

中铭国际资产评估（北京）有限责任公司

关于《通化葡萄酒股份有限公司对上海证券交易所<关于对通化葡萄酒股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函>回复报告》

之

核查意见

上海证券交易所：

中铭国际资产评估（北京）有限责任公司（以下简称“中铭国际”）现就贵所出具的《关于对通化葡萄酒股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》（上证公函[2018]第 0205 号）提及的需评估师核实的相关事项进行了核查，并发表本专项核查意见。

问题 1、预案披露，本次交易标的资产 100%股权预估值 7.83 亿元，增值率 696.34%。公司 2015 年增资收购该标的资产 51%股权时，增资价格对应的标的资产 100%股权估值约 1 亿元，前后差异较大。请公司结合标的资产 2015-2017 年各年度营业收入、净利润、经营活动现金净流量数据，说明标的资产估值大幅增加的原因和合理性，与标的资产业绩增长是否一致。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

一、标的资产此次整体估值 7.83 亿元，较前次估值大幅增加的主要原因如下：

1、白酒行业景气度改善

2012 年以来，白酒行业受到限制“三公消费”等政策的影响，公务消费急

剧下降，白酒需求的大幅下降令行业进入深度调整期。经过深度调整，行业自身积累的问题得以解决，渠道库存得以清理，产品结构得以持续改善。受益于消费升级，大众消费得以有效承接，整个行业开始以更健康、更良性的姿态得以复苏。根据中国产业信息网数据显示，截至 2017 年 10 月白酒行业累计产量 1,048.6 万千升，同比增长 5.6%，白酒上市公司前三季度收入同比增长 29.84%，归属于母公司净利润同比增长 42.60%，上市公司收入和利润增速自行业回暖以来呈持续加速状态，行业景气度持续改善。

2、酒类产品的电子商务渠道超预期发展

根据中国产业信息网数据，2014 年-2016 年中国酒类电商交易规模分别为 110 亿元、180 亿元、290 亿元，预测 2017 年度将达到 450 亿元，酒类电商行业发展迅猛。2014 年中国酒类电商交易规模占酒类终端市场销售额的 1.25%，预测 2017 年度占比提升至 4.16%，电商渠道在酒类销售业务中占据了重要地位。

3、九润源经营规模、效益和抗风险能力显著提升

单位：万元

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入	40,943.47	51,549.41	83,641.99
净利润	2,658.29	3,654.67	4,200.50
前次收购业绩承诺金额	2,500.00	3,000.00	3,500.00
经营活动产生的现金流量净额	-9,049.83	-29,116.48	-56,382.80

前次并购时九润源资产规模较小，行业市场占有率较低，经过近三年的发展，九润源已发展成白酒类电子商务知名企业，市场规模逐渐增长，抗风险能力提升。

2017 年，九润源实现销售收入 83,641.99 万元，较 2014 年增长 377.87%；实现净利润 4,200.50 万元，较 2014 年增长 237.72%。2015 年-2017 年，九润源净利润累计较前次收购的承诺利润高出 16.82%。

国内相关主流电子商务平台在收货、结算、付款等方面存在一定时间间隔，同时相关主流电子商务平台以旗下保理机构向供应商提供保理服务，形成未结算款项等负债，并以此作为一种结算方式。九润源与相关主流电子商务平台旗下企

业形成保理融资，上述保理融资部分通过直接冲销九润源对主流电商平台应收款项来归还。通过冲销应收账款的方式进行还款导致应收账款回款产生的“销售商品、提供劳务收到的现金”和“支付其他与筹资活动有关的现金”同时减少，使得经营活动净现金流为负，筹资活动净现金流为正。九润源通过使用该保理服务，极大的提高了资金使用效率和存货周转率，有效支持了业务的快速发展。

4、九润源核心竞争力的较大提升

(1) 九润源与主流电商平台、品牌酒类生产企业的合作全面成熟

A、主流平台合作时间

客户名称	合作时间
北京京东世纪贸易有限公司	2012 年-至今
上海天翌电子商务有限公司（天猫超市）	2014 年-至今
江苏苏宁易购电子商务有限公司	2013 年-至今
中粮海优（北京）有限公司	2012 年-至今
亚马逊（中国）投资有限公司	2012 年-至今

B、品牌酒类生产企业合作时间

供应商名称	合作时间
贵州习酒电子商务有限公司	2013 年-至今
湖北劲牌皇宫酒业有限公司	2012 年-至今
樟树市四特东方韵酒业有限公司	2012 年-至今
安徽古井云商电子商务有限公司	2012 年-至今
江苏蓝色梦想电子商务有限公司（洋河、双沟）注	2012 年-至今

注：2017 年之前同苏酒集团贸易股份有限公司（以下简称“苏酒贸易”）签订合同。2017 年苏酒贸易设立全资子公司江苏蓝色梦想电子商务有限公司（以下简称“蓝色梦想”），所有合同与蓝色梦想签订。

前次公司启动收购九润源 51%股权时，九润源与主流电商平台、品牌酒类生产企业的业务合作均不足三年，处于合作模式的初步发展阶段。经过三年的发展，九润源与上述主要电子商务平台、品牌酒类生产企业已经历 5-6 年的稳定合作，

业务模式进入全面成熟阶段，抗风险能力有较大提升。

(2) 有序拓展新兴电子商务平台、开拓新的品牌酒类生产企业

近年来，九润源继续致力于全渠道营销网络体系的构建，一方面通过对口电商平台建立精品、保真的企业形象，另一方面通过更加扁平化的旗舰店迅速占领销售终端，在继续发展传统大流通渠道的同时，开拓新兴业务渠道，避免对单一方式的依赖，进一步强化了九润源的市场影响力和竞争力，既赢得了消费者的青睐，也增强了与上游酒厂合作过程中的话语权。报告期内，九润源开拓一些新兴电子商务渠道，主要包括：

客户名称	合作时间
唯品会	2017 年-至今
杭州优卖网络科技有限公司（网易考拉）	2016 年-至今
京东新通路	2016 年-至今

同时，九润源也持续致力于精品酒水全品类产品体系满足市场多样化需求，提升核心竞争力、降低经营风险。

一方面，九润源继续扩大酒类优势品牌的种类，丰富线上运营的酒类品牌，扩大市场影响力，降低单一品牌的占比，报告期内新增的主要品牌酒类情况如下：

供应商名称	合作时间
陕西西凤酒营销有限公司	2016 年-至今
通化葡萄酒股份有限公司	2015 年-至今
北京红星酒业有限公司	2016 年-至今
上海健特酒业有限公司（黄金酒）	2017 年-至今
山西杏花村汾酒集团有限责任公司汾青酒厂	2017 年-至今

另一方面，九润源创造了与厂商新的联合开发模式，差异化竞争，丰富具有九润源特色和互联网消费习惯的产品。报告期内，九润源与厂商合作定制的产品“习酱”系列获得了良好的市场认可度，2017 年全年实现 4,764.22 万元销售。随着行业经验的累积，新的合作模式探索为九润源提供了新的业务增长点和竞争力。

（3）九润源的行业知名度显著提高

近年来，随着九润源销售规模的扩大、团队的共同努力，九润源品牌知名度得到了显著提升，具体情况如下：

时间	颁奖单位	获奖公司	奖项名称
2015 年度	安徽古井贡酒股份有限公司	北京九润源电子商务有限公司	优秀经销商-贡献奖
2015 年度	北京通州物流基地管理委员会	北京九润源电子商务有限公司	优秀企业
2015 年度	贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司	北京九润源电子商务有限公司	君之菊奖
2016 年度	京东商城消费品事业部	北京九润源电子商务有限公司	年度合作伙伴奖
2016 年度	安徽古井贡酒股份有限公司	北京九润源电子商务有限公司	优秀经销商-综合贡献奖、功勋奖
2016 年度	贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司	北京九润源电子商务有限公司	优秀经销商
2017 年度	京东商城消费品事业部	北京九润源电子商务有限公司	京东超市百亿俱乐部荣誉成员
2017 年度	京东商城	北京九润源电子商务有限公司	2017 年度东联计划 TOP KA 合作伙伴
2017 年度	安徽古井贡酒股份有限公司	北京九润源电子商务有限公司	优秀经销商-综合贡献奖
2017 年度	贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司	北京九润源电子商务有限公司	杰出经销商

（4）九润源在运用主流电子商务平台提供的供应链金融服务方面日趋成熟

随着电商平台业务的多元化发展，国内相关主流电子商务平台在收货、结算、付款等方面存在一定时间间隔，同时相关主流电子商务平台以旗下保理机构向供应商提供保理等供应链金融服务。经过多年发展，九润源对主流电子商务平台提

供的保理等供应链金融服务有了充分认识，在经营管理中，对资金筹划与成本控制、存货与采购管理等方面进行了优化，使之适应主流电子商务平台提供的供应链金融服务。由此，九润源通过使用该保理的供应链金融服务，提高了资金使用效率和存货周转率，有效支持了业务规模的快速发展。

（5）九润源运营管理能力得到较大提升

经过多年的发展，九润源已经能够更精准的对客户群体进行分类，并针对每个群体的购买习惯进行量化分析；通过大数据分析，九润源能够预判库房备货数量，实现以销定采，协助各供应商提高存货周转率，减少仓储、运输费用。并在促销活动前能精准计算促销推广费用、促销效果、覆盖广度和深度、备货数量、物流压力等。通过优化产品采购供应管理、配送管理，提升客户需求的满意度和响应效率，实现对市场的快速反应，提高了整体竞争力。

综上，近年来，在白酒景气度回升、酒类产品的电子商务渠道快速发展的背景下，九润源不断提升自身经营管理能力、持续发展优化业务模式，核心竞争力和行业知名度显著提升，报告期内九润源业务规模和经营效益显著提升。这为九润源未来业务和净利润持续保持快速增长奠定了坚实基础。因此，本次资产估值大幅增加具有合理性，与标的资产业绩增长保持一致。

评估机构经核查后认为：评估师预测标的公司未来现金流时，考虑到白酒市场近年来发生的变化以及白酒电商的快速发展，结合九润源自身发展势头良好，未来发展空间较大，此次评估值增加合理，与其业绩增长一致。

（以下无正文）

（本页无正文，为《中铭国际资产评估（北京）有限责任公司关于上海证券交易所<关于对通化葡萄酒股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函>之核查意见》之签章页）

中铭国际资产评估（北京）有限责任公司

2018 年 3 月 19 日