

沃克森（北京）国际资产评估有限公司

关于

深圳证券交易所

《关于对奥瑞金科技股份有限公司重大资产购买的
问询函》（并购重组问询函〔2024〕第4号）

意见回复

二〇二四年十月

深圳证券交易所：

奥瑞金科技股份有限公司（以下简称“上市公司”或“奥瑞金”）收到贵所下发的《关于对奥瑞金科技股份有限公司重大资产购买的问询函》（并购重组问询函（2024）第4号）（以下简称“《问询函》”），沃克森（北京）国际资产评估有限公司对贵所《问询函》中涉及我公司的相关问题进行了认真研究与落实，并按照《问询函》的要求对所涉及的事项进行了认真分析和意见回复，现就核查情况回复如下。

在本意见回复中，若合计数与各分项数值相加之和在尾数上存在差异，均为四舍五入所致。如无特别说明，本回复中出现的简称均与《奥瑞金科技股份有限公司重大资产购买报告书（草案）》中的释义相同。

问题 4

草案显示，本次交易要约价格为上市公司综合考量标的公司的行业前景、战略价值的基础上，结合标的公司二级市场价格确定。基于商业秘密和香港联交所信息披露规则要求，本次交易不具备采用收益法和资产基础法估值分析的条件。估值机构针对本次交易出具了相关估值报告，其中采用上市公司比较法估值，被估值单位股东全部权益价值的估值区间为人民币 710,200.00 万元至 890,400.00 万元；采用交易案例比较法估值，被估值单位股东全部权益价值的估值区间为 922,800.00 万元至 959,900.00 万元，并最终采用上市公司比较法。

请你公司：

(2) 说明本次交易无法采用收益法和资产基础法估值的具体原因、监管规则依据。

(3) 说明上市公司比较法、交易案例比较法中，相关可比上市公司、可比交易案例的选取标准及关键可比指标的可比性，最终选取的可比上市公司、可比交易案例是否具备代表性、可比性，采用上市公司比较法是否符合行业惯例。

(4) 结合上市公司比较法、交易案例比较法的选取样本差异情况、价值比率选择等，说明最终选择上市公司比较法估值结果作为最终估值结论的原因以及合理性。

请估值机构对问题（2）（3）（4）核查并发表明确意见。

回复：

一、请说明本次交易无法采用收益法和资产基础法估值的具体原因、监管规则依据。

1. 本次交易无法采用收益法的具体原因及监管规则依据

《资产评估执业准则——企业价值》第十九条、二十三条规定，采用收益法的：“资产评估专业人员应当结合被评估单位的企业性质、资产规模、历史经营情况、未来收益可预测情况、所获取评估资料的充分性，恰当考虑收益法的适用性”、“资产评估专业人员应当对委托人和其他相关当事人提供的企业未来收益资料进行必要的分析、判断和调整，结合被评估单位的人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势，考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景，合理确定评估假设，形成未来收益预测。当委托人和其他相关当事人未

提供收益预测，资产评估专业人员应当收集和利用形成未来收益预测的相关资料，并履行核查验证程序，在具备预测条件的情况下编制收益预测表”。

参考上述准则，收益法的适用前提为有充足依据支撑且具有可行性的未来收益预测表。收益预测表包括但不限于对于营业收入、成本费用、资本性支出等详细数据的预测。相关支撑依据包含标的公司与主要客户的在手订单及商业条款、主要产品销售数量及销售单价、重要供应商采购协议及相关条款、原材料采购价格数量及变动趋势、详细的经营分析及未来战略规划、投融资计划等。

本次交易标的公司为香港联交所上市公司，需要遵守香港《证券及期货条例》、香港联交所《上市规则》等规定。

根据香港法例第 571 章《证券及期货条例》第 307A 条，内幕消息指关于(a) 上市公司的；(b) 上市公司的股东或高级人员的；或 (c) 上市公司的上市证券的或该等证券的衍生工具的；而并非普遍为惯常（或相当可能会）进行上市公司上市证券交易的人所知，但该等消息或资料如普遍为他们所知，则相当可能会对该等证券的价格造成重大影响。若该等消息或资料于披露后相当可能对价格造成重大影响的话，除非该等消息或资料得以保密或上市公司符合其他《证券及期货条例》第 307D 条载列安全港条文，否则需要根据《证券及期货条例》及上市规则第 13.09 条尽快刊发内幕消息公告。因此，由于标的公司所编制的盈利预测一般包含其未来预估（且非被公开）与其收益、盈利、业务发展方向有关的资料，而该等资料若被公开，将有机会影响标的公司的股票价格，且可能构成标的公司根据《证券及期货条例》及上市规则第 13.09 条的内幕消息。另外，根据上市规则第 2.03（4）条，上市证券的所有持有人均受到公平及平等对待。

此外，由于本次交易上市公司与标的公司同属于金属包装行业，标的公司管理层考虑到上述收益预测表及依据支撑文件涉及的业务数据及商业条款属于商业机密范畴，如果公开可能会导致其在未来商业竞争中处于不利地位。

因此，基于中粮包装上市地监管要求，以及其商业保密诉求，本次交易完成前估值机构无法按照估值人员执业准则对标的公司开展全面的尽职调查程序并获取标的公司盈利预测以进行复核，也无法获取形成未来收益预测的相关资料，本次交易无法采用收益法进行估值。

2. 本次交易无法采用资产基础法的具体原因及监管规则依据

《资产评估执业准则——企业价值》第三十六条规定：“资产评估专业人员应当根据会计政策、企业经营等情况，要求被评估单位对资产负债表表内及表外的各项资产、负债进行识别”；《资产评估执业准则——不动产》第十条规定：“执行不动产评估业务，应当全面了解不动产的实物状况、权益状况和区位状况，掌握评估对象的主要特征”；《资产评估执业准则——机器设备》第十四条规定：“执行机器设备评估业务，应当对机器设备进行现场逐项调查或者抽样调查，确定机器设备是否存在、明确机器设备存在状态并关注其权属”。

参考上述准则，资产基础法是以标的公司资产负债表为基础，对表内及可识别的表外各项资产、负债价值进行估值。该方法的应用前提是能够获取并验证标的公司各项资产负债及详细信息，包括但不限于实物资产的实物状况及权益状况、无形资产的获利能力及使用状况、流动资产及负债的具体明细及核查验证。而标的公司各项资产、负债的详细资料若被公开，将可能影响其股票价格，且亦可能构成根据《证券及期货条例》及上市规则第 13.09 条规定的内幕消息。

鉴于前述香港《证券及期货条例》、香港联交所《上市规则》等规定，以及标的公司的商业保密诉求，估值机构无法获得除标的公司定期公开发布信息如年度报告和中期报告以外更详细财务资料，比如完整的固定资产清单、无形资产摊销表、客户供应商余额表等。估值人员也无法对实物资产进行充分的抽样调查，观察其存在及使用状态。无形资产可识别经济利益、目前使用状况、具体实施领域及获利方式亦无法进一步核实。考虑到各类资产及负债的现场勘察程序无法履行及相关评定估算资料的缺失，本次交易无法采用资产基础法进行估值。

二、说明上市公司比较法、交易案例比较法中，相关可比上市公司、可比交易案例的选取标准及关键可比指标的可比性，最终选取的可比上市公司、可比交易案例是否具备代表性、可比性，采用上市公司比较法是否符合行业惯例。

1. 上市公司比较法可比公司选取标准

《资产评估执业准则——企业价值》第三十三条规定：“资产评估专业人员应当关注业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素，恰当选择与被评估单位进行比较分析的可比企业。

资产评估专业人员所选择的可比企业与被评估单位应当具有可比性。可比企业应当与被评估单位属于同一行业，或者受相同经济因素的影响。”

结合标的公司业务情况及以上准则确定上市公司比较法可比公司选取标准如下：

（1）同处一个行业，受相同经济因素影响

中粮包装主要从事食品、饮料及日化产品等消费品所使用包装产品的生产与销售。此外，中粮包装提供包括高科技包装设计、印刷、物流及全方位客户服务等在内的综合包装解决方案。被估值单位属于申银万国行业分类下轻工制造-包装印刷行业。可比上市公司应与被估值单位属于同一行业。

（2）经营区域类似

中粮包装中国区域收入占营业总收入比重超过 90%，除在比利时及匈牙利设有子公司及合营公司外，其余工厂及运营子公司均在境内。故可比上市公司经营区域也应以中国为主。

（3）业务结构及主营产品类似

中粮包装主营业务按产品及服务分类可分为马口铁包装、铝制包装及塑胶包装，其中马口铁及铝制包装均属于金属包装，占历史年度收入比重在 90%以上，主要产品为两片罐、三片罐等。可比公司业务结构也应以金属包装为主，主营产品类似。

（4）经营模式类似

中粮包装采用直销为主的销售模式向下游客户提供各类包装产品。可比公司也应以直销为主。

（5）企业规模类似

中粮包装历史年度收入在 100 亿人民币左右，归属于母公司所有者权益在 45 亿人民币以上，在行业中属于规模较大的头部公司。可比公司也应在行业内属于规模前列的公司。

（6）资源配置和使用类似

中粮包装属于重资产公司，主要厂房及产线均由公司自建，非流动资产占总资产比重 40%以上。可比公司也应属于重资产型企业。

（7）经营业绩类似

中粮包装历史年度均为盈利，销售净利率在 4%左右。可比公司也应为盈利企业，具有相似的盈利水平。

(8) 企业所处阶段及成长性类似

中粮包装具有较长的经营历史，业务稳定，处于成熟期。可比公司也应为处于成熟期公司。

除以上因素外，可比上市公司至估值分析基准日应上市超过 2 年，近一年没有发生重大资产重组，股价无异常波动。

2. 交易案例比较法可比案例选取标准

结合前述分析，在所能获取公开信息资料的基础上，本次估值对可比交易案例的筛选条件如下：

- (1) 可比公司应属于包装印刷行业；
- (2) 交易时间为基准日前三年内；
- (3) 交易案例相关公告、审计报告等数据可通过公开渠道查询；
- (4) 交易中获取控制权；
- (5) 可比公司主要经营区域在中国境内；
- (6) 可比公司采用直销模式为主；
- (7) 可比公司为重资产公司。

3. 可比公司关键指标具有可比性

本次估值分析中，估值机构选取了 P/B 及 EV/EBITDA 作为价值比率，上市公司比较法中中粮包装 P/B 最终取值为 1.54，EV/EBITDA 最终取值为 7.76；交易案例比较法中中粮包装 P/B 最终取值为 1.81，EV/EBITDA 最终取值为 10.26。

价值比率是市场法估值中的关键指标，主要可以分为收入比率、盈利比率和资产比率三类。估值人员对其进行逐一分析如下：

(1) 收入比率

收入价值比率适用于销售利润水平稳定的传统行业，但该价值比率无法反应成本费用之间差异对估值的影响。由于受上游金属价格波动等因素影响，企业收入与利润并没有呈现强相关性，在该种情况下收入价值比率的适用性较弱。

(2) 资产比率

资产比率适用于拥有大量实物资产且净资产为正的企业，对于固定资产较少

的服务型或科技型企业则适用性较差。标的公司属于典型的重资产企业，实物资产及存货比重占总资产超过 50%，拥有大量的厂房、土地及产线。因此资产价值比率 P/B 具有适用性。

（3）盈利比率

盈利比率是将公司估值与当前盈利状况直接联系在一起的价值比率，对多数企业而言易于获得，最适用于连续盈利的企业。标的公司为包装行业内头部企业，近年未出现亏损，盈利相对稳定且具有连续性。盈利比率中 EV/EBITDA 可以规避资本结构以及折旧摊销政策差异对估值的扰动，在重资产企业估值中有更好的适用性。

综上，基于行业特点以及标的公司经营情况和财务数据，本次估值分析中上市公司比较法和交易案例比较法中均采用了 P/B 与 EV/EBITDA 两个价值比率，具有可比性。

4. 可比上市公司具有代表性及可比性

根据上述筛选标准，估值人员首先将境内外包装行业上市公司均纳入筛选范围，并剔除上市未满两年或近一年有重组事项的上市公司。其次将主营产品为纸包装、塑料包装等非金属包装产品的上市公司剔除。经过如上步骤后的待选公司如下：

证券代码	证券名称	主要经营区域	2023 年 营业收入 (亿元)	连续盈利	重资产
0906.HK	中粮包装	中国境内	102.65	是	是
601968.SH	宝钢包装	中国境内	77.60	是	是
002752.SZ	昇兴股份	中国境内	70.95	是	是
002969.SZ	嘉美包装	中国境内	31.52	是	是
6898.HK	中国铝罐	中国境内	2.15	是	是
8411.TW	福贞控股	中国境内	18.76	否	是
CCK.N	皇冠控股	美国及加拿大	850.46	是	是

对于上述公司估值人员逐项与筛选条件进行对比。

皇冠控股其主要经营区域为美国及加拿大，该区域 2023 年收入占比为 44%，其次为欧洲、中东及北非，占 2023 年收入比例为 23%，中国区收入占比较低，与标的公司在经营范围上差异较大。且其收入规模达到 850 亿元，与标的公司在规模上也有较大差异，故本次不将皇冠控股纳入可比公司。

福贞控股在 2022 年出现亏损，与标的公司连续盈利存在差异，故本次不将

其纳入可比公司。

中国铝罐其 2023 年收入规模仅为 2 亿元，与标的公司在规模上差距过大，故本次不将其纳入可比公司。

通过如上筛选步骤，本次最终选取的可比上市公司如下：

序号	证券代码	证券简称	首发上市日期	申银万国行业	主营产品类型
1	601968.SH	宝钢包装	2015-6-11	包装印刷	金属饮料罐、包装彩印铁
2	002752.SZ	昇兴股份	2015-4-22	包装印刷	金属包装、EMC 合同能源
3	002969.SZ	嘉美包装	2019-12-02	包装印刷	三片罐、二片罐、无菌纸包装、PET 瓶

本次可比上市公司选取中将境内外上市公司都纳入了筛选范围，通过主营产品、经营区域、经营业绩、企业规模等维度进行筛选，最后选取的三家上市公司均是金属包装细分行业内的头部企业，具有代表性及可比性。

5. 可比交易案例具有代表性及可比性

根据前述筛选条件，在所能获取公开信息资料的基础上，将属于包装印刷行业内交易案例均纳入筛选范围。由于中粮包装经营区域在中国境内，本次交易案例涉及可比公司应以中国境内为主要经营区域。其次交易案例应发生在本次估值分析基准日三年内，相关交易金额、交易股权比例、可比公司财务数据可以获得并易于计算。第三，本次交易奥瑞金将获得中粮包装控制权，所选取交易案例也应为控股权交易。

通过上述筛选条件，得到可比交易案例如下：

项目/公司	太平洋制罐（肇庆）	纷美包装	太平洋制罐（北京）
所属行业	包装行业	包装行业	包装行业
经营区域	中国境内	中国境内	中国境内
时间跨度	三年内	三年内	三年内
交易股比	100%	73.20%	100%
交易方式	现金收购	现金收购	现金收购
销售模式	直销	直销	直销
披露情况	交易公告、审计报告	重组草案、公司年报	交易公告、审计报告
资产配置	重资产	重资产	重资产

本次估值分析将上述交易案例均纳入可比交易案例。

综上所述，本次估值分析将近三年内行业交易案例均纳入筛选范围，从经营区域、销售模式、资产配置等经营角度，以及交易股比、披露情况、交易方式等交易角度出发，进行筛选，最终选取可比案例具有代表性及可比性。

6. 采用上市公司比较法符合行业惯例

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算价值比率，在与被估值单位比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

包装行业属于进入稳定发展期的成熟行业，行业内上市公司较多，市场数据比较充分。目前与被估值单位处于同一行业，产品类型、业务结构、经营模式相类似的上市公司数量较多，具备采用上市公司比较法的前提条件。虽然中粮包装为香港联交所的上市公司，其股票有公开市场价格，但单一股票价格会受到流动性、控制权以及市场情绪等多重因素影响，从而影响其作为估值基准的稳定性和可靠性。因此，未参考中粮包装股价作为估值，而是采用上市公司比较法进行估值分析。

近期交易案例中，收购境外上市公司时多数采用了市场法进行估值分析，相较于交易案例比较法，最终估值结论选取上市公司比较法的更为普遍，具体案例如下：

案例	采用的估值方法	最终选取的估值方法	选用理由
新巨丰(301296.SZ)要约收购联交所上市公司纷美包装73.20%股权	上市公司比较法及交易案例比较法	上市公司比较法	对于交易案例比较法，除标的自身前次交易案例外，选取的可比交易案例在经营业务领域为玻璃、金属包装，与标的企业经营范围有一定偏差；而上市公司比较法选取的可比上市公司业务领域均包含了无菌包装生产，其中新巨丰与标的公司在业务经营范围相似度较高，因此估值人员从整体两种方法下数据质量的准确性、完整性角度上来考虑，上市公司比较法的结果更优。
海南橡胶(601118.SH)协议收购上交所上市公司HAC公司36%股份	上市公司比较法及交易案例比较法	上市公司比较法	相较于交易案例比较法，上市公司比较法的可选择公司更多，估值人员可以找到在经营业务、经营规模上更加接近的可比公司。此外，由于橡胶行业2020年至今受到新冠疫情的影响相对较为明显，因此上市公司比较法的结果更具有时效性。
文灿股份(603348.SH)协议收购巴黎泛欧交易所上市公司百炼集团61.96%股权	上市公司比较法及交易案例比较法	上市公司比较法	相较于可比交易案例比较法，上市公司比较法的可选择公司更多，估值人员可以找到在经营业务、经营规模上更加接近的可比公司。此外，由于近年汽车零部件行业整体趋势和预期发生了一定的变化，上市公司比较法数据时效性要优于可比交易案例比较法

案例	采用的估值方法	最终选取的估值方法	选用理由
佳沃股份（300268.SH） 自愿要约收购智利圣地亚哥证券交易所上市公司 Australis Seafoods S.A.	上市公司比较法	上市公司比较法	行业的公开并购案例有限，与并购案例相关联的、影响交易价格的某些特定的条件无法通过公开渠道获知，无法对相关的折扣或溢价做出分析，因此交易案例比较法较难操作
曲美家居（603818.SH） 自愿要约收购挪威奥斯陆证券交易所上市公司 Ekomes ASA	上市公司比较法	上市公司比较法	本次市场法估值选用上市公司比较法，理由如下： （1）目前欧洲证券市场上市公司中已有一定的类似企业，且信息披露较充分，故适宜采用上市公司比较法估值。（2）境外交易案例相关数据较难取得，同时相关信息披露不如上市公司充分故不适宜采用交易案例比较法估值。

综上所述，在对于上市公司的估值分析中，采用上市公司比较法符合行业惯例。

三、结合上市公司比较法、交易案例比较法的选取样本差异情况、价值比率选择等，说明最终选择上市公司比较法估值结果作为最终估值结论的原因以及合理性。

1. 样本差异情况

本次可比上市公司及可比交易案例的主要差异情况如下：

类别	公司/项目	主营产品	收入规模	经营业绩
可比上市公司	宝钢包装	金属包装	大于 30 亿元	连续盈利
可比上市公司	昇兴股份	金属包装	大于 30 亿元	连续盈利
可比上市公司	嘉美包装	金属包装	大于 30 亿元	连续盈利
可比交易案例	太平洋制罐（肇庆）	金属包装	小于 30 亿元	连续盈利
可比交易案例	纷美包装	无菌包装	大于 30 亿元	连续盈利
可比交易案例	太平洋制罐（北京）	金属包装	小于 30 亿元	存在波动

（1）主营产品

中粮包装以金属包装为主营产品，可比交易案例中纷美包装主营为无菌包装，虽同属于包装行业，但主营产品存在一定差异。可比上市公司均是以金属包装为主营产品，因此可比上市公司在主营产品方面可比性更强。

（2）收入规模

中粮包装收入规模超百亿，工厂及产线在全国均有布局。可比交易案例中太平洋制罐（肇庆）及太平洋制罐（北京）的经营区域以所在城市及周边为主，收入规模均小于 30 亿元，与标的公司在规模上有一定差异。可比上市公司营收规模均在 30 亿元以上，在企业规模方面可比性更强。

（3）经营业绩

中粮包装经营业绩稳定，属于连续盈利的公司。可比交易案例中太平洋制罐（北京）披露信息中业绩出现波动，2021 年有亏损情况。可比上市公司基准日 3 年内均属于盈利，在经营业绩方面可比性更强。

2. 价值比率的选择

本次估值分析中，上市公司比较法及交易案例比较法均采用了同样的价值比率即 P/B 与 EV/EBITDA。价值比率选取合理性分析详见本意见回复“二、说明上市公司比较法、交易案例比较法中，相关可比上市公司、可比交易案例的选取标准及关键可比指标的可比性，最终选取的可比上市公司、可比交易案例是否具备代表性、可比性，采用上市公司比较法是否符合行业惯例。”之“3. 可比公司关键指标具有可比性”中答复。

3. 上市公司比较法估值结果作为最终估值结论的原因以及合理性

本次交易采用了上市公司比较法及交易案例比较法两种方法进行估值分析。上市公司比较法中，于估值分析基准日在各项假设条件成立的前提下，中粮包装股东全部权益价值的估值区间为 710,200.00 万元至 890,400.00 万元；交易案例比较法中，于估值分析基准日在各项假设条件成立的前提下，中粮包装股东全部权益价值的估值区间为 922,800.00 万元至 959,900.00 万元。本次估值分析最终选取上市公司比较法作为最终估值结论。

本次估值分析选用上市公司比较法作为最终估值结论主要考虑如下原因：

（1）可比上市公司在主营产品、企业规模、经营业绩等方面较可比交易案例相似度更高。

（2）上市公司信息披露更为充分，可比交易案例受限于披露数据及信息有限，在数据的完整性和充分性上可比上市公司更优。

（3）可比交易案例时间跨度虽在三年之内，但是较基准日仍有一定差异，而上市公司比较法中可以采用基准日股价数据及最近一期的财务信息，在时效性

上更强。

综上所述，上市公司比较法中可比公司相似度更高，其数据质量更具有完整性及充分性，且时效性要优于交易案例比较法，故本次估值分析采用上市公司比较法作为最终估值结论具有合理性。

四、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：

1. 由于估值人员执业准则要求，以及本次交易标的公司为香港联交所上市公司，受到香港《上市规则》限制的原因，本次交易无法采用资产基础法及收益法进行估值分析。

2. 本次估值分析最终选取的可比上市公司、可比交易案例具备代表性、可比性，可比公司关键指标具有可比性，采用上市公司比较法符合行业惯例。

3. 上市公司比较法在可比公司相似度、数据的完整性及充分性、时效性上均优于交易案例比较法，本次估值分析采用上市公司比较法作为最终估值结论具有合理性。

（此页无正文，为《沃克森（北京）国际资产评估有限公司关于对并购重组问询函（2024）第4号〈关于对奥瑞金科技股份有限公司重大资产购买的问询函〉意见回复》之盖章页）

估值人员：

姜海成

估值人员：

浦希麟

沃克森（北京）国际资产评估有限公司

2024年10月24日