易对方仍有义务根据协议的约定以股份的方式进行补偿，上市公司可向重庆金嘉兴、袁伍妹中的任何一方或者两方主张要求以股份的方式承担补偿责任，同时上市公司亦可要求重庆金嘉兴、袁伍妹、万裕控股中的任何一方或者多方以现金方式承担不足部分的补偿责任。

五、分析补偿义务主体采用现金或股份方式进行补偿的履约能力，以及出现补偿义务主体股份被质押、被司法执行或冻结、现金不足补偿等履行障碍时，保障措施是否充分。

本次交易中，交易对方（补偿主体）袁伍妹获得上市公司 8,405,874 股股份、重庆金嘉兴获得 43,482,237 股。上述补偿主体的补偿方式为：“首先以股份补偿，其次以现金补偿”。同时约定，袁伍妹、重庆金嘉兴于本次交易中获得的上市公司股份自本次发行结束之日起 36 个月内且依据《购买资产协议》约定履行完毕减值补偿义务之前不得转让或上市交易。通过对补偿主体所获得上市公司股票的锁定方式，补偿主体具备以股份方式进行补偿的履约能力。

补偿主体袁伍妹、重庆金嘉兴和万裕控股在本次交易中分别获得上市公司支付的现金 3,090.96 万元、15,989.04 和 7,400.00 万元，且袁伍妹、重庆金嘉兴和万裕控股之为一致行动人且共同作为业绩补偿方承担业绩补偿责任。根据补偿主体重庆金嘉兴和万裕控股提供的未来三年投资计划报告及袁伍妹个人资产情况，补偿主体具备以现金方式进行补偿的履约能力。

通过对补偿主体所获得上市公司股票的锁定和资金使用规划的了解。另外，

补偿主体承诺在出现补偿义务主体股份被质押、被司法执行或冻结等履行障碍时，承诺优先解除相关股份的质押。

综上所述，本次交易对交易对方（补偿主体）设计了合理有效的履行履约能力的制度保障，不会出现补偿义务主体股份被质押等履行障碍而保障措施不足的情况。

六、说明在发生股份补偿或者现金补偿时的会计处理方法。

由于陕西金叶与万浩盛受同一实际控制人袁汉源控制，因此陕西金叶合并万浩盛属同一控制下企业合并；而陕西金叶实际控制人与瑞丰印刷实际控制人虽存在关联关系，但由于相关实际控制人之间各自具有独立的经济利益，因此陕西金叶合并瑞丰印刷属非同一控制下企业合并。

对同一控制下企业合并和非同一控制下企业合并，无论补偿的形式是股份回购（股份还包括股份回购注销和收回股份分配给其他股东两种方式）还是现金，都属于企业合并或收购少数股权中的或有对价。或有对价的一般处理原则为：

（1）同一控制下企业合并中的或有对价，直接调整权益。

（2）与非同一控制下企业合并或收购少数股权相关的或有对价，除非该或有对价本身按照《企业会计准则第 37 号——金融工具列报（2014 年修订）》的规定应分类为权益工具，否则以公允价值进行后续计量，公允价值的变动计入当期损益。

据此，上市公司应按以下原则处理：

①与同一控制下合并取得的万浩盛 51% 股权相关的业绩补偿，应在实际收到时贷记资本公积。

②与非同一控制下合并取得瑞丰印刷 100% 股权相关的业绩补偿（包括与万浩盛 49% 少数股权收购相关的业绩补偿），应按《企业会计准则讲解（2010）》P325~326 关于或有对价的相关规定处理，即以公允价值计量且其变动计入当期损益。后续如果采用股份回购方式结算该部分或有对价的，则：

A、在回购股份时：借：库存股，贷：其他流动 / 非流动资产（按补偿资产

的公允价值)

B、如果回购的股份注销的，则：借：股本，借：资本公积，贷：库存股

七、中介机构核查意见

经核查：独立财务顾问认为：

上市公司与交易对方约定以两项标的资产净利润合计数作为业绩考核指标是基于交易对方之间存在的一致行动关系、标的公司业务协同性以及保障上市公司及中小投资者等方面考虑而协商确定的，业绩补偿方案不存在违反《重组管理办法》及中国证监会相关规定的情形；

瑞丰印刷和万浩盛之间不存在关联交易的情况，扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润合计数指标扣除了两项标的之间因内部交易产生的损益，准确地衡量了标的资产的业绩情况，符合相关法规的规定；

交易各方业绩承诺是基于评估预估的预测净利润基础与评估预评的利润预测情况一致，具有合理性，并且口径匹配具有一致性；

根据交易协议及交易对方的承诺，对上市公司的业绩补偿责任，交易对方相互之间承担连带责任，上述安排有利于保护上市公司及中小股东的利益；

交易对方设计了合理有效的履行履约能力的制度保障，不会出现补偿义务主体股份被质押等履行障碍而保障措施不足的情况。

问题 8

根据重组预案披露显示，若标的公司在盈利承诺期内实现的实际净利润数总和高于承诺净利润数总和，则将超出承诺净利润总和 40%的部分作为利润奖励。请你公司说明该超额业绩奖励措施的合理性，包括但不限于一次性而非分期奖励的合理性和相关参数设置的合理性，以及利润奖励的会计处理方法；独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、请你公司说明该超额业绩奖励措施的合理性，包括但不限于一次性而非分期奖励的合理性和相关参数设置的合理性。

(1) 本次交易设置业绩奖励条款的原因

本次交易业绩奖励条款的设置系交易双方商业谈判的结果，主要目的是为了**保证标的公司核心人员的稳定性**。本次交易标的公司主要从事烟标产品的研发、生产和销售。烟标印刷行业属于技术密集型行业，具有较高的技术含量。标的公司在其业务领域积累了一定的人才优势，优秀的技术人才也是其核心竞争力之一。核心人员的稳定性有利于保证标的公司未来的可持续性发展。上市公司从维持标的公司核心人员稳定的实际情况出发，为了充分调动标的公司核心人员的积极性，设置了业绩奖励条款。

(2) 业绩奖励设置的依据、合理性

本次交易中业绩奖励的设置系参照目前市场交易案例后各方商业谈判的结果，系交易各方真实意思的表示。若业绩承诺期内标的公司实际净利润合计数总和高于承诺净利润合计数总和，则陕西金叶同意，将超出承诺净利润合计数总和部分的40%作为利润奖励，业绩奖励总金额不超过本次交易对价的20%。

根据《关于并购重组业绩奖励有关问题与解答》关于超额奖励条款的规定：业绩奖励安排应基于标的资产实际盈利数大于预测数的超额部分，奖励总额不应超过其超额业绩部分的100%，且不超过其交易作价的20%。根据本次交易方案，超额奖励条款内容符合上述相关规定。因此，本次交易的超额奖励条款既调动了标的公司核心人员的积极性，又保护了上市公司利益，业绩奖励的设置依据充分，具备合理性。

设置一次性而非分期奖励的原因在于避免标的公司业绩大幅波动而带来的奖励实施难度，以及稳定管理团队。

二、利润奖励的会计处理方法

根据《企业会计准则第9号——职工薪酬》规定，职工薪酬界定为“企业为获得职工提供的服务而给予各种形式的报酬以及其他相关支出”。因此，凡是企业为获得职工提供的服务给予或付出的各种形式的对价，均构成职工薪酬。

由于业绩奖励确定及支付均发生在业绩承诺期届满后，在承诺期内上市公司是否存在业绩奖励支付义务存在不确定性，未来支付业绩奖励金额不能准确计量，承诺期内各年计提业绩奖励的依据不充分，故上市公司应在业绩承诺期届满后，根据《业绩补偿协议》确认应计提业绩奖励的具体金额，即考核期内实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润之和超过累计业绩承诺金额部分的 40%，会计处理为根据业绩奖励的受益对象，增加上市公司计提业绩奖励期间的相关成本费用和应付职工薪酬，并在支付时减少当期的应付职工薪酬以及现金或银行存款，在实际发放时，可在企业所得税前列支。

根据业绩奖励安排，如触发管理层业绩奖励支付的相关奖励措施条款，在计提业绩奖励款的会计期间内将增加标的公司的相应成本费用，进而将对上市公司合并报表净利润产生一定影响。

但上述业绩奖励金额是在完成既定承诺业绩的基础上对超额收益的分配约定，这将有助于增加标的公司进一步扩大业务规模及提升盈利能力的动力，因此不会对标的公司正常经营造成不利影响，也不会对上市公司未来经营造成重大不利影响。

三、核查意见

经核查，独立财务顾问认为：本次交易的该超额业绩奖励安排符合《关于并购重组业绩奖励有关问题与解答》的相关规定，依据充分并具备合理性；采用的会计处理方法符合《企业会计准则》及其相关规定。

问题 9

请你公司根据《26 号准则》以及《主板信息披露业务备忘录第 6 号—资产评估相关事宜》的相关要求补充披露瑞丰印刷和万浩盛（包括其核心资产荷乐宾股权）的预估过程及相关评估方法、评估参数的选择和依据，并答复如下问题：

(1) 分析交易标的瑞丰印刷、万浩盛核心资产荷乐宾最近两年又一期主要产品类别的销量和单价的波动趋势、公司销售收入、成本、期间费用和毛利率

的波动趋势，并说明本次收益法下对相关指标的预估值是否符合上述波动趋势及其合理性；

(2) 说明瑞丰印刷目前享有的税收优惠政策到期后继续享有该优惠的可持续性，并分析其对本次评估结果的影响；

(3) 根据重组预案披露显示，荷乐宾的各类固定资产，特别是主要设备的成新率普遍较低，请你公司说明目前荷乐宾相关固定资产是否满足其生产和运营需要、未来更换相关固定资产的计划，以及该因素对本次评估结果的影响；

(4) 根据重组预案披露显示，瑞丰印刷原股东深圳市宝源发展实业有限公司（以下简称“深圳宝源”）曾对 2014 年至 2016 年瑞丰印刷基于深圳宝源开发的客户资源和拓展的销售渠道实现的业务收入作出承诺，后因未能兑现而将持有的瑞丰印刷全部股权转让给袁伍妹和深圳市轩建发投资发展有限公司（以下简称“深圳轩建发”），请你公司说明该次股权转让后，瑞丰印刷的客户资源和销售渠道是否受到影响，以及对本次瑞丰印刷评估结果的影响；

(5) 请你公司列表说明瑞丰印刷、万浩盛和荷乐宾最近三年增减资及股权转让的原因、作价依据、作价与账面值的增减情况，以及瑞丰印刷最近三年估值情况与本次重组评估情况存在差异的原因。

以上问题请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、瑞丰印刷和万浩盛（包括其核心资产荷乐宾股权）的预估过程及相关评估方法、评估参数的选择和依据

（一）瑞丰印刷预估过程、评估方法、评估参数选取

1、收益模型的选取

本次评估以企业审计后的报表为基础，采用现金流折现的方法计算企业价值。

首先运用企业折现现金流量模型计算企业整体收益折现值,加上非经营性资产及溢余资产的价值,减去有息负债和非经营性债务,得出被评估企业股东权益价值。

具体计算公式为:

$$P = P' + A' - D' - D$$
$$P' = \sum_{i=0.33}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n}{r} \times \frac{1}{(1+r)^n}$$

式中:

P —被评估企业股东全部权益评估值

P' —企业整体收益折现值

D —被评估企业有息负债

A' —非经营性资产及溢余资产

D' —非经营性负债

R_i —未来第*i*个收益期的预期收益额(企业自由现金流)

i : 收益年期, $i=0.33、1.33、2.33、\dots、n$

r : 折现率

2、预测期及收益期的确定

评估时在对企业收入成本结构、资本结构、资本性支出、投资收益和风险水平等综合分析的基础上,结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素合理确定预测期,假设收益年限为无限期。并将预测期分二个阶段,第一阶段为2016年9月1日至2021年12月31日;第二阶段为2022年1月1日直至永续。其中,假设2022年及以后的预期收益额按照2021年的收益水平保持稳定不变。

3、未来收益的确定

基于评估对象的业务特点和运营模式，评估人员通过预测企业的未来收入、成本、期间费用、所得税等变量确定企业未来的净利润，并根据企业未来的发展计划、资产购置计划和资金管理计划，预测相应的资本性支出、营运资金变动情况后，最终确定企业自由现金流。

本次评估的预测数据由瑞丰印刷提供，评估人员对其提供的预测进行了独立、客观分析。分析工作包括充分理解编制预测的依据及其说明，分析预测的支持证据、预测的基本假设、预测选用的会计政策以及预测数据的计算方法等。

（1）营业收入预测

①主营业务简介

瑞丰印刷主要从事烟标、彩色包装盒、彩色印刷品、中高档商标标识等产品的研究、开发、设计、加工、生产。主要产品可分为烟标业务及非烟标业务。

其中烟标业务产品有：

江苏中烟：南京系列、苏烟（软金砂）、苏烟（软五星）、大丰收（软）等；

云南中烟：云烟（紫）等；

四川中烟：娇子（绿）时代阳光等；

重庆中烟：娇子（硬龙凤喜庆新）等；

贵州中烟：黄果树（长征）、贵烟（硬高遵）；

湖北中烟：黄鹤楼（硬雅香金）、红金龙（硬喜）；

除此外还承接了苏烟（五星红杉树）、贵烟（喜）、黄果树（长征）等品牌的加工业务。

非烟标业务产品有：

云南白药股份有限公司：白药牙膏盒系列；

勐海茶业有限责任公司：大益茶包装系列；

云南红酒业集团有限公司：云南红酒系列标签；

贵州茅台集团有限公司：酒盒系列

历史年度瑞丰印刷的主要产品销售量如下：

单位：万套

产品	2014年	2015年	2016年1-8月
娇子（绿时代阳光）	669.78	356.46	276.44
贵烟（硬高遵）	401.72	750.24	523.00
黄果树（长征）	775.95	546.91	94.00
云烟（紫）硬	1,027.76	1,155.33	1205.62
南京（紫树）	1,764.15	992.69	20.98
苏烟（软金砂）	305.86	794.74	227.51
苏烟（五星红杉树）	445.97	934.41	845.56

注：1箱=250套

历史年度瑞丰印刷销售收入如下：

单位：万元

项目	2014年	2015年	2016年1-8月
主营业务收入	19,721.62	22,384.86	11,541.06
其中：烟标业务	17,297.44	20,185.11	10,118.62
其他（牙膏、茶叶包装）	2,424.18	2,199.75	1,422.44
其他业务收入	125.12	180.68	195.22
合计	19,846.74	22,565.54	11,736.28

②2016年9-12月份销售量预测

A：根据瑞丰印刷与江苏中烟签订的框架协议，在9-12月份可以执行的订单有南京（炫赫门）、苏烟（五星红杉树）、苏烟（软金砂）等。由于新年、春节卷烟销售的旺季，会比通常月份的订单数量偏多。

南京（炫赫门）以后每年的生产计划为70,000-80,000大箱，瑞丰印刷预计9-12月份执行计划80,000大箱，预计9月25,000大箱，10月25,000大箱，11月15,000大箱，12月份15,000大箱（由于瑞丰印刷2016年取得此产品的订单，基准日之前瑞丰印刷为生产此产品进行设备调试）。

2016年苏烟（五星红杉树）生产计划为41,000大箱，截至2016年8月已经执行34,148大箱，保守估计10、11月份均能达到3,400大箱。

2016年苏烟（软金砂）由于2016年1-8月中烟公司的成品烟库存需要消化，销售偏少。另外此品牌只有两家供应商，在9-12月份的销售情况会比较乐观。预计生产计划为11、12月份各2,500大箱。

B: 瑞丰印刷在贵州中烟的销售工作出色，黄果树（长征）9-12月份每月销售2,500大箱，贵烟（硬高遵）预计9-12月共实现销售4,000大箱的计划。

C: 作为云南中烟的A级供应商，可以在云烟（紫）品牌上实现稳定销售，另外作为云南中烟的主力品牌，在1-8月份已经实现超计划销售，9-12月仍可保持稳中有升的态势，预计在9、10月份实现18,500大箱的销售。

③2016年及以后各年销售预测

手工烟以及细支烟是今后卷烟市场的新宠与方向，瑞丰印刷在2015年进行市场布局与开发，已经取得了阶段性的成果。

A: 江苏市场作为瑞丰印刷的主市场，通过多年来的调结构、换品牌等举措，达到一个前所未有的稳定高度。通过几轮的招标，公司凭借着敏锐的市场洞察力以及良好的技术实力，取得了江苏市场几乎所有的生命力品牌的生产权和供货权。

B: 云南市场是瑞丰印刷多年以来期待突破的一个大市场，在2015年瑞丰印刷取得了A级供应商的资质，可在招标过程中占得有利先机。

C: 四川中烟、贵州中烟、重庆中烟及湖北中烟作为瑞丰印刷的传统市场，可以有效地执行框架协议。

根据以上分析瑞丰印刷制定了未来5年的销售规划，并考虑一定的竞争因素，销售单价呈下降趋势，因此，瑞丰印刷未来年度业务收入预测如下：

单位：万元

序号	项目	2016年 9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022 年~∞
	营业收入	12,493.39	28,829.76	31,019.51	32,672.43	33,315.59	33,767.73	33,767.73

一	主营业务收入	12,493.39	28,829.76	31,019.51	32,672.43	33,315.59	33,767.73	33,767.73
(1)	烟标	11,595.96	26,351.13	27,387.03	28,740.81	29,298.49	29,579.70	29,579.70
(2)	其他（牙膏、茶叶包装）	897.44	2,478.63	3,632.48	3,931.62	4,017.09	4,188.03	4,188.03

（2）营业成本预测

瑞丰印刷主营业务历史各类产品的成本及毛利率情况如下所示：

序号	明细项	历史数据		
		2014年	2015年	2016年1-8月
1	烟标系列	9,956.37	11,692.60	6,437.06
2	牙膏盒系列	2,446.00	2,199.04	1,519.72
合计		12,402.37	13,891.64	7,956.78
毛利率		37.11%	37.94%	31.06%

主营业务成本包括直接材料、直接人工、燃料动力、制造费用，制造费具体可以分为车间管理员工资、折旧和摊销、物料消耗、劳保用品等。预测情况如下：

①直接人工和社保的预测，结合评估基准日工资标准和人员配备情况，结合公司整体调薪计划、公司产品产量增长所需的员工增长情况进行预计，对于社会保险预测，按照当地规定的社保缴费比例和计费基数进行预测。

②直接材料的预测，参照各类产品的历史特别是2016年上半年的材料单耗情况，对产品中的直接材料进行预测。

③折旧费的预测，按照固定资产帐面金额和不同类别资产的折旧年限计算折旧费。

④对于制造费用中除人工费折旧费外的其他费用，按照考虑各费用性质、特点及与收入规模的匹配程度等因素，进行分析预测。

综上，瑞丰印刷未来年度营业成本预测情况如下表：

单位：万元

序号	项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~
----	----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--------

		9-12月						∞
	营业成本	6,411.33	17,293.00	18,987.16	20,206.60	20,639.89	20,991.46	20,991.46
一	主营业务成本	6,411.33	17,293.00	18,987.16	20,206.60	20,639.89	20,991.46	20,991.46
(1)	烟标	5,457.79	14,940.31	15,623.30	16,674.26	17,045.88	17,240.71	17,240.71
(2)	其他（牙膏、茶叶包装）	953.54	2,352.69	3,363.86	3,532.33	3,594.01	3,750.75	3,750.75

（3）营业税金及附加的预测

瑞丰印刷的营业税金及附加包括城市维护建设税、教育费附加和地方教育费附加。

以预测年度的营业收入为基础结合评估基准日适用的税率确定未来年度的营业税金及附加。

评估基准日瑞丰印刷执行的税率详见下表：

税种	税率
增值税	17%
城市维护建设税	7%
教育税附加	3%
地方教育费附加	2%

未来年度营业税金及附加见下表：

单位：万元

序号	项目	2016年 9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~∞
1	营业税金及附加	144.50	282.53	307.09	326.72	336.49	344.43	344.43

（4）销售费用的预测

销售费用主要为销售人员的职工薪酬、社会保险、差旅费、运费以及其他费用。评估人员对各类费用分别预测如下：

销售人员职工薪酬包括人员工资和根据人员工资计提的社保等。人员工资是公司营运过程中产生的销售部门人员的工资奖金，评估人员根据历史的人员工资

水平，结合公司的人事发展策略通过预测未来年度的销售业务人员人数和人均月工资确定预测期的人员工资；社会保险根据人员工资计提的各类社保和公积金。评估人员在分析历史年度各项保险费用的计提比例和实际支付情况后，以预测的人员工资为基础，预测未来年度的保险费。

对于其他销售费用，评估人员根据各项费用在历史年度中的支付水平，以企业发展规模和收入增长情况为基础，参考企业历史年度的费用发生额确定合理的增长比率预测未来年度中的相应费用。

因此未来年度销售费用预测情况如下表：

单位：万元

序号	项目	2016年 9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~∞
	销售费用合计	411.76	1,052.47	1,131.06	1,184.14	1,218.61	1,231.66	1,231.66
1	业务费用	119.11	393.06	424.51	445.73	459.11	463.70	463.70
2	工资	18.90	57.20	57.80	58.40	59.00	59.60	59.60
3	社会保险	5.10	12.80	12.90	13.00	13.10	13.20	13.20
4	运费	224.45	444.40	479.96	503.95	519.07	524.26	524.26
5	交通费用	5.69	18.00	18.90	19.28	20.24	21.25	21.25
6	差旅费	37.46	123.60	133.49	140.17	144.37	145.82	145.82
7	广告费	-	-	-	-	-	-	-
8	其他费用	0.95	3.00	3.06	3.12	3.18	3.25	3.25
9	办公性支出	0.10	0.40	0.44	0.48	0.53	0.59	0.59

(5) 管理费用的预测

管理费用中的工资是管理部门人员的职工薪酬，评估人员根据历史的人员工资水平，结合公司的人事发展策略通过预测未来年度的管理人员人数和人均月工资确定预测期的人员工资；社保费和公积金为根据人员工资计提的各类社保和公积金。评估人员在分析历史年度各项保险费用的计提比例和实际支付情况后，以预测的人员工资为基础，预测未来年度的保险费。

对折旧费，遵循了企业执行的一贯会计政策，按照预测年度的实际固定资产规模，采用直线法计提。永续年度按年金确定资本性支出，同时确定当年的折旧费用。

其他管理费用主要是公司运营过程中产生的通讯费、办公费、研发费用、税金等,我们根据其在历史年度中的支付水平,以企业发展规模和收入水平为基础,预测未来年度中的其他管理费用。

管理费用预测见下表:

单位: 万元

序号	项目	2016年 9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~ ∞
	管理费用合计	724.28	2,099.41	2,189.59	2,250.45	2,280.58	2,298.70	2,298.70
1	职员工资	130.50	417.20	425.50	429.80	434.10	438.40	438.40
2	印花税	7.50	17.30	18.61	19.60	19.99	20.26	20.26
3	土地使用税	5.23	15.70	15.70	15.70	15.70	15.70	15.70
4	房产税	30.94	38.81	38.81	38.81	38.81	38.81	38.81
5	折旧费	45.27	143.96	146.34	141.68	138.61	129.45	129.45
6	业务费	-	-	-	-	-	-	-
7	通讯费用	4.96	15.00	15.30	15.61	15.92	16.24	16.24
8	咨询审计费	-	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
9	办公费	59.97	123.26	125.73	126.98	128.25	129.54	129.54
10	无形资产摊销	18.48	55.45	55.45	55.45	55.45	55.45	55.45
11	低值易耗品摊销	1.00	1.95	2.05	2.15	2.26	2.37	2.37
12	交通费用	11.48	26.25	27.56	28.94	30.39	31.91	31.91
13	社会保险	31.70	87.80	88.70	89.60	90.50	91.40	91.40
14	研发费用	241.70	864.89	930.59	980.17	999.47	1,013.03	1,013.03
15	培训费	-	-	-	-	-	-	-
16	职工福利费	90.56	182.93	184.76	186.61	188.47	190.36	190.36
17	广告费	-	-	-	-	-	-	-
18	工会经	19.99	46.13	49.63	52.28	53.30	54.03	54.03

	费							
19	会务费	2.00	5.00	5.25	5.51	5.79	6.08	6.08
20	职工教育经费	3.00	9.91	10.11	10.31	10.51	10.72	10.72
21	租赁费	-	-	-	-	-	-	-
22	其它	20.00	32.88	34.52	36.25	38.06	39.96	39.96

(6) 财务费用

财务费用中主要是银行存款所带来的利息收入、手续费和利息支出等。由于经营现金的货币时间价值已在评估价值中体现，所以不再对利息收入进行预测；手续费与营业收入紧密相关，故评估时以预测年度的营业收入为基础，参考历史年度的手续费支付水平预测未来年度的手续费；利息支出与公司的借款本金和利率密切相关，故估值时以预测年度的借款金额为基础，参考估值基准日同期贷款利率水平预测未来年度的利息支出；

财务费用预测见下：

单位：万元

序号	项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~∞
	财务费用合计	62.72	13.11	14.11	14.86	15.15	15.36	15.36
1	利息收入	-	-	-	-	-	-	-
2	利息支出	57.04	-	-	-	-	-	-
3	汇兑损益	-	-	-	-	-	-	-
4	手续费	5.68	13.11	14.11	14.86	15.15	15.36	15.36
5	其他	-	-	-	-	-	-	-

(7) 营业外收支的预测

营业外收入主要是与日常经营无关的收入；营业外支出主要是固定资产处置成本等。由于营业外收支对被评估企业收益影响较小，且具有很大不确定性，所以本次评估仅对未来年度的固定资产处置损益进行了预测。

(8) 所得税及税后净利润的预测

根据上述一系列的预测，可以得出被评估企业未来各年度的利润总额，在此基础上，按照被评估企业执行的所得税率，对未来各年的所得税和净利润予以估算。瑞丰印刷具有高新技术企业资质，本次评估假设企业享受目前的税收优惠后继续申请高新技术企业资质续期，享受高新技术企业 15% 所得税政策。

综合上述过程最终汇总得到被评估企业未来各年的预测损益表，具体如下表：

单位：万元

项目	2016年 9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~ ∞
营业收入	12,493.39	28,829.76	31,019.51	32,672.43	33,315.59	33,767.73	33,767.73
其中：主营业务收入	12,493.39	28,829.76	31,019.51	32,672.43	33,315.59	33,767.73	33,767.73
其他业务收入	-	-	-	-	-	-	-
营业成本	6,411.33	17,293.00	18,987.16	20,206.60	20,639.89	20,991.46	20,991.46
其中：主营业务成本	6,411.33	17,293.00	18,987.16	20,206.60	20,639.89	20,991.46	20,991.46
其他业务成本	-	-	-	-	-	-	-
营业税金及附加	144.50	282.53	307.09	326.72	336.49	344.43	344.43
销售费用	411.76	1,052.47	1,131.06	1,184.14	1,218.61	1,231.66	1,231.66
管理费用	724.28	2,099.41	2,189.59	2,250.45	2,280.58	2,298.70	2,298.70
财务费用	62.72	13.11	14.11	14.86	15.15	15.36	15.36
资产减值损失	-	-	-	-	-	-	-
营业利润	4,738.80	8,089.24	8,390.50	8,689.66	8,824.87	8,886.12	8,886.12
营业外收入	-	-	-	-	-	-	-
营业外支出	-	-	-	-	-	-	-
利润总额	4,738.80	8,089.24	8,390.50	8,689.66	8,824.87	8,886.12	8,886.12
所得税费用	710.82	1,213.39	1,258.57	1,303.45	1,323.73	1,332.92	1,332.92
净利润	4,027.98	6,875.85	7,131.93	7,386.21	7,501.14	7,553.20	7,553.20

(9) 资本性支出预测

为保证企业正常的经营，在未来年度内企业将会进行固定资产的购置更新投入，预测中根据企业的资产更新计划，考虑各类固定资产的折旧年限，对各年度的资产增加和处置进行了预测以确定相应的资本性支出。

（10）营运资金追加预测

为保证业务的持续发展，在未来期间，企业需追加营业资金，影响营运资金的因素主要包括经营现金、经营性应收项目和经营性应付项目的增减，其中经营性应收项目包括应收账款、预付账款和其他应收款等；经营性应付项目包括应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应交税费和其他应付款等；对于各类款项对营运资金变化的影响具体考虑如下：

在考虑经营性应收项目未来规模时，由于应收账款与企业的收入紧密相关，且存在一定的比例关系，故根据预测的营业收入，参考历史年度应收款项占营业收入的比例，确定未来年度的应收款项数额。对于与企业营业收入非紧密相关的其他应收款，假设未来年度保持现有规模持续滚动。对预付账款和存货，由于其与营业成本紧密相关，且存在一定的比例关系，故评估人员根据预测的营业成本，参考历史年度其占营业成本的比例，确定未来年度的预付账款和存货数额。

在考虑经营性应付项目未来规模时，由于其中的预收账款与营业收入紧密相关，且存在一定的比例关系，故根据预测的营业收入，参考历史年度预收款项占营业收入的比例，确定未来年度的预收账款数额。对应付账款，由于其与营业成本紧密相关，且存在一定的比例关系，故评估人员根据预测的营业成本，参考历史年度其占营业成本的比例，确定未来年度的应付账款数额。对于应付职工薪酬，根据预测的人工费用总额，参考历史年度应付职工薪酬占人工费用总额的比例，确定未来年度的应付职工薪酬。对于应交税费，根据预测的各项税费，参考历史年度应交税费占各项税费的比例，确定未来年度的应交税费。对于与企业营业成本非紧密相关的其他应付款和其他流动负债，假设未来年度保持现有规模持续滚动。

经过上述分析，未来各年度营运资金增加额估算见下表：

单位：万元

项目	2016年 1-8月	2016年 9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~∞
经营现金	2,498.51	2,907.24	3,433.91	3,752.47	3,992.86	4,085.70	4,166.69	4,166.69
应收账款余额	3,860.61	5,537.89	6,642.80	7,147.35	7,528.21	7,676.40	7,780.58	7,780.58
存货余额	4,939.38	6,414.33	7,720.09	8,476.41	9,020.80	9,214.24	9,371.19	9,371.19

其他经营性应收余额	178.28	420.01	482.41	519.00	545.34	554.70	562.30	562.30
经营性应收项目增减		3,802.69	2,999.74	1,616.02	1,191.98	443.83	349.72	-
应付账款余额	7,396.23	10,118.39	12,178.17	13,371.24	14,230.00	14,535.13	14,782.72	14,782.72
其他经营性应付余额	2,130.55	2,773.38	3,278.71	3,543.28	3,737.61	3,810.58	3,868.77	3,868.77
经营性应付项目增减		3,364.99	2,565.11	1,457.64	1,053.09	378.10	305.78	-
营运资金增加额		437.70	434.63	158.38	138.89	65.73	43.94	-

(11) 折旧与摊销的预测

在对折旧费用、摊销费用进行预测时，遵循了企业执行的一贯会计政策计提，采用直线法计提。在永续年以评估基准日各类实物资产的评估原值作为未来年度资产更新的现值，并进行了年金化处理，在永续年间每年投入相同的资金进行资产更新，同时以该更新数值作为当年的资产折旧。

4、折现率的确定

折现率是将未来有期限的预期收益折算成现值的比率，是一种特定条件下的收益率，说明资产取得该项收益的收益率水平。本次评估选取的收益额口径为企业自由现金流量，相对应的折现率口径应为加权平均投资回报率，在实际确定折现率时，评估人员采用了通常所用的 WACC 模型确定折现率数值：

(1) 加权平均投资成本模型

与企业自由现金流量的收益额口径相对应，采用加权平均投资成本(WACC)作为折现率，具体计算公式如下：

$$WACC=K_e \times E / (E+D) + K_d \times D / (E+D)$$

K_e: 股权资本成本

K_d: 税后债务成本

E: 股权资本的市场价值

D: 有息债务的市场价值

K_e: 采用资本资产定价模型 (CAPM) 计算确定，即： $K_e=R_f+\beta \times (R_m-R_f)$

R_f: 无风险报酬率

$R_m - R_f$: 市场风险溢价

β : 被评估企业的风险系数

(2) 计算过程

①无风险报酬率

无风险收益率 R_f ，参照当前已发行的中长期国债收益率的平均值，确定无风险收益率 R_f ，即 $R_f = 2.81\%$ 。

②市场风险溢价

市场风险溢价 (Equity Risk Premiums, ERP) 反映的是投资者因投资于风险相对较高的资本市场而相对于风险较低的债券市场所要求的风险补偿。由于中国作为新兴市场，股市发展历史较短，而且大盘波动较剧烈，在一段时期内，国债收益率甚至持续高于股票收益率，市场数据往往难以客观反映市场风险溢价。与直接采用中国股市的数据相比，采用参照成熟市场的方法确定市场风险溢价更为合适。因此，评估时采用业界常用的风险溢价调整方法，对成熟市场的风险溢价进行适当调整来确定我国市场风险溢价。

在此，我们选用美国著名金融学家 Aswath Damodaran 的调整方法来衡量中国这样一个新兴市场的市场风险溢价水平，基本公式为：

$ERP = \text{成熟股票市场的股票风险溢价} + \text{国家风险溢价}$

根据美联储公布的相关 1928 年至 2015 年资本市场数据，市场投资者普遍要求的股权风险溢价平均水平为 6.18%。按照 2014 年穆迪投资者服务公司评级显示，中国政府债券评级为 Aa3，并维持正面展望，转换成国家违约风险利差为 0.67%，同时以全球平均的股票市场相对于债券的收益率标准差的平均值 1.39 来计算，我国的国家风险溢价为 $0.67\% \times 1.39 = 0.93\%$ 。则我国市场风险溢价 $ERP = 6.18\% + 0.93\% = 7.11\%$ 。

③ β 系数

我们通过巨灵财经资讯查询出中国证券市场与烟草行业相关的陕西金叶、劲嘉股份和东风股份 3 家企业 104 周已调整的剔除财务杠杆后的 β 系数 (β_U)，以这

4 家企业的 β_U 的平均值作为被评估企业的 β_U ，进而根据企业自身资本结构计算出被评估企业的 β_L 。

④个别调整系数 R_c 的确定

鉴于瑞丰印刷与上市公司的资产结构、资产规模及业务类型存在一定差异，加之瑞丰印刷的产权并不能上市流通，且行业竞争激烈经营风险较大，由于考虑到上述个性化差异，因此确定个别调整系数 R_c 为 3.5%。

⑤计算结果

$$WACC = K_e \times E / (E + D) + K_d \times D / (E + D)$$

	2016年9月-∞
所得税税率	15.00%
β 无财务杠杆	0.9633
β' 有财务杠杆	1.0106
无风险报酬率(R_f)	2.81%
风险溢价($R_m - R_f$)	7.11%
个别调整系数(R_c)	3.50%
$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_c$	13.50%
K_d	5.61%
W_e	94.53%
W_d	5.47%
$WACC = W_e \times K_e + W_d \times K_d$	13.02%

5、企业整体收益折现值测算过程及结果

企业自由现金流 = 税后净利润 + 折旧与摊销 + 利息支出 \times (1 - 所得税率) - 资本性支出 - 营运资金追加额

根据上述一系列的预测及估算，评估人员在确定企业自由现金流和折现率后，根据DCF模型测算企业整体收益折现价值，具体详见下表：

单位：万元

项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~∞
营业收入	12,493.39	28,829.76	31,019.51	32,672.43	33,315.59	33,767.73	33,767.73

项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~∞
其中：主营业务收入	12,493.39	28,829.76	31,019.51	32,672.43	33,315.59	33,767.73	33,767.73
其他业务收入	-	-	-	-	-	-	-
营业成本	6,411.33	17,293.00	18,987.16	20,206.60	20,639.89	20,991.46	20,991.46
其中：主营业务成本	6,411.33	17,293.00	18,987.16	20,206.60	20,639.89	20,991.46	20,991.46
其他业务成本	-	-	-	-	-	-	-
营业税金及附加	144.50	282.53	307.09	326.72	336.49	344.43	344.43
销售费用	411.76	1,052.47	1,131.06	1,184.14	1,218.61	1,231.66	1,231.66
管理费用	724.28	2,099.41	2,189.59	2,250.45	2,280.58	2,298.70	2,298.70
财务费用	62.72	13.11	14.11	14.86	15.15	15.36	15.36
资产减值损失	-	-	-	-	-	-	-
营业利润	4,738.80	8,089.24	8,390.50	8,689.66	8,824.87	8,886.12	8,886.12
营业外收入	-	-	-	-	-	-	-
营业外支出	-	-	-	-	-	-	-
利润总额	4,738.80	8,089.24	8,390.50	8,689.66	8,824.87	8,886.12	8,886.12
所得税费用	710.82	1,213.39	1,258.57	1,303.45	1,323.73	1,332.92	1,332.92
净利润	4,027.98	6,875.85	7,131.93	7,386.21	7,501.14	7,553.20	7,553.20
资本性支出	5.00	820.00	120.00	120.00	120.00	1,269.82	1,269.82
营运资金追加	437.70	434.63	158.38	138.89	65.73	43.94	-
折旧与摊销	443.13	1,405.91	1,428.22	1,384.54	1,355.69	1,269.82	1,269.82
递延所得税资产减少（增加）	-	-	-	-	-	-	-
利息×(1-T)	42.78	-	-	-	-	-	-
FCFF	4,071.19	7,027.13	8,281.77	8,511.86	8,671.10	7,509.26	7,553.20
折现率	13.16%	13.16%	13.16%	13.16%	13.16%	13.16%	13.16%
折现期	0.33	1.33	2.33	3.33	4.33	5.33	6.33
DCF	3,908.44	5,961.65	6,208.96	5,639.32	5,076.73	3,885.20	29,695.57
折现值合计	60,375.87	-	-	-	-	-	-

6、付息债务及长期股权投资

①付息债务

负息负债是指需要支付利息的负债，包括银行借款、发行的债券、融资租赁的长期应付款等。根据瑞丰印刷提供的评估基准日的资产负债表，存在 3,050.00 万元银行借款，因此作为付息债务考虑。

②长期股权投资

截至评估基准日，瑞丰印刷审计后资产负债表上列明的长期股权投资，为向万浩盛国际有限公司的投资，持股比例为 49%。在瑞丰印刷的盈利预测中没有直接预测该投资对瑞丰印刷现金流的贡献，评估值为 7,147.38 万元。

7、非经营性负债

截至评估基准日，瑞丰印刷审计后的应付股利为 720.00 万元，与瑞丰印刷的日常经营活动无关，作为非经营负债考虑。

8、收益法评估结果

股东全部权益价值评估值

=企业整体收益折现值-非经营性负债+非经营性资产+溢余资产-有息债务+长期股权投资

=60,375.87-720.00+0.00+0.00-3,050.00+7,147.38

=63,753.25（万元）

（二）万浩盛预估过程、评估方法、评估参数选取

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。在运用资产基础法进行企业价值评估时，各项资产的价值是根据其具体情况选用适当的具体评估方法得出。

本次评估涉及的具体评估方法如下：

1、货币资金（银行存款）

银行存款账面价值为 47,740.06 元（55,350.79 港元）。评估人员按照评估程序，核对银行日记账、总账、各开户行的银行存款对账单及企业的银行存款余额调节表，向开户银行函证大额存款，检查各银行余额中的未达账项，了解未达的原因，确认未达账项对净资产的影响。最终确认银行存款评估值为 47,740.06 元。

2、应收款项（其他应收款）

其他应收款账面余额 500,468.35 元（580,253.15 港元），坏账准备 64,015.16 元（74,220.47 港元），账面净值 436,453.19 元（506,032.68 港元），是关联方往来款。评估人员在核对总账、明细账和报表一致后，按项核对了应收款项发生的时间、内容，详细询问了应收未收的原因，并对大额款项进行了函证，确认基准日账面价值真实、准确。在核实无误的基础上，根据每笔款项可能收回的数额确定评估值，确定其他应收账款预计风险损失为 64,015.16 元。在经过上述评估程序后最终确定其他应收款评估值为 436,453.19 元。

3、长期股权投资

长期股权投资的评估范围为万浩盛国际有限公司对子公司的股权投资，截至评估基准日万浩盛国际有限公司的股权投资共 1 家，投资成本为 2,500,000.00 美元，计提的长期股权投资减值准备 0 元，账面价值为 43,007,126.96 元（49,863,335.61 港元）。

本次对长期股权投资评估均现场实地核查被投资单位资产和负债，根据控股权情况及企业实际经营情况分别选用不同的评估方法。对被评估单位进行整体评估，确定被投资单位在评估基准日净资产的评估价值后，再根据股权投资比例计算确定评估值。

本次对长期股权投资公司采用了资产基础法和收益法进行整体评估，并最终采用收益法评估结果作为长期股权投资公司的企业价值评估结果。

截至评估基准日 2016 年 8 月 31 日，万浩盛国际有限公司的长期股权投资评估结果如下：

序号	被投资单位名称	持股比例	投资成本	账面价值	评估价值
1	云南荷乐宾防伪技术有限公司	50.00%	2,500,000.00 美元	43,007,126.96 元	146,844,900.00 元
合计				43,007,126.96 元	146,844,900.00 元
减：长期股权投资减值准备					
合计				43,007,126.96 元	146,844,900.00 元

4、应付款项（应付账款）

应付账款账面价值 35,276.25 元（40,900.00 港元），核算的主要是预提的审计费等。评估人员按照评估程序核实了该笔款项的真实性、完整性，根据企业实际需要支付的款项确定应付账款的评估值为 35,276.26 元。

5、应付股利

应付股利的账面价值为 1,428,836.45 元（1,656,621.97 港元），核算的是企业应付股东利润。评估人员按照评估程序核实款项的真实性和完整性后，应付股利以核实后账面金额 1,428,836.45 元确定评估值。

经评估后，万浩盛总资产评估值为 14,732.91 万元，负债评估值为 146.41 万元，净资产评估值为 14,586.50 万元。

（三）荷乐宾预估过程、评估方法、评估参数选取

1、收益模型的选取

本次评估以企业审计后的报表为基础，采用现金流折现的方法计算企业价值。

首先运用企业折现现金流量模型计算企业整体收益折现值，加上非经营性资产及溢余资产的价值，减去有息负债和非经营性债务，得出被评估企业股东权益价值。

具体计算公式为：

$$P = P' + A' - D' - D$$
$$P' = \sum_{i=0.33}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n}{r} \times \frac{1}{(1+r)^n}$$

式中：

P —被评估企业股东全部权益评估值

P' —企业整体收益折现值

D —被评估企业有息负债

A' —非经营性资产及溢余资产

D' —非经营性负债

R_i —未来第 i 个收益期的预期收益额（企业自由现金流）

i : 收益年期, $i=0.33、1.33、2.33、\dots、n$

r : 折现率

2、预测期及收益期的确定

评估时在对企业收入成本结构、资本结构、资本性支出、投资收益和风险水平等综合分析的基础上,结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素合理确定预测期,假设收益年限为无限期。并将预测期分二个阶段,第一阶段为2016年9月1日至2021年12月31日;第二阶段为2022年1月1日直至永续。其中,假设2022年及以后的预期收益额按照2021年的收益水平保持稳定不变。

3、未来收益的确定

(1) 营业收入预测

荷乐宾主要服务从事烟标、社会产品等产品防伪标识研究、开发、设计及生产。主营业务分为OVD小盒防伪标识、OVD条盒防伪标识和社会产品的防伪标识,其中社会产品包括牙膏及药盒等产品。

荷乐宾历史年度销售量如下表:

单位:万个

项目	2014年	2015年	2016年1-8月
OVD小盒	566,852.08	534,088.90	297,909.93
OVD条盒	60,023.42	53,641.31	31,087.66
社会产品	13,297.07	14,472.63	6,739.43

从上表可以看出,OVD小盒和条盒销售量存在小幅度下降,社会产品销售量略有上升。

荷乐宾历史年度烟标防伪标识业务主要服务于红塔集团,因此历史年度销售业绩较稳定。2016年5月云南红塔集团与云南红河集团合并成立云南合和

(集团)股份有限公司, 荷乐宾也成为红河香烟防伪标识的服务商。预测未来烟标防伪标识业务会小幅上升, 社会产品销售量则较为稳定。

综上所述, 未来年度企业销售量的预测如下:

单位: 万个

项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
OVD小盒	212,587.92	581,063.97	637,427.17	689,842.81	732,740.82	773,041.57
OVD条盒	24,070.13	62,599.49	68,609.04	73,864.50	78,211.86	82,140.45
社会产品	6,500.00	14,258.60	15,014.30	15,464.73	15,851.35	16,168.38
合计	243,158.05	657,922.06	721,050.51	779,172.04	826,804.03	871,350.40

本次预测出于谨慎考虑, 且行业竞争不断加剧, 未来销售单价预测呈下降趋势, 因此未来企业主营业务收入预测如下:

单位: 万元

项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
OVD小盒收入	4,028.54	10,976.30	11,977.26	12,837.97	13,483.16	14,178.35
OVD条盒收入	517.68	1,346.33	1,466.65	1,556.83	1,631.13	1,696.64
社会产品收入	253.58	556.27	576.98	594.29	609.15	621.33
合计	4,799.80	12,878.90	14,020.89	14,989.09	15,723.44	16,496.32

(2) 营业成本预测

荷乐宾历史年度的单位成本如下表:

单位: 元

项目	2014年	2015年	2016年1-8月
OVD小盒	0.011383	0.010576	0.009497
OVD条盒	0.017990	0.016502	0.017964
社会产品	0.023927	0.021402	0.020086

从上表可以看出, 荷乐宾的单位成本呈下降趋势, 荷乐宾引进德国库尔兹先进设备, 并随着企业防伪科技技术的不断成熟, 成本不断下降。毛利率不断上升。荷乐宾历史年度毛利率情况如下表:

项目	2014年	2015年	2016年1-8月
OVD小盒毛利率	43.62%	48.53%	47.54%
OVD条盒毛利率	21.82%	29.45%	28.02%

社会产品毛利率	38.52%	45.02%	48.74%
---------	--------	--------	--------

本次预测考虑到行业竞争的不断加剧，企业毛利率呈小幅度下降趋势。荷乐宾未来营业成本预测如下：

单位：万元

项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
OVD小盒成本	2,106.11	5,756.60	6,284.39	6,739.07	7,079.01	7,445.16
OVD条盒成本	370.85	969.92	1,057.95	1,123.11	1,177.09	1,223.89
社会产品成本	131.43	288.31	300.14	309.14	316.87	323.21
合计	2,608.39	7,014.83	7,642.48	8,171.32	8,572.97	8,992.26

（3）营业税金及附加的预测

荷乐宾的营业税金及附加包括城市维护建设税、教育费附加和地方教育费附加。

以预测年度的营业收入为基础结合评估基准日适用的税率确定未来年度的营业税金及附加。

未来年度营业税金及附加见下表：

单位：万元

序号	项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~∞
1	营业税金及附加	89.84	163.56	179.47	193.36	204.40	216.10	216.10

（4）销售费用的预测

销售费用主要为销售人员的职工薪酬、业务招待、差旅费、装运费以及其他费用。评估人员对各类费用分别预测如下：

销售人员职工薪酬包括人员工资和根据人员工资计提的社保等。人员工资是公司营运过程中产生的销售部门人员的工资奖金，评估人员根据历史的人员工资水平，结合公司的人事发展策略通过预测未来年度的销售业务人员人数和人均月工资确定预测期的人员工资。

对于其他销售费用，评估人员根据各项费用在历史年度中的支付水平，以企业发展规模和收入增长情况为基础，参考企业历史年度的费用发生额确定合理的增长比率预测未来年度中的相应费用。

因此未来年度销售费用预测情况如下表：

单位：万元

序号	项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~∞
	销售费用合计	45.77	102.67	108.93	114.26	118.11	121.33	121.33
1	职工薪酬	0.26	0.80	0.84	0.86	0.88	0.90	0.90
2	办公费	0.21	0.55	0.60	0.64	0.68	0.71	0.71
3	差旅费	0.53	1.43	1.56	1.66	1.75	1.83	1.83
4	装运费	2.49	6.68	7.28	7.78	8.16	8.56	8.56
5	销售服务费	19.78	22.40	24.38	26.07	27.34	28.69	28.69
6	业务招待费	8.87	26.55	27.35	27.90	28.46	28.74	28.74
7	劳务费	13.49	43.70	46.33	48.64	50.10	51.10	51.10
8	燃料费	0.15	0.55	0.60	0.70	0.75	0.80	0.80

(5) 管理费用的预测

管理费用中的工资是管理部门人员的职工薪酬，评估人员根据历史的人员工资水平，结合公司的人事发展策略通过预测未来年度的管理人员人数和人均月工资确定预测期的人员工资；社保费和公积金为根据人员工资计提的各类社保和公积金。评估人员在分析历史年度各项保险费用的计提比例和实际支付情况后，以预测的人员工资为基础，预测未来年度的保险费。

对折旧费，遵循了企业执行的一贯会计政策，按照预测年度的实际固定资产规模，采用直线法计提。永续年度按年金确定资本性支出，同时确定当年的折旧费用。

其他管理费用主要是公司运营过程中产生的差旅费、办公费、研发费用等，我们根据其在历史年度中的支付水平，以企业发展规模和收入水平为基础，预测未来年度中的其他管理费用。

管理费用预测见下表：

单位：万元

序号	项目	2016年 9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~ ∞
	管理费用 合计	474.11	1,170.09	1,193.27	1,240.79	1,281.01	1,303.79	1,303.79
1	工资	111.80	345.46	355.83	362.94	370.20	373.90	373.90
2	办公费	7.29	19.55	21.28	22.75	23.87	25.04	25.04
3	差旅费	8.71	23.38	25.45	27.21	28.54	29.94	29.94
4	养老保险 金	19.41	59.99	61.79	63.02	64.28	64.93	64.93
5	折旧费	26.81	81.47	64.77	70.20	72.55	64.82	64.82
6	修理费	5.00	5.97	6.27	6.59	6.78	6.99	6.99
7	物料消耗	2.67	8.38	8.80	9.24	9.70	9.99	9.99
8	劳动保护 费	1.46	4.56	4.70	4.80	4.89	4.94	4.94
9	汽车费用	2.17	6.50	6.89	7.23	7.59	7.59	7.59
10	住房公积 金	11.31	34.93	35.98	36.70	37.43	37.81	37.81
11	社会保险 费	9.24	28.57	29.42	30.01	30.61	30.92	30.92
12	失业保险 金	1.43	4.43	4.56	4.65	4.75	4.79	4.79
13	咨询费	5.00	12.99	13.64	14.33	15.04	15.79	15.79
14	交际应酬 费	70.00	179.32	190.08	199.58	209.56	215.85	215.85
15	税金	16.97	45.54	49.58	53.00	55.60	58.33	58.33
16	其他资产 摊销	8.38	14.88	5.97	4.92	4.92	4.92	4.92
17	职工教育 经费	4.55	14.05	14.47	14.76	15.06	15.21	15.21
18	工会经费	6.06	18.73	19.30	19.68	20.07	20.28	20.28
19	董事会费	50.00	6.00	6.50	7.00	7.50	8.00	8.00
20	财产保险 费	3.00	6.53	6.73	6.93	7.00	7.07	7.07
21	绿化费	2.74	8.72	9.25	9.80	10.39	11.01	11.01
22	保安费	30.00	30.90	31.83	32.78	33.11	33.44	33.44
23	工资福利 费	11.99	39.57	42.74	45.30	48.02	50.42	50.42
24	其他	10.00	25.00	25.00	28.00	28.00	30.00	30.00

序号	项目	2016年 9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~ ∞
25	研发费用	20.47	66.33	69.64	73.12	76.05	79.09	79.09
26	保洁费	2.50	6.52	6.91	7.33	7.69	7.92	7.92
27	水电费	6.00	11.22	11.89	12.49	12.86	13.25	13.25
28	物业管理 费	7.51	23.66	24.84	26.08	27.39	28.75	28.75
29	上缴上级 部门管理 费用	11.62	36.95	39.16	40.34	41.55	42.79	42.79

(6) 财务费用

财务费用中主要是银行存款所带来的利息收入、手续费和利息支出等。由于经营现金的货币时间价值已在评估价值中体现，所以不再对利息收入进行预测；手续费与营业收入紧密相关，故评估时以预测年度的营业收入为基础，参考历史年度的手续费支付水平预测未来年度的手续费；利息支出与公司的借款本金和利率密切相关，故估值时以预测年度的借款金额为基础，参考估值基准日同期贷款利率水平预测未来年度的利息支出。

未来年度财务费用预测见下：

单位：万元

序号	项目	2016年9-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022年~ ∞
	财务费用合计	69.75	168.66	71.86	14.04	14.73	15.45	15.45
1	利息收入	-	-	-	-	-	-	-
2	利息支出	65.25	156.60	58.73	-	-	-	-
3	汇兑损益	-	-	-	-	-	-	-
4	手续费	4.50	12.06	13.13	14.04	14.73	15.45	15.45
5	其他	-	-	-	-	-	-	-

(7) 营业外收支的预测

营业外收入主要是与日常经营无关的收入；营业外支出主要是固定资产处置成本等。由于营业外收支对被评估企业收益影响较小，且具有很大不确定性，所以本次评估仅对未来年度的固定资产处置损益进行了预测。

(8) 所得税及税后净利润的预测

根据上述一系列的预测，可以得出被评估企业未来各年度的利润总额，在此基础上，按照被评估企业执行的所得税率，对未来各年的所得税和净利润予以估算。荷乐宾符合西部大开发产业目录，享受西部大开发税收优惠，根据《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税[2011]58号）文的规定，自2011年1月1日至2020年12月31日期间享受15%的税收优惠政策。

综合上述过程最终汇总得到被评估企业未来各年的预测损益表，具体如下表：

单位：万元

项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年~∞
营业收入	4,799.80	12,878.90	14,020.88	14,989.10	15,723.44	16,496.32	16,496.32
其中：主营业务收入	4,799.80	12,878.90	14,020.88	14,989.10	15,723.44	16,496.32	16,496.32
其他业务收入	-	-	-	-	-	-	-
营业成本	2,608.39	7,014.83	7,642.48	8,171.32	8,572.97	8,992.26	8,992.26
其中：主营业务成本	2,608.39	7,014.83	7,642.48	8,171.32	8,572.97	8,992.26	8,992.26
其他业务成本	-	-	-	-	-	-	-
营业税金及附加	89.84	163.56	179.47	193.36	204.40	216.10	216.10
销售费用	45.77	102.67	108.93	114.26	118.11	121.33	121.33
管理费用	474.11	1,170.09	1,193.27	1,240.79	1,281.01	1,303.79	1,303.79
财务费用	69.75	168.66	71.86	14.04	14.73	15.45	15.45
资产减值损失	-	-	-	-	-	-	-
营业利润	1,511.94	4,259.09	4,824.87	5,255.33	5,532.22	5,847.39	5,847.39
营业外收入	-	-	-	-	-	-	-
营业外支出	-	-	-	-	-	-	-
利润总额	1,511.94	4,259.09	4,824.87	5,255.33	5,532.22	5,847.39	5,847.39
所得税费用	226.79	638.86	723.73	788.30	829.83	1,461.85	1,461.85
净利润	1,285.15	3,620.23	4,101.14	4,467.03	4,702.39	4,385.54	4,385.54

(9) 资本性支出预测

为保证企业正常的经营，在未来年度内企业将会进行固定资产的购置更新投入，预测中根据企业的资产更新计划，考虑各类固定资产的折旧年限，对各年度的资产增加和处置进行了预测以确定相应的资本性支出。

（10）营运资金追加预测

为保证业务的持续发展，在未来期间，企业需追加营业资金，影响营运资金的因素主要包括经营现金、经营性应收项目和经营性应付项目的增减，其中经营性应收项目包括应收账款、预付账款和其他应收款等；经营性应付项目包括应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应交税费和其他应付款等；对于各类款项对营运资金变化的影响具体考虑如下：

在考虑经营性应收项目未来规模时，由于应收账款与企业的收入紧密相关，且存在一定的比例关系，故根据预测的营业收入，参考历史年度应收款项占营业收入的比例，确定未来年度的应收款项数额。对于与企业营业收入非紧密相关的其他应收款和其他流动资产，假设未来年度保持现有规模持续滚动。对预付账款和存货，由于其与营业成本紧密相关，且存在一定的比例关系，故评估人员根据预测的营业成本，参考历史年度其占营业成本的比例，确定未来年度的预付账款和存货数额。

在考虑经营性应付项目未来规模时，由于其中的预收账款与营业收入紧密相关，且存在一定的比例关系，故根据预测的营业收入，参考历史年度预收款项占营业收入的比例，确定未来年度的预收账款数额。对应付账款，由于其与营业成本紧密相关，且存在一定的比例关系，故评估人员根据预测的营业成本，参考历史年度其占营业成本的比例，确定未来年度的应付账款数额。对于应付职工薪酬，根据预测的人工费用总额，参考历史年度应付职工薪酬占人工费用总额的比例，确定未来年度的应付职工薪酬。对于应交税费，根据预测的各项税费，参考历史年度应交税费占各项税费的比例，确定未来年度的应交税费。对于与企业营业成本非紧密相关的其他应付款和其他流动负债，假设未来年度保持现有规模持续滚动。

经过上述分析，未来各年度营运资金增加额估算见下表：

单位：万元

项目	2016年1-8月	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 ~∞
经营现金	1,363.95	1,363.95	1,506.29	1,624.36	1,722.84	1,805.10	1,992.35	1,992.35
应收账款余额	4,346.34	3,903.75	4,425.74	4,818.17	5,150.89	5,403.24	5,668.84	5,668.84
存货余额	4,603.06	5,007.53	5,611.86	6,113.98	6,537.06	6,858.38	7,193.81	7,193.81
其他经营性应收余额	18.03	19.07	19.59	20.03	20.40	20.68	20.97	20.97
经营性应收项目的增减	-	-37.08	1,269.18	1,013.06	854.65	656.21	788.57	-
应付账款余额	5.47	27.13	30.40	33.12	35.41	37.15	38.97	38.97
其他经营性应付余额	707.87	849.51	874.69	897.63	915.26	926.82	1,086.06	1,086.06
经营性应付项目的增减	-	163.30	28.45	25.66	19.92	13.30	161.06	-
营运资金增加额	-	-200.38	1,240.73	987.40	834.73	642.91	627.51	-

(11) 折旧与摊销的预测

在对折旧费用、摊销费用进行预测时，遵循了企业执行的一贯会计政策计提，采用直线法计提。在永续年以评估基准日各类实物资产的评估原值作为未来年度资产更新的现值，并进行了年金化处理，在永续年间每年投入相同的资金进行资产更新，同时以该更新数值作为当年的资产折旧。

4、折现率的确定

折现率是将未来有期限的预期收益折算成现值的比率，是一种特定条件下的收益率，说明资产取得该项收益的收益率水平。本次评估选取的收益额口径为企业自由现金流量，相对应的折现率口径应为加权平均投资回报率，在实际确定折现率时，评估人员采用了通常所用的 WACC 模型确定折现率数值：

①加权平均投资成本模型

与企业自由现金流量的收益额口径相对应，采用加权平均投资成本(WACC)作为折现率，具体计算公式如下：

$$WACC=K_e \times E / (E+D) + K_d \times D / (E+D)$$

K_e ：股权资本成本

Kd: 税后债务成本

E: 股权资本的市场价值

D: 有息债务的市场价值

Ke 是采用资本资产定价模型（CAPM）计算确定，即： $Ke=Rf+\beta\times(Rm-Rf)$

Rf: 无风险报酬率

Rm-Rf: 市场风险溢价

β : 被评估企业的风险系数

②计算过程

A: 无风险报酬率

无风险收益率 **Rf**，参照当前已发行的中长期国债收益率的平均值，确定无风险收益率 **Rf**，即 $Rf=2.81\%$ 。

B: 市场风险溢价

市场风险溢价（Equity Risk Premiums, ERP）反映的是投资者因投资于风险相对较高的资本市场而相对于风险较低的债券市场所要求的风险补偿。由于中国作为新兴市场，股市发展历史较短，而且大盘波动较剧烈，在一段时期内，国债收益率甚至持续高于股票收益率，市场数据往往难以客观反映市场风险溢价。与直接采用中国股市的数据相比，采用参照成熟市场的方法确定市场风险溢价更为合适。因此，评估时采用业界常用的风险溢价调整方法，对成熟市场的风险溢价进行适当调整来确定我国市场风险溢价。

在此，我们选用美国著名金融学家 Aswath Damodaran 的调整方法来衡量中国这样一个新兴市场的市场风险溢价水平，基本公式为：

$ERP = \text{成熟股票市场的股票风险溢价} + \text{国家风险溢价}$

根据美联储公布的相关 1928 年至 2015 年资本市场数据，市场投资者普遍要求的股权风险溢价平均水平为 6.18%。按照 2014 年穆迪投资者服务公司评级显示，中国政府债券评级为 Aa3，并维持正面展望，转换成国家违约风险利差为

0.67%，同时以全球平均的股票市场相对于债券的收益率标准差的平均值 1.39 来计算，我国的国家风险溢价为 $0.67\% \times 1.39=0.93\%$ 。则我国市场风险溢价 $ERP=6.18\%+0.93\%=7.11\%$ 。

C: β 系数

我们通过巨灵财经资讯查询出中国证券市场与烟草行业相关的陕西金叶、劲嘉股份和东风股份 3 家企业 104 周已调整的剔除财务杠杆后的 β 系数 (β_U)，以这 4 家企业的 β_U 的平均值作为被评估企业的 β_U ，进而根据企业自身资本结构计算出被评估企业的 β_L 。

D: 个别调整系数 R_c 的确定

鉴于荷乐宾与上市公司的资产结构、资产规模及业务类型存在一定差异，加之荷乐宾的产权并不能上市流通，且行业竞争激烈经营风险较大，由于考虑到上述个性化差异，因此确定个别调整系数 R_c 为 3.5%。

E: 计算结果

$$WACC=K_e \times E / (E+D) + K_d \times D / (E+D)$$

	2016 年 9 月-12 月	2017 年	2018 年 1 月~∞
所得税税率	15.00%	15.00%	15%-25%
β 无财务杠杆	0.9633	0.9633	0.9633
β '有财务杠杆	1.0967	1.0342	0.9633
无风险报酬率(R_f)	2.81%	2.81%	2.81%
风险溢价(R_m-R_f)	7.11%	7.11%	7.11%
个别调整系数(R_c)	3.50%	3.50%	3.50%
$K_e=R_f+\beta \times (R_m-R_f)+R_c$	14.11%	13.66%	13.16%
K_d	5.61%	5.61%	5.61%
W_e	85.99%	92.03%	100.00%
W_d	14.01%	7.97%	0.00%
$WACC=W_e \times K_e+W_d \times K_d$	12.80%	12.95%	13.16%

5、企业整体收益折现值测算过程及结果

企业自由现金流=税后净利润+折旧与摊销+利息支出×(1-所得税率)-资本性支出-营运资金追加额

根据上述一系列的预测及估算，评估人员在确定企业自由现金流和折现率后，根据DCF模型测算企业整体收益折现价值，具体详见下表：

单位：万元

项目	2016年 9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022 年~∞
营业收入	4,799.80	12,878.90	14,020.88	14,989.10	15,723.44	16,496.32	16,496.32
其中：主营业务收入	4,799.80	12,878.90	14,020.88	14,989.10	15,723.44	16,496.32	16,496.32
其他业务收入	-	-	-	-	-	-	-
营业成本	2,608.39	7,014.83	7,642.48	8,171.32	8,572.97	8,992.26	8,992.26
其中：主营业务成本	2,608.39	7,014.83	7,642.48	8,171.32	8,572.97	8,992.26	8,992.26
其他业务成本	-	-	-	-	-	-	-
营业税金及附加	89.84	163.56	179.47	193.36	204.40	216.10	216.10
销售费用	45.77	102.67	108.93	114.26	118.11	121.33	121.33
管理费用	474.11	1,170.09	1,193.27	1,240.79	1,281.01	1,303.79	1,303.79
财务费用	69.75	168.66	71.86	14.04	14.73	15.45	15.45
资产减值损失	-	-	-	-	-	-	-
营业利润	1,511.94	4,259.09	4,824.87	5,255.33	5,532.22	5,847.39	5,847.39
营业外收入	-	-	-	-	-	-	-
营业外支出	-	-	-	-	-	-	-
利润总额	1,511.94	4,259.09	4,824.87	5,255.33	5,532.22	5,847.39	5,847.39
所得税费用	226.79	638.86	723.73	788.30	829.83	1,461.85	1,461.85
净利润	1,285.15	3,620.23	4,101.14	4,467.03	4,702.39	4,385.54	4,385.54
资本性支出	2.00	55.00	65.00	65.00	65.00	156.67	156.67
营运资金追加	-200.38	1,240.73	987.40	834.73	642.91	627.51	-
折旧与摊销	76.25	220.92	173.61	185.05	190.45	156.67	156.67
递延所得税资产减少（增加）	-	-	-	-	-	-	-
利息×(1-T)	48.94	117.45	44.05	-	-	-	-
FCFF	1,608.72	2,662.87	3,266.40	3,752.35	4,184.93	3,758.03	4,385.54
折现率	12.80%	12.95%	13.16%	13.16%	13.16%	13.16%	13.16%

折现期	0.33	1.33	2.33	3.33	4.33	5.33	6.33
DCF	1,546.06	2,264.70	2,448.86	2,486.03	2,450.18	1,944.36	17,241.85
折现值合计	30,382.04	-	-	-	-	-	-

6、付息债务及溢余资产

(1) 付息债务

付息负债是指需要支付利息的负债，包括银行借款、发行的债券、融资租赁的长期应付款等。根据荷乐宾提供的评估基准日的资产负债表，存在 4,500.00 万元银行借款，因此作为付息债务考虑。

(2) 溢余资产

①截至评估基准日，荷乐宾货币资金账面价值 3,917.35 万元，考虑到公司日常经营所需的现金保有量约为 2 个月的付现成本 1,363.95 万元，扣除经营必需的货币资金后剩余 2,553.40 万元，由于在收益法测算过程中未对这部分资产进行考虑，故将该项资产作为溢余资产进行考虑。以评估基准日该项资产的估值 2,553.40 万元确认为这部分溢余资产的价值。

②截至评估基准日，荷乐宾的存在 1 项投资性房地产——房屋及投资性房地产——土地，为企业闲置的资产，因此本次评估确认为溢余资产，评估值为 933.54 万元。

综上所述，溢余资产合计为 3,486.94 万元。

7、收益法评估结果

股东全部权益价值评估值

=企业整体收益折现值－非经营性负债+非经营性资产+溢余资产－有息债务

=30,382.04－0.00+0.00+3,486.94－4,500.00

=29,368.98（万元）

二、分析交易标的瑞丰印刷、万浩盛核心资产荷乐宾最近两年又一期主要产品类别的销量和单价的波动趋势、公司销售收入、成本、期间费用和毛利率的波动趋势，并说明本次收益法下对相关指标的预估值是否符合上述波动趋势及其合理性；

1、瑞丰印刷收益法下相关指标合理性分析

(1) 销售数量、销售单价及销售收入预测合理性分析

①销售数量

瑞丰印刷历史年度主要产品销售数量如下：

单位：万套

产品	2016年1-8月	2015年	2014年
娇子（绿时代阳光）	276.44	356.46	669.78
贵烟（硬高遵）	523.00	750.24	401.72
黄果树（长征）	94.00	546.91	775.95
云烟（紫）硬	1,205.62	1,155.33	1,027.76
南京（紫树）	20.98	992.69	1,764.15
苏烟（软金砂）	227.51	794.74	305.86
苏烟（五星红杉树）	845.56	934.41	445.97

注：1箱=250套

瑞丰印刷未来主要产品销售数量预测如下：

单位：万套

产品	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
南京（炫赫门）	2,000	2,125	2,200	2,250	2,250	2,275
苏烟（五星红杉树）	170	450	450	450	450	450
苏烟（软金砂）	125	550	550	575	600	625
娇子（绿阳光时代）		500	575	625	625	650
黄果树（长征）	250	375	500	500	500	500
贵烟（硬高遵）	100	625	625	625	625	625
云烟（紫）	463	1,700	1,875	2,000	2,000	2,000

2016年9-12月份销售数量预测

A: 根据瑞丰印刷与江苏中烟签订的框架协议, 在 9-12 月份可以执行的订单明细为南京(炫赫门)、苏烟(五星红杉树)、苏烟(软金砂)等。由于新年、春节卷烟销售的旺季, 会比通常月份的订单数量偏多。

南京(炫赫门) 2016 年生产计划为 1750-2000 万套, 预计 9-12 月份执行计划 2000 万套, 预计 9 月 625 万套, 10 月 625 万套, 11 月 375 万套, 12 月份 375 万套(由于瑞丰印刷 2016 年取得此产品的订单, 基准日之前瑞丰印刷为生产此产品进行设备调试)。

2016 年苏烟(五星红杉树) 生产计划约为 1100 万套, 截至 2016 年 8 月已经执行 853.7 万套, 保守估计 10、11 月份均能达到 85 万套。

2016 年苏烟(软金砂) 由于 2016 年 1-8 月中烟公司的成品烟库存需要消化, 销售偏少。另外此品牌只有两家供应商, 在 9-12 月的销售情况会比较乐观。预计生产计划为 11、12 月份各 62.5 万套。

B: 瑞丰印刷在贵州中烟的销售工作出色, 首先在于结构的正向调整(同比增加利润), 黄果树(长征) 预计 9-12 月份每月销售 62.5 万套, 贵烟(硬高遵) 预计 9-12 月共实现销售 100 万套的计划。

C: 作为云南中烟的 A 级供应商, 瑞丰印刷可以在云烟(紫) 品牌上实现稳定销售。另外云烟(紫) 作为云南中烟的主力品牌, 在 2016 年 1-8 月已经实现超计划销售, 9-12 月仍可保持稳中有升的态势, 预计在 9-12 月份共实现 463 万套的销售。

2016 年及以后各年销售预测

A: 江苏市场作为瑞丰印刷的主市场, 通过多年来的调结构、换品牌等举措, 达到一个前所未有的稳定高度。通过几轮的招标, 公司凭借着敏锐的市场洞察力以及良好的技术实力, 取得了江苏市场几乎所有的生命力品牌的生产权和供货权。江苏市场可以在南京(炫赫门) 的烟标上取得订单, 并且实现可观的销售量。

B: 云南市场是瑞丰印刷多年以来期待突破的一个大市场, 在 2015 年瑞丰印刷取得了 A 级供应商的资质, 可在招标过程中占得有利先机。

C：四川中烟、贵州中烟、重庆中烟及湖北中烟作为瑞丰印刷的传统市场，可以有效地执行框架协议。

②销售单价

瑞丰印刷历史年度主要产品销售单价如下：

单位：元/套

项目	2016年1-8月	2015年	2014年
娇子（绿时代阳光）	2.38	3.46	3.59
贵烟（硬高遵）	3.20	3.16	3.31
黄果树（长征）	2.07	2.08	2.10
云烟（紫）硬	3.14	3.29	3.30
南京（紫树）	2.91	2.95	3.19
苏烟（软金砂）	2.34	2.36	2.43
苏烟（软五星红杉树）	2.82	2.92	2.92

瑞丰印刷未来主要产品销售单价预测如下：

单位：元/套

产品	2016年 9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
南京（炫赫门）	3.82	3.82	3.65	3.42	3.42	3.42
苏烟（五星红杉树）	2.82	2.82	2.82	2.65	2.65	2.65
苏烟（软金砂）	2.34	2.34	2.34	2.26	2.26	2.26
娇子（绿阳光时代）		2.38	2.38	2.38	2.38	2.38
黄果树（长征）	2.07	2.07	2.07	2.07	2.07	2.07
贵烟（硬高遵）	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20
云烟（紫）	3.09	3.09	3.09	2.99	2.99	2.99

③销售收入

在销售数量及销售单价预测的基础上，未来瑞丰印刷销售收入预测如下：

单位：万元

序号	项目	2016年 9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022 年~∞
	营业收入	12,493.39	28,829.76	31,019.51	32,672.43	33,315.59	33,767.73	33,767.73
一	主营业务收入	12,493.39	28,829.76	31,019.51	32,672.43	33,315.59	33,767.73	33,767.73

(1)	烟标	11,595.96	26,351.13	27,387.03	28,740.81	29,298.49	29,579.70	29,579.70
(2)	其他（牙膏、茶叶包装）	897.44	2,478.63	3,632.48	3,931.62	4,017.09	4,188.03	4,188.03

(2) 成本及毛利率合理性分析

①瑞丰印刷主营业务历史各类产品的成本如下：

单位：万元

序号	明细项	历史数据		
		2014 年	2015 年	2016 年 1-8 月
1	烟标系列	9,956.37	11,692.60	6,437.06
2	牙膏盒系列	2,446.00	2,199.04	1,519.72
	合计	12,402.37	13,891.64	7,956.78

主营业务成本包括直接材料、直接人工、燃料动力、制造费用，制造费具体可以分为车间管理员工资、折旧和摊销、物料消耗、劳保用品等，预测情况如下：

直接人工和社保的预测，结合评估基准日工资标准和人员配备情况，结合公司整体调薪计划、公司产品产量增长所需的员工增长情况进行预计，对于社会保险预测，按照当地规定的社保缴费比例和计费基数进行预测。

直接材料的预测，参照各类产品的历史特别是 2016 年 1-8 月的材料单耗情况，对产品中的直接材料进行预测。

折旧费的预测，按照固定资产帐面金额和不同类别资产的折旧年限计算折旧费。

对于制造费用中除人工费折旧费外的其他费用，按照考虑各费用性质、特点及与收入规模的匹配程度等因素，进行分析预测。

综上，瑞丰印刷未来年度营业成本预测如下：

单位：万元

序号	项目	2016 年 9-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年~ ∞
	营业成本	6,411.33	17,293.00	18,987.16	20,206.60	20,639.89	20,991.46	20,991.46

一	主营业务成本	6,411.33	17,293.00	18,987.16	20,206.60	20,639.89	20,991.46	20,991.46
(1)	烟标	5,457.79	14,940.31	15,623.30	16,674.26	17,045.88	17,240.71	17,240.71
(2)	其他（牙膏、茶叶包装）	953.54	2,352.69	3,363.86	3,532.33	3,594.01	3,750.75	3,750.75

②瑞丰印刷历史年度毛利率如下：

项目	2014年	2015年	2016年1-8月
烟标毛利率	42.44%	42.07%	36.38%
其他业务毛利率	-0.90%	0.03%	-6.84%
综合毛利率	37.49%	38.39%	31.90%

瑞丰印刷未来年度毛利率预测如下：

项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
烟标毛利率	52.93%	43.30%	42.95%	41.98%	41.82%	41.71%
其他业务毛利率	-6.25%	5.08%	7.39%	10.16%	10.53%	10.44%
综合毛利率	48.68%	40.02%	38.79%	38.15%	38.05%	37.84%

烟标业务毛利率水平上升的主要原因是2016年9月，瑞丰印刷开始执行南京（炫赫门）的订单，此产品对印刷技术水平要求高于同类烟标，且产品附加值较高，因此瑞丰印刷2016年9-12月毛利率大幅度上升，预测时基于谨慎考虑，未来烟标业务的毛利率水平呈下降趋势。

其他业务毛利率上升主要原因为以前年度，原裱盒工序是委托外部加工，2016年瑞丰印刷成立裱盒车间，逐步将委托外部加工礼盒系列在公司车间生产，以降低生产成本，增加毛利率水平。同时，瑞丰印刷加大对附加值较高系列礼盒开发。

（3）期间费用预测的合理性分析

瑞丰印刷历史年度及未来预测销售费用率及管理费用率情况如下：

年度	销售费用率	管理费用率
2014年	6.16%	9.12%
2015年	4.94%	9.12%
2016年1-8月	4.70%	9.83%

年度	销售费用率	管理费用率
2016年9-12月	3.30%	5.80%
2016年	3.98%	7.75%
2017年	3.65%	7.28%
2018年	3.65%	7.06%
2019年	3.62%	6.89%
2020年	3.66%	6.85%
2021年	3.65%	6.81%

由于企业收入不断增长，基数不断增加，加之企业在经营过程中控制经营费用的能力不断提高，因此未来销售费用率及管理费用率呈下降的趋势。

2、荷乐宾收益法下相关指标合理性分析

(1) 销售数量、销售单价及销售收入预测合理性分析

①销售数量

荷乐宾历史年度主要产品销售数量如下：

单位：万个

项目	2014年	2015年	2016年1-8月
OVD小盒	566,852.08	534,088.90	297,909.93
OVD条盒	60,023.42	53,641.31	31,087.66
社会产品	13,297.07	14,472.63	6,739.43

荷乐宾未来主要产品销售数量预测如下：

单位：万个

项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
OVD小盒	212,587.92	581,063.97	637,427.17	689,842.81	732,740.82	773,041.57
OVD条盒	24,070.13	62,599.49	68,609.04	73,864.50	78,211.86	82,140.45
社会产品	6,500.00	14,258.60	15,014.30	15,464.73	15,851.35	16,168.38
合计	243,158.05	657,922.06	721,050.51	779,172.04	826,804.03	871,350.40

荷乐宾历史年度烟标防伪标识业务主要服务于云南红塔集团有限公司，历史年度销售业绩较稳定。2016年5月，云南红塔集团有限公司唯一股东云南合和

(集团)股份有限公司对云南红塔集团有限公司进行吸收合并,原债权、债务、合同及商业活动承诺由云南合和继承,荷乐宾由此成为红河香烟防伪标识的服务商。预测荷乐宾未来烟标防伪标识业务会小幅上升,社会产品销售量则较为稳定。

②销售单价

荷乐宾历史年度销售单价如下:

单位:元/个

项目	2014年	2015年	2016年1-8月
OVD小盒	0.020190	0.020548	0.018100
OVD条盒	0.023012	0.023391	0.024956
社会产品	0.038920	0.038925	0.039188

从上表可以看出,荷乐宾历史年度销售单价存在小幅度波动,OVD小盒单价呈小幅度下降趋势,OVD条盒和社会产品单价呈上升趋势,本次评估出于谨慎考虑,且行业竞争会不断加剧,预测未来销售单价呈下降趋势,未来销售单价预测如下:

单位:元/个

项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
OVD小盒	0.018950	0.018890	0.018790	0.018610	0.018401	0.018341
OVD条盒	0.021507	0.021507	0.021377	0.021077	0.020855	0.020655
社会产品	0.039013	0.039013	0.038429	0.038429	0.038429	0.038429

③销售收入

在销售数量及销售单价预测的基础上,未来荷乐宾销售收入预测如下:

单位:万元

项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
OVD小盒收入	4,028.54	10,976.30	11,977.26	12,837.97	13,483.16	14,178.35
OVD条盒收入	517.68	1,346.33	1,466.65	1,556.83	1,631.13	1,696.64
社会产品收入	253.58	556.27	576.98	594.29	609.15	621.33
合计	4,799.80	12,878.90	14,020.89	14,989.09	15,723.44	16,496.32

(2) 成本及毛利率预测合理性分析

①荷乐宾历史年度各类产品的单位成本如下:

单位：元/个

项目	2014年	2015年	2016年1-8月
OVD小盒	0.011383	0.010576	0.009497
OVD条盒	0.017990	0.016502	0.017964
社会产品	0.023927	0.021402	0.020086

从上表可以看出，荷乐宾的单位成本处于不断下降趋势，荷乐宾引进库尔兹先进设备，并随着企业防伪科技技术的不断成熟，成本不断下降。本次评估出于谨慎考虑，未来成本单价下降幅度逐步减小，未来成本单价预测如下：

单位：元/个

项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
OVD小盒	0.009907	0.009907	0.009859	0.009769	0.009661	0.009631
OVD条盒	0.015407	0.015494	0.015420	0.015205	0.015050	0.014900
社会产品	0.020220	0.020220	0.019990	0.019990	0.019990	0.019990

根据销售量及成本单价的预测，荷乐宾销售成本预测如下：

单位：万元

项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
OVD小盒成本	2,106.11	5,756.60	6,284.39	6,739.07	7,079.01	7,445.16
OVD条盒成本	370.85	969.92	1,057.95	1,123.11	1,177.09	1,223.89
社会产品成本	131.43	288.31	300.14	309.14	316.87	323.21
合计	2,608.39	7,014.83	7,642.48	8,171.32	8,572.97	8,992.26

②荷乐宾历史年度毛利率如下：

项目	2014年	2015年	2016年1-8月
OVD小盒毛利率	43.62%	48.53%	47.54%
OVD条盒毛利率	21.82%	29.45%	28.02%
社会产品毛利率	38.52%	45.02%	48.74%

荷乐宾未来年度毛利率预测如下：

项目	2016年9-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
OVD小盒毛利率	47.72%	47.55%	47.53%	47.51%	47.50%	47.49%
OVD条盒毛利率	28.36%	27.96%	27.87%	27.86%	27.84%	27.86%
社会产品毛利率	48.17%	48.17%	47.98%	47.98%	47.98%	47.98%

预测未来毛利率水平趋于小幅度下降。

(3) 期间费用预测的合理性分析

荷乐宾历史年度及未来预测销售费用率及管理费用率情况如下：

年度	销售费用率	管理费用率
2014 年	0.40%	5.52%
2015 年	0.37%	5.91%
2016 年 1-8 月	0.81%	9.71%
2016 年 9-12 月	0.95%	9.88%
2016 年	0.87%	9.78%
2017 年	0.80%	9.09%
2018 年	0.78%	8.51%
2019 年	0.76%	8.28%
2020 年	0.75%	8.15%
2021 年	0.74%	7.90%

从上表可以看出，荷乐宾 2014 年度及 2015 年度销售费用率及管理费用率水平较低，2016 年 1-8 月销售费用率及管理费用率明显上升，因此未来预测以近期企业费用水平考虑未来企业相关费用支出。由于企业收入不断增长，基数不断增加，加之企业在经营过程中控制经营费用的能力不断提高，因此未来销售费用率及管理费用率呈下降趋势。

三、说明瑞丰印刷目前享有的税收优惠政策到期后继续享有该优惠的可持续性，并分析其对本次评估结果的影响。

瑞丰印刷持有云南省科学技术厅、云南省财政厅、云南省国家税务局、云南省地方税务局核发的《高新技术企业证书》（证书编号为 GF201553000012），发证日期为 2015 年 7 月 31 日，有效期三年。根据现行《企业所得税法》对“国家需要重点扶持的高新技术企业减按 15% 的税率征收企业所得税”的规定以及《国家税务总局关于实施高新技术企业所得税优惠有关问题的通知》（国税函[2009]203 号）的规定，瑞丰印刷自 2015 年至 2017 年三年间，享受 15% 的所得税优惠税率。

本次评估中，瑞丰印刷所享受的企业所得税优惠税率为 15%，所依据的假设

为预计未来年度瑞丰印刷将通过国家高新技术企业复审并继续享受企业所得税优惠税率。

瑞丰印刷将在以下方面仍符合高新技术企业的认定标准：

高新技术企业认定标准	瑞丰印刷实际情形
（一）在中国境内（不含港、澳、台地区）注册的企业，近三年内通过自主研发、受让、受赠、并购等方式，或通过 5 年以上的独占许可方式，对其主要产品（服务）的核心技术拥有自主知识产权	瑞丰印刷拥有 11 项专利，瑞丰印刷对其主要产品（服务）的核心技术具有自主知识产权。
（二）产品（服务）属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围	瑞丰印刷已被认定的高新技术服务包括南京系列、云烟系列、娇子系列、苏烟系列及礼盒系列等。以上被认定为高新技术领域的产品和服务，2016 年后仍将继续销售。因此，瑞丰印刷的产品（服务）属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围。
（三）具有大学专科以上学历的科技人员占企业当年职工总数的 30% 以上，其中研发人员占企业当年职工总数的 10% 以上	2014 年至 2016 年 8 月 31 日，瑞丰印刷具有大专以上学历的科技人员占瑞丰印刷当年职工总数分别为：31.19%、31.76% 和 31.15%；其中研发人员占瑞丰印刷当年职工总数分别为：12.87%、12.26% 和 11.42%。符合认定条件。
（四）企业为获得科学技术（不包括人文、社会科学）新知识，创造性运用科学技术新知识，或实质性改进技术、产品（服务）而持续进行了研究开发活动，且近三个会计年度的研究开发费用总额占销售收入总额的比例符合要求。	根据 2016 年 1-8 月财务报表，瑞丰印刷研发费用为 485.19 万元，占同期营业收入的 4.13%。未来年度瑞丰印刷还将保持同等的研发投入水平，保证瑞丰印刷的技术水平和市场地位，未来瑞丰印刷的研发费用占销售收入均符合高新技术企业认定标准。
（五）高新技术产品（服务）收入占企业当年总收入的 60% 以上；	依据财务报表，2015 年瑞丰印刷高新产品（服务）收入 21,778.31 万元，占同期营业收入的 96.51%；2016 年 1-8 月瑞丰印刷高新产品（服务）收入为 11,183.68 万元，占同期营业收入的 95.29%。瑞丰印刷的收入主要来自于高新产品（服务）收入，瑞丰印刷高新技术产品（服务）收入占企业当年总收入的比例符合高新技术企业认定标准。
（六）企业研究开发组织管理水平、科技成果转化能力、自主知识产权数量、销售与总资产成长性等指标符合《高新技术企业认定管理工作指引》的要求。	作为高新技术企业，瑞丰印刷的研究开发组织管理水平、科技成果转化能力、自主知识产权数量、销售与总资产成长性均处于良好水平，并于 2015 年 7 月通过相关部门审核，获得高新技术企业证书。未来年度瑞丰印刷将进一步强化在研发组织、科技成果转化能力等方面的能力和投入。因此，瑞丰印刷的研发组织水平、科技成果转化等方面符合高新技术企业认定标准。

从上述高新技术企业认定的六大标准来看，瑞丰印刷在 2018 年通过高新技术企业复审的预期合理。

如果瑞丰印刷不能在 2018 年通过高新技术企业复审，瑞丰印刷将很可能不能继续享受企业所得税优惠税率。如果企业所得税税率从目前的 15% 上升至 25%，将给瑞丰印刷的盈利水平带来不利影响，评估值降为 58,133.47 万元，较现结果减少 5,619.78 万元。

四、根据重组预案披露显示，荷乐宾的各类固定资产，特别是主要设备的成新率普遍较低，请你公司说明目前荷乐宾相关固定资产是否满足其生产和运营需要、未来更换相关固定资产的计划，以及该因素对本次评估结果的影响。

荷乐宾主要从事 OVD 大卷箔膜的精加工，目前的设备基本可以满足该生产工艺的要求。与此同时，荷乐宾防伪标识生产线正在建设中。该生产线的主要生产设备为荷乐宾从德国引进的 6 台先进设备，具体情况如下：

序号	设备名称	生产厂家	数量	启用日期	账面价值	
					原值	净值
1	检测复卷机	德国库尔兹	2	2001/9/30	4,322,300.36	432,230.04
2	分切（复卷）机	德国库尔兹	2	2001/9/30	4,738,911.19	473,891.12
3	分切复卷机	德国库尔兹	1	2012/11/30	2,690,294.76	1,782,320.31
4	检测复卷机	德国库尔兹	1	2012/11/30	2,037,324.27	1,349,727.42
合计					13,788,830.58	4,038,168.89

上述进口设备的引进一方面是对公司原有设备的更新和补充，另一方面可以提升公司的生产技术和生产工艺，由于上述进口设备技术先进、性能良好，因此其经济使用年限远高于设备的会计折旧年限，能够满足公司较长时间的正常生产需要。该生产线筹建完成后，荷乐宾将具备整张 OVD 防伪标识及 OVD 二维码防伪标识生产能力，能够独立完成防伪标识生产的各个环节。未来几年荷乐宾资本性支出预测情况如下：

单位：万元

年度	2016 年 9-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
设备资本性支出	2.00	55.00	65.00	65.00	65.00	149.11	149.11

本次评估将在充分考虑上述资本性支出后得出评估最终结论。上述投入在转入固定资产后将分期计入折旧费用，但由于折旧费用分摊期间较长，因此对荷乐宾利润影响有限，不会对本次评估结果形成重大影响。

五、根据重组预案披露显示，瑞丰印刷原股东深圳市宝源发展实业有限公司（以下简称“深圳宝源”）曾对 2014 年至 2016 年瑞丰印刷基于深圳宝源开发的客户资源和拓展的销售渠道实现的业务收入作出承诺，后因未能兑现而将持有的瑞丰印刷全部股权转让给袁伍妹和深圳市轩建发投资发展有限公司（以下简称“深圳轩建发”），请你公司说明该次股权转让后，瑞丰印刷的客户资源和销售渠道是否受到影响，以及对本次瑞丰印刷评估结果的影响。

由于深圳宝源未能有效开发客户资源或拓展销售渠道，因此深圳宝源将股权转让给深圳轩建发后，瑞丰印刷的客户资源和销售渠道不会受到影响。

本次对瑞丰印刷进行评估时亦未考虑深圳宝源的客户资源及销售渠道。

六、请你公司列表说明瑞丰印刷、万浩盛和荷乐宾最近三年增减资及股权转让的原因、作价依据、作价与账面值的增减情况，以及瑞丰印刷最近三年估值情况与本次重组评估情况存在差异的原因。

1、瑞丰印刷、万浩盛和荷乐宾最近三年增减资及股权转让的原因、作价依据、作价与账面值的增减情况如下：

公司	时间	最近三年增减资及股权转让的原因、作价依据、作价与账面值的增减情况
瑞丰印刷	2014年5月增资	<p>2014年5月4日，瑞丰印刷将注册资本由2,000万元增加至7,000万元。原股东袁伍妹和深圳轩建发新增每1元注册资本对应的作价为1元。新股东深圳宝源，其新增每1元注册资本对应的作价为1.77元，该价格是以增资前瑞丰印刷的每1元注册资本对应的净资产1.17元作为依据，经全体股东协商确定。</p> <p>其中，袁伍妹和深圳轩建发以货币出资1,570.00万元，深圳宝源以实物出资1,632.79万元，以土地使用权出资1,797.21万元。昆明勤力资产评估有限公司已对深圳宝源出资的房屋、机器设备、土地使用权进行了评估，评估基准日为2013年11月30日，评估价值为6,082.52万元，其中固定资产4,285.31万元，无形资产1,797.21万元，并于2014年4月25日出具了勤力评报字（2014）第040号《资产评估报告》</p> <p>此次增资，是为了扩大瑞丰印刷生产经营规模，同时，为拓展客</p>

		户资源和销售渠道，引入新股东深圳宝源。因此，原股东以新增每 1 元注册资本对应的作价 1 元增资，新股东的增资价格以净资产为依据并适当溢价是合理的。
	2014 年 12 月增资	<p>2014 年 12 月 18 日，瑞丰印刷将注册资本由 7,000 万元增加至 11,450 万元。此次增资，所有股东新增每 1 元注册资本对应的作价为 1.60 元，该价格是以增资前瑞丰印刷的每 1 元注册资本对应的净资产 1.43 元作为依据，经全体股东协商确定。</p> <p>此次增资出资方式均为货币。</p> <p>此次增资，是为扩大瑞丰印刷生产经营规模，所有股东共享利益、共担风险，因此以相同的作价进行增资，以每 1 元注册资本对应的净资产 1.43 元作为依据并适当溢价是合理的。</p>
	2015 年 7 月股权转让	<p>2015 年 7 月 1 日，深圳宝源向深圳轩建发转让其持有的瑞丰印刷 6,870 万元股权，以 10,625.40 万元的价格转让给深圳轩建发，作价依据为瑞丰印刷截至 2015 年 6 月 30 日的账面净资产（未经审计）。本次交易未经评估。</p> <p>本次转让是由于深圳宝源未能实现其出资时约定的业务收入条件，按照袁伍妹、深圳轩建发分别于 2013 年 10 月 22 日、10 月 23 日与深圳宝源签署的《增资扩股协议书》及《昆明瑞丰印刷有限公司增资扩股补充协议》，由深圳轩建发回购深圳宝源持有的瑞丰印刷股权，转让价格按照账面净资产确定是合理的。</p>
	2016 年 8 月股权转让	<p>2016 年 8 月 28 日，深圳轩建发将其持有的瑞丰印刷部分股权 9,595.10 万元，以 14,872.405 万元的价格转让给重庆金嘉兴，作价依据为瑞丰印刷截至 2015 年 6 月 30 日的账面净资产（未经审计）。本次交易未经评估。</p> <p>重庆金嘉兴和深圳轩建发同为自然人吴瑞瑜实际控制的公司，本次股权转让系同一实际控制人控制下的公司之间的股权转让。重庆金嘉兴于 2016 年 8 月 26 日与重庆市酉阳土家族苗族自治县财政局（以下简称“酉阳财政局”）签订招商引资协议。根据重庆市酉阳土家族苗族自治县招商引资优惠政策（酉阳委发[2013]8 号），本次转让有利于股东享受更加优惠的政策支持。</p>
万浩盛	2014 年 11 月股权转让	<p>2014 年 11 月 3 日，万裕控股和万裕实业分别将持有的万浩盛 48% 和 1% 股权转让给瑞丰印刷。2014 年 11 月 28 日，万裕控股与瑞丰印刷签订股权转让协议，万裕控股将其持有的万浩盛 48 股普通股（占已发行股份的 48%）作价 6,955 万元人民币转让给瑞丰印刷。同日，作为“信托代持人”的万裕实业按照“实益拥有人”万裕控股的指示，与瑞丰印刷签订股权转让协议，将其代持的万浩盛 1 股普通股（占已发行股份的 1%）作价 145 万元人民币转让给瑞丰印刷。</p> <p>国众联资产评估土地房地产估价有限公司（以下简称“国众联”）以资产基础法对万浩盛股权进行评估，并出具国众联评报字（2014）2-535 号《资产评估报告》，以 2014 年 9 月 30 日为评估基准日，万浩盛 100% 股权对应的所有者权益评估值为 13,070.38 万元。</p> <p>本次股权转让作价以评估结果为参考，同时考虑万浩盛的持续经营及盈利能力，经股权转让双方协商后确定。本次股权转让系瑞丰印刷从自身发展角度出发，收购万浩盛股权，进而与荷乐宾产生形成业</p>

	务交叉互补。
荷乐宾	最近三年未发生增减资及股权转让情况

2、瑞丰印刷最近三年估值情况与本次重组评估情况的差异原因

时间	是否经评估	交易行为	交易对方	交易作价依据
2014年5月	未经评估	增资	袁伍妹	按照每1元注册资本对应的作价为1元
			深圳轩建发	
			深圳宝源	按照每1元注册资本对应的作价为1.77元
2014年12月	未经评估	增资	袁伍妹、深圳轩建发、深圳宝源	按照每1元注册资本对应的作价为1.60元
2015年7月	未经评估	转让	深圳轩建发	按照每1元注册资本对应的作价为1.55元
2015年11月	已经评估	转让	陕西金叶	以评估值为基础协商确定为64,820万元，即每1元注册资本对应的作价为5.66元
本次交易	正在进行	转让	陕西金叶	以评估值为基础协商确定为63,600万元，即每1元注册资本对应的作价为5.55元

从上表可以看出，2015年11月及本次交易作价高于瑞丰印刷的历史增资或转让价格。主要是以下原因造成的：

(1) 交易的原因不同。瑞丰印刷最近三年的增资行为，均是为扩大瑞丰印刷的生产经营规模、盈利能力和市场地位，2015年7月的转让行为是按照2013年10月签署的增资协议和补充协议执行的回购行为。本次转让是让渡瑞丰印刷的控制权，将优质资产注入上市公司，增强上市公司的盈利能力和市场地位，瑞丰印刷股东将丧失对其的控制权。

(2) 交易作价基础不同。除2015年11月外，瑞丰印刷最近三年的增资或转让均是以合作为基础，因此以瑞丰印刷的账面净资产金额为基础协商确定，各方共担风险和收益。本次交易是以瑞丰印刷的盈利能力为基础，按照收益法计算的评估结果为基础，交易各方协商确定。

(3) 承担的责任不同。除2015年11月外，瑞丰印刷最近三年增资或转让后，股东按照其持有的瑞丰印刷股份份额享有分红等收益权，并相应承担经营风险。深圳宝源由于未达到经营预期导致股权被回购，但是股东之间并不相互承担

业绩赔偿责任。本次交易中，交易对方需承担业绩承诺无法完成的风险，在极端情况下，一方面其让渡了对瑞丰印刷的控制权，另一方面其需要履行对上市公司的赔偿责任。

(4) 与 2015 年 11 月评估结果相比，本次同样采用收益法，瑞丰印刷股东全部权益评估价值为 63,753.25 万元，较前次评估值减少 3.55%。前后两次评估差异较小，未形成较大波动。

综上所述，本次交易中瑞丰印刷的交易价格具有合理性。

七、核查意见

经核查：独立财务顾问认为：

交易标的瑞丰印刷、万浩盛核心资产荷乐宾最近两年又一期主要产品的销量和单价、公司销售收入、成本、期间费用和毛利率的波动趋势合理，本次收益法下对相关指标的预估值符合上述波动趋势。

瑞丰印刷目前享有的税收优惠政策到期后继续享有该优惠的可能性较大，在未来通过高新技术企业复审的预期合理。若不能享受税收优惠政策，将给瑞丰印刷的盈利水平带来不利影响，评估值降为 58,133.47 万元，较现结果减少 5,619.78 万元。

目前荷乐宾的主要生产设备满足其生产和运营需要，荷乐宾已制定了设备资本性支出计划，本次评估结果已考虑了相应的资本性支出。

由于深圳宝源未能有效开发客户资源或拓展销售渠道，因此深圳宝源将股权转让给深圳轩建发后，瑞丰印刷的客户资源和销售渠道不会受到影响。本次评估结果亦未考虑深圳宝源的客户资源及销售渠道。

瑞丰印刷、万浩盛和荷乐宾最近三年增减资及股权转让的原因、作价依据、作价与账面值的增减真实合理。由于交易的原因不同、交易作价基础不同、承担的责任不同，瑞丰印刷最近三年估值情况与本次重组评估情况存在差异，本次交易中瑞丰印刷的交易价格具有合理性。

问题 12

根据重组预案披露显示，2016 年 8 月深圳轩建发将其持有的瑞丰印刷股权转让给重庆金嘉兴，请你公司披露该次股权转让的背景和原因、是否存在通过变更股东规避股东身份监管及其他相关监管的情况、是否存在经济纠纷或法律风险，以及对本次交易的影响；独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、2016 年 8 月深圳轩建发将其持有的瑞丰印刷股权转让给重庆金嘉兴，请你公司披露该次股权转让的背景和原因。

2016 年 8 月 28 日，深圳轩建发将其持有的瑞丰印刷 83.80% 股权作价 14,872.41 万元转让给重庆金嘉兴，双方于 2016 年 8 月 28 日签订《股权转让协议》，截至 2016 年 8 月 31 日，转让手续已完成。本次股权转让完成后，深圳轩建发不再持有瑞丰印刷股权，重庆金嘉兴持有瑞丰印刷 83.80% 股权。

本次股权转让的背景和原因主要包括以下几个方面：

（1）同一控制下的股权调整

重庆金嘉兴和深圳轩建发都是吴瑞瑜实际控制的公司，本次转让系优化股权结构而实施的同一实际控制人下的股权调整。

（2）招商引资优惠政策

重庆金嘉兴于 2016 年 8 月 26 日与重庆市酉阳土家族苗族自治县财政局（以下简称“酉阳财政局”）签订招商引资协议。酉阳财政局根据重庆市酉阳土家族苗族自治县招商引资优惠政策（酉阳委发〔2013〕8 号）及相关优惠政策，对于重庆金嘉兴在符合招商引资优惠政策的前提下给予相关优惠。鉴于此，吴瑞瑜将深圳轩建发持有的瑞丰印刷的股权转让给重庆金嘉兴。

二、是否存在通过变更股东规避股东身份监管及其他相关监管的情况。

根据深圳轩建发持有的深圳市市场监督管理局于 2016 年 5 月 24 日核发的《营业执照》及深圳轩建发的工商档案资料，深圳轩建发成立于 2010 年 11 月 24 日，企业类型为有限责任公司，经营范围为投资兴办实业（具体项目另行申

报)；投资发展信息咨询(不含人才中介服务、金融、证券及其它限制项目)；国内贸易；从事货物及技术的进出口业务。(法律、行政法规、国务院决定规定在登记前须经批准的项目除外)。

深圳轩建发的实际控制人为吴瑞瑜，吴瑞瑜为境内自然人。深圳轩建发不属于事业单位、高等院校或者外商投资或者境外机构控制等相关法律法规规定禁止、限制或者需取得相关部门批准方可投资境内企业的情形，深圳轩建发投资瑞丰印刷不存在违反相关法律、法规的情形。

根据查询深圳市市场监督管理局网站、全国法院被执行人网站及深圳轩建发的确认，深圳轩建发及其股东、董事、监事及高级管理人员未受过刑事处罚、与证券市场相关的行政处罚，也不存在涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁的情况；最近五年内，深圳轩建发及其股东、董事、监事及高级管理人员不存在未按期偿还大额债务、未履行承诺、被中国证监会采取行政监管措施或受到证券交易所纪律处分等情况。

因此，深圳轩建发、重庆金嘉兴均具有合法作为瑞丰印刷股东的身份资格，不存在通过变更股东规避股东身份监管及其他相关监管的情况。

三、是否存在经济纠纷或法律风险，以及对本次交易的影响。

2016年8月28日，深圳轩建发和重庆金嘉兴签订《股权转让协议》，就本次股权转让事宜进行了约定，于2016年8月30日办理工商变更登记手续。

上述《股权转让协议》系双方真实意思表示，股权转让价款已于2016年11月支付完毕，并已办理完毕工商变更登记手续，股权转让双方就上述股权转让不存在经济纠纷或法律风险。

四、核查意见

经核查，独立财务顾问认为：2016年8月深圳轩建发将其持有的瑞丰印刷股权转让给重庆金嘉兴是双方真实意思表示，是共同实际控制人吴瑞瑜基于个人股权调整、投资规划的考虑而进行，不存在通过变更股东规避股东身份监管及其他相关监管的情况，亦不存在经济纠纷或法律风险。重庆金嘉兴已合法拥有瑞丰印刷83.8%的股权，上述股权转让对本次交易不会造成不利影响。

问题 13

请你公司补充披露，报告期内瑞丰印刷的前五名客户是否发生重大变动、是否受同一实际控制人控制、瑞丰印刷是否存在销售严重依赖中国烟草总公司下属单位的情况，如是，请你公司说明其原因和应对措施并就此作风险提示；独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、请你公司补充披露，报告期内瑞丰印刷的前五名客户是否发生重大变动、是否受同一实际控制人控制、瑞丰印刷是否存在销售严重依赖中国烟草总公司下属单位的情况，如是，请你公司说明其原因和应对措施并就此作风险提示；

报告期内，如果将中国烟草总公司的下属单位合并计量，则瑞丰印刷在 2016 年 1-8 月、2015 年度和 2014 年度对各省市的中烟公司的销售收入分别为 10,118.62 万元、20,185.11 万元、17,297.44 万元，分别占报告期内瑞丰印刷主营业务收入的 87.67%、90.17%、87.71%。

瑞丰印刷的销售存在严重依赖中国烟草总公司及其下属单位的情况。这主要是由于我国烟草行业实行“统一领导，垂直管理，专营专卖”的管理制度造成的。各地卷烟生产企业隶属于中国烟草总公司，各地卷烟生产企业同时是烟标产品的最终用户。由于瑞丰印刷的主要业务是烟标印刷，因此中国烟草总公司的下属单位是其主要客户。

瑞丰印刷在发展主营业务时，不可避免的依赖于中国烟草总公司。为了降低依赖程度，减少客户单一性，瑞丰印刷已在报告期内开展非烟包装产品的生产工作，开发新的收入模式。

二、核查意见

经核查，独立财务顾问认为：瑞丰印刷的销售存在严重依赖中国烟草总公司及其下属单位的情况。这主要是由于我国烟草行业实行“统一领导，垂直管理，专营专卖”的管理制度造成的。各地卷烟生产企业隶属于中国烟草总公司，各地卷烟生产企业同时是烟标产品的最终用户。由于瑞丰印刷的主要业务是烟标印

刷,因此中国烟草总公司的下属单位是其主要客户。瑞丰印刷在发展主营业务时,不可避免的依赖于中国烟草总公司。为了降低依赖程度,减少客户单一性,瑞丰印刷已在报告期内开展非烟包装产品的生产工作,开发新的收入模式。

问题 14

根据重组预案披露显示,瑞丰印刷的产能利用率在 2014 年、2015 年和 2016 年 1-8 月都不足 40%,请你公司结合生产和销售模式解释目前产能利用率较低的原因、对公司成本支出的影响,以及提高产能利用率的措施及效果,并就此作风险提示;独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复:

一、公司结合生产和销售模式解释目前产能利用率较低的原因、对公司成本支出的影响,以及提高产能利用率的措施及效果,并就此作风险提示

2014 年、2015 年和 2016 年 1-8 月瑞丰印刷的产能利用率分别为 38.11%、39.67%和 28.76%。

烟标印刷企业的生产和销售均根据卷烟企业的生产任务通知执行,以销定产,自主安排及计划性较低。由于客户的生产计划存在不均衡性,标的公司的即时产能需要满足高峰阶段的计划量。因此,为保证能在卷烟企业下达订单时及时满足卷烟企业的供货要求,需要足够的生产能力来满足短时间内生产大量产品的能力。但相应的,在生产、销售淡季造成产能闲置,从而降低了综合产能利用率。

除此之外,由于瑞丰印刷的主要生产设备较为先进,成新率较高,生产效率高,单位时间的产能高,进而使得整个会计年度内产能利用率较低。产能利用率低对标的公司成本支出形成一定的压力,部分设备在生产淡季闲置相对增加了折旧、维护、保养等成本。

报告期内,标的公司的主要客户为卷烟企业。由于卷烟企业具有严格的市场准入机制,在短期内大幅度拓展卷烟企业客户渠道有一定的难度。因此,为了提高产能利用率,瑞丰印刷在报告期内承接非烟包装产品的生产,以分摊部分固定成本。为了减小卷烟企业下达生产计划和供货时间集中造成的产能利用率较低的影响,标的公司已经与部分烟标印刷企业签订了受托加工的框架协议,对于部分

优势产品和掌握领先技术的生产环节扩大受托加工烟标的业务量, 进一步增加产销量, 在尽可能保证毛利率的同时提高产能利用率。

二、核查意见

经核查, 独立财务顾问认为: 报告期内, 瑞丰印刷存在产能利用率不足的风险, 对企业成本支出形成一定的压力。烟标印刷企业在生产与销售中受卷烟企业下达生产任务的影响较大, 间接造成了产能利用率较低。瑞丰印刷通过与部分卷烟企业签订框架协议、承接非烟包装产品的生产分摊固定成本, 同时加大优势产品的加工量, 在尽可能保证毛利率的同时提高产能利用率。

(以下无正文)

（本页无正文，为《西部证券股份有限公司关于深圳证券交易所〈关于对陕西金叶科教集团股份有限公司的重组问询函〉之专项核查意见》之盖章页）

西部证券股份有限公司

2016年11月18日