

关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》 (202647 号) 的回复

中国证券监督管理委员会：

我们于 2020 年 10 月 23 日收到贵会 202647 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》，我们结合已执行的评估工作，针对问询函中要求评估师发表意见的问题进行了审慎核查，现整理回复如下：

【问题 5】

申请文件显示，1) 本次交易标的资产评估值为 39.098 亿元，增值率为 59.76%，较 2019 年 3 月和 2020 年 3 月分别增值 0.78 亿元和 0.49 亿元。2) 标的资产目前运营环东店、时代店、正佳店和国金店 4 家门店，开业时间较长。3) 盈利预测中，标的资产百货收入持续增长，且以 2019 年的毛利率预测未来年度百货业务的毛利率，但标的资产面临线上零售与移动端零售快速发展、百货零售业充分竞争的局面，且近年来毛利率持续下滑。3) 本次评估所采用的折现率 11.38% 均低于市场可比案例折现率。请你公司：1) 结合标的资产盈利能力、资产状况等变化情况，补充披露标的资产历次估值变动的原因及合理性，并结合 2019 年 3 月评估主要参数及标的资产经营状况，补充披露前次评估增值原因及合理性。2) 结合标的资产所属行业发展趋势、面临竞争情况、所属门店可比商业经营情况、供应商稳定性、毛利率下滑态势等，补充披露预测期营业收入持续增长及毛利率保持稳定的原因及合理性，相关预测是否谨慎。3) 结合标的资产门店运营时间、装修计划等，补充披露是否充分预计未来装修门店等重大资本支出及其对运营的影响。4) 对比近期市场并购重组交易无风险报酬率预测情况，结合标的下游客户集中风险、产业风险情况等，补充披露标的资产无风险报酬率和个别风险报酬率预测依据及合理性，并说明标的资产折现率预测是否谨慎、合理。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

一、结合标的资产盈利能力、资产状况等变化情况，补充披露标的资产历次估值变动的原因及合理性，并结合 2019 年 3 月评估主要参数及标的资产经营

状况，补充披露前次评估增值原因及合理性

（一）历次估值变动的的原因

2020年3月股权转让评估值较2019年3月股权转让评估值增值0.29亿元，本次评估较2020年3月股权转让时评估值增值0.49亿元，历次估值变动的原因主要表现在：

1、标的公司不同会计期间财务状况存在差异

三次评估时点企业资产状况如下表所示：

单位：万元

财务指标	2019年3月股权转让，评估基准日2018年11月30日	2020年3月股权转让，评估基准日2019年3月31日	本次评估，评估基准日2020年3月31日
总资产（母公司）	344,735.15	328,887.48	335,061.11
净资产（母公司）	237,237.77	239,024.23	244,735.45

资产变动及期间的盈利能力如下表所示：

单位：万元

财务指标	2019年3月股权转让至2020年3月股权转让期间（2018年11月30日至2019年3月31日）	2020年3月股权转让至本次股权转让期间（2019年3月31日至2020年3月31日）
总资产变动额（母公司口径）	-15,847.67	6,173.63
净资产变动额（母公司口径）	1,786.46	5,711.22
实现净利润（母公司）	12,911.11	21,158.21
利润分配（母公司口径）	11,124.65	20,490.16

从标的公司的财务数据来看，2019年3月股权转让至2020年3月股权转让期间，净资产账面价值增加0.18亿元，2020年3月股权转让至本次股权转让期间，净资产账面价值增加0.57亿元，标的公司不同会计期间财务状况存在的差异是导致三次估值变动的一大原因，净资产账面价值的增加幅度与评估增值的幅度相当，三次估值变动是合理的。

2、标的公司不同会计期间外部环境出现一定变化

三次股权转让基准日分别为2018年11月30日，2019年3月31日及2020年3月31日，三次评估时点企业外部环境出现一定变化，因受宏观经济的影响，国债到期收益率近两年持续走低，使得三次股权转让所取的无风险报酬率有所差异，从而导致折现率存在差异，折现率的差异导致最终估值有所变动，但折现率

的差异不影响估值的合理性。

同时，本次评估时点，新型冠状病毒肺炎疫情对标的公司的正常经营活动产生造成了较大不利影响，导致本次估值与前两次估值有所变动，本次评估预测未来收益时依据评估时点实际情况，充分考虑了疫情对企业未来现金流量产生的影响，估值变动是合理的。

综上所述，不同会计期间标的公司财务状况的差异以及宏观经济环境、市场环境、经营环境（受新型冠状病毒肺炎疫情的影响）出现变化，是导致三次估值变动的主要原因，但估值变动是合理的。

（二）前次评估增值原因及合理性

对比 2019 年 3 月评估主要参数及标的资产经营状况，前次评估增值原因及合理性主要表现在：

1、从标的公司的经营状况来看，2019 年 3 月股权转让至 2020 年 3 月股权转让期间，实现净利润 1.29 亿元，利润分配 1.11 亿元，净资产账面价值增加 0.18 亿元，净资产账面价值的增加是评估增值的主要原因，净资产账面价值的增加幅度与评估增值的幅度相当，评估增值合理。

2、两次评估主要参数存在一定差异导致评估增值，且增值合理

两次评估收益法主要参数如下：

（1）收入增长率

参数指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
2019 年 3 月股权转让，评估基准日 2018 年 11 月 30 日	2.83%	2.83%	2.89%	2.89%
2020 年 3 月股权转让，评估基准日 2019 年 3 月 31 日	1.92%	2.88%	2.89%	2.89%

（2）综合毛利率

参数指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
2019 年 3 月股权转让，评估基准日 2018 年 11 月 30 日	21.00%	21.02%	21.01%	21.02%
2020 年 3 月股权转让，评估基准日 2019 年 3 月 31 日	21.00%	21.00%	21.00%	21.01%

（3）折现率

参数	2019 年 3 月股权转让，评估基准日 2018 年 11 月 30 日	2020 年 3 月股权转让，评估基准日 2019 年 3 月 31 日
折现率	12.20%	12.10%

由上表可以看出，从收入增长率看，2020 年 3 月股权转让评估预测的收入增长率与 2019 年 3 月股权转让评估在 2020 年收入增长率预测上有一定差异，但

差异不大，差异主要是因为正佳店的百货收入增长率与商场管理费收入增长率根据实际情况作了相应调整；从毛利率来看，两次评估无明显差异；从折现率来看，2020年3月股权转让评估选取的折现率较2019年3月股权转让评估低，折现率采用CAPM模型进行计算，未假设永续增长率，折现率的差异主要由于基准日时点不同，所选择的无风险报酬率、市场风险溢价、参考行业 β 值等市场参考指标有所差异导致的，该等差异不影响估值的合理性。从评估参数来看，2020年3月股权转让评估预测的收入增长率略高于2019年3月股权转让评估预测的收入增长率，选用的折现率略低于2019年3月股权转让评估时选用的折现率，导致评估增值，且收入增长率及折现率选用合理说明评估增值也是合理的。

综上所述，不同会计期间资产状况的差异及评估参数中收入增长率、折现率的差异导致标的公司前两次评估结果增值，且收入增长率及折现率的差异具备合理性。

二、结合标的资产所属行业发展趋势、面临竞争情况、所属门店可比商业经营情况、供应商稳定性、毛利率下滑态势等，补充披露预测期营业收入持续增长及毛利率保持稳定的原因及合理性，相关预测是否谨慎

（一）预测期营业收入持续增长合理且较为谨慎

1、标的公司所处行业为百货零售业，国民经济发展水平、居民可支配收入等因素影响市场需求，随着新冠肺炎疫情在国内得到有效控制，国民经济出现反弹及呈现上升趋势，国民经济的发展带动居民可支配收入的增长，同时也促进百货零售业的收入增长。

2、百货零售业具有较强的地域差异，标的公司旗下四家门店，分别位于广州环市东路、天河北路、珠江新城和正佳广场，其中环市东路店、天河北路店及正佳广场店分别成立于1978年、1999年及2004年，成立时间较长，且均为国家商务部认定的“金鼎百货店”，有较强的品牌效应，国金店成立于2010年，位于广州地标建筑物——“西塔”国际金融中心裙楼，地理位置优越，友谊集团四家门店在现处区域范围内面对同行业竞争具有较强的优势，使得标的公司在面临竞争时收入增长有一定的保障。

3、本次评估在对未来年度收入增长率的预测时，充分考虑了行业发展趋势及竞争形势，在对2021年及以后的百货收入预测中，2021-2025年预测期复合增长率仅为3.13%，低于2017-2019年标的公司百货收入复合增长率4.72%，也

远低于广州市同行业上市公司 2017-2019 年的百货收入复合增长率，增长率选取较为谨慎。

综上所述，预测期营业收入持续增长是合理的且较为谨慎。

（二）预测期毛利率保持稳定的原因及合理性，相关预测较为谨慎

1、标的公司成立时间较长，经过多年的持续经营，形成了良好的口碑，与已建立稳定的合格供应商体系，与供应商保持长期的战略合作关系，且标的公司上游供应商各类消费产品大多处于充分竞争市场，使得标的公司处于下游产业链强势地位，商品的采购成本大幅上涨的风险较小，剔除会计政策变更及新冠疫情等特殊事项影响后，标的公司毛利率的波动相对较小，总体保持稳定。

2、报告期内友谊集团毛利率呈下滑态势的原因

报告期内，2019 年度友谊集团主营业务毛利率为 51.33%，较 2018 年度下降 0.59%。主要由于 2019 年度出于扩大品牌影响力、促进商品销量等考量因素，友谊集团适当加大了促销活动的力度，由于友谊集团的促销活动的主要形式为销售折扣，因而导致 2019 年度商业板块毛利率略有下降。2020 年 1-6 月，友谊集团主营业务毛利率为 33.23%，较 2019 年度下降 18.10%，2020 年初以来，国内疫情较为严重、人流限制措施较为严格的时期，友谊集团百货业务受到较为严重影响。友谊集团 2020 年 1-6 月对联营模式下商品销售按净额法确认收入，而受疫情影响服装等联营商品占比大幅下降。另外，随着疫情逐步得到控制，为尽可能降低疫情对客流量以及百货销售的影响，友谊集团进一步加大了促销活动力度。

3、预测期毛利率保持稳定的原因及合理性

（1）在预测 2020 年的百货业务毛利率时，考虑到受疫情影响，标的公司通过降低毛利来吸引顾客，从而提高收入，2020 年 5 月之后收入基本达到去年同期水平，故 2020 年 7-12 月百货业务的毛利率水平取 2020 年 5-6 月的平均毛利率预测。

（2）2021 年及以后，考虑到标的公司成立时间较长，供应商较为稳定，且标的公司上游供应商各类消费产品大多处于充分竞争市场，使得标的公司处于下游产业链强势地位，商品的采购成本大幅上涨的风险较小，因此本次评估在对毛利率进行预测时，2021-2025 年预测期百货业务毛利率选取标的公司 2019 年毛利率，略低于 2017-2019 年历史年度的平均毛利率水平。另外，随着新冠肺炎疫情在国内得到有效控制且国民经济的复苏，居民可支配收入的增长，居民消费能

力的提高，百货消费市场也将恢复正常，因此 2021 年及以后年度保持 2019 年毛利率水平是合理且谨慎的。

综上所述，预测期毛利率保持稳定合理且较为谨慎。

三、结合标的资产门店运营时间、装修计划等，补充披露是否充分预计未来装修门店等重大资本支出及其对运营的影响

友谊集团目前运营环东店、时代店、正佳店和国金店 4 家门店，门店基本情况如下：

门店	经营主体	业态	经营面积 (m ²)	开业时间	门店物业 归属
环东店	广州友谊集团有限公司广州友谊商店	传统百货	5.69 万	1978 年	自有+租赁
时代店	广州友谊集团有限公司时代商店	奥特莱斯	2.12 万	1999 年	自有+租赁
正佳店	广州友谊集团有限公司正佳商店	传统百货	1.88 万	2004 年	租赁
国金店	广州友谊集团有限公司国金商店	传统百货	2.73 万	2010 年	租赁
合计			12.43 万		

由上表可知，友谊集团旗下 4 家门店开业时间较早，但根据标的公司以往的装修情况、目前商场门店运营的实际情况和未来的装修计划，暂不需对商场门店整体进行装修升级改造。其装修模式主要是对个别楼层或特定商品区域进行局部性的调整升级改造，装修行为不会影响门店整体运营。目前，标的公司未有改变现行装修模式或对现存门店进行全店停业改造的计划。

根据企业历史年度门店装修情况，标的公司门店装修维修费与百货业务收入情况如下表：

单位：万元

序号	项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
1	门店装修维修费	1,995.15	2,013.21	40.59
2	百货业务收入	228,856.03	244,916.97	43,263.13
3	门店装修维修费/百货业务收入	0.87%	0.82%	0.09%

本次评估以历史装修维修费为基数，按照标的公司 2018、2019 年度装修维修费占百货业务收入比例的平均值，综合考虑新冠疫情对标的公司 2020 年经营的影响后，预测未来年度装修维修费用。标的公司未来门店装修维修费与百货业务收入情况如下表：

单位：万元

项目	2020年 4-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
门店装维修费	1,806.74	2,280.99	2,351.88	2,425.33	2,501.45	2,580.33
百货业务收入	213,258.35	269,235.48	277,603.30	286,273.68	295,258.21	304,568.94
门店装维修费/百货 业务收入	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%

综上，本次评估已充分考虑门店运营期间门店装修计划等因素对标的公司未来经营的影响。

四、对比近期市场并购重组交易无风险报酬率预测情况，结合标的下游客户集中风险、产业风险情况等，补充披露标的资产无风险报酬率和个别风险报酬率预测依据及合理性，并说明标的资产折现率预测是否谨慎、合理。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

（一）无风险报酬率的预测依据充分且合理

本次评估选择评估基准日财政部网站公布评估基准日当月的由中央国债登记结算公司编制的10年期国债到期收益率平均值作为无风险报酬率，通过财政部网站公布的中国国债收益率曲线，可查询评估基准日所在月份2020年3月，10年期国债年到期收益率的平均值为2.65%，具体数据如下表所示：

日期日期	10年期国债到期收益率（%）
2020-03-02	2.74
2020-03-03	2.75
2020-03-04	2.67
2020-03-05	2.68
2020-03-06	2.63
2020-03-09	2.52
2020-03-10	2.61
2020-03-11	2.61
2020-03-12	2.64
2020-03-13	2.68
2020-03-16	2.68
2020-03-17	2.71
2020-03-18	2.71

日期日期	10 年期国债到期收益率 (%)
2020-03-19	2.73
2020-03-20	2.68
2020-03-23	2.63
2020-03-24	2.63
2020-03-25	2.63
2020-03-26	2.59
2020-03-27	2.61
2020-03-30	2.61
2020-03-31	2.59
平均值	2.65

通过查询近期市场并购重组交易案例，得到近期市场并购重组交易案例无风险报酬率选取情况如下表所示：

序号	收购方	标的	评估基准日	无风险利率	无风险报酬率选取依据
1	高科石化	中晟环境 70% 股权	2019/12/31	3.14%	基准日 10 年期国债到期收益率
2	ST 北能	新城热力 93% 股权	2020/6/30	2.83%	基准日 10 年以上长期国债到期收益率
3	天华超净	天宜锂业 26% 股权	2020/6/30	3.14%	按年付息、2019 年发行的十年期记账式国债于 2019 年末收益率
4	振华股份	民丰化工 100% 股权	2020/5/31	2.71%	10 年期国债收益率
5	海正药业	瀚晖制药 49% 股权	2020/3/31	3.19%	长期(超过十年)国债平均到期年收益率
6	汉商集团	迪康药业 100% 股权	2020/6/30	3.45%	十年以上国债利率平均水平
7	重庆啤酒	重庆佳酿 48.58% 股权	2020/4/30	2.54%	10 年期国债在评估基准日的到期年收益率
8	强生控股	上海外服 100% 股权	2020/5/31	2.84%	十年期银行间固定利率的国债收益率
9	运达科技	运达电气 100%	2020/3/31	2.60%	截至评估基准日 10 年期国债到期收益率
10	新安股份	华洋化工 100%	2020/3/31	2.90%	国债市场 10 年以上长期国债的到期年收益率
本次评估	广百股份	友谊集团 100% 股权	2020/3/31	2.65%	基准日 10 年期国债到期收益率

通过上表可知，近期市场并购重组交易案例无风险报酬率选取依据主要为基

准日 10 年期国债到期收益率和基准日 10 年及以上长期国债到期收益率，故本次评估无风险报酬率选取基准日 10 年期国债到期收益率是符合行业取值惯例的，是合理的，此外，近期市场并购重组交易案例无风险报酬率取值范围主要集中在 2.54%-3.45%，本次评估选取的无风险报酬率 2.65% 在该区间内，且较为谨慎。

（二）个别风险报酬率预测依据充分且合理

标的公司友谊集团从事百货零售行业，百货零售行业上游为各类消费产品的供应商，下游为终端消费者。下游客户集中风险较低，上游各类消费产品大多处于充分竞争市场，产品供应充足、品类齐全，对下游百货零售行业企业的正常经营不构成制约，故产业风险较低，评估行业个别风险报酬率取值一般在 1%-4% 之间，本次评估个别风险报酬率取 2% 在该区间内，是合理且较为谨慎。

（三）折现率取值合理且较为谨慎

据前所述，本次评估所选的无风险报酬率及个别风险报酬率合理且较为谨慎，同时市场风险溢价采用评估行业较为通用做法（市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额）计算得出； β 的取值通过选取四家可比上市公司相关参数计算取得，特别风险溢价取值不仅考虑了个别风险报酬率，还考虑了规模风险报酬率，因此，本次评估折现率的取值是合理且较为谨慎。

【评估师核查意见】

经核查，评估师认为：

1、不同会计期间资产状况的差异及评估参数中收入增长率、折现率的差异导致标的公司前两次评估结果增值，且收入增长率及折现率差异合理说明标的公司前两次评估结果增值是合理的。

2、本次评估在对未来年度收入增长率的预测时，充分考虑了行业发展趋势及竞争形势，所选取的增长率也远低于同行业上市公司增长率及标的公司历史年度增长率，预测较为谨慎。在对毛利率进行预测时，预测期百货业务毛利率选取标的公司 2019 年毛利率，略低于 2017-2019 年历史年度的平均毛利率水平，考虑到百货消费市场逐步恢复正常，因此毛利率的预测是合理且谨慎的。

3、本次评估结合标的公司的装修计划，对装修费用进行预测，已充分考虑了门店装修对标的公司未来经营的影响。

4、本次评估所选的无风险报酬率、个别风险报酬率、折现率的取值符合行业惯例，取值合理且较为谨慎。

【问题 9】

问题 9、申请文件显示，本次交易停牌前 20 个交易日，上市公司股票收盘价累计涨幅 95.08%，剔除同期深证综指指数因素后，波动幅度为 92.46%，剔除同行业百货商店指数因素后，波动幅度为 76.74%。请你公司补充披露本次重组交易进程，内幕信息知情人的自查范围、登记填报和买卖股票等情况，补充说明是否存在内幕信息提前泄露的情况，并结合前述情况逐笔核查敏感期交易是否构成内幕交易。请独立财务顾问、律师、会计师和评估师等相关中介机构及人员自查内幕信息知情人登记及执行情况，防范内幕交易实施情况，是否存在内幕信息泄露的情况。请独立财务顾问和律师核查并对是否存在内幕交易或内幕信息泄露发表明确意见。

【评估师核查意见】

经自查，本公司已及时、完整地向上市公司填报了本次交易的相关内幕知情人及其直系亲属的相关信息。此外，本公司与上市公司签署了保密协议，并按要求将保密事项的知情人控制在最小范围内，且严格遵守保密义务，不存在泄露内幕信息的情形。

（以下无正文）

（此页无正文，为《关于〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉
（202647 号）的回复》之盖章页）

签字资产评估师：_____

朱玮

梁梓洋

北京国融兴华资产评估有限责任公司

二〇二一年一月十五日