

安永资产评估（上海）有限公司

关于牡丹江恒丰纸业股份有限公司发行股份购买资产
暨关联交易申请的审核问询函（并购重组〔2025〕49
号）的回复

安永资产评估（上海）有限公司

二零二五年八月二十八日

目录

目录	2
问题 2、关于标的公司历史沿革	3
问题 4、关于资产基础法评估	8
问题 5、关于收益法评估	39
问题 10、关于其他	75

安永资产评估（上海）有限公司
关于牡丹江恒丰纸业股份有限公司发行股份购买资产暨关
联交易申请的审核问询函的回复

上海证券交易所：

根据贵所《关于牡丹江恒丰纸业股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易申请的审核问询函》（并购重组〔2025〕49号）之要求，我们对涉及资产评估公司的相关问题进行了核实，现将有关情况回复如下：

问题 2、关于标的公司历史沿革

重组报告书披露，（1）2012 年经法院裁定，锦丰纸业与其子公司锦丰创新、锦丰斯贝克合并破产重整，重整期间引入竹浆纸业等新股东；（2）2016 年标的公司重整计划执行完毕，目前存在部分逾期银行贷款债权未在重整计划执行期间申报受偿；（3）2024 年 2 月锦丰纸业以股权转让方式取得恒华热力 100%股权；（4）2024 年 5 月，锦丰纸业吸并锦丰斯贝克和锦丰创新，吸并后锦丰斯贝克、锦丰创新注销；（5）2024 年 5 月，竹浆纸业以其对锦丰纸业的 15,930 万元债权实施债转股；（6）2024 年 7 月，锦丰纸业派生分立出盛源纸业，并将与主营无关的一宗国有土地使用权、四幢别墅产权及历史经营产生的未弥补亏损剥离给盛源纸业；（7）竹浆纸业净资产为负，竹浆纸业股东聚源启富于 2023 年 9 月增资入股，2025 年 4 月聚源启富以 7,800 万元将其所持竹浆纸业股份转让给福华集团。

请公司披露：（1）标的公司破产重整和竹浆纸业、张华参与重整的背景和原因，张华的简历及对外投资情况；（2）竹浆纸业、张华取得标的公司股权的成本，后续对标的公司技术、产品、产线和设备等方面更新改造的累计投入和成效；（3）标的公司逾期银行贷款债权是否仍在诉讼时效内，债权人是否仍有补充申报并按重整计划规定的同等债权清偿条件获得清偿的权利，重整计划执行完毕后是否主张过债权，是否存在纠纷及诉讼风险；如有，拟采取的解决措施；（4）标的公司受让恒华热力股权的原因和目的，恒华热力主营业务及与标的公司主营业务的相关性，报告期主要财务数据；（5）标的公司吸并两家子公司，随后不

久派生分立盛源纸业的背景与目的，与托管、本次交易之间的关系，是否为一揽子安排；吸并、分立前后，标的公司及子公司的主要财务数据，全部资产负债的划分约定，及与主营业务发展的相关性；吸并和分立相关会计处理，资产和负债入账价值及确定依据，是否符合会计准则要求；（6）分立时标的公司收入、费用拆分的依据及其准确性，剥离部分资产和未分配利润的原因及合理性，是否符合会计准则的相关要求，分立对报告期业绩的影响；（7）分立时对标公司全部债务划分约定的外部法律效力，标的公司是否存在对分立前债务承担连带责任的风险，如是，可能承担的金额、对本次交易估值定价的影响及相关解决措施；（8）竹浆纸业债转股的原因和必要性，对本次交易估值和评估增值率的影响；（9）竹浆纸业净资产为负的原因，竹浆纸业下属企业基本情况和主要财务数据，聚源启富本次交易前转让竹浆纸业股份的原因及合理性，入股及转让股权的价格及依据，资金来源及转让款项支付情况，是否存在股权代持及其他利益安排。

请独立财务顾问核查并发表明确意见；请律师核查（3）（7）（9）并发表明确意见；请会计师核查（5）（6）（8）并发表明确意见；请评估师核查（7）（8）并发表明确意见。

答复：

七、分立时对标公司全部债务划分约定的外部法律效力，标的公司是否存在对分立前债务承担连带责任的风险，如是，可能承担的金额、对本次交易估值定价的影响及相关解决措施

（一）分立时对标公司全部债务划分约定的外部法律效力

标的公司分立时，锦丰纸业、竹浆纸业和张华共同签署了《公司分立协议》，对锦丰纸业的财产、债权债务做了分割约定，按照《债权债务划分明细表》执行，并根据债权人要求以及双方协商达成意见，需要由锦丰纸业和盛源纸业共同承担的债务，应积极协同、配合。

标的公司分立时，锦丰纸业股东大会决议中明确，分立前公司的债务由分立后公司承担连带责任，并且在刊登分立公告时也明确，分立前公司的债务由分立后的公司承担连带责任。

因此，标的公司、竹浆纸业、张华对标公司全部债务划分约定不存在争议，

划分约定有效，但不能对抗外部债权人，如分立后的锦丰纸业或盛源纸业不能清偿划分的债务时，另一方负有连带清偿责任。

（二）标的公司是否存在对分立前债务承担连带责任的风险，如是，可能承担的金额、对本次交易估值定价的影响及相关解决措施

标的公司分立时，根据合同约定盛源纸业划分承担的债务为 523.98 万元，如不能偿还，标的公司需要就该债务偿还承担连带责任。523.98 万元债权人为标的公司及盛源纸业的控股股东竹浆纸业，因此盛源纸业被要求偿还债务且其本身不能偿还的风险较小。同时，竹浆纸业出具了说明，不会要求标的公司就分立前的债务承担连带责任。

标的公司就分立前债务承担连带责任的风险较小，不会对本次交易估值定价产生影响。

八、竹浆纸业债转股的原因和必要性，对本次交易估值和评估增值率的影响

（一）竹浆纸业债转股的原因和必要性

债转股的原因为锦丰纸业重组后至托管前一直严重亏损导致净资产为负，难以偿还对母公司竹浆纸业的欠款。锦丰纸业由恒丰纸业托管后经营情况有所改善，产品已经被市场所接受整体资产已盘活，竹浆纸业看好后续锦丰纸业的业务发展，通过债转股方式对锦丰纸业进行增资。

（二）对本次交易估值和评估增值率的影响

2024 年，竹浆纸业以其对标的公司合法享有债权中 15,930.00 万元增资并取得标的公司对应的股权。根据标的公司经审计的资产负债表，模拟还原债转股前的资产负债表，即把已经转入实收资本的 15,930.00 万元转回其他应付款，并根据模拟还原债转股前的资产负债表确定的模拟评估结果如下：

单位：万元

项 目		账面价值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C=B-A	D=C/A×100%
流动资产	1	7,176.88	7,216.34	39.46	0.55
非流动资产	2	14,341.68	33,905.94	19,564.26	136.42
其中：长期股权投资	3	500.00	484.91	-15.09	-3.02

项 目		账面价值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C=B-A	D=C/A×100%
固定资产	4	9,419.96	23,408.99	13,989.03	148.50
在建工程	5	3,232.11	3,263.80	31.69	0.98
无形资产	6	801.40	6,421.44	5,620.04	701.28
其中：土地使用权	7	801.40	6,421.20	5,619.80	701.25
其他非流动资产	8	388.21	326.80	-61.41	-15.82
资产总计	9	21,518.56	41,122.28	19,603.72	91.10
流动负债	10	30,246.66	30,246.66	-	-
非流动负债	11	-	-	-	-
负债总计	12	30,246.66	30,246.66	-	-
净资产	13	-8,728.10	10,875.62	19,603.72	-224.60

债转股后，本次交易的评估结果如下：

单位：万元

项 目		账面价值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C=B-A	D=C/A×100%
流动资产	1	7,176.88	7,216.34	39.46	0.55
非流动资产	2	14,341.68	33,905.94	19,564.26	136.42
其中：长期股权投资	3	500.00	484.91	-15.09	-3.02
固定资产	4	9,419.96	23,408.99	13,989.03	148.50
在建工程	5	3,232.11	3,263.80	31.69	0.98
无形资产	6	801.40	6,421.44	5,620.04	701.28
其中：土地使用权	7	801.40	6,421.20	5,619.80	701.25
其他非流动资产	8	388.21	326.80	-61.41	-15.82
资产总计	9	21,518.56	41,122.28	19,603.72	91.10
流动负债	10	14,316.66	14,316.66	-	-
非流动负债	11	-	-	-	-
负债总计	12	14,316.66	14,316.66	-	-
净资产	13	7,201.90	26,805.62	19,603.72	272.20

由于债转股前竹浆纸业是锦丰纸业的控股股东，此次债权转股权的操作并未对标的公司的经营资产造成影响。同时，结合上述两表数据可见，债转股前后的评估增值额完全相同。尽管债转股前的评估价值有所降低，但上市公司需同步承担对应金额的债务，两种方案下的交易对价实质相同，因此竹浆纸业债转股对本

次交易估值没有实质影响。此外，债转股后，标的公司净资产评估增值率为272.20%，根据模拟还原竹浆纸业债转股前标的公司的资产负债表，标的公司净资产为负，评估增值率为-224.60%。

十、中介机构核查程序和核查意见

（一）核查程序

针对问题（7）（8），评估师履行了以下核查程序：

- 1、取得、查阅标的公司2024年分立时的《公司分立协议》、财务报表等资料；
- 2、取得竹浆纸业关于不会要求标的公司就分立前的523.98万元债务承担连带责任出具的说明；
- 3、查阅重组报告书、竹浆纸业债转股的股东大会或董事会决议以及询问标的公司管理层了解和分析本次债转股的原因和必要性；
- 4、通过模拟计算、分析性复核等方法分析债转股对本次交易估值和评估增长率的影响。

（二）核查意见

针对问题（7）（8），评估师认为：

- 1、标的公司就523.98万元债务的偿还承担连带责任的风险较小，不会对本次交易估值定价产生影响；
- 2、竹浆纸业债转股对本次交易估值没有实质影响。债转股后，标的公司净资产评估增值率为272.20%，根据模拟还原竹浆纸业债转股前标的公司的资产负债表，标的公司净资产为负，评估增值率为-224.60%。

问题 4、关于资产基础法评估

重组报告书披露，（1）本次交易采用资产基础法和收益法评估，最终选用资产基础法评估结果作为本次评估结论。本次交易完成后，上市公司将新增 4,925.00 万元商誉；（2）标的公司资产基础法评估价值为 26,805.62 万元，增值额为 19,603.72 万元，增值率为 272.20%；（3）评估增值主要来自固定资产和土地使用权；其中，房屋建筑物净值 2,349.04 万元，评估值 11,300.28 万元，增值 8,951.24 万元；机器设备净值 6,353.06 万元，评估值 11,255.67 万元，增值 4,902.60 万元；土地使用权账面价值 801.40 万元，评估值 6,421.20 万元，增值 5,619.80 万元；（4）竹浆纸业作为重整投资人，收购锦丰纸业、锦丰创新、锦丰斯贝克的对价为 26,500 万元；本次交易市净率与同行业可比交易案例基本可比。

请公司披露：（1）本次交易采用资产基础法评估结果作为评估结论的原因和合理性；（2）房屋建筑物评估过程，主要参数选择依据；原值与所在地区工程造价的匹配性，增值幅度是否与建材、人工价格上升幅度匹配及合理性；经济使用年限的确定依据及合理性，经济使用年限与会计折旧年限差异对评估值的具体影响；评估值与同区域可比房屋建筑物价格的对比情况及差异原因，增值原因及合理性；（3）机器设备具体内容、历史维护情况及目前状态，说明评估情况、原值评估依据及合理性；经济使用年限、已使用年限和剩余使用年限的具体情况，经济使用年限确定依据及合理性，经济使用年限与会计折旧年限差异对评估值的具体影响；是否充分考虑未来设备改造、重建过程中的处置情况及依据，在设备采购时间较长、供应商增多及技术进步等情况下，设备性能情况、增值原因及合理性；（4）土地使用权评估过程，主要参数的取值依据和合理性；与周边区域近期类似成交案例的对比情况及可比性，评估价值公允性及依据，增值原因和合理性；长期股权投资评估减值原因，是否存在经济性贬值风险；（5）在标的公司持续亏损、资产持续折旧的情况下，本次交易作价与破产重整价格相近的原因及合理性；按照公允价格并考虑托管费，说明标的公司市净率、静态市盈率及未来 3 年平均动态市盈率，与同行业可比公司、可比交易案例的对比情况及差异原因；结合上述情况和标的公司经营情况等，进一步说明本次交易作价公允性，相关资产是否存在经济性贬值风险；（6）商誉计算过程，是否充分识别标的公司相关资产及依据，新增商誉对上市公司的影响以及商誉减值风险；（7）资产基

础法评估下，部分资产采用市场法评估的具体情况，是否适用《监管规则适用指引——上市类第 1 号》关于业绩补偿或减值补偿的要求及依据。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见，请律师核查（7）并发表明确意见。

答复：

一、本次交易采用资产基础法评估结果作为评估结论的原因和合理性

本次评估采用资产基础法和收益法，并采用选用资产基础法评估结果作为评估结论，其原因及合理性如下：

由于委托评估的资产不仅可根据财务资料和构建资料等确定其数量，还可通过现场勘查核实其数量。评估对象所包含资产的成新率可以通过以其经济使用寿命年限为基础，在现场勘查和收集相关资料的基础上，综合考虑各类资产的施工、技术状况、使用、更新改造和维修保养状况等因素确定其尚可使用年限，进而估算其综合成新率，因此本次评估具备采用资产基础法的条件及可行性。

收益法未来预测中，大部分销售收入来自于上市公司，且自 2026 年起预计全部销售均面向上市公司，基于该种业务模式，收益法评估结果作为评估结论的客观性存在一定制约。同时结合本次交易目的，上市公司收购标的公司的重要目的是为了扩大生产、增加产能，而扩产的核心就是购置房产、土地和设备，因此上市公司更加看中的是标的公司的产能，而非标的公司的收益。

标的公司作为重资产生产型企业，其核心资产是土地、房屋建筑物及设备，土地采用市场法评估；房屋建筑物通过重置造价、并通过与当地造价指标比较方式确认其价值合理性；核心生产线设备均为高品质进口设备、设备磨损度低、在可使用 50 年以上的情况下采用了较低的成新率谨慎确认其价值，因此资产基础法评估结果更能真实、客观的反映被评估企业的评估基准日实际价值。

综上所述，考虑到资产基础法和收益法两种不同评估方法的优势与限制，分析两种评估方法对本项目评估结果的影响程度，根据本次特定的经济行为，资产基础法评估结果更有利于反映评估对象的价值。因此，本次评估以资产基础法评估结果作为最终评估结论具有合理性。

二、房屋建筑物评估过程，主要参数选择依据；原值与所在地区工程造价的匹配性，增值幅度是否与建材、人工价格上升幅度匹配及合理性；经济使用年限的确定依据及合理性，经济使用年限与会计折旧年限差异对评估值的具体影响；评估值与同区域可比房屋建筑物价格的对比情况及差异原因，增值原因及合理性

（一）房屋建筑物评估过程，主要参数选择依据

标的公司房屋建（构）筑物类资产包括房屋建筑物、构筑物及其他辅助设施。其中房屋建筑物共 29 项，房屋建筑面积合计 57,051.59 平方米，房屋主要用途包括厂房、库房、办公楼、变电所、公寓等，构筑物及其他辅助设施共 18 项，主要为道路、堆场、围墙等设施。本次评估涉及的房屋建（构）筑物均为企业自建，对房屋建（构）筑物主要采用成本法进行评估。成本法是通过用现时条件下重新购置或建造一个全新状态的待估建筑物所需的全部成本，减去待估建筑物已经发生的各项贬值，得到的差额作为评估价值的评估方法。计算公式如下：

$$\text{评估值} = \text{重置成本} \times \text{综合成新率}$$

房屋建筑物的重置成本一般包括：建安工程造价、前期及其他费用、资金成本及可抵扣增值税。

1、重置成本

$$\text{重置成本} = \text{建安工程造价} + \text{前期及其他费用} + \text{资金成本} - \text{可抵扣增值税}$$

（1）建安工程造价

根据被评估单位提供的有关资料以及通过现场调查所掌握的房屋建筑物类资产的工程特征、技术数据，结合当地执行的《四川省房屋建筑与装饰工程量清单计价定额（2020）》《四川省通用安装工程量清单计价定额（2020）》等定额标准及参考类似房屋建筑物的造价信息和相关价格指数，对价值量大、重要的房屋建筑物类资产采用分部分项法、对其他一般房屋建筑物类资产采用单位比较法测算建筑安装工程费。

（2）前期及其他费用

前期及其他费包括前期工作咨询费、招标代理费、环境影响评价费、勘察设计费、工程监理费、项目建设管理费等。通过调查当地同类建设项目的平均费用

水平并参考相关计费标准结合本建设项目的规模和性质确定各项费率。

（3）资金成本

根据房屋建筑物类资产所在建设项目正常的建设期和评估基准日有效的贷款市场报价利率，以建筑安装工程费、前期及其他费之和为基数按照资金均匀投入计算。年贷款利率根据中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的评估基准日有效的贷款市场报价利率（LPR）确定。资金成本=（建筑安装工程费+前期及其他费）×年贷款利率×建设期/2

（4）增值税进项税

根据《中华人民共和国增值税暂行条例》（国务院令第 691 号）、财政部、税务总局《关于调整增值税税率的通知》（财税第[2018]32 号）及财政部、税务总局、海关总署《关于深化增值税改革有关政策的公告》（2019 年第 39 号）等相关法规，增值税进项税包括建筑安装工程费中的增值税进项税（税率 9%）、前期及其他费中的增值税进项税（税率 6%）。

2、综合成新率

根据房屋建筑物类资产的经济寿命年限和已使用年限，通过对房屋建筑物类资产的现场调查，综合考虑房屋建筑物类资产的施工、使用、维护、更新改造等状况确定其尚可使用年限，并采用以下计算式测算成新率：

$$\text{成新率} = \text{尚可使用年限} / (\text{尚可使用年限} + \text{已使用年限}) \times 100\%$$

（二）原值与所在地区工程造价的匹配性，增值幅度是否与建材、人工价格上升幅度匹配及合理性

房屋建（构）筑物类资产评估结果及增减值情况如下表：

单位：万元

科目名称	账面价值		评估价值		增值率%	
	原值	净值	原值	净值	原值	净值
房屋建筑物	15,996.32	1,787.53	17,179.43	10,354.07	7.40	479.24
构筑物	1,334.12	561.51	1665.00	946.20	24.80	68.51
合计	17,330.44	2,349.04	18,844.43	11,300.28	8.74	381.06

本次评估中，房屋建（构）筑物类原值的账面价值为 17,330.44 万元，原值

的评估价值为 18,844.43 万元，房屋建（构）筑物原值评估增值 1,513.99 万元，增值率 8.74%。房屋建（构）筑物评估原值增值原因为建造日至评估基准日期间，建筑材料、人工等价格上涨综合导致评估增值。

1、原值与所在地区工程造价的匹配性

房屋建筑物类资产评估中重置成本=建筑安装工程费+前期及其他费+资金成本-增值税进项税。其中，建筑安装工程费用结合当地执行的定额标准，参考类似房屋建筑物的造价信息和相关价格指数，对价值量大、重要的房屋建筑物类资产采用分部分项法、对其他一般房屋建筑物类资产采用单位比较法测算建筑安装工程费。房屋建筑物类资产原值系结合所在地区工程造价信息进行计算，具备匹配性。

标的公司房屋建（构）筑物类资产包括房屋建筑物、构筑物及其他辅助设施，所涉及项目较多，现以主要房屋建筑类资产 PM2、PM3 和 PM4 主厂房为例进行说明，各主要厂房评估单价如下表：

建筑物名称	建筑面积	账面原值 (万元)	账面单价 (元/m²)	评估原值 (万元)	评估单价 (元/m²)
PM2 主厂房	7,499.36	1,871.43	2,495.00	2,698.92	3,599.00
厂房（PM4 生产车间）	7,319.49	1,704.38	2,329.00	2,414.67	3,299.00
厂房（PM3 生产车间）	7,319.49	2,979.03	4,070.00	2,817.65	3,850.00

由上表可知，各主要厂房评估单价分布在 3,299 元/平方米至 3,850 元/平方米，根据标的公司目前正在建设的 PM1 生产线投资造价预算情况，PM1 车间土建工程、构筑物及设备基础、照明防雷、给排水及消防造价合计约为 3,430 元/平方米，与 PM2、3、4 的评估单价基本持平，各主要厂房的评估单价与所在地区工程造价匹配。

2、增值幅度是否与建材、人工价格上升幅度匹配及合理性

根据四川省住房和城乡建设厅主办的四川省建设工程造价总站发布的《四川省建筑工程造价指数（2024 年下半年）》，成都市造价指数为 143.24（造价指数以 2005 年为基数的计算结果为 100）。该指数为综合价格指数，将建筑安装工程中各类要素的价格变动情况进行综合考量，涵盖人工、材料、机械等建安工程直接费用的价格变动，能够客观反映地区建筑成本的整体变化趋势，亦为评估

实务操作中常用指标。

本次评估中，房屋建筑物类资产评估原值增值 1,513.99 万元，评估原值增值率为 8.74%。该增值率与成都市建安造价指数自 2005 年以来上涨 43.24% 的变动趋势相一致，反映出评估结果与成都市建筑行业人工、材料等成本上升宏观态势相匹配。同时，评估增值率低于造价指数涨幅，表明评估过程中取值谨慎，具备合理性。

（三）经济使用年限的确定依据及合理性，经济使用年限与会计折旧年限差异对评估值的具体影响

1、经济使用年限的确定依据及合理性

房屋建（构）筑物经济使用年限主要参考《资产评估常用参数手册》中的房屋建筑物参考寿命年限表确定。本次纳入评估范围内的房屋结构主要为钢结构、框架结构及混合结构，用途包括生产性用房及非生产性用房，房屋经济寿命年限参考《资产评估常用参数手册》并结合房屋的具体类型及用途确定为 40-60 年；纳入评估范围内构筑物主要为道路、围墙等，构筑物经济寿命年限参考《资产评估常用参数手册》并结合构筑物类别确定为 30 年。综上，经济使用年限的确定具备合理性。

2、经济使用年限与会计折旧年限差异对评估值的具体影响

1) 经济使用年限与会计折旧年限

经济寿命年限：参考《资产评估常用参数手册》，房屋经济寿命年限为 40-60 年；构筑物经济寿命年限为 30 年。

会计折旧年限：房屋及建筑物类资产采用年限平均法计提折旧，房屋及建筑物的会计折旧年限、年折旧率如下：

固定资产类别	折旧年限	残值率（%）	年折旧率（%）
房屋及建筑物	20 年	5.00	4.75

2) 对评估值的具体影响

房屋建（构）筑物类资产评估结果及增减值情况如下表：

单位：万元

科目名称	账面价值		评估价值		增值率%	
	原值	净值	原值	净值	原值	净值
房屋建筑物	15,996.32	1,787.53	17,179.43	10,354.07	7.40	479.24
构筑物	1,334.12	561.51	1665.00	946.20	24.80	68.51
合计	173,30.44	2,349.04	18,844.43	11,300.28	8.74	381.06

房屋建（构）筑物净值的账面价值为 2,349.04 万元，净值的评估价值为 11,300.28 万元，净值评估增值 8,951.24 万元，增值率 381.06%。房屋建（构）筑物评估净值增值原因为房屋建筑物会计折旧年限短于房屋建（构）筑物经济寿命年限造成评估增值。

标的公司房屋建（构）筑物主要建于 1996 年至 2007 年间，标的公司房屋建（构）筑物类资产包括房屋建筑物、构筑物及其他辅助设施，所涉及项目较多，现以主要房屋建筑类资产 PM2、PM3 和 PM4 主厂房为例进行具体说明：

截至评估基准日，主要厂房账面原值 PM2 和 PM4 的成新率为 5%、6.98%，已基本计提至残值，PM3 账面成新率仅剩余 15.29%，具体如下：

房屋	账面原值 (万元)	账面净值 (万元)	会计折旧 年限	已使用年 限	账面成新率
PM2 主厂房	1,871.43	93.57	20	23.40	5.00%
厂房（PM4 生产车间）	1,704.38	118.95	20	19.60	6.98%
厂房（PM3 生产车间）	2,979.03	455.54	20	17.90	15.29%

各主厂房的结构为钢结构，根据《资产评估常用参数手册》经济使用年限取 50 年，PM2、PM4、PM3 的经济尚可使用年限分别为 27 年、30 年、32 年，对应评估成新率分别为 54%、60%、64%。具体如下：

房屋	经济寿命年限	已使用年限	尚可使用年限	成新率
PM2 主厂房	50.00	23.40	27.00	54.00%
厂房（PM4 生产车间）	50.00	19.60	30.00	60.00%
厂房（PM3 生产车间）	50.00	17.90	32.00	64.00%

因各主厂房的账面成新率仅为 5%至 15%，而本次评估计算的成新率为 54%至 64%，因而评估净值增值额接近评估原值的 50%，增值情况对比如下表：

房屋	账面价值（万元）		评估价值（万元）			增值额（万元）	
	原值	净值	原值	成新率%	净值	原值	净值

PM2 主厂房	1,871.43	93.57	2,698.92	54	1,457.42	827.49	1,363.85
厂房 (PM4 生产车间)	1,704.38	118.95	2,414.67	60	1,448.80	710.29	1,329.85
厂房 (PM3 生产车间)	2,979.03	455.54	2,817.65	64	1,803.30	-161.38	1,347.75

综合上述分析，本次房屋建筑物的评估增值主要是由于会计账面净值接近残值，评估常规采用、且实际可用的经济寿命年限大于财务折旧年限，导致评估成新率高于账面成新率，因此评估净值体现为明显增值，增值额合理。

(四) 评估值与同区域可比房屋建筑物价格的对比情况及差异原因，增值原因及合理性

经对评估范围内典型房屋的建安造价与同区域同类型可比房屋分析对比，评估值水平及增值是合理的，以办公楼为例对比分析如下：

办公楼，框架结构，建筑面积 1,604.82 平方米。委估房屋单价为 4,800.00 元/平方米。经查询广联达指标网，当地类似结构房屋的造价指标为 5,844.37 元/平方米，评估值低于同类型房屋的造价水平，评估值具有合理性及谨慎性。

广联达指标网该办公楼的造价指标如下：

指标房屋名称	建筑结构	建筑面积	总层数	造价指标 (元/平方米)
成都科技/研发/实验楼/ 数据处理中心-实验楼 1#	框架	5,534.79	5	5,844.37

三、机器设备具体内容、历史维护情况及目前状态，说明评估情况、原值评估依据及合理性；经济使用年限、已使用年限和剩余使用年限的具体情况，经济使用年限确定依据及合理性，经济使用年限与会计折旧年限差异对评估值的具体影响；是否充分考虑未来设备改造、重建过程中的处置情况及依据，在设备采购时间较长、供应商增多及技术进步等情况下，设备性能情况、增值原因及合理性

(一) 机器设备具体内容、历史维护情况及目前状态，说明评估情况、原值评估依据及合理性

1、机器设备具体内容、历史维护情况及目前状态

(1) 机器设备的具体内容

截止评估基准日，锦丰纸业共有 3 条生产线，分别为 PM2 生产线、PM3 生产线和 PM4 生产线。PM1 生产线在评估基准日已经拆除，尚未重建。

①PM2 生产线

PM2 生产线于 1998 年建设完成并投产，项目引进法国 Allimand 卷烟纸生产线以及德国 Geobel 的复卷分切设备。构建纸机幅宽 3300cm，车速 300m/min，纸张计算定量 27g/m²。

PM2 生产线由备浆系统、流送系统、水系统、辅料助剂系统、长网多缸纸机、施胶机、复卷机、分切机、盘纸包装机组成。经过一系列的完善改造和升级优化，生产线系统设备已具备连续稳定运行状态，生产线已接近国内同类型生产线先进水平。

②PM3 生产线

PM3 生产线于 2004 年建设完成并投产，项目引进德国 Voith 卷烟纸生产线以及德国 Geobel 的复卷分切设备。构建纸机幅宽 1880mm，车速 300m/min，纸张计算定量 20g/m²。

PM3 生产线由备浆系统、流送、白水系统、辅料助剂系统、长网多缸纸机、施胶机、复卷机、分切机、大件缠绕机组成。经过一系列的完善改造和升级优化，生产线系统设备已具备连续稳定运行状态，PM3 生产线已接近国际同类型生产线先进水平。

③PM4 生产线

PM4 生产线于 2004 年建设完成并投产，项目引进法国 Allimand 卷烟纸生产线以及德国 Geobel 的复卷分切设备。构建纸机幅宽 2400cm，车速 250m/min，纸张计算定量 27g/m²。

PM4 生产线由备浆系统、流送系统、水系统、辅料助剂系统、长网多缸纸机、施胶机、复卷机机组成。经过一系列的完善改造和升级优化，生产线系统设备已具备连续稳定运行状态，生产线已接近国内同类型生产线较先进水平。

(2) 机器设备的历史维护情况

因标的公司在构建相关生产线设备不久后即破产重整，直至 2021 年恢复生产，期间为保证可随时启动烟用产品生产实施定期保养，机器设备实际磨损程度较低，保养较好。

2022 年，锦丰纸业与恒丰纸业建立起战略合作关系，通过合作经营继续对现有生产线进行全面“绿色智能、节能减排、提质增效”技术改造，设备性能大幅提升。锦丰纸业破产重整以来对 PM2 生产线、PM3 生产线和 PM4 生产线进行的重要技改项目如下：

产线	时间	技改项目	技改说明
PM2 产线	2021 年	PM2 白水回收系统工程	PM2 白水沉降和过滤系统，减少清水和填料的使用。
	2015 年-2021 年	PM2 大修工程	PM2 恢复生产进行了 DCS 升级、新建纸机传动系统、纸病检测系统、复卷机电控系统。纸机设备及各配套系统进行系统的修复和完善。
	2022 年-2024 年	PM2 完善工程	PM2 完善改造包含对碎浆系统、流送系统、助剂系统、真空系统和蒸汽冷凝系统进行功能恢复和系统完善、关键控制优化涉及的管道、设备更换与安装，生产线控制系统升级、MCC 低压柜控制系统更新、自动化仪表控制系统升级更新等系统和设备实施了升级改造及优化。
PM3 产线	2017 年-2021 年	PM3 大修工程	PM3 恢复生产进行了 DCS 升级、上浆和短循环系统进行了工艺流程改造，纸机设备及其配套设施进行了修复和完善。
	2022 年-2023 年	PM3 完善工程	PM3 完善改造包含对备浆系统、流送系统、助剂系统、真空系统、蒸汽冷凝系统、气罩通风系统进行功能恢复、系统完善、关键控制优化涉及的管道、设备、平台拆除与安装，及配套自动化仪表改进安装等，对纸机压榨部进行整体拆除改造，对干燥部局部进行优化改造。
PM4 产线	2015 年-2021 年	PM4 大修工程	PM4 恢复生产进行了 QCS 的新购，传动系统进行了升级改造，纸机设备及各配套系统进行修复和完善。
	2022 年-2024 年	在建-PM4 完善工程	PM4 完善改造对备浆系统、助剂系统、真空系统、蒸汽冷凝系统进行功能恢复、系统完善、关键控制优化涉及的管道、设备、平台拆除与安装，及配套自动化仪表进行了系统完善改造。

(3) 机器设备的目前状态

PM2 生产线完善改造实施后，生产线已达到正常生产运行状态，主要生产普通成形纸、卷烟纸和吸管包装纸。PM2 纸机经过完善改造已达到设计车速 300m/min 稳定运行。预计优化调整后纸机运行车速可达 320m/min，年产量约

10,000 吨。

PM3 生产线完善改造实施后，生产线为 1880mm 斜网纸机，设计车速 300m/min，计划生产高透滤棒成形纸。经过半年的完善改造，23 年下半年达到正常生产运行状态。PM3 生产线稳定运行车速达 310m/min，超过设计车速 3%，年产量约 5,400 吨。

PM4 生产线尚在改造中，改造完成后计划生产普通成形纸。纸机设计车速 300m/min，预计进一步完善后车速可达 320m/min，年产量约 6000 吨。

2、说明评估情况、原值评估依据及合理性

（1）评估情况

本次评估中，机器设备原值的账面价值为 55,858.87 万元，原值的评估价值为 37,271.66 万元，机器设备原值评估减值 18,587.21 万元。机器设备净值的账面价值为 6,353.06 万元，净值的评估价值为 11,255.67 万元，机器设备净值评估增值 4,902.60 万元。机器设备评估原值减值主要是由于随着设备供应商增多及技术进步，设备价格呈下降趋势，以及部分设备经改造后拆除部分旧设备，导致评估原值减值；净值评估增值的主要原因是企业会计折旧年限短于评估中采用的经济寿命年限。

（2）原值评估依据

机器设备评估原值采用重置成本确定，其计算方式如下：

重置成本=设备购置费+运杂费+安装费+前期及其他费+资金成本-增值税进项税

①设备购置费

设备的购置费通过查询《机电产品报价手册》（2024 年）等有关报价手册、市场调查询价并结合资产评估机构掌握的相关价格信息确定。

②运杂费

若设备购置费不包含运杂费，则参考《资产评估常用数据与参数手册》《机械工业建设项目概算编制办法及各项概算指标》中的概算指标并结合设备的运距、重量、体积等因素综合确定运杂费。

③安装费

若设备购置费不包含安装费，则参考《资产评估常用数据与参数手册》《机械工业建设项目概算编制办法及各项概算指标》中的概算指标并结合设备安装工程的规模、性质等因素综合确定安装费。对于无须安装或仅须简易安装的设备不计安装费。

④前期及其他费用

前期及其他费包括前期工作咨询费、招标代理费、环境影响评价费、勘察设计费、工程监理费、项目建设管理费、联合试运转费等。通过调查同类项目的平均费用水平并参考有关定额、计费标准结合本项目的实际情况确定各项费用。

（3）原值评估合理性

PM2 生产线、PM3 生产线及 PM4 生产线自建设完成后，磨损程度较低，生产线常年处于正常维护和保养状态，同时生产线经过多次技术改造，已处于同行业先进水平；且造纸设备装备技术进展缓慢，因此本次通过询价及对标分析的方式进行原值评估和合理性确认。

标的公司 PM2 生产线与上市公司 2021 年投产的以国产设备为主的 21 号机生产线相比，二者设备功能一致，但 21 号机生产的卷烟纸品质不及标的公司 PM2 生产线生产的卷烟纸品质，PM2 生产线的机器设备性能优于国产设备。

标的公司 PM3 生产线与上市公司正在运行的 PM14、T3、T4 纸机（均为德国福伊特制造斜网纸机）相比，二者在装备设计、工艺水平上均无差异，设备精度也完好。PM3 生产线改造投产后与上市公司连续稳定的机台在产品质量和成本控制上无差异。

因此本次评估时，进行了正常的设备购置价的询价，并通过对标分析的方式确认评估原值的合理性。另外，本次评估评估原值减值率超过 33%，已经充分考虑随着设备供应商增多，设备价格呈下降趋势，以及部分设备经改造后拆除部分旧设备，导致评估原值减少的情况。

(二) 经济使用年限、已使用年限和剩余使用年限的具体情况，经济使用年限确定依据及合理性，经济使用年限与会计折旧年限差异对评估值的具体影响

1、经济使用年限、已使用年限和剩余使用年限的具体情况

(1) PM2 生产线

PM2 生产线建成于 1998 年，设备折旧年限为 10 年，截至评估基准日财务已使用年限为 26.3 年，部分设备已使用年限已超出会计折旧年限，财务账面值已折旧到残值率 5%。

各分部设备经济寿命年限为 20 年，但设备经过历年维护、保养及技术改造，以及常年闲置，设备磨损较低，实际使用时间较短，具体情况如下：

PM2 生产线于 1998 年 8 月建成，至 2024 年 12 月，共计开工约 15 年，未开机时间保留有专业人员对设备维护保养，具体情况如下：

1998 年 8 月至 2009 年 5 月，正常生产，开机约 11 年；2009 年 5 月至 2014 年 10 月，停产，招商引资、资产重组；2014 年 10 月至 2015 年 5 月，锦丰纸业重整后设备维修改造；2015 年 5 月至 2022 年 10 月，断续试生产，时间约 2 年；2022 年 10 月至 2024 年 12 月，恒丰纸业托管锦丰纸业，进行技改和生产，开机 2 年，目前设备状态优良。

对于已经超过会计折旧年限的设备，在经济寿命年限内即该设备依然可以工作的情况下，成新率最低为 15%。本次评估时，谨慎考虑，确定该生产线的成新率取 15%最低成新率。

(2) PM3 生产线

PM3 生产线建成于 2004 年，设备折旧年限为 10 年，截至评估基准日财务已使用年限为 20.5 年，部分设备已使用年限已超出财务折旧年限，财务账面值已折旧到残值率 5%。

各分部设备经济寿命年限为 20 年，但设备经过历年维护和保养，经 2015 年-2021 年大修工程和 2022 年-2023 年各设备的升级改造，设备状况较好，性能先进，以及常年闲置，设备磨损较低，实际使用时间较短，具体情况如下：

PM3 生产线于 2004 年建成，至 2024 年 12 月，共计开工 4 年，未开机时间

保留有专业人员对设备维护保养，具体情况如下：

2004 年 5 月至 2009 年 5 月，调试、生产阶段，开机约 2 年；2009 年 5 月至 2010 年 8 月，获得政策支持资金，进行试生产、试样，同时进行招商引资；2010 年 9 月至 2014 年 10 月，停产，招商引资、资产重组；2014 年 10 月至 2015 年 5 月，锦丰纸业重整后设备维修改造；2015 年 5 月至 2022 年 10 月，未开机；2022 年 10 月至 2023 年 7 月，恒丰纸业托管锦丰纸业，进行技改；2023 年 7 月至 2025 年 7 月，3 号机正常生产，开机约 2 年，目前设备状态优良。

本次评估时，以 PM2 生产线的最低成新率年限、结合 PM3 生产线较 PM2 购置时间晚 7 年的特点，综合纸机性能现状，谨慎考虑，综合确定该生产线尚可使用 7 年，故成新率=尚可使用年限/（尚可使用年限+已使用年限）*100%=7/（7+20.5）=25%，对应成新率为 25%。

（3）PM4 生产线

PM4 生产线建成于 2004 年，设备折旧年限为 10 年，截至评估基准日财务已使用年限为 20.5 年，部分设备已使用年限已超出财务折旧年限，财务账面值已折旧到残值率 5%。

各分部设备经济寿命年限为 20 年，但设备经过历年维护和保养，经 2017 年-2021 年大修工程和 2022 年-2024 年各设备的升级改造，设备状况较好，性能先进，以及常年闲置，设备磨损较低，实际使用时间较短，具体情况如下：

PM4 生产线于 2004 年建成，至 2024 年 12 月，共计开工 2 年，未开机时间保留有专业人员对设备维护保养，具体情况如下：

2004 年 5 月至 2009 年 5 月，处于调试、生产阶段，开机约 2 年；2009 年 5 月至 2010 年 8 月，获得政策支持资金，进行试生产和试样、同时进行招商引资；2010 年 9 月至 2014 年 10 月，停产，招商引资、资产重组；2014 年 10 月至 2015 年 5 月，锦丰纸业重整后设备维修改造；2015 年 5 月至 2022 年 10 月，有专人对设备维护；2022 年 10 月至 2024 年 7 月，恒丰纸业托管锦丰纸业，进行技改；2023 年 11 月，试生产 1 个月，因战略调整停机。

本次评估时，以 PM2 生产线的最低成新率年限、结合 PM4 生产线较 PM2 购置时间晚 7 年的特点，综合纸机性能现状，谨慎考虑，综合确定该生产线尚可

使用 7 年，故成新率=尚可使用年限/（尚可使用年限+已使用年限）*100%=7/（7+20.5）=25%，对应成新率为 25%。

2、经济使用年限确定依据及合理性，经济使用年限与会计折旧年限差异对评估值的具体影响

（1）经济使用年限与会计折旧年限

经济使用年限：PM2 生产线、PM3 生产线及 PM4 生产线各分部机器设备经济寿命年限为 20 年，经济使用年限主要参考《资产评估常用数据与参数手册》确定，具备合理性。

会计折旧年限：机器设备类资产采用年限平均法计提折旧，机器设备资产的折旧年限、年折旧率情况如下：

序号	固定资产类别	折旧年限	残值率%	年折旧率%
1	机器设备	10	5.00	9.50

（2）对评估值的具体影响

机器设备净值的账面价值为 6,353.06 万元，净值的评估价值为 11,255.67 万元，净值评估增值 4,902.60 万元，增值率 77.17%。由于 PM2 生产线建成于 1998 年、PM3 生产线建成于 2004 年、PM4 生产线建成于 2004 年，建成时间均较早，而机器设备会计折旧年限为 10 年，评估经济寿命年限为 20 年，故企业会计折旧年限短于评估中采用的经济寿命年限导致机器设备评估净值增值金额较大。

（三）是否充分考虑未来设备改造、重建过程中的处置情况及依据，在设备采购时间较长、供应商增多及技术进步等情况下，设备性能情况、增值原因及合理性

1、是否充分考虑未来设备改造、重建过程中的处置情况及依据

对于机器设备，不存在短时间的未来仍需进行改造的设备，生产线中设备改造及重建过程中涉及的拆除及其处置已完成，机器设备的账面价值中已经剔除拆除及处置完成的部分。

2、在设备采购时间较长、供应商增多及技术进步等情况下，设备性能情况、增值原因及合理性

（1）设备采购时间

标的公司部分设备采购时间较早，但标的公司各生产线均为全套引进当时行业先进技术标准的进口设备，近几十年来未出现显著技术迭代，其装备水平、生产工艺仍能满足当前卷烟纸、成形纸的高质量要求，其产品稳定性、成本控制仍超过现有国产装备。

（2）供应商增多

随着设备供应商的增多，竞争日益激烈，供应商可能为增加市场份额而压低设备价格。本次评估中设备的购置费通过查询《机电产品报价手册》（2024 年）等有关报价手册、市场调查询价并结合资产评估机构掌握的相关价格信息确定，设备的购置价格已充分考虑供应商增多而导致价格下跌的影响。

（3）设备性能

造纸专用机械设备凭借其坚固的结构设计、核心部件的耐用性以及成熟的技术适配性，具有显著的延续使用价值，国外 50 年以上的造纸生产线在运屡见不鲜，这类设备在长期运行中，通过定期的维护保养、易损件的更换以及针对性的技术升级，能够保持稳定的生产性能，本次机器设备评估增值主要体现在电气智能化方面的技术升级改造、设备性能提升以及良好的维护与保养状况，以增加设备的尚可使用年限。

综上所述，纳入评估范围的生产线机器设备均采用当时行业先进技术标准的进口设备，且未出现显著技术迭代，其生产工艺仍能满足当前卷烟纸、成形纸的质量要求，不存在功能性贬值。同时设备的良好维护状况使得设备在评估时能够保持较好的尚可使用年限，设备的已使用年限和设备的尚可使用年限大于设备的会计折旧年限，因此设备增值是合理的。

四、土地使用权评估过程，主要参数的取值依据和合理性；与周边区域近期类似成交案例的对比情况及可比性，评估价值公允性及依据，增值原因和合理性；长期股权投资评估减值原因，是否存在经济性贬值风险

（一）土地使用权评估过程，主要参数的取值依据和合理性

1、土地使用权评估过程

本次土地使用权采用基准地价系数修正法和市场比较法分别对土地使用权进行了评估。基准地价系数修正法是利用当地土地定级估价成果，按照当地基准地价标准，通过实地勘查、调查收集待评估宗地的区域因素和个别因素条件，根据因素条件优劣确定各因素修正系数，计算得到待评估宗地的评估地价。市场比较法将待评估宗地与在评估基准日近期发生交易的类似土地实例进行比较，根据待评估宗地和交易实例的交易情况、期日、区域以及个别因素等差别对成交价格做适当的修正，计算确定待评估宗地地价。由于市场比较法，选用的案例为近两年交易案例，能较好的代表了市场价格水平，最终采用市场比较法评估结果作为评估结论。

2、主要参数的取值依据和合理性

（1）基准地价系数修正法

利用当地土地定级估价成果，按照当地基准地价标准，通过实地勘查、调查收集待评估宗地的区域因素和个别因素条件，根据因素条件优劣确定各因素修正系数，计算得到待评估宗地的评估地价。

基准地价设定开发程度下的宗地地价=基准地价 $\times K_1 \times K_2 \times K_3 \times (1 + \sum K) + K_4$

式中：

K_1 —期日修正系数

K_2 —土地使用年期修正系数

K_3 —容积率修正系数

$\sum K$ —影响地价区域因素及个别因素修正系数之和

K_4 —开发程度修正

（2）市场比较法

将待评估宗地与在评估基准日近期发生交易的类似土地实例进行比较，根据待评估宗地和交易实例的交易情况、期日、区域以及个别因素等差别对成交价格做适当的修正，计算确定待评估宗地地价。

市场比较法的基本公式：

$$PD = PB \times A \times B \times C \times D \times E$$

式中：

PD：待评估宗地价格；

PB：比较案例宗地价格；

A：待评估宗地交易情况指数/比较案例宗地交易情况指数

B：待评估宗地估价期日地价指数/比较案例宗地交易日期地价

C：待评估宗地区域因素条件指数/比较案例宗地区域因素条件指数

D：待评估宗地个别因素条件指数/比较案例宗地个别因素条件指数

E：待评估宗地年期因素条件指数/比较案例宗地年期因素条件指数

（3）市场比较法评估分析

土地使用权评估情况如下表：

宗地名称或位置	宗地面积(m ²)	测算结果（元）		取值方法	评估值（万元）
		基准地价	市场法		
温江天府镇维新村三社	13,333.30	588.00	488.00	市场法	650.67
温江区柳台大道西段 515 号	39,751.13	627.00	546.00	市场法	2,170.41
温江区柳台大道西段 515 号	37,217.43	627.00	546.00	市场法	2,032.07
温江区柳台大道西段 515 号	29,474.65	627.00	532.00	市场法	1,568.05

由于被评估宗地所在地成都市温江区，在评估基准日适用的基准地价的基准日（2020 年 1 月 1 日）距本次评估基准日为 4.8 年，时间稍长。而市场比较法，选用的案例为近两年交易案例，能较好的代表了市场价格水平，因此本次土地使用权采用市场比较法评估结果作为评估结论。

以温国用（2002）字第 6930 号宗地（无形资产—土地使用权评估明细表序号 1）来举例说明土地的计算过程，主要参数的取值依据和合理性如下：

通过市场调查，收集并挑选出 3 个与被评估宗地类似的宗地交易实例，挑选的原则包括：在地域上与被评估宗地属于同一供需圈内相邻地区或类似地区，用

途相同或相近，交易日期与评估基准日相差不超过 3 年，交易实例均为正常交易或能修正为正常交易。各比较实例的主要信息见下表：

比较实例编号	A	B	C
土地位置	金马镇兴科社区一组、二组	温江区金马街道	金马街道光明社区 1 组、天府街道游家渡社区
土地用途	工业用地	工业用地	工业用地
土地面积（m ² ）	86,974.59	63,397.45	77,482.43
土地使用年期（年）	50	50	50
成交总价（万元）	4,566.17	4,279.33	4,067.83
单位面积地价（元/m ² ）	525.00	675.00	525.00
交易日期	2022/11/8	2023/6/30	2022/11/8
交易方式	招拍挂	招拍挂	招拍挂
土地开发程度	外六通，内一平	外六通，内一平	外六通，内一平
主要规划指标	1.2≤容积率≤3	1≤容积率≤3	1.2≤容积率≤3

各比较实例的交易方式均为招拍挂出让，属于正常交易方式，且未发现存在上述特殊因素，交易情况无须修正。各比较实例在付款方式、币种、货币单位、面积内涵和面积单位等方面均与被评估宗地设定的相同或相似，则各比较实例成交价格即为可比价格。

各比较实例的交易方式均为招拍挂出让，属于正常交易方式。对于土地期日的差异，比较实例 A、B、C 交易日期为 2022 年 11 月 8 日、2023 年 6 月 30 日、2022 年 11 月 8 日，交易期日的差异根据四川省自然资源厅公布的地价监测网公布的成都市工业用地地价指数分析对各比较实例的估价期日地价变动系数测算调整。

将被评估宗地的因素条件指数与比较实例的因素条件指数进行比较、计算得出因素修正系数，各比较实例建立价格可比基础后交易价格乘以各因素修正系数得出比准价格。比较因素修正系数表如下：

比较因素	比较实例 A	比较实例 B	比较实例 C
建立价格可比基础后交易价格	525.00	675.00	525.00
交易情况	100/100	100/100	100/100
估价期日	100/93.46	100/9434	100/93.46
土地使用年期	100/124.64	100/124.64	100/124.64

比较因素		比较实例 A	比较实例 B	比较实例 C
区域因素	交通条件	100/98	100/100	100/98
	基础设施水平	100/100	100/100	100/100
	公用设施水平	100/100	100/100	100/100
	产业集聚程度	100/100	100/100	100/100
	区域环境条件	100/100	100/100	100/100
	城镇规划	100/100	100/100	100/100
	区域土地使用限制	100/100	100/100	100/100
个别因素	宗地面积	100/102	100/102	100/102
	宗地形状	100/100	100/100	100/100
	临街状况	100/100	100/100	100/100
	宗地内基础设施水平	100/100	100/100	100/100
	宗地地势	100/100	100/100	100/100
	地质和水文状况	100/100	100/100	100/100
	容积率	100/100	100/100	100/100
	其他规划限制条件	100/100	100/100	100/100
比准价格		451.00	563.00	451.00

通过分析,各比较实例宗地与被评估宗地可比性接近,且均为近期成交案例,基本能反应当地的地价水平,因此采用简单算术平均法计算地价,则:

$$\text{土地单价} = (451.00 + 563.00 + 451.00) / 3$$

$$= 488.00 \text{ (取整, 元)}$$

(二)与周边区域近期类似成交案例的对比情况及可比性,评估价值公允性及依据,增值原因和合理性

1、与周边区域近期类似成交案例的对比情况及可比性,评估价值公允性及依据

标的公司各宗地基本信息及评估值如下表:

宗地名称	宗地面积 (m ²)	终止日期	原始入账 价值(万元)	账面价值 (万元)	评估单价 (元/m ²)	评估值(万元)
厂区用地 1	13,333.30	2049 年 3 月	169.52	80.09	488.00	650.67
厂区用地 2	39,751.13	2056 年 3 月	505.38	240.13	546.00	2,170.41

宗地名称	宗地面积 (m ²)	终止日期	原始入账 价值(万元)	账面价值 (万元)	评估单价 (元/m ²)	评估值(万元)
厂区用地 3	37,217.43	2056 年 3 月	521.08	279.00	546.00	2,032.07
厂区用地 4	29,474.65	2056 年 3 月	375.41	202.18	532.00	1,568.05
合计	119,776.51		1,571.38	801.40		6,421.20

根据成都市公共资源交易服务中心（成都市政府采购中心）网站查询评估基准日近 2 年的招拍挂的成交案例，选取具有可比性的土地交易案例如下表：

比较实例编号	A	B	C
土地位置	金马镇兴科社区一组、二组	温江区金马街道	金马街道光明社区 1 组、天府街道游家渡社区
土地用途	工业用地	工业用地	工业用地
土地面积 (m ²)	86,974.59	63,397.45	77,482.43
土地使用年期 (年)	50	50	50
成交总价 (万元)	4,566.17	4,279.33	4,067.83
单位面积地价 (元/m ²)	525.00	675.00	525.00
交易日期	2022/11/8	2023/6/30	2022/11/8
交易方式	招拍挂	招拍挂	招拍挂

由上述可知，标的公司土地使用权评估单价为 488 元/m²到 546 元/m²，可比土地交易案例单价为 525.00 元/m²到 675.00 元/m²，由于本次土地使用权评估最终采用市场比较法评估结果作为评估结论，即将待评估宗地与在评估基准日近期发生交易的类似土地实例进行比较，根据待评估宗地和交易实例的交易情况、期日、区域以及个别因素等差别对成交价格做适当的修正，计算确定待评估宗地地价，故考虑修正因素后，标的公司与周边区域土地使用权近期类似成交案例具备可比性，评估价值公允。

2、评估价值公允性及依据，增值原因和合理性

纳入评估范围内的 4 宗土地使用权的获取时间均超过 10 年，购置时间较长，评估增值的主要原因为随着被评估宗地所在区域经济的发展、配套设施的不断完善以及土地开发费用的不断攀升，导致当地土地市场价格上涨，土地增值的主要原因包括：

(1) 区域交通及基础配套设施的完善使土地增值。成都在过去 10 年中城市

交通不断发展，地铁线路的延伸使得区域与成都主城区及其他区域的连接更加便捷。尤其地铁 4 号线的开通，让温江区的居民能够快速到达市中心，大大缩短了通勤时间。此外，道路的拓宽和新建也提高了区域的交通便利性，使得地块的可达性增强，从而提升了其价值。同时随着温江区的发展，周边学校、医院、公园等公共服务设施不断完善。优质的教育资源、便捷的医疗服务以及良好的休闲娱乐环境，也使地块更具吸引力，从而推动其价值上升。

（2）区域产业发展及人才虹吸效应促进了土地增值。温江区在过去 10 年中积极发展产业，形成了多个产业园区。比如成都医学城，聚集了众多生物医药企业、科研机构，带来了大量的就业机会和人才流入。产业的发展带动了相关配套设施的建设，对土地的需求也相应增加，促使地块价值提升。成都市作为西南地区的中心城市，对人口具有强大的吸引力，温江区也受益于这一趋势，人口持续流入。和 10 多年前或者更早以前相比，人口的增加导致土地需求上升，土地作为房地产开发和工业发展的基础，其价值也随之提高。

（3）区域核心地段的土地资源减少导致了土地加快升值。随着城市的扩张及区域经济的快速发展，温江区可开发的土地资源逐渐减少，特别是位于核心区域或优质地段的土地更为稀缺。购买时间超过 10 年的核心区域地块，由于其稀缺性而在市场上更受关注，价值相应不断提高。

（4）区域土地招拍挂交易价格的上升使土地评估增值。根据上述土地特点及情况，本次评估时，评估师选取了近期 3 个与本地块非常类似的、直线距离为 3-7 公里的宗地交易案例，结合《城镇土地估价规程》（GB / T18508-2014）要求，采用市场法进行了评估，评估单价为 488 元/平米至 546 元/平米。

综上所述，随着被评估宗地所在区域经济的发展、配套设施的不断完善、人才的持续流入、区域核心地块资源稀缺性增加以及土地开发费用的不断攀升，导致当地土地升值，可比市场交易案例价格上升，因此评估值对应出现增值是合理的。

（三）长期股权投资评估减值原因，是否存在经济性贬值风险

1、长期股权投资评估减值原因

对于全资控股子公司，评估师对被投资单位评估基准日的整体资产进行了评

估，然后将被投资单位评估基准日净资产评估值乘以被投资单位的持股比例计算确定评估值：

长期股权投资评估值=被投资单位整体评估后净资产评估值×持股比例

经评估，长期股权投资账面价值 500.00 万元，未计提减值准备，评估价值 484.91 万元，评估减值 15.09 万元，减值率为 3.02%，具体评估结果如下表所示：

单位：万元

项目	账面价值	评估价值	增值额	增值率%
	A	B	C=B-A	D=C/A×100
一、流动资产	144.56	144.56	-	-
二、非流动资产	347.34	353.12	5.78	1.66%
其中：固定资产	347.34	353.12	5.78	1.66%
资产总计	491.90	497.68	5.78	1.18%
三、流动负债	12.77	12.77	-	-
四、非流动负债	-	-	-	-
负债总计	12.77	12.77	-	-
净资产	479.13	484.91	5.78	1.21%

从上表可以看出，长投子公司净资产评估值较账面值增值 5.78 万元，增值原因主要为机器设备和电子设备增值。而长期股权投资评估减值原因为成都川江恒华热力有限公司自成立日至评估基准日略有亏损，而亏损额大于机器设备和电子设备增值额所致。

2、是否存在经济性贬值风险

本次长期股权投资-恒华热力公司主要采用资产基础法进行评估，其核心资产是为纸机生产线供热的两台锅炉及其配套设备。未来年度，标的公司基本处于满产状态，恒华热力核心设备也将处于全面运转状态中，因此不存在经济性贬值风险。

五、在标的公司持续亏损、资产持续折旧的情况下，本次交易作价与破产重整价格相近的原因及合理性；按照公允价格并考虑托管费，说明标的公司市净率、静态市盈率及未来 3 年平均动态市盈率，与同行业可比公司、可比交易案例的对比情况及差异原因；结合上述情况和标的公司经营情况等，进一步说明本次交易作价公允性，相关资产是否存在经济性贬值风险

（一）在标的公司持续亏损、资产持续折旧的情况下，本次交易作价与破产重整价格相近的原因及合理性

四川锦丰纸业股份有限公司、四川锦丰创新实业有限公司、四川锦丰斯贝克纸品有限公司因资不抵债，已停止生产经营多年。为盘活企业资产，2012 年 11 月 8 日分别被成都市中级人民法院裁定破产重整。

根据四川永和同力达资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（川永同资评【2013】002 号），重整债务人的资产清算价值为 42,592.10 万元，负债清算价值为 133,935.02 万元，净资产清算价值为-91,342.92 万元。

在破产重整情形下，法院依据债权金额、可受偿金额、重整费用确定并购对价为 26,500 万元，具体并购对价计算过程如下：

单位：万元

公司	法院裁定债权	法院裁定受偿金额	重整费用分配	并购对价（受偿金额+重整费用）
锦丰纸业	82,148.46	18,641.74	1,908.72	20,550.46
锦丰创新	26,917.09	4,776.03	624.88	5,400.91
锦丰斯贝克	1,697.48	508.38	40.26	548.63
总计	110,763.03	23,926.14	2,573.86	26,500.00

由上表可知，并购对价 26,500 万元仅是对四川锦丰纸业股份有限公司、四川锦丰创新实业有限公司、四川锦丰斯贝克纸品有限公司外部债权的偿还和支付的破产重整费用，而并非上述公司净资产评估值。同时竹浆纸业及张华取得标的公司股权后对标的公司更新改造的累计投入为 15,930 万元，破产重整价格和技改投入远大于本次交易作价。因此破产重整价格与本次资产基础法评估价值 26,805.62 万元无直接关系。

（二）按照公允价格并考虑托管费，说明标的公司市净率、静态市盈率及未来3年平均动态市盈率，与同行业可比公司、可比交易案例的对比情况及差异原因

根据恒丰纸业与锦丰纸业于 2022 年签订的《委托经营管理协议》，双方同意托管费用采用收益提成方式计算，即恒丰纸业按照托管标的每年度经审计扣除非经常性损益后净利润的 30%获取提成收入。

自锦丰纸业托管以来，2023 年处于亏损状态，2024 年有所好转，但仍无法弥补 2023 年净利润的亏损，因此恒丰纸业未从锦丰纸业获取托管费。锦丰纸业 2025 年预计仍未实现盈利，因此锦丰纸业从托管开始，至 2025 年 12 月 31 日托管期结束，预计无法从锦丰纸业获取托管费。

根据标的公司 2024 年、2025 年、2026 年和 2027 年预测归属于母公司净利润以及 2024 年 10 月 31 日归属于母公司所有者权益情况，计算出标的公司对应的市盈率、市净率，以及对未来三年动态市盈率的预测分别如下表所示：

标的公司	市净率	市盈率（动态）			
		2024	2025	2026	2027
锦丰纸业	3.72	-	-	6.48	5.21

注：由于 2024 年和预测期 2025 年的归母净利润为负数，故 2024 年和 2025 年市盈率不予计算。

本次可比公司主要选取主营业务包含纸制品研发和制造的上市公司，主要可比公司及其市盈率、市净率如下表所示：

序号	股票代码	可比公司	主营业务	市净率（倍）	市盈率（倍）			
					2024	2025	2026	2027
1	605377.SH	华旺科技	可印刷装饰原纸和素色装饰原纸的研发、生产和销售业务，以及木浆的贸易业务	1.43	12.11	14.19	12.61	11.29
2	603733.SH	仙鹤股份	特种纸、浆的研发、生产和销售，以及造纸相关原辅材料的生产、销售和技术研发	1.63	13.12	10.56	8.80	8.27
3	605007.SH	五洲特纸	特种纸的研发、生产和销售	1.57	15.29	12.11	9.10	7.59
4	002521.SZ	齐峰新材	主要从事高档	1.21	43.16	20.37	17.63	-

序号	股票代码	可比公司	主营业务	市净率 (倍)	市盈率(倍)			
					2024	2025	2026	2027
			装饰原纸研发、生产和销售业务					
平均值				1.46	20.93	14.31	12.03	9.05

注：数据来源于 Wind，其中市净率的计算使用评估基准日市值与 2024 年年报净资产数；2025 年-2027 年市盈率的计算使用评估基准日市值与预测归母净利润数；可比公司民丰特纸、荣晟环保、恒丰纸业由于未取得预测净利润数，暂不列示

本次标的公司市净率为 3.72，高于上市公司净率平均值 1.46，其主要原因为：

- （1）标的公司账面值经过多年折旧，房屋及主要生产线设备账面净值基本接近会计计量残值，账面值处于较低水平；（2）由于标的公司历史期间一直处于亏损中，同时付息负债导致财务费用增多，未弥补的亏损持续增加，净资产持续降低；（3）房屋建筑物和机器设备评估采用的经济寿命年限大于会计折旧年限；（4）土地使用权购置时间较长，随着标的公司所在区域经济的发展、配套设施的不断完善以及土地开发费用的不断攀升，导致当地土地市场价格上涨等。综合上述四方面的原因，本次标的公司市净率高于上市公司市净率平均值。

考虑到标的公司报告期间处于产能爬坡阶段，尚未完全达到成熟运营状态，标的公司报告期呈现亏损，后续随着标的公司产能爬坡、剩余产线技改完成，预计标的公司可逐步释放盈利能力，未来年度随着标的公司生产经营步入正轨，盈利释放后，动态市盈率能反映估值定价是合理的。

锦丰纸业主要从事高速卷烟纸及卷烟配套用纸、工业特殊用纸、食品级包装用纸和医疗卫护用纸等特种纸的生产与销售。经查询，未发现最近 5 年 A 股上市公司收购高速卷烟纸及卷烟配套用纸生产企业的案例，故本次可比案例主要选取造纸行业及纸包装行业的相关收购案例作对比。具体情况如下：

序号	股票代码	股票名称	交易标的	标的资产 主营业务	交割 时间	交易 性质	交易金额 (万元)	PB
1	300260.SZ	新莱应材	山东碧海包装材料有限公司 100%股权	纸铝塑复合无菌包装材料和液态食品包装机械的研发、制造与销售，主要产品为纸铝塑复合液态食品无菌包装纸，无菌纸盒灌装机及相关配套设备	2018/4/19	重大资产购买/现金	26,000.00	2.34

序号	股票代码	股票名称	交易标的	标的资产 主营业务	交割 时间	交易 性质	交易金额 (万元)	PB
2	603687.SH	大胜达	四川中飞包装有限公司 60% 股权	高端酒类智能包装企业，主要为国内高端酒类企业提供各类精美的酒盒包装和礼品盒包装	2022/3/8	现金	31,104.00	6.17
3	301193.SZ	家联科技	浙江家得宝科技股份有限公司 75%的股权	主营业务为一次性环保纸浆餐具的研发、生产和销售	2022/5/31	现金	16,500.00	3.54
平均值								4.02

由上表可知，本次评估的市净率 3.73，低于可比交易的平均值 4.02，处于合理水平，故本次上市公司收购锦丰纸业 100%股权作价合理、公允。

（三）结合上述情况和标的公司经营情况等，进一步说明本次交易作价公允性，相关资产是否存在经济性贬值风险

本次采用资产基础法的评估结果作为评估结论，对应的市净率为 3.73，略低于可比交易的市净率的平均值 4.02，说明本次交易作价是公允合理的。

标的公司主要资产包括烟草工业用纸生产线及其相关设施。标的公司 2024 年 PM2、PM3 生产线基本满负荷运转，2024 年经营情况较 2022 年和 2023 年经营情况好转，2025 年之后烟草工业用纸生产线满负荷运转，预计经济效益较好，不存在经济性贬值，理由如下：

1、主要产品行业发展、产品市场空间和竞争格局

PM1 产品主要为医用透析纸、无铝衬纸和无涂层热转印纸，相关行业发展、产品市场空间和竞争格局请详见“问题 1.六.（一）新产品市场空间及竞争格局”部分回复。

PM2、PM3 和 PM4 产品为卷烟纸、普通成形纸和高透成形纸，相关行业发展、产品市场空间和竞争格局请详见“问题 1.六（四）1、国际烟草工业用纸行业的最新发展趋势”部分回复。

2、上市公司开拓客户情况以及收益可实现性

PM1 产品主要为医用透析纸、无铝衬纸和无涂层热转印纸，PM2、PM3 和

PM4 产品为卷烟纸、普通成形纸和高透成形纸，上市公司开拓客户情况以及收益可实现性请详见“问题 1.五、（三）1、上市公司客户拓展及未来预计订单情况”部分回复。

综上，考虑相关产品未来的行业情况以及恒丰纸业的预计市场需求和销量，各生产线在预测期产能利用率逐步达到或接近 100%并在永续期维持其产能利用率是可以实现的，因此相关资产不存在经济性贬值风险。

六、商誉计算过程，是否充分识别标的公司相关资产及依据，新增商誉对上市公司的影响以及商誉减值风险

商誉由备考财务报表产生，由天健会计师事务所（特殊普通合伙）会计师答复。

七、资产基础法评估下，部分资产采用市场法评估的具体情况，是否适用《监管规则适用指引——上市类第 1 号》关于业绩补偿或减值补偿的要求及依据

本次交易最终采用资产基础法评估结果作为标的资产的定价依据，确定标的资产 100%股权的价值为 26,805.62 万元，其中，安永评估对部分资产（土地使用权）采用市场法评估，土地使用权评估价值 6,421.20 万元，评估增值 5,619.80 万元。

《监管规则适用指引——上市类第 1 号》之“1-2 业绩补偿及奖励”之“一、业绩补偿”之“（一）业绩补偿范围”中规定，“1、交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制关联人，无论标的资产是否为其所有或控制，也无论其参与此次交易是否基于过桥等暂时性安排，上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人均应以其获得的股份和现金进行业绩补偿。

2、在交易定价采用资产基础法估值结果的情况下，如果资产基础法中对一项或几项资产采用了基于未来收益预期的方法，上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人也应就此部分进行业绩补偿。”

本次交易的交易对方为竹浆纸业及张华，非上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人。因此，本次交易不适用《监管规则适用指引——上市类第 1 号》关于业绩补偿或减值补偿要求的情形。

八、中介机构核查程序和核查意见

（一）核查程序

针对上述事项，评估师履行了以下核查程序：

- 1、分析标的公司采用资产基础法和收益法的评估结果情况，并进行比较，进一步分析核实采用资产基础法作为评估结论的原因和合理性；
- 2、查阅标的公司《资产评估报告》、评估说明及明细，分析标的公司整体及各类资产的评估过程、参数取值、计算过程及评估增减值情况；
- 3、通过网络检索，收集四川省建筑工程造价指数（2024年下半年）成都市造价指数，分析造价指数上升幅度与标的公司评估增值幅度的匹配性；
- 4、查阅标的公司审计报告，了解评估范围内房屋建筑物的会计折旧政策，分析与评估确定的经济使用年限的差异和对评估值的影响；
- 5、检索广联达指标网网站，查询成都市可比房屋建筑物的造价水平，对比分析与此次评估值的差异原因，核查增值的合理性；
- 6、取得标的公司固定资产台账，了解机器设备具体内容；取得历史期间设备技改台账，分析评估原值的合理性；
- 7、查阅标的公司审计报告，了解机器设备的会计折旧政策、已使用年限和剩余使用年限，分析经济使用年限与会计折旧年限差异对评估值的影响；
- 8、了解标的公司设备性能情况及其技术水平，分析在设备采购时间较长、供应商增多及技术进步等情况下，设备增值的合理性；
- 9、检索成都市公共资源交易服务中心网站，查询周边区域近期土地成交案例，分析与标的公司案例的可比性，并分析土地使用权评估价值的公允性、合理性；
- 10、取得、查阅标的公司的重整计划草案，了解重整价格确定依据，分析与本次交易作价相似的原因；
- 11、查阅可比上市公司的定期报告、可比交易案例的评估报告等资料，分析可比上市公司、可比交易案例的可比性；取得可比上市公司和可比交易案例的市净率和市盈率，与标的公司进行比对分析；

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

1、本次交易采用资产基础法符合标的公司的经营情况，更有利于反映评估对象的价值，以资产基础法评估结果作为最终评估结论具有合理性；

2、房屋建筑物的评估采用成本法，主要参数的选择具有合理性；房屋建筑物的原值与四川省成都市的工程造价相匹配，评估原值增值幅度与工程造价变化趋势相符，具有合理性；评估采用的经济使用年限依据《资产评估常用参数手册》并结合标的公司实际情况进行确定，较财务折旧年限更长，从而综合成新率更高，导致房屋建筑物评估增值，具有合理性；经对同区域同类型的房屋建筑物价格对比，本次评估值及其增值是合理的；

3、公司已说明机器设备具体内容、历史维护情况及目前状态。机器设备的评估按类别性质采用市场法或成本法，原值的评估以及参数选择具有合理性；公司已说明机器设备经济使用年限、已使用年限和剩余使用年限的具体情况。各类设备的经济使用年限主要参考《资产评估常用数据与参数手册》，并结合设备的使用环境等综合确定，具有合理性。标的公司会计折旧年限短于评估中采用的经济使用年限，评估综合成新率比财务折旧率高，从而导致评估净值增值；本次机器设备的评估采用重置成本法，评估范围中也不包含拆除设备。在设备采购时间较长、供应商增多及技术进步等情况下，设备性能情况良好，不存在功能性贬值，评估增值具有合理性；

4、土地使用权的评估采用了基准地价系数修正法和市场比较法，最终采用市场比较法评估结果作为评估结论，主要参数的选择具有合理性；公司对比了周边区域近期类似成交案例，选取了3个可比性高的土地交易案例。经对比，本次土地使用权评估价值公允，评估增值主要系被评估宗地所在区域经济发展、配套设施不断完善、人才持续流入、区域核心地块资源稀缺性增加以及土地开发费用不断攀升，具有合理性；长期股权投资评估减值主要系标的公司子公司恒华热力自成立日至评估基准日略有亏损，亏损额大于其机器设备和电子设备增值额。在标的公司未来年度基本处于满产的状态下，恒华热力核心设备也将处于全面供热状态中，因此不存在经济性贬值风险；

5、破产重整价格的确认主要依据债权金额和重整费用，与本次资产基础法确认的评估价值无直接关系；公司已按公允价格并考虑托管费计算了标的公司市净率、静态市盈率及未来3年平均动态市盈率。经与同行业可比公司以及可比交易案例对比，标的公司市净率高于同行业可比公司市净率平均值，主要系房屋建筑物、机器设备和土地使用权评估增值。标的公司市净率与可比交易案例平均值差异不大，处于合理水平；结合上述情况和标的公司经营情况，本次交易作价公允，预计标的公司未来经济效益良好，相关资产不存在经济性贬值风险；

问题 5、关于收益法评估

重组报告书披露，（1）标的公司收益法评估值为 27,950.00 万元，增值率为 289.22%；（2）标的公司共有 4 条产线。其中，PM1 主要生产医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸，产能 30,000 吨；PM2 主要生产卷烟纸和普通成形纸，产能 10,000 吨；PM3 主要生产高透成形纸，产能 5,400 吨；PM4 主要生产普通成形纸，产能 6,000 吨。PM2 和 PM3 生产线已完成改造投产，PM1 和 PM4 生产线仍在建设和改造中，尚未投入生产。预测期内，标的公司产量由 18,000 吨上升至 50,000 吨，主要原因系 PM1 和 PM4 投产；（3）2026 年开始，上市公司与标的公司采用委托加工模式，销售单价由各产品的市场销售价格扣除支付给恒丰纸业的相关费用和纸浆成本确定；（4）预测期内标的公司销售费用和管理费用变动不大，因 2025 年发生大额资本性支出，财务费用有所增加；（5）收益法评估考虑了五年内可弥补亏损的影响；2025 年预测大额资本性支出，永续期资本性支出低于折旧摊销；预测期内营运资金变动对估值影响较大；（6）本次交易折现率为 11.61%。

请公司在重组报告书“重大风险提示”中补充披露：新产品市场开发不及预期风险，以及对标的公司业绩预测的影响。

请公司披露：（1）预测期内 PM2 和 PM3 产品销量与报告期内的对比情况；结合标的公司产能确定依据、爬坡过程，行业发展和竞争格局、上市公司需求及自有产能利用情况等，说明销量增长的合理性；2025 年销售给其他客户的产品销量增长的原因，拓展其他客户的方式及可实现性，2026 年由其他客户转向上市公司销售的合理性；（2）PM1 和 PM4 产线建设进度和资金需求，是否存在障碍、能否如期达产及依据；结合产能确定依据、建设进度及爬坡过程等，说明预测期内相关产品产量的可实现性；结合相关行业发展、产品市场空间和竞争格局、上市公司技术储备和市场开拓进展以及自有产能利用情况等，说明 PM1 和 PM4 产品预测期内上升幅度较大的合理性及可实现性；（3）预测期内各类产品销售价格、纸浆成本与市场价格的对比情况及差异原因，预测期内变动原因，纸浆成本占销售价格的比例及合理性，扣除费率的取值依据；各类产品加工费是否与同行业委托加工收费平均水平相匹配，与报告期内存在差异的原因及合理性；（4）预测期内各类产品毛利率情况，与同行业可比产品、报告期内毛利率的对

比情况，说明毛利率预测的准确性，进一步表格列示各类产品收入、毛利率和毛利额情况；（5）在收入规模上升幅度较大的情况下，销售费用和管理费用变动不大的合理性；大额资本性支出的资金来源，产线建设是否存在不确定性，财务费用与相关资金需求的匹配性；（6）可弥补亏损的确认依据，分立对可弥补亏损的影响，预测期对五年内可弥补亏损具体考虑情况；预测期内资本支出的确定依据，是否与产线投资金额和建设进度相匹配，永续期资本支出低于折旧摊销的原因；预测期内营运资金变动的测算过程，与标的公司经营情况的匹配性；（7）参照《监管规则适用指引——评估类第1号》，说明折现率各参数取值是否符合相关要求，折现率及主要参数是否与同行业可比案例可比；（8）截至目前，标的公司各类产品销量和收入情况，与评估预测对比情况及差异原因；进一步结合上市公司需求，说明标的公司2025年业绩可实现性；（9）结合预测期内各产品销售数量和价格、毛利率、净利润等预测的审慎性，说明标的公司是否存在业绩不达预期的风险，相关资产是否存在经济性贬值的风险。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、请公司在重组报告书“重大风险提示”中补充披露：新产品市场开发不及预期风险，以及对标的公司业绩预测的影响

上市公司已在重组报告书“重大风险提示”之“二、标的公司相关的风险”中补充披露如下：

“（三）新产品市场开发不及预期风险

标的公司计划布局无铝衬纸、医用透析纸、无涂层热转印纸等新产品领域，虽具备战略发展潜力，但新产品市场验证到规模化推广仍需经历一定周期，不排除因外部环境变化或内部执行偏差导致新产品市场开发不及预期。如上述情况发生，可能会对标的公司的财务状况、经营成果及战略目标实现造成不利影响，同时导致本次收益法评估中对标的公司业绩的预测不及预期。”

二、预测期内 PM2 和 PM3 产品销量与报告期内的对比情况；结合标的公司产能确定依据、爬坡过程，行业发展和竞争格局、上市公司需求及自有产能利用情况等，说明销量增长的合理性；2025 年销售给其他客户的产品销量增长的原因，拓展其他客户的方式及可实现性，2026 年由其他客户转向上市公司销售的合理性

（一）报告期和预测期内 PM2 和 PM3 的产品销量情况

PM2 和 PM3 历史期和预测期内的产品销量具体请见下表：

单位：吨

产线	产品名称	历史期			预测年度						
		2022 年	2023 年	2024 年 1-10 月	2024 年 11-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
PM2	卷烟纸（代工）	-	4,355	5,037	1,353	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
	普通成形纸（代工）	-	2,517	1,935	392	3,800	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
	普通成形纸（一般贸易）	845	20	243	72	1,200	-	-	-	-	-
	合计	845	6,892	7,215	1,817	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
PM3	高透成形纸（对恒丰）	-	2,243	2,913	843	4,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
	高透成形纸（对其他客户）	-	4	117	179	1,000	-	-	-	-	-
	合计	-	2,247	3,030	1,022	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000

2022 年至 2024 年 PM2 的销量分别为 845 吨、6,892 吨和 9,032 吨。PM2 生产线报告期和预测期的产品主要为卷烟纸和普通成形纸，设计产能 10,000 吨/年，2022 年经技术改造后产量逐渐增加，根据 PM2 产线的产品市场需求及生产销售计划，预计自 2025 年起实现满产。

PM3 产线于 2023 年年内技术改造完成并投产，2023 年和 2024 年的销量分别为 2,247 吨和 4,052 吨。PM3 生产线报告期和预测期的产品主要为高透成形纸，设计产能 5,400 吨/年，根据 PM3 产线的产品市场需求及生产销售计划，预计自 2025 年产量达到 5,000 吨/年并在以后年度保持。

综上，PM2 和 PM3 在技术改造完成后，具备上市公司所需要的相关产能，预测期根据各产品的预计需求增长，逐年满产或者接近满产状态，增幅合理，在市场需求和产能匹配的前提下，PM2 和 PM3 预测期销量是合理且具有可行性的。

（二）标的公司产能确定依据、爬坡过程，行业发展和竞争格局、上市公司需求及自有产能利用情况：

1、PM2 和 PM3 的产能确认依据及爬坡过程

PM2 和 PM3 报告期内的产能确定依据和爬坡过程请详见“问题 3.二.(一).2.（2）标的公司主要产线产能、达产时间、爬坡过程”回复部分。

其中，产能确定依据：年产能=车速（m/min）×抄宽（mm）×定量（设计定量 g/m²）×60（min/h）×每日工作时间（h/天）×生产天数（天/年）×成品率（%）/换算单位 10⁹。

PM2 生产线从 2023 年开始试运行并完成爬坡，处于接单生产的状态，2023 年产能利用率已达 86.48%；2024 年，产能利用率随着产品销量增加、产能利用率提升至 94.52%，2025 年至满负荷 100%产能利用状态。

PM3 生产线从 2023 年开始试运行并完成爬坡，处于接单生产的状态，2024 年产能利用率随着产品销量增加，提升至 77.07%，根据市场需求和产能匹配因素，预计该生产线 2025 年达到稳定生产状态，产能利用率为 92.59%。

PM2 和 PM3 改造后的产量、产能及产能利用率情况如下表所示：

单位：吨

产线	项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
PM2	产能	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
	产量	6,919	9,452	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
	产能利用率	86.48%	94.52%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
PM3	产能	4,000	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400
	产量	2,297	4,162	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
	产能利用率	57.43%	77.07%	92.59%	92.59%	92.59%	92.59%	92.59%

2、PM2 和 PM3 产品的行业发展和竞争格局

PM2 和 PM3 预测期的产品主要为卷烟纸、普通成形纸和高透成形纸，均属于烟草工业用纸。国际烟草工业用纸行业的行业发展和竞争格局请详见“问题 1.六（四）1、国际烟草工业用纸行业的最新发展趋势”部分回复。

3、上市公司需求及自有产能利用情况

上市公司需求情况请详见“问题 1.五、（三）1、上市公司客户拓展及未来预计订单情况”部分回复。

上市公司自有产能利用情况请详见“问题 3.二.（二）.1、上市公司自有产能利用情况”部分回复。

（三）PM2 和 PM3 销量增长的合理性分析

PM2 和 PM3 预测期的销量增长主要考虑以下因素：

1、行业角度：根据贝哲斯咨询数据，2024 年全球卷烟卷纸市场规模为 21.59 亿美元，预计将持续保持增长，2024-2029 复合年增长率预计约为 2.37%，整体需求呈上升趋势。全球卷烟卷纸行业区域需求分化明显，新兴市场贡献主要增量。头部企业主导全球市场。德尔福特、摩迪、恒丰纸业稳居全球烟草工业用纸份额前列，头部企业凭借产业链实力、区域布局和技术优势形成了较强竞争壁垒。国际国内烟草用纸的需求是 PM2 和 PM3 预测期产销量的关键驱动因素。

2、需求角度：恒丰纸业产品走增量化路线，国际市场开发成效显著，导致卷烟配套用纸产能不足。恒丰纸业处于满产状态，仍无法满足订单需求，国际贸易因产能受限，实际销量低于预期目标。为确保上市公司客户供应的稳定性和及时性，上市公司计划长期从锦丰纸业采购相关产品，以补充自身产能的不足。上市公司客户及预计订单情况详见问题 1.五.（三）1、上市公司客户拓展及未来预计订单情况”。

3、标的公司产能实现因素：通过 PM2 和 PM3 的产能确定依据和爬坡过程，预测期随着市场销量的增加，两条产线产量逐步接近设计产能。锦丰纸业具备与上市公司产品匹配的生产技术、质量标准和生产能力，能够提供稳定且符合要求的货源，以保证上市公司业务的持续增长和市场竞争能力。

综上，考虑相关产品未来的行业情况以及恒丰纸业的预计市场需求和销量，PM2 和 PM3 生产线在预测期产能利用率逐步达到或接近 100%并在永续期维持其产能利用率是可以实现的。

（四）2025 年销售给其他客户的产品销量增长的原因，拓展其他客户的方式及可实现性，2026 年由其他客户转向上市公司销售的合理性

2025 年销售给其他客户的产品为 PM3 生产的高透成形纸，销量增长主要考虑了临时性的市场增量。原因系 2025 年国内其它生产高透成形纸的某企业，纸机处于改造调试阶段，不能满足终端用户需求，该类企业阶段性的在标的公司采购半成品，故 2025 年该产品预计销量有所增加。

自 2026 年开始，标的公司和上市公司将根据签署的合作备忘录，采用委托加工模式进行合作，标的公司的产能将优先满足上市公司的订单需求，填补上市公司短期产能缺口，保证相关产品的产能供应，避免上市公司因供应不足导致的订单流失或客户满意度下降。同时，随着上市公司客户的扩展以及未来订单的增加，预计能够消化标的公司从其他客户转向上市公司的产能。故标的公司预测期 2026 年及以后相关产品由其他客户转向上市公司销售，具备合理性。

三、PM1 和 PM4 产线建设进度和资金需求，是否存在障碍、能否如期达产及依据；结合产能确定依据、建设进度及爬坡过程等，说明预测期内相关产品产量的可实现性；结合相关行业发展、产品市场空间和竞争格局、上市公司技术储备和市场开拓进展以及自有产能利用情况等，说明 PM1 和 PM4 产品预测期内上升幅度较大的合理性及可实现性

（一）PM1 和 PM4 产线建设进度和资金需求，是否存在障碍、能否如期达产及依据：

1、PM1 和 PM4 产线建设进度

本次收益法预测中，PM1 预计将于 2026 年内投产，PM4 预计将于 2025 年下半年投产。目前标的公司 PM1 产线实际建设进度略有提前，PM4 产线预计延迟至 2026 年内投产，主要是现阶段集中资源保障 PM1 产线尽快顺利投产，一定程度影响了 PM4 的建设进度，相应调整了 PM4 的建设计划。具体原因为：一是 PM1 生产的新产品未来市场空间广阔，目前市场需求旺盛，而根据历史经验，新产品认证需要一定的周期，尽快保障 PM1 产线的投产可以更好的满足市场需求；二是 PM1 生产的医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等新品收益相对于 PM4 较高，尽快投产能够更好提升标的公司的盈利能力；三是上市公司现阶段

段已集中力量安排技术骨干建设 PM1 产线，相关工作技术人员的短缺无法保障 PM4 的正常建设进度。

PM1 产线和 PM4 产线未来建设的具体时间表，以及具体已完成和尚需完成的技改说明如下：

(1) PM1 产线建设进度时间表

建设项目	建设内容	建设时间
一、招标、采购阶段	完成纸机成套及配套设备采购、主体厂房土建招标	2024 年 12 月 3 日-2025 年 3 月 15 日
二、施工阶段	完成土建、纸机本体安装、涂布机安装、辅助系统及电气与自动化安装等	2025 年 3 月 30 日 - 2025 年 12 月 25 日
三、系统调试阶段	完成工艺系统、电气、自动化联动调试	2025 年 11 月 25 日 - 2026 年 1 月 12 日
四、开机投料	完成全系统联动试车，正式投产	2026 年 1 月 13 日

(2) PM4 产线建设进度时间表

建设阶段	建设内容	建设时间
一、方案讨论	完成工艺流程优化方案、确定改造范围等	2025 年 10 月-2025 年 11 月
二、项目立项	完成内部审批、预算确认、招标文件准备	2025 年 11 月-2025 年 12 月
三、招标采购	完成设备、材料、服务招标，签订合同	2026 年 1 月-2026 年 2 月
四、细化设计	完成详细施工图设计、工艺管道、自动化控制系统编程等设计工作	2025 年 12 月-2026 年 4 月
五、土建基础施工	完成设备基础等配套土建施工	2026 年 5 月-2026 年 6 月
六、设备安装	完成各系统、设备的安装工作	2026 年 7 月-2026 年 10 月
七、系统调试	完成工艺系统、电气、自动化联动调试	2026 年 11 月-12 月
八、开机投料	完成全系统联动试车，正式投产	2026 年 12 月 31 日

2、PM1 和 PM4 产线资金需求

关于资金需求，PM1 设计产能 3 万吨/年，总投资 23,351.80 万元。投资款已取得超长期特别国债专项资金补贴 2,700 万元，温江区产业扶持专项资金补贴 105.30 万元，预计专项借款 1.7 亿元，其余部分由自有资金补足，截至 2025 年 7 月末，锦丰纸业已支付 PM1 项目建设资金 7,753.47 万元。PM4 设计产能 6,000 吨/年，总投资 2,120 万元，截至 2025 年 7 月末，已投资 1,333.02 万元，其余部

分由自有资金补足。

(二) 结合产能确定依据、建设进度及爬坡过程等，说明预测期内相关产品产量的可实现性

1、产能确定依据

PM1 和 PM4 产能分别为 30,000 吨和 6,000 吨。机台产能依据其设计参数确定，包括抄宽、车速、定量、年运行天数等关键设计指标。年产能=车速（m/min）×抄宽（mm）×定量（设计定量 g/m²）×60（min/h）×每日工作时间（h/天）×生产天数（天/年）×成品率（%）/换算单位 10⁹。

PM1 的具体参数如下：

序号	内容	具体参数
1	产品定量：g/m ²	35
2	定量范围：g/m ²	22-70
3	纸机抄宽：mm	5000
4	纸机设计车速：m/min	450
5	纸机传动车速：m/min	550
6	纸机工作车速：m/min	450
6	生产线能力	
6.1	成品率：%	80
6.2	日抄造量：T/d	113
6.3	年抄造量：T/a	38036
6.4	日产量：T/d	91
6.5	年产量：T/a	30429

注：按每天 23 小时，每年 350 天计算。

PM4 的具体参数如下：

序号	内容	具体参数
1	基准定量 g/m ²	27
2	设计车速 m/min	300
3	卷取抄宽 mm	2400
4	成品率 %	70
5	日产量 T/d	20
6	年产量 T/a	6572

注：按每天 23 小时，每年 350 天计算。

2、项目建设过程、爬坡过程以及预测期内相关产品产量的可实现性

PM1 预计于 2026 年初投料试生产，上市公司及标的公司将对生产设备、工艺流程等进行全面检查和优化，预计在 2026 年上半年能够具备连续生产条件，顺利达到设计产能并稳定运行。

PM4 预计于 2026 年内投料生产，PM4 投产后车速将达到 300m/min，日产量预计 20t/d。纸张定量、厚度、水分等关键指标控制在设计标准区间内（如定量偏差 $\leq \pm 1.5\%$ ）。通过调整后，物理性能（抗张强度、撕裂度、耐破度等）符合设计要求，满足相关质量标准，外观质量（如匀度、洁净度、色差）达标，无超出设计允许的瑕疵，达到设计产能要求。

（三）相关行业发展、产品市场空间和竞争格局

PM1 产品主要为医用透析纸、无铝衬纸和无涂层热转印纸，相关行业发展、产品市场空间和竞争格局请详见“问题 1.六.（一）新产品市场空间及竞争格局”部分回复。

PM4 产品主要为普通成形纸。相关行业发展、产品市场空间和竞争格局请详见“问题 5.二.（二）.2、PM2 和 PM3 产品的行业发展和竞争格局”部分回复。

（四）上市公司技术储备和市场开拓进展以及自有产能利用情况等对预测期相关产品产量可实现性的支持

1、PM1 技术储备

截至本回复出具日，恒丰纸业已实现医用透析原纸及热转印纸量产，报告期内受制于产能受限，产量及销量较少，但产成品均已售出，上市公司已通过无铝衬纸中试验证，上述三种产品均已具备量产能力。

上市公司已确认相关产品核心配方和基础工艺参数，在试产过程中积累了在类似标的公司产线设备上运行的成熟经验，预计标的公司可顺利承接上市公司生产工艺及技术储备，快速实现量产，满足上市公司产能需求，高效转化上市公司研究成果。

上市公司相关技术储备如下表所示：

产品种类	技术难点	技术储备及阶段性成果
医用透析纸	需在特定基纸上涂覆一层特殊的热敏性涂层，涂层配方需满足特定的热封起始温度、热封强度、剥离特性、安全性以及加工适应性，涂布工艺控制直接影响最终产品的热封性能和外观	(1) 涂层核心配方研发完成，满足目标性能要求； (2) 涂布工艺参数确定，在中试机台上已稳定生产，已确定涂布量、干燥温度和时间等关键工艺窗口； (3) 中试验证成功； (4) 已完成热封强度、剥离性能、机械性能等关键测试数据积累 (5) 已完成初步应用测试
无铝衬纸	无铝内衬纸的阻隔性能须通过特定的功能性涂布层实现，技术难点在于涂层配方的设计（树脂、颜料、添加剂的选择与配比）以及精密涂布工艺的实现与控制	(1) 阻隔性能达标的涂层配方已研制成熟； (2) 涂布工艺的方式及关键工艺参数已确定； (3) 中试验证通过； (4) 核心性能达标
无涂层热转印纸	技术难点在于实现高精度、高附着力、高效率的打印和转印，同时确保纸张的打印和转印过程中物理性能和环保性能需求	(1) 转印介质开发完成； (2) 实现附着力、清晰度、耐久性等性能的核心工艺参数已确立； (3) 中试验证成功； (4) 效果与性能经过测试评估，满足相关要求

PM1 产品的技术储备具备共性优势和成熟度，主要包括：

(1) 中试验证是关键里程碑：所有三项核心技术已在已有的生产机台上完成了中试验证。这标志着技术原理得到实践检验，工艺流程基本打通，初步的生产稳定性和产品一致性得到验证，获得了宝贵的工艺参数和操作经验，生产出可用于客户送样、应用测试和进一步优化的样品，为 PM1 产线大规模工业化生产提供了最直接、最有说服力的数据和经验支撑。

(2) 针对性强，解决了市场痛点：每种技术都针对特定的市场需求和现有材料的不足（如塑料环保问题、传统纸功能不足、涂布工艺缺陷），开发出具有差异化优势的产品。

(3) 体现创新性：医用透析纸的创新点在于环保热封纸的实用化配方与工艺；无铝内衬纸的创新点在于通过特定高性能的涂层技术，实现较好的阻隔性能；无涂层热转印纸的创新点在于绕开传统涂布，通过表面施胶实现打印和转印技术，并突破传统定量局限。

医用透析纸及无涂层热转印纸已量产，无铝衬纸虽未量产但试生产已经完成，上述三种产品的样品申请记录或完工记录完整，已具备量产的能力。

2、客户储备及产能消化措施

关于医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等新产品的客户储备情况，详见问题 1 回复之“五、（三）1、上市公司客户拓展及未来预计订单情况”。随着 PM1 产线的投产，上市公司现有的客户储备可立即转变为订单，预计能够消化标的公司未来产能。

（五）PM1 和 PM4 产品预测期内上升幅度较大的合理性及可实现性：

PM1 产线是上市公司收购锦丰纸业后的主要产品生产线，也是四条生产线中产能和规模最大的一条生产线。PM1 生产线主要生产上市公司计划扩大产能的三种特种纸（医用透析纸、无铝衬纸和无涂层热转印纸），设计产能 30,000 吨/年。PM4 产线主要生产普通成形纸，设计产能 6,000 吨/年。

PM1 和 PM4 产品预测期内增长主要考虑以下因素：

1、行业角度：PM1 产线未来主要生产医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸。三种新产品相关行业发展迅速，预计会为标的公司带来产量的增长。

根据 QYResearch 数据，2022 年全球医疗透析纸市场规模约为 48 亿美元，同比增长超 7%，预计未来几年将保持稳定增长，整体规模有望于 2030 年突破 80 亿美元，主要得益于人口老龄化、政策支持及技术进步。目前北美及欧洲份额占比在 65%以上，预计中国、印度等新兴市场将贡献未来主要增量；

根据 QYResearch 数据，2024 年全球无铝烟衬纸市场规模约为 20 亿美元，同比增长 7.5%，呈现持续增长态势。随着经济发展与烟草消费的增长，无铝烟衬纸市场规模也逐渐扩大。过去五年，国内无铝烟衬纸市场规模呈现稳步增长态势。据相关数据统计，2024 年国内无铝烟衬纸市场规模约为 8 亿元人民币，同比增长超 12%，预计 2030 年有望突破 20 亿元人民币；

根据智研咨询数据，2024 年全球热转印纸市场规模约为 6.8 亿美元，同比增长 10.4%，亚太地区占比高达 45%，中国地区热转印纸出口量同比增长 25%，预计 2030 年全球市场规模将达到 11.6 亿美元，2025-2030 年复合增长率（CAGR）为 4.32%。其中，中国占全球市场份额的 60%以上，为核心增长极。2024 年，中国热转印纸市场规模达 31.8 亿元人民币，产能突破 35 万吨。

2、需求角度：医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸及普通成形纸上市公司未来需求情况详见问题 1、五、（三）1、上市公司客户拓展及未来预计订单情况。

3、标的公司产能实现因素：通过 PM1 和 PM4 的技术储备、市场开拓进度以及自有产能的利用情况，预测期随着市场销量的增加，两条产线产量逐步接近设计产能。锦丰纸业具备上市公司所要求产品的生产技术、质量标准和生产能力，能够提供稳定且符合要求的货源，以保证上市公司业务的持续增长和市场竞争能力。

综上，考虑特种纸未来的市场情况以及恒丰纸业的预计市场份额需求和销量，PM1 和 PM4 生产线在预测期产能利用率逐步达到或接近 100%并在永续期维持其产能利用率是可以实现的。

四、预测期内各类产品销售价格、纸浆成本与市场价格的对标情况及差异原因，预测期内变动原因，纸浆成本占销售价格的比例及合理性，扣除费率的取值依据；各类产品加工费是否与同行业委托加工收费平均水平相匹配，与报告期内存在差异的原因及合理性

（一）预测期内各类产品销售价格、纸浆成本与市场价格的对标情况及差异原因，预测期内变动原因

2022 年 10 月，锦丰纸业与恒丰纸业签订《委托经营管理协议》，约定自 2023 年 1 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日，恒丰纸业接受锦丰纸业委托对其实施整体托管。在托管期内，2023 年及 2024 年 1-10 月，恒丰纸业向锦丰纸业支付的委托加工费中，卷烟纸单价保持一致，约为 5,700 元/吨；普通成形纸单价自 2024 年 4 月起从 5,500 元/吨调价至 5,700 元/吨；高透成形纸的销售单价在 2024 年 8 月以前双方约定由恒丰纸业含税销售价格的 95%确定，2024 年 8 月起，执行以下价格政策：“恒丰纸业销售（对终端客户）高透成形纸含税价格高于 18,300 元/吨的产品，按照 18,300 元/吨从锦丰纸业采购；恒丰纸业销售高透成形纸含税价格低于 18,300 元/吨的产品，按照恒丰纸业售价平价从锦丰纸业采购”。

预测期中托管经营期间（2024 年 11 月至 2025 年），恒丰纸业对于标的公司的生产安排主要基于标的公司纸机设备特性，结合恒丰纸业产能安排、客户运距、标的公司产品质量等相关需求，安排其适合生产的产品品种，制定其销售及

生产计划。双方产品服务定价模式为终端价格挂钩模式和成本加成模式：

1、终端价格挂钩模式，主要为采用一般贸易模式销售的高透成形纸使用。2024 年 8 月前，上市公司作为贸易商向标的公司采购高透成形纸后直接销售给终端客户，标的公司向上市公司销售价格按照上市公司向终端客户含税销售价格的 95%确定，扣除费率 5%主要系标的公司未承担相关产品的研发费用及销售费用，历史期间上市公司该等费率较为稳定，研发费用率与销售费用率合计约 5%。

2024 年 8 月，经上市公司与标的公司协商一致，对于一般贸易模式下的高透成形纸调整价格政策：“恒丰纸业销售（对终端客户）高透成形纸含税价格高于 18,300 元/吨的产品，按照 18,300 元/吨从锦丰纸业采购；恒丰纸业销售高透成形纸含税价格低于 18,300 元/吨的产品，按照恒丰纸业售价平价从锦丰纸业采购”。

2、成本加成模式，主要为采用委托加工销售的卷烟纸、普通成形纸使用，成本加成率 10%。委托加工费（成本加成率）的定价原则主要系参考恒丰纸业自身相关产品单位成本、预估锦丰纸业的相关产品单位成本，并经双方协商给予锦丰纸业一定合理利润的基础上经双方商议确定产品定价。

托管期结束后，即 2026 年开始，双方根据签署的合作备忘录，采用委托加工模式，由各产品的市场销售价格扣除支付给恒丰纸业的相关费用和纸浆成本计算得出，具体公式为：

$$\text{销售单价} = \text{市场销售价格} \times (1 - \text{扣除费率}) - \text{纸浆成本}$$

相关销售单价（加工价格）及预计市场价如下表所示：

单位：元/吨

产线	品种	价格项	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
	费用比例		5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
PM1	医用透析纸	市场价预测	13,274.34	13,179.49	13,087.34	12,997.31	12,997.31
		浆吨成本	5,330.98	5,236.13	5,143.99	5,053.95	5,053.95
		加工价格	7,279.64	7,284.38	7,288.99	7,293.49	7,293.49
	无铝衬纸	市场价预测	11,106.19	11,046.56	10,988.62	10,932.01	10,932.01
		浆吨成本	3,352.00	3,292.36	3,234.42	3,177.81	3,177.81
		加工价格	7,198.88	7,201.87	7,204.76	7,207.59	7,207.59
	无涂层热转印纸	市场价预测	13,274.34	13,197.82	13,123.47	13,050.83	13,050.83

产线	品种	价格项	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
	费用比例		5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
PM2		浆吨成本	4,301.00	4,224.48	4,150.13	4,077.50	4,077.50
		加工价格	8,309.62	8,313.45	8,317.16	8,320.79	8,320.79
		市场价预测	11,355.50	11,295.56	11,237.33	11,180.43	11,180.43
	卷烟纸	浆吨成本	3,369.00	3,309.06	3,250.83	3,193.93	3,193.93
		加工价格	7,418.73	7,421.72	7,424.63	7,427.48	7,427.48
		市场价预测	11,808.50	11,729.08	11,651.91	11,576.52	11,576.52
PM3	普通成形纸	浆吨成本	4,464.04	4,384.62	4,307.45	4,232.06	4,232.06
		加工价格	6,754.04	6,758.01	6,761.86	6,765.63	6,765.63
		市场价预测	19,990.00	19,872.66	19,758.66	19,647.28	19,647.28
	高透成形纸-对恒丰	浆吨成本	6,595.11	6,477.77	6,363.77	6,252.39	6,252.39
		加工价格	12,395.39	12,401.26	12,406.96	12,412.53	12,412.53
		市场价预测	11,808.50	11,729.08	11,651.91	11,576.52	11,576.52
PM4	普通成形纸	浆吨成本	4,464.04	4,384.62	4,307.45	4,232.06	4,232.06
		加工价格	6,754.04	6,758.01	6,761.86	6,765.63	6,765.63
		市场价预测	11,808.50	11,729.08	11,651.91	11,576.52	11,576.52

注：上表中的加工价格即为标的公司预测期的销售单价，销售单价=市场价预测×（1-扣除费率）-浆吨成本。

2026 年及以后，标的公司 PM2、PM3 纸机经过技术改造及工艺条件和参数调整，生产产品质量稳定，品种固化，统一采用恒丰纸业向标的公司提供委托加工订单，支付加工费方式进行结算。上表中，标的公司各存量产品 2026 年的市场价格依据上市公司对应产品 2022 年和 2023 年的平均售价确定，PM1 的新产品市场价格预测为上市公司根据市场调研及供需情况提供的预计产品售价，具体详见下表：

单位：元/吨

产品	预测期市场价预测金额	上市公司历史期间各产品平均售价	
		2022 年	2023 年
医用透析纸	15,000.00	-	-
无铝衬纸	12,550.00	-	-
无涂层热转印纸	15,000.00	-	-
卷烟纸	12,831.72	11,832.23	13,831.20
普通成形纸	13,343.61	12,309.09	14,378.12
高透成形纸	22,588.70	21,503.90	23,673.50

2026 年以后各产品的市场价格以上年市场价为基础、考虑浆吨成本的变动确定。纸浆成本 2026 年及以后的预测依据请详见“问题 5.四.（二）.1、纸浆成本占销售价格的比例及合理性”部分回复。

（二）纸浆成本占销售价格的比例及合理性，扣除费率的取值依据

1、纸浆成本占销售价格的比例及合理性

2026 年及以后各产品的纸浆成本占销售价格的比例如下表所示：

产线	产品	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
PM1	医用透析纸	40%	40%	39%	39%	39%
	无铝衬纸	30%	30%	29%	29%	29%
	无涂层热转印纸	32%	32%	32%	31%	31%
PM2	卷烟纸	30%	29%	29%	29%	29%
	普通成形纸	38%	37%	37%	37%	37%
PM3	高透成形纸（对恒丰）	33%	33%	32%	32%	32%
PM4	普通成形纸	38%	37%	37%	37%	37%

2026 年各产品纸浆成本为上市公司提供的市场公允采购价，2026 年及以后的纸浆成本在 2026 年纸浆成本的基础上综合考虑了各年预计 CPI 增长率和纸浆市场价格变动情况来预测。预测期 CPI 每年上涨，纸浆价格每年下降，综合两个因素进行测算后，纸浆成本逐年下降。考虑预测期产品结构和技术、规模经济的影响，各产品的纸浆成本占销售价格的比例具有合理性。

2、扣除费率的取值依据

扣除费率为锦丰纸业引入恒丰纸业领先的销售、管理经验和技术实力，向恒丰纸业支付的相关费用，扣除费率由双方签署的合作备忘录确定，2026 年至永续期的扣除费率如下：

项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
费用比例	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

本次评估中扣除费率 5%是根据恒丰纸业 2022 年至 2024 年销售费用、研发费用占当年销售收入的比例的平均值确定，扣除费率的计算过程如下：

扣除费率=恒丰纸业销售相应产品所需承担的销售费用、研发费用合计比例。

单位：万元

恒丰纸业相关项目	2022 年	2023 年	2024 年
研发费用	7,482.23	8,169.31	8,506.35
销售费用	4,129.78	5,143.40	5,789.19
营业收入	245,594.82	264,808.26	277,351.14
研发费用占收比	3.0%	3.1%	3.1%
销售费用占收比	1.7%	1.9%	2.1%
研发费用和销售费用占收比合计	4.7%	5.0%	5.2%
扣除费率（取整）	5.0%		

（三）各类产品加工费是否与同行业委托加工收费平均水平相匹配，与报告期内存在差异的原因及合理性

1、《委托经营管理协议》期间

锦丰纸业为打开烟草工业用纸市场而积极接洽相关客户与渠道；同时，恒丰纸业则因其订单增长，而产能不足。双方达成了自 2023 年 1 月 1 日起，为期 3 年的托管合作协议，约定锦丰纸业委托恒丰纸业对其生产经营进行管理，故在合作期间，对锦丰纸业的订单支持和相关产品定价方面，恒丰纸业兼顾考虑己方经济效益合理以及维持锦丰纸业相关生产线在托管期内正常开机生产运营以评估其资产效率和技改效果的双重因素；同时，锦丰纸业也希望能通过托管合作，达到完成设备改造和逐步摆脱亏损局面的目的，故合作初期经双方商议确定产品定价，具体情况如下：

（1）卷烟纸

结合恒丰纸业卷烟纸生产情况及对锦丰纸业技改效果评估，预估锦丰纸业卷烟纸单位成本约在 5,200 元/吨左右，参考 10%成本加成率并经双方商议后，最终定价为 5,700 元/吨。

（2）普通成形纸

2023 年度，结合恒丰纸业普通成形纸生产情况及对锦丰纸业技改效果评估，初步预估锦丰纸业普通成形纸单位成本约在 5,100 元/吨左右，按照 10%成本加成率，约 5,610 元/吨，经双方协商最终定价 5,500 元/吨。

2024 年度，考虑到 2023 年锦丰纸业委托加工产品的整体毛利率仍然为负，

同时经锦丰纸业测算其生产成本，认为普通成形纸的加工费水平相对较低，双方协商调高加工费，并将加工费统一调整至 5,700 元/吨，即相对 2023 年度，卷烟纸的加工费未变化，普通成形纸单位加工费调高了 200 元/吨。

（3）高透成形纸

高透成形纸的销售单价在 2024 年 8 月以前双方约定由恒丰纸业含税销售价格的 95%确定，2024 年 8 月起，执行以下价格政策：“恒丰纸业销售（对终端客户）高透成形纸含税价格高于 18,300 元/吨的产品，按照 18,300 元/吨从锦丰纸业采购；恒丰纸业销售高透成形纸含税价格低于 18,300 元/吨的产品，按照恒丰纸业售价平价从锦丰纸业采购”。

2023 年及 2024 年 1-7 月，上市公司基于高透成形纸产能不足，为赚取固定利润，同时支持托管企业锦丰纸业获取稳定订单，以协助锦丰纸业完成设备调试、提升生产工艺和技术水平等方面考虑，向锦丰纸业采购高透成形纸。一般贸易模式下上市公司作为贸易商向标的公司采购高透成形纸后直接销售给终端客户，标的公司向上市公司销售价格按照上市公司向终端客户含税销售价格的 95%确定，扣除费率 5%主要系标的公司未承担相关产品的研发费用及销售费用，历史期间上市公司该等费率较为稳定，研发费用率与销售费用率合计约 5%。

为优化双方风险分配，同时明确成本基准与加成率，使锦丰纸业的利润与其运营效率直接挂钩，激励其优化生产流程，降低生产成本。2024 年 8 月起，根据《恒丰纸业与锦丰纸业关联交易价格执行方案》，不再执行原按恒丰纸业对其终端客户售价的 95%向锦丰纸业采购的交易定价方法，而是经上市公司与标的公司协商一致，对于一般贸易模式下的高透成形纸调整价格政策：“恒丰纸业销售（对终端客户）高透成形纸含税价格高于 18,300 元/吨，按照 18,300 元/吨采购锦丰产品；恒丰纸业销售高透成形纸含税价格低于 18,300 元/吨，按照恒丰纸业售价平价采购锦丰产品”。

2、《关于恒丰纸业与锦丰纸业后续合作意向的备忘录》期间

托管期内，标的公司生产线尚不成熟，产品质量波动较大，产线技改的直接费用由标的公司自身承担，技改相关的技术支持及人员支持等由上市公司提供，标的公司长期缺少独立面向市场获取客户的能力，生产及销售依赖上市公司。因

此，标的公司在托管期内对上市公司依赖性较强，产品议价能力较弱，产品服务定价主要兼顾上市公司合理经济效益及标的公司成本覆盖双重因素。

托管期结束后，标的公司生产线经过一系列技术升级改造，经营管理模式经过上市公司充分指导，已经具备较为独立且完整的生产能力和销售能力。经过托管期间的市场验证，标的公司生产的产品能够满足各类型客户的最新要求，成品率的改善也使得标的公司对上市公司产能的贡献规模得到了显著提升，在上市公司自身无法新增产能的前提下，对上市公司保障客户供应、防止客户流失以及提升营收规模具有较大的战略意义。因此，托管期后标的公司对上市公司的依赖性降低，但其对上市公司未来发展的重要性提升，标的公司产品议价能力增强。

综上所述，托管期后标的公司产品服务定价与托管期内存在较大差异，实质是标的公司从“托管依赖体”转型为“战略价值体”的合理对价，反映其独立产能稀缺性、区位壁垒价值及风险对冲贡献。定价机制通过从固定成本补偿转向收益共享模式，将上市公司资源赋能与标的公司能力提升动态挂钩，符合商业逻辑，为双方可持续协同发展奠定基础，具备合理性。

综上所述，同行业可比公司中，暂时没有以委托加工模式进行经营的相关案例，缺少可比数据。但从上述分析可以说明预测期上市公司和标的公司交易定价具有合理性及公允性，且不构成上市公司向标的公司利益输送的情形。

五、预测期内各类产品毛利率情况，与同行业可比产品、报告期内毛利率的对比情况，说明毛利率预测的准确性，进一步表格列示各类产品收入、毛利率和毛利额情况

预测期内主要产品的收入、毛利额和毛利率情况如下表所示：

产品		年份							
年度		2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
医用透析纸	销售收入	-	-	-	2,183.89	2,913.75	3,644.49	3,646.75	3,646.75
	销售毛利	-	-	-	662.61	980.65	1,417.82	1,411.38	1,419.38
	毛利率	-	-	-	30%	34%	39%	39%	39%
无铝衬纸	销售收入	-	-	-	7,198.88	10,802.80	14,409.53	14,415.19	14,415.19
	销售毛利	-	-	-	836.26	1,564.91	2,780.73	2,679.43	2,711.46
	毛利率	-	-	-	12%	14%	19%	19%	19%

产品		年份							
年度		2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
无涂层 热转印纸	销售收入	-	-	-	1,661.92	2,909.71	4,158.58	4,160.40	4,160.40
	销售毛利	-	-	-	510.59	973.10	1,574.15	1,559.52	1,567.53
	毛利率	-	-	-	31%	33%	38%	37%	38%
卷烟纸（代工）	销售收入	2,487.71	3,661.68	2,850.00	3,709.36	3,710.86	3,712.32	3,713.74	3,713.74
	销售毛利	-137.69	332.03	225.08	1,139.21	1,185.10	1,189.02	1,171.24	1,007.00
	毛利率	-6%	9%	8%	31%	32%	32%	32%	27%
普通成形纸 （PM2）	销售收入	1,384.55	1,322.31	2,166.00	3,377.02	3,379.00	3,380.93	3,382.82	3,382.82
	销售毛利	-20.13	205.98	320.18	996.79	1,047.21	1,055.76	1,042.71	878.46
	毛利率	-1%	16%	15%	30%	31%	31%	31%	26%
高透成形纸（对 恒丰）	销售收入	2,911.81	4,673.93	4,977.27	6,197.70	6,200.63	6,203.48	6,206.26	6,206.26
	销售毛利	1,236.75	1,578.90	1,612.48	2,200.25	2,238.05	3,006.14	3,038.87	1,920.11
	毛利率	42%	34%	32%	36%	36%	48%	49%	31%
普通成形纸 （PM4）	销售收入	-	-	1,710.00	3,377.02	3,379.00	3,380.93	3,382.82	3,382.82
	销售毛利	-	-	25.01	745.01	793.84	798.36	782.64	616.85
	毛利率	-	-	1%	22%	23%	24%	23%	18%

卷烟纸：卷烟纸 2024 年单位售价与 2023 年基本保持一致，与恒丰纸业约定价格 5,700 元/吨基本一致，卷烟纸单位成本 2024 年较 2023 年降低，主要系销量增加，且 PM2 完成技改，生产效率及良品率提高。故 2024 年卷烟纸单位成本降低，毛利率上升。预测期间 2025 年毛利率和 2024 年保持一致，2026 年及以后随着规模效应的影响以及备忘录期间新的销售单价确定方式，毛利率增加并保持稳定。

普通成形纸（PM2）：普通成形纸单位成本自 2023 年逐年降低，主要系销量增加，且 PM2 完成技改，生产效率及良品率提高，与此同时，标的公司生产高质量产品时，会对有瑕疵的产品进行回收，流向对加工质量相对宽松的一般贸易市场产品，这部分捡带产品成本低，使总成本降低。预测期间，2025 年产品毛利率和 2024 年保持一致，2026 年及以后备忘录期间新的销售单价确定方式以及规模效应的影响，单位产品分摊的水电气及折旧人工下降，单位成本降低，毛利率上升，最终达到较为平稳的水平。

高透成形纸：预测期间，因 PM3 相关设备在 2028 年和 2029 年已计提完折

旧，故这两年的毛利率较高，永续期考虑产线的更新资本性支出对应的折旧年金后，毛利率恢复到 2025 年水平。

PM1 相关产品（医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸）预测期 2026 年至 2028 年毛利率逐渐增加，主要系 2026 年为投产第一年，随着产量逐渐增加，规模经济使固定成本的单位产品分摊减少，2028 年产量稳定后毛利率保持稳定。

预测期主要产品的售价详见“各类产品加工费是否与同行业委托加工收费平均水平相匹配，与报告期内存在差异的原因及合理性”部分回复。销售成本包括原辅料、人工成本、制造费用、燃料与动力消耗、折旧及运输费用。

本项目选取的同类上市公司虽均属于特种纸制造企业，但特种纸的种类繁多，各种类型特种纸的毛利率也各有差异，同时，根据 2025 年恒丰纸业和锦丰纸业签署的《关于恒丰纸业与锦丰纸业后续合作意向的备忘录》，锦丰纸业在预测期采取的是代工模式，收入及相关费用与所选上市公司经营模式也有差异，由于销售及研发等费用的扣减，锦丰纸业的销售净额低于其他上市公司。针对所选可比上市公司的产品种类进行了数据整理，挑选出和锦丰纸业类似产品的毛利率情况如下表所示。

卷烟纸：

代码	公司名称	2022 年毛利率	2023 年毛利率	2024 年毛利率
SHSE:600235	民丰特纸	28%	28%	28%
SHSE:600356	恒丰纸业	24%	25%	25%
SHSE:603733	仙鹤股份	15%	16%	23%
锦丰纸业	25 年预测毛利率	26 年预测毛利率	27 年预测毛利率	28 年预测毛利率
	8%	31%	32%	32%

高透成形纸：

代码	公司名称	2022 年毛利率	2023 年毛利率	2024 年毛利率
SHSE:600356	恒丰纸业	29%	27%	28%
锦丰纸业	25 年预测毛利率	26 年预测毛利率	27 年预测毛利率	28 年预测毛利率
	32%	36%	36%	48%

锦丰纸业与可比公司按大类产品毛利率差异，主要是由于委托加工及其收入不包括纸浆成本导致的收入绝对金额低、冬季无取暖的能源消耗少、折旧金额

较少导致的。

一是锦丰纸业收入为扣除销售费用及研发费用后的收入、且其不包括纸浆成本，如进行恒丰纸业同口径参数的还原后，则其 2026 年-2028 年的标的公司整体毛利率为 16%、17%、19%，低于恒丰纸业的水平。

二是因锦丰纸业位居南方，冬季无取暖，能源消耗较恒丰纸业低。

三是企业设备折旧基本计提完成，使得生产成本中的折旧大幅降低，毛利率显示为呈上升趋势。如高透成形纸毛利率在可比公司各产品的毛利率普遍较高，锦丰纸业高透成形纸在 2028 年毛利率大幅增加，主要因 PM3 生产线根据折旧年限陆续在 2027 年及 2028 年提完折旧，若按照正常折旧金额，并考虑上述因素模拟调整后的该产品毛利率，略低于恒丰纸业该产品毛利率。

整体来看，可比公司各产品 2022 年普遍较 2021 年有较大幅度下降，主要原因为 2022 年及 2023 年上半年，纸浆等原材料价格持续维持在高位，2024 年从公布的各产品毛利率看，可比公司均有所提升。

从整体的毛利率来看，锦丰纸业和可比上市公司整体的毛利率并不完全具有可比性，如进行相应同口径参数的还原（在保持锦丰纸业各产品毛利水平不变的前提下，按照各产品不考虑扣除费率以及纸浆成本的总收入进行毛利率还原），锦丰纸业未来预测期间的毛利率低于或与恒丰纸业基本持平。模拟还原后的毛利率比对表详细如下：

代码	公司名称	2022 年 毛利率	2023 年 毛利率	2024 年毛 利率	--	--
SHSE:600356	恒丰纸业	21%	17%	18%	--	--
项目	25 年预测 毛利率	26 年预 测毛利率	27 年预 测毛利率	28 年预测 毛利率	29 年预测 毛利率	永续期毛 利率
锦丰纸业	15%	26%	26%	30%	30%	26%
锦丰纸业-模拟后	15%	16%	17%	19%	19%	17%

六、在收入规模上升幅度较大的情况下，销售费用和管理费用变动不大的合理性；大额资本性支出的资金来源，产线建设是否存在不确定性，财务费用与相关资金需求的匹配性

（一）在收入规模上升幅度较大的情况下，销售费用和管理费用变动不大的合理性

被评估单位预测期销售费用明细具体如下表所示：

单位：万元

项目	2024 年 11-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
办公费	0.83	3.54	3.60	3.66	3.74	3.81	3.81
差旅费	0.71	6.78	6.89	7.02	7.16	7.30	7.30
折旧	0.06	0.33	0.08	0.08	0.38	0.36	0.25
业务招待费	2.10	5.29	5.38	5.48	5.59	5.70	5.70
转运装卸费	0.19	15.30	32.42	40.12	48.11	49.04	49.04
检验费	0.26	2.12	4.06	4.88	5.70	5.71	5.71
包装费	1.41	2.55	5.40	6.69	8.02	8.17	8.17
销售佣金及代理费	1.58	2.54	4.87	5.85	6.84	6.84	6.84
其他	1.61	2.15	2.18	2.22	2.27	2.31	2.31
合计	8.76	40.60	64.88	76.01	87.79	89.23	89.12

销售费用主要包括转运装卸费、差旅费、包装费、检验费，销售佣金及代理费等。其中，转运装卸费和包装费基于基准日每吨单价并考虑预测期各年 CPI 进行预测；检验费和销售佣金及代理费根据 2024 年全年相关费用占销售收入的比例进行预测；其他除折旧以外的销售费用因与收入没有直接关联，在 2024 年全年相关费用的基础上考虑预测期各年 CPI 进行预测。

被评估单位管理费用明细具体如下表所示：

单位：万元

项目	2024 年 11-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
职工薪酬	261.36	642.45	653.18	665.66	678.51	691.67	691.67
办公费	7.89	41.65	42.34	43.15	43.99	44.84	44.84
差旅费	3.04	15.48	15.73	16.04	16.35	16.66	16.66
折旧摊销费	67.00	147.46	79.38	61.45	30.11	14.40	87.73
业务招待费	2.77	7.83	7.96	8.11	8.26	8.42	8.42

项目	2024年 11-12月	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	永续期
小车费	1.94	13.99	14.23	14.50	14.78	15.07	15.07
维修费	0.59	37.71	38.34	39.07	39.82	40.60	40.60
职工教育经费	0.03	0.10	0.10	0.10	0.11	0.11	0.11
绿化费	4.38	50.30	51.14	52.12	53.13	54.16	54.16
中介费	6.86	23.76	24.16	24.62	25.10	25.58	25.58
咨询费	0.09	9.06	9.21	9.39	9.57	9.75	9.75
业务宣传费	-	2.80	2.85	2.90	2.96	3.02	3.02
会务费	8.04	18.31	18.62	18.98	19.34	19.72	19.72
检验费	0.69	2.01	3.84	4.62	5.39	5.39	5.39
厂区及设备维保费	2.15	17.23	17.52	17.85	18.20	18.55	18.55
财产保险费	-	13.39	13.61	13.87	14.14	14.41	14.41
卫生清洁费	1.80	14.23	14.47	14.74	15.03	15.32	15.32
其他	0.33	6.43	6.54	6.67	6.79	6.93	6.93
研发费	11.62	77.48	78.78	80.28	81.83	83.42	83.42
安全生产费	27.06	63.56	64.62	65.85	67.12	68.43	68.43
房租费	-	8.49	8.63	8.80	8.97	9.14	9.14
工会经费	5.00	27.88	28.34	28.88	29.44	30.01	30.01
合计	412.65	1,241.60	1,193.60	1,197.65	1,188.93	1,195.60	1,268.92

标的公司 2023 年度管理费用为 1,928.36 万元, 2024 年度管理费用为 1,851.02 万元。预测期管理费用较 2023 年度及 2024 年度差异较大, 主要系 2023 年度修缮费和 2024 年度咨询及中介服务费用发生额较大, 属于偶发性费用。除此之外, 由于部分管理用资产已提完折旧, 导致预测期 2025 年后的管理费用逐年下降。

管理费用主要包括职工薪酬、折旧摊销、办公费、维修费、研发费用、安全生产费、其他费用等。其中, 检验费根据 2024 年全年相关费用占销售收入的比例进行预测, 除折旧摊销以外的其他费用因与收入没有直接关联, 在 2024 年全年相关费用的基础上考虑预测期各年 CPI 进行预测。

综上, 预测期销售费用和管理费用根据各费用的性质、与收入的关联并考虑各年 CPI 进行合理预测, 因标的公司不承担销售、研发和管理职能, 大部分销售费用和管理费用与收入没有直接关联, 均由上市公司管理, 因此在收入规模上升幅度较大的情况下销售费用和管理费用变动较小是合理的。

(二) 大额资本性支出的资金来源，产线建设是否存在不确定性，财务费用与相关资金需求的匹配性

2022 年锦丰纸业与恒丰纸业建立起战略合作关系，通过合作经营对锦丰纸业现有 4 条生产线进行全面“绿色智能、节能减排、提质增效”技术改造，满足未来市场需求。目前 PM2 和 PM3 已基本改造完成，PM1 和 PM4 产线目前仍在改造中，PM1 预计 2026 年初投产，PM4 预计 2026 年底投产，增加部分新产品。

PM1 设计产能 3 万吨/年，总投资 23,351.80 万元，截至 2025 年 7 月末，锦丰纸业已支付项目建设资金 7,753.47 万元，投资款已取得超长期特别国债专项资金补贴 2,700 万元，温江区产业扶持专项资金补贴 105.30 万元，预计专项借款 1.7 亿元，其余部分由自有资金补足；PM4 设计产能 6,000 吨/年，总投资 2,120 万元，截至 2025 年 7 月末，已投资 1,333.02 万元，其余部分由自有资金补足。预测期财务费用与相关资金需求相匹配，具体金额请见下表：

单位：万元

财务费用	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
手续费	5.12	5.12	5.12	5.12	5.12	1.53
存量借款利息-宜宾 1000 万元	53.50	53.50	53.50	53.50	53.50	53.50
存量借款利息-成都 1000 万元	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00
存量借款利息-宜宾 8700 万元	317.55	317.55	317.55	317.55	317.55	317.55
新增借款利息-8000 万元	26.67	320.00	320.00	320.00	320.00	320.00
专项借款利息-1.7 亿元	637.50	765.00	765.00	765.00	765.00	-
合计	1,075.33	1,496.17	1,496.17	1,496.17	1,496.17	727.58

七、可弥补亏损的确认依据，分立对可弥补亏损的影响，预测期对五年内可弥补亏损具体考虑情况；预测期内资本支出的确定依据，是否与产线投资金额和建设进度相匹配，永续期资本支出低于折旧摊销的原因；预测期内营运资金变动的测算过程，与标的公司经营情况的匹配性

(一) 可弥补亏损的确认依据，分立对可弥补亏损的影响，预测期对五年内可弥补亏损具体考虑情况

1、可弥补亏损的确认依据，分立对可弥补亏损的影响

报告期内的可弥补亏损根据标的公司所得税汇算清缴结果，结合审计调整影响确定；报告期外的可弥补亏损根据标的公司历史期间所得税汇算清缴资料中的结余数（结转以后年度数）确定。

历史期间可弥补亏损的数据如下：

单位：万元

亏损年度	可弥补亏损金额	可弥补亏损到期年度
2021	3,441.10	2026
2022	1,987.14	2027
2023	2,102.29	2028
2024	142.82	2029
2025	349.83	2030

该分立行为的企业所得税为一般性税务处理，根据《财政部 国家税务总局关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税〔2009〕59号）第四条第（五）项规定，企业分立相关企业的亏损不得相互结转弥补，即对于企业分立之前的亏损不得相互结转弥补，分立前的亏损：被分立企业继续存在，其分立前的亏损，并不转移，仍由分立后的被分立企业依法弥补。

2、预测期对五年内可弥补亏损具体考虑情况

预测期根据企业所得税法的相关规定，在纳税年度发生的亏损，向以后年度结转，用以后年度的所得弥补，结转年度最长不超过五年。预测期标的公司应纳税所得额在 2026 年扭亏为盈，根据 2021 年开始及以后各年度所发生（报告期）或预计（预测期 2025 年）的亏损情况计算预测期（2026 年及以后年度）可弥补亏损数据。

（二）预测期内资本支出的确定依据，是否与产线投资金额和建设进度相匹配，永续期资本支出低于折旧摊销的原因

1、预测期内资本支出的确定依据，是否与产线投资金额和建设进度相匹配

预测期内资本性支出主要用于 PM1 和 PM4 的改造建设，关于资金需求，PM1 生产线产能 3 万吨/年，总投资 23,351.80 万元，截至评估基准日已投资 1,883.25 万元，根据付款进度，2025 年和 2026 年预计分别支付 19,653.91 万元和 1,642.19 万元；PM4 生产线产能 6,000 吨/年，总投资 2,120 万元，截至评估基准日已投资

1,330.86 万元，剩余投资款预计于 2026 年支付。预测期的资本性支出与产线投资金额和建设进度相匹配。

2、永续期资本支出低于折旧摊销的原因

本次评估中永续期资本支出低于永续折旧摊销的原因主要为 PM1 生产线于 2025 年建设完成，属于新建生产线，并且投资额较大，致使每年折旧金额较多，永续折旧金额较大。而该生产线的资本性支出将于经济寿命结束后进行第一次更新，再次经历一个经济寿命周期后进行第二次更新，以此循环直至永续。而第一次资本性支出时点距离明确预测期最后一年较远，因此造成资本性支出年金折现到明确预测期最后一年的永续资本性支出年金小于永续折旧年金是合理的。

（三）预测期内营运资金变动的测算过程，与标的公司经营情况的匹配性

营运资金的追加是随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。营运资金增加额指在不改变当前主营业务条件下，为保持企业的持续经营能力所需的营运资金追加额。

营运资金的范围通常包括正常经营所需保持的最低现金保有量、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收账款、预付账款）等所需的资金以及应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应交税费等，上述项目的发生通常与营业收入或营业成本呈相对稳定的比例关系。

预测期营运资本增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金需求量-上期营运资金需求量

营运资金需求量=最低现金保有量+应收款项平均余额+存货平均余额+预付账款平均余额-应付款项平均余额-应交税费平均余额

其中：

当年度最低现金保有量的发生与下一年度预计的付现成本发生额相关。即：

最低现金保有量=年付现成本/最低现金安全周转天数/30

年付现成本=主营业成本+税金及附加+期间费用+所得税-折旧摊销

本次评估基于历史数据，同时了解其经营现金持有情况、需求，确定最低现金安全周转天数为 30 天，假设为保持正常经营，所需的最低现金保有量为 30 天的现金需求。

应收款项平均余额=当期预测的销售收入/历史平均应收款项周转率

存货平均余额=当期预测的销售成本/历史平均存货周转率

预付账款平均余额=当期预测的销售成本/历史平均预付账款周转率

应付款项平均余额=预测的销售成本/历史平均应付款项周转率

应交税费平均余额=当期预测的销售收入/历史平均应交税费周转率

通过以上测算，被评估单位预测期营运资金增加额具体如下表所示：

单位：万元

项目	2024 年 11-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
营运资金	3,352.45	5,387.60	6,907.07	8,271.95	9,433.53	9,480.83	9,480.83
营运资金增加额	-919.24	2,035.15	1,519.46	1,364.89	1,161.57	47.30	-

预测期各营运资本根据历史期间的平均周转率确定，预测期周转情况与历史期间保持一致，与标的公司的经营情况相匹配。

八、参照《监管规则适用指引——评估类第 1 号》，说明折现率各参数取值是否符合相关要求，折现率及主要参数是否与同行业可比案例可比

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）确定。计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - T) \times \frac{D}{E + D}$$

式中：

WACC=加权平均资本成本

K_e =股东权益资本成本

K_d =债务资本成本

T=企业所得税率

D/E=企业资本结构

其中，股东权益资本成本按照国际通常使用的资本资产定价模型（CAPM 模型）计算，公式如下：

$$K_e = R_f + \text{Beta} \times \text{MRP} + R_c = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f) + R_c$$

式中：

K_e=权益资本成本

R_f=无风险利率

R_m=市场回报率

Beta=权益的系统风险系数

MRP=市场的风险溢价

R_c=企业特定风险调整系数

本次交易，评估机构按照《监管规则适用指引——评估类第 1 号》中折现率的确定方法，在选取合理的无风险报酬率及风险报酬率的基础上确定了折现率，具体如下：

（一）无风险收益率的确定

无风险收益率是指在当前市场状态下投资者应获得的最低收益率。通常国债是一种比较安全的投资，因此国债收益率可视为投资方案中最稳妥，也是最低的收益率，即安全收益率。本次评估，本次评估取 10 年期长期国债的收益率 2.15% 作为无风险收益率。

（二）市场风险溢价

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。本次评估以上交所和深圳证券交易所股票综合指数为基础，按收益率的几何平均值、扣除无风险收益率确定，经测算，市场风险溢价确定为 6.96%。

（三）风险系数 Beta 的确定

Beta 被认为是衡量公司相对风险的指标。通过“CIQ”查询沪、深两地行业上市公司近 5 年含财务杠杆的 Beta 系数后，通过公式 $\beta_u = \beta_l \div [1 + (1-T) \times (D \div E)]$ （公式中，T 为税率， β_l 为含财务杠杆的 Beta 系数， β_u 为剔除财务杠杆因素的 Beta 系数，D/E 为资本结构）对各项 Beta 调整为剔除财务杠杆因素后的 Beta 系数，具体计算见下表：

序号	股票代码	股票名称	D/E	Beta (无财务杠杆)
1	SHSE:600235	民丰特种纸股份有限公司	34.3%	0.76
2	SHSE:600356	牡丹江恒丰纸业股份有限公司	17.9%	0.79
3	SHSE:603165	浙江荣晟环保纸业股份有限公司	13.1%	0.93
4	SZSE:002521	齐峰新材料股份有限公司	16.3%	0.73
5	SHSE:605377	杭州华旺新材料科技股份有限公司	3.6%	0.85
6	SHSE:603733	仙鹤股份有限公司	24.1%	0.91
7	SHSE:605007	五洲特种纸业集团股份有限公司	32.6%	0.84
中位数			17.9%	0.84

本次评估在分析锦丰纸业与可比公司在融资能力、融资成本等方面差异的基础上，结合标的公司未来年度的融资情况，采用可比公司的平均资本结构做为目标资本结构；确定资本结构时，已考虑与债权期望报酬率的匹配性以及在计算模型中应用的一致性；通过公式 $\beta_l = \beta_u \times [1 + (1-t) D/E]$ ，计算被评估单位带财务杠杆系数的 Beta 系数为 0.95。

（四）公司特定风险的确定

公司特定风险包括规模风险溢价，以及企业在经营过程中，由于市场需求变化、生产要素供给条件变化以及同类企业间的竞争，资金融通、资金周转等可能出现的不确定性因素以及规模风险对标的公司预期收益带来的影响。其中，规模风险溢价根据 D&Pvaluationbook 将企业规模分为 3 个等级。企业规模风险溢价的选择考虑了被评估单位的预期市值位于小型规模企业的中区位。故取用 2.91% 的企业规模风险调整系数。

由于标的公司为非上市公司，而评估参数选取的可比公司是上市公司，故需

通过特定风险系数调整，在综合考虑锦丰纸业的风险特征、业务模式、所处经营阶段等因素，并参照行业内上市公司投资规模和投资收益，同时考虑被评估企业所在行业非常稳定，确定公司特定风险调整系数为 1.50%。

综上，公司特定风险合计为 4.41%。

（五）权益资本成本折现率的确定

将选取的无风险报酬率、市场风险溢价代入折现率估算公式计算得出，锦丰纸业的权益资本成本折现率为 13.21%。

（六）加权平均资本成本折现率的确定

根据上述资本结构确定原则及方法，其他参数的确定如下：

付息债务资本结构比例为 15.21%；

权益资本结构比例为 84.79%；

债务资本成本 K_d ，本次评估在考虑标的公司的经营业绩、资本结构、信用风险等因素后采用中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的五年期以上 LPR 利率 3.60%。

综上，锦丰纸业的加权平均资本成本折现率为 11.61%。

（七）可比案例及本次交易收益法评估折现率选取的合理性

本次评估，根据标的公司所属的造纸材料行业，选取近几年可比交易案例，标的资产折现率与可比交易案例的折现率对比情况如下：

股票代码	上市公司	标的资产	标的公司主营业务	评估基准日	折现率
SZSE:002012	凯恩股份	凯恩特种纸业 47.2% 股权	纸及纸制品	2022/7/31	10.80%
SZSE:002254	泰和新材	民士达 65.02% 股权	芳纶纸及衍生品制品	2019/10/31	12.76%
SZSE:002735	王子新材	富易达 51.00% 股权	纸蜂窝结构材料制品	2017/12/31	11.86%
可比交易案例平均值					11.81%
可比交易案例中位数					11.86%
本次评估折现率					11.61%

根据上表，上述可比交易案例的折现率均值为 11.81%，中位数 11.86%。标

的公司的收益法折现率为 11.61%%，与同行业可比交易案例的折现率水平相当，具有合理性。

九、截至目前，标的公司各类产品销量和收入情况，与评估预测对比情况及差异原因；进一步结合上市公司需求，说明标的公司 2025 年业绩可实现性

（一）截至目前，标的公司各类产品销量和收入情况，与评估预测对比情况及差异原因

截至 2025 年 6 月末，标的公司各类产品的销量及收入与预测数据的对比情况如下表所示：

产线	品种	2025 年 1-6 月实际数据		25 年预测数据模拟半年数据		差异	
		销量(吨)	收入(万元)	销量(吨)	收入(万元)	销量(吨)	收入(万元)
PM2	卷烟纸	2,703.18	1,547.21	2,500.00	1,425.00	203.18	122.21
	普通成形纸-代工	1,195.72	681.56	1,900.00	1,083.00	-704.28	-401.44
	普通成形纸-一般贸易	883.68	875.12	600	610.4	283.68	264.72
	其他	243.63	138.87	-	-	243.63	138.87
PM3	高透成形纸-对恒丰	1,483.16	1,515.95	2,000.00	2,488.63	-516.84	-972.68
	高透成形纸-对其他客户	495.41	777.88	500	774.34	-4.59	3.54
	小计	7,004.77	5,536.59	7,500.00	6,381.37	-495.23	-844.79

PM2 生产线：2025 年 1-6 月，按照实际数据，PM2 生产线各产品合计销量为 5,026.21 吨，合计收入为 3,242.76 万元，按照 2025 年预测数据模拟半年数据，PM2 生产线各产品合计销量为 5,000 吨，合计收入为 3,118.40 万元，PM2 生产线实际及预测数据合计销量及合计收入基本保持一致，其中普通成形纸实际销量未达预期的主要原因为保供卷烟纸生产相应减少了普通成形纸生产。

PM3 生产线：2025 年 1-6 月，高透成形纸-对其他客户的销量总额和各产品单价与 2025 年半年预测数据基本一致。高透成形纸-对恒丰销量不及预期主要系由于恒丰纸业正在向锦丰纸业实施技术输出，完成后可生产 6000CU 以上高透成形纸，盈利能力会有进一步提升，但由于锦丰纸业试生产及客户认证导致锦丰纸业上半年产量未达预期。高透成形纸-对恒丰的产品单价差异，主要原因为根据恒丰纸业与锦丰纸业签订的《一般贸易纸产品采购框架协议》，高透成形纸含税价格高于 18,300 元/吨的产品，按照 18,300 元/吨从锦丰采购产品；高透成形纸含

税价格低于 18,300 元/吨的产品，按照恒丰售价平价从锦丰采购产品。而本次评估中，按 2024 年全年销售均价预测为 2025 年单价，因此产生差异。

（二）进一步结合上市公司需求，说明标的公司 2025 年业绩可实现性

PM2 生产线：2025 年 1-6 月，按照实际数据，PM2 生产线各产品合计销量为 5,026.21 吨，合计收入为 3,242.76 万元，按照 2025 年预测数据模拟半年数据，PM2 生产线各产品合计销量为 5,000 吨，合计收入为 3,118.40 万元，PM2 生产线实际及预测数据合计销量及合计收入基本保持一致，PM2 生产线 2025 年业绩具备可实现性；

PM3 生产线：由于恒丰纸业正在向锦丰纸业实施技术输出，由于试生产和客户认证等问题导致无法生产 6000CU 以上高透成形纸。但随着后续产能的重新规划、试生产和客户认证等问题解决后，将能够实现预测销量。

十、结合预测期内各产品销售数量和价格、毛利率、净利润等预测的审慎性，说明标的公司是否存在业绩不达预期的风险，相关资产是否存在经济性贬值的风险

预测期内各产品销售数量的审慎性及合理性详见“问题 1、五、（三）1、上市公司客户拓展及未来预计订单情况”；

预测期内各产品销售价格的审慎性及合理性详见“问题 5、四、预测期内各类产品销售价格、纸浆成本与市场价格的对标情况及差异原因，预测期内变动原因”；

预测期内各产品的毛利率的审慎性及合理性详见“问题 5、五、预测期内各类产品毛利率情况，与同行业可比产品、报告期内毛利率的对标情况，说明毛利率预测的准确性，进一步表格列示各类产品收入、毛利率和毛利额情况”部分回复；

综上，预测期各产品的销量、单价、毛利率等指标，是基于预计市场需求、标的公司产能现状、锦丰纸业和恒丰纸业的相关协议、各产品的市场售价综合确定，具备合理性，预测期业绩不达预期的风险较小，相关资产不存在经济性贬值的风险。

十一、中介机构核查程序和核查意见

（一）核查程序

针对上述事项，评估师履行了以下核查程序：

1、查阅《评估报告》《重组报告书》，分析核实报告期和预测期内各类产品的销量情况、销售价格、纸浆成本、预测市场价格等指标；

2、查询行业研究报告，了解烟草工业用纸行业的发展情况、竞争格局及发展趋势；

3、查阅上市公司报告期内产能产量统计表及未来三年上市公司排产计划表；

4、通过询问生产人员及获取标的公司主要产线产能统计表，了解主要产线对应生产的产品以及报告期内产能、达产时间及生产爬坡过程，并与上市公司产品需求、自有产能利用情况、技术储备及市场开拓进展进行匹配，分析预测期相关产品产量的可实现性；

5、获取标的公司 2025 年各类产品销售明细，了解销售给其他客户的产品情况，分析 2026 年由其他客户转向上市公司销售的合理性；

6、查阅标的公司关于 PM1 和 PM4 生产线建设的资金台账，访谈标的公司相关管理人员，了解 PM1 和 PM4 生产线的建设进度和资金筹划安排，分析是否能够如期达产；

7、查询行业研究报告，了解特种纸及医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等细分行业的发展情况、竞争格局及发展趋势；

8、查阅上市公司与标的公司签订的托管协议、合作意向备忘录等文件，了解各类产品定价模式和扣除费率的取值依据；

9、获取并复核报告期内标的公司产品毛利率明细表，查阅可比上市公司的定期报告等资料，分析可比上市公司产品的可比性，分析可比上市公司产品毛利率情况，与标的公司进行比对分析；

10、获取标的公司报告期内销售费用和管理费用明细，与预测期内明细进行对比，分析销售费用和管理费用变动不大的合理性；

11、了解产线建设的资金来源，分析预测期财务费用与相关资金需求的匹配性；

12、查阅标的公司分立时的《公司分立协议》、财务报表等资料，确认可弥补亏损金额，结合《财政部 国家税务总局关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税〔2009〕59号）中的相关规定分析预测期内对五年内可弥补亏损的考虑情况；

13、查阅《监管规则适用指引——评估类第1号》，分析标的公司评估中折现率各参数取值的合理性；查阅同行业可比案例评估报告等资料，了解其折现率各参数取值情况，并与标的公司进行对比；

14、取得标的公司2026年1-6月各类产品销量和收入情况，与收益法预测数据进行对比分析。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

1、公司已对比预测期内PM2和PM3产品销量与报告期内产品销量，并结合标的公司产能确定依据、爬坡过程、行业发展和竞争格局、上市公司需求及自有产能利用等情况，说明了PM2和PM3产品在预测期内的销量增长是合理的；2025年销售给其他客户的产品销量增长，主要系2025年国内其它生产高透成形纸的某企业，纸机处于改造调试阶段，不能满足终端用户需求，该类企业阶段性的在标的公司采购半成品。自2026年开始，标的公司和上市公司将根据签署的合作备忘录，采用委托加工模式进行合作，标的公司的产能将优先满足上市公司的订单需求，故2026年由其他客户转向上市公司销售具备合理性；

2、标的公司已对未来主要资金需求PM1产线建设所需资金进行了详细筹划，预计产线建设和资金需求不存在障碍，能够如期达产；公司已结合产能确定依据、建设进度及爬坡过程等，说明了预测期内PM1和PM4产线产品的产量具有可实现性；公司已结合医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等新产品行业发展情况、产品市场空间和竞争格局、上市公司技术储备和市场开拓进展以及自有产能利用情况等，说明了PM1和PM4产品在预测期内上升幅度较大具备合理性和可实现性；

3、公司已说明预测期内各类产品销售价格、纸浆成本与市场价格的对比情况，产生差异的原因主要系托管期前后，标的公司对恒丰纸业的产品定价模式改变。托管前期，标的公司生产产品不稳定，品种售价波动较大。托管期后标的公司产线经过技改后，产品质量趋于稳定；公司已说明 2026 年及以后的纸浆成本占销售价格的比例，预测期纸浆成本的确定综合考虑了各年预计 CPI 增长率和纸浆市场价格变动情况，具有合理性。本次评估中扣除费率取值 5%根据恒丰纸业 2022 年至 2024 年 12 月销售费用、研发费用占当年销售收入的比例的平均值确定；各类产品加工费的确定基于双方自身需求，价格具备公允性。托管期后标的公司产品服务定价与报告期内存在差异，主要系标的公司生产线经过技术升级改造后，具备完整的生产能力，产品议价能力增强，对上市公司未来发展的重要性提升，是市场充分博弈的结果，具有合理性；

4、预测期内各类产品毛利率与同行业可比产品相比具有差异，主要是由于委托加工及其收入不包括纸浆成本导致的收入绝对金额低、冬季无取暖的能源消耗少、折旧金额较少导致的。预测期内各类产品毛利率整体较报告期内毛利率高，主要原因系毛利率的预测充分考虑了规模效应的影响以及备忘录期间新的销售单价确定方式的实施等因素，具有准确性；

5、在收入规模上升幅度较大的情况下，销售费用和管理费用变动不大的主要原因系标的公司采取委托加工的经营模式，大部分销售费用和管理费用与收入没有直接关联，具有合理性；标的公司大额资本性支出的资金部分来源于专项资金补贴和自有资金，剩余大部分需要依靠外部融资解决。目前 PM1 和 PM4 产线仍在稳步建设中，预计不存在不确定性。预测期财务费用与相关资金需求相匹配；

6、可弥补亏损主要依据税法相关规定进行确认，分立前的亏损仍由分立后的被分立企业依法弥补。预测期已根据企业所得税法的相关规定充分考虑五年内可弥补亏损的情况；预测期内资本支出按标的公司支付计划确定，与产线投资金额和建设进度相匹配。永续期资本支出低于折旧摊销，主要原因系 PM1 投资金额大，致使永续折旧金额大，而该生产线的资本性支出将于经济寿命结束后进行第一次更新，第一次资本性支出时点距离明确预测期最后一年较远，造成资本性支出年金折现到明确预测期最后一年的永续资本性支出金额小于永续折旧金额；预测期内营运资金变动的测算依据历史期间标的公司的平均周转率，与标的公司

的经营情况相匹配；

7、本次评估中，折现率各参数的取值符合《监管规则适用指引——评估类第1号》中的相关要求，折现率及主要参数与同行业可比案例水平相当，具有可比性；

8、2025年1-6月，PM2生产线实际及预测数据合计销量及合计收入基本保持一致，PM2生产线2025年业绩具备可实现性；PM3生产线：由于恒丰纸业正在向锦丰纸业实施技术输出，由于试生产和客户认证等问题导致无法生产6000CU以上高透成形纸。但随着后续产能的重新规划、试生产和客户认证等问题解决后，将能够实现预测销量；

9、公司已结合预测期内各产品销售数量和价格、毛利率、净利润等预测的审慎性说明了标的公司预测期业绩不达预期的风险较小，相关资产不存在经济性贬值的风险。

问题 10、关于其他

重组报告书披露，（1）2023 年末和 2024 年末，标的公司应收账款分别为 2,267.33 万元和 3,319.82 万元，账龄主要集中于 1 年以内；（2）报告期内标的公司存在向关联方资金拆借的情况，报告期各期末其他应收款账面价值分别为 72.17 万元、3,791.39 万元及 791.25 万元；（3）申报材料显示，报告期内标的公司存在违规票据贴现的情况；（4）标的公司部分房屋所有权证或不动产权证记载面积和实际房屋面积不符，目前差异部分房屋均已拆除；（5）标的公司与他人共有 3 项发明/实用新型的专利权；（6）标的公司部分生产线重建或改造资金来源于银行授信，且拟由竹浆纸业提供担保。

请公司披露：（1）标的公司应收账款期后回款情况；（2）标的公司关联方资金拆借的具体情况、资金主要用途以及履行内部审批程序；其他应收款的具体内容，目前是否仍存在关联方资金占用，后续规范相关事项的措施；（3）标的公司违规票据贴现的背景、涉及对象及关系、具体过程和金额，相关违规事项对标的公司经营和业绩的影响，是否构成重大违法行为及依据，相关整改措施；（4）标的公司是否因上述房屋使用瑕疵受到主管部门处罚或存在相关风险，拆除房屋的用途和面积占比，是否已有替代安排以及对标的公司持续经营和本次交易估值定价的影响；（5）共有专利权人与标的公司的关系，共有专利研发申请的背景和原因，相关专利是否存在被其他权利人转让或授权竞争对手使用等专利使用受限情况，对标的公司主要技术产品研发生产是否存在不利影响；（6）上述银行授信及担保的具体情况，本次交易完成后竹浆纸业是否继续提供担保，交易各方是否就该担保进行相关约定和安排，对本次交易评估作价的影响。

请独立财务顾问核查并发表明确意见；请律师核查（3）-（6）并发表明确意见；请评估师核查（4）（6）并发表明确意见。

答复：

四、标的公司是否因上述房屋使用瑕疵受到主管部门处罚或存在相关风险，拆除房屋的用途和面积占比，是否已有替代安排以及对标的公司持续经营和本次交易估值定价的影响

(一)标的公司是否因上述房屋使用瑕疵受到主管部门处罚或存在相关风险，拆除房屋的用途和面积占比

1、截至本回复出具日，锦丰纸业及其子公司拥有的房屋所有权，按其持有的不动产权证，建筑面积共计 65,835.63 平方米，具体如下：

序号	所有权人	证书编号	坐落	建筑面积 (m ²)	用途	他项权利
1	四川锦丰纸业股份有限公司	川（2024）温江区不动产权第0022189号	成都台商投资区海峡两岸科技产业园	23,544.74	工业	无
2	四川锦丰纸业股份有限公司	川（2024）温江区不动产权第0022599号	成都台商投资区海峡两岸科技产业园	12,005.59	工业	无
3	四川锦丰纸业股份有限公司	川（2024）温江区不动产权第0022143号	温江区柳条大道西段	23,247.04	工业	无
4	四川锦丰纸业股份有限公司	温房权证监权字第0017737号	天府镇温江台商投资区	3,219.75	宿舍及其他	无
5	四川锦丰纸业股份有限公司	温房权证监权字第0017738号	天府镇温江台商投资区	3,818.51	仓库	无
合计				65,835.63	-	-

锦丰纸业已拆除部分房产，拆除建筑面积共计 8,784.04 平方米，拆除房产面积占不动产权证载面积的 13.24%，拆除房产的具体情况如下：

序号	产权证号	单元号/幢号	房屋名称	拆除面积 (m ²)
1	川（2024）温江区不动产权第0022143号	510115004003GB00183F00090002	一车间	5,105.36
2	川（2024）温江区不动产权第0022143号	510115004003GB00183F00070002	标准实验室	359.00
3	川（2024）温江区不动产权第0022143号	510115004003GB00183F00080002	辅料库	608.79
4	川（2024）温江区不动产权第0022143号	510115004003GB00183F00130002	锅炉房	375.76
5	温房权证监权字第0017738号	16	16号仓库	649.94
6	温房权证监权字第0017738号	17	17号仓库	741.74
7	温房权证监权字第0017738号	18	18号仓库	943.45

序号	产权证号	单元号/幢号	房屋名称	拆除面积 (m ²)
合计				8,784.04

2、锦丰纸业拟在所涉宗地（川（2024）温江区不动产权第 0022143 号不动产证）更新改造相关生产线，办理了土地使用权用地规划、建设工程规划等手续。温房权证监权字第 0017738 号不动产证所涉拆除仓库，系因锦丰纸业将闲置仓库拆除，拆除后未新建建筑物。

信用中国网站关于锦丰纸业的《市场主体专用信用报告（无违法违规证明版）》显示，锦丰纸业报告期内未受到住建主管部门的处罚。

因此，锦丰纸业不存在被处罚的相关风险。

（二）是否已有替代安排以及对标的公司持续经营和本次交易估值定价的影响

锦丰纸业拆除前述房产，系根据自身生产经营需要，其中，川（2024）温江区不动产权第 0022143 号不动产证所涉拆除的一车间等，系锦丰纸业为建设绿色节能、智能制造技术改造项目，锦丰纸业已办理了相关用地、建设工程规划手续，具体如下：

在建工程名称	所有权人	土地使用权证号	建设用地规划许可证号	建设工程规划许可证号	建设工程施工许可证号
四川锦丰纸业股份有限公司绿色节能、智能制造技术改造项目	锦丰纸业	川（2024）温江区不动产权第 0022143 号	地字第 51011520232139 4 号	建字第 510115202330 516 号	5101152025 03120101

温房权证监权字第 0017738 号不动产证所涉拆除仓库，锦丰纸业已不再使用，也未新建建筑物。

本次交易评估已考虑拆除房产因素，不会对本次交易估值定价有影响。

综上，锦丰纸业已有替代安排，拆除相关房产事项不会对标的公司的持续经营和本次交易估值定价有影响。

六、上述银行授信及担保的具体情况，本次交易完成后竹浆纸业是否继续提供担保，交易各方是否就该担保进行相关约定和安排，对本次交易评估作价的影响

（一）上述银行授信及担保的具体情况

截至本回复出具日，锦丰纸业目前尚有 3 笔银行债务，具体如下：

借款方	金额(万元)	合同签署日	到期日	担保
宜宾商业银行股份有限公司	1,000.00	2025.5.13	2026.5.13	福华农科投资集团、张华、王蕾
成都银行股份有限公司温江支行	1,000.00	2024.11.12	2025.11.11	福华农科投资集团、张华、王蕾
宜宾商业银行股份有限公司	8,700.00	2023.5.24	2025.12.22	无

截至本回复出具日，锦丰纸业前述银行借款的期限尚未届满，相关借款合同仍在正常履行。

（二）本次交易完成后竹浆纸业是否继续提供担保，交易各方是否就该担保进行相关约定和安排，对本次交易评估作价的影响

本次交易完成后，竹浆纸业拟不再继续提供担保。交易各方就本次交易签订的《购买资产协议之补充协议》，就竹浆纸业是否继续提供担保事项，进行了约定，具体如下：

各方同意，交割日后 30 日内，甲方（上市公司）作为标的公司控股股东，应按照股票上市规则及上市公司章程、制度及相关债权债务合同的规定配合银行等金融机构完成存续债务担保手续的变更，承担乙方（竹浆纸业）、丙方（张华）及其关联方对标的公司债务的担保责任。

本次交易评估采用资产基础法作为评估结果，部分财产采用市场法评估，本次交易评估不涉及标的资产基于未来收益预期的方法，不涉及交易对方业绩补偿、业绩奖励。本次交易完成后，上市公司将成为标的公司的控股股东，竹浆纸业不再持股标的公司。本次交易完成后，竹浆纸业不再继续提供担保，由上市公司负责标的公司的经营管理，符合商业逻辑。因此，本次交易完成后，竹浆纸业不再继续提供担保，不会对本次交易评估作价产生影响。

七、中介机构核查程序和核查意见

（一）核查程序

针对问题（4）（6），评估师履行了以下核查程序

- 1、获取标的公司房产权属证书，现场核实部分房产拆除情况；
- 2、获取标的公司关于更新改造项目的土地使用权用地规划、建设工程规划等手续文件；
- 3、就房屋拆除情况访谈标的公司有关人员；
- 4、获取标的公司银行债务相关的借款合同、担保合同等资料，就银行债务情况访谈标的公司有关人员；
- 5、查阅本次交易有关交易协议等资料。

（二）核查意见

针对问题（4）（6），经核查，评估师认为：

- 1、上市公司已披露标的公司拆除房屋的用途和面积占比，未因上述房屋使用瑕疵受到主管部门处罚，不存在相关风险，标的公司已有替代安排，不会对标的公司持续经营和本次交易估值定价有影响；
- 2、上市公司已披露上述银行授信及担保的具体情况，本次交易完成后，竹浆纸业不再继续提供担保，交易各方就本次交易签订的《购买资产协议之补充协议》，就竹浆纸业是否继续提供担保事项进行了约定和安排，不会对本次交易评估作价产生影响。

（本页以下无正文）

（本页无正文，为安永资产评估（上海）有限公司《关于牡丹江恒丰纸业股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易申请的审核问询函》（并购重组〔2025〕49号）的回复之盖章页）

签字资产评估师：

张月梅

姚永泽

法定代表人：

陈 静

安永资产评估（上海）有限公司

2025年8月29日