

**中水致远资产评估有限公司答复中国证券监督管理委员会
上市公司并购重组审核委员会关于黄山永新股份有限公司发行股份购买资
产暨关联交易方案审核意见的专题报告**

请申请人补充披露：一、永佳集团于 2015 年 9 月收购标的企业 19 名自然人股东股权的作价依据；二、该作价与本次重组评估作价存在较大差异的原因，是否损害上市公司利益。请独立财务顾问、律师、评估师核查并发表明确意见。

一、永佳集团于 2015 年 9 月收购标的企业 19 名自然人股东股权的作价。

回复：

2015 年 9 月，永佳集团收购新力油墨 19 名自然人 19.85%股权的作价是以协商的方式确定的，6.816 元/股的价格是双方协商的结果。主要考虑以新力油墨 2015 年 6 月末净资产金额 4,089 万元为基础，加上对其未来三年未获得的分红补偿，分红补偿以最近三年新力油墨最高分红金额为基础确定，即 909 万元，计算公式为：每股价格=每股净资产 4.089 元/股+分红补偿 0.909 元/股*3=6.816 元/股。

2015 年 10 月 8 日，19 名自然人已分别出具《声明》：“本人已收到全部股权转让款，上述股权转让行为是本人真实意思表示，本人没有异议，不存在纠纷。”

二、该作价与本次重组评估作价存在较大差异的原因，是否损害上市公司利益。

（一）19 名自然人股东股权的作价与本次重组评估作价存在较大差异原因。

回复：本次评估新力油墨的评估值为 14,300 万元，其实收资本为 1,000 万元，每股价格为 14.3 元，与 2015 年 9 月的股权转让价格 6.816 元/股存在较大差异，评估师认为差异的原因系：主要考虑系新力油墨实际控制人对新力油墨发展的贡献、所持控股权的溢价，以及本次交易完成后对未来的业绩承诺责任和补偿风险不同所致。

（二）本次重组评估作价不存在损害上市公司利益的情形

回复：

1、交易标的资产评估合理性分析

评估机构接受委托，对标的资产出具了资产评估报告，评估前提假设合理、

评估方法恰当、评估定价公允。评估报告以持续使用和公开市场为前提，结合评估对象的实际情况，综合考虑各种影响因素，分别采用资产基础法和收益法两种方法对拟购买资产的全部股东权益价值进行评估，然后加以比较分析，最终确定标的资产作价所依据的评估值。

(1) 评估方法合理

资产评估通常有三种方法，即资产基础法、市场法和收益法。

资产基础法从企业构建角度反映了企业的价值，因此本次评估同时选择了资产基础法进行评估。

被评估单位未来年度预期收益与风险可以合理地估计，故本次评估可以选择收益法进行评估。

由于被评估单位行业的特殊性和被评估单位自身的特点，本次评估无法在市场上交易过的企业中找到与被评估单位相类似的交易案例，无法通过对其价值进行比较和调整修正得出被评估单位的价值，限制了采用市场法对被评估单位进行评估。

综上，本次评估确定采用资产基础法和收益法进行评估。

(2) 评估参数的选取情况

根据收益法评估结果，在评估基准日 2015 年 6 月 30 日新力油墨股东全部权益评估结果为 14,300.00 万元，较账面净资产增值为 10,374.10 万元，增值率为 264.25%。

1) 评估模型

本次采用收益法对被评估单位股东全部权益进行评估，即以未来若干年度内的企业自由现金流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出营业性资产价值，然后再加（减）上非经营性资产（负债）价值得出新力油墨(或资产组合体)价值，新力油墨价值减去付息债务价值为新力油墨股东全部权益的价值。

本次收益法评估模型选用企业(或资产组合体)现金流。计算公式如下：

$$P = \sum_{t=1}^n R_t / (1+i)^t + P_n / (1+i)^n + \text{单独评估资产现值} - \text{付息债务价值}$$

式中：P为企业(或资产组合体)价值；

i为折现率；

t为预测年期；

Rt为第t年自由现金流量；

Pn为第n年终值；

n为预测期。

2) 预期未来收入增长率

新力油墨主营业务系从事GA系列、BA系列、BR系列、NF/NW/NP系列、GP系列等油墨产品研发、生产与销售，全资子公司黄山力源科技有限公司评估基准日停止业务经营。考虑经营预测的合理性，我们确定新力油墨收益期收益主体为新力油墨母公司报表口径，收益口径为预测期的企业自由现金流量；全资子公司黄山力源科技有限公司评估基准日停止业务经营，不纳入未来经营预测。

本次评估结合评估对象基准日营业收入、成本构成、毛利水平，并参考被评估单位新增客户、产能利用情况估算其未来各年度的营业收入及成本。

油墨行业经历了由低要求、高耗能、高污染、品种单一低端产品，逐步转变为高要求、低耗能、绿色环保、功能性高端产品。新力油墨紧跟市场的变化，开发了无苯、无酮绿色环保及多功能油墨产品，产品质量持续提升、竞争力水平持续提高，市场份额持续增长。新力油墨作为油墨行业较早从事油墨产品的供应商，已经与百余家有一定规模的客户构建了持续稳定的长期合作关系，通过对存量客户的二次开发，对于上述存量市场新力油墨未来期间可以获得一个较好的业务增长。随着食品塑料包装、日化塑料包装等下游行业细分市场需求的持续增长，对油墨产品将有一个较高的需求，对于上述增量市场预计新力油墨未来期间可以获得一个较好的业务份额。

以被评估单位历史年度经营模式和销售量（吨）为基础，结合被评估单位管理当局中长期规划，预测未来年度的销售量；预期销售单价以2014年—2015年销售单价（万元/吨）为基础，并对其未来趋势进行判断测算。根据上述预期销售量、销售单价预测2015年7-12月—2019年的营业收入，2019年之后销售收入的增长趋于稳定，2020年及以后每年预测保持在2019年营业收入的水平上。其营业收入、销售量预测如下：

营业收入预测汇总表

金额单位：人民币万元

序号	业务类别	未来预测数据				
		2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年
1	GA系列	4,581.45	10,302.98	12,625.37	14,631.07	14,989.99
2	BA系列	915.46	2,193.66	2,539.12	2,901.85	2,988.21
3	BR系列	240.88	-	-	-	-
4	NF/NW/NP系列	136.00	306.00	374.00	408.00	442.00
5	GP系列	662.42	1,208.92	1,457.33	1,755.42	1,821.67
6	废料处置	12.24	22.46	24.85	27.34	29.58
7	合计	6,548.46	14,034.03	17,020.67	19,723.69	20,271.45

销售量预测汇总表

单位：吨

序号	业务类别	未来预测数据				
		2015年7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年
1	GA系列	2,170.00	4,880.00	5,980.00	6,930.00	7,100.00
2	BA系列	530.00	1,270.00	1,470.00	1,680.00	1,730.00
3	BR系列	150.00	-	-	-	-
4	NF/NW/NP系列	40.00	90.00	110.00	120.00	130.00
5	GP系列	400.00	730.00	880.00	1,060.00	1,100.00
6	废料处置	-	-	-	-	-
7	合计	3,290.00	6,970.00	8,440.00	9,790.00	10,060.00

收入预测中的销售量的预测依据如下：

评估人员获取了被评估单位历史年度的产品订单、销售合同、框架合同等，详细了解每笔业务的合作方式、洽谈情况及历史年度存量客户的稳定性。评估人员选择被评估单位销售人员进行访谈，对历史年度的销售量和客户的稳定性进行分析。综上，根据被评估单位业务经营模式、存量客户的业务量、新客户业务增量、已签订的框架合同及业务发展趋势等预测2015年7-12月—2019年的销售量。预测过程如下：

①GA系列：系聚氨酯无苯油墨，为新力油墨的核心产品，占总收入比重约为60%。该产品通用性强，印刷性能优，符合油墨的发展方向，并且技术成熟，原材料供应广泛。2015年以来，新力油墨从原材料选取，配方工艺、工艺流程等方面优化、改进，高速通用性，以适应不同的印刷复合工艺，不同的印刷基材。根

据不同的市场需求，产品结构得到进一步优化，已先后与百余家单位签订框架合同、协议，长期持续合作，该系列油墨在客户中的使用比例持续增加。经过详细了解，预期拟与被评估单位合作的20余家客户单位已处于小试、中试（产品）或签订技术协议的阶段，评估人员查阅了客户的小试报告、中试报告及磋商待签订的技术协议，预计2016年订单量增加约1500吨，约40%能够在2016年实现收入。综上，未来年度GA系列产品销售量有较高的可实现性。

②BA系列：系氯化聚丙烯油墨，为新力油墨的中端产品，系GA系列产品的补充配套产品，应用范围相对较窄，其性能与GA系列油墨有一定差距，但成本有一定的优势，主要适用于中低端食品、日化、洗涤包装印刷产品，如种子袋、农药包装、日用品包装、编织袋包装等。经过详细了解，BA系列产品与GA系列产品客户群体多系相同的（具有一致性），由于该产品仅适用于BOPP印刷，应用范围相对较窄，其预期市场增量需求略低于GA系列产品。

③BR系列：系有苯、高耗能、高污染产品，2009年禁止在食品包装上使用该类产品，一般使用于农药、种子袋包装，由于使用方便，短期内拥有一定的客户市场。受环保政策、市场准入的影响，预计该类产品将被市场淘汰，基于谨慎性考虑，2016年及以后年度该类产品销售量未予预测。

④NF/NW/NP系列：系柔版塑料油墨，为新开发产品，系彩印技术的发展方向之一。目前销售对象主要系卫生产品、食品包装等高端客户（拥有柔印设备的大客户，柔印设备购置成本较高），市场推广主要受客户单品订单量的影响。随着卫生产品、食品包装等上游市场需求的持续增长，市场对该系列产品的将有一个较高的增量需求，对于上述增量市场，新力油墨作为国内柔版塑料油墨的主要供应商之一，将获取较好的业务份额。

⑤GP系列：包括GP、NP、VT等其他型的复合油墨，系丰富产品线的功能性油墨。采用耐高温的醇酯溶型聚氨酯树脂，选用耐高温、不渗透的白、红、黄、蓝、紫、绿、橙等颜料，解决了高温蒸煮袋制作过程中，容易出现的NY基材的渗色问题。该系列产品销售量逐年稳定增长，主要系近年来新力油墨的产品结构进一步丰富，可供销售的各类油墨产品种类增加，因此，销售量稳定增长。

⑥在对新力油墨未来收益期主营业务收入估算的基础上，根据历史年度其它业务收入占主营业务收入的比例对企业未来收益期的其它业务收入进行估算。

3) 净现金流量的预测结果

单位：万元

项目	2015年 7-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	永续期
一、营业收入	6,548.46	14,034.03	17,020.67	19,723.69	20,271.45	20,271.45
减：营业成本	4,872.62	10,478.04	12,708.34	14,732.46	15,142.22	15,142.22
减：营业税金及附加	29.95	64.19	77.86	90.22	92.73	92.73
减：销售费用	353.02	702.17	818.06	925.66	950.72	950.72
减：管理费用	574.25	1,123.63	1,243.23	1,361.87	1,421.03	1,421.03
减：财务费用	37.10	73.54	73.11	72.73	72.64	72.64
二、营业利润	681.51	1,592.46	2,100.07	2,540.74	2,592.12	2,592.12
三、利润总额	681.51	1,592.46	2,100.07	2,540.74	2,592.12	2,592.12
减：所得税费用	102.23	238.87	525.02	635.19	648.03	648.03
四、净利润	579.28	1,353.59	1,575.05	1,905.56	1,944.09	1,944.09
加：税后利息支出	32.27	64.37	56.80	56.80	56.80	56.80
加：净投资	81.65	-471.54	-694.97	-618.40	-140.59	-
五、自由现金流量	693.21	946.42	936.87	1,343.96	1,860.30	2,006.36

4) 折现率

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为企业自由现金流量，则折现率选取加权平均资本成本(WACC)。

$$\text{公式： } WACC = K_e \times E / (D + E) + K_d \times D / (D + E) \times (1 - T)$$

式中：K_e：权益资本成本；

K_d：债务资本成本；

T：所得税率；

E：权益的市场价值；

D：付息债务的市场价值；

其中：K_e = R_f + β × R_{Pm} + R_c

R_f = 无风险报酬率；

β = 企业风险系数；

R_{Pm} = 市场风险溢价；

R_c = 企业特定风险调整系数。

① 无风险报酬率的确定 R_f

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很

小，可以忽略不计。我们在沪、深两市选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过5年期的249只国债，并计算其到期收益率，取所有国债到期收益率的平均值3.91%作为本次评估无风险收益率。（数据来源：同花顺iFinD）

②企业风险系数 β

通过同花顺 iFinD 数据系统，查阅可比上市公司的无财务杠杆风险系数，并以该无财务杠杆风险系数为基础，并根据新力油墨的目标资本结构折算出公司的有财务杠杆风险系数，作为此次评估的 β 值。

根据沪深股市化学原料及化学制品制造业行业可比上市公司的公开资料，通过同花顺 iFinD 数据系统，计算得出其无财务杠杆风险系数，其平均值调整 BETA (u) 为 0.8927。

结合评估基准日已审财务报表，根据化学原料及化学制品制造业行业可比上市公司贡献现金流的资产负债变动情况，分别测算年度有息负债和所有者权益的市场价值，计算得出目标公司的资本结构。

按照以下公式，将上市公司的调整后无财务杠杆的 BETA (u) 值，依照新力油墨的目标资本结构，折算成新力油墨的有财务杠杆的 β ：

$$\beta / \beta_u = 1 + D/E \times (1 - T)$$

式中： β = 有财务杠杆的 β

β_u = 无财务杠杆的 β

D = 有息负债现时市场价值

E = 所有者权益现时市场价值

T = 企业所得税率（2015-2016 企业所得税率取 15.00%，2016 年以后所得税率取 25%）

企业所得税率为 15.00%，有财务杠杆的 β 为 0.9243；

企业所得税率为 25.00%，有财务杠杆的 β 为 0.9206；

③市场风险溢价 R_{pm} 的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率，由于目前国内 A 股市场是一个新兴而且相对封闭的市场，一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，投资者结构、投资理念在不断的发生变化，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对

资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，直接通过历史数据得出的股权风险溢价包含有较多的异常因素，不具有可信度；国际上新兴市场的风险溢价通常采用成熟市场的风险溢价进行调整确定，因此本次评估采用公认的成熟市场（美国市场）的风险溢价进行调整，具体计算过程如下：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险。

根据 AswathDamodaran 的统计结果，美国股票市场的风险溢价为 5.75%，我国的国家风险溢价为 0.9%（ 0.6×1.5 ），综合的市场风险溢价水平为 6.65%。

④特定风险调整系数 Rc 的确定

特有风险调整系数为根据被评估单位与所选择的对比企业在企业规模、生产经营管理方式、抗风险能力等方面的差异进行的调整系数。根据对新力油墨特有风险的判断，取风险调整系数为 2.50%。

⑤权益资本成本的确定

根据上述的分析计算，可以得出：

$$K_e = R_f + \beta \times R_{pm} + R_c$$

若企业所得税率为 15.00%，则 K_e 为 12.56%。

若企业所得税率为 25.00%，则 K_e 为 12.53%。

⑥债务成本 K_d

在中国，对债权收益率的一个合理估计是将市场公允短期和长期银行贷款利率结合起来的一个估计。中国目前尚未建立起真正意义上的公司债券市场，尽管有一些公司债券是可以交易的。然而，另一方面，官方公布的贷款利率是可以得到的。事实上，现在有效的长期贷款利率是 5.40%。我们采用该利率作为我们的债权年期望回报率。

⑦折现率（WACC）

按上述确定的债务成本、权益成本以及行业资本结构，计算确定加权平均资本成本： $WACC = (K_e \times E / (D+E)) + (K_d \times (1-t) \times D / (D+E))$

若企业所得税率为 15.00%，则 WACC 为 12.24%。

若企业所得税率为 25.00%，则 WACC 为 12.19%。

由上可见，评估方法选择合理，未来收益预测基于企业目前的实际的情况，对其他相关的评估参数的选取较为合理、谨慎的，评估结论较为客观、合理。

2、结合交易标的相对价值角度分析

(1) 交易定价对应的市盈率

新力油墨经审计的母公司净资产账面价值为 3,925.90 万元，以收益法评估的评估值为 14,300.00 万元，评估值增值率为 264.25%。根据永佳集团与永新股份签订的《利润补偿协议》，2016 年度至 2018 年度实现扣除非经常性损益后的归属于新力油墨所有者的净利润分别不低于 1,350.00 万元、1,580.00 万元和 1,910.00 万元，新力油墨的相对估值水平如下：

项目	2014 年度 (实际)	2015 年度 (预计)	2016 年度 (预计)	2017 年度 (预计)	2018 年度 (预计)
100%股权定价 (万元)	14,300.00				
净利润 ^注 (万元)	1,014.84	1,146.37	1,350.00	1,580.00	1,910.00
交易市盈率 (倍)	14.09	12.47	10.59	9.05	7.49
每股收益	1.01	1.15	1.35	1.58	1.91
项目	2015 年 6 月 30 日				
100%股权定价 (万元) ①	14,300.00				
新力油墨母公司净资产 (万元) ②	3,925.90				
交易市净率 (倍) ③=①/②	3.64				

(2) 上市公司自身每股收益

本次交易完成前，2015 年 1-6 月新力油墨每股收益为 0.57 元/股，永新股份每股收益为 0.28 元/股；本次交易完成后，永新股份每股 0.28 元提升至 0.29 元，扣非后基本每股收益由每股 0.27 元上升至 0.28 元。本次交易的每股收益显著高于永新股份的每股收益，本次估值价格合理、公允，充分保护了上市公司全体股东的合法权益。（数据来源：华普天健出具的会审字[2015]3703 号《备考审计报告》）

(3) 可比同行业公司市盈率

以证监会行业分类（2012 版）中的“化学原料及化学制品制造行业”为可比公司的选取范围，截至本次交易的评估基准日 2015 年 6 月 30 日，“化学原料及化学制品制造行业”的上市公司中剔除市盈率为负值或市盈率高于 100 倍的上市公司后，“化学原料及化学制品制造行业”的上市公司的平均市盈率为 53.31

倍，平均市净率为 5.68 倍。按照新力油墨 2015 年的预计净利润计算，本次交易定价的市盈率为 12.47 倍；按照标的公司 2015 年 6 月 30 日净资产，本次交易定价的市净率为 3.64 倍，显著低于“化学原料及化学制品制造行业”上市公司的平均水平。本次交易的估值价格合理，符合公司及中小股东的利益。

综上，评估机构认为，永佳集团于 2015 年 9 月收购标的公司 19 名自然人股东股权的作价是交易双方协商的结果；本次交易不存在损害上市公司利益的情形。

（本页无正文，为《中水致远资产评估有限公司答复中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会关于黄山永新股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易方案审核意见的专题报告》之签章页）

经办注册资产评估师：

徐向阳

陈大海

中水致远资产评估有限公司

年 月 日