

中信证券股份有限公司

关于广东冠豪高新技术股份有限公司
换股吸收合并佛山华新包装股份有限公司
并募集配套资金暨关联交易

之

估值报告



中信证券股份有限公司
CITIC Securities Company Limited

二〇二〇年十一月

声 明

一、本报告分析对象为广东冠豪高新技术股份有限公司（以下简称“冠豪高新”）与佛山华新包装股份有限公司（以下简称“粤华包”），相关资料来源于公开信息。

二、本报告为中信证券股份有限公司（以下简称“中信证券”）根据《上市公司重大资产重组管理办法（2020年修订）》《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（2018年修订）》等上市公司重大资产重组相关法规和规范性文件的要求出具，供冠豪高新董事会参考。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

三、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

四、尽管本报告是基于和倚赖报告中所涉及的公开信息的准确性和完整性而准备的，中信证券对任何前述信息的使用并不代表其已独立地进行核实或表示同意。本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对合并双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，未对合并双方未来任何策略性、商业性决策或发展前景发表任何意见、预测和保证，亦未对其他任何事项发表意见。本报告以报告内所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。对投资者根据本报告作出的任何投资决策（包括但不限于买入、卖出和持有）可能产生的风险或损失，中信证券不承担任何责任。

六、在形成本报告的过程中，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。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，投资者应及时就其投资组合咨询其各自的股票经纪人、律师、会计师、税务顾问或其它专业顾问。

七、中信证券未委托或授权其他任何机构和个人提供未在本报告中列载的信息和对本报告做任何解释或说明。未经中信证券事先书面同意，任何人不得在任

何时间、为任何目的、以任何形式复制、分发或者摘录本报告或其任何内容；对于本报告可能存在的任何歧义，仅中信证券自身有权进行解释。

八、本报告仅供冠豪高新换股吸收合并粤华包并募集配套资金暨关联交易（以下简称“本次交易”）使用，不得用于任何其他目的，对于本报告的结论，需结合本报告以及本次交易的其他披露文件的整体内容一并进行考虑。中信证券特别提请广大投资者认真阅读就本次交易事项披露的相关公告，查阅有关文件。

九、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的术语简称应具有《广东冠豪高新技术股份有限公司换股吸收合并佛山华新包装股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》对该等术语所规定的含义。

十、本报告中部分合计数若出现与各加数直接相加之和在尾数上有差异，均为四舍五入所致；本报告所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，均指合并报表口径的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。

第一章 背景情况介绍

一、合并双方概况

冠豪高新是一家 A 股上市公司，主营业务为热敏材料、不干胶标签材料、热升华转印纸以及无碳纸等产品的生产。截至 2020 年 6 月 30 日，冠豪高新的总股本为 1,271,315,443 股，冠豪高新的控股股东中国纸业投资有限公司（以下简称“中国纸业”）持有冠豪高新 331,766,503 股，占冠豪高新总股本的 26.10%。

粤华包是一家 B 股上市公司，主营业务为高档涂布白卡纸、造纸化工品、彩色印刷品的研发、生产制造和销售业务。截至 2020 年 6 月 30 日，粤华包的总股本为 505,425,000 股，粤华包的控股股东佛山华新发展有限公司（以下简称“华新发展”）持有粤华包 329,512,030 股股份，占粤华包总股本的 65.20%。

合并双方具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《广东冠豪高新技术股份有限公司换股吸收合并佛山华新包装股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》。

二、本次交易方案

（一）方案概要

冠豪高新拟以发行A股的方式换股吸收合并粤华包，即冠豪高新作为合并方，向粤华包的所有换股股东发行A股股票交换该等股东所持有的粤华包股票；同时，冠豪高新拟采用询价发行方式向不超过35名特定投资者非公开发行A股股份募集配套资金不超过5亿元。

本次换股吸收合并完成后，粤华包将终止上市并注销法人资格，冠豪高新将承继及承接粤华包的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。冠豪高新因本次换股吸收合并所发行的A股股票将申请在上交所主板上市流通。

本次交易方案中，本次换股吸收合并不以募集配套资金的成功实施为前提，最终募集配套资金成功与否不影响本次换股吸收合并的实施。

（二）本次合并的换股价格与换股比例

本次交易的定价基准日为2020年9月23日（合并双方首次董事会决议公告日），根据《上市公司重大资产重组管理办法》的相关规定，经双方协商最终确定，冠豪高新换股价格为定价基准日前20个交易日的A股股票交易均价，即3.62元/股，若冠豪高新自定价基准日起至换股日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则上述换股价格将作相应调整。粤华包换股价格以定价基准日前20个交易日的B股股票交易均价2.86港元/股为基础，并在此基础上给予60.49%的溢价，也即4.59港元/股。采用B股停牌前一交易日即2020年9月8日中国人民银行公布的人民币兑换港元的中间价（1港元=0.8821人民币）进行折算，折合人民币4.05元/股，若粤华包自定价基准日起至换股日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则上述换股价格将作相应调整。

每1股粤华包股票可以换得冠豪高新股票数=粤华包的换股价格/冠豪高新的换股价格（计算结果按四舍五入保留四位小数）。根据上述公式，粤华包与冠豪高新的换股比例为1:1.1188，即每1股粤华包股票可以换得1.1188股冠豪高新股票。

自定价基准日至换股日（包括首尾两日），除合并双方任一方发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项或者发生按照相关法律、法规或监管部门的要求须对换股价格进行调整的情形外，换股比例在任何其他情形下均不作调整。

（三）冠豪高新异议股东的保护机制

冠豪高新异议股东指在参加冠豪高新为表决本次合并而召开的股东大会就关于本次合并方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和就关于本次合并双方签订合并协议的相关议案表决时均投出有效反对票，并且一直持续持有代表该反对权利的股份直至冠豪高新异议股东收购请求权实施日，同时在规定时间内履行相关申报程序的冠豪高新的股东。

为保护冠豪高新股东利益，减少本次合并后冠豪高新股价波动对投资者的影响，根据《公司法》及《广东冠豪高新技术股份有限公司章程》的相关规定，本次合并中将赋予冠豪高新异议股东收购请求权。

中国纸业（包括其下属公司）及/或其指定的无关联第三方向冠豪高新异议股东提供收购请求权，收购请求权提供方将在审议本次合并的股东大会召开前确定并公告。在此情况下，该等冠豪高新异议股东不得再向任何同意本次合并的冠豪高新的股东主张收购请求权。

冠豪高新异议股东收购请求权价格为冠豪高新A股股票停牌前20个交易日（即定价基准日前20个交易日）的A股股票交易均价，即3.62元/股。若冠豪高新自定价基准日至收购请求权实施（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项，则收购请求权价格将做相应调整。

行使收购请求权的冠豪高新异议股东，可就其有效申报的每一股冠豪高新股票，在收购请求权实施日，获得由收购请求权提供方按照收购请求权价格支付的现金对价，同时将相对应的股份过户到收购请求权提供方名下。收购请求权提供方应当于收购请求权实施日受让冠豪高新异议股东行使收购请求权的全部冠豪高新股份，并相应支付现金对价。

登记在册的冠豪高新异议股东行使收购请求权需同时满足以下条件：①就冠豪高新股东而言，在冠豪高新关于本次合并的股东大会上就关于本次合并方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和就关于本次合并双方签订合并协议的相关议案表决时均投出有效反对票；②自冠豪高新审议本次合并的股东大会的股权登记日起，作为有效登记在册的冠豪高新股东，持续持有代表该反对权利的股票直至收购请求权实施日；③在收购请求权申报期内成功履行相关申报程序。满足上述条件的股东仅有权就其投出有效反对票的股份申报行使收购请求权。冠豪高新异议股东在本次冠豪高新换股吸收合并股东大会股权登记日之后发生股票卖出行为（包括但不限于被司法强制扣划等）的，享有收购请求权的股份数量相应减少；冠豪高新异议股东发生股票买入行为的，享有收购请求权的股份数量不增加，该等股份不享有收购请求权。

持有以下股份的登记在册的冠豪高新异议股东无权就其所持股份主张行使收购请求权：①存在权利限制的冠豪高新股份，如已设定了质押、其他第三方权利或被司法冻结等法律法规限制转让的股份；②其合法持有人以书面形式向冠豪

高新承诺放弃冠豪高新异议股东收购请求权的股份；③其他根据适用法律不得行使收购请求权的股份。

已提交冠豪高新股票作为融资融券交易担保物的冠豪高新异议股东，须在收购请求权申报期截止日前将冠豪高新股份从证券公司客户信用担保账户划转到其普通证券账户中，方能行使收购请求权。已开展约定购回式证券交易的冠豪高新异议股东，须在收购请求权申报期截止日前及时办理完提前购回手续，方可行使收购请求权。

如果本次合并方案未能获得合并双方股东大会或相关监管部门、政府部门的批准或核准，导致本次合并最终不能实施，则冠豪高新异议股东不能行使收购请求权，也不能就此向合并双方主张任何赔偿或补偿。

关于收购请求权的详细安排（包括但不限于收购请求权实施日，收购请求权的申报、结算和交割等）将由冠豪高新与收购请求权提供方协商一致后确定，并将依据法律、法规以及上交所的规定及时进行信息披露。

（四）粤华包异议股东的保护机制

粤华包异议股东指在参加粤华包为表决本次合并而召开的股东大会上就关于本次合并方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和就关于本次合并双方签订合并协议的相关议案表决时均投出有效反对票，并且一直持续持有代表该反对权利的股份直至粤华包异议股东现金选择权实施日，同时在规定时间内履行相关申报程序的粤华包的股东。

为充分保护粤华包全体股东特别是中小股东的权益，本次合并将向粤华包异议股东提供现金选择权。

中国纸业（包括其下属公司）及/或其指定的无关联第三方向粤华包异议股东提供现金选择权，现金选择权提供方将在审议本次合并的股东大会召开前确定并公告。在此情况下，该等粤华包异议股东不得再向粤华包或任何同意本次合并的粤华包的股东主张现金选择权。

粤华包异议股东现金选择权价格为粤华包B股股票停牌前20个交易日（即定价基准日前20个交易日）的B股股票交易均价，即2.86港元/股，采用B股停牌前

一交易日期即2020年9月8日中国人民银行公布的人民币兑换港元的中间价（1港元=0.8821人民币）进行折算，折合人民币2.52元/股。若粤华包自定价基准日至现金选择权实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则现金选择权价格将做相应调整。

行使现金选择权的粤华包异议股东，可就其有效申报的每一股粤华包股票，在现金选择权实施日，获得由现金选择权提供方按照现金选择权价格支付的现金对价，同时将相对应的股份过户到现金选择权提供方名下。现金选择权提供方应当于现金选择权实施日受让粤华包异议股东行使现金选择权的全部粤华包股票，并相应支付现金对价。现金选择权提供方通过现金选择权而受让的粤华包股票将在本次合并方案实施日全部按换股比例转换为冠豪高新为本次合并所发行的A股股票。

登记在册的粤华包异议股东行使现金选择权需同时满足以下条件：①在粤华包关于本次合并的股东大会上就关于本次合并方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和就关于本次合并双方签订合并协议的相关议案表决时均投出有效反对票；②自粤华包审议本次合并的股东大会的股权登记日起，作为有效登记在册的粤华包股东，持续持有代表该反对权利的股票直至现金选择权实施日；③在现金选择权申报期内成功履行相关申报程序。满足上述条件的股东仅有权就其投出有效反对票的股份申报行使现金选择权。粤华包异议股东在本次粤华包换股吸收合并股东大会股权登记日之后发生股票卖出行为（包括但不限于被司法强制扣划等）的，享有现金选择权的股份数量相应减少；粤华包异议股东发生股票买入行为的，享有现金选择权的股份数量不增加，该等股份不享有现金选择权。

持有以下股份的登记在册的粤华包异议股东无权就其所持股份主张行使现金选择权：①存在权利限制的粤华包股份，如已设定了质押、其他第三方权利或被司法冻结等法律法规限制转让的股份；②其合法持有人以书面形式向粤华包承诺放弃粤华包异议股东现金选择权的股份；③其他根据适用法律不得行使现金选择权的股份。上述无权主张现金选择权的股份将于换股日按照换股比例转换成冠豪高新发行的股票。

已提交粤华包股票作为融资融券交易担保物的粤华包异议股东，须在现金选择权申报期截止日前将粤华包股票从证券公司客户信用担保账户划转到其普通证券账户中，方能行使现金选择权。已开展约定购回式证券交易的粤华包异议股东，须在现金选择权申报期截止日前及时办理完提前购回手续，方可行使现金选择权。

如果本次合并方案未能获得合并双方股东大会或相关监管部门、政府部门的批准或核准，导致本次合并最终不能实施，则粤华包异议股东不能行使现金选择权，也不能就此向合并双方主张任何赔偿或补偿。

关于现金选择权的详细安排（包括但不限于现金选择权实施日，现金选择权的申报、结算和交割等）将由粤华包与现金选择权提供方协商一致后确定，并将根据法律、法规以及深交所的规定及时进行信息披露。

三、本次交易的背景和目的

（一）本次交易的背景

1、深化国有企业改革，鼓励并购重组

我国正处于全面深化改革的战略机遇期。党的十九大报告指出，要完善各类国有资产管理体制，改革国有资本授权经营体制，加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，促进国有资产保值增值，推动国有资本做强做优做大，有效防止国有资产流失；深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。按照党的十九大战略部署，新一轮的国有企业改革正在全面展开。

近年来，国家发布多项政策，积极推动国有企业实施战略性重组，提高国有资产证券化水平和上市公司整体质量。2015年8月，中共中央、国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》，提出“支持企业依法合规通过证券交易、产权交易等资本市场，以市场公允价格处置企业资产，实现国有资本形态转换。”2015年8月31日，中国证监会、财政部、国务院国资委和中国银行业监督管理委员会等四部委联合发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，提出“鼓励国有控股上市公司依托资本市场加强资源整合，调整优化产

业布局结构，提高发展质量和效益。有条件的国有股东及其控股上市公司要通过注资等方式，提高可持续发展能力。支持符合条件的国有控股上市公司通过内部业务整合，提升企业整体价值。”

2015年10月25日，国务院发布了《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》，明确推进国有资本优化重组，加快推动国有资本向重要行业、关键领域、重点基础设施集中，向前瞻性战略性新兴产业集中，向产业链关键环节和价值链高端领域集中，向具有核心竞争力的优势企业集中。

本次交易属于诚通集团内部造纸板块的重组整合，旨在优化旗下造纸产业的布局，通过整合冠豪高新及粤华包，优化中国纸业广东省内造纸产业布局，有效提升公司核心竞争力，最终实现国有资产的保值增值。

2、顺应造纸行业发展趋势，整合造纸业务优质资产

当前，国内造纸行业面临发展机遇，也存在竞争加剧的挑战：一方面，随着“限塑令”趋严、消费升级影响，生态环保及可持续的纸制产品成为市场发展方向，具有发展潜力；另一方面，造纸产业集中度持续提升，行业竞争加剧，产业资源向头部企业、向区位优势地区转移的趋势非常明显。

诚通集团是经国务院国资委批准的唯一拥有林浆纸生产、开发并利用主业的央企，也是国资委确定的国有资本运营公司试点之一；作为诚通纸业板块的运营平台，中国纸业下属造纸上市公司产品涵盖文化类印刷用纸、涂布白板纸、白卡纸、无碳复写纸、热敏纸、不干胶标签纸等多个品种。中国纸业下属造纸上市公司中，冠豪高新和粤华包均位于广东省，本次交易通过整合重组，提升发展活力空间较大。

此次冠豪高新吸收合并粤华包，有利于中国纸业采用市场化方式实现内部存量优质资产快速整合，降低管理运行成本，提高上市公司质量，顺应造纸行业发展趋势。

（二）本次交易的目的

1、解决 B 股历史遗留问题，改善粤华包融资渠道

粤华包 B 股于 2000 年在深交所上市，其后由于我国 B 股市场融资功能受限，粤华包上市后一直无法通过资本市场融资。同时，粤华包 B 股股票流动性较弱、股票估值显著低于 A 股同行业上市公司水平，不利于公司发展及维护中小股东权益。面对激烈的行业竞争和新的行业发展趋势，冠豪高新换股吸收合并粤华包，有利于解决 B 股上市公司长期以来的历史遗留问题，将公司打造成盈利能力更强、更加优质的上市公司。

2、实现协同发展，加速打造具有市场领导地位的国际化纸业集团

冠豪高新主要产品为热敏纸、热升华转印纸、不干胶、无碳复写纸等高端特种纸，是以“涂布”技术为核心的行业领军企业；粤华包主要生产高档涂布白卡纸，“红塔”牌涂布白卡纸在国内外白卡纸行业中具有品质领先地位，代表着中国涂布白卡纸技术及产品的最高水平，两家上市公司核心技术协同效应显著。

同时，两家上市公司的主要生产基地均位于广东，生产原材料亦重叠，合并后有利于双方在采购、研发、生产及物流渠道等方面最大化发挥规模效应和协同效应。合并后的上市公司可充分利用冠豪高新湛江东海岛基地，集中打造中国纸业高端产品发展基地，实现上市公司生产规模、产品品种、技术实力及管理运营的全方位提升，进而进一步增强上市公司的核心竞争力及持续盈利能力。

因此，本次交易有助于进一步发挥中国纸业下属造纸业务的资源整合优势和规模效应，实现中国纸业加速打造具有较强核心竞争力及市场领导地位的综合性国际化纸业集团的战略目标。

3、募集配套资金，引入社会投资人，推动混合所有制改革

本次交易将在吸收合并完成后募集配套资金，募集所得资金可用于整合后上市公司发展、提升效益。通过引入外部社会投资人，深化上市公司混合所有制改革，优化治理结构，进一步放大国有资本的影响力和控制力，推动存续公司资产规模扩大、业务收入增长、盈利能力提升，持续提升存续公司整体竞争实力。

四、报告目的

本报告的目的是为冠豪高新董事会提供参考，分析本次交易的定价是否公允、合理以及是否存在损害公司及其股东利益的情形。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

五、报告基准日

本次估值报告基准日同本次吸收合并定价基准日，系冠豪高新及粤华包审议本次吸收合并有关事宜的首次董事会决议公告日，即 2020 年 9 月 23 日。本报告所引用的市场价格数据截至 2020 年 9 月 22 日（冠豪高新及粤华包审议本次吸收合并有关事宜的首次董事会决议公告日前 1 交易日）。

第二章 报告假设

一、一般假设

(一) 公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

(二) 持续经营假设

持续经营假设是以企业持续、正常的生产经营活动为前提，在可以预见的未来，企业将会按当前的规模和状态持续经营下去，不会停业，也不会大规模削减业务。

二、特殊假设

1、本报告假设报告基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

3、相关公司在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。

4、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

5、本报告假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。

第三章 估值思路及方法选择

从并购交易的实践操作来看，一般可通过可比公司法、现金流折现法、可比交易法等方法进行交易价格合理性的分析。

可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数（如市盈率倍数、市净率倍数、市销率倍数等）作为参考，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对交易标的进行估值。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立并运用合理财务模型，对预期收益，如现金流等进行预测；其次，针对相关公司的特点及现金流的口径，选取合理的折现率，以预期收益为基础，对现金流进行折现，通过估算预期收益的现值，得到交易标的企业或股权价值。

可比交易法的选择与公司同行业、在估值前一段合适时期已完成被投资、并购的公司，基于其融资或并购交易价格作为参考，从中获取有用的财务或非财务数据，据此进行分析，得到交易标的企业价值或股权价值。

以上三种方法的优点、缺点以及适用性如下：

可比公司法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括趋势、业务风险、发展速度等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得。其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。

现金流折现法的优点在于从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把合并后的经营战略、协同效应结合到模型中；可以处理大多数复杂的情况。其缺点在于，财务模型中变量较多、假设较多；估值主要基于关于未来假设且较敏感，波动性较大，可能会影响预测的准确性；具体参数取值难以获得非常充分的依据。

可比交易法的优点在于，该方法以可比公司近期已完成的实际交易的价格为基础，估值水平比较确定且容易获取。其缺点在于，市场上没有两项交易在标的公司的风险及成长性方面是完全相同的，由于下列因素：1) 标的公司业务规模、

特质及组成不同；2) 交易的股权比例不同；3) 标的公司自身发展程度不同；4) 所采用会计准则不同；5) 对标的公司发展预期不同，如何对历史交易价格进行调整得出对于相关公司现时价值具有较高的不确定性。

本次交易中，合并双方均为上市公司，在合并完成之前，受上市监管及商业保密限制不能提供更为详细的财务资料及未来盈利及现金流预测，并且公布未来盈利及现金流预测可能会引起股价异动，增加本次合并成功的不确定性，因此本次合并未进行盈利及现金流预测。因缺乏相关的可靠的财务预测数据，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

本次合并属于公开市场合并，冠豪高新、粤华包分别作为上交所、深交所上市公司，在资本市场已有较为成熟的价值评估体系，并且本次交易形式在市场上存在可比案例，故本次交易主要采用可比公司法和可比交易法估值分析本次交易作价的公允性与合理性。同时，交易双方股票在二级市场已经形成历史交易价格，本次估值与定价也结合了合并双方的历史股价、A股较B股平均溢价率等多项因素。

第四章 合并双方换股价格合理性分析

一、市场参考价的选择

本次合并中，冠豪高新、粤华包换股价格均以定价基准日前 20 个交易日股票交易均价作为基础。

(一)以定价基准日前 20 个交易日交易均价作为定价基础符合《重组管理办法》要求，最能反映市场最新交易情况

根据《重组管理办法》，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。换股吸收合并涉及上市公司的，上市公司的股份定价及发行按照前述规定执行。

冠豪高新和粤华包可供选择的 market 参考价如下：

项目	冠豪高新（元/股）	粤华包 B（港元/股）
停牌前 20 个交易日均价	3.62	2.86
停牌前 60 个交易日均价	3.46	2.87
停牌前 120 个交易日均价	3.35	2.62

上述三个可供选择的 market 参考价的差异不大，定价基准日前 20 个交易日股票交易均价最能反映定价基准日前股价的最新情况，能够较好地体现合并双方股东的权益并维护该等股东的利益，同时符合法规要求。

(二)以定价基准日前 20 个交易日交易均价作为定价基础参照了近期交易

本次交易可比的 A 股吸并 B 股案例（不包括非上市公司发行 A 股股份吸收合并 B 股上市公司并实现整体上市案例）的 market 参考价格情况具体如下：

吸收合并交易类型	交易名称	双方定价基准
A 吸并 B	美的集团换股吸收合并小天鹅 B	前 20 日均价
A 吸并 B	南山控股吸收合并深基地 B	前 20 日均价
A 吸并 B	城投控股吸收合并阳晨 B	前 20 日均价

根据上述同类型交易案例统计，A股上市公司吸收合并B股上市公司的交易，交易双方均以定价基准日前20个交易日交易均价确定换股价基础，因此冠豪高新及粤华包以定价基准日前20个交易日交易均价确定换股价基础，符合可比交易操作惯例，具有合理性。

二、可比公司估值法

（一）可比公司的选取

1、冠豪高新可比公司的选取

本次交易冠豪高新的可比公司拟根据造纸指数（886014.WI）的组成部分进行筛选，冠豪高新主要从事热敏材料等特种纸产品的生产，与传统造纸行业公司业务范围有一定的差异，因此本次交易选取与冠豪高新主营产品类型和经营规模较为接近的特种纸行业公司仙鹤股份、民丰特纸、恒丰纸业和凯恩股份作为可比公司，并综合考虑对比造纸行业整体的估值水平情况作为参考。可比公司的基本情况如下：

单位：亿元

证券代码	证券简称	2019年度营业收入	2019年度归属于母公司股东的净利润	2020年6月末总资产	2020年6月末归属于母公司股东的净资产	主要产品
603733.SH	仙鹤股份	45.67	4.40	78.30	38.88	书写用纸、特种纸、印刷用纸、纸浆
600235.SH	民丰特纸	13.99	0.13	21.66	13.21	生活用纸、特种纸、纸包装制品
600356.SH	恒丰纸业	17.56	0.89	31.89	21.69	工业用纸、生活用纸、特种纸
002012.SZ	凯恩股份	11.52	0.46	20.90	13.06	低压电器类、特种纸

数据来源：上市公司相关公告、Wind

2、粤华包可比公司的选取

粤华包主要从事白卡纸相关产品的制造销售，因此本次交易拟选取从事白卡纸相关业务的上市公司作为可比公司，国内白卡纸行业的主要公司如下：

企业名称	主要情况	目前上市情况
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	山东、广东多个基地，产品种类较多	深交所上市（000488.SZ）

企业名称	主要情况	目前上市情况
APP（中国）	宁波、广西两大基地，产品种类较多	未在境内上市
山东博汇纸业股份有限公司	山东、江苏两大基地	上交所上市（600966.SH）
万国纸业太阳白卡纸有限公司	山东基地，产品种类较多	目前在太阳纸业（002078.SZ）体外，未上市
粤华包	烟卡纸、食品卡纸、液体包装用纸等	深交所上市（200986.SZ）
亚太森博（山东）浆纸有限公司	烟卡纸、液体包装用纸等高端产品为主	未在境内上市
斯道拉恩索集团（Stora Enso）	食品卡纸、涂布牛卡纸	未在境内上市

数据来源：中国造纸学会、上市公司公告

根据上表数据，国内从事白卡纸行业的境内上市公司主要有晨鸣纸业和博汇纸业，因此本次交易拟选择晨鸣纸业和博汇纸业作为粤华包的可比公司，基本情况如下：

单位：亿元

证券代码	证券简称	2019年度营业收入	2019年度归属于母公司股东的净利润	2020年6月末总资产	2020年6月末归属于母公司股东的净资产	主要产品
600966.SH	博汇纸业	97.40	1.34	191.11	55.39	卡纸、文化纸、石膏护面纸、箱板纸、瓦楞纸等
000488.SZ	晨鸣纸业	303.95	16.57	990.34	249.08	双胶纸、白卡纸、铜版纸、静电纸、防粘原纸、生活纸等

数据来源：上市公司相关公告、Wind

（二）估值比率的选取

可比公司法常用的估值指标主要包括市盈率、市净率和市销率等，以上估值指标对于合并双方的适用性分析如下：

估值指标	适用性分析
市盈率	适用。冠豪高新、粤华包长期持续稳定经营，报告期内持续盈利，市盈率指标具有参考价值
市净率	适用。由于合并双方属于造纸行业，其资产大部分为实物资产，净资产的账面价值能够较为准确的反映企业真实拥有的资产情况，因此基于账面价值的市净率倍数具有参考价值
市销率	适用。由于合并双方均主要专注于造纸相关的主营业务，公司主要利润来源均来自于主营业务收入，因此基于营业收入水平的市销率倍数具有参考价值。

综合上表分析，本次交易选择市盈率、市净率和市销率作为合并双方的估值指标。

1、冠豪高新可比公司估值比率

根据冠豪高新的财务数据测算（市盈率及市销率分别以 2019 年度经审计扣非净利润及营业收入测算，市净率以 2020 年 6 月 30 日经审计归母净资产测算），本次换股价格对应的市盈率为 31.04 倍，市净率为 1.71 倍，市销率 1.77 倍，与可比公司估值水平对比如下：

单位：倍

可比公司	市盈率 (PE)	市净率 (PB)	市销率 (PS)
仙鹤股份	29.89	3.22	2.74
民丰特纸	-175.17	1.48	1.40
恒丰纸业	31.91	1.26	1.55
凯恩股份	157.90	2.51	2.84
造纸行业整体中位值	25.08	2.02	1.55
本次交易吸并方换股价格	31.04	1.71	1.77

注：市盈率及市销率分别以 2019 年度经审计扣非净利润及营业收入测算，市净率以 2020 年 6 月 30 日未经审计归母净资产测算（冠豪高新市净率以 2020 年 6 月 30 日经审计归母净资产测算），股价为 2020 年 9 月 8 日收盘价。

根据造纸行业上市公司估值数据的中位值和特种纸同行业可比公司的估值水平情况，本次交易冠豪高新的换股价格市盈率略高于造纸行业整体中位值水平，但与可比公司仙鹤股份和恒丰纸业较为接近，市净率略低于造纸行业整体中位值，但高于特种纸可比公司民丰特纸和恒丰纸业的市净率水平，市销率略高于造纸行业整体中位值，但低于特种纸可比公司仙鹤股份和凯恩股份的市销率水平。

2、粤华包可比公司估值比率

根据粤华包的财务数据测算，本次换股价格对应的市盈率（2020 年 1-6 月）为 25.71 倍，市盈率（2019 年）为 79.08 倍，市净率为 1.00 倍，市销率 0.52 倍，与可比公司估值水平对比如下：

单位：倍

可比公司	2019 年 市盈率 (PE)	2020 年 1-6 月 市盈率 (PE)	市净率 (PB)	市销率 (PS)

可比公司	2019年 市盈率 (PE)	2020年1-6月 市盈率 (PE)	市净率 (PB)	市销率 (PS)
博汇纸业	94.61	31.64	3.00	1.71
晨鸣纸业	23.04	119.17	0.65	0.53
造纸行业 整体中位值	25.08	27.15	2.02	1.55
本次交易 被吸并方换股价格	79.08	25.71	1.00	0.52

注 1：2019 年市盈率以 2019 年度经审计扣非净利润测算，2020 年 1-6 月市盈率以 2020 年 1-6 月未经审计扣非净利润并年化处理后测算（粤华包 2020 年 1-6 月市盈率以 2020 年 1-6 月经审计扣非净利润并年化处理后测算）；

注 2：市净率以 2020 年 6 月 30 日未经审计归母净资产测算（粤华包市净率以 2020 年 6 月 30 日经审计归母净资产测算）；

注 3：市销率以 2019 年度经审计营业收入测算；

注 4：所有指标的股价为 2020 年 9 月 8 日收盘价。

从上表可见，市盈率方面，粤华包换股价格对应 2019 年市盈率 79.08 倍，显著高于同行业中位数和晨鸣纸业，仅低于近期完成要约收购的博汇纸业，主要原因是：①粤华包 2017-2018 年受台风、“3·4”生产安全事故等影响，产能利用率和销售处于较低水平，存货周转率较低，产品结构不尽合理，2019 年起，公司加强了市场开拓和经营管理，经营指标明显提升，但仍未完全恢复到合理水平；②粤华包没有纸浆生产线，与其他白卡纸企业相比，受到高浆价的影响更大。随着公司管理层推进营销改革等管理措施和国际浆价恢复合理水平，粤华包自 2020 年起业绩已显著回升，按照 2020 年 1-6 月粤华包扣非后归母净利润测算，粤华包换股价格对应的年化市盈率为 25.71 倍，处于造纸行业合理估值区间。

粤华包换股价格对应市净率和市销率指标虽低于造纸行业中位数，但与可比公司晨鸣纸业较为接近，综合考虑市盈率水平情况，估值处于同行业相对合理水平。

三、可比交易估值法

（一）冠豪高新换股价格的可比交易法分析

由于交易合并方冠豪高新为 A 股上市公司，因此本次交易选取了部分 A 股上市公司吸收合并 A 股上市公司以及 A 股上市公司吸收合并 B 股上市公司（不包括非上市公司发行 A 股股份吸收合并 B 股上市公司并实现整体上市）的交易

进行参考分析，可比交易定价水平对比如下：

类型	交易事项	吸并方停牌前 20日交易均价 (元/股)	吸并方换股 价格 (元/股)	吸并方换 股溢价率
A吸 并A	攀钢钢钒换股吸并长城股份	9.59	9.59	0.00%
	攀钢钢钒换股吸并攀渝钛业	9.59	9.59	0.00%
	百视通换股吸并东方明珠	32.58	32.58	0.00%
	东方航空换股吸并上海航空	5.28	5.28	0.00%
	济南钢铁换股吸并莱钢股份	3.44	3.44	0.00%
	中国南车吸并中国北车	5.63	5.63	0.00%
	中国医药吸并天方药业	20.74	20.74	0.00%
	长城电脑吸并长城信息（注2）	21.09	13.04	-38.17%
	宝钢股份吸收合并武钢股份	5.11	4.60	-10.00%
	新湖中宝吸收合并新湖创业	3.85	3.85	0.00%
	广州药业吸收合并白云山	12.20	12.20	0.00%
	美的集团吸收合并小天鹅A	42.04	42.04	0.00%
	友谊股份吸收合并百联股份	15.57	15.57	0.00%
	盐湖钾肥吸收合并盐湖集团（注3）	53.53	73.83	42.36%
	唐钢股份吸收合并邯郸钢铁	5.29	5.29	0.00%
	唐钢股份吸收合并承德钒钛	5.29	5.29	0.00%
	上海医药吸收合并中西药业	11.83	11.83	0.00%
	上海医药吸收合并上实医药	11.83	11.83	0.00%
A吸 并B	美的集团换股吸收合并小天鹅B	42.04	42.04	0.00%
	南山控股吸收合并深基地B	6.48	5.83	-10.00%
	城投控股吸收合并阳晨B（注4）	7.16	15.50	116.44%
本次交易		3.62	3.62	0.00%

注1：以上交易换股价格未考虑因分红派息导致的价格调整

注2：长城电脑合并长城信息的定价基准日采用的是停牌前120日均价，故较20日交易均价折价较多

注3：盐湖钾肥吸收合并盐湖集团由于合并双方股票停牌期间，证券市场发生了较大变化，而盐湖集团由于流通盘较小等原因，下跌幅度较盐湖钾肥小，同时，因盐湖集团的资产中，水泥、百货等资产盈利能力一般，存在一定的资产风险等原因，吸并方换股价格给予吸并方股东42.36%的风险溢价

注4：城投控股吸收合并阳晨B由于交易停牌时间较长，考虑了停牌期间的大盘涨幅，故溢价率较大

数据来源：上市公司相关公告、Wind

根据可比交易定价情况，吸并方换股价格多采用定价基准日前 20 个交易日均价，吸并方换股价格较定价基准日前 20 个交易日均价的溢价率区间为-38.17%至 116.44%。本次交易冠豪高新的发行股份定价依据为定价基准日前 20 日交易均价，符合可比交易的市场操作惯例。

（二）粤华包换股价格的可比交易法分析

由于 B 股市场普遍存在流通性差、估值低的问题，因此可比的 A 股吸并 B 股案例（不包括非上市公司发行 A 股股份吸收合并 B 股上市公司并实现整体上市案例）中往往给予 B 股较高的溢价水平，可比交易定价水平对比如下：

类型	交易事项	被吸并方停牌前 20 日交易均价（元/股）	被吸并方换股价格（元/股）	被吸并方换股溢价率
A 吸并 B	美的集团换股吸收合并小天鹅 B	32.36	42.07	30.00%
	南山控股吸收合并深基地 B	13.97	19.55	40.00%
	城投控股吸收合并阳晨 B	7.13	15.50	117.40%
本次交易		2.52	4.05	60.49%

由于历史原因，国内 B 股市场近年来交易清淡，A+B 股公司的 B 股公司价格较 A 股价格普遍有较大折价。本次交易定价基准日前 20 个交易日，深交所轻工制造行业企业 A 股较 B 股平均溢价率 169.31%，上交所轻工制造行业企业 A 股较 B 股平均溢价率 164.46%，两市轻工制造行业企业 A 股较 B 股平均溢价率 167.70%。

统计范围	溢价情况
深市轻工制造行业企业 A 股较 B 股平均溢价率	169.31%
沪市轻工制造行业企业 A 股较 B 股平均溢价率	164.46%
两市轻工制造行业企业 A 股较 B 股平均溢价率	167.70%

本次粤华包 B 换股价格较定价基准日前 20 个交易日交易均价溢价 60.49%，符合目前 B 股市场较 A 股市场普遍有较大折价的情况。

综上，本次交易被吸并方换股溢价率符合 B 股市场可比交易惯例，具有一定的合理性。

第五章 异议股东权利保护机制价格合理性分析

为保护冠豪高新股东利益，减少本次合并后冠豪高新股价波动对投资者的影响，根据《公司法》及《广东冠豪高新技术股份有限公司章程》的相关规定，本次合并中将赋予冠豪高新异议股东收购请求权。中国纸业（包括其下属公司）及/或其指定的无关联第三方向冠豪高新异议股东提供收购请求权，收购请求权提供方将在审议本次合并的股东大会召开前确定并公告。在此情况下，该等冠豪高新异议股东不得再向任何同意本次合并的冠豪高新的股东主张收购请求权。

为充分保护粤华包全体股东特别是中小股东的权益，本次合并将向粤华包异议股东提供现金选择权。中国纸业（包括其下属公司）及/或其指定的无关联第三方向粤华包异议股东提供现金选择权，现金选择权提供方将在审议本次合并的股东大会召开前确定并公告。在此情况下，该等粤华包异议股东不得再向粤华包或任何同意本次合并的粤华包的股东主张现金选择权。

冠豪高新异议股东收购请求权价格为冠豪高新A股股票停牌前20个交易日（即定价基准日前20个交易日）的A股股票交易均价，即3.62元/股。若冠豪高新自定价基准日至收购请求权实施（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项，则收购请求权价格将做相应调整。

粤华包异议股东现金选择权价格为粤华包B股股票停牌前20个交易日（即定价基准日前20个交易日）的B股股票交易均价，即2.86港元/股，采用B股停牌前一交易日即2020年9月8日中国人民银行公布的人民币兑换港元的中间价（1港元=0.8821人民币）进行折算，折合人民币2.52元/股。若粤华包自定价基准日至现金选择权实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则现金选择权价格将做相应调整。

本次冠豪高新异议股东收购请求权及粤华包异议股东现金选择权的相关定价机制符合《公司法》、《重组管理办法》等相关法规要求，合理性分析如下：

一、冠豪高新异议股东收购请求权定价合理性分析

本次交易中，冠豪高新异议股东收购请求权的价格设定参考了可比交易的设置情况。冠豪高新的收购请求权价格与可比交易情况对比如下：

吸收合并交易类型	交易名称	吸并方 A 股停牌前 20 个交易日均价 (元/股)	吸并方收购请求权价格 (元/股)	收购请求权定价依据
A 吸并 A	攀钢钢钒换股吸并长城股份	9.59	9.59	与换股价一致
	攀钢钢钒换股吸并攀渝钛业	9.59	9.59	与换股价一致
	百视通换股吸并东方明珠	32.43	32.43	与换股价一致
	东方航空换股吸并上海航空	5.28	5.28	与换股价一致
	济南钢铁换股吸并莱钢股份	3.44	3.44	与换股价一致
	中国南车吸并中国北车	5.63	5.63	与换股价一致
	中国医药吸并天方药业	20.74	20.74	与换股价一致
	长城电脑吸并长城信息	21.09	13.04	与换股价一致
	宝钢股份吸收合并武钢股份	5.11	4.60	与换股价一致
	新潮中宝吸收合并新潮创业	3.85	3.85	与换股价一致
	广州药业吸收合并白云山	12.20	12.20	与换股价一致
	美的集团吸收合并小天鹅 A	42.04	36.27	定价基准日前一个交易日的收盘价的 90%
	友谊股份吸收合并百联股份	15.57	15.57	与换股价一致
	盐湖钾肥吸收合并盐湖集团	53.53	51.46	定价基准日前 20 个交易日均价
	唐钢股份吸收合并邯郸钢铁	5.29	5.29	与换股价一致
	唐钢股份吸收合并承德钒钛	5.29	5.29	与换股价一致
	上海医药吸收合并中西药业	11.83	11.83	与换股价一致
	上海医药吸收合并上实医药	11.83	11.83	与换股价一致
	A 吸并 B	美的换股吸收合并小天鹅 B	42.04	36.27
南山控股吸收合并深基地 B		6.48	5.83	与换股价一致

吸收合并交易类型	交易名称	吸并方 A 股停牌前 20 个交易日均价 (元/股)	吸并方收购请求权价格 (元/股)	收购请求权定价依据
	城投控股吸收合并阳晨 B	7.16	10.00	定价基准日前 20 个交易日均价溢价 39.66%
	本次交易	3.62	3.62	与换股价格一致

注：以上交易收购请求权价格均未考虑因分红派息导致的价格调整

数据来源：上市公司相关公告、Wind

综上，合并方的收购请求权方面，A 股吸并 A 股和 A 股吸并 B 股的可比交易通常设置为与换股价格一致，本次冠豪高新的收购请求权设置为与换股价格一致，均设置为定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价，价格设置符合市场操作惯例，具有合理性。

二、粤华包异议股东现金选择权定价合理性分析

本次交易中，粤华包换股价格以定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价为基础，并在此基础上给予 60.49% 的溢价率确定，即 4.59 港元/股；粤华包异议股东现金选择权价格为粤华包股票停牌前 20 个交易日（即定价基准日前 20 个交易日）股票交易均价，即 2.86 港元/股。粤华包现金选择权价格低于换股价格，与市场参考价相同。

粤华包换股价格较市场参考价存在溢价的主要原因系考虑了可比公司估值水平、可比交易换股溢价水平、A 股股价较 B 股股价的溢价水平，并综合考虑本次交易情况及各方股东利益而设定。而对于行使异议股东现金选择权的股东，现金选择权价格不低于市场参考价，能够给予该部分股东充分保障。

（一）粤华包现金选择权价格的确定方式符合市场惯例

本次交易中，粤华包异议股东现金选择权的价格设定参考了可比交易的设置情况。粤华包的现金选择权价格与可比交易情况对比如下：

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方停牌前 20 个交易日均价 (元/股)	被吸并方现金选择权价格 (元/股)	现金选择权定价依据
A 吸并 B	美的集团换股吸收合并小天鹅 B	32.36	28.29	定价基准日前一个交易日的收盘价的 90%，较换股价格折价 32.75%

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方停牌前 20 个交易日均价（元/股）	被吸并方现金选择权价格（元/股）	现金选择权定价依据
	南山控股吸收合并深基地 B	13.96	15.36	定价基准日前 20 个交易日交易均价溢价 10%，较换股价格折价 21.43%
	城投控股吸收合并阳晨 B	7.13	10.00	定价基准日前 20 个交易日股票交易均价溢价 40.26%，较换股价格折价 35.48%
	本次交易	2.52	2.52	定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价，较换股价格折价 37.78%

注：以上交易现金选择权价格仅列示了定价依据，未考虑因分红派息导致的价格调整
数据来源：上市公司相关公告、Wind

被合并方的现金选择权方面，A 股吸并 B 股的可比交易通常较换股价格有一定的折价，有利于鼓励股东选择换股。本次粤华包的现金选择权设置为定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价，并较换股价格有一定的折价，且折价率与 A 股吸并 B 股可比交易的折价率相近，价格设置符合市场操作惯例，具有合理性。

（二）粤华包现金选择权价格的定价有助于促进粤华包全体股东分享存续公司未来发展带来的长期利益

本次吸收合并有利于合并双方整合资源、发挥协同效应，提升整体实力，符合合并双方全体股东的长期利益。本次交易中，粤华包换股价格较定价基准前 20 个交易日均价溢价 60.49%，对粤华包异议股东现金选择权价格未设置溢价，有利于避免中小股东为了获得否决票中所内含的因现金选择权价格高于市场参考价形成的套利空间，违背其对本次交易的真实意思而在粤华包的股东大会中投出反对票，从而对本次交易造成不必要的不利影响。同时，异议股东现金选择权价格设定为低于换股价格，亦有利于促进粤华包股东积极参与换股，有利于粤华包全体股东共享合并双方的长期整合红利。

此外，本次交易现金选择权价格不低于市场参考价，如后续粤华包股价向下波动，粤华包异议股东可通过行使现金选择权实现退出，如后续粤华包股价向上

波动，粤华包异议股东可通过在二级市场出售股票实现退出，现金选择权的定价能够保障异议股东的利益。

综合上述分析，粤华包现金选择权价格虽然低于换股价格，但未低于市场参考价，符合市场惯例并有利于保障异议股东的利益，具有合理性。

第六章 报告结论

一、报告结论

基于前述分析，本报告主要采用可比公司法并结合可比交易法，对本次交易换股价格的合理性进行分析，本次交易的估值合理、定价公允，不存在损害冠豪高新及其股东利益的情况。

二、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次合并价格是否合理，未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。中信证券不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

本报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

未征得中信证券同意并审阅相关内容，本报告的全部或者部分内容不得被摘抄、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。

中信证券在报告中发表的意见均基于截至 2020 年 9 月 22 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

本报告的使用有效期为 12 个月：自 2020 年 9 月 23 日至 2021 年 9 月 26 日期间有效。

（本页无正文，为《中信证券股份有限公司关于广东冠豪高新技术股份有限公司换股吸收合并佛山华新包装股份有限公司并募集配套资金暨关联交易之估值报告》之盖章页）

估值人员：

刘宗景

周方明

中信证券股份有限公司

年 月 日