中银国际证券股份有限公司

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之回复意见

独立财务顾问

中银国际证券股份有限公司
BOC INTERNATIONAL (CHINA) CO., LTD.

二〇二五年十一月

上海证券交易所：

按照贵所下发的《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》（上证上审（并购重组）〔2025〕49 号）（以下简称“审核问询函”）的要求，牡丹江恒丰纸业股份有限公司（以下简称“恒丰纸业”）及相关中介机构就审核问询函所提问题进行了认真讨论分析，并按照要求在《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报告书（草案）》（以下简称“重组报告书”）中进行了补充披露，中银国际证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）作为本次交易的独立财务顾问，现发表核查意见如下。

本审核问询函回复（以下简称“本回复”）中的报告期指 2023 年、2024 年**及 2025 年 1-5 月**；除此之外，如无特别说明，本回复所述的词语或简称与重组报告书中“释义”所定义的词语或简称具有相关的含义。在本回复中，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。本回复所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，指合并报表口径的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。

审核问询函所列问题	**黑体（加粗）**
审核问询函所列问题的回复、对重组报告书的引用	宋体
对重组报告书、回复的修改、补充	**楷体（加粗）**

目 录

问题 1、关于交易目的和整合管控 3
问题 2、关于标的公司历史沿革 59
问题 3、关于业务模式和收入 89
问题 4、关于资产基础法评估 121
问题 5、关于收益法评估 162
问题 6、关于采购与成本 213
问题 7、关于毛利率和盈利水平 273
问题 8、关于固定资产和在建工程 330
问题 9、关于偿债风险 359
问题 10、关于其他 367

问题 1、关于交易目的和整合管控

重组报告书披露，（1）2022 年 10 月，标的公司与上市公司签署委托经营协议，托管费用采用收益提成方式计算，即上市公司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，标的公司承担运营成本，上市公司不承担亏损；托管期内，上市公司和标的公司共同成立托管委员会，经董事会授权负责标的公司重大事项决策管理；（2）2025 年 1 月，上市公司与标的公司签订合作意向备忘录，约定 2026 年后双方全部采用委托加工的经营模式，托管期后标的公司产品定价与托管期内存在较大差异；（3）根据上市公司披露的 2024 年年度报告，公司拥有 22 条造纸生产线、年生产能力 27 万吨；上市公司现阶段产能已充分利用，托管期内上市公司支持标的公司对其 4 条生产线技术改造，收购标的公司后，上市公司产能瓶颈问题有望取得突破，可灵活分配各产品产能分布，最大化经营效益；（4）本次交易有助于上市公司紧跟国际烟草发展趋势，提升国际业务市场份额；（5）标的公司拥有国家烟草专卖局颁发的卷烟纸生产专卖许可，许可证发证日期为 2024 年 5 月 29 日；（6）标的公司长期亏损，本次交易完成后，上市公司归母净利润和每股收益有所下降，主要因标的公司长期资产折旧摊销金额大幅增加所致；（7）本次交易完成后，上市公司拟在业务、资产、财务、人员、机构等方面与标的公司进一步整合。

请公司在重组报告书中补充披露：合作意向备忘录的签订背景、原因及主要内容，与托管期间双方合作模式、业务定位、销售、生产、定价、财务、人员、机构等安排的差异对比。

请公司披露：（1）2022 年上市公司与标的公司签订托管协议的背景和原因，双方接洽的具体过程，对于合作模式、托管费用、人员管理、销售及生产安排和定价模式的具体约定以及相关约定的原因，委托经营与本次交易的关系，是否为一揽子安排；（2）托管期间标的公司股东大会、董事会运作和实际经营管理情况，托管委员会能否代为行使股东大会、董事会职权，上市公司是否实际控制标的公司，是否并表及其是否符合会计准则要求；（3）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的原因和合理性；（4）上市公司烟草工业用纸及其他特种纸的产能分布、产能利用率以及新建产能情况，结合行业发展情况分析本次交易完成后，上市公司和标的公司相关产品的销售预期及产能规划安排，

上市公司是否需要进一步追加投入及其具体安排；（5）医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等新产品的市场空间及竞争格局，技术和客户储备及在手订单情况，标的公司机器设备成新率、技术产品相较于可比公司竞品的对比竞争优势，是否具有较大市场前景；国际烟草工业用纸行业的最新发展趋势，本次交易具体如何提升上市公司国际市场份额和竞争地位；（6）结合前述问题和造纸行业发展周期、上市公司未来产品领域拓展、业务发展规划以及行业内惯用合作模式，说明相比自建和委托加工等模式，本次收购交易的必要性和商业合理性；（7）标的公司取得烟草专卖生产企业许可证的过程，许可证续期换发情况，结合标的公司主营业务和产品说明本次交易是否符合国家产业政策和法律法规规定；（8）模拟测算标的公司长期资产增值折旧摊销对预测期业绩的具体影响和预计消除时间，上市公司拟采取提升每股收益的具体措施和计划，本次交易是否有助于提高上市公司质量，能否实现补链强链，以及针对收购未盈利资产的投资者保护相关安排；（9）交易完成后，上市公司对标的公司业务定位、重大经营决策机制、资产、机构、人员、财务等具体调整计划，是否存在整合管控风险。

请独立财务顾问核查并发表明确意见；请律师核查（2）（7）并发表明确意见；请会计师核查（2）（8）并发表明确意见。

答复：

一、请公司在重组报告书中补充披露：合作意向备忘录的签订背景、原因及主要内容，与托管期间双方合作模式、业务定位、销售、生产、定价、财务、人员、机构等安排的差异对比

公司已在重组报告书“第四节 标的公司基本情况”之“三、产权控制关系”之“（三）标的公司章程或相关投资协议中可能对本次交易产生影响的主要内容、高级管理人员的安排，是否存在影响资产独立性的协议或其他安排”之“2、关于恒丰纸业与锦丰纸业后续合作意向的备忘录”中补充披露合作意向备忘录的签订背景、原因及主要内容，与托管期间双方合作模式、业务定位、销售、生产、定价、财务、人员、机构等安排的差异对比，具体内容如下：

“鉴于锦丰纸业与恒丰纸业签订的《委托经营管理协议》将于 2025 年过期，2025 年 1 月，锦丰纸业与恒丰纸业签订《关于恒丰纸业与锦丰纸业后续合作意

向的备忘录》，双方签订合作意向备忘录的背景及原因如下：

恒丰纸业客户资源丰富，国内外市场均存在持续增加的业务需求，但近年来产能不足无法满足订单需求问题日趋明显，已对恒丰纸业的快速发展带来较为明显的制约。锦丰纸业生产线经过一系列技术升级改造，已经具备完整的生产能力，产品已经成熟并得到市场验证；同时锦丰纸业位居西南片区的独特的地理位置和地缘优势对恒丰纸业具有重大的战略意义。**基于提前锁定锦丰纸业新增产能以保障恒丰纸业不断增长的业务需求，实现**恒丰纸业的长期发展和战略布局，恒丰纸业与锦丰纸业签订了合作意向备忘录。

合作意向备忘录对2026年1月1日起锦丰纸业与恒丰纸业之间的合作时间、合作模式、销售及生产安排、定价模式等进行了约定，主要内容如下：

（1）合作时间：双方后续合作拟于2026年1月1日起，不另作其他约定的情况下双方以本备忘录模式长期开展合作。

（2）合作模式：2026年后全部采用委托加工的经营模式，其中恒丰纸业负责委托加工产品的研发和销售，并提供委托加工产品的纸浆，锦丰纸业负责产品的加工及生产管理。

（3）销售及生产安排：锦丰纸业主要承担生产职能，未来主要生产卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸、无铝内衬纸、医用透析纸、无涂层热转印纸等产品，最终由恒丰纸业进行销售。

（4）定价模式：加工价格=恒丰纸业产品市场销售价格×（1-扣除费率）-纸浆成本；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。

合作意向备忘录内容与托管期间双方合作模式、业务定位、销售、生产、定价、财务、人员、机构等安排的差异对比如下：

类别	合作意向备忘录	托管期间
合作模式	采用委托加工模式，由恒丰纸业负责委托加工产品的研发和销售，并提供委托加工产品的纸浆，锦丰纸业负责产品的加工及生产管理	采用委托经营管理模式，由锦丰纸业委托恒丰纸业负责组织锦丰纸业的生产、经营、管理
业务定位	锦丰纸业为恒丰纸业的委托加工服务商	锦丰纸业为恒丰纸业的委托方及托管标的

类别	合作意向备忘录	托管期间
销售	主要由恒丰纸业销售给终端客户	主要由恒丰纸业销售给终端客户
生产	结合恒丰纸业产品销售规划和锦丰纸业区位成本优势，将部分产品委托锦丰纸业进行加工生产	出口产品由锦丰纸业提供生产加工服务；国内产品由锦丰纸业生产出成品并通过一般贸易方式直接销售给恒丰纸业
定价	加工价格=恒丰纸业产品市场销售价格×（1-扣除费率）-纸浆成本；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	委托加工模式下，加工费基于成本加成原则定价；一般贸易模式下，前期销售价格按照恒丰纸业向终端客户含税销售价格扣除一定费率确定，后期由双方基于挂钩终端售价的定价原则经协商确定
财务	恒丰纸业按照支付给锦丰纸业的加工服务费结算相应成本	恒丰纸业按照锦丰纸业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
人员	合作双方保持人员独立性	恒丰纸业派遣托管团队进驻锦丰纸业，托管委员会中的 3 名委员由锦丰纸业委派、2 名委员由恒丰纸业委派
机构	合作双方保持机构独立性	合作双方共同成立托管委员会，为托管期间董事会授权决策机构，负责重大事项决策管理，并设置日常经营管理机构

”

二、2022 年上市公司与标的公司签订托管协议的背景和原因，双方接洽的具体过程，对于合作模式、托管费用、人员管理、销售及生产安排和定价模式的具体约定以及相关约定的原因，委托经营与本次交易的关系，是否为一揽子安排

（一）2022 年上市公司与标的公司签订托管协议的背景和原因，双方接洽的具体过程

1、上市公司与标的公司接洽的背景及过程

（1）标的公司生产经营长期未摆脱困境

标的公司成立于 1990 年，在中国卷烟纸市场中曾一度处于领先地位。2003 年开始，标的公司投资建设进程加快，连续新增两条产线，但因资金周转困难等各方面原因，标的公司部分产线难以开工，至 2009 年全面停产，导致生产经营出现困难，于 2012 年申请破产重整。竹浆纸业于 2014 年参与了标的公司的破产重整，主要是其从事的生活用纸行业市场竞争激烈、利润较低，希望进军烟草工业用纸行业以完善行业布局。

竹浆纸业接手标的公司后陆续对其进行投资，用于标的公司产线改造和产品研发，并借助内外部资源，与云南林景生物技术有限公司签订浆板采购合同，与广东冠豪高新技术股份有限公司签订产品销售合同，解决产业链上下游主要瓶颈。但受限于生产经验及行业资源的缺乏，同时由于自动化控制和质量控制等生产管理体系较为落后，标的公司在为客户试生产产品过程中存在成本较高、良率较低的问题，产品质量难以适应当时的市场要求，生产销售无法持续，难以摆脱持续亏损的状况。

（2）标的公司亟需引进外部团队改善经营状况，与上市公司进行接洽商谈

竹浆纸业接手标的公司后，由于更换的管理团队在烟草工业用纸领域的专业能力相对较弱，且该领域人才资源较为稀缺，因此，标的公司团队认为需要引进市场上现有的专业团队，以协助标的公司改善生产经营能力。2022 年上半年，标的公司先后接洽了仙鹤股份和上市公司，商讨合作可行性。虽然仙鹤股份是国内特种纸行业龙头企业，但其没有卷烟纸相关资质，在卷烟纸生产领域经验相对较少，而上市公司主要产品有烟草工业用纸及其他特种纸，尤其是在卷烟纸领域拥有较高的市场地位和较强的领先优势。因此，标的公司经综合考虑后选择与上市公司进行合作。

（3）上市公司经过充分考察认为标的公司改善生产经营具备可行性，双方达成合作意向

2022 年 7-10 月，上市公司团队前往标的公司经营地考察，经过实地考察分析论证，认为标的公司改善生产经营具备可行性。虽然标的公司存在设备故障率较高、生产质量相对较差、成品率较低的问题，但可以利用上市公司技术经验对设备进行改造，提高标的公司设备运转能力；通过引入上市公司质量管理系统，可提高标的公司产品质量；通过上市公司的专业培训学习，可提高标的公司人员操作水平。**经过上市公司团队的实地考察论证，并基于上市公司与标的公司各自拥有的资源禀赋和发展需求，双方最终达成初步合作意向。**

（4）双方制定了完备的方案确保合作的达成

经过充分的考察与论证，上市公司与标的公司从采购、生产、销售、设备改造等各维度出具了相关方案。例如，采购方面标的公司可借助上市公司的供应商

资源保证供应链的稳定性，生产方面上市公司将派专业团队前往标的公司进行指导，销售方面上市公司拥有充足的订单能覆盖标的公司的产能，设备方面上市公司将协助标的公司对现有产线及设备进行技改以满足生产质量要求。后续双方就标的公司日常经营业务流程及后续合作方式进行梳理和磋商并达成一致，并于2022 年 10 月签订《委托经营管理协议》。

2、上市公司与标的公司签订托管协议的原因

（1）上市公司亟需扩充产能以突破生产瓶颈

上市公司当时拥有 21 条产线，各产线均已处于高负荷运转状态，难以有效满足新增的市场需求。由于烟草工业用纸行业发展及资质稀缺等原因，国内市场上能够生产卷烟纸等相关产品的企业较少，而全球范围内的市场需求量仍然较大，因此国内烟草工业用纸造纸厂商的产能基本都是用于自身经营，通过委外加工向其他厂商供给产能的情形很少。标的公司的历史发展情况决定了其无法独立生产，但具备为上市公司补充产能的基础。

（2）上市公司自建产线扩充产能的难度相对较高

如果上市公司通过自建产线的方式新增产能，不但需要投入大额资金，还需要进行厂区规划、土地购置、基础设施建设、设备采购安装调试等一系列工作，大额资金及土地审批在当时的难度较大；同时，自建产线作为新建项目，其前期准备时间和建设周期较长，与标的公司同等规模产线的整体建设周期至少需要 3-4 年，时间成本较高。上市公司当时产能瓶颈的问题已制约了公司进一步发展，通过对标的公司托管是一种高效的合作方式，上市公司能借助标的公司产线快速扩充产能。

（3）标的公司的地域优势可以弥补上市公司的不足

标的公司地处成都平原腹地，与上市公司位置形成天然互补。成都为中欧班列国家级陆港型物流枢纽、距离东盟国家相对更近，出口运输较为便利。同时，四川中烟、贵州中烟、云南中烟、重庆中烟等西南地区中烟公司均为上市公司重要客户，若上市公司直接向西南地区客户运输产品，需跨越 3,000 公里以上距离进行运输，平均运输成本约 1,000-1,100 元/吨；若通过标的公司运输，平均运输成本约 100-200 元/吨，可以平均节省物流运输成本 800-1,000 元/吨。因此，标的

公司的地域优势可以有效解决境内外客户运输距离过长导致的成本劣势的问题，对于维护上市公司客户稳定性、保证其市场份额能够起到有力支撑作用。

（4）上市公司的行业领先优势可以帮助标的公司改善经营

上市公司是中国卷烟直接材料用纸研发和生产的领军企业，是国内首家通过科技部和中科院认定的造纸行业重点高新技术企业。经过不断地技术积累与市场拓展，上市公司始终引领着行业的研发和生产方向，并在当时已成为国内卷烟纸销量排名第一的企业。由于标的公司当时最欠缺的就是技术能力和销售能力，上市公司的技术积累能够让标的公司产线恢复正常生产，上市公司在国内外广泛的客户基础亦能保证标的公司生产的订单能够实现销售。因此，上市公司是可以帮助标的公司改善经营的最佳合作方。

（5）标的公司的历史积淀可以为双方合作奠定基础

虽然标的公司由于历史原因导致当时经营状况较差，但其在卷烟纸领域拥有多年技术与生产的历史积淀。标的公司曾经从法国 Allimand、德国 Voith 公司进口引进了纸机关键设备，由于行业特性原因该等设备仍然是目前最为先进的设备。经过上市公司专业团队的充分考察，标的公司只要通过对设备合理的技术改良和生产管理体系的改进，就可以让产线实现正常运转。基于对具体改进方案的充分论证，双方合作具备较大的可实现性。

（6）委托经营管理模式是当时双方的最佳合作方式

基于标的公司当时的整体情况，需要外部专业团队深度介入，对标的公司技术、生产、运营、人员等各维度进行改进，才能从根本上解决标的公司无法生产合格产品、产线持续亏损的主要问题。如果单纯地采用委外加工模式，上市公司与标的公司仅是客户与供应商关系，仍然无法解决生产工艺等方面的问题。且竹浆纸业基于当时战略规划和对标的公司的历史投入考虑，没有将标的公司出售的计划。因此，只有通过委托经营管理模式才能让上市公司全面负责标的公司生产经营的改善，实现双方合作共赢。

（二）对于合作模式、托管费用、人员管理、销售及生产安排和定价模式的具体约定以及相关约定的原因

基于标的公司当时的经营困境及双方各自拥有的资源禀赋和发展需求，在当

时不出售标的公司的前提下，只有通过委托经营管理模式，由上市公司全面负责标的公司的生产经营，才能从根本上解决标的公司市场开拓困难、技术支撑不足的主要问题，实现双方合作共赢。因此，上市公司与标的公司从以下几个方面约定了双方合作的具体方式：

1、合作模式

在托管期限内，恒丰纸业拟定托管经营方案，派驻具备经营管理能力和专业技术能力的托管团队，提供托管经营所需的技术、资源等，全面负责组织锦丰纸业的生产、经营、管理（或业务），包括但不限于对锦丰纸业现有的造纸生产线提出技改方案并组织实施、采购、生产、销售、产品质量控制等恢复锦丰纸业生产运营，以及制定适应锦丰纸业发展的各项规章制度和管理细则等，确保锦丰纸业平稳运行以及达成经营业绩管理目标相关的各类事宜。

双方同意并确认，在托管期间，锦丰纸业和恒丰纸业共同成立托管委员会，托管委员会为托管期间董事会授权决策机构，负责重大事项决策管理：主要为审议托管技改方案和预算；审议年度和月度经营计划、预决算；审议重大人事（高级管理人员、中层干部）任免事项；审议锦丰纸业与恒丰纸业关联交易模式、定价规则和结算；检查托管经营计划执行和经营考核；以及其他锦丰纸业董事会授权决策事项。托管委员会的具体职责、决策机制由双方另行予以约定。

2、托管费用

上市公司与标的公司签订托管协议时，标的公司技改项目已逐步推进实施，其改造内容既涉及传统烟草工业用纸，也涉及医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸。上市公司经评估后认为相关市场空间较大，标的公司技改规划产品能够适应行业发展趋势，规划产能可以适配上市公司新增产能需求，预计标的公司产线大规模投产后能够实现盈利。

因此，双方同意托管费用采用收益提成方式计算，即恒丰纸业按照锦丰纸业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。恒丰纸业派驻的托管人员工资等劳动报酬纳入锦丰纸业职工薪酬管理，托管团队激励办法由双方另行商定。

3、人员管理

在托管期限内，恒丰纸业派驻具备经营管理能力和专业技术能力的托管团队，提供托管经营所需的技术、资源等。双方同意，恒丰纸业于托管协议生效后 7 日内，组织团队及人员进场。

双方同意于托管协议生效之日起 10 日内成立托管委员会：托管委员会由 5 名委员组成，其中锦丰纸业人员 3 名，恒丰纸业委派 2 名，托管委员会设主席一名，由恒丰纸业委派。托管委员会决议事项，应当经过半数托管委员会委员同意。

4、销售及生产安排

托管协议中未直接约定销售及生产安排。在托管期限内，锦丰纸业主要采取以销定产的销售模式，由恒丰纸业提供订单，锦丰纸业负责生产。其中，出口产品系上市公司进料加工业务模式下的订单，由上市公司进口纸浆并委托标的公司生产不改变其进料加工业务性质，上市公司仍可享受生产企业进料加工业务增值税免抵退税的税务优惠，同时考虑对于主要国外客户，标的公司尚未取得供应商认证资质这一实际情况，故对于出口产品主要采用委托加工模式，由锦丰纸业为恒丰纸业提供生产加工服务；国内产品无出口产品类似的税收优惠，为推动标的公司更为高效的组织生产，国内产品由锦丰纸业生产出成品并通过一般贸易方式直接销售给恒丰纸业。

5、定价模式

托管协议中未直接约定定价模式。

委托加工模式下，产品的供应链、销售、技术支持等环节均为上市公司主导，标的公司主要提供加工服务。因此，委托加工费的确定基于成本加成原则定价，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，经双方协商一致后确定的成本加成率为 10%。

一般贸易模式下，存在以下两种情形：

（1）2023 年及 2024 年 1-7 月，由于标的公司刚开始生产高透成形纸等产品，经验相对匮乏，上市公司对其的技术指导需要一个转移过程，导致该阶段仍然存在成品率低、生产成本高等问题，故锦丰纸业向恒丰纸业销售高透成形纸价格按照恒丰纸业向终端客户含税销售价格扣除一定费率确定，扣除费率为 5%，即锦

丰纸业向恒丰纸业销售高透成形纸价格为恒丰纸业向终端客户含税销售价格的95%；

（2）2024 年 8 月起，随着标的公司团队技术与生产经验的逐渐成熟，上市公司为了保证自身利润和标的公司合理利润的前提下更换了定价模式，高透成形纸销售价格由双方基于挂钩终端售价的定价原则经协商确定，即恒丰纸业销售（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。**2025 年 4 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 19,200 元/吨的产品，按照 19,200 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 19,200 元/吨的产品，按照恒丰售价平价从锦丰纸业采购”。**

（三）委托经营与本次交易的关系，是否为一揽子安排

2022 年，上市公司与标的公司签订托管协议时，由于标的公司长期亏损、未来经营情况尚存在一定不确定性，上市公司仅从扩充产能的关键需求出发，与标的公司达成合作。由于当时无法预测未来标的公司经营状况是否会改善、是否会扭亏为盈，因此上市公司在与标的公司签署托管协议时，未考虑并购标的公司事宜，在托管协议中亦未约定关于并购标的公司的相关条款。竹浆纸业的控股股东福华集团和实际控制人张华基于当时战略规划和对标的公司的历史投入考虑，亦未有将标的公司出售的计划。

标的公司自 2023 年初经过一年多的托管后，经营情况得到明显改善，对上市公司产能贡献的作用更加凸显，上市公司基于规模扩张的需要，认为标的公司具有并购价值。同时，福华集团基于聚焦旗下其他主业等因素考虑，整体战略有所变化。因此，上市公司于 2024 年 8 月与福华团队商议并确定采用发行股份购买资产的方式来并购标的公司。

综上所述，委托经营与本次交易不是一揽子安排。

三、托管期间标的公司股东大会、董事会运作和实际经营管理情况，托管委员会能否代为行使股东大会、董事会职权，上市公司是否实际控制标的公司，是否并表及其是否符合会计准则要求

（一）托管期间标的公司股东大会、董事会运作和实际经营管理情况

托管期间，标的公司按照《公司法》和章程以及公司治理制度，召开董事会和年度股东大会、临时股东大会，行使《公司法》规定的董事会、股东大会职权。

托管期间，标的公司的股东为竹浆纸业及张华，二者合计持有标的公司 100%股权，竹浆纸业、张华基于持股关系，对标的公司的股东大会行使表决权，标的公司的股权结构具体如下：

股东	持股数（万股）	持股比例
竹浆纸业	6,178.9637	97.001%
张华	191.0363	2.999%
合计	6,370.00	100%

托管期间，标的公司的董事会成员全部由股东竹浆纸业、张华委派，并由股东大会选举，具体如下：

董事	董事产生方式	任期
张华	股东大会选举	2022 年 10 月 24 日至 2025 年 10 月 23 日
王蕾	股东大会选举	2022 年 10 月 24 日至 2025 年 10 月 23 日
吴晓龙	股东大会选举	2022 年 10 月 24 日至 2025 年 10 月 23 日
李晓鸿	股东大会选举	2022 年 10 月 24 日至 2025 年 10 月 23 日
李雪莲	股东大会选举	2022 年 10 月 24 日至 2025 年 10 月 23 日

托管期间，上市公司不持有标的公司股权，在标的公司董事会不占有席位。标的公司的股东大会、董事会运作并不受上市公司的影响，标的公司的公司治理独立于上市公司。

托管期间，董事会和股东大会具体召开及审议事项具体如下：

召开时间	召开会议	审议事项	是否表决通过
2023 年 4 月 3 日	董事会	1、审议标的公司为福华集团提供担保	是

召开时间	召开会议	审议事项	是否表决通过
2023 年 4 月 3 日	股东大会	1、审议标的公司为福华集团提供担保	是
2023 年 4 月 28 日	董事会	1、上一年度经营情况和下一年度经营计划； 2、提请召开 2022 年年度股东大会	是
2023 年 5 月 19 日	股东大会	1、上一年度经营情况和下一年度经营计划	是
2023 年 8 月 25 日	董事会	1、上半年度经营情况	是
2024 年 4 月 26 日	董事会	1、上一年度经营情况和下一年度经营计划； 2、提请召开 2023 年年度股东大会	是
2024 年 5 月 17 日	股东大会	1、上一年度经营情况和下一年度经营计划	是
2024 年 5 月 20 日	股东大会	1、同意吸收合并锦丰斯贝克和锦丰创新； 2、同意刊登标的公司吸收公告； 3、审议合并协议； 4、同意竹浆纸业以其对标的公司的部分债权 15,930 万元对锦丰纸业实施债转股增资； 5、同意标的公司注册资本增加； 6、同意修改公司章程	是
2024 年 5 月 28 日	股东大会	1、同意公司派生分立为锦丰纸业和盛源纸业； 2、同意锦丰纸业持有恒华热力 100%股权； 3、同意修改新章程	是
2024 年 7 月 30 日	股东大会	1、同意陈吉良辞去监事职务，选举覃凯为监事	是
2024 年 8 月 30 日	董事会	1、上半年度经营情况	是
2024 年 12 月 9 日	董事会	1、追认 2022、2023 年年度关联方资金拆借情况； 2、追认 2022、2023 年度日常性关联交易情况	是
2024 年 12 月 9 日	股东大会	1、追认 2022、2023 年年度关联方资金拆借情况； 2、追认 2022、2023 年度日常性关联交易情况	是
2025 年 2 月 17 日	董事会	1、追认 2024 年度关联方资金拆借情况； 2、追认 2024 年度日常性关联交易情况； 3、审议《防范控股股东及关联方资金占用管理办法》	是
2025 年 2 月 17 日	股东大会	1、追认 2024 年度关联方资金拆借情况； 2、追认 2024 年度日常性关联交易情况	是
2025 年 4 月 25 日	董事会	1、上一年度经营情况和下一年度经营计划； 2、提请召开 2024 年年度股东大会	是
2025 年 5 月 16 日	股东大会	1、上一年度经营情况和下一年度经营计划	是
2025 年 8 月 25 日	董事会	1、上半年度经营情况	是

托管期间，标的公司的股东大会、董事会正常运作，不受上市公司影响，公司治理独立于上市公司，托管委员会在董事会授权下，决定标的公司的经营管理事项，总经理等高级管理人员负责日常经营管理。

（二）托管委员会能否代为行使股东大会、董事会职权

标的公司依据《公司法》设立的股东大会，是标的公司的最高权力机构，董

事会是经营决策机构，董事会对股东大会负责。标的公司的托管委员会系根据《委托经营管理协议》设立，是托管期间董事会的授权机构，属于董事会层级之下的临时内部机构。

托管期间，标的公司的股东大会、董事会、托管委员会职权各有不同，具体如下：

标的公司章程规定的股东大会职权包括决定标的公司的经营方针和投资计划，选举和更换董事，审议批准董事会报告、年度预算方案和决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案、增加注册资本或减少注册资本、标的公司的合并、分立等，修改章程等事项。章程中规定的董事会职权包括负责召集股东会，执行股东大会决议，决定公司的经营计划和投资方案，拟订年度财务预决算、利润分配、弥补亏损方案，拟订增加或减少注册资本方案，拟订标的公司的合并、分立等方案，聘任或解聘高管、决定内部机构设置等事项。托管委员会的职权主要涉及具体业务经营层面，包括主要为审议标的公司托管技改方案和预算，审议年度和月度经营计划、预决算，审议重大人事任免事项，审议标的公司与上市公司关联交易模式、定价规则和结算，检查托管经营计划执行和经营考核，以及其他标的公司董事会授权决策事项。

标的公司托管委员会的职权集中体现在具体业务经营层面，部分职权如年度经营计划、重大人事任免，与董事会职权交叉或重复，交叉或重复的职权最终也由董事会授权或决策，托管委员会并不能代替董事会行使职权。

综上，托管委员会是标的公司的董事会授权机构，不能代为行使股东大会、董事会职权。

（三）上市公司是否实际控制标的公司，是否并表及其是否符合会计准则要求

1、上市公司是否实际控制标的公司

基于上市公司与标的公司各自需求及合作共赢考虑，标的公司委托上市公司经营管理，为明确双方在此合作过程中的权利、义务，更好地实现托管目的，结合双方各自的利益，标的公司与上市公司签订《委托经营管理协议》。但，上市公司并不能实际控制标的公司，标的公司仍由竹浆纸业及张华控制。

（1）从股权结构层面，张华及竹浆纸业对标的公司拥有控制权，上市公司

并不能控制标的公司

竹浆纸业及张华合计持有标的公司 100%股权，标的公司的股权结构具体如下：

股东	持股数（万股）	持股比例
竹浆纸业	6,178.9637	97.001%
张华	191.0363	2.999%
合计	6,370.00	100%

张华及其控制的竹浆纸业能够控制标的公司有表决权股份的 100%，从股权结构层面，张华及竹浆纸业对标的公司拥有控制权，上市公司并不能控制标的公司。

（2）从标的公司的董事会、实际经营管理层面，上市公司并不能控制标的公司

标的公司董事会由五名董事组成，分别为张华、王蕾、吴晓龙、李晓鸿、李雪莲，全部由股东竹浆纸业及张华委派，上市公司没有向标的公司董事会委派董事。

标的公司的总经理兼法定代表人吴晓龙由竹浆纸业委派，并不是由上市公司委派。

托管委员会由 5 名委员组成，标的公司 3 名，上市公司委派 2 名，按照约定托管委员会决议事项须经过半数委员同意，上市公司仅能委派 2 名委员，不能超过半数，因此，上市公司也不能控制托管委员会。

因此，从标的公司的董事会、实际经营管理层面，标的公司的董事会仍由竹浆纸业及张华控制，上市公司并不能控制标的公司。

综上，标的公司由竹浆纸业及张华控制，上市公司并没有实际控制标的公司。

2、是否并表及其是否符合会计准则要求

财政部《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》第七条第一款和第二款规定，合并财务报表的合并范围应当以控制为基础予以确定。控制，是指投资方拥有对被投资方的权力，通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报，并且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。

首先，标的公司的权力机构为股东大会及董事会，上市公司对标的公司没有实质性投资，其不享有股东权利，也在董事会中没有董事席位，故其在股东大会或董事会议事表决时均无表决权。

其次，托管期间内，托管委员会系标的公司董事会的授权机构，其中标的公司委派的委员超过半数，并能通过“托管委员会决议事项，应当经过半数托管委员会委员同意”这一议事规则决定各项决议的决策结果。故托管委员会实际系受标的公司股东的代表控制。上市公司在托管期间内可向标的公司派驻具备经营管理能力和专业技术能力的托管团队，提供托管经营所需的技术、资源等，全面负责组织公司的生产、经营、管理（或业务）系双方商务谈判结果，也是基于标的公司对上市公司的充分信任基础上达成的托管合作方式，但上市公司在投资及筹资决策、销售及采购定价权等重要方面不具备单方面控制的能力。

综上所述，上市公司不能对标的公司实施控制，未将标的公司纳入合并财务报表范围符合会计准则要求。

四、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的原因和合理性

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，预计将具备较为独立且完整的生产能力和销售能力。另外，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。

五、上市公司烟草工业用纸及其他特种纸的产能分布、产能利用率以及新建产能情况，结合行业发展情况分析本次交易完成后，上市公司和标的公司相关产品的销售预期及产能规划安排，上市公司是否需要进一步追加投入及其具体安排

（一）特种纸行业发展情况及上市公司发展规划

1、特种纸行业整体概况

随着经济和工业化进程的推进，特种纸需求逐渐在全球范围内扩张，产业规模不断扩大，整体市场规模呈现稳步增长的趋势。根据 Smithers 数据，全球特种纸产量保持持续增长，2023 年全球特种纸消费量达 2,650 万吨，占全球纸和纸板消费总量的 6.3%，预计到 2028 年消费量将达到 2,950 万吨。

我国作为世界最大的纸及纸板生产和消费国，造纸产业已经进入成熟期，而起步相对较晚的特种纸行业，随着产业产能逐步向亚洲转移，我国特种纸市场得到迅速发展。根据 Smithers 数据，2023 年，中国特种纸消费量达 550 万吨，是全球最大的单个国家市场之一，预计行业需求未来将继续保持增长趋势。

因此，上市公司所处的特种纸行业未来仍将处于良好的发展态势，旺盛的市场需求将为上市公司带来更多的发展机遇。

2、上市公司在烟草工业用纸等传统市场的发展规划

近年来，全球烟草工业用纸需求持续提升，烟草工业用纸需求向环保化、高端化升级，推动产品形态不断演进。行业竞争格局呈现“头部集中+区域壁垒”特征，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的竞争壁垒，行业整体竞争较为激烈。

在全球市场，菲莫国际、英美烟草、日烟国际、帝国烟草、韩国 KT&G 这五家国际巨头占据了烟草市场约 70%的份额。虽然上市公司与前述国际烟草巨头都有合作，但尚未成为这些客户的核心供应商，主要原因在于客户为了防止供应

商的自然灾害风险，要求供应商在异地 1,000 公里外，建立分厂以保证产品按时交付。上市公司目前只有在牡丹江拥有生产基地，无法成为国际烟草巨头的核心供应商，从而无法增加产品供应量。因此，在异地进行区域布局是上市公司发展规划的重点方向之一。

在国内市场，东北、内蒙古、河北等地区的卷烟产量只占据中国烟草市场约5%的份额，以成都为核心的四川、贵州、云南、重庆等地区的卷烟产量占据中国烟草市场约 25%的份额。因此，西南地区客户是上市公司的重点拓展领域，在西南地区拥有生产基地也更加有利于向境内外客户运输产品并维护客户关系。

3、上市公司在医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等新兴市场的发展规划

随着人口老龄化及居民医疗健康意识的增强，医用透析纸市场需求未来预计有明显增长，且中国、印度等新兴市场将贡献未来主要增量。**根据 QYResearch 数据，2022 年全球医疗透析纸市场规模约为 48 亿美元，预计 2030 年将突破 80 亿美元，复合年均增长率 6.6%；根据博研咨询数据，2023 年中国医用透析纸市场规模约 120 亿元，预计 2025 年市场规模将扩大至 180 亿元，复合年均增长率约 20%。**虽然该领域目前主要由 Nipro、Toray、B.Braun 等海外公司主导，但随着中国医用透析纸市场的快速发展，国内特种纸厂商有较大发展机遇。

根据世界卫生组织烟草控制框架公约对卷烟包装及其组件中各材料提出的要求以及铝资源的匮乏现状，烟草包装材料向可降解、易回收、环境友好型材料发展的趋势较为明确，部分大型跨国烟草公司已要求使用环保型内衬纸替代含铝内衬纸用于卷烟包装。菲莫国际已采用环保型内衬纸方案，英美烟草也已部分实现无铝化，正向全部无铝化迈进。因此，对于烟草工业用纸造纸企业而言，无铝衬纸具有替代趋势明显、市场需求大、毛利高等特点，是需重点拓展的新型产品。**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%，预计未来这一市场将呈现持续增长态势。**

受益于环保政策升级和消费需求拉动等因素，无涂层热转印纸将逐渐淘汰传统溶剂型涂层纸张，市场发展潜力较大。**根据 QYResearch 数据，2023 年全球热转印纸市场规模约为 6.2 亿美元，预计 2030 年将达到 8.8 亿美元，2024-2030**

期间复合年均增长率为 4.1%;2023 年,中国热转印纸市场规模约为 4.0 亿美元,占全球市场份额的 65%，预计未来六年中国市场复合年均增长率为 5.0%，并在 2030 年规模达到 6.1 亿美元。中国是全球最大的热转印纸生产地区，仙鹤股份、冠豪高新、五洲特纸等国内特种纸头部厂商均在该领域有所布局，市场增长需求较为明确。

综上所述，传统烟草工业用纸正在向高端化、环保化的趋势发展，新兴特种纸市场需求增长趋势明显，这与上市公司加大对高透成形纸、无铝衬纸、医用透析纸、无涂层热转印纸等产品投入的战略规划相吻合，上市公司正在通过持续的技术创新及产能布局来抢占高端市场、增量市场，以保证持续的市场竞争力。

（二）上市公司烟草工业用纸及其他特种纸的产能分布、产能利用率以及新建产能情况

目前，上市公司拥有 22 条造纸生产线，主要生产烟草工业用纸、机械光泽纸、薄型印刷纸及其他纸类，总计年产能约 27 万吨。2024 年，上市公司生产与标的公司相关的卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸的产能分布、产能利用率情况如下：

生产线	主要产品	产量（吨）	产能（吨）	产能利用率
16#机	卷烟纸	14,966.47	15,000.00	99.78%
12#机	卷烟纸	12,973.56	12,000.00	108.11%
10#机	卷烟纸	7,624.81	6,000.00	127.08%
T6#机	卷烟纸、牙签纸（手卷烟纸）	1,729.20	1,500.00	115.28%
21#机	卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸	13,946.26	15,000.00	92.98%
18#机	普通成形纸、硬成形纸、吸管纸原纸	37,894.43	35,000.00	108.27%
8#机	普通成形纸、吸管包装纸	4,318.92	4,000.00	107.97%
17#机	普通成形纸、食品包装纸、烟用接装纸原纸、圣经纸	19,771.21	17,000.00	116.30%
小计		**113,224.86**	**105,500.00**	**107.32%**
14#机	高透成形纸	5,917.53	5,000.00	118.35%
T3#机	高透成形纸	7,550.55	7,000.00	107.87%
T1#机	高透成形纸	1,382.89	1,500.00	92.19%
小计		**14,850.97**	**13,500.00**	**110.01%**

除上述产品外，上市公司具备无铝衬纸、医用透析纸、无涂层热转印纸等新

型产品的生产能力，但该等产品与其他产品在产线中混合生产，且报告期内产量相对较小，无法单独统计相应产能分布及产能利用率情况。**但 2025 年上市公司相关产品产销量正在逐渐增加，2025 年 1-10 月，上市公司已向日烟国际销售无铝衬纸 2,025 吨，预计 2025 年全年订单量 2,500 吨。随着上市公司技术储备与客户拓展情况的成熟，上市公司无铝衬纸、医用透析纸、无涂层热转印纸等新品未来销售预期较好。**

从上表可以看出，上市公司生产卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸等烟草工业用纸的生产线产能利用率基本超过 100%，长期处于超负荷运转状态。经过多轮产能扩建工程，上市公司现有造纸配套设施利用率已达峰值，目前没有新建的产能；同时，上市公司在无铝衬纸、医用透析纸、无涂层热转印纸等新产品方面的产能较小。

收购标的公司后，上市公司不但能增加传统烟草工业用纸产品的生产能力，还能大规模量产无铝衬纸、医用透析纸、无涂层热转印纸等新型产品，有助于上市公司突破产能瓶颈问题、加速开拓新兴业务。

（三）结合行业发展情况分析本次交易完成后，上市公司和标的公司相关产品的销售预期及产能规划安排，上市公司是否需要进一步追加投入及其具体安排

1、上市公司客户拓展及未来预计订单情况

（1）国际烟草工业用纸市场拓展情况

上市公司多年来持续加大对出口市场的布局，烟草工业用纸出口保持行业领先水平，连续多年实现超过 20%以上产品出口的成绩，与客户 R、客户 F、客户 Y 及客户 K 等国际大客户建立了稳定的合作关系，并取得了客户良好的评价与高度认可，未来与国际客户有望持续加强合作提升订单份额。具体情况如下：

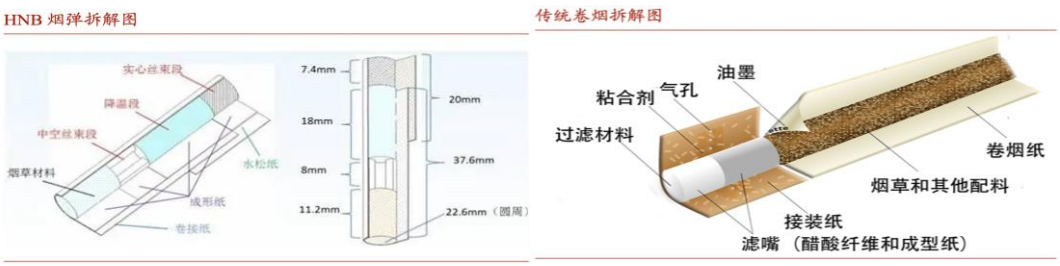
1）根据客户 R 2026 年的招标结果显示，上市公司 2026 年与客户 R 卷烟纸预计订单量较 2025 年增加约 600 吨，普通成形纸增加约 800 吨。

2）在客户 F 的烟草工业用纸供应商份额中，上市公司持续保持在 20%以上，与客户 F 合作关系紧密。在 2025 年客户 F 碳足迹评价中，上市公司得到客户满分评价，客户 F 同时表示未来将进一步提升双方的业务合作规模。

3)上市公司与客户 Y 具备多年合作基础,目前双方正在洽谈战略合作意向,拟在未来增加卷烟纸、成形纸等烟草工业用纸订单数量,后续双方将持续洽谈以明确意向订单。

4）经过多年努力，上市公司成功进入客户 K 的供应商名录，自 2025 年开始为客户批量供货，预计 2026 年新增订单量 800 吨，其中 500 吨卷烟纸，300 吨普通成形纸。

另一方面,随着人们对吸烟损害健康的认识及世界控烟措施的实施,以加热不燃烧卷烟（HNB）为代表的新型烟草制品逐渐被烟民广泛使用。HNB 是目前全球公认的危害较低的新型烟草种类,加热不燃烧技术能使卷烟刚好加热到足以散发出烟草味道的程度，而不会点燃卷烟，从而大大减少有害物质产生。当前 HNB 全球渗透率不到 6%，其中渗透率最高的日本则达到约 43%，从全球渗透率看 HNB 增长空间广阔,也将带动新型烟草工业用纸需求显著增长。从 HNB 产品市占率来看，近年客户 F、客户 Y、客户 R 市占率分别约 70%、15%、5%，合计占比达 90%。上市公司与客户 F、客户 Y、客户 R 均已建立良好合作关系，为开展新型烟草工业用纸合作奠定了坚实的基础。



HNB 与传统卷烟的对比结构如上图所示，HNB 对于烟草用纸量的需求有显著增加，特别是对于成形纸的用量大幅增加。随着 HNB 渗透率的持续提升，将为烟草用纸带来大量新增订单需求，具体分析测算如下：

单支传统卷烟的烟草用纸量约 0.0996g,单支 HNB 的烟草用纸量约 0.1521g,HNB 的用纸量大幅增加约 0.0525g/支。假设 HNB 未来海外市场渗透率提升至 30%,按 2024 年海外传统卷烟销售量约 2.7 万亿支测算，未来 HNB 销量预计可达 0.81 万亿支，对烟草用纸的增量需求约 0.81*0.0525*1,000,000=42,525 吨。上市公司目前在客户 F、客户 R、客户 Y 等国际烟草巨头中的烟草工业用纸市场份额分别约为 23%、17%和 15%，基于上述合作基础，上市公司未来在海外 HNB 市场份

额预计能达到 20%,从而为上市公司烟草用纸带来增量订单约 42,525*20%=8,505 吨，其中普通成形纸约 6,300 吨。

（2）国内烟草工业用纸市场拓展情况

上市公司为国内烟草工业造纸龙头企业，2020-2024 年，其在国内烟草工业用纸市场的占有率从 33.22%提升至 38.49%，呈稳步上升趋势。上市公司已覆盖国内主要省份的中烟公司，并正在各类型烟草工业用纸产品上加强与各中烟公司的深度合作，主要情况如下：

1）在卷烟纸方面，上市公司加强与中烟公司的技术沟通交流，持续跟进中烟公司新品牌开发工作，预计湖南中烟、贵州中烟、广东中烟、福建中烟未来的中标份额将有一定提升，同时湖北中烟、浙江中烟对于国产替代的显著预期也将使得上市公司提升在相应客户中的份额；

2）在普通成形纸方面，上市公司正在重点开发贵州中烟、浙江中烟、上海烟草等新客户，预计未来将取得一定的中标份额，新增一定规模的订单；

3）在高透成形纸方面，上市公司持续跟进各中烟公司和材料厂商的招标工作，预计中标份额将有一定提升；并积极开发 A 级高透成形纸产品，预计未来将有小规模增量订单。

基于上市公司的行业龙头地位以及与各大中烟公司的深度合作关系,预计未来上市公司在国内烟草工业用纸的市场份额将进一步提升至 40%以上。

目前，上市公司卷烟纸及高透成形纸订单已基本可以覆盖标的公司 PM2 和 PM3 产线（已基本达到满产满销状态），同时结合前述上市公司在国际和国内烟草工业用纸的市场拓展情况，预计未来烟草工业用纸还有较大增量订单需求，特别是其中普通成形纸的增量需求预计在 5000 吨以上,可以覆盖标的公司未来 PM4 产线（预计 2026 年投产）。

（3）新型产品市场拓展情况

1）无铝衬纸

上市公司开发的无铝衬纸产品已通过客户 R 认证，**2025 年 1-10 月，上市公司已向客户 R 销售无铝衬纸 2,025 吨，预计 2025 年全年订单量 2,500 吨、2026**

年订单量约 3,000 吨。客户 F 目前也正在对上市公司的无铝衬纸产品进行提样认证，认证周期约为 3-8 个月，预计 2026 年开始上市公司将与客户 F 达成供货协议，开始批量供货。此外，上市公司也正在与客户 Y 洽谈无铝衬纸产品的合作，**客户将于 2026 年启动招标，上市公司预计可以取得一定份额并批量供货。基于客户 F 及客户 Y 与客户 R 的同等级别体量合理预估，两家客户 2026 年给予上市公司的无铝衬纸订单量预计将均超过 3,000 吨;加上国内各中烟公司的无铝衬纸订单需求，上市公司 2026 年无铝衬纸的总订单量预计将达到 1 万吨。**

从市场需求的角度来看,由于目前尚无相关研究数据准确统计无铝衬纸的需求量,上市公司通过铝箔衬纸替代情况测算得出未来全球无铝衬纸的市场需求量将达到 22.6 万吨以上，具体测算逻辑如下：

①根据上市公司国内铝箔衬纸销量和其国内约 50%的市场份额，推算出国内铝箔衬纸的需求量约 9.5 万吨；根据 Global Info Research 研究数据显示，中国烟草市场占全球烟草市场的份额约 42%，由于内衬纸是烟草行业的必备配套用纸产品，故按照国内国外烟草市场的占比合理推算，全球铝箔衬纸的需求量约为 22.6 万吨；

②根据上市公司与客户的合作及沟通情况，2024 年，客户 F、客户 Y、客户 R、客户 C、客户 K 这五家对无铝衬纸的采购量合计约为 8.8 万吨，，按照五家国际烟草巨头占全球烟草市场份额 70%测算，2024 年全球无铝衬纸的需求量约 12.6 万吨;由于技术规格和材料使用的差异,铝箔衬纸克重在 32-50 克/平方米，无铝衬纸克重在 69-110 克/平方米，假设每单位无铝衬纸的克重为铝箔衬纸的 2 倍，那么 2024 年 12.6 万吨的无铝衬纸实际替代了约 6.3 万吨的铝箔衬纸，故 2024 年无铝衬纸对铝箔衬纸的替代率约为 6.3÷22.6=27.9%；

③无铝衬纸作为烟草包装材料中的一种新型产品,其对传统铝箔衬纸的替代趋势明显。近年来，随着消费者环保意识的不断增强，以及环保政策要求逐步趋严，烟草包装材料向可降解、易回收、环境友好型材料发展的趋势较为明确，国际烟草巨头和国内各中烟公司正在积极推广使用环保型无铝内衬纸替代含铝内衬纸用于卷烟包装。目前国际市场上无铝衬纸大规模替代开始于 2022 年，根据测算至 2024 年替代率达 28%，长期来看无铝衬纸初步替代含铝衬纸是较为确定趋势。假设未来五年即 2025-2029 年无铝衬纸对铝箔衬纸的替代率稳步提升，

结合客户需求保守估计 2029 年可达到 50%；同时，不考虑全球铝箔衬纸的需求量增长仍保持在 22.6 万吨，则 2029 年将有约 11.3 万吨的铝箔衬纸被替代，对应 2029 年无铝衬纸的需求量约 22.6 万吨。

从市场供给的角度来看，目前全球能够大规模生产无铝衬纸的主要有德尔福特、SWM International 等公司，上市公司相比于这些公司的优势在于能提供全流程一体化加工服务，凭借自主掌握的涂布、印刷光油、压花及分切四大核心工艺，形成“从基材处理到成品交付”的闭环生产能力，无需依赖外部加工厂商进行中间环节协作，可直接为全球烟草客户提供“一步到位”的定制化无铝内衬纸成品。

上市公司目前在国内铝箔衬纸的市场份额约 50%，在客户 F、客户 R、客户 Y 等国际烟草巨头中的烟草工业用纸市场份额分别约为 23%、17%和 15%。基于上述合作基础及市场开拓情况，上市公司未来在全球无铝衬纸的市场份额预计能达到 20%。随着无铝烟草技术的加速推广与市场普及，增量需求较为明确，结合未来市场需求 22.6 万吨和上市公司 20%的市占率测算，长期来看上市公司每年无铝衬纸订单量将达到 4.5 万吨，**能够覆盖上市公司和标的公司未来的销售预期和产能规划。假设 2025-2029 年无铝衬纸市场替代率逐步提升至 50%，上市公司市占率逐步提升至 20%，则上市公司未来无铝衬纸的预期销量订单情况预测如下：**

单位：万吨

项目	2024 年	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
全球铝箔衬纸市场规模①	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6
无铝衬纸替代率②	28%	33%	40%	45%	48%	50%
被替代铝箔衬纸市场规模③=①*②	6.3	7.5	9.0	10.2	10.8	11.3
对应无铝衬纸市场规模④=③*2	12.6	14.9	18.1	20.3	21.7	22.6
上市公司无铝衬纸市占率⑤	-	-	5%	10%	15%	20%
无铝衬纸预期订单量④*⑤	-	-	0.9	2.0	3.3	4.5

2）医用透析纸

从市场需求的角度来看，上市公司医用透析纸的主要客户目标集中在国内，根据博研咨询数据，2023 年中国医用透析纸市场规模约 120 亿元，预计 2025 年市场规模将扩大至 180 亿元，复合年均增长率约 20%，市场发展较为迅速，国内市场需求量较大。

从市场供给的角度来看，全球医用透析纸市场由 Nipro、Toray、B.Braun 等海外公司主导，国内市场主要有恒达新材、仙鹤股份等头部特种纸企业参与，且中高端医用透析纸的国产化替代尚未完成，进口依赖程度较高。基于国内市场进口替代的趋势，上市公司在该领域的发展潜力较大。

上市公司医用透析纸产品已完成了核心工艺配方的研发，并在中试机台进行配方实施的可行性，测试产品性能可以满足行业要求。上市公司在接洽开发的客户有客户 A、客户 W、**客户 Z、客户 Q** 等，目前处于试制品验证阶段，根据客户反馈情况来看，一次成型产品成本预计低于现有客户购买原纸后自行加工的成本，因此客户需求可观。

客户 A 成立于 2011 年，是医用灭菌包装材料行业龙头企业，拥有 5 大生产基地，年产能医用涂胶纸超 5 万吨，并布局食品包装纸、硅油纸、烘焙纸等领域，形成“医疗+食品”双业务驱动。随着医疗特种纸需求的增加，该客户会通过向其他厂商采购产能的方式来缓解自建产线的固定成本压力。上市公司作为该客户硅油原纸产品的稳定核心供应商，可以此为契机，为其提供和缓解医用透析纸订单压力，预计为其每年提供的订单量约 **1,000-1,500** 吨。

客户 W 成立于 2007 年，是医疗灭菌包装解决方案提供商。基于产能不足的考虑，该客户会将部分产能外包给其他厂商以控制生产成本。基于上市公司已为该客户试生产医用透析原纸产品及双方在医用纸产品领域的深入合作，上市公司可以此为契机为其提供部分外包产能的医用透析纸产品，预计为其每年提供的订单量约 **1,200-1,800** 吨。

客户 Z 成立于 2022 年，一家专注于新材料相关领域，以纸制品制造、包装材料生产及相关技术服务为核心业务的企业。该企业近年来加大对在医用包装新材料领域的业务布局，通过技术推广服务与进出口业务，拓展业务边界，覆盖国内及国际市场。基于其在医用包装纸方面的需求，上市公司预计为其每年提供的订单量约 800-1,000 吨。

客户 Q 成立于 2010 年，深耕特种纸行业 10 余年，积累了丰富的市场资源，是山东地区最大的低定量特种纸生产、经销商，年生产、代理销售特种纸 6 万余吨。公司在医药、医疗设备包装类纸制品方面有较大需求，上市公司预计为其每

年提供的订单量约 1,500-2,000 吨。

此外，西南地区作为国内医用包装纸的主力消费市场，也能够为上市公司医用透析纸产品的市场开发提供便利条件。基于目前客户拓展情况的谨慎估计，未来上市公司每年医用透析纸预计订单量将达到 5,000 吨。

3）无涂层热转印纸

从市场需求的角度来看，亚太地区尤其是中国市场的需求较为显著，根据 QYResearch 数据，2023 年，中国热转印纸市场规模约为 4.0 亿美元，占全球市场份额的 65%，预计未来六年中国市场复合年均增长率为 5.0%，并在 2030 年规模达到 6.1 亿美元。

从市场供给的角度来看，中国是全球最大的热转印纸生产地区，占有大约 75.90%的市场份额，全球市场基本由中国和欧洲地区厂商主导，全球热升华转印纸头部厂商主要包括仙鹤股份、冠豪高新、五洲特纸和 Neenah Coldenhove 等。基于国内厂商在该领域的生产优势，上市公司在该领域的发展潜力较大。

2024 年，上市公司已向客户 L、客户 N、客户 D 等客户累计销售无涂层热转印纸 118 吨。目前，市场上包括境外竞争对手所生产的无涂层热转印纸均为 29 克，上市公司产品较竞争对手升级为 25 克版本，该产品可以填补国内空白，现阶段主要受产能和地域限制未进行大批量市场推广。上市公司已就该产品与客户 S、客户 B 等客户进行沟通，客户表达了强烈的合作意向。

客户 L 成立于 2016 年，专注于热升华转移印花纸的研发与生产，年产能 8,000 吨，产品出口至东南亚及中东市场，与江浙沪地区 50 余家数码印花厂建立长期合作，终端客户包括安踏、李宁等运动品牌代工厂。上市公司通过前期为其提供的小批量订单，已与其建立高度密切的沟通渠道和产品信任度，在受限于上市公司现阶段产能的情况下，该客户正在密切关注 PM1 项目建设情况，项目建成投产后，该客户会将与其合作的大部分中小厂商订单向上市公司进行转移，预计未来该客户每年的订单量约 1,000-1,500 吨。

客户 N 成立于 2019 年，聚焦数码印花材料与设备领域，每年向市场采购热转印纸约 3,000 吨。上市公司通过前期为其提供的小批量订单，已与其建立高度密切的沟通渠道和产品信任度，在受限于上市公司现阶段产能的情况下，该客户

正在密切关注 PM1 项目建设情况，项目建成投产后，该客户将会把热转印纸的采购订单向上市公司进行转移，同时客户也将通过上市公司生产的无涂层热转印纸产品去进一步拓展海外市场，预计未来该客户每年的订单量约 800-1,200 吨。

客户 D 成立于 2019 年，专注于数码转印纸加工设备与材料，服务全国 20 余个省份的印花企业，生产和代理销售热升华转印纸产品超 4,000 吨，同时为客户提供“设备+材料”捆绑方案，从而进一步增加其热转印纸市场份额。上市公司通过前期为其提供的小批量订单，已与其建立高度密切的沟通渠道和产品信任度，在受限于上市公司现阶段产能的情况下，该客户正在密切关注 PM1 项目建设情况，项目建成投产后，该客户将会把热转印纸的采购订单向上市公司进行转移，预计未来该客户每年的订单量约 800-1,200 吨。

客户 B 成立于 2021 年，是纸制品贸易商，代理销售国内头部品牌转印纸，如仙鹤股份、五洲特纸等，年销售量在 3,000 吨以上。基于上市公司与该客户在热升华转印原纸、文化用纸的深度合作基础及上市公司在无涂层热转印纸拥有的技术和成本优势，该客户将会把热转印纸的采购订单向上市公司进行转移，预计未来该客户每年的订单量约 800-1,200 吨。

客户 S 成立于 2019 年，是综合性纸制品贸易商，代理销售国内头部品牌转印纸，如仙鹤股份、五洲特纸、冠豪高新等，年销售量在 4,000 吨以上。基于上市公司与该客户在淋膜纸、硅油原纸、热升华转印原纸的深度合作基础及上市公司在无涂层热转印纸拥有的技术和成本优势，该客户将会把热转印纸的采购订单向上市公司进行转移，预计未来该客户每年的订单量约 **1,200-1,500** 吨。

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，基于目前客户拓展情况的谨慎估计，未来上市公司每年无涂层热转印纸预计订单量将达到 5,000 吨。

2、上市公司和标的公司相关产品的销售预期及产能规划安排，上市公司是否需要进一步追加投入及其具体安排

上市公司和标的公司主要根据客户订单需求采取“以销定产”的生产模式，经营管理部门接到订单后，结合库存情况制定生产需求；生产部门根据生产需求制定生产计划、采购纸浆、辅料及包材、组织安排生产、并对全过程质量及安全

环境等方面进行监控，确保订单保质保量完成。

基于行业未来发展趋势及客户拓展情况，结合收购标的公司后的产能情况，上市公司和标的公司未来相关产品的销售预期及产能规划安排如下：

公司	主要产品	预计销量（吨/年）	预计产能（吨/年）
恒丰纸业	卷烟纸	65,000	60,000
	普通成形纸	40,000	30,000
	高透成形纸	20,000	13,500
	无铝衬纸	32,000	12,000
	医用透析纸	5,000	-
	无涂层热转印纸	5,000	-
锦丰纸业	卷烟纸	5,000	5,000
	普通成形纸	10,000	11,000
	高透成形纸	5,000	5,400
	无铝衬纸	20,000	20,000
	医用透析纸	5,000	5,000
	无涂层热转印纸	5,000	5,000

注：根据双方合作意向备忘录及并购交易整体安排，未来锦丰纸业生产的产品主要销售给恒丰纸业并由恒丰纸业统一对外销售，故表格中恒丰纸业预计销量包含自产自销部分和从锦丰纸业采购对外销售部分，锦丰纸业预计销量为对恒丰纸业销售部分

从上表数据来看，基于全球范围内的战略布局及客户资源积累，上市公司相关产品的销售预期良好，通过本次交易能够将标的公司的产能补充至上市公司体系内，从而满足未来的产能规划需求及销售预期，因此上市公司不需要进一步追加投入。

六、医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等新产品的市场空间及竞争格局，技术和客户储备及在手订单情况，标的公司机器设备成新率、技术产品相较于可比公司竞品的对比竞争优势，是否具有较大市场前景；国际烟草工业用纸行业的最新发展趋势，本次交易具体如何提升上市公司国际市场份额和竞争地位

（一）新产品市场空间及竞争格局

1、医用透析纸

（1）市场空间

根据 QYResearch 数据，得益于人口老龄化、政策支持及技术进步，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 2030 年整体规模将突破 80 亿美元，2022-2030 年的复合年均增长率 6.6%。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。根据博研咨询数据，2023 年中国医用透析纸市场规模约 120 亿元，预计 2025 年市场规模将扩大至 180 亿元，复合年均增长率约 20%。

（2）行业驱动因素

老龄化与医疗需求：据联合国统计，2025 年全球 60 岁以上人口占比将达到 15%，根据民政部数据，预计到 2035 年左右，中国 60 岁及以上老年人口将突破 4 亿人，占比超过 30%，心血管、骨科等手术量预计将显著增加，直接推动灭菌包装需求。中国老年消费规模预计 2030 年达 15.5 万亿元，医疗器械包装市场同步扩容。

政策合规：欧美《医疗器械包装验证指南》推动高阻隔性产品普及，中国《一次性使用无菌注射器》等标准强制要求环氧乙烷灭菌包装采用透气材料（如透析纸）。

环保替代趋势：欧盟《一次性塑料指令》及中国“限塑令”推动以纸代塑，生物基透析纸（如竹浆基、PLA 纤维）渗透率预计从 2023 年的 15%提升至 2030 年的 30%，将推动产品单价提升。

（3）行业竞争格局

当前，医用透析纸市场呈现“海外高端主导、国内中低端替代”的双轨格局。Nipro、Toray、B.Braun 等海外企业在高端医用透析纸领域占据主导地位，尤其在欧美市场份额显著；恒达新材、仙鹤股份等国内企业凭借技术迭代和产能扩张，正逐步缩小与海外龙头的差距。根据 GIR 研究数据显示，全球医用透析纸市场前五大企业合计占据约 60%的市场份额，其中 Nipro、Toray 通过材料技术优势，在高阻隔性、生物相容性等高端细分领域市占率超过 30%，恒达新材的全球市场份额约占 8%-10%，仙鹤股份全球市场份额约占 6%-8%。

2、无铝衬纸

（1）市场空间

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。在欧美等环保意识较强的地区，无铝烟衬纸市场起步较早，增长较为稳定。欧盟地区由于严格的环保法规要求，烟草企业积极采用无铝烟衬纸，其市场规模在全球占比较高。新兴市场如亚洲、非洲、南美洲等地区，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，且增长速度高于全球平均水平。过去五年，国内无铝烟衬纸市场规模呈现稳步增长态势。**根据博研咨询相关数据统计，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，未来几年复合年均增长率 16.5%。**

（2）行业驱动因素

政策法规推动：欧盟地区《烟草制品指令》（Tobacco Products Directive，2014/40/EU）相关规定对烟草包装材料的环保性提出要求；国家烟草专卖局印发《烟草行业“十四五”绿色低碳循环发展工作方案》，强调支持行业工业企业探索使用环保包装材料，深入推进资源节约型、环境友好型行业建设。在此背景下，烟草企业为符合政策要求，积极寻求无铝烟衬纸等环保包装材料替代传统铝箔烟衬纸；国内四川、上海、河南、江苏、辽宁等部分地区已开始试点推行卷烟包装全面使用环保材料，将积极促进无铝烟衬纸的市场需求。

消费者环保意识提升：消费者环保意识的不断增强对无铝烟衬纸市场产生积极影响。随着社会环保宣传的深入，消费者在购买卷烟时，愈发关注产品包装的环保性，进一步推动了无铝烟衬纸的市场需求。

烟草行业发展需求：随着中高端卷烟市场的不断扩大，消费者对卷烟品质的要求日益提高，无铝烟衬纸具有良好的防潮、保香性能，可为中高端卷烟包装提供额外选择。此外，烟草企业为实现差异化竞争，通过采用新颖、环保的包装材料来吸引消费者目光，无铝烟衬纸作为一种新型环保包装材料，成为烟草企业创新包装的重要选择。

（3）行业竞争格局

国际无铝烟衬纸市场竞争格局相对集中，德尔福特、SWM International 等少数几家大型海外企业占据主要市场份额。德尔福特在特种纸生产技术方面底蕴深

厚，其无铝烟衬纸产品在防潮、阻隔性能上表现卓越，产品广泛应用于欧美高端卷烟市场，在全球无铝烟衬纸市场份额超 20%。SWM International 依靠其先进材料科学技术，研发出具有良好柔韧性与环保性能的无铝烟衬纸，在全球市场份额超 15%，尤其在新兴市场拓展方面表现突出。国内企业在成本控制与本土市场渠道方面具备一定优势，预计将在国内市场巩固地位，并逐步拓展国际市场。

3、无涂层热转印纸

（1）市场空间

根据 QYResearch 数据，2023 年全球热转印纸市场规模约为 6.2 亿美元，预计 2030 年将达到 8.8 亿美元,2024-2030 期间复合年均增长率为 4.1%;2023 年，中国热转印纸市场规模约为 4.0 亿美元，占全球市场份额的 65%，预计未来六年中国市场复合年均增长率为 5.0%，并在 2030 年规模达到 6.1 亿美元，同期美国市场的复合年均增长率预计为 1.1%。因此，未来几年，以中国为核心的亚太地区将是热转印纸市场的核心增长极。

（2）行业驱动因素

环保政策升级：欧盟 REACH 法规、中国“双碳”政策推动行业淘汰传统溶剂型涂层，转向水性涂层和可降解基材。热升华转印技术因无水印染、低 VOCs 排放，成为传统印染的替代方案。

消费需求推动：Z 世代和千禧一代对定制化服装、家居装饰的需求激增，热升华技术支持小批量、多品种生产，契合市场趋势。根据 DI Research 研究数据显示，东南亚、中东等新兴市场通过跨境电商采购热升华转印纸，2025 年跨境电商渠道销售额占比预计提升至 25%。

技术迭代与应用拓展：材料创新方面，低克重（28g/m²）、高分辨率纸张研发提速。此外，热转印纸应用场景从传统纺织向电子产品外壳、汽车内饰、陶瓷工艺品等领域延伸，不断打开行业成长边际。

（3）行业竞争格局

根据 QYResearch 数据，目前中国是全球最大的热转印纸生产地区，占有大约 75.90%的市场份额，全球市场基本由中国和欧洲地区厂商主导，全球热升华

转印纸头部厂商主要包括仙鹤股份、冠豪高新、五洲特纸和 Neenah Coldenhove 等，前三大厂商占有全球大约 42.41%的市场份额。

（二）新产品技术和客户储备及在手订单情况

1、技术储备

截至本回复出具日，恒丰纸业已实现医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等新品的量产并销售给客户，但报告期内由于产能受限，整体规模相对较小。

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

2、客户意向

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开拓情况，详见本问题回复之“五、（三）、1、上市公司客户拓展及未来预计订单情况”。

（三）标的公司机器设备成新率、技术产品相较于可比公司竞品的对比竞争优势，是否具有较大市场前景

1、标的公司机器设备成新率

医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸三款产品预计将由标的公司 PM1 产线承接生产，截至本回复出具之日，由于 PM1 生产线仍未完成重建改造，尚未投入生产，故暂不涉及折旧，机器设备成新率为 100%。

造纸行业生产设备整体更新迭代较慢，标的公司 PM1 产线预计可达到国内、国际同类产线的先进生产水平。根据行业特点和资产实际使用状况，标的公司大部分固定资产即使折旧年限到期，只要进行适当的维修保养均能继续正常使用，不会存在机器设备成新率对标的公司持续经营产生不利影响的情况。

2、技术产品相较于可比公司竞品的对比竞争优势，是否具有较大市场前景

上市公司在上述三款产品中均拥有自主开发的核心技术，已通过关键中试验证阶段，技术储备丰富，工业化基础扎实。恒丰纸业作为国内造纸头部企业，具备较强的综合实力，可为相关产品顺利投产并保持较强的竞争力提供保障。相较可比公司产品，上市公司在环保包装、功能性、生产工艺方面具备先进性和创新性。医用透析纸方面，上市公司在环保热封纸的实用化配方与工艺使用创新方案，可有效保障产品性能；无铝衬纸方面，上市公司采用多色序、带背印印刷机，防止纸张翘曲，实现印刷加工一体化，并通过高性能的涂层技术，实现较好的阻隔性能；无涂层热转印纸方面，上市公司通过表面施胶实现打印和转印技术，突破传统定量局限。如前述内容，三款产品市场空间均较为广阔，上市公司产品在部分技术及工艺环节具备先进性，市场前景较好。

（四）国际烟草工业用纸行业的最新发展趋势，本次交易具体如何提升上市公司国际市场份额和竞争地位

1、国际烟草工业用纸行业的最新发展趋势

（1）全球卷烟卷纸需求持续增长，新兴市场贡献主要增量

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。欧盟、北美等市场受严格环保政策（如碳排、EUDR 认证）和高关税影响，准入门槛提升，需求增长乏力，东欧、中东、非洲、亚洲等新兴市场成为烟草用纸主要增长区域。

（2）产品结构向环保化、高端化升级

无铝烟衬纸逐渐成为主流。国际烟草公司普遍倾向使用无铝烟衬纸，复合铝箔纸使用量大幅缩减。例如，根据公开数据，菲莫国际无铝烟衬纸全球年采购量约 3.5 万吨，日烟国际已有 18%的烟用内衬纸采用无铝产品，且计划在伊朗、孟加拉、印尼进一步推广。

高性能纸品需求增加。防油成形纸、高透成形纸、斜纹烟纸、LIP 卷烟纸等高端品类需求上升。经上市公司测算，某头部海外卷烟纸厂商对彩色卷烟纸、无氟防油成形纸的潜在需求达 300-500 吨/年，斜纹烟纸计划覆盖 30%产品，海外企业积极测试防油成形纸、硬成形纸等新品。

（3）竞争格局呈现“头部集中+区域壁垒”特征

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，行业整体竞争较为激烈。

区域贸易壁垒加剧。各国通过提高进口关税（如越南、印尼）、实施本地认证（如印尼 SNI）、强化环保要求（如欧盟碳排、EUDR）构建贸易壁垒，推动行业内公司通过本地化生产突破限制。

2、本次交易具体如何提升上市公司国际市场份额和竞争地位

上市公司现阶段产能已充分利用，存在较为强烈的新增产能需求，扩充产能可保障上市公司着力新产品研发，优化产品结构，巩固国际市场竞争优势。上市公司已启动菲莫国际无铝烟衬纸认证，此举将弥补公司“无涂布无铝衬纸供应能力”的短板，跻身国际主流供应商阵营。后续上市公司创新技术及产品预计可通过标的公司产能实现批量生产，未来能很好满足国际大客户的产品需求。因此，本次交易有助于上市公司紧跟国际烟草发展趋势，挖掘国际市场潜力，进一步增加对国际客户的销售，提升国际业务市场份额。

此外，公司国际大客户基于供应链安全考虑，避免自然灾害等不可抗力影响产品正常供货，要求主要供应商需在多个区域布局生产线，以加强供应商抗风险能力、保障生产经营稳定。上市公司收购标的公司后能快速满足国际大客户的该项要求，有助于上市公司争取对客户更大的销售份额。上市公司将坚持卷烟直接材料用纸国内总体领先、国际同行业领先的发展战略目标，努力建设成为现代化国际一流企业。

七、结合前述问题和造纸行业发展周期、上市公司未来产品领域拓展、业务发展规划以及行业内惯用合作模式，说明相比自建和委托加工等模式，本次收购交易的必要性和商业合理性

（一）上市公司扩充产能的必要性

关于烟草工业用纸行业及医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等新型特种纸行业的发展情况，详见本问题回复之“五、（一）特种纸行业发展情况及上市公司发展规划”。

对于烟草工业用纸等传统市场，上市公司正在加大对国内外头部客户的拓展，以进一步增加订单量和市场份额；对于医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等新兴市场，上市公司的相关技术储备已相对成熟，未来销售预期较好。

上市公司基于对相关行业的理解与市场竞争格局的判断，认为上述领域是需要重点布局并拓展的市场，因此上市公司正在加大对相关产品的技术研发与产能规划。

关于上市公司未来销售预期情况详见本问题回复之“五、（三）结合行业发展情况分析本次交易完成后，上市公司和标的公司相关产品的销售预期及产能规划安排，上市公司是否需要进一步追加投入及其具体安排”。基于未来销售预期及目前紧张的产能供给情况，上市公司进行产能的扩充及布局是有必要的。

（二）本次收购交易与自建产线和委托加工等模式的对比分析

1、本次收购交易与自建产线的对比分析

本次收购交易是基于对标的公司原产线进行技改的基础上将标的公司纳入上市公司体系内。虽然上市公司自建产线能够引进最新的设备、采用最新的标准，

但自建产线的投入相对较高，不具备经济效益，具体分析如下：

（1）自建产线的资金投入成本较高

自建与标的公司同等规模的产线所需的资金成本较为庞大，需进行厂区规划、土地购置、基础设施建设、设备采购安装调试等一系列工作，而技改项目主要利用标的公司现有厂区及部分老旧设备，通过设备改造和技术升级改造现有生产线，资金投入主要集中在关键设备的购置、安装调试、自动化系统升级以及环保设施改造等方面，通过利用现有厂区和部分旧设备，可显著降低资金成本。经测算，自建产线投资的具体明细如下：

序号	建设内容	预计投入（万元）
一	建筑用地	6,421.20
二	自建生产线	74,407.90
2.1	新产线（对标 PM1）	24,219.30
2.2	新产线（对标 PM2）	16,737.60
2.3	新产线（对标 PM3）	17,451.00
2.4	新产线（对标 PM4）	16,000.00
三	公用工程	3,720.32
3.1	供水	887.68
3.2	供电	880.00
3.3	供汽	640.00
3.4	消防	968.64
3.5	环保	344.00
四	软件（含 ERP）	120.00
五	办公楼及宿舍	5,837.00
六	道路	392.00
七	围墙及绿化	192.00
合计		**91,090.42**

标的公司技改项目总投资约 3.13 亿元，加上本次并购交易对价 2.68 亿元，合计成本约 5.81 亿元。根据上表，上市公司自建产线的资金投入约 9.11 亿元，远超技改项目及收购标的公司的总成本。

（2）自建产线的建设周期较长

从时间维度来看，上市公司新建产线的建设周期通常较长，包括项目审批、

设计、施工、调试等多个环节，整体周期可能长达 3-4 年；而技改项目在标的公司现有厂区内进行，无需作为新建项目进行审批、设计、施工、调试等工作，大大缩短了项目前期准备时间和建设周期，有助于上市公司更快地将相关资源投入生产，响应市场需求。

此外，特种纸行业环保要求趋严，新建大型卷烟纸产能项目面临环评手续复杂、审批不确定性高的现实困难，尤其是成都地区对于用地审批和环保的要求相比东北地区更高。采用技改+收购的模式可充分挖掘标的公司潜在产能，避免重复建设带来的资源浪费，符合国家推动工业领域节能降碳和绿色发展的政策导向。

关于自建产线与技改产线在资金、时间投入等方面的对比详见本回复之“问题 8、七、（三）结合投入情况、产线性能以及与自建产线对比等，说明重建或改造相关产线是否具有经济效益和合理性”。

（3）技改的产线性能能够满足最新市场要求

标的公司部分生产设备系从海外进口的高端产品，前期使用率偏低，多数长期处于停机保养状态，后续尚可使用多年，且造纸行业生产设备整体更新迭代较慢，即使折旧年限到期，只要继续进行适当的维修保养均能长期正常使用。

标的公司技改项目采用了国内外先进的造纸工艺和技术，包括备浆系统、抄造系统、自动化控制系统等，能够显著提升产线生产效率及产品质量，经改造产线性能可达同行业国际、国内同等产线水平。因此，技改后的产线性能不逊于自建产线模式，能够满足最新市场要求。

相比之下，虽然自建产线可以部分采用最新的技术和设备，但在实际运行过程中，可能面临技术磨合、人员培训等问题，从而影响生产效率和产品质量的稳定性，不利于上市公司快速拓展市场。

2、本次收购交易与委托加工的对比分析

虽然委托加工模式能够以更便捷的方式为上市公司提供产能，上市公司亦不需要额外支付并购标的公司的成本，但相比于并购交易而言，委托加工模式仍然存在以下缺点：

（1）委托加工模式下标的公司难以与上市公司形成较强的协同效应

从业务合作性质来看，委托加工模式下标的公司仅仅是上市公司的供应商，按照上市公司要求完成生产加工，双方的合作多局限于单一生产环节，难以在研发、供应链、营销等全价值链形成强协同效应。委托加工模式不仅让上市公司难以借助标的公司的西南地域优势突破市场壁垒（如缺乏本地客户资源、物流配套与供应链整合能力，仍需跨区域协调资源，削弱成本优势等），也难以构建“研发-生产-销售”一体化的核心能力，最终制约上市公司综合竞争力的提升，让“南北双基地”布局沦为表面化，无法为上市公司长期发展提供坚实支撑。

（2）委托加工模式存在供应链控制权缺失的风险

虽然目前标的公司的产能基本都贡献给上市公司，但随着标的公司经营情况的逐渐改善，其独立经营与市场开拓的意愿或将增强，可能存在不再优先承接上市公司订单，转而发展自主销售渠道的情形，导致上市公司无法有效锁定其产能。更为关键的是，若未来标的公司向上市公司的产能供应出现问题或瓶颈，上市公司将直接面临订单交付延迟、客户流失的问题。在当前行业实践中，为确保供应链的稳定性与质量的可控性，委托加工模式并非烟草工业用纸行业的常见模式，主流企业更倾向于通过自有产能而非委托加工模式实现产能扩张。

（3）若标的公司被竞争对手收购将对上市公司产生不利影响

若上市公司未能顺利推进对标的公司的收购，将直接面临“战略机遇流失+竞争威胁加剧”的双重风险。一方面，西南地区的卷烟纸厂商主要是红塔蓝鹰和锦丰纸业两家公司，标的公司的地域优势和长期积累的西南地区资源禀赋是行业内竞争对手争夺的关键，若标的公司被竞争对手收购，上市公司在西南地区市场的拓展将从“借力标的公司”变为“与掌握标的公司资源的对手直接竞争”；另一方面，标的公司拥有的卷烟纸生产资质牌照在行业内是极具稀缺性的资源，若被没有相关资质的公司收购，相当于上市公司在该领域新增了一家强力竞争对手，对上市公司未来市场份额将产生重大不利影响。

（三）本次收购交易的必要性和商业合理性

综合前述分析，本次收购交易的必要性和商业合理性说明如下：

1、市场需求旺盛，上市公司亟需扩充产能

无论是传统烟草工业用纸市场，还是医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印

纸等新兴市场，全球范围内均存在持续增长的市场需求，行业整体竞争较为激烈。经过多年发展，虽然上市公司的市场份额已位居行业前列，但产能瓶颈问题已制约其进一步发展。上市公司存在较为强烈的新增产能需求，扩充产能可保障上市公司着力新产品研发，为上市公司整体经营提供烟草工业用纸、新型特种纸等多维度产品支撑。

2、收购标的公司是上市公司扩充产能最具经济效益的方式

虽然标的公司历史经营状况较差，但其仍然拥有多年卷烟配套用纸生产的历史积淀。通过技改方案的实施，标的公司各产线总共能为上市公司提供超 5 万吨/年的产能贡献，基于上市公司目前的产能情况，标的公司产能将成为上市公司产能的重要组成部分。如果上市公司通过自建产线的方式新增产能，不但需要投入大额资金，还存在较大的审批难度和较长的建设周期，不利于上市公司快速拓展市场，经济效益较差。

3、标的公司生产设备具有先进性，收购利用价值较高

标的公司早年从法国 Allimand、德国 Voith、德国 Geobel 等公司进口引进了高端造纸设备，但由于造纸行业生产设备整体更新迭代较慢，近几十年来未出现显著技术迭代，标的公司所拥有的设备仍然代表了目前行业的先进水平，其产品稳定性、成本控制仍超过现有国产装备。此外，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 年方恢复生产，在此期间机器设备常年闲置，实际磨损程度较低，另外前述设备经历年维护、保养及技术改造，整体使用状况良好。因此，标的公司生产设备目前仍较为先进且总体成新率较好，上市公司收购利用价值较高。

4、标的公司的地域优势对上市公司具有重要战略意义

标的公司地处成都平原腹地，与上市公司位置形成天然互补，有助于上市公司形成“一南一北”的战略区域布局。一方面，英美烟草等国际大型客户为了防止供应商的自然灾害风险，要求供应商在异地 1,000 公里外建立分厂以保证产品按时交付，收购标的公司将有助于上市公司成为国际大型烟草客户的核心供应商，从而直接提升上市公司的订单量和市场份额；另一方面，成都地区出口运输较为便利，且距离云南中烟、四川中烟等国内排名靠前的几大中烟公司较近，可以有

效解决上市公司与国内外客户运输距离过长导致的成本劣势的问题，对于维护上市公司客户稳定性、保证其市场份额能够起到有力支撑作用。收购标的公司后，上市公司将形成多区域产能布局，增加恒丰纸业的品牌稳定性和全球影响力。

5、构建协同效应，提升上市公司核心竞争力

自标的公司由上市公司实施托管经营以来，业务发展步入正轨，经营业绩逐步改善，目前已具备较大并购价值。单纯的委托加工合作模式只是让标的公司成为上市公司的供应商，未来的产能供应及资源共享均存在不确定性，难以在研发、供应链、营销等全价值链形成强协同效应。本次交易完成后，上市公司将通过对标的公司产品、市场、产能等各个要素的深度整合，实现特种纸主业补链强链，推动上市公司资产规模扩大、业务收入增长、市场份额提升，增强上市公司整体竞争实力以及抗风险能力。

6、收购标的公司是巩固上市公司行业地位的有效方式

受产业政策、地域条件及历史机遇等多重因素限制，国家烟草专卖局颁发的卷烟纸生产专卖许可为稀缺牌照，除标的公司和红塔蓝鹰外，未有同行业企业在西南地区形成实质性产能布局。本次收购交易有助于上市公司进一步巩固在烟草工业用纸等特种纸领域的长期领先地位，如不能尽快实现并购整合而被同行业竞争对手收购，竞争对手获取标的公司的稀缺牌照和业务资源后，将对上市公司未来业务发展产生较大不利影响。

7、标的公司未来可作为上市公司重要的人才储备中心

特种纸行业需要长期的技术与经验积累，专业人才对于烟草工业用纸等特种纸厂商而言尤为重要，因此上市公司高度重视人才梯次结构和中高层队伍建设。由于区域性原因，上市公司所处的东北地区人口老龄化进程加快，人才供给呈现逐步减少的趋势，已难以充分满足上市公司在业务拓展与创新研发上的长期需求。成都作为西南地区核心城市，人才储备充沛、人才结构多元，在支撑外贸业务拓展与研发创新突破方面拥有显著优势。未来，标的公司可作为上市公司的外贸中心和研发中心，为上市公司突破人才供给瓶颈、实现业务高质量发展注入强劲动力。

八、标的公司取得烟草专卖生产企业许可证的过程，许可证续期换发情况，结合标的公司主营业务和产品说明本次交易是否符合国家产业政策和法律法规规定

（一）标的公司取得烟草专卖生产企业许可证的过程，许可证续期换发情况

标的公司设立于 1990 年 10 月，设立时为中外合资企业。标的公司在设立过程中，按照当时的法规和要求，履行了相关投资审批手续。1990 年 6 月，成都市经济委员会向成都市轻工局下发批复（成经技改（90）字第 123 号），同意成都市造纸工业公司（以下简称“成都造纸”）与香港合资生产高速卷烟用纸的立项报告。1990 年 8 月，成都市对外经济贸易委员会下发《关于中外合资企业<四川锦丰纸业有限公司>合同、章程的批复》（成经贸资[90]字第 120 号），同意锦丰有限股东出资等事宜。

锦丰纸业于 1992 年 5 月取得国家烟草专卖生产企业许可证，具体如下：

主体	资质证书名称	生产品种	证书编号	颁发机关	发证时间	有效期
锦丰有限	烟草专卖生产企业许可证	卷烟盘纸	国烟专产字第 042242 号	国家烟草专卖局	1992.05.13	1992.05.13 至 1996.12.31

后因标的公司不能偿还到期债务，2012 年 11 月 8 日，成都市中级人民法院作出《民事裁定书》（（2012）成民破字第 1 号），裁定受理对标的公司的重整申请，标的公司进入破产程序。根据《重整计划（草案）》描述，标的公司持有国家烟草专卖局颁发的《烟草专卖生产企业许可证》，具有重整价值。

2013 年 12 月 27 日，经成都市中级人民法院裁定，批准《重整计划（草案）》，交易对方张华、竹浆纸业成为标的公司的股东。

2016 年 12 月，经成都市中级人民法院裁定，标的公司破产程序终结。

基于前述背景，在标的公司破产重整前，因现股东和管理团队尚未控制标的公司、参与管理标的公司，标的公司 1996 年底至 2009 年期间换发的《烟草专卖生产企业许可证》未留存复印件，在现股东和管理团队控制、管理标的公司后，规范相关资料复印件留存工作。因此以下仅列示 2009 年 6 月之后续期、换发情况：

主体	资质证书名称	许可范围	证书编号	颁发机关	发证时间	有效期
锦丰纸业	烟草专卖生产	卷烟纸生产	1151010565	国家烟草	2009.06.26	2009.06.26 至

主体	资质证书名称	许可范围	证书编号	颁发机关	发证时间	有效期
	企业许可证	销售		专卖局		2014.06.26
锦丰纸业	烟草专卖生产企业许可证	卷烟纸生产销售	1151010565	国家烟草专卖局	2014.06.18	2014.06.18 至 2015.06.18
锦丰纸业	烟草专卖生产企业许可证	卷烟纸生产销售	1151010565	国家烟草专卖局	2015.06.08	2015.06.08 至 2020.06.08
锦丰纸业	烟草专卖生产企业许可证	卷烟纸生产销售	1151010565	国家烟草专卖局	2020.06.09	2020.06.09 至 2021.06.08
锦丰纸业	烟草专卖生产企业许可证	卷烟纸生产销售	1151010565	国家烟草专卖局	2021.05.21	2021.05.21 至 2024.06.08
锦丰纸业	烟草专卖生产企业许可证	卷烟纸生产销售	1151010565	国家烟草专卖局	2023.12.20	2021.05.21 至 2024.06.08
锦丰纸业	烟草专卖生产企业许可证	卷烟纸生产销售	1151010565	国家烟草专卖局	2024.05.29	2024.05.29 至 2029.05.16

注：标的公司于 2023 年 12 月换发《烟草专卖生产企业许可证》系因法定代表人发生变更。

标的公司自 1992 年取得《烟草专卖生产企业许可证》，至 2024 年 5 月新换发取得《烟草专卖生产企业许可证》，有效期至 2029 年 5 月，标的公司持有的《烟草专卖生产企业许可证》合法、有效。

（二）结合标的公司主营业务和产品说明本次交易是否符合国家产业政策和法律法规规定

1、本次交易符合国家产业政策

标的公司主要从事卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸等特种纸的生产与销售。根据国家统计局发布的《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017），标的公司所处行业为“C22 造纸和纸制品业”中的“C2221 机制纸及纸板制造”。根据中国上市公司协会公布的《上市公司行业统计分类指引》，标的公司所处行业为“C22 造纸和纸制品业”中的“C222 造纸”。

国家不断出台并规范造纸行业发展，相关产业政策如下：

序号	文件名	主要相关内容	发布单位
1	《关于印发工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》	造纸行业设备的主要发展方向包括：磁悬浮透平风机、永磁电机、高效双辊洗浆机、高端膜转移脱胶机、电磁加热压光机、高速靴式压榨机、智能化能源管控系统等高端节能设备，自动化输送包装及仓储系统、全自动造纸备料上料系统等自动化设备，单条化学浆 30 万吨/年及以上、化学机械纸浆 10 万吨/年及以上、化学竹浆 10 万吨/年及以上等先进生产线设备，符合取（用）水定标准节水设备等	工信部 2024 年 9 月

序号	文件名	主要相关内容	发布单位
2	《排污许可证申请与核发技术规范造纸和纸制品业（征求意见稿）》	规定造纸和纸制品业排污单位排污许可证申请与核发的基本情况填报要求、许可排放限值规定、实际排放量核算等要求	生态环境部 2024 年 8 月
3	《关于进一步强化碳达峰碳中和标准计量体系建设行动方案（2024-2025 年）》	修订提高制浆造纸等重点行业单位产品能源消耗限额标准，全面提升能效水平，基本达到国际先进水平。修订完善能源计量、监测、审计等节能配套标准	国家发展改革委、市场监管总局、生态环境部 2024 年 7 月
4	《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	目录将先进制浆、造纸设备开发与制造、纸塑基多层复合等新型包装材料列为轻工产业的鼓励类项目	国家发改委 2023 年 12 月
5	《造纸行业“十四五”及中长期高质量发展纲要》	中国造纸协会将“十四五”及以后的发展总体目标升级为锚定 2035 年远景目标和 2060 年碳中和目标，定位自身竞争优势，科学制定行业的路线、方针、政策和战略，做好中长期规划，打造低碳环保可持续发展的绿色纸业	中国造纸协会 2021 年 12 月
6	《国家烟草专卖局关于卷烟纸和滤嘴棒及烟用丝束生产企业许可证审批有关事项的通知》	除确有重大技术创新，拥有国际领先的生产技术、生产工艺、产品具有明显的经济技术优势的，原则上不再新办从事卷烟纸生产的烟草专卖许可证，需持续提升行业内卷烟纸生产企业技术创新能力，稳定市场供应，强化质量保障	国家烟草专卖局 2020 年 11 月

标的公司深耕造纸行业，主要从事卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸等特种纸的生产与销售，主营产品工艺流程包括打浆、脱水、烘干、卷曲、分切、打件包装，生产经营符合国家产业政策。

根据国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2024 年本）》，标的公司所处行业及主要产品不属于限制类、淘汰类产业，具体情况如下：

主要产品	是否属于限制类、淘汰类产业
卷烟纸	否
普通成形纸	否
高透成形纸	否
其他特种纸	否

2、本次交易符合相关法律法规规定

本次交易符合环境保护有关法律和行政法规的规定。本次交易标的公司所属行业不属于重污染行业，报告期内，标的公司不存在因违反国家环境保护相关法律、法规及规范性文件而受到相关环保部门行政处罚的情形。本次交易符合有关

环境保护的法律和行政法规的相关规定。

本次交易符合土地管理有关法律和行政法规的规定。报告期内，标的公司在经营过程中不存在因违反土地管理方面法律法规而受到行政处罚的情况，不存在违反土地管理方面法律法规的违法违规行为。本次交易符合有关土地管理方面法律法规的规定。

本次交易符合反垄断有关法律和行政法规的规定。根据《中华人民共和国反垄断法》《国务院关于经营者集中申报标准的规定》和其他反垄断行政法规的相关规定，本次交易未触发需向主管部门申报经营者集中的标准，因此本次交易不涉及反垄断审查，符合反垄断有关法律和行政法规的规定。

本次交易符合国家有关外商投资、对外投资的法律和行政法规的规定。本次交易为上市公司通过发行股份购买资产的方式，收购竹浆纸业、张华持有的锦丰纸业 100%股权。不涉及外商投资上市公司事项或上市公司对外投资事项，不存在违反有关外商投资、对外投资等法律和行政法规的规定的情形。

综上所述，本次交易符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断、外商投资、对外投资等法律和行政法规的规定。

九、模拟测算标的公司长期资产增值折旧摊销对预测期业绩的具体影响和预计消除时间，上市公司拟采取提升每股收益的具体措施和计划，本次交易是否有助于提高上市公司质量，能否实现补链强链，以及针对收购未盈利资产的投资者保护相关安排

（一）模拟测算标的公司长期资产增值折旧摊销对预测期业绩的具体影响和预计消除时间

1、模拟测算标的公司长期资产增值折旧摊销对预测期业绩的具体影响

标的公司长期资产增值导致上市公司预测期备考合并财务报表折旧摊销将会增加，进而影响预测期各期相关成本费用增长，影响预测期业绩下降，具体影响如下：

单位：万元

预测期	固定资产累计折旧			无形资产摊销			合计影响
	固定资产账面数	固定资产公允价值	增值影响	无形资产账面	无形资产公允价值	增值影响	

				数			
2025 年 6-12 月	784.66	1,628.07	843.41	27.31	125.17	97.86	941.26
2026 年度	1,324.48	3,906.57	2,582.09	46.82	214.57	167.76	2,749.85
2027 年度	1,260.75	2,900.87	1,640.12	46.82	214.57	167.76	1,807.88
2028 年度	619.63	1,580.88	961.24	46.82	214.57	167.76	1,129.00
2029 年度	447.80	1,501.26	1,053.46	46.82	214.57	167.76	1,221.22
2030 年度	441.45	1,266.09	824.64	46.82	214.57	167.76	992.40
合 计	4,878.77	12,783.74	7,904.96	261.41	1,198.02	936.66	8,841.61

注：以上账面数系按账面资产价值和标的公司的折旧或摊销政策计算的各期应计提固定资产累计折旧金额或无形资产摊销金额；固定资产公允价值、无形资产公允价值系按评估增值后的资产价值根据备考财务报告口径的固定资产和无形资产的价值及摊销政策模拟计算的预测期固定资产累计折旧金额或无形资产摊销金额

从上表可以看出，因标的公司长期资产增值折旧摊销影响预测期各期固定资产累计折旧和无形资产累计摊销金额要大于按账面价值相应计提的金额，从而影响预测期上市公司备考财务报表业绩下降，但随着相关资产累计折旧或累计摊销年限到期或相关资产被处置，影响数将逐渐下降。

2、标的公司长期资产增值折旧摊销影响的预计消除时间

根据备考报表财务数据，报告各期归属于母公司股东的净利润分别由交易完成前 **11,581.97 万元、6,893.71 万元**下降至交易完成后 **9,492.06 万元及 6,121.28 万元**，同时基本每股收益分别由交易完成前 **0.39 元/股、0.23 元/股**下降至交易完成后 **0.29 元/股及 0.19 元/股**。

交易完成后，上市公司归母净利润下降的主要原因系合并报表层面以公允价值计量标的公司房产土地及机器设备折旧摊销的影响，而本次交易资产基础法评估下资产增值总额为 **19,295.81** 万元，长期资产折旧摊销金额大幅增加。交易完成后，上市公司每股收益下降的原因除了归母净利润下降外，由于本次发行股份导致的上市公司股份数增加，故每股收益会有所下降。

按照保守估计，假设上市公司未来五年净利润（不考虑锦丰纸业）与 2024 年度归母净利润 11,581.97 万元持平，且本次交易完成后上市公司股份总数不再发生变化，基于标的公司的盈利预测以及上述模拟测算未来五年（含 2025 年）折旧摊销影响数及递延所得税负债转回影响，上市公司收购标的公司后合并层面的净利润及每股收益情况测算如下：

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
锦丰纸业净利润（万元）/①	**129.28**	**3,328.05**	**5,045.59**	**5,944.94**	**5,847.52**
恒丰纸业归属于母公司股东的净利润（万元）/②	11,581.97	11,581.97	11,581.97	11,581.97	11,581.97
因评估增值导致的折旧摊销对利润的影响（万元）/③	**-2,606.69**	**-2,749.85**	**-1,807.88**	**-1,129.00**	**-1,221.22**
因评估增值导致的递延所得税负债的转回金额影响（万元）/④=-③*25%	**651.67**	**687.46**	**451.97**	**282.25**	**305.31**
交易完成后合并层面恒丰纸业归属于母公司股东的净利润（万元）/⑤=①+②+③+④	**9,756.23**	**12,847.63**	**15,271.65**	**16,680.16**	**16,513.58**
恒丰纸业股份总数（万股）/⑥	**32,953.65**	**32,953.65**	**32,953.65**	**32,953.65**	**32,953.65**
恒丰纸业基本每股收益（元/股）/⑦=⑤/⑥	**0.30**	**0.39**	**0.46**	**0.51**	**0.50**

预计到2026年，上市公司的归母净利润将超过交易前一个完整年度（即2024年的11,581.97万元）的归母净利润，上市公司的基本每股收益将持平交易前一个完整年度（即2024年的0.39元/股）的基本每股收益。因此，标的公司长期资产增值折旧摊销对上市公司业绩的影响预计在2026年消除。**此外，在2026年PM2、PM3及PM4按照评估预测实现销售收入的情况下，PM1生产线销量达到11,100吨（约为满产满销30,000吨的37%）的情况下，标的公司利润即可达到盈亏平衡点（考虑标的资产评估增值增加折旧摊销的影响），从而不导致上市公司合并层面净利润下降。**

综上，本次交易完成后，短期内虽然上市公司利润水平和每股收益会有所下降，但随着后续上市公司合并层面标的公司长期资产增值折旧摊销影响因素消除，以及标的公司自身盈利能力逐步释放，同时发挥与标的公司协同整合效应，长期来看上市公司整体盈利能力将得到有效提升。

（二）上市公司拟采取提升每股收益的具体措施和计划

1、加快完成对标的公司的整合，提升上市公司整体经营效率

本次交易完成后，标的公司将成为上市公司全资子公司，上市公司将在保证对标的公司控制力及其经营稳定性的前提下，加强南北两地协同与融合，提升上市公司整体经营效率。在业务方面，上市公司将进一步把握标的公司的经营管理

和业务方向，将标的公司纳入上市公司统一战略发展规划中，在采购、生产、销售、运营等方面实现更全面的资源共享和优势互补；在资产方面，上市公司将加快对标的公司各类资产的全面梳理、整合，进一步优化资源配置，提高资产利用率；在财务方面，上市公司将按照自身财务制度规范标的公司日常经营活动中的财务运作，提高公司整体的资金运用效率；在人员方面，上市公司将考虑适时引进优质人才，以丰富和完善标的公司的团队，为标的公司的经营提供足够的支持；在机构方面，上市公司将进一步完善标的公司内部管理制度，优化组织结构，促进标的公司管理的稳定及规范运行。

2、积极拓展特种纸主业市场，提升上市公司盈利能力

本次交易完成后，上市公司将基于特种纸主业发展基础，积极寻求增量市场，扩大市场规模，进一步提升市场份额及品牌影响力，提高市场竞争力及盈利能力。面向国内市场，上市公司将继续稳固领先地位，加强关键客户服务和交流，重点深耕高份额区域的开发工作，盯紧市场变化和用户需求，及时调整营销策略，保持公司在国内市场的长期领先地位，进一步做强特种纸实力；面向国际市场，上市公司将紧跟国际烟草发展趋势，挖掘市场潜力，加大市场开发力度，主动参与客户迭代产品，持续保持销量增长势头；面向新品市场，上市公司将健全市场化产品运营机制，强化资金风险管控，增强市场竞争能力，大力拓展非烟市场，继续发挥产销研联动的资源优势，将产品质量优势转化为成本优势和效益优势，为下一步规模提升和效益增长奠定市场基础。

3、不断完善公司治理，为公司发展提供制度保障

上市公司已建立了较为完善的法人治理结构，日常经营管理运作规范，具备完善、高效的股东会、董事会和经理层的运行机制，设置了与上市公司经营相适应的、独立高效的组织机构，并制定了相应的岗位职责，各职能部门之间职责明确、相互协同。上市公司组织机构设置合理、运行有效，股东会、董事会和经理层之间权责分明、相互制衡、运作良好，形成了一套合理、完整、有效的公司治理与经营管理框架。本次交易完成后，上市公司将继续严格遵守资本市场相关法律法规、规范性文件的规定，不断完善公司治理结构，切实保护投资者尤其是中小投资者权益，为公司持续发展提供制度保障。

4、积极完善利润分配政策，强化投资者回报机制

为完善利润分配制度，推动上市公司建立更为科学、合理的利润分配和决策机制，更好地维护股东和投资者的利益，根据《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》（证监发[2012]37 号）《上市公司监管指引第 3 号—上市公司现金分红》（证监会公告[2023]61 号）的要求及其他相关法律法规、规范性文件的要求，并结合实际情况，上市公司在《公司章程》中对利润分配政策和现金分红等条款进行了明确。本次交易完成后，上市公司将严格执行相关利润分配政策，重视对投资者的合理回报，兼顾全体股东的整体利益及公司的可持续发展。

（三）本次交易是否有助于提高上市公司质量，能否实现补链强链

上市公司主要从事特种纸、纸浆的生产和销售，是国内首家通过科技部和中科院认定的造纸行业重点高新技术企业，是中国卷烟直接材料用纸研发和生产的领军企业，卷烟纸销量持续保持全球领先地位。

本次交易标的公司锦丰纸业是经国家烟草专卖局批准的专门从事高级卷烟纸及卷烟配套用纸生产与销售的企业，目前主要产品包括卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸等特种纸。上市公司通过本次交易进行同业整合，可以有效利用标的公司的业务与资源优势，实现双方在技术、产品、市场、产能等资源的有效整合，助力上市公司在生产能力、区域布局、产品结构等多方面实现补链强链，增强上市公司核心竞争力及抵御经营风险的能力，具体如下：

1、提高上市公司生产能力，突破现有产能瓶颈

随着下游客户需求的增长，上市公司产线长期处于高负荷运转状态，2024 年总体产能利用率为 95.12%，难以有效满足新增的市场需求。收购标的公司后，上市公司不但能增加传统烟草工业用纸产品的生产能力，还能大规模量产无铝衬纸、医用透析纸、无涂层热转印纸等新型产品，有助于上市公司突破产能瓶颈问题、加速开拓新兴业务，企业规模再上新台阶。

2、依托地理位置优势，降低企业运营成本

标的公司位于我国西南部的四川省成都市，地理位置与位于东北地区的上市公司形成天然互补，该区域也是上市公司重点布局区域。成都拥有中欧班列国家级陆港型物流枢纽，出口运输较为便利，随着近年来上市公司境外业务的高速发

展，标的公司天然的地理位置优势能够显著降低欧洲、东南亚等国家的运输成本。同时标的公司距离云南中烟、四川中烟等国内排名靠前的几大中烟公司较近，可以有效解决西南地区客户运输距离过长导致的成本劣势的问题。

3、优化产品结构布局，提高上市公司质量

标的公司拥有卷烟纸生产专卖许可和多年卷烟配套用纸生产的历史积淀，生产的产品与公司主要系列产品相近，相较其他同行业公司更具协同优势。本次交易有助于标的公司产品结构的迅速调整，从而更好地满足客户需求。本次交易完成后，上市公司将通过对标的公司产品、市场、产能等各个要素的深度整合，实现特种纸主业补链强链，推动上市公司资产规模扩大、业务收入增长、市场份额提升，增强上市公司整体竞争实力以及抗风险能力。

（四）针对收购未盈利资产的投资者保护相关安排

针对本次收购未盈利资产，本次交易中将采取以下安排和措施：

1、严格履行上市公司信息披露义务

上市公司已切实按照《证券法》《重组管理办法》《上市公司信息披露管理办法》《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 6 号——重大资产重组》《26 号准则》的有关要求履行了信息披露义务。本重组报告书披露后，上市公司将继续严格履行信息披露义务，按照法律、法规及规范性文件的有关要求，及时、准确、公平地向所有投资者披露可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件以及本次交易的进展情况。

2、聘请具备相关从业资格的中介机构

本次交易中，上市公司聘请具有专业资格的独立财务顾问、法律顾问、审计机构、评估机构等，对本次重组方案及全过程进行监督并出具专业意见，确保本次交易定价公允、公平、合理，不损害上市公司股东的利益。

3、严格执行相关审议程序

上市公司在本次交易进程中严格遵守《公司法》《重组管理办法》等法律、法规的有关要求，严格履行相关审议程序。本次交易构成关联交易，其实施将执行法律、法规以及上市公司内部对于关联交易的审批程序。上市公司已召开十一

届董事会第五次会议、十一届董事会第八次会议、十一届董事会第十次会议并审议通过本次交易事项；在董事会会议召开前，独立董事针对本次交易召开了专门会议并形成审核意见；本次交易的议案已提交上市公司股东会并通过表决。

4、股东会表决及网络投票安排

上市公司将根据中国证监会《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》等有关规定，采用现场投票和网络投票相结合的表决方式，为参加股东会的股东提供便利，充分保障中小投资者行使其投票权。

5、锁定期安排

本次发行股份购买资产的交易对方对其认购的股份出具了股份锁定承诺，具体如下：

交易对方在本次交易中以标的公司股权认购取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起 36 个月内不得转让。

本次发行结束后，通过本次交易取得的上市公司股份由于上市公司派息、送红股、转增股本或配股等原因增加的，亦应遵守上述约定。在上述锁定期限届满后，其转让和交易依照届时有效的法律和上交所的规则办理。

若中国证监会及/或上交所对于上述锁定期安排有不同意见，交易对方同意按照中国证监会及/或上交所的意见对锁定期安排进行调整并予以执行。

6、确保本次交易的定价公平、公允

上市公司聘请符合《证券法》规定的独立财务顾问、法律顾问、审计机构、评估机构等中介机构对本次交易出具专业意见，以确保标的资产定价公允、公平，定价过程合法合规，不损害上市公司股东利益。

7、制定填补摊薄即期回报的措施

（1）填补摊薄即期回报的措施

为防范本次交易可能造成摊薄即期回报的风险，上市公司制定了填补摊薄即期回报的措施，具体情况如下：

1）加快完成对标的公司的整合，提升上市公司盈利能力

本次交易完成后，标的公司将成为上市公司全资子公司，上市公司将在保证对标的公司控制力及其经营稳定性的前提下，加快对标的公司采购、销售、财务、信息系统及日常经营管理的全面梳理、整合，最大化发挥规模效应及业务协同，稳步推进并实施上市公司发展战略，提升上市公司经营效率，扩大市场规模，进一步提升市场份额及品牌影响力，提高上市公司市场竞争力及盈利能力。

2）不断完善公司治理，为上市公司发展提供制度保障

上市公司已建立了较为完善的法人治理结构，日常经营管理运作规范，具备完善、高效的股东会、董事会和经理层的运行机制，设置了与上市公司经营相适应的、独立高效的组织机构，并制定了相应的岗位职责，各职能部门之间职责明确、相互协同。上市公司组织机构设置合理、运行有效，股东会、董事会和经理层之间权责分明、相互制衡、运作良好，形成了一套合理、完整、有效的公司治理与经营管理框架。上市公司将继续严格遵守资本市场相关法律法规、规范性文件的规定，不断完善公司治理结构，切实保护投资者尤其是中小投资者权益，为上市公司持续发展提供制度保障。

3）积极完善利润分配政策，强化投资者回报机制

为完善上市公司利润分配制度，推动上市公司建立更为科学、合理的利润分配和决策机制，更好地维护股东和投资者的利益，根据《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》（证监发[2012]37 号）《上市公司监管指引第 3 号—上市公司现金分红》（证监会公告[2023]61 号）的要求及其他相关法律法规、规范性文件的要求，并结合实际情况，上市公司在《公司章程》中对利润分配政策和现金分红等条款进行了明确。上市公司将严格执行相关利润分配政策，重视对投资者的合理回报，兼顾全体股东的整体利益及公司的可持续发展。

（2）相关主体对填补回报措施能够得到切实履行作出的承诺

根据中国证监会相关规定，上市公司间接控股股东黑龙江省新产投集团、直接控股股东恒丰集团和上市公司董事、高级管理人员为确保公司填补即期回报措施能够得到切实履行作出承诺，具体如下：

1）黑龙江省新产投集团及恒丰集团承诺

①本公司承诺继续保持上市公司的独立性。

②本公司承诺不越权干预上市公司经营管理活动，不得侵占上市公司利益。

③自本承诺函出具日至上市公司本次交易完成前，若中国证券监督管理委员会或上海证券交易所作出关于填补回报措施及其承诺的其他新的监管规定的，且上述承诺不能满足中国证券监督管理委员会或上海证券交易所该等规定时，本公司届时将按照中国证券监督管理委员会或上海证券交易所的最新规定出具补充承诺。

④如本公司违反上述承诺并给上市公司或投资者造成损失的，本公司愿意承担相应的法律责任。

2）上市公司董事、高级管理人员承诺

①本人承诺不无偿或以不公平条件向其他单位或者个人输送利益，也不采用其他方式损害公司利益。

②本人承诺对本人的职务消费行为进行约束。

③本人承诺不动用公司资产从事与履行职责无关的投资、消费活动。

④本人承诺支持董事会或薪酬与考核委员会制定的薪酬制度与公司填补回报措施的执行情况相挂钩。

⑤若公司未来拟实施股权激励措施，本人承诺支持公司股权激励的行权条件与公司填补回报措施的执行情况相挂钩。

⑥自本承诺函出具日至上市公司本次交易完成前，若中国证券监督管理委员会或上海证券交易所作出关于填补回报措施及其承诺的其他新的监管规定的，且上述承诺不能满足中国证券监督管理委员会或上海证券交易所该等规定时，本人届时将按照中国证券监督管理委员会或上海证券交易所的最新规定出具补充承诺。

⑦如本人违反上述承诺并给上市公司或投资者造成损失的，本人愿意承担相应的法律责任。

8、其他保护投资者权益的措施

上市公司、交易对方及标的公司承诺保证提供信息的真实、准确和完整，保证不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并声明承担个别和连带的法律责

任。

综上所述，上市公司已根据自身经营特点制定了投资者保护相关安排，相关主体出具了承诺。同时，结合本次交易收购未盈利资产的背景，上市公司与交易对方协商延长了锁定期，以更好保护中小投资者权益，本次收购未盈利资产的投资者保护安排充分。

十、交易完成后，上市公司对标的公司业务定位、重大经营决策机制、资产、机构、人员、财务等具体调整计划，是否存在整合管控风险

（一）上市公司对标的公司业务定位、重大经营决策机制、资产、机构、人员、财务等具体调整计划

交易完成后，上市公司对标的公司业务定位、重大经营决策机制、资产、机构、人员、财务等具体调整计划如下：

1、业务定位调整计划

本次交易完成后，标的公司将成为上市公司子公司，上市公司将进一步把握标的公司的经营管理和业务方向，将标的公司纳入统一战略发展规划中。短期内，标的公司将作为上市公司的重要生产基地，补充上市公司产能；长期来看，上市公司将形成“西南-东北”双线布局，在产品协同开发、业务拓展、业务管理等方面与标的公司进行深度融合，丰富公司产品线，增强客户黏性，进一步扩大上市公司业务、资产与用户规模，增强盈利能力与核心竞争力。

2、重大经营决策机制调整计划

本次交易完成后，上市公司将直接持有标的公司 100%股权，上市公司拟对标的公司的《公司章程》进行修改。上市公司作为唯一股东，可直接行使全部职权，包括决定标的公司的经营方针、增减注册资本、投资计划、审议批准财务预算等重大事项，其作出的书面决定具有与股东会决议同等的法律效力。

3、资产调整计划

本次交易完成后，上市公司将稳步推进标的公司各项资产的有序整合，并在上市公司的统一管理下开展经营。标的公司重要资产的购买和处置等事项须按照上市公司相关治理制度履行审批程序。上市公司将依据标的公司的业务开展情况，

结合自身的资产管理经验，对其资产管理提出优化建议，并根据需要委派人员进行策划和辅导，以提高资产管理效率，实现资产配置的利益最大化。

4、机构调整计划

本次交易完成后，上市公司将保持标的公司现有内部组织机构的稳定性，并在现有基础上进行整合，实施扁平化的管理机构，例如取消标的公司董事会和监事会设置，仅设一名执行董事，为上市公司未来高效管理提供基础保障。同时，上市公司将根据自身战略规划决定聘任标的公司财务、人力等经营层及日常运营的管理人员，制定人员编制，确保与上市公司的管理协调统一、有效结合。

5、人员调整计划

本次交易完成后，标的公司仍将以独立法人主体的形式存在，上市公司将在保持标的公司管理层及现有团队基本稳定、给予管理层充分发展空间的基础上，为标的公司的业务发展和运营提供足够的支持。双方将利用上市公司的品牌效应和资本平台等优势，通过多种方式引入优秀人才，进一步增强标的公司的经营团队实力和人才凝聚力。

6、财务调整计划

本次交易完成后，标的公司将纳入上市公司合并财务报表范围，接受上市公司统一的财务管控。一方面，标的公司将严格执行上市公司的财务管理制度，定期向上市公司报送财务报告和相关财务资料，接受上市公司年度审计和内部控制评价，防范财务风险；另一方面，标的公司的财务内控系统将接入上市公司体系，参照上市公司的内控标准，对经营进行日常管理，提升财务效率。

（二）整合管控风险情况

上市公司在特种纸尤其是卷烟纸领域具有多年的经营管理经验，现已成为中国卷烟直接材料用纸研发和生产的领军企业，生产规模与综合实力位居行业前列。标的公司作为同行业企业，其主要原材料、产品、生产工艺等方面与上市公司具有较大相似性，且双方在标的公司托管期间建立了紧密的业务合作及沟通交流关系，为双方整合提供了坚实的基础。上市公司在本次交易后的整合过程中将制定明确的业务整合目标与战略，从业务、资产、财务、人员、机构等方面采取灵活的整合措施，建立整合沟通机制，确保双方在产品、市场、产能等方面的资源能

够形成优势互补，提升经营效率。因此，本次交易整合管控风险相对较小。

上市公司已在重组报告书之“第十二节 风险因素”之“二、与标的公司相关风险”之“（五）本次交易后的整合风险”对本次整合管控风险进行提示。

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，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、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；

2、访谈上市公司与标的公司相关人员，了解双方签订托管协议、合作意向备忘录等的背景及相关约定的原因，分析委托经营与并购交易是否属于一揽子安排；

3、查阅标的公司股东大会和董事会等会议文件及标的公司组织架构图、托管委员会人员组成等文件；

4、分析上市公司是否实际控制标的公司，并结合企业会计准则的相关规定分析上市公司是否应将标的公司纳入财务报表合并范围；

5、访谈上市公司、标的公司相关人员，了解上市公司报告期内各产线产能产量情况及上市公司客户拓展及未来预计订单情况；

6、通过视频方式访谈标的公司医用透析纸和无涂层热转印纸意向客户，对意向客户基本情况、主营业务、未来向恒丰纸业拟采购何种产品、预计采购情况（包括采购产品种类、数量）进行询问，确认意向客户未来订单量。访谈确认的采购意向占医用透析纸和无涂层热转印纸总采购意向的比例为 100%。

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、访谈上市公司相关人员并获取相应测算表，了解自建产线和委托加工与并购标的公司在资金投入、业务模式等方面的区别；

9、查阅标的公司取得、换发的烟草专卖生产许可证，就烟草专卖生产许可证取得、换发情况，访谈标的公司有关人员；

10、获取和检查标的公司长期资产增值折旧摊销模拟测算表，并检查分析长期资产增值折旧摊销对预测期业绩的具体影响和预计消除时间；

11、查阅重组报告书，并访谈上市公司管理层，了解上市公司本次交易的目的以及拟采取提升每股收益的具体措施和计划，以及针对收购未盈利资产的投资者保护相关安排；

12、查阅上市公司和标的公司部门设置、主要产品、产能配置情况，通过访谈了解双方未来协同和整合计划。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、公司已在重组报告书中补充披露合作意向备忘录的签订背景、原因及主要内容，与托管期间双方合作模式、业务定位、销售、生产、定价、财务、人员、机构等安排的差异对比；

2、公司已说明上市公司与标的公司签订托管协议的背景和原因，双方接洽的具体过程，对于合作模式、托管费用、人员管理、销售及生产安排和定价模式的具体约定以及相关约定的原因，经核查，委托经营与本次交易的关系不是一揽子安排；

3、托管期间，标的公司的股东大会、董事会正常运作，不受上市公司影响，公司治理独立于上市公司，托管委员会在董事会授权下，决定标的公司的经营管理事项，总经理等高级管理人员负责日常经营管理；托管委员会是标的公司董事会的授权机构，不能代为行使股东大会、董事会职权；标的公司由竹浆纸业及其实际控制人张华控制，上市公司并没有实际控制标的公司，未将标的公司纳入合并财务报表范围符合会计准则要求；

4、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，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；

5、公司已说明烟草工业用纸及其他特种纸的产能分布、产能利用率及相关

产品的销售预期和产能规划安排，目前上市公司没有新建的产能，未来三年内不需要进一步追加投入；

6、公司已说明医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等新产品的市场空间及竞争格局，技术和客户储备及在手订单情况，标的公司机器设备成新率、技术产品相较于同行业竞品具备先进性，市场前景较好；

7、公司已结合造纸行业发展周期、上市公司未来产品领域拓展、业务发展规划以及行业内惯用合作模式，说明本次收购与自建和委托加工等模式的对比，本次收购具有必要性和商业合理性；

8、标的公司自 1992 年取得《烟草专卖生产企业许可证》，至 2024 年 5 月新换发取得《烟草专卖生产企业许可证》，有效期至 2029 年 5 月，标的公司持有的《烟草专卖生产企业许可证》合法、有效；本次交易符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断、外商投资、对外投资等法律和行政法规的规定；

9、公司已模拟测算标的公司长期资产增值折旧摊销对预测期业绩的具体影响和预计消除时间准确，上市公司已制定了提升每股收益的具体措施和计划，本次交易有助于提高上市公司质量，能实现补链强链，上市公司已制定针对收购未盈利资产的投资者保护相关安排；

10、本次交易完成后，上市公司将制定明确的业务整合目标与战略，从业务、资产、财务、人员、机构等方面采取灵活的整合措施，本次交易不存在重大整合管控风险。

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）分立时对标的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：

一、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

（一）标的公司破产重整的背景和原因

自 2007 年 12 月起，锦丰纸业、锦丰创新和锦丰斯贝克（以下简称“锦丰关联公司”）的流动资金出现严重短缺，同时 PM3、PM4 生产线开工不足，导致锦丰关联公司出现亏损。2009 年 5 月，因锦丰关联公司原管理团队内部管理不善、投资建设进程较快、资金周转困难叠加外部竞争加剧等因素，锦丰关联公司经营陷入困境，各条生产线逐步停产。

鉴于锦丰关联公司在行业内的地位及其所拥有国内先进的卷烟纸生产线和《烟草专卖生产企业许可证》，锦丰关联公司仍存在挽救和恢复的可能，具有较高的重整价值。2012 年，根据《中华人民共和国企业破产法》（以下简称“《破产法》”）对重整的相关规定，债权人绵竹市汉旺矿山机械有限公司、成都地方建设有限公司、四川省工业设备安装有限公司以锦丰关联公司不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力为由，分别向人民法院申请对锦丰纸业、锦丰创新及锦丰斯贝克进行重整。

（二）竹浆纸业、张华参与重整的背景和原因

竹浆纸业子公司福华纸业主要从事生活用纸产品生产。张华作为福华纸业董事长（1999 年 10 月至 2012 年 3 月在任），具备一定的造纸行业经验，熟悉该领域运营模式。然而，生活用纸行业市场竞争激烈、利润率普遍偏低，业务拓展存在一定局限性。

锦丰纸业自 1990 年成立以来，历史上曾占据全国 A1 级卷烟纸约 25%的市

场份额，行业地位领先。尤其重要的是，锦丰纸业持有国家烟草专卖局核发的《烟草专卖生产企业许可证》，该资质具有较高的稀缺性和行业准入壁垒。

基于对造纸行业的深入了解，竹浆纸业及张华充分认识到烟草工业用纸行业的潜在价值与锦丰纸业自身的核心竞争力，看好其长期发展前景。因此，在锦丰纸业关联企业进入破产重整程序之际，竹浆纸业及张华作为投资人参与重整，旨在借此机会战略性进入烟草工业用纸领域，进一步优化在造纸行业的整体布局。

（三）张华的简历及对外投资情况

1、张华简历

张华先生，1965 年出生，中国国籍，拥有中国香港、新加坡永久居留权。1999 年 10 月至 2012 年 3 月，任四川省乐山市福华纸业有限责任公司董事长；2001 年 11 月至 2010 年 5 月，任四川省乐山市福华农药科技有限公司董事；2003 年 1 月至 2010 年 5 月，任四川省乐山市福华化工有限责任公司董事长；2006 年 11 月至 2018 年 11 月，任四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司董事长；2018 年 11 月至今，任四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司董事长兼总经理；2018 年 12 月至 2022 年 6 月，任江山股份董事；2007 年 12 月至 2022 年 11 月，任四川省乐山市福华通达农药科技有限公司董事长；2022 年 11 月至今，任福华通达化学股份公司董事长。

2、张华对外投资情况

张华控制或关联的主要企业（指直接控制的一级子公司以及间接控制的二级子公司）基本情况如下：

序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例	经营范围	所属产业
1	四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司	9,000.00	直接持股 99.00%	企业管理	商务服务业
2	Brecken International Limited	1 美金	直接持股 100.00%	投资	商务服务业
3	Power Growth Limited	1 美金	直接持股 100.00%	投资	商务服务业
4	Super Circle Limited	100 美金	直接持股 100.00%	投资	商务服务业
5	福华通达化学股份公司	82,705.00	间接控制 58.55%	矿产资源开发、基础化学品与精细化学品应用	化学原料和化学制品制

序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例	经营范围	所属产业
				研究开发	造业
6	四川省乐山市福华作物保护科技投资有限公司	30,132.00	通过福华集团间接控制100.00%	作物保护科技项目投资；生物基因技术开发、技术咨询；商务咨询；企业管理咨询	商务服务业
7	四川省乐山市福华丰瑞企业管理有限公司	5,000.00	通过福华集团间接控制100.00%	企业管理；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；企业管理咨询	商务服务业
8	乐山市福华凯瑞企业管理合伙企业（有限合伙）	32,010.00	直接及通过福华集团间接控制97.00%	企业总部管理；以自有资金从事投资活动	商务服务业
9	深圳市福华祥瑞企业管理有限公司	5,000.00	通过福华集团间接控制100.00%	创业投资；以自有资金从事投资活动；商务信息咨询；企业管理咨询	商务服务业
10	乐山市沐川弘祥能源开发有限责任公司	850.00	通过福华集团间接控制100.00%	水资源开发；水力发电、售电；矿产资源开发。	电力、热力生产和供应业
11	成都乐棋网络科技有限责任公司	100.00	通过福华集团间接控制100.00%	网络与信息安全软件开发；软件开发；信息技术咨询服务；数据处理和存储支持服务；计算机系统服务；互联网数据服务	互联网和相关服务
12	四川福华高科种业有限责任公司	4,000.00	通过福华集团间接控制100.00%	谷物种植；谷物销售；农业机械销售；农业机械服务等	农业
13	成都市武侯区汇弘通企业管理咨询有限公司	2,000.00	通过福华集团间接控制76.00%	发放贷款及相关咨询	商务服务业
14	冕宁县盛华化工有限责任公司	1,000.00	通过福华集团间接控制51.00%	销售腐蚀品：硫酸、过氧化氢溶液（含量>8%）、乙酸（含量>80%）、盐酸、氨、高锰酸钾、甲醇、氢氧化钠等	化学原料和化学制品制造业
15	四川福华竹浆纸业集团有限公司	46,951.44	直接以及通过福华集团间接控制100.00%	纸制品销售；纸制品制造；纸浆销售；五金产品批发；建筑材料销售；石灰和石膏销售；制浆和造纸专用设备销售；货物进出口；技术进出口；煤炭及制品销售；环境保护专用设备销售	造纸和纸制品业

二、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

（一）竹浆纸业、张华取得标的公司股权的成本及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

根据《破产重整投资合同》《补充协议》以及《重整计划（草案）》，竹浆纸业、张华最终收购锦丰关联公司的对价为 26,500.00 万元。根据锦丰纸业提供的银行电子回单，竹浆纸业已支付的 5,200 万元保证金由福华集团代付，竹浆纸业于 2014 年 7 月 9 日向锦丰斯贝克管理人支付 13,500 万元，于 2015 年 4 月 1 日向锦丰斯贝克管理人支付 3,800 万元，竹浆纸业于 2014 年 11 月 4 日向锦丰斯贝克管理人支付 4,000 万元。

竹浆纸业及张华取得标的公司股权后对标的公司技术、产品、产线和设备等方面更新改造的累计投入为 15,930 万元，该部分资金由股东竹浆纸业以其对标的公司的债权 15,930 万元对锦丰纸业实施债转股。

（二）后续对标的公司技术、产品、产线和设备等方面更新改造取得的成效

1、产线状态

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，年产能约 10,000 吨。

PM3 生产线完善改造实施后，设计车速 300m/min，主要生产高透成形纸。经过半年的完善改造，2023 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%，年产能约 5,400 吨。

PM1 和 PM4 生产线仍在建设和改造中，尚未投入生产。

2、产品质量

目前标的公司整体良品率约为 80%，高透成形纸、卷烟纸、普通成形纸 2023 年度及 2024 年度良品率大幅增加，产品质量稳步提升，具体情况如下：

良品率	2023 年度			2024 年度
	1-6 月	7-12 月	全年	
高透成形纸	-	81.92%	81.92%	83.41%
卷烟纸	67.74%	75.22%	73.18%	80.03%
普通成形纸	67.49%	75.33%	71.94%	81.51%

3、市场认可

标的公司产品已获得市场认可，报告期内标的公司积极开始投标工作自主开拓市场，分别参加了云南中烟工业有限责任公司、四川中烟工业有限责任公司、甘肃烟草工业有限责任公司、陕西中烟工业有限责任公司、海南宝岛实业有限公司、珠海市金叶工业有限公司、徐州红杉树纸业有限公司等公司的招投标项目，并成功中标海南宝岛实业有限公司衬纸购置（四次招标）项目。

4、节能环保

（1）环保方面

标的公司对现有设备进行了更新改造，在节约能源及水资源循环利用方面取得了显著的成效。例如，标的公司投资建设了日处理能力 2000 吨/天的污水处理站、2 号机中水回用系统用于保障造纸废水达标后再排放。

（2）节能方面

标的公司对节能降耗、减碳增效非常重视，并持续投入资金进行现有设备更新、能源综合利用等技术改造，取得了明显效果。

2022-2023 年投资建设生产车间蒸汽冷凝水回收再利用系统，减少锅炉用水量和天然气消耗量，见下表：

2024 年蒸汽冷凝水余热回用节约软水和天然气统计表										
蒸汽量 t	补水量 t	回用量 t	回用率	年节水量 t	混合水温度℃	年节约热能 MJ	天然气低位热值 MJ	年节约天然气 m^3	折算标煤 t	年节约费用（万元）
49,771.80	8,911	40,860.80	82.10%	40,860.80	70	8,539,740	33.14	268,423.73	325.95	85.09

标的公司对 PM2、PM3 真空泵进行改造，将两个车间各 5 台水环式真空泵，分别更换成 1 台透平机，大大减少了设备功率，2024 年节约用电计算如下：

2024 年透平机取代水环式真空泵节能降耗表											
机台名称	真空泵 1 功率 kw	真空泵 2 功率 kw	真空泵 3 功率 kw	真空泵 4 功率 kw	真空泵 5 功率 kw	合计功率 kw	更换透平机功率 kw	节约功率 kw	年节约电量 kwh	折合标煤/t	节约资金（万元）
2 号机	45	185	185	132	250	797	355	442	3,246,048	398.93	193.82
3 号机	45	55	220	75	75	470	250	220	1,615,680	198.56	96.47
合计						**1267**	**605**	**662**	**4,861,728**	**597.50**	**290.29**

注：通过以上两条生产线真空泵改造，可节约功率 662kw，每小时可节约用电 662*0.9=595.8kwh（按负载 90%计算），一年可节约用电量（按 340 天计算）595.8*24*340=4,861,728kwh（折算标煤=4,861,728*0.1229=597,506.37kgce），一年节约用电费用（按 2024 年平均用电单价 0.5971 元计算）=4,861,728*0.5971=2,902,937.79 元

三、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

（一）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

1、关于标的公司逾期银行贷款情况

（1）关于标的公司《企业信用报告》所载逾期银行贷款

中国人民银行征信中心关于标的公司的《企业信用报告》，“信贷记录明细”之“未结清信贷”记载，标的公司中长期借款、短期借款存在逾期本金和逾期总额，所涉银行为 5 家，分别为中国建设银行股份有限公司成都温江支行、中国工商银行股份有限公司成都锦江支行、东亚银行（中国）有限公司上海分行、盘谷银行（中国）有限公司、中信银行股份有限公司成都走马街支行。

（2）标的公司重整时，相关银行申报债权情况

根据成都市中级人民法院于 2013 年 5 月作出的《民事裁定书》（（2012）成民破字第 1-2 号、（2012）成民破字第 2-2 号、（2012）成民破字第 2-3 号），2013 年 5 月，成都市中级人民法院对债权人在债权申报期间申报的债权进行了确认，其中包括前述 5 家银行（建设银行申报债权时为两家支行，已涵盖《企业征信报告》中的建设银行温江支行，盘谷银行以上海分行申报债权，中信银行成都分行申报债权，《企业征信报告》中是中信银行成都走马街支行）申报的债权，具体如下：

单位：万元

申报编号	债权人名称	申报债权金额	确认债权金额		确认金额合计
			担保优先债权	普通债权	
付 065	中国工商银行股份有限公司成都春熙支行	4,266.52	576.00	3,690.52	4,266.52
付 080	盘谷银行（中国）有限公司上海分行	1,774.75	-	1,774.75	1,774.75
付 090	中国建设银行股份有限公司成都第一支行	1,816.32	-	1,816.32	1,816.32
付 091	中国建设银行股份有限公司成都温江支行	9,780.09	5,500.00	4,280.09	9,780.09
付 092	中信银行股份有限公司成都分行	5,400.00	5,400.00	-	5,400.00
付 122	东亚银行（中国）有限公司上海分行	507.82	-	507.82	507.82

标的公司重整时，相关银行申报清偿的债权特别是按重整计划清偿后豁免的银行贷款余额，与《企业征信报告》逾期贷款余额存在不一致的情况，但由于标的公司进入重整距今已十余年，时间距今较久，且标的公司重整期间，由管理人负责相关债权申报等工作，标的公司并不掌握债权申报相关情况。

破产程序终结后，前述银行虽然在征信系统记载标的公司前述逾期信息，但没有向标的公司主张或要求偿还征信报告所载逾期借款余额，也没有提起任何诉讼。标的公司按照重整计划对申报债权进行了清偿。标的公司就《企业征信报告》上所载逾期借款本金及利息，不负有偿还义务。

（3）标的公司积极推进征信修复相关工作

标的公司曾就《企业征信报告》中所载逾期银行贷款、修复征信等事宜与相关主管部门反馈，但仍没有消除相关逾期记录，标的公司在《企业征信报告》上提出声明，载明相关银行逾期贷款已由重整计划执行完毕。

关于破产重整企业修复征信，目前普遍存在困难，需要审判机关、银行监管机构等多部门共同出台具体政策。

目前，针对重整企业征信修复，仅有北京市出台有具体政策，北京市高级人

民法院、中国人民银行营业管理部、中国银行保险监督管理委员会北京监管局曾于 2020 年 4 月发布《关于破产管理人办理人民币银行结算账户及征信相关业务的联合通知》，明确银行机构应“加强与上级机构的沟通汇报，在破产法律框架内受偿后重新上报信贷记录，在企业征信系统展示银行机构与破产重整企业的债权债务关系，依据实际对应的还款方式，可以将原企业信贷记录展示为结清状态”。四川省相关监管部门目前尚未出台具体政策，因此，标的公司的《企业征信报告》仍存在重整前的债务逾期的记载，标的公司的征信修复有赖于当地具体政策的出台。

2、标的公司的《企业信用报告》所载银行贷款，系锦丰纸业在进入破产程序前发生的借款本金及利息等。成都市中级人民法院于 2016 年 12 月作出《民事裁定书》，确认所有债权均已按照重整计划的规定清偿完毕，终结标的公司的破产程序。

自 2016 年 12 月标的公司破产程序终结后，相关债权人，特别是重整期间可能未申报债权的债权人，没有向标的公司主张过清偿债务，也没有对重整计划的执行、债权受偿向标的公司提出过主张或要求。根据《民法典》第一百八十八条第一款“向人民法院请求保护民事权利的诉讼时效期间为三年，法律另有规定的，依照其规定”规定，债权人对标的公司破产重整前的债权早已超过诉讼时效。

3、标的公司的重整计划对债务进行了减免，按照重整计划，担保债权，就特定财产清偿，不足清偿的部分列入普通债权，普通债权，40 万元以下部分按 40%受偿、40 万元至 100 万元之间的部分按 25%比例受偿、100 万元以上的部分不予清偿。根据《破产法》第九十四条“按照重整计划减免的债务，自重整计划执行完毕时起，债务人不再承担清偿责任”规定，标的公司对债权人在重整期间申报的债权，重整计划执行完毕、破产程序终结后，无需承担清偿责任。

关于可能存在的未在重整期间申报的债权，如债权人主张债权，应按照重整计划规定的同等债权清偿条件获得清偿，同等债权清偿条件应当包括同等清偿比例等条件。但，因早已超过诉讼时效，该类债权将面临无法获得清偿的结果。

因此，债权人在标的公司破产重整前的债权早已超过诉讼时效；债权人在重整期间申报的债权，重整计划执行完毕、破产程序终结后，标的公司无需承担清

偿责任；对于可能存在的未在重整期间申报的债权，如债权人主张债权，应按照重整计划规定的清偿比例等同等债权清偿条件获得清偿，但因早已超过诉讼时效，该类债权将面临无法获得清偿的结果。

（二）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

2016 年 12 月，标的公司的重整计划执行完毕，成都市中级人民法院裁定确认标的公司的重整计划执行完毕、终结破产程序。重整计划执行完毕后，标的公司因重整前发生的银行借款，相关银行未向标的公司主张过债权。

标的公司已按照《破产法》，通过执行重整计划，解决了重整前的债务问题，标的公司受《破产法》保护，并且重整前的债务问题早已超过诉讼时效，关于破产重整前的债务，标的公司与相关银行不存在纠纷，也不存在诉讼风险。

四、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

（一）标的公司受让恒华热力股权的原因和目的

标的公司的主要产品为卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸和其他特种纸。在纸张生产过程中需要使用烘缸蒸发湿纸页表面水分，使纸页达到相关产品所需的含水量，在此过程中需要持续稳定的蒸汽供应，恒华热力主要为标的公司生产过程中提供蒸汽。

2017 年，锦丰纸业为响应政府“煤改气”相关政策，拆除了自有的燃煤锅炉，与四川能投北燃分布式能源有限公司合作，由其建设并运营天然气锅炉项目，为锦丰纸业供应蒸汽。2023 年，四川能投北燃分布式能源有限公司因经营等原因，将停止该项目。为解决锦丰纸业生产所需蒸汽的问题，竹浆纸业投资成立“成都川江恒华热力有限公司”，建设天然气锅炉工程向锦丰纸业供应蒸汽。2025 年，出于产业链整合、优化标的公司供应链的原因和目的，竹浆纸业将其全资控股子公司恒华热力转让至标的公司。

（二）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

恒华热力主营业务为蒸汽能源供应站，所建成锅炉均为低氮天然气锅炉，目前已建成四台锅炉 4t/h 和一台备用锅炉 10t/h。恒华热力与标的公司主营业务的相关性见上述“问题 2”之“四、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”之“（一）标的公司受让恒华热力股权的原因和目的”。

恒华热力报告期主要财务数据如下：

单位：万元

资产负债表项目	2025 年 5 月末	2024 年末
资产总额	**494.29**	492.66
负债总额	**13.19**	12.53
所有者权益	**481.10**	480.13
利润表项目	**2025 年 1-5 月**	**2024 年度**
营业收入	**52.15**	65.64
利润总额	**0.97**	-19.87
净利润	**0.97**	-19.87
现金流量表项目	**2025 年 1-5 月**	**2024 年度**
经营活动产生的现金流量净额	**20.56**	9.75
投资活动产生的现金流量净额	**-**	-400.98
筹资活动产生的现金流量净额	**-**	500.00
现金及现金等价物净增加额	**20.56**	108.77

五、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

（一）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

1、吸并两家子公司的背景与目的

锦丰纸业曾于2012年至2016年破产重整，破产重整前锦丰纸业作为母公司，名下有锦丰创新、锦丰斯贝克两家子公司，锦丰纸业为生产运营各项许可资质的主体单位和建设单位，部分生产线设备、土地和建筑分别权属于锦丰创新、锦丰斯贝克。破产重整完成后，竹浆纸业及张华作为破产重整投资人直接持有锦丰纸业、锦丰创新及锦丰斯贝克三家公司股权。

2023 年 12 月 31 日，出于实现锦丰纸业、锦丰斯贝克、锦丰创新三家公司的资产使用效率最大化及保证相关资产完整性的目的，同时也为解决锦丰纸业为生产运营各项许可资质的主体单位和建设单位，但部分生产线设备、土地和建筑分别权属于锦丰创新、锦丰斯贝克的问题，锦丰纸业、锦丰斯贝克、锦丰创新、竹浆纸业和张华共同签署了《公司合并协议》，约定锦丰纸业以吸收合并方式合并锦丰斯贝克、锦丰创新，锦丰纸业存续，锦丰斯贝克、锦丰创新注销，合并后债权、债务由锦丰纸业承继。

2、分立盛源纸业的背景与目的

锦丰纸业存在与生产经营主业无关的一宗国有土地使用权及四幢别墅产权，为剥离此类与生产经营主业无关的资产并同时剥离因历史期间经营情况导致的未弥补亏损，进一步优化标的公司财务结构，标的公司启动分立程序。

2024 年 5 月 28 日，锦丰纸业召开临时股东大会，决议同意锦丰纸业派生分立为锦丰纸业、盛源纸业，盛源纸业为新设公司。锦丰纸业公司在分立出与生产经营主业无关的上述资产及部分股本及未弥补亏损后，同时将少量债务进行分立，本次分立对锦丰纸业的生产经营无重大影响。

3、与托管、本次交易之间的关系，是否为一揽子安排

标的公司吸并锦丰斯贝克、锦丰创新两家子公司主要目的是最大化现有资产使用效率，保障标的公司生产线完整。分立盛源纸业主要目的是剥离与标的公司生产经营无关资产、优化标的公司财务结构。托管系锦丰纸业基于自身持续发展考虑，于 2022 年与恒丰纸业建立的战略合作关系。本次交易系恒丰纸业基于双方在托管期间的深度合作关系和产业协同效果，结合自身在生产能力、区域布局、产品结构等方面的战略布局考虑，于 2024 年与锦丰纸业协商确定的交易意向。标的公司吸并锦丰斯贝克、锦丰创新以及分立盛源纸业与标的公司和上市公司开

展托管合作及本次发行股份购买资产交易的决策相互独立，不存在直接关系，亦不属于一揽子安排。

（二）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

1、2024 年 3 月 31 日吸收合并日前后，标的公司及子公司的主要财务数据

（1）锦丰纸业吸收合并前后的主要财务数据

单位：万元

项目	吸收合并前	吸收合并后
资产	43,164.12	**23,424.09**
负债	28,897.69	**32,700.13**
所有者权益	14,266.43	**-9,276.04**
营业收入	2,699.44	**2,699.44**
净利润	275.84	**275.84**

注 1：上表系锦丰纸业吸收合并日前后单体财务报表数据。
注 2：上述资产、负债、所有者权益为截至 2024 年 3 月末的财务数据，营业收入和净利润对应的会计期间为 2024 年 1-3 月。
注 3：锦丰纸业吸收合并锦丰斯贝克、锦丰创新后的净资产金额与吸收合并前 3 家公司的净资产合计金额一致，但吸收合并后资产金额较吸收合并前 3 家公司的资产金额大幅减少的主要原因系锦丰纸业与被吸收合并子公司之间存在的关联方债权债务随吸收合并被抵消。

（2）锦丰斯贝克吸收合并日前的主要财务数据

单位：万元

项目	吸收合并前
资产	**1,965.21**
负债	**25,519.76**
所有者权益	**-23,554.55**
营业收入	**66.32**
净利润	**-39.89**

注：上述资产、负债、所有者权益为截至 2024 年 3 月末的财务数据，营业收入和净利润对应的会计期间为 2024 年 1-3 月。

（3）锦丰创新吸收合并前的主要财务数据

单位：万元

项目	吸收合并前
资产	**2,220.97**
负债	**2,208.90**

项目	吸收合并前
所有者权益	**12.07**
营业收入	**4.32**
净利润	**-97.73**

注：上述资产、负债、所有者权益为截至 2024 年 3 月末的财务数据，营业收入和净利润对应的会计期间为 2024 年 1-3 月。

2、2024 年 4 月 30 日分立前后，标的公司及子公司的主要财务数据

（1）锦丰纸业分立前后的主要财务数据

单位：万元

项目	分立前	分立后
流动资产	8,007.63	8,007.63
非流动资产	**15,273.51**	**15,179.42**
资产总计	**23,281.14**	**23,187.05**
流动负债	13,222.89	12,715.08
非流动负债	**3,429.49**	**3,429.49**
负债合计	**16,652.37**	**16,144.57**
股本	39,850.00	6,370.00
盈余公积	**3,170.23**	**-**
未分配利润	**-36,391.46**	**672.48**
股东权益合计	**6,628.77**	**7,042.48**
负债和股东权益总计	**23,281.14**	**23,187.05**

（2）盛源纸业分立后的主要财务数据

单位：万元

项目	分立后
流动资产	16.18
非流动资产	94.09
资产总计	**110.27**
流动负债	523.98
非流动负债	-
负债合计	**523.98**
股本	33,480.00
盈余公积	**3,170.23**
未分配利润	**-37,063.94**

项目	分立后
股东权益合计	**-413.71**
负债和股东权益总计	**110.27**

3、吸并、分立前后全部资产负债的划分约定，及与主营业务发展的相关性

（1）吸收合并前后资产负债的划分约定，及与主营业务发展的相关性

根据股东大会决议和《吸收合并协议》，锦丰纸业通过吸收合并接收锦丰斯贝克、锦丰创新的全部资产与负债，合并后债权、债务由锦丰纸业承继。

吸收合并前，锦丰斯贝克、锦丰创新主要资产系厂房、造纸设备为主的固定资产以及计入无形资产的土地使用权和少量计入货币资金的银行存款，前述资产与吸收合并后锦丰纸业的生产经营相关，通过本次吸收合并有助于集中锦丰纸业产能优势、整合资源，增加竞争力，有利于其主营业务发展。锦丰斯贝克、锦丰创新的主要负债系其他应付款，系对锦丰纸业为主的关联往来欠款，此类负债吸收合并后在财务报表层面抵消，对锦丰纸业生产经营无影响。

（2）分立前后全部资产负债的划分约定，及与主营业务发展的相关性

根据股东会决议和《公司分立协议》，分立后锦丰纸业注册资本为 6,370 万元，盛源纸业注册资本为 33,480 万元，按基准日为 2024 年 3 月 31 日进行财产分割，锦丰纸业的一宗国有土地使用权、四幢别墅产权分割给盛源纸业，分立后，锦丰纸业和盛源纸业的债权实现与债务承担，按照划分明细表执行，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。

本次分立的房产与土地与锦丰纸业厂区位置分离，且该部分资产在停止经营前主要用于酒店经营，停止经营后长期闲置，与标的公司的主营业务不相关。

（三）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

1、吸收合并的会计处理及是否符合会计准则的要求

吸收合并会计处理如下：锦丰斯贝克、锦丰创新的资产、负债按其账面价值，并入锦丰纸业。因合并时锦丰斯贝克、锦丰创新两家公司净资产分别为

-23,554.55 万元、**12.07** 万元，合计**-23,542.48** 万元，合并对价确认为零元，锦丰纸业将取得的净资产账面价值**-23,542.48** 万元，调整资本公积，资本公积不足冲减的金额，依次冲减留存收益。

吸收合并前，锦丰纸业、锦丰创新、锦丰斯贝克的母公司均系竹浆纸业，最终控制人均系张华，系同一控制下的企业合并，根据企业会计准则第 20 号《企业合并》，同一控制下合并方在企业合并中取得的资产和负债，应当按照合并日在被合并方的账面价值计量。根据《企业会计准则应用指南汇编 2024》中的说明，合并方（锦丰纸业）在合并中取得的被合并方（锦丰创新和锦丰斯贝克）各项资产、负债应维持其在被合并方的原账面价值不变。在被合并方是最终控制方以前年度从第三方收购来的情况下,应视同合并后形成的报告主体自最终控制方开始实施控制时起，一直是一体化存续下来的，应以被合并方的资产、负债（包括最终控制方收购被合并方而形成的商誉)在最终控制方财务报表中的账面价值为基础，进行相关会计处理。即本次锦丰纸业吸收合并锦丰创新、锦丰斯贝克的入账价值应以吸收合并前母公司竹浆纸业非同一控制下合并上述公司时取得的可辨认净资产的公允价值为基础并延续计算。

标的公司已根据竹浆纸业非同一控制下合并锦丰创新、锦丰斯贝克的追溯性估值咨询结果，对锦丰斯贝克和锦丰创新的资产、负债按照竹浆纸业合并锦丰斯贝克、锦丰创新合并日（2014 年 7 月 31 日）取得的可辨认净资产公允价值，并在此基础上持续计算至本次吸收合并日的价值进行了核定，据此作为 2024 年锦丰纸业吸收合并锦丰斯贝克和锦丰创新的入账依据。锦丰纸业吸收合并锦丰斯贝克和锦丰创新的入账依据符合《企业会计准则第 20 号——企业合并》的要求。

2、分立的会计处理及是否符合会计准则的要求

分立的会计处理如下：分立方盛源纸业在分立中取得的被分立方各项资产合计 110.27 万元、负债合计 523.98 万元，维持其在被分立方锦丰纸业的原账面价值不变，上述资产与负债对应从被分立企业分立出的所有者权益合计-413.71 万元调整分立方所有者权益相关项目（其中实收资本 33,480 万元、盈余公积**3,170.23** 万元，未分配利润**-37,063.94** 万元）。被分立方锦丰纸业在分立中转出的资产合计 110.27 万元、负债合计 523.98 万元以账面价值转出，并相应调减所有者权益相关项目（其中实收资本 33,480 万元、盈余公积 **3,170.23** 万元，未

分配利润-37,063.94 万元）。

本次分立过程中，不存在股权和控制权向第三者转移的情况，同时也不改变标的公司的原有经营业务，实质是公司净资产（股权）的分立，而不是资产（负债）的购买或出售行为，从最终控制方的角度来看，该项交易或事项仅是其原本已经控制的资产、负债空间位置的转移，原则上不应影响所涉及资产、负债的计价基础变化，应当按照权益性交易进行处理，即以账面价值为基础进行资产和负债的划分。

综上所述，分立相关会计处理，资产和负债入账价值及确定依据，符合会计准则要求。

六、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

（一）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

分立时标的公司未将收入、费用拆分至分立后的盛源纸业，主要原因为本次分立的资产在分立前长期闲置，未产生任何收入。

剥离部分资产和未分配利润的原因主要系锦丰纸业存在与生产经营主业无关的一宗国有土地使用权及四幢别墅产权，为剥离此类与生产经营主业无关的资产并同时剥离因历史期间经营情况导致的未弥补亏损，优化公司财务结构，故将部分资产和未分配利润剥离至盛源纸业。标的公司在分立出与生产经营主业无关的资产及部分股本及未弥补亏损后，同时将少量债务进行分立，实现了进一步聚焦主业和优化公司财务结构的目的，同时本次分立对锦丰纸业的生产经营无重大影响，具有合理性。

（二）是否符合会计准则的相关要求

1、本次分立会计处理

剥离部分资产和未分配利润的会计处理详见“问题 2、五、（三）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”，

标的公司按账面价值转销相应资产和负债，相应冲减减少的实收资本及其他留存收益，符合会计准则的要求。

因此，剥离部分资产和未分配利润账务处理符合会计准则的要求。

2、类似分立案例

案例 1、根据云南锡业股份有限公司关于对云南锡业郴州矿冶有限公司派生分立并实施“债转股”方式增资后进行处置的公告。云南锡业股份有限公司（以下简称“锡业股份”或“公司”）于 2021 年 1 月 7 日召开第八届董事会 2021 年第一次临时会议，会议审议通过了《对云南锡业郴州矿冶有限公司派生分立并实施“债转股”方式增资后进行处置的议案》

（1）郴州矿冶最近一年一期主要财务数据

单位：元

项目	2020 年 1-9 月	2019 年度
营业收入	754,128,261.86	1,017,621,131.51
净利润	-12,518,520.16	-19,992,959.51
项目	2020 年 9 月 30 日	2019 年 12 月 31 日
资产总额	375,039,208.21	409,057,323.01
负债总额	301,483,287.24	323,266,426.95
净资产	73,555,920.97	85,790,896.06

（2）派生分立方式

郴州矿冶采用派生分立形式，分立后郴州矿冶将存续，拟新设立的公司为云南锡业郴州锡材高新材料有限公司（以市场监督管理局核准的名称为准）。

（3）派生分立前后注册资本及股权结构

单位：万元

公司名称	注册资本（分立前）	股权结构（分立前）	注册资本（分立后）	股权结构（分立后）
云南锡业郴州矿冶有限公司	37,900.00	锡业股份持有 100%股权	25,900.00	锡业股份持有 100%股权
云南锡业郴州锡材高新材料有限公司	—	—	12,000.00	锡业股份持有 100%股权

（4）派生分立后两家公司的基本财务数据

假设以2020年11月30日为基准日，存续公司和新设公司各自主要资产负债（未经审计）情况分别如下：

单位：元

项目	分立前		分立后			
	郴州矿冶	比例	郴州矿冶	比例	郴州高新	比例
资产总额	355,900,167.46	100%	198,444,127.48	55.76%	157,456,039.98	44.24%
负债总额	283,326,658.04	100%	226,234,848.66	79.85%	57,091,809.38	20.15%
净资产	72,573,509.42	100%	-27,790,721.18		100,364,230.60	

对比分立前后财务数据可知,上述分立事项中拆分至分立及被分立企业的未分配利润与拆分出的资产总额或股本之间亦不存在同比或配比关系。

案例2、根据新华医疗2022年6月6日发布的公告：分立后，神思医疗继续存在，同时分立出一家新公司（以下简称“新设公司”），新设公司的股权架构与神思医疗一致。资产业务分割：本次分立，新设公司将承接与孙村工业园区相关的业务及相关资产和负债，其余业务及资产和负债由神思医疗继续保留。

分立前后注册资本及股权结构如下：

单位：万元

公司名称	注册资本		股权结构	
	分立前	分立后	分立前	分立后
神思医疗	3,000	1,697	新华医疗持股55%;邹倩丽持股45%	新华医疗持股55%;邹倩丽持股45%
新设公司		1,303		新华医疗持股55%;邹倩丽持股45%

经过分割和调整，神思医疗和新设公司各自的资产总额、负债总额和净资产总额分别如下：

单位：万元

项目	分立前		分立后			
	神思医疗	比例	神思医疗	比例	新设公司	比例
资产	7,875.09	100%	2,027.75	25.75%	5,847.34	74.25%
负债	7,218.11	100%	362.47	5.02%	6,855.64	94.98%
净资产	656.98	100%	1,665.28	253.47%	-1,008.30	-153.47%

分立后新设公司净资产为-1,008.30万元，因净资产（所有者权益）中实收资本、资本公积、盈余公积一般情况下均大于等于零，故合理推断该次分立存在将被分立企业神思医疗的未弥补亏损分立至新设公司的情况,与锦丰纸业将未弥

补亏损分立至新设公司盛源纸业类似。

（三）分立对报告期业绩的影响

因本次分立属于权益性交易，标的公司作为分立方未拆分出收入、费用，分立中转出的资产、负债的净额，系调整所有者权益相关项目，不影响标的公司当期损益，故分立对标的公司报告期业绩无重大影响。

七、分立时对标的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）分立时对标的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、张华对标的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	7,269.55	7,502.54	232.99	3.21
非流动资产	2	15,828.77	34,891.59	19,062.82	120.43
其中：长期股权投资	3	500.00	495.34	-4.66	-0.93
固定资产	4	8,395.05	22,489.84	14,094.79	167.89
在建工程	5	3,617.64	3,647.35	29.71	0.82
无形资产	6	1,416.66	6,410.22	4,993.56	352.49
其中：土地使用权	7	1,416.66	6,409.98	4,993.32	352.47
其他非流动资产	8	1,899.42	1,848.84	-50.58	-2.66
资产总计	9	23,098.32	42,394.13	19,295.81	83.54
流动负债	10	28,994.15	28,994.15	-	-
非流动负债	11	3,121.56	3,121.56	-	-
负债总计	12	32,115.71	32,115.71	-	-
净资产	13	-9,017.39	10,278.42	19,295.81	-213.98

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	7,269.55	7,502.54	232.99	3.21
非流动资产	2	15,828.77	34,891.59	19,062.82	120.43
其中：长期股权投资	3	500.00	495.34	-4.66	-0.93
固定资产	4	8,395.05	22,489.84	14,094.79	167.89
在建工程	5	3,617.64	3,647.35	29.71	0.82
无形资产	6	1,416.66	6,410.22	4,993.56	352.49
其中：土地使用权	7	1,416.66	6,409.98	4,993.32	352.47
其他非流动资产	8	1,899.42	1,848.84	-50.58	-2.66
资产总计	9	23,098.32	42,394.13	19,295.81	83.54
流动负债	10	13,064.15	13,064.15	-	-
非流动负债	11	3,121.56	3,121.56	-	-
负债总计	12	16,185.71	16,185.71	-	-
净资产	13	6,912.61	26,208.42	19,295.81	279.14

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**279.14%**，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**-213.98%**。

九、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

（一）竹浆纸业净资产为负的原因

竹浆纸业设立于 2013 年 10 月，拥有包括锦丰纸业在内的 5 家控股子公司，竹浆纸业为控股公司，主要通过控股子公司开展业务、获取利润。近年来，竹浆纸业控股的子公司，因市场开拓困难、技术改造、持续投入等原因，未实现盈利，处于亏损的状态，净资产均为负，因此竹浆纸业合并报表口径净资产为负。

（二）竹浆纸业下属企业基本情况和主要财务数据

竹浆纸业下属企业除标的公司外，共有 4 家，基本情况和主要财务数据如下：

1、四川福华源泰竹纤维有限公司

公司名称	四川福华源泰竹纤维有限公司
注册地	乐山市沙湾区福禄镇沙湾儿村 8 组
法定代表人	陈力君
注册资本	10,000 万元人民币
统一社会信用代码	91511111694827618T
成立日期	2009 年 9 月 29 日
股权结构	竹浆纸业持有其 100%股权
经营范围	一般项目：纸浆制造；纸制造；纸制品制造；竹制品制造；竹种植；森林经营和管护；竹材采运；纸制品销售；个人卫生用品销售；机械设备销售；办公用品销售；技术进出口；货物进出口。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）许可项目：食品用纸包装、容器制品生产

最近两年**及一期**主要财务数据如下：

单位：万元

项目	**2025 年 5 月 31 日**	**2024 年 12 月 31 日**	**2023 年 12 月 31 日**
资产总计	**20,366.61**	21,933.42	29,032.85
负债总计	**46,643.45**	46,586.13	46,764.33
所有者权益合计	**-26,276.84**	-24,652.71	-17,731.49
项目	**2025 年 1-5 月**	**2024 年度**	**2023 年度**
营业收入	**45.87**	151.42	124.89
利润总额	**-1,624.13**	-5,117.69	-5,726.20
净利润	**-1,624.13**	-6,921.23	-2,672.25

2、四川省福华纸业有限公司

公司名称	四川省福华纸业有限公司
注册地	四川省乐山市沙湾区葫芦镇福华路 1 号
法定代表人	陈力君
注册资本	3,000 万元
统一社会信用代码	91511111MA63N7KA48
成立日期	2017 年 10 月 16 日
股权结构	竹浆纸业持有其 100%股权

经营范围	一般项目：纸制造；纸制品制造；纸制品销售；竹材采运；竹制品制造；物业管理；日用百货销售；个人卫生用品销售；办公用品销售；互联网销售（除销售需要许可的商品）；货物进出口；竹种植；包装服务；广告发布；普通货物仓储服务（不含危险化学品等需许可审批的项目）；装卸搬运（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。许可项目：卫生用品和一次性使用医疗用品生产

最近两年**及一期**主要财务数据如下：

单位：万元

项目	**2025 年 5 月 31 日**	**2024 年 12 月 31 日**	**2023 年 12 月 31 日**
资产总计	**7,185.92**	7,429.13	9,345.95
负债总计	**10,229.65**	10,254.77	11,738.60
所有者权益合计	**-3,043.73**	-2,825.63	-2,392.65
项目	**2025 年 1-5 月**	**2024 年度**	**2023 年度**
营业收入	**46.54**	438.41	301.65
利润总额	**-218.10**	-432.99	-2,020.57
净利润	**-218.10**	-432.99	-2,020.57

3、四川福布卫护科技有限公司

公司名称	四川福布卫护科技有限公司
注册地	青羊区光华北五路 266 号青羊总部经济基地
法定代表人	刘凯洋
注册资本	5,000 万元
统一社会信用代码	91510105MA6B6R6F5F
成立日期	2021 年 3 月 2 日
股权结构	竹浆纸业持有其 100%股权
经营范围	一般项目：软件开发；日用品销售；纸制品制造【分支机构经营】；家居用品制造【分支机构经营】；个人卫生用品销售；日用百货销售；化妆品批发；化妆品零售；针纺织品及原料销售；纸制品销售；厨具卫具及日用杂品批发；文具用品批发；文具用品零售；体育用品及器材批发；体育用品及器材零售；五金产品批发；五金产品零售；工艺美术品及礼仪用品销售（象牙及其制品除外）；服装服饰批发；服装服饰零售；鞋帽批发；鞋帽零售；制鞋原辅材料销售；塑料制品销售；母婴用品销售；玩具、动漫及游艺用品销售；电动自行车销售；通讯设备销售；办公设备销售；机械设备销售；家用电器销售；家具销售；互联网销售（除销售需要许可的商品）；家居用品销售；劳动保护用品销售；汽车装饰用品销售；消毒剂销售（不含危险化学品）；软木制品销售；日用木制品销售；林业产品销售；竹制品销售；礼品花卉销售；藤制品销售；食品用洗涤剂销售；办公用品销售；第二类医疗器械销售；食品销售（仅销售预包装食品）；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、

	技术推广；普通货物仓储服务（不含危险化学品等需许可审批的项目）；机械设备租赁；国际货物运输代理；国内货物运输代理；广告设计、代理；广告制作；广告发布；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；会议及展览服务；企业管理咨询；市场营销策划；摄影扩印服务；包装服务；服饰研发；专业设计服务；图文设计制作；市场调查（不含涉外调查）；非居住房地产租赁；货物进出口；技术进出口。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）许可项目：道路货物运输（网络货运）；道路货物运输（不含危险货物）

最近两年**及一期**主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2025 年 5 月 31 日	2024 年 12 月 31 日	2023 年 12 月 31 日
资产总计	**196.43**	185.84	771.47
负债总计	**1,901.37**	1,906.75	2,093.73
所有者权益合计	**-1,704.94**	-1,720.91	-1,322.25
项目	**2025 年 1-5 月**	**2024 年度**	**2023 年度**
营业收入	**202.67**	1,105.53	3,492.32
利润总额	**15.98**	-398.66	-1,441.72
净利润	**15.98**	-398.66	-1,441.85

4、四川省旺达盛源纸业有限公司

公司名称	四川省旺达盛源纸业有限公司
注册地	四川省成都市温江区天府街道梓潼社区天府街西段 128 号
法定代表人	李雪莲
注册资本	33,480 万元
统一社会信用代码	91510115MADFWQM690
成立日期	2024 年 3 月 26 日
股权结构	竹浆纸业、张华分别持股 97.001%、2.999%
经营范围	一般项目：纸制品销售。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）

最近一年**及一期**主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2025 年 5 月 31 日	2024 年 12 月 31 日
资产总计	**302.48**	115.17
负债总计	**511.53**	527.34
所有者权益合计	**-209.05**	-412.17
项目	**2025 年 1-5 月**	**2024 年度**

项目	2025 年 5 月 31 日	2024 年 12 月 31 日
营业收入	**1.14**	-
利润总额	**-8.34**	-4.91
净利润	**-8.34**	-4.91

（三）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

2023 年 9 月，竹浆纸业因资金需求，需要引入外部投资方，四川久信资产评估有限公司对竹浆纸业的股东权益，采用资产基础法，以 2023 年 6 月 30 日为基准日进行了评估，评估值为 43,156.52 万元。聚源启富看好竹浆纸业特别是锦丰纸业的业务和市场，认为竹浆纸业融资的估值相对合理，具有投资价值，对竹浆纸业按照评估值，以自身经营所得的资金现金 7,500 万元认购竹浆纸业 6,951.44 万元股权，持股比例 14.8056%。2023 年 11 月，竹浆纸业就此次增资办理了工商变更登记。

2025 年 4 月，聚源启富作为竹浆纸业的股东，认为本次交易标的资产的评估作价低于预期，标的公司评估值为 26,805.62 万元，聚源启富所持竹浆纸业 14.8056%股权仅有约 4,000 万元，为顺利推进本次交易，福华集团决定受让该部分股权。聚源启富与福华集团经协商，同意在投资本金加同期银行贷款利率的定价基础上确定收购价款为 7,800 万元，但应分期支付。福华集团已于 2025 年 4 月支付股权款 3,978 万元，占股权总价款的 51%，按照约定，剩余的 3,822 万元由福华集团在股权转让协议签订后 6 个月内分期支付。**截至本回复出具日，福华集团已支付完毕剩余股权款 3,822 万元。**

综上所述，聚源启富本次交易前转让竹浆纸业股份具有合理性，不存在股权代持，也不存在其他利益安排。

十、中介机构核查程序和核查意见

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、取得、查阅标的公司的重整计划草案、工商档案等破产重整资料；

2、访谈了竹浆纸业的实际控制人张华；

3、取得了张华的人员调查表；

4、取得竹浆纸业取得标的公司股权的汇款凭证；

5、取得竹浆纸业与标的公司之间的往来明细；

6、取得标的公司新建设备节能减排分析报告、标的公司参与招投标项目的投标及中标资料；

7、访谈了竹浆纸业、标的公司生产经营负责人；

8、取得了恒华热力的财务报表；

9、查阅重组报告书、标的公司吸收合并两家子公司及派生分立盛源纸业的股东会或董事会决议、吸收合并与分立的股东协议、全部资产负债的划分约定；

10、询问上市公司和标的公司管理层以了解标的公司吸收合并及分立的背景与目的及其与托管、本次交易之间的关系；

11、结合吸收合并协议和分立协议，对标的公司吸收合并两家子公司及派生分立盛源纸业的会计处理进行复核，检查资产和负债的入账价值是否准确和符合会计准则的要求；

12、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；

13、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；

14、取得、查阅标的公司的征信报告、破产重整相关法院裁定书等资料；

15、在裁判文书网、百度等网站查询，检索标的公司诉讼、仲裁信息；

16、就标的公司是否收到过债权主张，访谈标的公司财务负责人等人员；

17、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；

18、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；

19、取得竹浆纸业下属企业的营业执照、章程、财务报表，在国家企业信用信息公示系统查询相关信息；

20、获取并核查了聚源启富 2021 年 6 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日期间的银行流水、聚源启富投资竹浆集团的增资协议、聚源启富的营业执照；

21、获取并核查了竹浆纸业关于聚源启富增资的评估报告、竹浆纸业的收款凭证及收款后的资金用途；

22、获取并核查了聚源启富转让股权的股权转让协议、股权转让、交易款的银行支付回单；

23、访谈了股权转让双方。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司破产重整的主要原因为投资建设进程较快、资金周转困难等各方面原因导致公司经营不及预期。竹浆纸业、张华参与重整的背景和原因为希望进军卷烟纸行业以完善其在造纸行业的布局。上市公司已经披露张华的简历以及对外投资情况；

2、竹浆纸业、张华最终收购锦丰关联公司的对价为 26,500.00 万元。竹浆纸业及张华取得标的公司股权起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为 15,930 万元，该部分资金由股东竹浆纸业以其对标的公司的债权 15,930 万元对锦丰纸业实施债转股；上市公司已经披露竹浆纸业、张华后续对标的公司技术、产品、产线和设备等方面更新改造取得的成效；

3、债权人在标的公司破产重整前的债权早已超过诉讼时效；债权人在重整期间申报的债权，重整计划执行完毕、破产程序终结后，标的公司无需承担清偿责任；对于可能存在的未在重整期间申报的债权，如债权人主张债权，应按照重整计划规定的清偿比例等同等债权清偿条件获得清偿，但因早已超过诉讼时效，该类债权将面临无法获得清偿的结果。标的公司已按照《破产法》，通过执行重整计划，解决了重整前的债务问题，标的公司受《破产法》保护，并且重整前的债务问题早已超过诉讼时效，关于破产重整前的债务，标的公司与相关银行不存

在纠纷，也不存在诉讼风险；

4、出于产业链整合、优化标的公司供应链的原因和目的，竹浆纸业将其全资控股子公司恒华热力转让至标的公司。恒华热力主要为标的公司生产过程中提供蒸汽。上市公司已披露恒华热力的主要财务数据；

5、标的公司吸并锦丰斯贝克、锦丰创新两家子公司主要目的是最大化现有资产使用效率，保障标的公司生产线完整。分立盛源纸业主要目的是剥离与标的公司生产经营无关资产、优化标的公司财务结构。标的公司吸并锦丰斯贝克、锦丰创新以及分立盛源纸业与标的公司和上市公司开展托管合作及本次发行股份购买资产交易的决策相互独立，不存在直接关系，亦不属于一揽子安排。标的公司吸并子公司的全部资产均与其主营业务相关，分立出的全部资产与负债均与其主营业务不相关，吸并和分立的资产负债均系吸并、分立方原账面价值入账；

6、分立时标的公司未将收入、费用拆分至分立后的公司，剥离部分资产和未分配利润的原因主要系为剥离与生产经营主业无关的资产并同时剥离因历史期间经营情况导致的未弥补亏损，优化公司财务结构，具有合理性且符合会计准则要求，分立对报告期业绩无重大影响；

7、标的公司、竹浆纸业、张华对标的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；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；

8、竹浆纸业看好后续锦丰纸业的业务发展，为优化标的公司资产负债结构，通过债转股方式对锦丰纸业进行增资。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**279.14%**，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**-213.98%**；

9、竹浆纸业为控股公司，主要通过控股子公司开展业务、获取利润。近年来，竹浆纸业控股的子公司，因市场开拓困难、技术改造、持续投入等原因，未实现盈利，处于亏损的状态，净资产均为负，因此竹浆纸业净资产为负；上市公司已披露竹浆纸业下属企业基本情况和财务数据；上市公司已披露聚源启富本次

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，聚源启富持有并转让竹浆纸业股权，不存在股权代持，也不存在其他利益安排。

问题 3、关于业务模式和收入

重组报告书披露，（1）2023 年至 2025 年，标的公司接受上市公司委托对其实施整体托管；上市公司对于出口产品采取委外加工方式由标的公司提供生产加工服务，对于内销产品由标的公司生产出成品并通过一般贸易方式直接销售给上市公司；（2）标的公司自 2023 年由上市公司托管运营后，上市公司成为标的公司的主要客户，2023 年和 2024 年标的公司对上市公司的收入占比均超过 90%；（3）标的公司业务主要包括卷烟纸、普通成形纸（代工）、普通成形纸（一般贸易）及高透成形纸（一般贸易）和其他纸类。其中卷烟纸（代工）及普通成形纸（代工）收入为加工费，高透成形纸（一般贸易）存在向客户采购主要材料进行生产再将产品返售给客户的情况，采用净额法确认收入；（4）2022 年至 2024 年，标的公司主营业务收入分别为 2,696.62 万元、7,034.93 万元和 10,770.25 万元，各类业务收入变动存在一定差异。2022 年收入主要集中于其他纸类和普通成形纸（一般贸易），2023 年以来收入主要集中于卷烟纸（代工）、普通成形纸（代工）和高透成形纸（一般贸易）。

请公司披露：（1）标的公司不同销售模式差异，上市公司与标的公司对不同产品采用不同销售模式的原因及合理性，上市公司与标的公司之间的交易定价是否公允及依据，相关定价模式的原因；（2）2023 年以来，标的公司收入上升原因，各类产品收入变动存在差异的原因，是否与其主要产线产能、达产时间、爬坡过程等匹配，是否与上市公司收入变动、产品需求结构及自有产能利用情况相匹配，进一步说明上市公司向标的公司采购金额的确定依据、采购后销售情况和销售周期、是否存在囤货的情况及原因；（3）标的公司各类产品的具体差异，结合 2023 年以来产品结构变动较大等情况，分析相关设备、加工工艺能否满足新产品加工需求及依据；2022 年主要销售的其他纸类和普通成形纸（一般贸易）采用总额法确认收入的依据，2023 年未进一步承接相关业务的原因；（4）国际贸易政策对上市公司境外销售的影响，是否影响其对标的公司相关产品的需求，对标的公司经营业绩和持续经营的影响。

请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、标的公司不同销售模式差异，上市公司与标的公司对不同产品采用不同销售模式的原因及合理性，上市公司与标的公司之间的交易定价是否公允及依据，相关定价模式的原因

（一）标的公司不同销售模式差异

报告期内，标的公司采取订单制销售，主要由上市公司提供订单，标的公司负责生产销售；主要销售模式可分为委托加工模式及一般贸易模式，不同销售模式差异如下：

委托加工模式：在该销售模式下，由上市公司提供原材料，标的公司根据订单，仅提供定制化纸制品代工服务，并取得加工费收入。报告期内，标的公司主要通过代工模式向上市公司销售其出口产品（主要为卷烟纸及普通成形纸）。

一般贸易模式：在该销售模式下，由标的公司自行采购原材料，标的公司根据订单，生产出成品并通过一般贸易方式直接销售。报告期内，标的公司主要通过一般贸易模式向上市公司销售其内销产品（主要为高透成形纸），标的公司亦有少量特种纸产品通过一般贸易模式销售给其他下游客户。

（二）上市公司与标的公司对不同产品采用不同销售模式的原因及合理性

上市公司与标的公司对不同产品采用不同销售模式的主要原因是出口产品系恒丰纸业进料加工业务模式下的订单，由恒丰纸业进口纸浆并委托标的公司生产不改变其进料加工业务性质，恒丰纸业仍可享受生产企业进料加工业务增值税免抵退税的税务优惠，同时考虑对于主要国外客户，锦丰纸业尚未取得供应商认证资质这一实际情况，故对于出口产品主要采用委托加工模式；国内产品无出口产品类似的税收优惠，为推动标的公司更为高效的组织生产，国内产品由锦丰纸业生产出成品并通过一般贸易方式直接销售给恒丰纸业。综上所述，上市公司与标的公司对不同产品采用不同销售模式具有合理性。

（三）上市公司与标的公司之间的交易定价是否公允及依据，相关定价模式的原因

1、上市公司与标的公司之间的定价模式

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主要定价模式如下：

（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”。**2025 年 4 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 19,200 元/吨的产品，按照 19,200 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 19,200 元/吨的产品，按照恒丰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。

2、上市公司与标的公司之间的交易定价

（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，锦丰纸业提出适当调高加工费的诉求。恒丰纸业考虑到锦丰纸业的诉求符合实际情况且较合理，同意将加工费统一调整至 5,700 元/吨。

（3）高透成形纸

高透成形纸的销售单价方面，2024 年 8 月以前，双方约定按恒丰纸业含税销售价格的 95%确定销售单价；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”；**2025 年 4 月起，执行以下政策：“高透成形纸含税价格高于 19,200 元/吨，按照 19,200 元/吨采购锦丰产品；恒丰销售高透成形纸含税价格低于 19,200 元/吨，按照恒丰售价平价采购锦丰产品”。**

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，激励锦丰纸业完善生产流程、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，而是恒丰纸业根据挂钩终端售价的定价原则，综合考虑实际生产及运输成本，经双方协商一致调整为“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。”**由于 2024 年 8 月的调价政策影响，标的公司高透成形纸毛利率下降较大，同时因 2025 年 1-3 月用于生产高透成形纸的阿拉巴马浆采购单价较 2024 年度上升，经标的公司提出并与上市公司协商后，2025 年 4 月 11 日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 19,200 元/吨，按照 19,200 元/吨采购锦丰纸业产品；恒丰纸业销售高透成形纸含税价格低于 19,200 元/吨，按照恒丰纸业售价平价采购锦丰纸业产品”。**

标的公司与上市公司的托管关系，是基于标的公司为打开烟草工业用纸市场积极接洽行业龙头、上市公司因订单增长亟需产能补充的市场化双向选择。双方达成了自 2023 年 1 月 1 日起，为期 3 年的托管合作协议。托管合作期间，在确定双方订单规模和产品定价方面，上市公司兼顾考虑己方经济效益及标的公司恢复稳定生产运营需求等因素，标的公司亦希望通过托管完成设备改造、工艺提升、逐步摆脱亏损局面，故交易定价综合考虑了双方需求，是经双方协商一致的市场化行为。

综上，标的公司和上市公司之间交易定价系双方基于自身需求的市场化选择，相关定价具备公允性。

二、2023 年以来，标的公司收入上升原因，各类产品收入变动存在差异的原因，是否与其主要产线产能、达产时间、爬坡过程等匹配，是否与上市公司收入变动、产品需求结构及自有产能利用情况相匹配，进一步说明上市公司向标的公司采购金额的确定依据、采购后销售情况和销售周期、是否存在囤货的情况及原因

（一）2023 年以来，标的公司收入上升原因，各类产品收入变动存在差异的原因，是否与其主要产线产能、达产时间、爬坡过程等匹配

1、标的公司收入上升原因

报告期内，标的公司营业收入变化情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
主营业务收入	**4,459.43**	10,770.25	7,034.93
其他业务收入	**132.49**	258.76	247.44
营业收入合计	**4,591.92**	**11,029.01**	**7,282.37**

2023 年以来标的公司主营业务收入提升，主要原因是自 2023 年 1 月 1 日起标的公司与上市公司达成为期 3 年的业务托管合作，自此标的公司以承接上市公司烟草工业用纸产品加工订单为主。与此同时，标的公司在上市公司的支持下于 2023 年顺利完成有关主要生产线设备的改造和扩建，整体产能得到显著提升以支持业务发展，产品订单及收入进而稳步提升。

2、标的公司各类产品收入变动存在差异的原因，是否与其主要产线产能、达产时间、爬坡过程等匹配

（1）标的公司销售模式及相关会计政策

1）标的公司内销产品收入确认需满足以下条件：

委托加工模式：标的公司已根据合同约定将产品交付至购货方仓库或其指定地点并经双方核对，且产品加工收入金额已确定，已经收回货款或取得了收款凭证且相关的经济利益很可能流入，产品相关的成本能够可靠地计量；

一般贸易模式：标的公司已根据合同约定将产品交付至客户或客户指定的收货人，已由对方签收确认，且产品销售收入金额已确定，已经收回货款或取得了收款凭证且相关的经济利益很可能流入，产品相关的成本能够可靠地计量；1）标的公司自行采购原材料进行生产，采用总额法进行会计核算；2）标的公司向客户采购主要材料进行生产再将产品返售给客户时采用净额法核算，即按总额法下确认的收入金额减去向客户采购的材料成本金额后以净额确认收入。

2）标的公司外销产品收入确认需满足以下条件：

标的公司已根据合同约定将产品报关，取得提单，且产品销售收入金额已确定，已经收回货款或取得了收款凭证且相关的经济利益很可能流入，产品相关的成本能够可靠地计量。

（2）各类产品收入情况

报告期内，标的公司主要产品为烟草工业用纸产品（卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸），主要销售至恒丰纸业，具体情况如下：

单位：吨；万元/吨；万元

生产线	产品名称	2025 年 1-5 月			2024 年度			2023 年度		
		销量	单价	收入	销量	单价	收入	销量	单价	收入
PM2	卷烟纸（代工）	2,107.58	0.5709	1,203.15	6,390.35	0.5730	3,661.68	4,355.45	0.5712	2,487.71
	普通成形纸（代工）	1,057.71	0.5700	602.89	2,327.00	0.5683	1,322.32	2,517.36	0.5500	1,384.55
	普通成形纸（一般贸易总额法）	724.09	0.9892	716.29	314.58	1.0173	320.03	19.67	0.9736	19.15
	普通成形纸小计	1,781.80	0.7404	1,319.18	2,641.58	0.6217	1,642.35	2,537.03	0.5533	1,403.70
	其他纸类-吸管包装纸	169.06	0.5700	96.37	531.57	0.6679	355.02	369.84	0.5283	195.39
	其他纸类-其他	-	-	-	-	-	-	54.17	0.5450	29.52
	PM2 小计	4,058.44	0.6452	2,618.70	9,563.51	0.5917	5,659.06	7,316.49	0.5626	4,116.32
PM3	高透成形纸（一般贸易净额法）	1,201.04	0.9764	1,172.73	3,756.22	1.2346	4,637.44	2,247.14	1.2988	2,918.61
	高透成形纸（一般贸易总额法）	436.41	1.5307	668.01	296.15	1.5997	473.74	-	-	-
	高透成形纸小计	1,637.45	1.1241	1,840.73	4,052.37	1.2613	5,111.19	2,247.14	1.2988	2,918.61
	PM3 小计	1,637.45	1.1241	1,840.73	4,052.37	1.2613	5,111.19	2,247.14	1.2988	2,918.61
	合　计	5,695.88	0.7829	4,459.43	13,615.87	0.7910	10,770.25	9,563.64	0.7356	7,034.93

（3）各类产品收入变动情况

2023 年以来，标的公司收入主要为卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸的销售及加工收入，随着相关生产线改造陆续完成，上述产品生产效率显著提升，订单量及销售收入也稳步增长。

1）卷烟纸

2024 年卷烟纸收入为 3,661.68 万元，较 2023 年的 2,487.71 万元增长 1,173.97 万元，增幅达 47.18%，卷烟纸收入增长主要系销量增加所致。随着标的公司与上市公司托管合作模式趋于成熟及 PM2 生产线改造完成，2024 年销量达到 6,390.35 吨，较 2023 年增加 2,034.90 吨，增幅 46.72%；同期销售单价保持稳定，2024 年和 2023 年分别为 0.5730 万元/吨和 0.5712 万元/吨。

2025 年 1-5 月，卷烟纸年化收入较 2024 年有所降低，主要系卷烟纸销量有所下降,卷烟纸销量下降的主要原因为上市公司生产内销客户普通成形纸为主的 8#机在 2025 年 1 月停产报废，其对锦丰纸业的普通成形纸（一般贸易总额法）订单较 2024 年有所上升，相应卷烟纸订单较 2024 年有所下降。

2）普通成形纸

2024 年普通成形纸收入为 1,642.35 万元，较 2023 年增长 238.65 万元，增幅 17.00%。该增长由销量和单价共同推动：销量方面，2024 年合计销售 2,641.58 吨，较 2023 年增加 104.55 吨，其中一般贸易（总额法）销量因承接上市公司内销订单而从 19.67 吨显著提升至 314.58 吨；单价方面，2024 年度普通成形纸（代工）销售单价由 0.5500 万元/吨上升至 0.5683 万元/吨，普通成形纸（代工）单价上涨的原因为自 2024 年 4 月起，经标的公司提出议价申请并经双方协商后，对普通成形纸（代工）销售价格由 0.5500 万元/吨调整至 0.5700 万元/吨。

2025 年 1-5 月普通成形纸收入为 1,319.18 万元，年化后显著高于 2024 年度，主要系随着上市公司生产内销客户普通成形纸为主的 8#机在 2025 年 1 月停产报废，其对锦丰纸业的普通成形纸（一般贸易总额法）订单较 2024 年有所上升。同时，该部分普通成形纸（一般贸易总额法）的单价较其他产品相对较高。

3）高透成形纸

2024 年高透成形纸收入大幅提升至 5,111.19 万元，较 2023 年增长 2,192.58 万元，增幅 75.14%，高透成形纸收入增长主要系生产线技术改造完成，产能释放：2023 年上半年 PM3 生产线改造，未接单生产，2024 年全年生产后销量达 4,052.37 吨，较 2023 年增长 1,805.23 吨，增幅 80.34%；2024 年整体单价为 1.2613 万元/吨，与 2023 年的 1.2988 万元/吨基本持平。

2025 年 1-5 月高透成形纸收入为 1,840.73 万元，年化后较 2024 年度有所下降，主要系 2025 年 1-5 月高透成形纸（一般贸易净额法）销售单价由 1.2613 万元/吨下降至 0.9764 万元/吨。其价格变动原因为其间上市公司与标的公司相关产品定价发生变化，详见“问题 3、一、（三）2、上市公司与标的公司之间的交易定价”回复部分。

4）其他纸类

2024 年收入为 355.02 万元，较 2023 年增长 130.11 万元，主要受吸管包装纸销量增长及单价上升共同推动；2025 年 1-5 月收入为 96.37 万元，规模相对较小。

综合来看，各类产品收入变动存在差异主要与相关生产线改造情况不同进而影响各年度产能及产量存在差异以及上市公司相关产品订单量及价格变化情况相关。

（4）标的公司主要产线产能、达产时间、爬坡过程

标的公司主要产线产能及产量情况如下：

单位：吨

产线	2025 年 1-5 月			2024 年			2023 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
PM2（生产卷烟纸、普通成形纸及吸管包装纸）	**4,167**	**4,276**	**102.62%**	10,000	9,452	94.52%	8,000	6,919	86.48%
PM3（生产高透成形纸）	**2,250**	**2,211**	**98.27%**	5,400	4,162	77.07%	4,000	2,297	57.43%

注：PM2 及 PM3 产线完成改造后，年产能分别为 10,000 吨和 5,400 吨，**2025 年 1-5 月数据根据总年产能根据月份数量折算。**由于上述产线于 2023 年同步进行改造及生产，2023 年产能已根据实际改造进度和生产能力进行折算。

PM2、PM3 号生产线均系在标的公司原有生产线上进行改造，技改的主要原因是生产中存在产品质量不稳定以及生产效率不高等问题，难以达到上市公司对相关产品高品质、低成本的要求。

自标的公司与上市公司开始合作，初期以卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸等产品为主，故生产该类产品的 PM2 号生产线优先于 2022 年下半年开始改造，并于 2023 年 1 月完成安装调试后开始试运行，试运行期间正常接单加工生产，历经调试、停工诊断和改进，最终于 2023 年 7 月达到相对稳定、良品率较理想的状态。

PM3 号线因整体成新率较 PM2 号线更高，技改较为顺利，实际于 2023 年上半年开始改造，并于 2023 年年中完成安装调试后投入试运行，当月即顺利达成技改目标，具备产出质量较为稳定产品生产能力。

综上，两条生产线虽均在 2023 年年中达到稳定状态，PM2 生产线从 2023 年 1 月开始试运行起，全年都处于接单生产的状态，PM3 生产线则从 2023 年 7

月才开始试运行并接单。因此，2023 年 PM2 生产线产出的卷烟纸、普通成形纸和吸管包装纸产量和产能利用率均较 PM3 生产线产出的高透成形纸要高。两条产线历经产线改造以来，在 2024 年后产能利用率均大幅提升，目前 PM2 和 PM3 生产线均已基本处于满产状态。

（5）标的公司各类产品销量与产量的对比

单位：吨

生产线	产品名称	2025 年 1-5 月		2024 年度		2023 年度	
		产量	销量	产量	销量	产量	销量
PM2	卷烟纸（代工）	**2,182.21**	**2,107.58**	6,278.85	6,390.35	4,370.05	4,355.45
	普通成形纸（代工）	**1,057.71**	**1,057.71**	2,327.00	2,327.00	2,236.37	2,517.36
	普通成形纸（一般贸易）	**855.06**	**724.09**	314.58	314.58	29.11	19.67
	吸管包装纸	**181.05**	**169.06**	531.57	531.57	283.47	369.84
	PM2 小计	**4,276.03**	**4,058.44**	9,452.00	9,563.50	6,919.00	7,262.33
PM3	高透成形纸	**2,210.50**	**1,637.45**	4,162.00	4,052.37	2,297.00	2,247.14

2023 年度和 2024 年度 PM2 生产线生产的卷烟纸、普通成形纸（一般贸易）、吸管包装纸产品和 PM3 号线生产的高透成形纸产品销量与同期产量基本接近。2023 年，PM2 生产线普通成形纸（代工）销量略高于当年产量，主要是销售部分 2022 年度存货所致。

2025 年 1-5 月 PM2 生产线生产的卷烟纸（代工）、普通成形纸（代工）、吸管包装纸产品销量与同期产量基本接近。PM2 生产线普通成形纸（一般贸易）产品销量略低于当年产量，主要由于保证及时向中烟系客户供货而有所备货；2025 年 1-5 月，PM3 生产线生产的高透成形纸产品销量与 2024 年度销量水平基本持平，但低于 2025 年 1-5 月产量，主要原因为上市公司拟向标的公司转移生产 10,000CU 以上型号产品的相关生产工艺及技术。为配合此次技术转移，标的公司需开展设备调试及人员培训等工作,预计将对该产品在三季度的正常生产安排产生一定影响。为此，标的公司于本年度前期适当增加产品产量，提升备货规模，以应对技术转移期间可能带来的供应波动。

综上所述，标的公司 2023 年以来各类产品收入变动存在差异的原因主要和

当期生产线改造效果有关，也受上市公司订单需求变化影响，各类产品收入变化与其主要产线产能、达产时间、爬坡过程等匹配。

（二）是否与上市公司收入变动、产品需求结构及自有产能利用情况相匹配，进一步说明上市公司向标的公司采购金额的确定依据、采购后销售情况和销售周期、是否存在囤货的情况及原因

1、上市公司自有产能利用情况

报告期内，上市公司生产与标的公司相关产品卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸、高透成形纸的主要生产线及其产能利用率情况如下：

2025 年 1-5 月

生产线	主要产品	2025 年 1-5 月		
		产量（吨）	产能（吨）	产能利用率
16#机	卷烟纸	6,465.19	15,000.00	103.44%
12#机	卷烟纸	5,396.44	12,000.00	107.93%
10#机	卷烟纸	3,023.74	6,000.00	120.95%
T6#机	卷烟纸、牙签纸（手卷烟纸）	741.01	1,500.00	118.56%
21#机	卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸	7,189.85	15,000.00	115.04%
18#机	普通成形纸、硬成形纸、吸管纸原纸	18,282.51	35,000.00	125.37%
8#机	普通成形纸、吸管包装纸	389.64	4,000.00	23.38%
17#机	普通成形纸、食品包装纸、烟用接装纸原纸、圣经纸	8,594.44	17,000.00	121.33%
小计		50,082.84	105,500.00	113.93%
14#机	高透成形纸	2,368.06	5,000.00	113.67%
T1#机	高透成形纸	595.15	1,500.00	95.22%
T3#机	高透成形纸	2,905.24	7,000.00	99.61%
小计		5,868.45	13,500.00	104.33%

注：2025 年 1-5 月产能利用率=产量/5*12/产能*100%；8#机已于 2025 年 1 月停产待报废，只在停产前进行生产。

2024 年度

生产线	主要产品	2024 年度		
		产量（吨）	产能（吨）	产能利用率
16#机	卷烟纸	14,966.47	15,000.00	99.78%

生产线	主要产品	2024 年度		
		产量（吨）	产能（吨）	产能利用率
12#机	卷烟纸	12,973.56	12,000.00	108.11%
10#机	卷烟纸	7,624.81	6,000.00	127.08%
T6#机	卷烟纸、牙签纸（手卷烟纸）	1,729.20	1,500.00	115.28%
21#机	卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸	13,946.26	15,000.00	92.98%
18#机	普通成形纸、硬成形纸、吸管纸原纸	37,894.43	35,000.00	108.27%
8#机	普通成形纸、吸管包装纸	4,318.92	4,000.00	107.97%
17#机	普通成形纸、食品包装纸、烟用接装纸原纸、圣经纸	19,771.21	17,000.00	116.30%
小计		**113,224.86**	**105,500.00**	**107.32%**
14#机	高透成形纸	5,917.53	5,000.00	118.35%
T3#机	高透成形纸	7,550.55	7,000.00	107.87%
T1#机	高透成形纸	1,382.89	1,500.00	92.19%
小计		**14,850.97**	**13,500.00**	**110.01%**

2023 年度

生产线	主要产品	2023 年度		
		产量（吨）	产能（吨）	产能利用率
10#机	卷烟纸	8,516.61	6,000.00	141.94%
12#机	卷烟纸	12,840.62	12,000.00	107.01%
16#机	卷烟纸	15,055.59	15,000.00	100.37%
21#机	卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸	15,074.17	15,000.00	100.49%
T6#机	卷烟纸、牙签纸（手卷烟纸）	1,577.96	1,500.00	105.20%
17#机	普通成形纸、食品包装纸、烟用接装纸原纸、圣经纸	20,362.09	17,000.00	119.78%
18#机	普通成形纸、硬成形纸、吸管纸原纸	38,817.97	35,000.00	110.91%
8#机	普通成形纸、吸管包装纸	4,561.90	4,000.00	114.05%
小计		**116,806.91**	**105,500.00**	**110.72%**
14#机	高透成形纸	6,021.67	5,000.00	120.43%
T1#机	高透成形纸	1,419.54	1,500.00	94.64%
T3#机	高透成形纸	7,405.63	7,000.00	105.79%
小计		**14,846.84**	**13,500.00**	**109.98%**

注：上市公司生产线多在设计之初考虑变更产能的适用性，可实现一专多用，经过调整可以转换生产产品，如普通成形纸设备进行小程度改动后，可转换生产卷烟纸或吸管包装纸。如

18#机 2023 年度、2024 年度产量中分别有 23,649.00 吨、22,724.37 吨系除卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸等相关产品外的特种纸产品。T6#机 2023 年度、2024 年度产量中分别有 1,156.91 吨、1,298.23 吨系除卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸等相关产品外的特种纸产品，因生产相关产品占用该机台的产能，且相关产品产量难以准确区分，故统一保留纳入统计范围内计算产能利用率。

从上述上市公司相关生产线自有产能利用率情况表可知，报告期内，上市公司生产卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸、高透成形纸的生产线产能利用率基本超过 100%，长期处于超负荷运转状态。其中：10#机、12 号机、16#机、T6#机主要生产卷烟纸，8#机、18#机主要生产普通成形纸和吸管包装纸，21#机主要生产卷烟纸、普通成形纸，2023 年度全年产能合计 105,500.00 吨，上市公司自有产能实际生产约 116,806.91 吨，超产能生产约 11,306.91 吨，2024 年度实际生产约 113,224.86 吨，超产能生产 7,724.86 吨，**2025 年 1-5 月年化实际生产约 120,198.81 吨，超产能生产 14,698.81 吨；**14#机、T1#机、T3#机系生产高透成形纸，全年产能 13,500.00 吨，2023 年度实际生产约 14,846.84 吨，超产能生产 1,346.84 吨，2024 年度实际生产约 14,850.97 吨，超产能生产 1,350.97 吨，**2025 年 1-5 月年化实际生产约 14,084.28 吨，超产能生产 584.28 吨。**同时期，上市公司针对自身产能不足、实际产线产能利用率超过 100%的卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸、高透成形纸均向标的公司进行相应采购。

综上所述，上市公司在自有产能不足的情况下委托标的公司加工生产相关产品具有商业合理性。

2、上市公司相关产品收入及产品需求变动

报告期内，上市公司相关产品收入及产品需求变动情况如下：

项目	2025 年 1-5 月		2024 年		2023 年	
	数量（吨）	金额（万元）	数量（吨）	金额（万元）	数量（吨）	金额（万元）
卷烟纸						
全部卷烟纸销售	**20,245.51**	**32,709.73**	51,333.52	81,608.40	47,724.57	78,123.17
其中：从锦丰纸业采购商品对外销售	**2,078.34**	**2,161.58**	6,725.09	7,298.81	3,478.58	4,220.96
从锦丰纸业采购商品对外销售/全部卷烟纸销售	**10.27%**	**6.61%**	13.10%	8.94%	7.29%	5.40%

项目	2025 年 1-5 月		2024 年		2023 年	
	数量（吨）	金额（万元）	数量（吨）	金额（万元）	数量（吨）	金额（万元）
普通成形纸						
全部普通成形纸销售	**13,695.76**	**14,407.47**	28,903.82	30,820.61	32,701.67	37,139.92
其中：从锦丰纸业采购商品对外销售	**1,971.71**	**2,099.14**	2,588.60	2,859.65	2,193.67	2,774.34
从锦丰纸业采购商品对外销售/全部普通成形纸销售	**14.40%**	**14.57%**	8.96%	9.28%	6.71%	7.47%
高透成形纸						
全部高透成形纸销售	**7,535.62**	**15,698.65**	18,137.46	38,634.41	17,264.65	36,377.64
其中：从锦丰纸业采购商品对外销售	**1,351.95**	**2,726.34**	3,835.66	7,775.77	1,598.14	3,324.55
从锦丰纸业采购商品对外销售/全部高透成形纸销售	**17.94%**	**17.37%**	21.15%	20.13%	9.26%	9.14%

2024 年度，上市公司自身卷烟纸及高透成形纸的订单量和销售额较 2023 年度均呈现增长态势。**2025 年 1-5 月，卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸订单量和销售额总体保持稳定。**

2024 年度，上市公司自标的公司采购产品对外实现销售金额占同类产品全部销售金额的比例较 2023 年度有所提升，主要原因包括：1）上市公司 2024 年度各类主要产品整体实现销售收入规模较 2023 年度有所提升，其中销量增量部分产能基本由标的公司产能补足；2）标的公司 2024 年度产线调整基本完成，部分产品由标的公司生产效率更高。

2025 年 1-5 月，上市公司自标的公司采购产品对外实现销售金额占同类产品全部销售金额的比例与 2024 年度相比，普通成形纸占比有所上升，高透成形纸和卷烟纸占比有所下降。主要原因系：1）上市公司 2025 年 1 月停产报废主要生产普通成形纸的 8#机，因此加大对标的公司普通成形纸的采购量，因标的公司生产卷烟纸和普通成形纸的 PM2 产能已饱和，相应减少卷烟纸的生产与销售；2）上市公司 2025 年高透成形纸 10000CU 以上规格型号产品订单量有所增长，

而标的公司目前只能生产 10000CU 以下型号的产品，导致上市公司销售自产高透成形纸比率提升。

综上，上市公司在自身相关产品生产线均系超负荷生产的情况下委托标的公司加工生产相关产品，上市公司向标的公司采购金额主要依据上市公司预计订单增长变化情况、生产线产能利用情况等因素确定。

3、采购后销售情况和销售周期

报告期内，上市公司向标的公司采购后销售情况和销售周期情况如下：

项目	2025 年 1-5 月		2024 年		2023 年	
	数量（吨）	金额（万元）	数量（吨）	金额（万元）	数量（吨）	金额（万元）
卷烟纸						
期初从锦丰纸业采购存货余额	**542.13**	**511.84**	876.87	908.41	-	-
本期从锦丰纸业采购商品	**2,107.58**	**1,203.15**	6,390.35	3,661.68	4,355.45	2,487.71
本期结转成本	**2,078.34**	**2,050.70**	6,725.09	6,760.45	3,478.58	3,652.89
期末从锦丰纸业采购存货余额	**571.36**	**533.29**	542.13	511.84	876.87	908.41
从锦丰纸业采购商品的存货周转天数	**-**	**38.75**	-	38.34	-	45.38
普通成形纸						
期初从锦丰纸业采购存货余额	**376.67**	**403.07**	323.69	323.42	-	-
本期从锦丰纸业采购商品	**1,781.79**	**1,319.18**	2,641.58	1,642.35	2,517.36	1,384.55
本期结转成本	**1,971.71**	**2,142.01**	2,588.60	2,803.16	2,193.67	2,522.73
期末从锦丰纸业采购存货余额	**186.75**	**193.89**	376.67	403.07	323.69	323.42
从锦丰纸业采购商品的存货周转天数	**-**	**21.19**	-	47.30	-	23.40
高透成形纸						
期初从锦丰纸业采购存货余额	**565.50**	**991.15**	547.51	1,102.63	-	-
本期从锦丰纸业采购商品	**1,201.04**	**1,172.73**	3,853.65	4,826.42	2,145.65	2,722.84
本期结转成本	**1,351.95**	**2,399.63**	3,835.66	7,430.04	1,598.14	3,238.54
期末从锦丰纸业采购存货余额	**414.58**	**679.39**	565.50	991.15	547.51	1,102.63

项目	2025 年 1-5 月		2024 年		2023 年	
	数量（吨）	金额（万元）	数量（吨）	金额（万元）	数量（吨）	金额（万元）
从锦丰纸业采购商品的存货周转天数	-	52.94	-	51.43	-	62.14

注：存货周转天数=365 天/（本期结转成本/（期初存货余额+期末存货余额）/2）

上市公司从标的公司采购产品的存货周转天数与上市公司全部同类产品存货周转天数对比情况如下表：

存货周转天数（天）	2025 年 1-5 月		2024 年度		2023 年度	
	从标的公司采购	恒丰纸业全部存货	从标的公司采购	恒丰纸业全部存货	从标的公司采购	恒丰纸业全部存货
卷烟纸	38.75	31.79	38.34	37.93	45.38	41.12
普通成形纸	21.19	24.98	47.30	39.08	23.40	45.95
高透成形纸	52.94	42.34	51.43	39.78	62.14	43.67

从上市公司自标的公司采购产品存货周转情况来看，标的公司存货周转天数基本在 1-2 个月左右，与上市公司同类产品销售周期类似。**2025 年 1-5 月，自标的公司采购的卷烟纸、高透成形纸存货周转天数较 2024 年度保持稳定，普通成形纸存货周转天数较 2024 年度有所下降，主要原因是上市公司 2025 年 1-5 月该类商品销售情况较好，消耗较多库存商品。**

4、是否存在囤货的情况及原因

报告期内，上市公司与标的公司主要产品产销率对比情况如下表：

产销率	2025 年 1-5 月		2024 年度		2023 年度	
	标的公司	恒丰纸业	标的公司	恒丰纸业	标的公司	恒丰纸业
卷烟纸	96.58%	102.00%	101.96%	103.73%	99.67%	100.41%
普通成形纸	93.15%	106.01%	100.00%	107.28%	111.99%	100.98%
高透成形纸	74.08%	104.76%	97.37%	96.86%	97.83%	101.58%

注：标的公司产销率=销售数量/生产数量*100%；上市公司产销率=销售数量/（自标的公司采购数量+上市公司生产数量）*100%

从标的公司及上市公司产销率来看，2023 年及 2024 年标的公司产销率基本在 100%左右，基本实现生产即实现销售；2025 年 1-5 月，卷烟纸及普通成形纸产销率接近 100%，已经基本实现销售；2025 年 1-5 月，高透成形纸产品产销率相对较低，主要原因为上市公司拟向标的公司转移生产 10,000CU 以上型号产品

的相关生产工艺及技术。为配合此次技术转移，标的公司需开展设备调试及人员培训等工作，预计将对该产品在三季度的正常生产安排产生一定影响。为此，标的公司于本年度前期适当提升备货规模，以应对技术转移期间可能带来的供应波动。如考虑从标的公司采购产品加上公司自产产品数量，上市公司产销率普遍大于100%，上市公司不存在大额囤货的情况。

5、报告期间标的公司前五大客户情况

报告期间标的公司前五大客户情况具体列示如下：

2025 年 1-5 月									
客户名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	销售金额（万元）	销售内容	是否存在关联关系	是否由上市公司推荐或指定
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	纸、纸浆和纸制品制造、销售；造纸原辅料生产、销售及技术开发；制浆、造纸工艺设计和技术服务	1994-03-06	29,873.14	29,873.14	2,049	3,791.42	高透成形纸、普通成形纸、卷烟纸、吸管包装纸	是	是
马鞍山怡口进出口贸易有限公司	货物进出口；纸制品销售	2022-04-01	100.00	-	1	581.13	高透成形纸	否	否
四川福思达生物技术开发有限责任公司	生物技术、新材料技术、环保技术的开发、转让及推广服务	2015-06-23	1,000.00	1,000.00	33	77.68	租金、电费	是	否
四川福布卫护科技有限公司（与四川福思达生物技术开发有限责任公司系同一控制下主体）	软件开发；日用品销售；纸制品制造	2021-03-02	5,000.00	63.00	6	86.87	高透成形纸	是	否
成都华圣切削刀具有限公司	硬质合金、陶瓷、超硬材料的可转位刀片、机夹、焊接刀片、非金属材料用刀片、配套刀具及各种非标异型产品的研发、生产、销售及售后服务	2020-06-09	500.00	500.00	17	26.42	租金、电费	否	否

中国电信股份有限公司成都分公司	基础电信业务、增值电信业务	2008-02-03	0.00	0.00	1,140	2.19	临时租赁场地	否	否
2024 年									
客户名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	销售金额（万元）	销售内容	是否存在关联关系	是否由上市公司推荐或指定
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	纸、纸浆和纸制品制造、销售；造纸原辅料生产、销售及技术开发；制浆、造纸工艺设计和技术服务	1994-03-06	29,873.14	29,873.14	2,049	10,143.81	高透成形纸、普通成形纸、卷烟纸、吸管包装纸	是	是
马鞍山怡口进出口贸易有限公司	货物进出口；纸制品销售	2022-04-01	100.00	-	1	502.12	高透成形纸、吸管包装纸	否	否
四川福思达生物技术开发有限责任公司	生物技术、新材料技术、环保技术的开发、转让及推广服务	2015-06-23	1,000.00	1,000.00	33	184.48	租金、电费	是	否
四川福布卫护科技有限公司（与四川福思达生物技术开发有限责任公司系同一控制下主体）	软件开发；日用品销售；纸制品制造	2021-03-02	5,000.00	63.00	6	127.28	高透成形纸、吸管包装纸、普通成形纸	是	否

成都华圣切削刀具有限公司	硬质合金、陶瓷、超硬材料的可转位刀片、机夹、焊接刀片、非金属材料用刀片、配套刀具及各种非标异型产品的研发、生产、销售及售后服务	2020-06-09	500.00	500.00	17	51.55	租金、电费	否	否
成都杰瑞兴贸易有限公司	纸制品销售；纸浆销售	2021-04-06	50.00	0.00	3	11.11	包装纸损纸	否	否
合计						11,020.35			
2023 年									
客户名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	销售金额（万元）	销售内容	是否存在关联关系	是否由上市公司推荐或指定
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	纸、纸浆和纸制品制造、销售；造纸原辅料生产、销售及技术开发；制浆、造纸工艺设计和技术服务	1994-03-06	29,873.14	29,873.14	2,049	6,953.55	高透成形纸、普通成形纸、卷烟纸、吸管包装纸	是	是
四川福思达生物技术开发有限责任公司	生物技术、新材料技术、环保技术的开发、转让及推广服务	2015-06-23	1,000.00	1,000.00	33	185.26	租金、电费	是	否
成都华圣切削刀具有限公司	硬质合金、陶瓷、超硬材料的可转位刀片、机夹、焊接刀片、非金属材料用刀片、配套刀具及各种非标异型产品的研发、生产、销售及售后服务	2020-06-09	500.00	500.00	17	50.78	租金、电费	否	否

XIN CHENG DA INDUSTRIAL CO., LTD	主营醋纤滤棒，包括普通棒，细支棒，爆珠滤棒及各种二元和三元滤棒	未披露	未披露	未披露	120	27.85	高透成形纸、普通成形纸	否	是
西安弘辰纸业有限公司	纸制品销售；包装材料及制品销售；日用百货销售	2022-05-24	200.00	0.00	2	25.00	吸管包装纸、卷筒纸	否	否
合计						7,242.44			

注：上表列示客户中：1、四川福思达生物技术开发有限责任公司、成都华圣切削刀具有限公司均租借标的公司办公楼，标的公司收取租金及电费；2、四川福布卫护科技有限公司为标的公司同一控制下公司，为福华集团对外贸易平台公司，日常会参与各类国内外展会，部分展会客户提出零星工业纸类订单，由标的公司供货；3、XIN CHENG DA INDUSTRIAL CO., LTD 为 2023 年标的公司开拓海外业务的尝试，该客户未产生后续订单

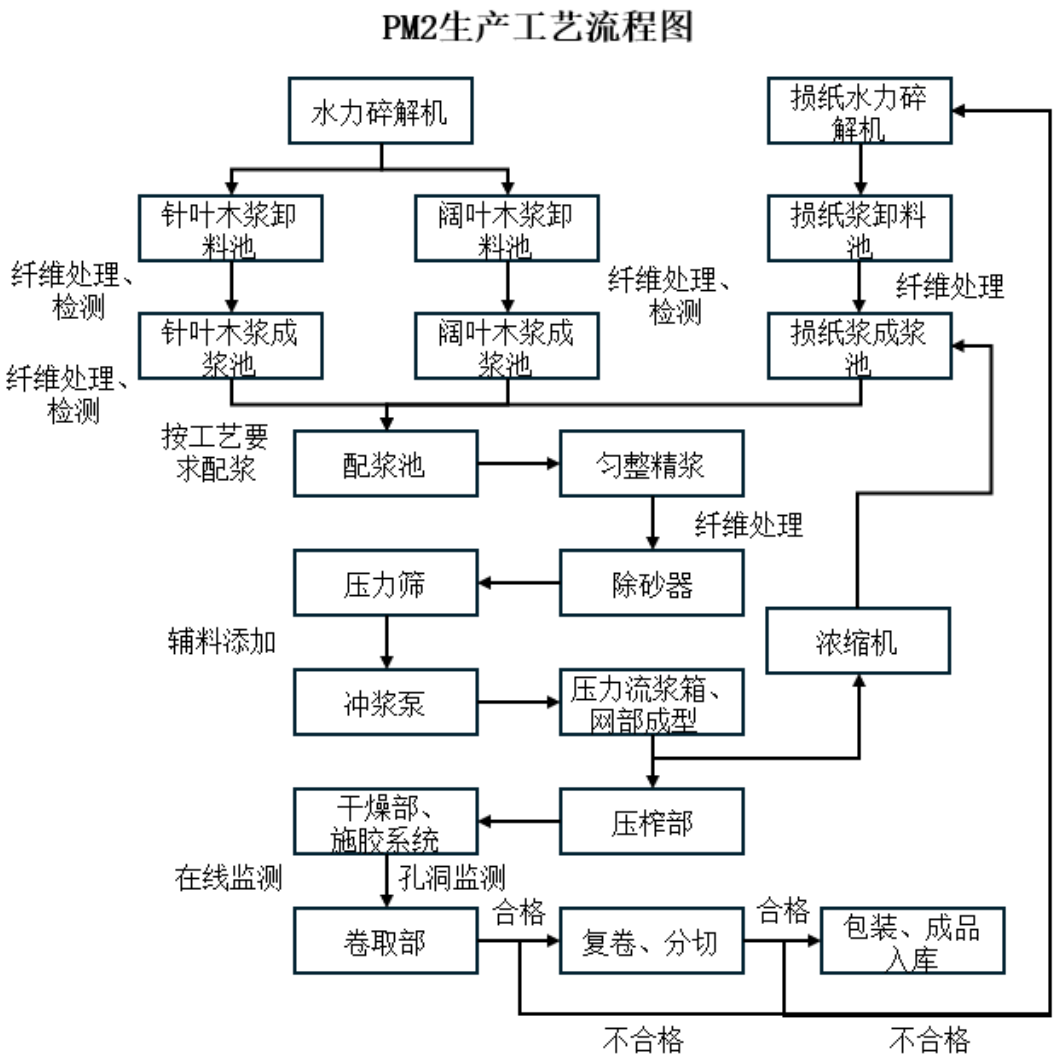
三、标的公司各类产品的具体差异，结合 2023 年以来产品结构变动较大等情况，分析相关设备、加工工艺能否满足新产品加工需求及依据；2022 年主要销售的其他纸类和普通成形纸（一般贸易）采用总额法确认收入的依据，2023 年未进一步承接相关业务的原因

（一）标的公司各类产品的具体差异，结合 2023 年以来产品结构变动较大等情况，分析相关设备、加工工艺能否满足新产品加工需求及依据

2023 年以来，标的公司的主要产品为卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸以及吸管包装纸为主的其他特种纸，其中卷烟纸、普通成形纸和吸管包装纸由 PM2 生产线生产；高透成形纸由 PM3 生产线生产，相关产品具体生产工艺及所需设备情况如下：

1、PM2 生产线

PM2 生产线主要工艺如下图所示：



PM2 主要生产工艺包括备浆系统、上料系统、流送系统、纸页成形、压榨脱水、干燥部、施胶系统、成纸主要指标控制检测、成纸、半成品及成品加工等。相关工艺流程需要主要设备包括水力碎解机、盘磨、疏解机、辅料系统、纸页整饰、高温密闭气罩干燥系统、施胶系统、卷取部、复卷机、分切机、打包机等，上述设备目前均处于正常运营状态。普通成形纸和吸管包装纸等产品工艺流程及设备要求与上述流程及现存设备完全一致，其生产过程主要差异为投料不同和配方差异。卷烟纸在前述工艺流程基础上，额外需要压榨雕印工艺，对应设备 PM2 压榨雕印加工件由标的公司于 2023 年购买及在 PM2 生产线组装完成。因此，PM2 生产线的工艺流程及现有设备可以满足生产的卷烟纸、普通成形纸和吸管包装纸等产品的加工需求。

PM2 生产线技改方案系以原产线为主调整造纸生产工艺，主要技改新增资产及用途如下：

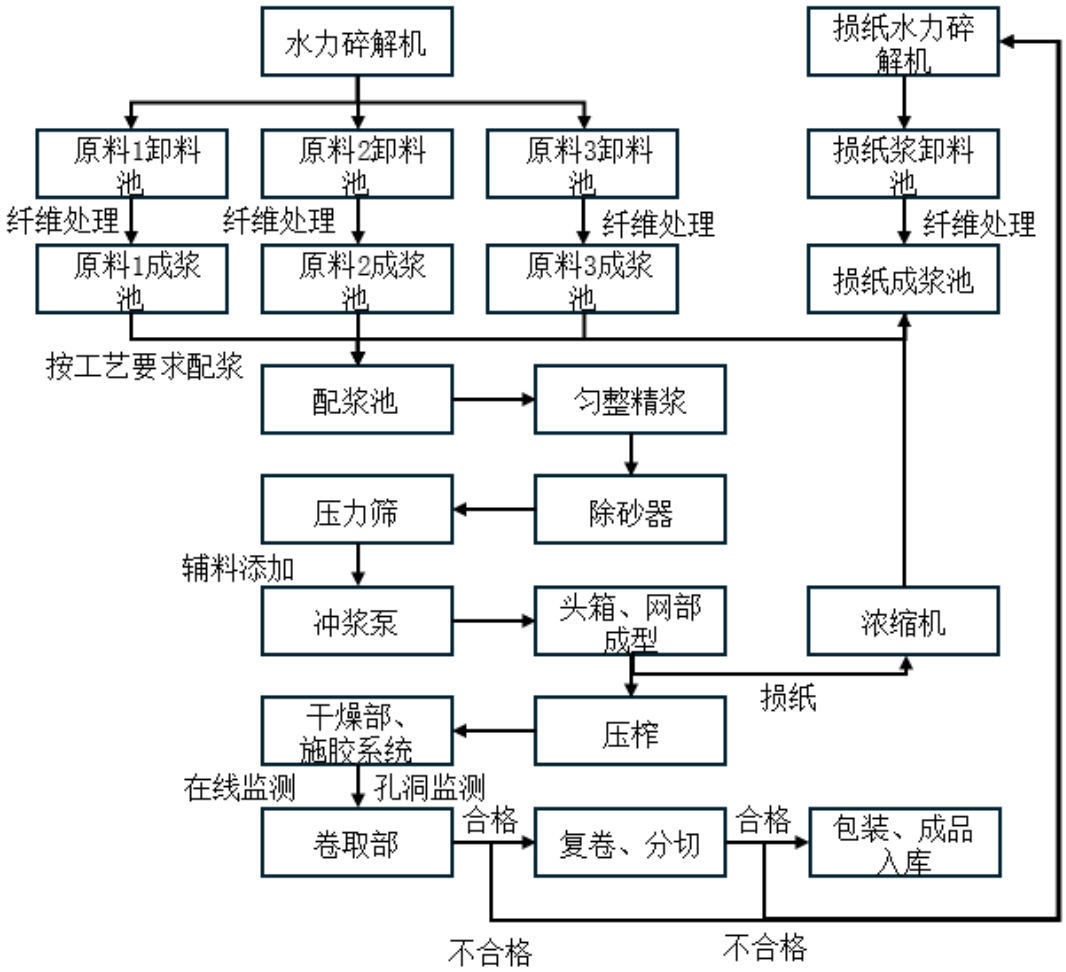
产线	固定资产明细	构建时间	原值(万元）	用途
PM2	分切机	2022/12/31	517.08	解决 PM2 盘纸分切能力不足的问题，提升分切质量，满足产品需要
	传动控制系统	2023/7/31	401.82	液压系统更新，从而增加卷纸轴线压力比例阀控制
	PM2 纸机生产线改造	2023/7/31	298.11	完善纸机设备，降低纸机故障率
	PM2 智能包装线	2023/7/31	286.99	提高产品包装质量、降低工人劳动强度，从而降低成本、提高质量
	PM2 纸机流送系统改造	2023/7/31	194.05	降低运行风险，减少系统压力波动
	PM2 高温密闭气罩干燥系统	2023/7/31	174.03	提高系统的调节性、可控性，改善系统的气流组织，提高气罩零位，提高了纸机气罩干燥能力，消除结露滴水对产品质量的影响和纸机提车速的限制，回收纸机废热，降低气罩蒸汽消耗，降低系统电耗
	施胶机	2023/10/31	114.21	有效降低施胶纸粘料等纸病，提高抄纸成品率
	助剂系统	2023/7/31	106.18	溶解，储存，输送，便于加入药剂，改善纸业性能
	其他设备	2023、2024	1,036.07	满足产线运行要求
	PM2 小计		**3,128.54**	

PM2 生产线于 2023 年中完成技改资产验收转固，并成功达到各项指标后顺利投产运营的实施情况相符，相关设备、加工工艺能满足卷烟纸、普通成形纸和吸管包装纸加工需求。

2、PM3 生产线

PM3 生产线主要工艺如下图所示：

PM3生产工艺流程图



PM3 主要生产工艺包括浆板、损纸水碎、浆料疏解、配浆、成浆处理、浆料精细筛选与净化、纸页成形、压榨脱水、干燥部、施胶系统、成纸主要指标检测、纸病检测、成纸、成纸复卷、分切及包装等。相关工艺流程需要主要设备包括水力碎浆机、疏解机、匀整机、除砂器、压力筛、流浆箱、成形网、网部脱水原件、压榨辊、透平风机、烘缸、施胶设备、在线检测系统、纸病检测系统、复卷机、分切机、打包机等，上述设备目前均处于正常运营状态。因产品高透气性的要求较高，建设 PM3 生产线生产高透成形纸，上述相关工艺流程及现有设备可以满足高透成形纸生产及加工需求。

PM3 生产线技改方案系以原产线为主调整造纸生产工艺，主要技改新增资产及用途如下：

产线	固定资产明细	构建时间	原值（万元）	用途

产线	固定资产明细	构建时间	原值（万元）	用途
PM3	PM3 传动控制系统	2023/7/31	171.26	用于提高 PM3 纸机的速度和精度，降低故障率
	PM3 纸机系统	2023/7/31	119.47	纸机压榨/烘缸部、卷曲的完善将增加干燥能力
	造纸专用设备	2023/7/31	267.87	满足高透薄页纸生产，减少高透断头情况
	PM3 流送系统	2023/7/31	197.13	优化、恢复边条送风系统
	立式分切机	2023/7/31	177.57	实现电动制动
	PM3 气罩干燥系统	2023/7/31	176.54	改善系统的气流组织，提高气罩零位，提高纸机气罩的干燥能力，消除结露滴水对产品质量的影响和纸机提车速的限制，回收纸机废热，降低气罩蒸汽消耗，降低系统电耗，满足机械设备改造运行要求
	其他设备	2023、2024	662.95	满足产线运行要求
	PM3 小计		**1,772.79**	

PM3 生产线已于 2023 年中完成技改资产验收转固，与标的公司对 PM3 生产线 2023 年中开始试运行并当月达到技改目标的实施情况相符，相关设备、加工工艺能满足高透成形纸加工需求。

（二）2022 年主要销售的其他纸类和普通成形纸（一般贸易）采用总额法确认收入的依据，2023 年未进一步承接相关业务的原因

1、2022 年主要销售的其他纸类和普通成形纸（一般贸易）采用总额法确认收入的依据

2022 年标的公司主要采用自行接单并备料生产后供货的模式销售其他纸类和普通成形纸。在这种模式下，标的公司自主选择材料供应商并独立完成生产后销售给不同客户，采购合同与销售合同互相独立，不存在互为前提的情况，且标的公司分别与供应商及客户商定价格，并具备完整销售定价权，同时，标的公司完全承担了原材料生产加工中的保管和灭失、价格波动等风险，最终产品在交付客户前标的公司可完全实施控制，产品销售后承担了对应账款的信用风险。

综上所述，标的公司可独立制定商品定价策略并自主承担存货毁损风险及销售账款信用风险，对其商品的控制权具有主导地位，从事交易时的身份系主要责任人。根据《企业会计准则第 14 号——收入》第三十四条规定，企业应当根据

其在向客户转让商品前是否拥有对该商品的控制权，来判断其从事交易时的身份是主要责任人还是代理人。企业在向客户转让商品前能够控制该商品的，该企业为主要责任人，应当按照已收或应收对价总额确认收入。

2、2023 年未进一步承接相关业务的原因

2023 年起，随着标的公司与恒丰纸业达成业务托管合作，标的公司的业务模式转为主要为恒丰纸业加工生产烟草工业用纸。在此背景下，一方面，在恒丰纸业的技术支持和指导下，标的公司完成了相关烟草工业用纸生产线设备的改造和生产工艺的提升，产品质量和生产效率均得到提高，随着销售收入和毛利率的稳步增长，技改升级后相关产品产生的经济效益也较 2022 年前生产其他客户的低毛利率甚至亏损产品具有更好的前景；另一方面，2022 年前其他客户的订单量少且不稳定，相关产品需使用 PM2 生产线进行生产，标的公司难以在保障相关生产线技改工程顺利进行以及技改后相关生产线产能需优先满足恒丰纸业的订单需求之前提下继续保证对第三方客户按时供货，故标的公司在 2023 年未进一步承接 2022 年度的相关业务。

四、国际贸易政策对上市公司境外销售的影响，是否影响其对标的公司相关产品的需求，对标的公司经营业绩和持续经营的影响

（一）报告期内，上市公司境外销售金额及占比情况

单位：万元

区域	2025 年 1-5 月		2024 年度		2023 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
营业收入：	115,372.20	100.00%	277,351.14	100.00%	264,808.26	100.00%
境外地区：	35,775.50	31.01%	81,536.28	29.40%	79,338.24	29.96%
其中：						
亚洲	20,694.87	17.94%	57,569.87	20.76%	55,885.65	21.10%
欧洲	13,309.53	11.54%	19,847.68	7.16%	19,852.79	7.50%
南美洲	236.40	0.20%	1,627.49	0.59%	1,456.30	0.55%
非洲	1,141.12	0.99%	1,402.26	0.51%	995.56	0.38%
北美洲	393.59	0.34%	1,088.98	0.39%	1,147.95	0.43%
总计	35,775.50	31.01%	81,536.28	29.40%	79,338.24	29.96%

报告期内，上市公司境外地区销售金额分别为 79,338.24 万元、81,536.28 万

元、**35,775.50 万元**，占营业收入的比重分别为 29.96%、29.40%、**31.01%**。上市公司境外地区销售的主要客户位于亚洲及欧洲。报告期内，上市公司北美洲销售占比较小，且主要销售国家为墨西哥及加拿大，仅存在极少量向美国销售产品，报告期各期金额分别为 109.81 万元、88.32 万元**及 12.38 万元**，占上市公司收入比重较小。

（二）标的公司境外销售情况

报告期内，标的公司境外销售金额及占比情况如下：

单位：万元

地　区	2025 年 1-5 月		2024 年度		2023 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
境内地区	4,459.43	100.00%	10,770.25	100.00%	7,007.08	99.60%
境外地区	-	-	-	-	27.85	0.40%
合　计	4,459.43	100.00%	10,770.25	100.00%	7,034.93	100.00%

报告期内，标的公司主要客户为上市公司，境内地区收入占比较高，仅 2023 年度存在 27.85 万元直接对境外客户开展销售的情况，其销售金额及占比较小，且不涉及向美国销售产品。

综上，上市公司出口销售的主要客户位于亚洲及欧洲，仅存在极少量向美国销售产品，且不包含从标的公司采购的商品，中美贸易政策对上市公司境外销售以及其对标的公司的相关产品需求的影响均较小，对标的公司经营业绩和持续经营的影响较小。

五、中介机构核查程序和核查意见

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、通过查阅重组报告书、询问上市公司及标的公司管理层了解标的公司不同销售模式的差异，以及上市公司与标的公司对不同产品采用不同销售模式以及相关定价模式的原因，并分析其合理性；获取并检查上市公司和标的公司签订的业务托管协议、货物销售合同，询问双方管理层和业务人员了解交易背景、交易定价方法和定价谈判过程，并结合标的公司及上市公司的审计情况进一步分析上市公司与标的公司之间交易定价是否公允或合理；

2、通过询问标的公司管理层及结合对标的公司的审计情况，分析标的公司2023 年以来收入上升的原因以及各类产品收入变动存在差异的原因；通过询问生产人员及获取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，并与生产成本统计表、销售数据统计表进行对比分析是否与各类产品收入变化情况匹配；获取并复核上市公司报告期内的自有产能统计表、并结合对上市公司同期销售收入的审计情况分析标的公司各类产品收入变动是否与上市公司的收入变动、产品需求结构及自有产能利用情况相匹配，进一步分析上市公司向标的公司采购金额的确定依据是否准确和合理；检查上市公司销售收入实现情况和存货结存情况，**包括选择项目检查收入销售合同或订单、客户签收单或销售提单，检查销售回款情况，并检查公司存货进销存系统是否核算和记录准确，**分析上市公司采购标的公司产品后的销售情况和销售周期是否正常及是否存在囤货的情况；

3、询问标的公司管理层并获取各类产品的说明书以了解各类产品的用途、生产工艺等具体差异，并结合对营业收入和固定资产的审计情况分析 2023 年以来相关设备、加工工艺能否满足新产品加工需求；对标的公司 2022 年其他纸类和普通成形纸（一般贸易）销售业务通过检查合同、订单、收入确认凭证及收款情况分析标的公司采用总额法确认收入的依据是否充分及是否符合会计准则要求；通过询问标的公司管理层了解 2023 年未进一步承接相关业务的原因并结合审计情况分析合理性；

4、通过询问上市公司及标的公司管理层和对双方销售人员进行访谈，以及通过互联网等公开渠道查询国际贸易政策和国际贸易局势，了解国际贸易政策对上市公司境外销售的影响，并结合对上市公司和标的公司销售收入的情况，分析上述国际贸易政策是否影响上市公司对标的公司相关产品的需求以及对标的公司经营业绩和持续经营是否存在重大影响；

5、采取的收入真实性验证核查程序如下；

（1）了解标的公司销售与收款循环的内部控制流程以及各项关键的控制点，检查标的公司相关的内部控制制度。

（2）评价标的公司收入确认政策的合理性。

（3）对报告期内标的公司的主要客户进行了访谈，了解主要客户基本情况、与公司的合作历史、主要合作内容、付款条款、合同签署情况、与公司的关联关系等情况，访谈具体情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
访谈客户销售收入金额	**4,372.55**	11,009.24	6,953.55
营业收入	**4,591.92**	11,029.01	7,282.37
访谈客户销售收入占比	**95.22%**	99.81%	95.48%

（4）对报告期内标的公司主要客户销售情况执行函证程序，主要客户函证具体情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
营业收入（A）	**4,591.92**	11,029.01	7,282.37
营业收入发函金额（B）	**4,459.43**	10,711.20	6,967.50
发函比例（C=B/A）	**97.11%**	97.12%	95.68%
营业收入回函金额（D）	**4,459.43**	10,711.20	6,967.50
回函比例（E=D/B）	**100.00%**	100.00%	100.00%

（5）对报告期内标的公司销售收入执行细节测试及穿行测试，抽样检查与收入确认相关的支持性文件，**包括销售合同、销售订单、发运单、签收单、发票、银行回单及其他支持性文件，判断收入确认依据是否充分，收入确认时点是否与公司收入确认政策相符。报告期内，对销售收入的细节测试比例分别为 87.16%、81.33%与 81.75%；**

（6）对标的公司的收入变动执行分析性程序，分析报告期内收入变动的合理性，并与可比公司进行对比分析，分析是否存在异常收入变动情况；

（7）通过公开渠道查询了标的公司主要客户的工商登记信息，核查标的公司客户的营业范围、注册资本、股权结构等情况，核查标的公司客户与标的公司交易的商业合理性；

（8）获取标的公司主要银行账户对账单，检查银行回单是否存在大额异常流水，银行回单显示的客户名称、回款金额是否同账面一致。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、出口产品由恒丰纸业进口纸浆并以委托加工模式由锦丰纸业加工生产，上市公司可以享受进料加工业务增值税免抵退税优惠政策，且对于主要国外客户，锦丰纸业尚未取得供应商认证资质，故对于出口产品主要采用委托加工模式；而国内产品无出口产品类似的税收优惠，故采用一般贸易模式，上市公司与标的公司对不同产品采用不同销售模式具备合理性。标的公司与上市公司托管合作期间，在确定双方订单规模和产品定价方面，上市公司兼顾考虑己方经济效益及标的公司恢复稳定生产运营需求等因素，标的公司亦希望通过托管完成设备改造、工艺提升、逐步摆脱亏损局面，故交易定价综合考虑了双方需求，是经双方协商一致的市场化行为，相关定价具备公允性；

2、2023 年以来标的公司收入上升的主要原因系和上市公司达成业务托管合作，并获得上市公司稳定增长的烟用产品加工订单；各类产品收入变动存在差异主要和 2023 年相关产品生产线的改造实施情况及同期上市公司相关产品订单需求相关，并与其主要产线产能、达产时间、爬坡过程等匹配，也与上市公司收入变动、产品需求结构及自有产能利用情况相匹配，上市公司系根据自身订单需求和产能缺口确定对标的公司的采购量及采购金额，采购后均顺利实现销售，不存在囤货的情况；

3、2023 年以来标的公司产品结构变动较大和其与上市公司达成业务托管合作并转变业务模式为主要代上市公司加工生产卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸及高透成形纸有关；在此期间标的公司在上市公司的技术支持下陆续完成了主要生产线的改造和扩建，其相关设备、加工工艺能满足新产品加工需求；2022 年标的公司销售其他纸类和普通成形纸（一般贸易）的业务中其可独立制定商品定价策略并自主承担存货毁损风险及销售账款信用风险，对其商品的控制权具有主导地位，从事交易时的身份系主要责任人，采用总额法确认收入符合会计准则要求；2023 年标的公司因和上市公司达成业务托管合作后，因其产能要优先保障上市公司订单需求，且同时基于 2022 年度销售的相关产品利润率较低的考虑未再进一步承接相关业务具有合理性；

4、因上市公司出口销售的主要客户位于亚洲及欧洲，仅存在极少量向美国销售产品，故目前中美贸易政策对上市公司境外销售以及其对标的公司的相关产品需求的影响均较小，进而对标的公司经营业绩和持续经营的影响也较小。

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、房屋建筑物及设备等，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**加期**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：

评估值=重置成本×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

重置成本=建安工程造价+前期及其他费用+资金成本-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**加期**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**加期**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，并采用以下计算公式测算成新率：

成新率=尚可使用年限/（尚可使用年限+已使用年限）×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

如问题 2、五（三）所述，标的公司根据追溯性估值咨询结果，对锦丰斯贝克和锦丰创新的资产、负债按照竹浆纸业合并锦丰斯贝克、锦丰创新合并日（2014 年 7 月 31 日）取得的可辨认净资产公允价值，并在此基础上持续计算至本次吸收合并日的价值进行了核定，据此作为 2024 年锦丰纸业吸收合并锦丰斯贝克和锦丰创新的入账依据。由于锦丰斯贝克及锦丰创新的资产系按照历史期间公允价

值进行入账，导致其账面原值无法反映资产原始购买（构建）成本，因此按照调整前的账面原值来分析评估增值情况相对更合理。后文同时列示调整前及调整后的账面价值情况，并按照调整前的数据分析评估增值情况。

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	调整后账面价值		调整前账面价值		评估价值		调整前增值率（%）	
	原值	净值	原值	净值	原值	净值	原值	净值
房屋建筑物	12,152.09	2,231.38	15,996.31	1,469.69	17,065.73	10,108.36	6.69	587.79
构筑物	873.76	491.34	1,306.93	526.41	1,655.38	905.44	26.66	72.00
合计	13,025.85	2,722.72	17,303.25	1,996.10	18,721.11	11,013.80	8.19	451.77

本次评估中，房屋建（构）筑物类调整前原值的账面价值为 **17,303.25 万元**，原值的评估价值为 **18,721.11 万元**，房屋建（构）筑物原值评估增值 **1,417.86 万元**，增值率 **8.19%**。房屋建（构）筑物评估原值增值原因为建造日至**加期**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（m^2）	评估原值（万元）	评估单价（元/m^2）
PM2 主厂房	7,499.36	2,681.53	3,575.68
厂房（PM4 生产车间）	7,319.49	2,397.89	3,276.03
厂房（PM3 生产车间）	7,319.49	2,794.75	3,818.23

由上表可知，各主要厂房评估单价分布在 **3,276** 元/平方米至 **3,818** 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（构）筑物类资产**调整前**评估原值增值 **1,417.86 万元**，评估原值增值率为 **8.19%**。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

经济使用年限：参考《资产评估常用参数手册》，房屋经济使用年限为 40-60 年；构筑物经济使用年限为 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	调整后账面价值		调整前账面价值		评估价值		调整前增值额		调整前增值率（%）	
	原值	净值	原值	净值	原值	净值	原值	净值	原值	净值
房屋建筑物	12,152.09	2,231.38	15,996.31	1,469.69	17,065.73	10,108.36	1,069.42	8,638.67	6.69	587.79
构筑物	873.76	491.34	1,306.93	526.41	1,655.38	905.44	348.45	379.03	26.66	72.00
合计	13,025.85	2,722.72	17,303.25	1,996.10	18,721.11	11,013.80	1,417.86	9,017.70	8.19	451.77

房屋建（构）筑物调整前净值的账面价值为 **1,996.10 万元**，净值的评估价值为 **11,013.80 万元**，净值评估增值 **9,017.70 万元**，增值率 **451.77%**。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**加期**评估基准日，主要厂房账面原值 PM2 和 PM4 的成新率为 5%、**5%**，已基本计提至残值，PM3 账面成新率仅剩余 **12.52%**，详细如下：

房屋	调整后		调整前		会计折旧年限	已使用年限	调整前账面成新率
	账面原值（万元）	账面净值（万元）	账面原值（万元）	账面净值（万元）			
PM2 主厂房	1,871.43	93.57	1,871.43	93.57	20	23.90	5.00%
厂房（PM4 生产车间）	2,038.41	465.01	1,704.38	85.22	20	20.20	5.00%
厂房（PM3 生产车间）	2,085.04	475.65	2,979.03	373.00	20	18.50	12.52%

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26年、30年、32年，对应评估成新率分别为**52%**、60%、**63%**。详细如下：

房屋	经济寿命年限	已使用年限	尚可使用年限	评估成新率
PM2主厂房	50.00	**23.90**	**26.00**	**52.00%**
厂房（PM4生产车间）	50.00	**20.20**	**30.00**	**60.00%**
厂房（PM3生产车间）	50.00	**18.50**	**32.00**	**63.00%**

因各主厂房的账面成新率仅为5%至**13%**，而本次评估计算的成新率为**52%**至**63%**，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：

单位：万元

项目	调整后		调整前			评估原值	评估净值	评估成新率	调整前	
	账面原值	账面净值	账面原值	账面净值	账面成新率				评估原值增减值	评估净值增减值
PM2主厂房	1,871.43	93.57	1,871.43	93.57	5.00%	2,681.53	1,394.40	52.00%	810.10	1,300.82
厂房（PM4生产车间）	2,038.41	465.01	1,704.38	85.22	5.00%	2,397.89	1,438.73	60.00%	693.51	1,353.51
厂房（PM3生产车间）	2,085.04	475.65	2,979.03	373.00	12.52%	2,794.75	1,760.69	63.00%	-184.28	1,387.69
小计	5,994.88	1,034.23	6,554.85	551.79	8.42%	7,874.17	4,593.82	58.34%	1,319.32	4,042.03

除上述PM2主厂房、厂房（PM4生产车间）和厂房（PM3生产车间）等厂房类房屋建筑物外，其它主要建筑物包括库房类房屋建筑物（如6、7、8号库房、2号库房、5号库房等）、办公类房屋建筑物（如办公楼、五层办公楼、生产办公楼）和构筑物（白水回收系统、道路、围墙、绿化）等，增值原因与厂房类房屋建筑物增值原因及驱动因素相同，其中库房类房屋建筑物调整前增值额为1,451.31万元，办公类房屋建筑物调整前增值额为2,671.26万元。

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**4,775.00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（平方米）	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**加期**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**加期**评估基准日已经拆除，尚未重建完成。

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 生产线以及德国 Geobel 的复卷分切设备。构建纸机幅宽 3,300mm，车速 300m/min，纸张计算定量 27g/m^2。

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 生产线以及德国 Geobel 的复卷分切设备。构建纸机幅宽 1,880mm，车速 300m/min，纸张计算定量 20g/m^2。

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 生产线以及德国 Geobel 的复卷分切设备。构建纸机幅宽 2,400mm，车速 300m/min，纸张计算定量 27g/m^2。

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、复卷机组成，目前仍在完善改造和升级优化中。

（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

产线	时间	技改项目	技改说明
			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，设计车速 300m/min，主要生产高透成形纸。经过半年的完善改造，2023 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%，年产能约 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，年产能约 6,000 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**调整前**原值的账面价值为**55,878.72 万元**，原值的评估价值为 **37,259.34 万元**，机器设备原值评估减值 **18,619.38 万元**，**减值率 33.32%**。机器设备**调整前**净值的账面价值为**6,066.57 万元**，净值的评估价值为**10,696.38 万元**，机器设备净值评估增值**4,629.81 万元**，增值率**76.32%**。机器设备评估增减值情况如下：

单位：万元

科目名称	调整后账面值		调整前账面值		评估价值		调整前增值率（%）	
	原值	净值	原值	净值	原值	净值	原值	净值
机器设备	31,148.75	5,054.88	55,878.72	6,066.57	37,259.34	10,696.38	-33.32	76.32

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。**本次评估中设备的购置费通过查询《机电产品报价手册》（2025 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。对于主要专业生产设备采用向厂商询价的方式确定，如机器设备中序号 92，设备名称为复卷机，生产厂家为 VOITH，根据市场调查询价，该设备的含税购置价为 1,496.00 万元，不含税购置价为 1,323.89 万元，考虑运杂费、安装费、前期及其他费用以及资金成本后的评估原值为 1,611.86 万元，账面原值为 2,380.23 万元，评估减值率为 32%。再如机器设备中序号 5，设备名称为格贝尔分切机，规格型号为 GOEBEL optima 1650，根据市场调查询价，其含税购置价为 620.00 万元，不含税购置价为 548.67 万元，考虑运杂费、安装费、前期及其他费用以及资金成本后的评估原值为 668.02 万元，账面原值为 837.02 万元，评估减值率为 20%。机器设备中大部分设备均涉及评估原值减值，PM2、PM3 和 PM4 生产线核心均为进口设备，调整前评估原值减值率 33.32%。**

机器设备评估净值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，同时标的公司根据设备管理制度对设备进行的日常巡检保养、排除隐患维修的月度轮检保养等，使设备净值增值具有合理性。

（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》（**2025 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。

（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**加期**评估基准日财务已使用年限为 **26.8** 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，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。**同时，PM2 生产线由于技术改造等存在新设备投入，该类新设备投入的时间较短，评估成新率根据实际情况大部分在 85%以上。**

（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**加期**评估基准日财务已使用年限为 **21.0 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，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 6-7 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 **6.4** 年，**故对于已经超过会计折旧年限的设备成新率=尚可使用年限/（尚可使用年限+已使用年限）*100%=6.4/（6.4+21.0）=23%，对应成新率为 23%。同时，PM3 生产线由于技术改造等存在新设备投入，该类新设备投入的时间较短，评估成新率根据实际情况大部分在 85%以上。**

（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**加期**评估基准日财务已使用年限为 **21.10** 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，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 个月后，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 6-7 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 **6.4** 年，**故对于已经超过会计折旧年限的设备成新率=尚可使用年限/（尚可使用年限+已使用年限）*100%=6.4/（6.4+21.1）=23%，对应成新率为 23%。**

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使用年限为 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，机器设备类资产的折旧年限、年折旧率情况如下：

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

机器设备类资产采用年限平均法计提折旧，账面折旧情况如下：

项目	调整后			调整前		
	账面原值（万元）	账面净值（万元）	账面成新率	账面原值（万元）	账面净值（万元）	账面成新率
机器设备	31,148.75	5,054.88	16.23%	55,878.72	6,066.57	10.86%

本次设备类资产根据《资产评估常用参数手册》确定各类设备的经济寿命年限，设备类资产评估综合成新率情况如下：

项目	评估原值（万元）	评估净值（万元）	评估综合成新率
机器设备	37,259.34	10,696.38	28.71%

因此企业会计折旧年限短于评估中采用的经济寿命年限，评估综合成新率比账面成新率高，从而导致评估净值增值。

（2）对评估值的具体影响

机器设备**调整前**净值的账面价值为 **6,066.57 万元**，净值的评估价值为 **10,696.38 万元**，净值评估增值 **4,629.81 万元**，增值率 **76.32%**。其中，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，具体情况如下：

单位：万元

项目	调整后			调整前			评估原值	评估净值	评估成新率	调整前增减值	
	账面原值	账面净值	账面成新率	账面原值	账面净值	账面成新率				评估原值	评估净值
PM2-老设备	17,836.87	891.84	5.00%	17,836.87	891.84	5.00%	13,280.42	1,992.06	15.00%	-4,556.45	1,100.22
PM2-技改设备	3,984.20	2,391.36	60.02%	3,984.20	2,391.35	60.02%	3,527.40	2,897.33	82.14%	-456.80	505.97
PM2 小计	21,821.07	3,283.21	15.05%	21,821.07	3,283.20	15.05%	16,807.82	4,889.39	29.09%	-5,013.25	1,606.19
PM3-老设备	3,114.76	153.59	4.93%	25,103.52	1,028.23	4.10%	10,918.85	2,553.72	23.39%	-14,184.67	1,525.50
PM3-技改设备	1,647.73	1,273.14	77.27%	1,647.73	1,273.14	77.27%	1,646.84	1,443.81	87.67%	-0.89	170.68
PM3 小计	4,762.49	1,426.73	29.96%	26,751.25	2,301.36	8.60%	12,565.69	3,997.54	31.81%	-14,185.56	1,696.17
PM4	3,181.12	185.68	5.84%	5,325.57	292.90	5.50%	6,153.31	1,439.95	23.40%	827.74	1,147.05
合计	29,764.69	4,895.61	16.45%	53,897.90	5,877.46	10.90%	35,526.82	10,326.87	29.07%	-18,371.08	4,449.41

注 1：其中 PM2-老设备入账时间为 1998 年至 2004 年，PM2-技改设备入账时间为 2016 年至 2024 年，PM3-老设备入账时间为 2004 年至 2007 年，PM3-技改设备入账时间为 2015 年至 2024 年。

注 2：PM2 为锦丰纸业自有资产，不涉及锦丰创新及锦丰斯贝克资产，故上表中调整前金额与调整后金额一致。

PM3 及 PM4 设备调整后账面原值低于调整前账面原值主要系标的公司根据公允价值评估净值入账，导致调整后账面原值较调整前降低；标的公司采用调整后的账面原值，按照会计政策持续计提折旧，由于调整后的账面原值低于调整前账面原值，调整前后的资产账面成新率均接近残值，导致调整后账面净值低于调整前账面净值。调整后账面净值较调整前账面净值的降低并不能直接反映公允价值

调整的评估增减值情况,故本次评估以调整前账面值进行增减值分析基础以合理体现其评估增减值情况。由于企业会计折旧年限短于评估中采用的经济寿命年限,评估综合成新率比账面成新率高，从而导致评估净值增值。

（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》（**2025 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。同时设备良好的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**加期**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。**由于本次适用的基准地价的基准日（2025 年 1 月 1 日），距加期评估基准日较近，能更好的体现出政府定价或土地出让底价最新情况，而市场比较法能反映真实的市场供需关系、区域发展水平和潜在用途价值，因此本次采用基准地价法和市场比较法的算术平均值作为最后评估结论。**

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。

宗地地面地价=适用的细分用途基准地价×使用年期修正系数×物业自持修正系数×（1±区域、个别因素修正系数）±土地开发程度修正值-配建修正值

（2）市场比较法

将待评估宗地与在**加期**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×A×B×C×D×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）土地使用权评估分析

土地使用权评估情况如下表：

宗地名称或位置	宗地面积(㎡)	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	**511**	**443**	**算术平均**	**636.00**
温江区柳台大道西段 515 号	39,751.13	**582**	**504**	**算术平均**	**2,158.49**
温江区柳台大道西段 515 号	37,217.43	**582**	**504**	**算术平均**	**2,020.91**
温江区柳台大道西段 515 号	29,474.65	**582**	**499**	**算术平均**	**1,594.58**

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：

①基准地价系数修正法

●基准地价简介

被评估宗地所在地成都市温江区在加期评估基准日适用的基准地价来源于成都市温江区人民政府 2025 年 4 月 30 日发布的《成都市温江区人民政府关于公布实施成都市温江区城镇建设用地土地定级与基准地价更新成果的通知》，被评估宗地位于成都市温江区工矿仓储用地范围内，对应的基准地价为 675 元/平方米（地面价）。

●使用年期修正系数

评估宗地剩余年限为 23.8 年，而基准地价设定的使用年限为 50 年，须作年期修正。年期修正系数的计算式如下：

土地还原率的测算采用安全利率加风险调整值法,即将土地还原率视为包含安全利率和风险调整值两大部分,安全利率根据一年期金融机构人民币存款基准利率确定,风险调整值根据宗地所处地区的社会经济发展和土地市场因素对其影响程度确定。根据成都市温江区城镇建设用地土地定级与基准地价更新成果(2025 版)中工业用地土地还原率取 4.7%。

年期修正系数=[1-1/(1+4.7%)$^{23.8}$]/[1-1/(1+4.7%)^{50}]

=0.7392

●物业自持修正系数

待估宗地使用年期为 50 年期、物业自持比例为 100%，根据《成都市温江区工业用地 50 年期物业自持修正系数表》，确定物业自持修正系数为 1。

●区域、个别因素修正系数

根据基准地价修正因素指标说明表及修正系数表,通过分析被评估宗地的各项因素，确定宗地各因素条件指标值、优劣度及修正系数，并计算得出区域、个别因素修正系数如下：

影响因素		被评估宗地因素条件指标值	指标优劣度	修正系数
区域	产业聚集影响度	周边有工业聚集，且有产业联系	较优	1.34
	道路通达度	邻近次干道	较劣	-1

影响因素		被评估宗地因素条件指标值	指标优劣度	修正系数
因素	距离高速出入口距离	[1500,3000)米	较优	0.97
个别因素	基础设施完善度	配套较完善，保障度达到80%以上	较优	1.1
	宗地形状	形状规则，对利用无影响	一般	0
	宗地面积	适中，对利用无影响	一般	0
	工程地质	无不良地质现象	一般	0
合计				2.41

根据上表，区域、个别因素修正系数为2.41%。

●开发程度修正值

宗地开发程度设定为“六通一平”（即宗地红线外通路、通电、通上水、通下水、通讯、通气，宗地红线内场地平整），与基准地价设定的开发程度一致，则开发程度修正值为0。

●配建修正值

待估宗地不存在配建情况，则配建修正值为0。

●基准地价系数修正法评估结果

宗地地面地价=适用的细分用途基准地价×使用年期修正系数×物业自持修正系数×(1±区域、个别因素修正系数)+土地开发程度修正值-配建修正值

=675×0.7392×1×(1+2.41%)+0+0

=511(元/平方米)

②市场比较法

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**加期**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

比较实例编号	A	B	C
土地用途	工业用地	工业用地	工业用地
土地面积（㎡）	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/㎡）	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		**100/95.24**	**100/95.24**	**100/95.24**
土地使用年期		**100/135.28**	**100/135.28**	**100/135.28**
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

比较因素		比较实例 A	比较实例 B	比较实例 C
	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		408.00	514.00	408.00

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：

土地单价=（408.00+514.00+408.00）/3

=443.00（取整，元）

（4）关于基准地价和市场比较法土地单价差异情况

评估过程中，依据评估惯例选取了近期三宗土地成交案例作为可比案例。其中，可比案例 B 成交单价为 675 元/平方米，与本次所采用的基准地价系数修正法中的基准地价相同，均为 675 元/平方米，可比案例 A 与可比案例 C 成交单价为 525 元/平方米，可比案例之间价格存在一定差异，主要原因如下：

根据《成都市人民政府关于印发成都市支持保障重点项目政策措施的通知》（成府规[2025]3 号），其印发的《成都市支持保障重点项目的政策措施》中规定：(二)实行重点项目地价优惠。对符合集约用地，且满足规划导向和产业条件的重点服务业项目用地（含利用商服用地建设的公共服务类项目）起始（叫）价不低于宗地评估价的 70%（含持证准用价款），且不低于宗地所在地对应级别及类型用地基准地价的 70%；鼓励类重点工业项目用地采取出让方式的，可按不低于我市工业用地出让指导价的 70%确定土地出让起始价。

另外，根据 2023 年 8 月 2 日成都市规划和自然资源局 成都市经济和信息化局 成都市新经济发展委员会关于印发《成都市工业用地出让指导价标准》的通知(成自然资发[2023]44 号)，温江区工业用地出让指导价为 45 万元/亩（50 年期），即温江区工业用地出让指导价为 675 元/平方米。

本次市场比较法中，可比案例 A 与可比案例 C 的交易单价为 525.00 元/平方米，为温江区工业用地出让指导价 78%，符合《成都市支持保障重点项目的政策措施》中规定的不低于工业用地出让指导价的 70%的标准。而本次所选取的另一可比案 B，成交单价为 675 元/平方米，与本次所采用的基准地价系数修正法中根据成都市温江区人民政府 2025 年 4 月 30 日发布的《成都市温江区人民政府关于公布实施成都市温江区城镇建设用地土地定级与基准地价更新成果的通知》所采用的土地单价相同，均为 675 元/平方米。

综上，本次适用的基准地价的基准日（2025 年 1 月 1 日），距加期评估基准日较近,能够较好地体现评估基准日时期政府定价及土地出让底价的最新水平。市场比较法所选取的可比案例中，案例 B 的成交单价与基准地价一致，体现了市场价格与基准地价的衔接；同时，基于评估的谨慎性原则，也选取了因享受重点项目地价优惠政策而导致成交单价相对较低的案例 A 与案例 C。因此本次采用基准地价法和市场法的算术平均值作为最后评估结论具备合理性与谨慎性。

若本次仅采用市场比较法结果作为最后评估结论，土地使用权评估值为 5,940.68 万元，较现有评估结论降低 469.30 万元。本次交易作价为 25,414.23 万元，较资产基础法的评估结果 26,208.42 万元低 794.19 万元，故即使本次土地使用权仅采用市场比较法作为评估结论,资产基础法的评估结果也不会低于本次的交易作价。

（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（㎡）	终止日期	调整后原始入账价值（万元）	调整后账面价值（万元）	调整前原始入账价值（万元）	调整前账面价值（万元）	评估单价（元/㎡）	评估值（万元）
厂区用地 1	13,333.30	2049 年 3 月	168.90	78.17	169.52	78.17	477.00	636.00
厂区用地 2	39,751.13	2056 年 3 月	506.00	235.66	505.38	235.66	543.00	2,158.49
厂区用地 3	37,217.43	2056 年 3 月	832.25	615.43	521.08	273.81	543.00	2,020.91
厂区用地 4	29,474.65	2056 年 3 月	659.11	487.40	375.41	198.42	541.00	1,594.58
合计	119,776.51		2,166.26	1,416.66	1,571.38	786.05		6,409.98

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**加期**评估基准日近 3 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（㎡）	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/㎡）	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 **477 元/㎡到 543 元/㎡**，可比土地交易案例单价为 525.00 元/㎡到 675.00 元/㎡，由于本次土地使用权评估最终采用基准地价法和市场法的算术平均值作为最后评估结论，既体现出政府定价或土地出让底价最新情况，也考虑了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，因此评估价值公允。

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，**同时进行了基准地价法的评估，评估单价为 477 元/平米至 543 元/平米。**

综上分析，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**加期**评估基准日的整体资产进行了评估，然后将被投资单位**加期**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，评估价值 495.34 万元，评估减值 4.66 万元，减值率为 0.93%。

全资控股子公司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	166.98	166.98	-	-
二、非流动资产	327.31	341.55	14.24	4.35%
其中：固定资产	327.31	341.55	14.24	4.35%
资产总计	494.29	508.53	14.24	2.88%
三、流动负债	13.19	13.19	-	-
四、非流动负债	-	-	-	-
负债总计	13.19	13.19	-	-
净资产	481.10	495.34	14.24	2.96%

从上表可以看出，长投子公司净资产评估值较账面值增值 14.24 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**加期**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 **26,208.42 万元及交易作价 25,414.23 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

综合考虑2025年1-10月实际业绩情况并预测2025年11-12月业绩情况，按照公允价格，标的公司2025年不考虑托管费的净利润为1,742.52万元，扣除托管费后的净利润为1,219.77万元，具体测算过程详见“问题7、八、按照标的公司产品服务公允价格并考虑合理托管费，测算标的公司业绩情况，进一步说明标的公司未来是否存在持续亏损的风险”之回复，标的公司2026、2027年评估预测中已经按照公允价格测算，同时2026年以后托管期结束，无需考虑托管费因素影响，2026年、2027年评估预测净利润分别为3,328.05万元、5,045.59万元。

根据**本次交易评估值26,208.42万元以及**标的公司2025年、2026年和2027年前述净利润、**2025年5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			
		2025（不考虑托管费）	2025（考虑托管费）	2026	2027
锦丰纸业	3.79	15.04	21.49	7.88	5.19

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	1.27	10.74	12.61	10.82	9.73
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	1.78	14.35	13.08	10.65	9.05
3	605007.SH	五洲特纸	特种纸的研发、生产和销售	1.50	14.63	20.56	13.42	11.12
4	002521.SZ	齐峰新材	主要从事高档装饰原纸研发、	1.28	45.72	33.79	27.76	22.83

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
			生产和销售业务					
平均值				1.46	21.36	20.01	15.66	13.18

注：数据来源于 Wind，其中市净率的计算使用**加期**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**加期**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 **3.79**，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。

综合考虑 2025 年 1-10 月实际业绩情况并预测 2025 年 11-12 月业绩情况，按照公允价格，标的公司 2025 年的净利润为 1,742.52 万元，对应市盈率为 15.04，处于同行业可比上市公司市盈率区间范围内，后续随着标的公司产能爬坡、剩余产线技改完成、PM1 生产线建设完成，预计标的公司将进一步释放盈利能力，随着盈利能力释放，动态市盈率将进一步降低。

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	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
				相关配套设备				
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 **3.79**，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 **3.79**，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 2023 年经营情况好转，2025 年之后生产线预计经济效益较好，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

（一）商誉计算过程

1、商誉的具体计算过程

本次交易前，恒丰纸业和标的公司账面均无商誉。

本次交易为非同一控制下企业合并，备考合并财务报表以购买成本**25,414.23** 万元扣除恒丰纸业按交易完成后享有的标的公司于重组交易**加期**评估基准日的可辨认净资产公允价值份额**21,604.13万元**后的差额**3,810.10万元**，确认为备考合并财务报表的商誉，具体计算过程如下：

项　目	说　明	金额（万元）
1、合并成本（本次交易价格）	A	**25,414.23**
2、基准日确认递延所得税负债前可辨认净资产评估价值	B	**26,208.43**
3、基准日可辨认净资产增值额	C=D-E	**19,295.81**
其中：评估增值额	D	**19,351.05**
评估减值额	E	**55.24**
4、基准日可辨认净资产增值额确认的递延所得税负债	F=D*25%	**4,927.20**
5、原追溯估值增值引起的账面递延所得税负债	**G**	**322.91**
5、基准日享有标的公司可辨认净资产公允价值份额	**H=B-(F-G）*100%**	**21,604.13**
6、商誉	**I=A-H**	**3,810.10**

2、企业会计准则要求及相关案例

根据企业会计准则规定，非同一控制下的企业合并是指参与合并各方在合并前后不受同一方或相同的多方最终控制的合并交易，即除判断属于同一控制下企业合并的情况以外其他的企业合并，本次收购标的公司属于非同一控制下收购。根据《企业会计准则第 20 号——企业合并》，非同一控制下的企业合并下，购买方合并成本大于合并中取得被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额应当确认为商誉。

《企业会计准则第 18 号——所得税》应用指南规定：“由于企业会计准则规定与税法规定对企业合并的处理不同，可能会造成企业合并中取得资产、负债的入账价值与其计税基础的差异。比如非同一控制下企业合并产生的应纳税暂时性差异或可抵扣暂时性差异，在确认递延所得税负债或递延所得税资产的同时，相关的递延所得税费用（或收益），通常应调整企业合并中所确认的商誉。”

根据公开信息，注册制以来，已明确考虑了递延所得税负债形成商誉的部分重组案例情况如下：

项目	进度	具体情况
国联证券（601456）	已完成	根据《备考审阅报告》，以购买成本扣除国联证券按交易完成后享有的民生证券于本次交易评估基准日的可辨认净资产公允价值份额并考虑递延所得税影响后的差额 1,350,159.12 万元，确认为备考合并财务报表本次交易新增的商誉，占 2024 年 3 月 31 日上市公司备考审阅报告资产总额的比例为 8.17%。根据现行会计准则，本次交易形成的商誉将不作摊销处理，但需要在未来每个会计年度进行减值测试
军信股份（301109）	已完成	根据备考财务报表，本次交易形成的商誉包括核心商誉及递延所得税负债形成的非核心商誉，随着评估增值在合并报表层面摊销，相关递延所得税负债转销，等额确认非核心商誉减值损失，导致商誉账面金额逐期减少
沃尔德（688028）	已完成	因评估增值确认递延所得税负债而形成的商誉是理论上会计处理的结果，与前述购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额确定的商誉不同，可以将商誉划分为购买价差额形成的商誉和因确认递延所得税负债而形成的商誉，并分别进行减值测试。对于购买价差额形成的商誉部分应按照商誉减值测试的一般要求进行处理；对于因确认递延所得税负债而形成的商誉部分，商誉的可收回金额实质上即为减少的未来所得税费用金额，随着递延所得税负债的转回，其可减少未来所得税费用的金额亦随之减少，从而导致其可回收金额小于账面价值，因此应逐步就各期转回的递延所得税负债计提同等金额的商誉减值准备
赛力斯（60112	已完成	《企业会计准则第 18 号——所得税》应用指南规定：“由

项目	进度	具体情况
7）		于企业会计准则规定与税法规定对企业合并的处理不同，可能会造成企业合并中取得资产、负债的入账价值与其计税基础的差异。比如非同一控制下企业合并产生的应纳税暂时性差异或可抵扣暂时性差异，在确认递延所得税负债或递延所得税资产的同时，相关的递延所得税费用（或收益），通常应调整企业合并中所确认的商誉。企业合并中取得资产、负债的入账价值与其计税基础的差额系评估增值 56,709.94 万元，标的公司所得税税率为 25%，确认收购标的公司资产组形成商誉 14,177.48 万元

因此，本次交易由于递延所得税负债形成商誉的情况，符合会计准则的相关规定和市场惯例。

（二）是否充分识别标的公司相关资产及依据

标的公司于**加期**评估基准日的可辨认资产识别结果具体如下：

单位：万元

项目	账面价值	评估价值	增值额
	A	B	C=B-A
一、流动资产	**7,269.55**	**7,502.54**	**232.99**
其中：货币资金	**2,940.04**	**2,940.04**	**-**
应收账款	**1,780.11**	**1,780.11**	**-**
应收款项融资	**8.78**	**8.78**	**-**
预付款项	**713.34**	**713.34**	**-**
其他应收款	**79.33**	**79.33**	**-**
存货	**1,732.86**	**1,965.85**	**232.99**
其他流动资产	**15.10**	**15.10**	**-**
二、非流动资产	**15,828.77**	**34,891.59**	**19,062.82**
其中：长期股权投资	**500.00**	**495.34**	**-4.66**
固定资产	**8,395.05**	**22,489.84**	**14,094.79**
在建工程	**3,617.64**	**3,647.35**	**29.72**
无形资产	**1,416.66**	**6,410.22**	**4,993.56**
其中：土地使用权	**1,416.66**	**6,409.98**	**4,993.32**
长期待摊费用	**50.59**	**-**	**-50.59**
其他非流动资产	**1,848.84**	**1,848.84**	**-**
资产总计	**23,098.32**	**42,394.13**	**19,295.81**
三、流动负债	**13,064.15**	**13,064.15**	**-**

项目	账面价值	评估价值	增值额
	A	B	C=B-A
四、非流动负债	3,121.56	3,121.56	-
负债总计	16,185.71	16,185.71	-
净资产	6,912.61	26,208.42	19,295.81

根据上表，标的公司评估增值的资产为存货、固定资产、在建工程、无形资产，评估减值的资产为长期股权投资、**长期待摊费用**，具体评估方法如下：

1、货币资金、往来款等公允价值明确或相对稳定的可辨认资产负债按照账面价值确认。

2、存货：产成品、周转材料在市场销售价的基础上，考虑目前销售状况确定利润率以及扣除一定的销售费用、税金及附加率等因素后进行评估，形成评估增值。经评估，于**加期**评估基准日存货评估价值为 **1,965.85 万元**，较账面评估增值 **232.99 万元**。

3、长期股权投资：对全资子公司成都川江恒华热力有限公司的长期股权投资，采用资产基础法进行评估。经评估，于**加期**评估基准日长期股权投资评估价值为 **495.34 万元**，评估减值 **4.66 万元**，减值原因为成都川江恒华热力有限公司自成立日至**加期**评估基准日略有亏损所致。

4、固定资产：对于房屋建（构）筑物，按照重置成本×成新率进行评估确认。对于设备类资产，部分老旧电子设备（如电脑等），由于存在活跃的二手市场，采用市场法评估，以类似设备的二手市场价格为基础测算评估值，其余设备采用成本法评估，按照重置成本×成新率进行评估确认。于**加期**评估基准日固定资产评估价值为 **22,489.84 万元**，较账面评估增值 **14,094.79 万元**。

5、在建工程：在建工程采用成本法评估，经评估，于**加期**评估基准日在建工程评估价值为 **3,647.35 万元**，评估增值 **29.72 万元。**

6、无形资产：对于土地使用权，选择基准地价系数修正法和市场法为本次评估的方法；对于其他无形资产，均为表外资产，共 13 项，其中 3 项为专利技术，10 项为注册商标。专利技术和卫生纸类商标，由于被评估单位在实际运营中未实际应用，本次评估值为零；卷烟纸类商标采用成本法进行评估，以注册商

标申请过程中发生的注册费作为评估值。经评估，于**加期**评估基准日无形资产评估价值为**6,410.22万元**，较账面评估增值**4,993.56万元**。

综上所述，标的公司账面资产公允价值评估方法合理，账面资产公允价值提升原因合理。标的公司于**2025年5月31日**的可辨认资产已充分识别。

（三）新增商誉对上市公司的影响以及商誉减值风险

根据备考审阅报告，截至**2025年5月31日**，本次交易完成前后，上市公司商誉金额及占净资产、总资产和净利润的比例如下：

单位：万元

项　目	2025年5月31日/2025年1-5月	
	交易前	交易后
商誉	-	**3,810.10**
商誉占净资产比例	-	**1.32%**
商誉占总资产比例	-	**0.95%**
商誉占净利润比例	-	**62.24%**

注：净资产选取合并口径归母净资产值，净利润选取合并口径归母净利润

本次交易完成后，将在上市公司合并资产负债表中形成商誉**3,810.10万元**，占上市公司净资产、资产总额及净利润的比重分别为**1.32%、0.95%和62.24%**。上市公司将在未来每年年终对上述商誉进行减值测试，为应对潜在的商誉减值风险，本次交易完成后，上市公司将对标的公司进行整合，保持并提高标的公司的竞争力，尽可能地降低潜在的商誉减值风险。

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**26,208.42万元**，其中，安永评估对部分资产（土地使用权）采用**基准地价法**和市场法评估，土地使用权评估价值**6,409.98万元**，评估增值**4,993.32万元**。

《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，独立财务顾问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，**对设备原值减值具有合理性；通过了解标的公司设备的保养、维护情况，取得了设备维护保养和检修管理规定、维护和保养记录等，论证设备净值增值具有合理性；**

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；

12、查阅会计师出具的备考审阅报告，复核商誉计算过程；了解本次交易形成商誉的合理性和可辨认净资产的确认依据，分析商誉减值对上市公司净利润、净资产和总资产的影响以及商誉减值风险。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

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**加期**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；

6、本次交易前无商誉，本次交易的备考合并财务报表以购买成本扣除恒丰纸业按交易完成后享有的标的公司于重组交易**加期**评估基准日的可辨认净资产公允价值份额后的差额确认为商誉；标的公司已对可辨认净资产进行了充分识别和确认，公允价值的计量准确，商誉确认相关会计处理符合《企业会计准则》相关规定；新增商誉占上市公司净资产和总资产的比例不高，占上市公司净利润比例较高，若标的公司未来不能实现预期收益，则存在商誉减值的风险，从而对上市公司当期净利润造成不利影响。

7、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。

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见下表：

单位：吨

产线	产品名称	历史期			预测年度						
		2023 年	2024 年	2025 年 1-5 月	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
PM2	卷烟纸（代工）	4,355	6,390	2,108	3,076	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
	普通成形纸（代工）	2,517	2,327	1,058	2,775	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
	普通成形纸（一般贸易）	20	315	724	753	-	-	-	-	-	-
	合计	6,892	9,032	3,889	6,604	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
PM3	高透成形纸（净额法）	2,243	3,756	1,201	2,322	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
	高透成形纸-（总额法）	4	296	436	-	-	-	-	-	-	-
	合计	2,247	4,052	1,637	2,322	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000

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，**2023 年及 2024 年** PM2 的销量分别为 6,892 吨和 9,032 吨，**2025 年 PM2 的销量根据 2025 年 1-5 月实际数据以及 2025 年 6-12 月订单情况进行预计将达到 10,000 吨/年。根据 PM2 生产线未来的产品市场需求及生产销售计划，预计自 2025 年起以后年度销量将保持 10,000 吨/年。**

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。PM3 生产线于 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。**2025 年 PM3 生产线高透成形纸的销量考虑到上市公司技术输出的影响，结合 2025 年 1-5 月实际数据以及 2025 年 6-12 月订单情况**

对 2025 年销量进行预计将达到约 4,000 吨/年。根据 PM3 产线的产品市场需求及生产销售计划，预计自 2026 年销量达到 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）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

1、PM2 和 PM3 的产能确认依据及爬坡过程

PM2 和 PM3 **产能分别为 10,000 吨和 5,400 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/㎡）×60（min/h）×每日工作时间（h/天）×生产天数（天/年）×成品率（%）/换算单位 10^9。

PM2 的具体参数如下：

序号	内容	具体参数
1	产品基准定量：g/㎡	27
2	纸机抄宽：mm	3,300
3	纸机设计车速：m/min	300
4	纸机工作车速：m/min	300
5	成品率：%	80
6	生产线能力	
6.1	日产量：T/D	30
6.2	年产量：T/a	10,328

注：按照每年生产 350 天，每天生产 23 小时计算。

PM3 的具体参数如下：

序号	内容	具体参数
1	产品基准定量：g/㎡	26
2	纸机抄宽：mm	1,880
3	纸机设计车速：m/min	300
4	纸机工作车速：m/min	300
5	成品率：%	80

6	**生产线能力**	
6.1	**日产量：T/D**	**17**
6.2	**年产量：T/a**	**5,459**

注：按照每年生产 330 天，每天生产 23.5 小时计算。

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提升至 **94.52%**，2025 年至满负荷产能利用状态。

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 **2026 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	2030 年
PM2	产能	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	**10,000**
	产量	**6,919**	**9,452**	**10,880**	10,000	10,000	10,000	10,000	**10,000**
	产能利用率	**86.48%**	**94.52%**	**108.80%**	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	**5,400**
	产量	**2,297**	**4,162**	**4,532**	5,000	5,000	5,000	5,000	**5,000**
	产能利用率	**57.43%**	**77.07%**	**83.93%**	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、PM2 和 PM3 产品上市公司需求情况

PM2 卷烟纸及普通成形纸：上市公司的需求情况请详见“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。

PM3 高透成形纸：2025 年全年 PM3 生产线预计产销量整体约 4,000 吨，其中销售给上市公司约 3,500 吨，销售给其他客户约 500 吨。随着 2025 年 10 月 PM3 生产线实现 12,000CU 等高端高透成形纸的生产，2026 年将进入产能快速释

放阶段，为销量增长提供有力支撑。预计 2026 年全年 PM3 生产线产销量整体约 5,000 吨，其中高透成形纸 6,000CU 为 4,400 吨，高透成形纸 12,000CU 为 600 吨，均销售给上市公司。高透成形纸 6,000CU2026 年预计销售给上市公司 4,400 吨较 2025 年销售给上市公司 3,500 吨新增约 900 吨，基于上市公司与中烟客户的历史合作情况以及标的公司位居西南的区位优势,前述订单将主要来自于标的周边的云南中烟、四川中烟、湖北中烟等客户。高透成形纸 12,000CU 新增约 600 吨，主要来自于标的周边的广东中烟客户，根据广东中烟 2026-2028 年第一批中标结果公告，上市公司中标广东中烟高透成形纸约 730 吨。基于上述分析，标的公司 2026 年高透成形纸相关销量进一步增长具备可实现性。

4、PM2 和 PM3 产品上市公司自有产能利用情况

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、标的公司产能实现

PM2 及 PM3 生产线的设计产能分别确定为 10,000 吨与 5,400 吨，其依据为关键设计参数（包括抄宽、车速、定量、年运行天数及成品率等），并采用行业通行公式进行核算。产能爬坡方面，PM2 生产线已于 2023 年完成试运行，产能利用率由 2023 年的 86.48%提升至 2024 年的 94.52%，并于 2025 年实现满负荷运行；PM3 生产线同样于 2023 年试运行，产能利用率由 2023 年的 57.43%提升至 2024 年的 77.07%，预计于 2026 年达到稳定生产水平，产能利用率维持在 92.59%。未来期间，PM2 将持续保持满负荷运行，PM3 自 2026 年起亦维持稳定产能利用率。上述情况表明，标的公司具备与上市公司产品体系相匹配的生产工艺、质量保障及稳定供货能力，能够有效支持上市公司业务的持续发展及市场竞争需求。

2、行业发展及市场竞争

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。

3、上市公司需求

在国际市场方面，上市公司持续深化与客户 R、客户 F、客户 Y 及客户 K 等主要客户的合作关系，出口业务多年保持行业领先，产品出口比例连续多年超过 20%。根据最新进展，2026 年对客户 R 的卷烟纸和普通成形纸订单预计分别增加约 600 吨和 800 吨；在客户 F 的供应商份额持续维持在 20%以上，并获得其碳足迹满分评价，未来有望扩大合作规模；与客户 Y 正就增加订单开展战略洽谈；同时自 2025 年起已实现对客户 K 的批量供货，预计 2026 年新增订单 800 吨，其中 500 吨卷烟纸，300 吨普通成形纸。此外，随着加热不燃烧卷烟（HNB）全球渗透率提升，预计将带动海外烟草工业用纸需求显著增长，上市公司有望凭借与主要国际客户的合作基础，在未来 HNB 相关用纸市场中获取约 20%的份额，带来增量订单约 8,505 吨，其中普通成形纸约 6,300 吨。

在国内市场方面，上市公司作为烟草工业用纸龙头企业，市场占有率从 2020 年的 33.22%稳步提升至 2024 年的 38.49%，已覆盖全国主要中烟公司，并持续深化各类产品合作。在卷烟纸领域，上市公司积极对接湖南、贵州、广东、福建等中烟公司的新品牌开发，预计中标份额将有所提升，湖北与浙江中烟的国产替代趋势也将带来增量机会；在普通成形纸方面，正重点开拓贵州、浙江及上海烟草等新客户；在高透成形纸领域，持续推进产品开发与招标跟进，预计中标份额及 A 级高透产品订单将实现增长。基于行业领先地位及与各中烟公司的深度合作，预计未来公司在国内市场份额有望进一步提升至 40%以上。

4、上市公司自有产能利用率的情况

报告期内，上市公司生产卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸及高透成形纸的相关生产线产能利用率持续处于高位。生产前述主要产品的产线均处于超负荷运转状态，实际产量超出设计产能。此外，上市公司生产普通成形纸、吸管包装纸的 8#机（产能 4,000 吨）已于 2025 年 1 月正式停产待报废，其停产前的有限产

能已纳入上述产能计算。该生产线的退出进一步加剧了上市公司整体产能的紧张局面。在自有产能已无法满足生产需求的情况下，上市公司向标的公司采购相关产品具有充分的商业合理性。

综上，上市公司在国内外烟草工业用纸市场持续拓展业务，尤其在普通成形纸领域，随着海外 HNB 市场渗透率提升，预计将带来显著的市场增量需求。上市公司对 PM2 及 PM3 产品需求量较大，但受限于自身产能瓶颈，需要向标的公司采购相关产品。基于上述分析，标的公司 PM2 和 PM3 产品在预测期内的销量具备合理性与可实现性。

（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 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）建设进度符合预期

截至 2025 年 10 月底，PM1 生产线土建工程进度已完成 90%，设备平均安装进度为 35%，处于建设中后期，具体进展情况如下：土建主体结构基本完工，正进行屋面、砌筑及抹灰等收尾施工；设备安装进展顺利，部分罐体、管道、吊车已就位；光伏、污水处理、燃气等能源辅助系统建设与计划相符；电气自动化系统及外联手续同步推进。PM1 产线建设进度时间表如下：

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-2025 年 3 月
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-2025 年 12 月
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-2026 年 1 月
四、开机投料	完成全系统联动试车，正式投产	2026 年 1 月

根据详细的建设时间表，项目从招标采购到开机投料的各阶段规划清晰，时间安排合理，目前项目关键工作按计划执行。基于当前的进度情况，预计可按照计划于 2026 年 1 月正式投产。

（2）资金来源及支付安排与项目匹配

PM1 生产线含税总投资 23,348.78 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，银行贷款额度 16,000.00 万元（拟替换目前以融资租赁方式取得的借款 13,153.02 万元），其余部分 4,543.48 万元由自有资金补足。

截至 2025 年 10 月末，锦丰纸业已支付项目建设资金 15,473.05 万元（其中补贴资金 2,805.30 万元、融资资金 10,630.08 万元、自有资金 2,037.67 万元），未来项目投资还需支付 7,875.73 万元，其中自有资金投入 2,505.81 万元、融资资金 5,369.92 万元。

截至 2025 年 10 月末,实际已支付 PM1 项目含税建设资金 15,473.05 万元，占总投资的比例为 66.27%，预计至 2025 年末，累计付款比例将达到 83.12%。根据相关合同安排，剩余款项将按进度分批支付，其中 2026 年生产线正式投产验收合格后支付到总投资金额的 90%，剩余 10%尾款约 2,300 万元作为质保金将于 2027 年支付。

综上，PM1 生产线未来项目投资还需支付 7,875.73 万元，其中自有资金投入 2,505.81 万元、融资资金 5,369.92 万元。对于自有资金投入的 2,505.81 万元部分,由于项目建设剩余 10%尾款约 2,300 万元作为质保金将于 2027 年支付。根据本次评估预测，标的公司 2026 年及 2027 年预计实现净利润 3,328.05 万元及 5,045.59 万元，实现营业净现金流量 1,501.50 万元及 4,063.66 万元，可以覆盖上述未来自有资金投入金额。对于融资资金投入的 5,369.92 万元部分，标的公司取得银行贷款额度 16,000.00 万元，目前已经以融资资金支付的部分为 10,630.08 万元，剩余授信额度可以覆盖未来融资资金支付需要。PM1 生产线目前资金落实及支付进度与项目建设需求相匹配，为项目按计划推进提供了保障。

（3）达产条件明确，技术方案成熟

根据产线设计方案，PM1 生产线在纸机车速稳定在 450m/min、每日有效生产时间 23 小时、年生产天数 350 天的标准工况下，即可实现 30,000 吨/年的设计产能。该技术参数为行业成熟方案，达产目标具备可靠的技术依据。项目投产后，通过对设备调试和工艺参数的持续优化，预计将逐步实现产能爬升，最终达成设计产能。

综上所述，PM1 产线建设进度正常，资金保障充分，目前不存在影响其按期投产和后续达产的实质性障碍。预计 PM1 产线可于 2026 年 1 月投产，并具备实现设计产能的条件。

2、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）PM4 产线建设进度情况

PM4 产线预计将于 2026 年底投产，PM4 产线的建设进度时间表如下：

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

根据详细的建设时间表，项目各阶段规划清晰，时间安排合理，具有可操作性，预计 PM4 可按照计划于 2026 年底投产。

（2）资金来源及支付安排

PM4 生产线含税总投资 2,344.82 万元，投资金额相对较小。截至 2025 年 10 月底，已投资不含税金额 1,292.62 万元，其余投资所需资金有限，由标的公司自有资金补足，资金安排合理，能够满足后续建设需求。

（3）达产条件明确，技术方案成熟

根据产线设计方案，PM4 生产线产品定量为 27g/m2，生产线投产并平稳运行后，当纸机车速持续稳定在 300m/min 时，每日有效生产时间 23 小时、年生产天数 350 天的条件下，即可实现设计产能。该技术参数为行业成熟方案，达产目标具备可靠的技术依据。项目投产后，通过对设备调试和工艺参数的优化实现产能爬升，PM4 生产线作为技术相对成熟的改造产线，其爬坡过程预计将会较为迅速。

综上，PM4 产线的建设计划清晰，资金安排合理，预计可于 2026 年底投产，并最终实现达产目标。

（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/㎡）×60（min/h）×每日工作时间（h/天）×生产天数（天/年）×成品率（%）/换算单位 10^9。

PM1 的具体参数如下：

序号	内容	具体参数
1	产品定量：g/㎡	35
2	纸机抄宽：mm	5,000
3	纸机设计车速：m/min	450
4	纸机工作车速：m/min	450
5	成品率：%	80
6	生产线能力	
6.1	日产量：T/d	91
6.2	年产量：T/a	30,429

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	产品定量：g/㎡	27
2	纸机抄宽：mm	2,400
3	纸机设计车速：m/min	300
4	纸机工作车速：m/min	300
5	成品率：%	70
6	生产线能力	
6.1	日产量：T/d	20
6.2	年产量：T/a	6,572

注：按每天 23 小时，每年 350 天计算。

2、建设进度安排

PM1 生产线：截至 2025 年 10 月底，PM1 生产线土建工程进度已完成 90%，设备平均安装进度为 35%，处于建设中后期，产线计划于 2026 年 1 月正式投产。根据详细的建设时间表，项目从招标采购到开机投料的各阶段规划清晰，时间安排合理，目前项目关键工作按计划执行。基于当前良好的进度态势，预计可按照计划于 2026 年 1 月正式投产。

PM4 生产线：预计将于 2026 年底投产，根据详细的建设时间表，项目从招标采购到开机投料的各阶段规划清晰，时间安排合理，目前项目关键工作按计划执行。基于当前良好的进度态势，预计可按照计划于 2026 年底正式投产。

3、产能爬坡过程

PM1 产线爬坡过程：2026 年为投产首年，预计总产量 15,000 吨（医用透析纸 3,000 吨、无铝衬纸 10,000 吨、无涂层热转印纸 2,000 吨），占设计产能 50%。2027 年总产量提升至 22,500 吨（医用透析纸 4,000 吨、无铝衬纸 15,000 吨、无涂层热转印纸 3,500 吨），占设计产能的 75%。2028 年实现全面达产，年产量 30,000 吨（医用透析纸 5,000 吨、无铝衬纸 20,000 吨、无涂层热转印纸 5,000 吨）。该规划充分考虑了新线调试、工艺稳定性探索、员工熟练度提升及市场逐步导入等现实因素，符合行业普遍规律。

PM4 产线爬坡过程：作为技术相对成熟的改造产线，预计其爬坡过程更为迅速。预计在 2027 年能达到 5,000 吨的年产量并保持稳定。此预测基于其技术成熟度及订单需求量，具备可实现性。

4、预测期内相关产品产量的可实现性

加期评估预测中，预测期内 PM1 及 PM4 相关产品产量情况具体如下：

单位：吨/年

产品	设计产能	产线	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
医用透析纸	30,000	PM1	3,000	4,000	5,000	5,000	5,000	5,000
无铝衬纸			10,000	15,000	20,000	20,000	20,000	20,000
无涂层热转印纸			2,000	3,500	5,000	5,000	5,000	5,000
普通成形纸（代工）	6,000	PM4	-	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
合计	36,000		15,000	27,500	35,000	35,000	35,000	35,000

结合前述产能确定依据、建设进度及爬坡过程，PM1 生产线及 PM4 生产线预计可以按时建设完成、完成爬坡，达到预测产能，预测期内相关产品产量具备可实现性。

（三）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

1、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 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、上市公司新产品技术储备

截至本回复出具日，恒丰纸业已实现医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等新品的量产并销售给客户，但报告期内由于产能受限，整体规模相对较小。

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

产品种类	技术难点	技术储备及阶段性成果
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：三项核心技术已在已有的生产机台上完成了中试验证，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直接的数据和经验支撑。

（2）针对性强：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。

综上，上市公司在医用透析纸、无铝衬纸及无涂层热转印纸等新品方面的技术储备成熟，已具备量产的能力。

3、市场开拓进展

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。

4、自有产能利用情况

（1）PM1 生产线

PM1 产线产品为医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸，上市公司已有成熟的技术，但由于产能受限，未能大批量进行生产。标的公司新建 PM1 产线能够进行这三种新品的生产，弥补上市公司新品产能不足的问题。

（2）PM4 生产线

PM4 产线产品为普通成形纸，2025 年 1-5 月，上市公司生产普通成形纸的产能分布、产线产能利用率情况如下：

生产线	主要产品	2025 年 1-5 月		
		产量（吨）	年产能（吨）	产能利用率
21#机	卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸	7,189.85	15,000.00	115.04%
18#机	普通成形纸、硬成形纸、吸管纸原纸	18,282.51	35,000.00	125.37%
8#机	普通成形纸、吸管包装纸	389.64	4,000.00	23.38%
17#机	普通成形纸、食品包装纸、烟用接装纸原纸、圣经纸	8,594.44	17,000.00	121.33%

注：2025 年 1-5 月产能利用率=产量/5*12/产能*100%；8#机已于 2025 年 1 月停产待报废，只在停产前进行生产。

2025 年 1-5 月，上市公司普通成形纸的主要生产机台（如 18#机、17#机、21#机）产能利用率均已超过 100%，处于超负荷运转状态。同时，生产普通成形纸的 8#机（产能 4,000 吨/年）已于 2025 年 1 月正式停产待报废，其产能退出加剧了上市公司整体产能的供应压力。

5、PM1 和 PM4 产品预测期内上升幅度较大的合理性及可实现性

如前所述，PM1 生产线医疗透析纸、无涂层热转印纸、无铝衬纸未来具有较大的发展前景及市场空间，上市公司在前述新品方面的技术储备成熟，已具备量产的能力，并拓展储备了一定的意向客户；PM4 生产线普通成形纸受益于上市公司在国内外烟草工业用纸市场持续拓展业务，以及普通成形纸随着海外 HNB 市场渗透率提升，未来预计产生显著的市场增量需求。综上，上市公司未来预计对 PM1 及 PM4 产品需求量较大，但受限于自身产能瓶颈，需要向标的公司采购相关产品，标的公司 PM1 和 PM4 产品预测期内上升幅度较大具备合理性及可实现性，具体情况如下：

<table>
<tr><th>纸品</th><th colspan="2">上市公司预计订单量</th><th>标的公司2026年预计销售量（吨）</th><th>标的公司2027年预计销售量（吨）</th><th>标的公司2028年及以后年度预计销售量（吨）</th></tr>
<tr><td rowspan="7">医用透析纸</td><td>公司名称</td><td>单笔订单量（吨）</td><td rowspan="7">3,000</td><td rowspan="7">4,000</td><td rowspan="7">5,000</td></tr>
<tr><td>客户A</td><td>1,000-1,500</td></tr>
<tr><td>客户W</td><td>1,200-1,800</td></tr>
<tr><td>客户Z</td><td>800-1,000</td></tr>
<tr><td>客户Q</td><td>1,500-2,000</td></tr>
<tr><td>小计</td><td>4,500-6,300</td></tr>
<tr><td>无铝衬纸</td><td colspan="2">1、上市公司开发的无铝衬纸产品已通过客户R认证，2025年1-10月，上市公司已向客户R销售无铝衬纸2,025吨，预计2025年全年订单量2,500吨、2026年订单量约3,000吨。客户F目前也正在对上市公司的无铝衬纸产品进行提样认证，认证周期约为3-8个月，预计2026年开始上市公司将与客户F达成供货协议，开始批量供货。此外，上市公司也正在与客户Y洽谈无铝衬纸产品的合作，客户将于2026年启动招标，上市公司预计可以取得一定份额并批量供货。基于客户F及客户Y与客户R的同等级别体量合理预估，两家客户2026年给予上市公司的无铝衬纸订单量预计将均超过3,000吨；加上国内各中烟公司的无铝衬纸订单需求，上市公司2026年无铝衬纸的总订单量预计将达到1万吨。
2、2025-2029年无铝衬纸对铝箔衬纸的替代率将稳步提升，保守预计2029年达50%，因全球铝箔衬纸需求量稳定在22.6万吨，届时将有11.3万吨铝箔衬纸被替代，无铝衬纸需求量约22.6万吨；全球主流无铝衬纸生产商有德尔福特、SWM International等，而上市公司凭借全流程一体化加工服务能力及自主掌握的四大核心工艺，可直接提供定制化成品，其目前在国内铝箔衬纸市场占比约50%，在客户F、客户R、客户Y的烟草工业用纸市场份额分别约23%、17%、15%，预计2025-2029年其全球无铝衬纸市占率逐步提升至20%，按此测算长期每年无铝衬纸订单量可达4.5万吨，能覆盖自身及标的公司未来销售预期与产能规划。</td><td>10,000</td><td>15,000</td><td>20,000</td></tr>
<tr><td rowspan="3">无涂层热转印纸</td><td>公司名称</td><td>单笔订单量（吨）</td><td rowspan="3">2,000</td><td rowspan="3">3,500</td><td rowspan="3">5,000</td></tr>
<tr><td>客户L</td><td>1,000-1,500</td></tr>
<tr><td>客户N</td><td>800-1,200</td></tr>
</table>

	客户 D	800-1,200			
	客户 B	800-1,200			
	客户 S	1,200-1,500			
	小计	4,600-6,600			
普通成形纸	1、国际烟草工业用纸市场拓展情况：（1）上市公司多年来持续加大对出口市场的布局，烟草工业用纸出口保持行业领先水平，连续多年实现超过 20%以上产品出口的成绩，与客户 R、客户 F、客户 Y 及客户 K 等国际大客户建立了稳定的合作关系，并取得了客户良好的评价与高度认可，未来与国际客户有望持续加强合作提升订单份额。（2）随着 HNB 渗透率的持续提升，将为烟草用纸带来大量新增订单需求，初步测算，预计为上市公司烟草用纸带来增量订单约 8,505 吨，其中普通成形纸约 6,300 吨。 2、国内烟草工业用纸市场拓展情况：上市公司为国内烟草工业造纸龙头企业，2020-2024 年，其在国内烟草工业用纸市场的占有率从 33.22%提升至 38.49%，呈稳步上升趋势。上市公司已覆盖国内主要省份的中烟公司，并正在各类型烟草工业用纸产品上加强与各中烟公司的深度合作，基于上市公司的行业龙头地位以及与各大中烟公司的深度合作关系，预计未来上市公司在国内烟草工业用纸的市场份额将进一步提升至 40%以上。	-	5,000	5,000

四、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

（一）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

1、预测期内各类产品销售价格与市场价格的对比情况及差异原因，预测期内变动原因

预测期内分为两个阶段，第一阶段为《委托经营管理协议》期间，第二阶段为《关于恒丰纸业与锦丰纸业后续合作意向的备忘录》期间（2026 年 1 月 1 日至永续期）。

（1）第一阶段《委托经营管理协议》期间

依据 2022 年 10 月锦丰纸业与恒丰纸业签订的《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。**该期间的产品服务定价模式为终端价格挂钩模式和成本加成模式两种，详细介绍如下：**

①终端价格挂钩模式

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"。

2025 年 4 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 19,200 元/吨的产品，按照 19,200 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 19,200 元/吨的产品，按照恒丰售价平价从锦丰纸业采购"。

因此在该模式下，预测期间内 2025 年 6 月至 12 月，销售价格按照上市公司与标的公司 2025 年 4 月约定的政策执行，即标的公司的销售价格为 19,200 元/吨（上市公司销售价格高于 19,200 元/吨时）或按照恒丰纸业售价平价确定（上市公司销售价格低于 19,200 元/吨时）。

②成本加成模式

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。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。**2023 年至 2025 年 5 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。

因此在该模式下，预测期间内 2025 年 6 月至 12 月，标的公司的委托加工价格，卷烟纸单价为 5,700 元/吨，普通成形纸单价为 5,700 元/吨。

综合上述信息，第一阶段托管经营期间，各类产品销售价格及委托加工价格详细列表如下：

产线	产品	销售单价（元/吨）
		2025 年 6-12 月
PM2	卷烟纸（代工）	5,700.00
	普通成形纸（代工）	5,700.00
PM3	高透成形纸（净额法）	10,064.19

（2）第二阶段《关于恒丰纸业与锦丰纸业后续合作意向的备忘录》期间

托管期结束后，即自 2026 年 1 月 1 日开始，双方根据签署的合作备忘录，采用终端价格挂钩的定价模式,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：

标的公司销售单价=市场销售价格×（1-扣除费率）-纸浆成本

各类产品的市场销售价格为上市公司的预期销售价格。

①卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸等存量产品

A.预测基期价格取值方法

预测基期（2026 年）价格取值方法系选取 2022 年至加期评估基准日 2025 年 5 月 31 日的上市公司同类型产品的平均销售价格作为预测基期价格。该方法优先采用近期实际数据,能够更准确地反映加期评估基准日时产品的实际市场定价水平及变动趋势，避免使用早期数据可能导致的偏离，该操作符合资产评估行业的通用惯例，属于合理且常见的预测基础确定方式。

B.与加期评估基准日前历史数据的对比分析

将预测基期价格与加期评估基准日之前的历史价格水平进行对比分析,各类产品历史销售价格具体数据如下：

单位：元/吨

产品	基期售价	历史年度									
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-5 月
卷烟纸	11,159.54	10,254.69	8,931.23	8,956.66	9,511.28	9,290.86	8,601.41	10,470.15	12,239.80	11,035.27	10,892.95
普通成形纸	11,456.26	-	-	9,499.79	9,896.25	9,517.74	9,101.55	10,910.57	12,727.33	11,158.61	11,028.54
高透成形纸	20,875.62	22,699.88	22,336.59	22,197.54	22,228.95	20,756.65	19,934.10	20,153.22	21,468.75	21,341.31	20,539.22

注：历史价格为上市公司与标的公司相似产品市场售价，其中卷烟纸及普通成形纸为上市公司出口与标的公司类似产品的市场销售价格，高透成形纸为上市公司内销与标的公司类似产品的市场销售价格

标的公司生产的卷烟纸和普通成形纸主要为出口产品，故上述卷烟纸和普通成形纸的历史年度价格为上市公司出口与标的公司类似产品的市场销售价格。在2021年及以前年度，为积极拓展国际市场份额，上市公司采取竞争性定价策略，该阶段销售价格处于较低水平。自2022年起，由于（1）受疫情影响，国际物流持续受限，出口成本显著上升，导致国内部分生产企业因竞争优势不足逐步退出国际市场；（2）俄乌冲突引发欧洲天然气价格急剧上升，推升欧洲特种纸企业的能耗成本，削弱其全球市场竞争力，欧洲部分造纸厂因能源成本过高而减产或停产，全球卷烟配套材料的供给格局发生变化。国际客户为保障供应链的稳定性和成本可控性，积极寻求替代采购来源。上市公司凭借可靠的产品质量和稳定的供应能力，卷烟纸和普通成形纸的国际市场份额得到显著提升，市场竞争地位和议价能力增强，相应调整产品定价策略，销售价格持续提高。鉴于当前市场格局趋于稳定，上市公司计划逐步转向以维持合理利润为导向的定价策略，预计未来产品整体价格水平将保持相对平稳。因此，以2022年至2025年5月历史期间平均销售价格作为预测基期售价具有合理性。

标的公司生产的高透成形纸主要为内销产品，故上述高透成形纸的历史价格为上市公司内销与标的公司类似产品的市场销售价格。由前述数据可知，历史期间高透成形纸销售价格相对稳定，呈现小幅度波动趋势，基于此，以2022年至2025年5月历史期间平均销售价格作为基期市场预测售价具备合理性，该产品预测所采用的基期价格处于历史价格的合理区间范围内。

C.未来产品销售价格预测

2026年预测基期相关产品的市场销售价格根据恒丰纸业2022年至2025年1-5月各产品平均市场销售单价为基础确定。基于上市公司市场地位稳固，预测

期间维持以合理利润为导向的定价策略,预计未来整体价格水平将保持相对平稳。此外，产品售价可能存在随纸浆等原材料价格波动而有所波动的情况，预测期纸浆价格根据 2022 年至 2025 年 5 月历史期间平均纸浆实际采购价格确定，能反映真实纸浆市场价格平均水平，评估预测中产品售价与纸浆价格趋势一致，均保持不变，能够反映产品的实际毛利情况，具备合理性。

②医用透析纸、无铝衬纸和无涂层热转印纸等新品

A.预测基期价格取值方法

对于医用透析纸、无铝衬纸和无涂层热转印纸等新产品，由于上市公司历史期间未进行大规模的量产或未来产品相较于历史产品存在一定的技术改进及性能升级，故上期评估预测中相关产品售价的确定主要基于上市公司市场调研。在本次加期评估预测中，考虑到卷烟纸、普通成形纸等存量产品的市场销售价格较上期有所下调,故本次加期评估预测基于存量产品价格变动情况对部分新品销售价格较上期预测价格进行调整。下表为本期存量产品销售价格取值较上期变动情况：

品种	存量产品较上期价格变动（元/吨）	存量产品较上期价格变动率
卷烟纸	-195.96	-1.73%
普通成形纸	-352.24	-2.98%
高透成形纸	385.48	1.93%

上期预测中,医用透析纸的定价依据来源于样品和中试阶段的客户试用反馈及市场推广情况，根据不同用途和质量等级，市场价格区间为 12,500-15,000 元/吨（含税）。结合 PM1 医用透析纸的产品规划，其产品性能优势明显，具体体现为：（1）纸张匀度好，透气度均一，最大孔径和平均孔径小，与其他企业产品对比，生物屏障性好，能更有效防止灭菌后的医用材料二次污染；（2）具有良好的洁净开启性，采用的生产工艺使得产品在与膜材料热合后，与其他企业产品对比,剥离时更不易出现粘纸屑或纸张分层的情况,防止污染医疗器械;(3)剥离强度稳定均一，灭菌及运输过程中不易涨包破损，能够降低客户的使用成本和风险，在剥离力的稳定性和使用便利性上更具优势。基于上述产品性能优势，该产品定位于高端市场，通过产品性能优势实现进口替代，原预计市场价格 15,000 元/吨（含税），不含税市场价格为 13,274.34 元/吨。本次加期评估预

测中，处于谨慎且合理的角度，考虑到卷烟纸、普通成形纸等存量产品的销售价格的下调，参考价格下降幅度较大的普通成形纸销售价格较上期预测变动情况，本次预计市场价格较上期降低500元/吨,预计市场价格为14,500元/吨(含税)，不含税市场价格为12,831.86元/吨。

无铝衬纸预期市场价格系参考上市公司与日烟国际的产品销售价格确定。根据2024年5月，上市公司与日烟国际报价邮件，无铝衬纸售价为12.20欧元/百平方米,无铝衬纸克重是69克/平方米,其价格为12.20/69×10,000=1,768.12欧元/吨，按照2024年5月欧元汇率7.7计算1,768.12×7.7=13,614.52元/吨（含税），不含税市场价格约为 12,000 元/吨。本次加期评估预测中，无铝衬纸市场价格按照12,550元/吨，不含税市场价格为11,106.19元/吨。

无涂层热转印纸的价格预测同样依托样品和中试产品的客户试用情况和市场推广情况并考虑产品的性能优势后确定。结合PM1无涂层热转印纸的产品规划，其产品性能优势明显，具体体现为：（1）最低定量可以做到25g/㎡，相较于现阶段市场产品最低定量29g/㎡，纸张利用率提高16%；（2）通过膜转移施胶单侧最低上药量可以做到1.5g/㎡，其他企业生产热转印纸单侧涂布量在3g/㎡左右，可以避免涂布工艺可能带来的涂层不均匀和干燥能耗高的问题；（3）喷墨打印和转印精度更高，较其他企业产品用墨量和转印能耗更低，客户生产成本更低且能进一步提升产品环保性能。市场头部企业生产机内涂布产品定量为31.5g/㎡，含税售价为12,000元/吨；机外涂布产品定量为32.5g/㎡，含税售价为11,500元/吨,经计算其单位面积价格分别为0.378元/㎡和0.374元/㎡。综合考虑国家环保政策、行业低定量化趋势、产品高端定位及谨慎性原则，PM1产线25g/㎡无涂层热转印纸定价为0.363元/㎡，吨纸面积为40,000平方米，对应含税售价为14,500元/吨，不含税价格为12,831.86元/吨。25g/㎡无涂层热转印纸单价计算过程具体详见下表：

项目	单位	公式	机内涂	机外涂	PM1
定量（A）	g/㎡		31.5	32.5	25
吨纸面积（B）	㎡	B=1,000,000/A	31,746	30,769	40,000
含税售价（C）	元/吨		12,000	11,500	14,500
每平方米价格（D）	元	D=C/B	0.378	0.374	0.363
每40,000㎡价格（E）	元	E=D*40,000	15,120	14,950	14,500

综合上述分析，该3种产品均定位市场高端，采用技术差异化、品质优化、定位更高端的方式，使产品市场价格稳定，3种新品的2026年市场价格预测详见下表：

单位：元/吨

产品	预测期市场价预测金额（不含税）
医用透析纸	12,831.86
无铝衬纸	11,106.19
无涂层热转印纸	12,831.86

B.未来产品销售价格预测

基于谨慎性原则,综合考量相关产品的市场供需、竞争格局及成本变动趋势，管理层在对各产品进行详细市场分析的基础上，确定了2026年各类产品的预计市场销售价格。未来产品售价可能存在随纸浆等原材料价格波动而有所波动的情况，预测期纸浆价格根据2022年至2025年5月历史期间平均纸浆实际采购价格确定，能反映真实纸浆市场价格平均水平，评估预测中产品售价与纸浆价格趋势一致，均保持不变，能够反映产品的实际毛利情况，具备合理性。

2、预测期内各类产品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

（1）预测基期纸浆成本取值方法

纸浆成本的预测，根据每类纸品不同纸浆的单耗及2022年至2025年5月历史期间平均纸浆实际采购价格确定：

对于单耗，卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸等存量产品，每类纸品的单耗主要依据历史单耗，结合产品类型和规格、生产工艺与设备、纸浆特性等确定；医用透析纸、无铝衬纸和无涂层热转印纸等新品，历史期间上市公司并未进行大规模量产，对于医用透析纸和无铝衬纸，是参照上市公司22号生产线同类产品的实际单耗测算；对于无涂层热转印纸，是参照上市公司20号生产线同类产品的实际单耗测算。

对于纸浆基期价格，各类纸浆的市场采购单价根据2022年至2025年5月历史期间平均纸浆实际采购价格确定，能反映真实纸浆市场价格。

（2）与历史数据的对比分析

①卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸等存量产品

各类产品的纸浆成本详细列表如下：

产品	纸浆类型	基期价格（元/吨）	单耗（kg）	纸浆成本（元/吨）
卷烟纸	芬宝浆	5,497	329	1,806
	金鱼浆	4,972	402	1,996
小计				3,802
普通成形纸	乌针浆	5,479	375	2,055
	金鱼浆	4,972	565	2,809
小计				4,864
高透成形纸-6000CU	高透明星浆	4,926	340	1,675
	阿拉巴马浆	6,092	640	3,899
	日本粘胶纤维	22,557	60	1,353
小计				6,927
高透成形纸-12000CU	高透明星浆	4,926	214	1,056
	阿拉巴马浆	6,092	714	4,348
	日本粘胶纤维	22,557	112	2,526
小计				7,930

对于卷烟纸、普通成形纸及高透成形纸，将预测基期（2026 年）纸浆成本与加期评估基准日前上市公司同类产品历史期间纸浆成本进行对比，如下表所示：

单位：元/吨

产品	基期	历史期间									
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-5 月
卷烟纸	3,801.99	3,045.70	3,142.13	4,016.89	4,152.07	3,213.86	2,701.33	3,647.77	4,420.24	3,596.83	4,054.79
普通成形纸	4,863.97	-	-	5,331.06	4,996.02	3,678.96	4,720.97	4,720.97	5,242.12	4,679.94	4,809.62
高透成形纸	7,047.27	4,756.71	4,766.64	6,185.80	5,949.65	4,912.86	4,952.06	6,640.72	7,498.73	7,065.78	7,463.44

卷烟纸方面，预测基期纸浆成本为 3,801.99 元/吨。历史期间内，该类产品纸浆成本介于 2,701.33 元/吨至 4,420.24 元/吨之间，基期纸浆成本处于历史价格区间的中游水平。

普通成形纸方面，预测基期纸浆成本为 4,863.97 元/吨。历史期间内，该类产品纸浆成本介于 3,678.96 元/吨至 5,331.06 元/吨之间，基期纸浆成本位于历史价格区间的中上游水平。

高透成形纸方面，预测基期纸浆成本为 7,047.27 元/吨。历史期间内，该类产品纸浆成本介于 4,756.71 元/吨至 7,498.73 元/吨之间，基期纸浆成本处于历史价格区间的上游。

②医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等新品

各类产品的纸浆成本详细列表如下：

产品	纸浆类型	基期价格（元/吨）	单耗（kg）	纸浆成本（元/吨）
医用透析纸	乌针浆	5,479	416	2,279
	布拉茨克浆	4,652	624	2,903
小计				5,182
无铝衬纸	乌针浆	5,479	355	1,945
	布拉茨克浆	4,652	434	2,019
小计				3,964
无涂层热转印纸	乌针浆	5,479	368	2,016
	布拉茨克浆	4,652	552	2,568
小计				4,584

医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸等新品，历史期间上市公司并未进行大规模量产，无法取得历史较长期间前述产品的纸浆成本，故对上述新品，采用历史期间的上市公司纸浆价格进行对比分析，具体如下：

单位：元/吨

物料名称	基期	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-5 月
乌针浆	5,479.07	3,745.94	4,125.00	5,561.25	4,416.50	3,971.52	4,850.20	5,698.13	5,729.33	5,301.55	5,187.27
布拉茨克浆	4,651.73	3,735.56	3,780.61	5,055.10	4,386.29	3,387.01	3,880.26	4,834.50	4,995.37	4,558.72	4,218.33

乌针浆方面，预测基期纸浆价格为 5,479.07 元/吨。历史期间内，上市公司该类纸浆价格介于 3,745.94 元/吨至 5,729.33 元/吨之间，基期价格处于历史价格区间的中上游水平。

布拉茨克浆方面，预测基期纸浆价格为 4,651.73 元/吨。历史期间内，上市公司该类纸浆价格介于 3,387.01 元/吨至 5,055.10 元/吨之间，基期价格处于历史价格区间的中上游水平。

（3）未来纸浆价格预测

本次评估预测中,2026 年相关产品的纸浆成本根据恒丰纸业 2022 年至 2025 年 5 月各产品平均纸浆成本为基础确定，考虑到 2022 年至 2025 年 5 月历史期间平均纸浆实际采购价格能反映真实纸浆市场价格平均水平,故本次预测期的纸浆成本依据 2026 年确定并维持不变。

3、预测期内销售价格与纸浆成本价差的合理性分析

（1）预测基期价差

由前述分析，预测期各类产品的销售价格及纸浆成本均基于客观、可验证的数据来源独立确定：

销售价格：对存量产品（卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸），采用 2022 年至加期评估基准日 2025 年 5 月 31 日的实际平均销售价格，该取值方法能够反映最新市场状况；对新产品（医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸），基于样品及中试阶段的客户反馈、市场调研结果及性能对比分析确定，且产品定位高端市场，定价具有合理支撑。

纸浆成本：基于 2022 年-2025 年 5 月的纸浆实际平均采购价格及历史或同类产品单耗计算得出。

（2）未来价差趋势

基于谨慎性原则，预测期价差（毛利空间）保持一致，符合公司以维持合理利润为导向的定价策略，预测方法谨慎、合理。

综上，预测期价差的设定基于近期实际数据，客观反映了市场格局变化后的盈利能力，该价差预测具有合理性。

（二）纸浆成本占销售价格的比例及合理性

1、预测基期纸浆成本占销售价格的合理性

2026年各类产品的市场销售价格和纸浆成本如下：

单位：元/吨

产品类别	产品名称	市场销售价格（A）	纸浆成本（B）	纸浆成本占比（B/A）
存量产品	卷烟纸	11,159.54	3,801.99	34.07%
	普通成形纸	11,456.26	4,863.97	42.46%
	高透成形纸	20,875.62	7,047.27	33.76%
新产品	医用透析纸	12,831.86	5,181.97	40.38%
	无铝衬纸	11,106.19	3,963.92	35.69%
	无涂层热转印纸	12,831.86	4,584.05	35.72%

（1）预测基期数据取值方法可靠，符合行业惯例

销售价格：对存量产品（卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸），采用2022年-2025年5月的实际平均销售价格，该取值方法能够反映最新市场状况；对新产品（医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸），基于样品及中试阶段的客户反馈、市场调研结果及性能对比分析确定，且产品定位高端市场，定价具有合理支撑。

纸浆成本：基于2022年-2025年5月的纸浆实际平均采购价格及历史或同类产品单耗计算得出。

（2）历史数据对比显示占比处于合理区间

①存量产品

卷烟纸预测基期纸浆成本为 3,801.99 元/吨，市场销售价格为 11,159.54 元/吨，占比为34.07%，历史纸浆成本区间为2,701－4,420元/吨，销售价格区间为 8,601－12,240 元/吨，考虑 2022 年后国际市场竞争格局变化导致上市公司卷烟纸销售价格提升因素影响，其占比处于历史中游水平。

普通成形纸预测基期纸浆成本为 4,863.97 元/吨，市场销售价格为11,456.26 元/吨，占比为 42.46%，历史纸浆成本区间为 3,679－5,331 元/吨，销售价格区间为 9,102－12,727 元/吨，考虑 2022 年后国际市场竞争格局变化导致上市公司普通成形纸销售价格提升因素影响，其占比处于历史中游水平。

高透成形纸预测基期纸浆成本为 7,047.27 元/吨，市场销售价格为 20,875.62 元/吨，占比 33.76%，历史纸浆成本区间为 4,757－7,499 元/吨，销售价格区间为 19,934－22,700 元/吨，占比处于历史合理区间范围内。

②新产品

由于无历史量产数据，其纸浆成本基于 2022 年-2025 年 5 月实际及同类产品单耗计算得出。销售价格基于样品及中试阶段的客户反馈、市场调研结果及性能对比分析确定，且产品定位高端市场，定价具有合理支撑。综上，其纸浆成本占销售收入的比例具备合理性。

2、未来预测纸浆成本占销售价格稳定

基于谨慎性原则，预测期内 2026 年及以后产品销售价格与纸浆成本均保持不变，确保了预测期纸浆成本占销售价格保持相对稳定，符合公司以维持合理利润为导向的定价策略，预测方法谨慎、合理。

综上，预测基期（2026 年）各类产品的纸浆成本占销售价格的比例基于近期实际数据或充分市场调研确定，历史对比处于合理区间，且未来年度纸浆成本占销售价格相对稳定，具备合理性。

（三）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，扣除费率为 5%，5%系恒丰纸业根据其 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：

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%		

1、托管期后基于战略价值的产品定价机制

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，对上市公司跨区域布局、保障客户供应、防止客户流失、人才吸纳以及降低运费、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。托管期后标的公司产品服务定价实质是标的公司从“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。

2、扣除费用的实质与定价依据

基于上市公司销售费用及研发费用占收入比例计算出的5%扣除费率，并非上市公司为标的公司具体销售及研发直接发生的支出，而是对上市公司资源输出与能力赋能的一种补偿，体现为上市公司销售及研发固有支出下的额外收益。

从业务实质分析，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，无法满足订单需求，国际贸易拓展因产能受限，实际销量低于预期目标。因此销售费用方面，上市公司不会因与标的公司的合作单独产生销售费用。

从研发费用分析，恒丰纸业作为行业领先企业，新产品研发是其保持优势、持续引领行业的根本，其研发并非专门为标的公司开展，因此上市公司不会因与标的公司的合作额外产生研发费用。

综上，双方确定的扣除费率已涵盖了上市公司相关资源投入，5%扣除费率方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。

（四）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

《委托经营管理协议》期间内，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，锦丰纸业更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，故合作初期主要采用单位加工成本和 10%成本加成率方式定价，部分产品加工费单价略有调整。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”。**2025 年 4 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 19,200 元/吨的产品，按照 19,200 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 19,200 元/吨的产品，按照恒丰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”。**2025 年 4 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 19,200 元/吨的产品，按照 19,200 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 19,200 元/吨的产品，按照恒丰售价平价从锦丰纸业采购”。**

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，对上市公司跨区域布局、保障客户供应、防止客户流失、人才吸纳以及降低运费、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，**以上市公司销售费用及研发费用计算出的5%扣除费率，该扣除费用不是上市公司为标的公司销售及研发产生的真实支出，而是确保自身销售及研发支出的必要保障下的额外收益。5%扣除费率方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。**

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

（一）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

1、报告期内与预测期内各类产品的毛利率情况

报告期内及预测期内各类产品毛利率情况如下表所示：

产线	产品	报告期间			预测年度						
		2023 年	2024 年	2025 年 1-5 月	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
PM1	医用透析纸	-	-	-	-	15.84%	21.68%	24.34%	24.00%	23.54%	23.49%
	无铝衬纸	-	-	-	-	8.82%	15.51%	18.51%	18.04%	17.45%	17.39%
	无涂层热转印纸	-	-	-	-	18.22%	24.03%	26.66%	26.28%	25.79%	25.74%
	小计	-	-	-	-	11.74%	18.17%	21.07%	20.64%	20.09%	20.03%
PM2	卷烟纸	9.74%	16.57%	18.50%	20.40%	20.43%	21.12%	21.21%	20.91%	20.28%	16.75%
	普通成形纸	11.98%	12.91%	17.78%	14.41%	14.45%	15.13%	15.24%	14.97%	14.38%	10.94%
	小计	10.59%	15.50%	17.62%	17.52%	17.40%	18.09%	18.19%	17.90%	17.29%	13.81%
PM3	高透成形纸	31.56%	29.79%	24.90%	30.31%	32.54%	33.68%	34.13%	34.40%	33.95%	23.92%
PM4	普通成形纸	-	-	-	-	-	12.27%	12.21%	11.73%	11.12%	6.83%
合计		18.11%	21.96%	21.04%	22.85%	18.91%	20.54%	21.92%	21.63%	21.08%	18.35%

注：毛利率为按照上市公司售价以及标的公司成本加上纸浆成本进行模拟还原后计算所得。

2、报告期内与预测期内各类产品毛利率的对比分析

PM1 产线产品（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，主要原因为该产线于 2026 年正式投产，随着产量逐渐增加，规模效应显现，单位产品分摊的固定成本相应下降，至 2028 年产量趋于稳定，毛利率亦保持平稳。

PM2 产线产品（卷烟纸、普通成形纸）：2023 年因 PM2 产线技改尚未完成，卷烟纸及普通成形纸毛利率处于较低水平，随着 PM2 产线技改完成，2024 年产量逐渐增加，规模效应显现，单位产品分摊的固定成本相应下降，毛利率增加。2026 年-2030 年与报告期 2025 年毛利率接近且较为稳定。永续期在考虑产线更新资本性支出所对应的折旧年金影响后，毛利率有所降低且呈稳定趋势。

PM3 产线产品（高透成形纸）：2024 年及 2025 年 1-5 月毛利率与预测期相比较低，主要系标的公司自 2024 年下半年逐渐开发外部第三方客户，对该类客户主要销售高透成形纸辊纸，该类产品较高透成形纸最终成品因未完成分切工序，故该类产品毛利率低于销售给上市公司的高透成形纸毛利率。预测期预计将仅存在对上市公司的销售，因此毛利率较报告期增长。2026 年至 2030 年毛利率保持相对稳定，永续期在考虑产线更新资本性支出对应的折旧年金后，毛利率有所降低且呈稳定趋势。

PM4 产线产品（普通成形纸）：该产线目前尚在改造中，预测期 2027 年后毛利率保持相对稳定状态。主要系预计 2027 年产量基本达到满产且保持相对稳定，因此毛利率相对稳定。永续期在考虑产线更新资本性支出对应的折旧年金后，毛利率有所降低且呈稳定趋势。

3、产品毛利率差异的合理性分析

（1）PM1 不同产品毛利率差异大的原因

PM1 不同产品毛利差异原因主要为医用透析纸、无铝衬纸和无涂层热转印纸三种产品的销售单价和成本单价的差异导致。医用透析纸和无涂层热转印纸含税售价为 14,500 元/吨，无铝衬纸含税售价为 12,550 元/吨。而无铝衬纸成本略高于医用透析纸和无铝衬纸的成本，因此造成无铝衬纸毛利率低于医用透析纸和无铝衬纸毛利。

（2）PM2、PM4 同类型产品毛利率差异大的原因

PM2 和 PM4 均生产普通成形纸，其产品售价相同，毛利率的差异主要源于单位成本的不同，单位成本差异的根本原因在于两条生产线的设计产能存在较大不同，PM2 年产能为 1 万吨，PM4 年产能则为 5,400 吨。产能规模优势使 PM2 的单位固定成本及部分变动成本得到更有效的摊薄，因此 PM2 产线所生产的普通成形纸具备更低的单位成本，相应毛利率高于 PM4 产线所生产的普通成形纸。

4、与同行业可比产品毛利率的对比情况

本项目所选取的同类上市公司虽同属特种纸制造企业，但鉴于特种纸的种类繁多，各种类型特种纸的毛利率也各有差异，现就所选可比上市公司中与标的公司相似产品类型的毛利率数据整理如下：

（1）卷烟纸

同行业上市公司民丰特纸卷烟纸毛利率如下：

代码	公司名称	2022 年	2023 年	2024 年
SHSE:600235	民丰特纸	28.33%	28.45%	28.42%

标的公司卷烟纸毛利率及还原后毛利率（按照上市公司售价以及标的公司成本加上纸浆成本进行还原）如下：

项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
还原前毛利率	25.33%	26.45%	26.60%	26.12%	25.08%	19.29%
还原后毛利率	20.43%	21.12%	21.21%	20.91%	20.28%	16.75%

标的公司还原后的预测期间2026年至2030年的毛利率介于20.28%至21.21%之间，该毛利率为部分旧设备提足折旧后的毛利率水平，永续期在考虑产线更新资本性支出所对应的折旧年金影响后毛利率为 16.75%，低于同行业上市公司民丰特纸卷烟纸毛利率,表明标的公司在卷烟纸毛利率预测方面保持了谨慎性与合理性。

（2）普通成形纸

由于同行业其他上市公司未单独披露普通成形纸毛利率,故采用上市公司相似类型产品毛利率进行对比，具体情况如下：

代码	公司名称	2022 年	2023 年	2024 年
SHSE:600356	恒丰纸业	17.50%	23.62%	14.18%

标的公司 PM2 与 PM4 普通成形纸毛利率及还原后毛利率（按照上市公司售价以及标的公司成本加上纸浆成本进行还原）如下：

项目		2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
PM2	还原前毛利率	17.99%	19.29%	19.49%	18.98%	17.85%	11.31%
	还原后毛利率	14.45%	15.13%	15.24%	14.97%	14.38%	10.94%
PM4	还原前毛利率	-	13.84%	13.72%	12.81%	11.65%	3.48%
	还原后毛利率	-	12.27%	12.21%	11.73%	11.12%	6.83%

标的公司 PM2 普通成形纸还原后的预测期间 2026 年至 2030 年的毛利率介于 14.38%至 15.24%之间，永续期在考虑产线更新资本性支出所对应的折旧年金影响后毛利率为 10.94%；PM4 普通成形纸还原后的预测期间 2027 年至 2030 年的毛利率介于 11.12%至 12.27%之间，永续期在考虑产线更新资本性支出所对应的折旧年金影响后毛利率为 6.83%。两条产线普通成形纸毛利率均低于上市公司普通成形纸毛利率,表明标的公司在普通成形纸毛利率预测方面保持了谨慎性与合理性。

（3）高透成形纸

由于同行业其他上市公司未单独披露高透成形纸毛利率,故采用上市公司相似类型产品毛利率进行对比，具体情况如下：

代码	公司名称	2022 年	2023 年	2024 年
SHSE:600356	恒丰纸业	32.52%	28.86%	29.41%

标的公司高透成形纸毛利率及还原后毛利率(按照上市公司售价以及标的公司成本加上纸浆成本进行还原）如下：

项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
还原前毛利率	44.94%	46.79%	47.54%	47.97%	47.23%	30.86%
还原后毛利率	32.54%	33.68%	34.13%	34.40%	33.95%	23.92%

标的公司还原后的未来预测期间 2026 年至 2030 年的毛利率为 32.54%至 34.40%，总体略高于可比上市公司高透成形纸毛利率，毛利率较高的主要原因是部分固定资产提足折旧,永续期在考虑产线更新资本性支出所对应的折旧年金影响后毛利率下降至 23.92%。

（4）无铝衬纸

由于同行业其他上市公司未单独披露无铝衬纸毛利率,故采用上市公司相似类型产品毛利率进行对比。历史年度上市公司无铝衬纸正处于市场开发阶段，产销量较小，尚未形成稳定的市场。2025 年开始，上市公司无铝衬纸销量上升，毛利率趋于合理水平，上市公司 2025 年 1-10 月向日烟国际销售的无铝衬纸的毛利率区间为 14.12%-26.76%，平均毛利率为 18.87%。

标的公司无铝衬纸毛利率及还原后毛利率(按照上市公司售价以及标的公司成本加上纸浆成本进行还原）如下：

项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
还原前毛利率	6.45%	17.72%	22.78%	21.99%	20.98%	20.89%
还原后毛利率	8.82%	15.51%	18.51%	18.04%	17.45%	17.39%

标的公司纸机是大缸纸机，恒丰纸业是多缸纸机，同等条件下，标的公司生产的无铝内衬纸的光泽度更高，粗糙度更低；标的公司的无铝衬纸相比上市公司多一道后加工工序，纸机生产出原纸后，会在印刷机涂一层光油，进一步提升产品的光泽度和表面强度。标的公司较上市公司生产的无铝衬纸，外观更精美、印

刷效果更佳，产品定位更高。由上表可知，标的公司还原后毛利率基本处于上市公司毛利率合理区间，标的公司毛利率预测是谨慎的。

（5）医用透析纸和无涂层热转印纸

标的公司医用透析纸和无涂层热转印纸毛利率及还原后毛利率(按照上市公司售价以及标的公司成本加上纸浆成本进行还原）如下：

项目		2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
还原前毛利率	医用透析纸	19.85%	30.54%	35.40%	34.78%	33.95%	33.86%
	无涂层热转印纸	22.30%	32.10%	36.53%	35.90%	35.08%	34.99%
还原后毛利率	医用透析纸	15.84%	21.68%	24.34%	24.00%	23.54%	23.49%
	无涂层热转印纸	18.22%	24.03%	26.66%	26.28%	25.79%	25.74%

根据专家访谈，市场上医用透析纸和无涂层热转印纸的毛利率大概在20%-30%之间。标的公司医用透析纸与其他企业产品对比，生物屏障性好，能更有效防止灭菌后的医用材料二次污染;剥离时更不易出现粘纸屑或纸张分层的情况，防止污染医疗器械；在剥离力的稳定性和使用便利性上更具优势。标的公司生产的无涂层热转印纸，凭借行业领先的25g/㎡最低定量（较市场常见29g/㎡提升纸张利用率16%)以及膜转移施胶单侧仅1.5g/㎡的上药量(较行业常规3g/㎡降低50%），可实现涂层更均匀、干燥能耗更低的涂布效果；同时具备更高的喷墨打印与转印精度，显著帮助客户节省用墨成本、降低转印能耗，整体环保性能和经济效益进一步提升。基于上述产品优势，标的公司医用透析纸和无涂层热转印纸的毛利率是合理的。

综合上述分析,标的公司及其各类产品模拟未来完整销售价格还原后的毛利率具备合理性。

（二）列示各类产品收入、毛利率和毛利额情况

各类产品收入、毛利额、毛利率及还原后毛利率（按照上市公司售价以及标的公司成本加上纸浆成本进行还原）情况，汇总如下：

单位：万元

产品	预测年度

		2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
医用透析纸	销售收入	2,102.49	2,803.32	3,504.15	3,504.15	3,504.15	3,504.15
	销售毛利	417.33	856.09	1,240.63	1,218.79	1,189.76	1,186.50
	毛利率	19.85%	30.54%	35.40%	34.78%	33.95%	33.86%
	毛利率-还原后	15.84%	21.68%	24.34%	24.00%	23.54%	23.49%
无铝衬纸	销售收入	6,586.96	9,880.45	13,173.93	13,173.93	13,173.93	13,173.93
	销售毛利	424.79	1,750.60	3,000.99	2,897.39	2,764.48	2,751.41
	毛利率	6.45%	17.72%	22.78%	21.99%	20.98%	20.89%
	毛利率-还原后	8.82%	15.51%	18.51%	18.04%	17.45%	17.39%
无涂层热转印纸	销售收入	1,521.24	2,662.17	3,803.11	3,803.11	3,803.11	3,803.11
	销售毛利	339.30	854.68	1,389.45	1,365.43	1,334.16	1,330.89
	毛利率	22.30%	32.10%	36.53%	35.90%	35.08%	34.99%
	毛利率-还原后	18.22%	24.03%	26.66%	26.28%	25.79%	25.74%
卷烟纸(代工)	销售收入	3,399.78	3,399.78	3,399.78	3,399.78	3,399.78	3,399.78
	销售毛利	861.04	899.24	904.50	887.93	852.78	655.89
	毛利率	25.33%	26.45%	26.60%	26.12%	25.08%	19.29%
	毛利率-还原后	20.43%	21.12%	21.21%	20.91%	20.28%	16.75%
普通成形纸(代工)	销售收入	3,009.74	3,009.74	3,009.74	3,009.74	3,009.74	3,009.74
	销售毛利	541.41	580.50	586.73	571.22	537.16	340.27
	毛利率	17.99%	19.29%	19.49%	18.98%	17.85%	11.31%
	毛利率-还原后	14.45%	15.13%	15.24%	14.97%	14.38%	10.94%
高透成形纸	销售收入	6,406.23	6,406.23	6,406.23	6,406.23	6,406.23	6,406.23
	销售毛利	2,878.78	2,997.64	3,045.23	3,072.97	3,025.56	1,977.18
	毛利率	44.94%	46.79%	47.54%	47.97%	47.23%	30.86%
	毛利率-还原后	32.54%	33.68%	34.13%	34.40%	33.95%	23.92%
普通成形纸	销售收入		3,009.74	3,009.74	3,009.74	3,009.74	3,009.74
	销售毛利	-	416.59	412.98	385.50	350.70	104.60
	毛利率	-	13.84%	13.72%	12.81%	11.65%	3.48%
	毛利率-还原后	-	12.27%	12.21%	11.73%	11.12%	6.83%

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

1、销售费用

标的公司的产品销售未来主要由上市公司进行,故产品销售所需的主要的销售人员薪酬、社保、大额业务招待费等在标的公司中均不涉及，上市公司 5%的扣除部分已承担该部分销售费用，因此标的公司销售费用总体金额较小。

标的公司销售费用的主要核算内容包括办公费、差旅费、业务招待费、其他费用、化验费、包装费、销售佣金及代理费等。未来年度预测时，与收入有关联的，如检验费、包装费、销售佣金及代理费基于历史期间相关费用占销售收入的比例进行预测。与收入无直接关系的销售费用，在历史期间相关费用平均发生金额的基础上考虑预测期各年的一定增长进行预测。

综合上述分析,该预测数据已充分反映了企业销量增加及销售收入增加的影响。但由于企业销售费用核算内容较少、历史金额较小，单位销售费用较低，因此在未来年度销量增长和销售收入增长的影响的情况下，其增加金额依然较小，因此销售费用变动不大与企业的运营模式和实际经营情况一致，具有合理性。

标的公司预测期销售费用明细具体如下表所示：

单位：万元

项目	报告期			预测期						
	2023 年	2024 年	2025 年 1-5 月	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
办公费	0.86	3.49	0.09	1.08	1.86	1.89	1.91	1.94	1.97	1.97
差旅费	4.89	6.70	1.17	2.77	4.78	4.84	4.91	4.98	5.06	5.06
折旧	0.28	0.32	0.16	0.17	0.11	0.11	0.40	0.36	0.36	0.27
业务招待费	0.22	3.52	0.95	1.69	2.92	2.96	3.00	3.04	3.09	3.09
化验费	-	1.58	0.15	0.58	2.08	2.82	3.29	3.29	3.29	3.29
包装费	0.70	2.59	0.55	1.17	4.20	5.68	6.62	6.62	6.62	6.62
职工培训费	0.07	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	0.25	2.23	-	0.48	0.83	0.84	0.85	0.86	0.88	0.88
服务费	0.24	-	0.39	-	-	-	-	-	-	-

项目	报告期			预测期						
	2023 年	2024 年	2025 年 1-5 月	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
销售佣金及代理费	-	7.47	6.98	4.83	17.33	23.46	27.32	27.32	27.32	27.32
合计	7.49	27.89	10.43	12.78	34.12	42.60	48.31	48.41	48.58	48.48

2、管理费用

标的公司的管理费用主要包括管理人员职工薪酬、折旧摊销、维修费、及研发费用等。标的公司 2023 年度管理费用为 1,930.79 万元，2024 年度管理费用为 1,858.41 万元,主要是由于 2023 年发生了一次性的厂区及设备维保费 400.79 万元，2024 年发生了 340.14 万元的咨询费。

预测期 2025 年后管理费用较 2024 年低，主要原因系（1）2024 年管理费用中存在部分偶发性支出，导致 2024 年管理费用相对较高。（2）部分管理用资产于 2005 年、2006 年构建，折旧年限为 20 年，将逐步于 2025 年和 2026 年提完折旧，而未来年度尚未达到经济寿命年限，无需进行资本性支出。（3）由于历史年度 PM3 和 PM4 产线处于停产或改造中，其折旧记入管理费用，造成历史年度管理费用中折旧高于预测年度折旧。PM3 产线改造完成并投产后，其折旧已于 2024 年转入成本科目。PM4 产线截至评估基准日一直处于停产改造状态，PM4 产线预计将于 2026 年底投产，其折旧将从 2027 年起计入成本科目，2027 年之前折旧仍在管理费用。2024 年管理费用中折旧为 436.65 万元，2026 年管理费用中预测折旧为 36.47 万元，其差额为 400.18 万元。其中因折旧提完影响金额约 250 万元，因折旧由管理费用转入成本科目影响金额约 150 万元。永续期折旧已考虑记入管理费用科目折旧的所有固定资产的更新资本性支出金额。

未来年度预测时，由于企业管理人员已充分满足日常生产管理需求，职工薪酬不需大幅增加。检验费根据历史期间与收入的比例进行预测；劳保费根据历史期间与员工总数比例进行预测；协会会费根据历史年度的发生额进行预测；财产保险费根据历史年度保险单的费率按照预测期固定资产及存货账面值进行预测，福利费、办公费、差旅费、业务招待费、小车费、维修费、职工教育经费、绿化费、中介费、咨询费、业务宣传费、会务费、卫生清洁费、费用性税金、安全生产费、工会经费、研发费用、劳动保险费、其他费用等因与收入没有直接关联，

在历史期间相关费用平均发生金额的基础上考虑预测期各年的一定增长进行预测。

折旧、无形资产摊销、装修费摊销根据现有固定资产、无形资产、长期待摊费用、更新固定资产、无形资产的情况、各资产会计折旧年限及折旧摊销政策进行预测。

标的公司管理费用明细具体如下表所示：

单位：万元

项目	报告期			预测期						
	2023 年	2024 年	2025 年 1-5 月	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
工资	543.07	510.70	190.51	174.44	509.01	515.42	522.54	530.11	537.96	537.96
福利费	78.32	47.95	24.73	31.29	54.06	54.74	55.49	56.30	57.13	57.13
职工基本保险	50.15	51.44	25.67	39.47	90.46	91.53	92.71	93.98	95.28	95.28
办公费	25.98	41.15	11.69	20.19	34.87	35.31	35.80	36.32	36.85	36.85
劳保费	12.21	2.15	0.51	0.89	1.96	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16
差旅费	26.71	16.07	8.39	10.56	18.24	18.47	18.73	19.00	19.28	19.28
折旧费	541.44	436.65	114.94	161.41	36.47	22.38	14.62	11.69	9.97	51.21
无形资产摊销	58.55	29.71	10.96	25.40	43.33	43.33	43.33	43.33	43.33	42.51
业务招待费	24.19	9.44	9.03	9.08	15.68	15.88	16.10	16.33	16.57	16.57
小车费	25.27	13.83	3.38	6.40	11.05	11.19	11.35	11.51	11.68	11.68
维修费	21.99	46.74	8.16	19.35	33.42	33.84	34.31	34.81	35.32	35.32
职工教育经费	1.25	0.10	0.01	0.04	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07
绿化费	19.77	49.70	7.66	19.86	34.31	34.74	35.22	35.73	36.26	36.26
中介费	10.58	17.82	3.12	5.27	9.10	9.22	9.35	9.48	9.62	9.62
咨询费	23.29	340.14	5.06	10.34	17.86	18.08	18.33	18.60	18.87	18.87
业务宣传费	0.05	2.77	-	0.81	1.39	1.41	1.43	1.45	1.47	1.47
会务费	0.28	18.09	6.07	9.53	16.46	16.66	16.89	17.14	17.39	17.39
警卫消防费	0.16	-	-	-	-	-	-	-	-	-
装修费摊销	400.79	8.68	4.04	5.64	9.61	9.61	6.36	0.00	-	-
财产保险费	17.94	13.22	7.30	10.22	10.28	12.82	14.02	14.41	13.91	13.44
卫生清洁费	6.71	14.06	5.62	8.03	13.88	14.05	14.25	14.45	14.67	14.67
其他	38.25	3.59	3.34	97.57	5.85	5.92	6.00	6.09	6.18	6.18
研发费	-	76.55	24.13	39.22	67.74	68.60	69.54	70.55	71.60	71.60
劳务费	-	-0.55	-	-	-	-	-	-	-	-
费用性税金	0.10	0.06	-	0.05	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09
检验费	3.74	1.50	-	1.44	5.15	6.97	8.12	8.12	8.12	8.12
商标费	-	0.64	-	-	-	-	-	-	-	-
协会会费	-	-	1.00	0.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
安全生产费	-	62.79	0.74	12.55	21.69	21.96	22.26	22.59	22.92	22.92
房租费	-	14.93	-	-	-	-	-	-	-	-
工会经费	-	27.54	16.15	19.34	33.40	33.82	34.29	34.79	35.30	35.30

项目	报告期			预测期						
	2023 年	2024 年	2025 年 1-5 月	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
劳动保险费	-	0.95	0.01	0.55	0.96	0.97	0.98	1.00	1.01	1.01
合计	1,930.79	1,858.41	492.23	739.43	1,097.87	1,100.74	1,105.83	1,111.57	1,124.52	1,164.48

综合上述分析，管理费用预测数据已充分反映了企业销售收入增加的影响。但由于企业管理费用固定费用较多，与收入关联费用较少，因此在未来年度销量增长和销售收入增长的影响的情况下，其增加金额依然较小，与企业的运营模式和实际经营情况一致，具有合理性。

（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

1、产线建设是否存在不确定性

标的公司产线建设主要涉及 PM1 和 PM4 两条生产线，其中 PM1 产线建设进度正常，资金保障充分，目前不存在影响其按期投产和后续达产的实质性障碍。PM4 产线加期评估收益法预测中预计将于 2026 年底投产，根据详细的建设时间表，项目各阶段规划清晰，时间安排合理，具有可操作性，预计 PM4 可按照计划于 2026 年底投产。

2、产线投资构成及资金来源

（1）PM1 生产线

PM1 生产线含税总投资 23,348.78 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，银行贷款额度 16,000.00 万元（拟替换目前以融资租赁方式取得的借款 13,153.02 万元），其余部分 4,543.48 万元由自有资金补足。

截至 2025 年 10 月末，锦丰纸业已支付项目建设资金 15,473.05 万元（其中补贴资金 2,805.30 万元、融资资金 10,630.08 万元、自有资金 2,037.67 万元），未来项目投资还需支付 7,875.73 万元，其中自有资金投入 2,505.81 万元、融资资金 5,369.92 万元。

截至 2025 年 10 月末，实际已支付 PM1 项目含税建设资金 15,473.05 万元，占总投资的比例为 66.27%，预计至 2025 年末，累计付款比例将达到 83.12%。

根据相关合同安排，剩余款项将按进度分批支付，其中 2026 年生产线正式投产验收合格后支付到总投资金额的 90%，剩余 10%尾款作为质保金将于 2027 年支付。

综上，PM1 生产线未来项目投资还需支付 7,875.73 万元，其中自有资金投入 2,505.81 万元、融资资金 5,369.92 万元。对于自有资金投入的 2,505.81 万元部分,由于项目建设剩余 10%尾款约 2,300 万元作为质保金将于 2027 年支付。根据本次评估预测，标的公司 2026 年及 2027 年预计实现净利润 3,328.05 万元及 5,045.59 万元，实现营业净现金流量 1,501.50 万元及 4,063.66 万元，可以覆盖上述未来自有资金投入金额。对于融资资金投入的 5,369.92 万元部分，标的公司取得银行贷款额度 16,000.00 万元，目前已经以融资资金支付的部分为 10,630.08 万元，剩余授信额度可以覆盖未来融资资金支付需要。PM1 生产线目前资金落实及支付进度与项目建设需求相匹配，为项目按计划推进提供了保障。

（2）PM4 生产线

PM4 生产线含税总投资 2,344.82 万元，投资金额相对较小。截至 2025 年 10 月末，已投资不含税金额 1,292.62 万元，其余投资所需资金有限，由标的公司自有资金补足，资金安排合理，能够满足后续建设需求。

3、财务费用与资金需求的匹配性

预测期内，标的公司财务费用主要由存量借款及银行贷款构成，与标的公司资本性支出及营运资金需求相匹配。此外，2025 年底锦丰纸业计划将融资租赁方式取得借款替换为银行借款。具体财务费用预测如下：

单位：万元

财务费用	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
手续费	0.93	1.61	1.63	1.65	1.68	1.70	1.70
存量借款利息-宜宾 1000 万元	25.38	43.50	43.50	43.50	43.50	43.50	43.50
存量借款利息-成都 1000 万元	8.05	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
存量借款利息-宜宾 8700 万元	185.24	317.55	317.55	317.55	317.55	317.55	317.55

财务费用	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
新增借款利息-8000 万元	-	280.00	280.00	280.00	280.00	280.00	280.00
专项借款利息—成都银行	-	240.00	477.00	462.00	408.00	339.00	51.31
合计	219.60	912.66	1,149.68	1,134.70	1,080.73	1,011.75	724.06

综上，标的公司产线建设资金来源明确，其中政策性资金支持及专项借款已落实，其余部分通过自有资金补充，资金安排具有可行性，预测期内财务费用的增长与新增借款规模相匹配。

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	854.19	2026
2022	2,461.34	2027
2023	2,117.91	2028
2024	1,651.23	2029
2025	-38.38	2030

关于分立对可弥补亏损的影响，由于标的公司分立盛源纸业的适用一般性税务处理，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。**如果不考虑历史年度可弥补亏损情况，折现后预计降低估值 1,400.00 万元。**

（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，其确定依据主要为该两条产线的投入金额。

（1）PM1 生产线

PM1 生产线含税总投资 23,348.78 万元，截至加期评估基准日已投资不含税金额 2,297.82 万元，本次评估预测中 2025 年至 2027 年预计分别支付不含税投资金额 14,918.96 万元、1,424.59 万元和 2,071.26 万元，总投资累计比例分别为 83.12%、90%、100%。

截至 2025 年 10 月底，实际已支付 PM1 项目含税建设资金 15,473.05 万元，占总投资的比例为 66.27%，预计至 2025 年末，累计付款比例将达到 83.12%。根据相关合同安排，剩余款项将按进度分批支付，其中 2026 年生产线正式投产验收合格后支付到总投资金额的 90%，剩余 10%尾款作为质保金将于 2027 年支付。

综上，预测期内资本支出与 PM1 实际付款进度相匹配。

（2）PM4 生产线

PM4 生产线含税总投资 2,344.82 万元，截至加期评估基准日已投资不含税金额 1,292.62 万元，本次评估预测中后续不含税技改支出为 834.43 万元，预计 PM4 生产线在 2027 年达到可使用状态。综上，预测期内资本支出与 PM4 实际付款进度相匹配。

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/期间天数×最低现金安全周转天数

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	2025 年 1-5 月	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
营运资金	4,014.64	3,332.39	6,683.73	9,043.78	10,530.77	10,579.56	10,606.32	10,593.82
营运资金增加额	-	-682.25	3,351.34	2,360.05	1,487.00	48.78	26.76	-

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

Ke=股东权益资本成本

Kd =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：

$$K_e = R_f + Beta \times MRP + R_c = R_f + Beta \times \left(R_m - R_f\right) + R_c$$

式中：

Ke=权益资本成本

Rf=无风险利率

Rm=市场回报率

Beta=权益的系统风险系数

MRP=市场的风险溢价

Rc=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的折现率，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 **1.73%** 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 **6.71%**。

（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，为含财务杠杆的 Beta 系数，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	39.6%	0.72
2	SHSE:600356	牡丹江恒丰纸业股份有限公司	17.0%	0.77
3	SHSE:603165	浙江荣晟环保纸业股份有限公司	22.4%	0.89
4	SZSE:002521	齐峰新材料股份有限公司	15.9%	0.70
5	SHSE:605377	杭州华旺新材料科技股份有限公司	4.9%	0.85
6	SHSE:603733	仙鹤股份有限公司	35.2%	0.88
7	SHSE:605007	五洲特种纸业集团股份有限公司	44.9%	0.77
中位数			22.4%	0.77

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$\beta_l'=\beta_u\times\left[1+(1-t)D/E\right]$，计算被评估单位带财务杠杆系数的 Beta 系数为 0.90。

（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&P valuation book 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**2.66%**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**2.00%**。

综上，公司特定风险合计为**4.66%**。

（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12.41%。

（六）加权平均资本成本折现率的确定

根据前述“风险系数Beta的确定”部分，可比公司的平均资本结构D/E为22.4%，其他参数的确定如下：

由于标的公司采用可比公司的平均资本结构为目标资本结构，通过公式$\frac{D/E}{(1+D/E)}$，付息债务资本结构比例为18.31%，继而权益资本结构比例为81.69%；

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**3.50%**。

综上，锦丰纸业的加权平均资本成本折现率为**10.62%**。

（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%
SZZE:300260	新莱应材	山东碧海100%股权	纸铝塑复合无菌包装材料	2017/12/31	11.50%
SZZE: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					11.39%
可比交易案例中位数					11.50%

本次评估折现率	10.62%

根据上表，上述可比交易案例的折现率均值为 11.39%，中位数 11.50%，标的公司的收益法折现率为 **10.62%**。

近年无风险收益率和债务资本成本均有所下降，本次加期评估基准日与可比案例评估基准日无风险收益率和债务资本成本情况如下：

评估基准日	无风险利率		债务资本成本	
	10 年期长期国债的收益率	与本次评估基准日差异	五年期以上 LPR 利率	与本次评估基准日差异
2025/5/31	1.73%	-	3.50%	-
2022/7/31	2.88%	-1.14%	4.45%	-0.95%
2017/12/31	3.90%	-2.16%	4.90%	-1.40%

若以加期评估基准日无风险报酬率和债务资本成本计算，在不考虑其他参数变化的情况下，则该 3 个交易案例的折现率分别为 9.53%、9.76%、9.51%，本次折现率高于该 3 个交易的折现率水平，取值是谨慎合理的。

标的资产	标的公司股权	凯恩特种纸业 47.20%股权	山东碧海 100%股权	富易达 51.00%股权
评估基准日	5/31/2025	7/31/2022	12/31/2017	12/31/2017
折现率即加权平均资本成本	10.62%	9.53%	9.76%	9.51%
权益资本成本	12.41%	9.53%	11.80%	13.68%
无风险报酬率	1.73%	1.73%	1.73%	1.73%
无财务杠杆的 Beta	0.7677	0.7945	0.9236	1.0365
有财务杠杆的 Beta	0.8968	0.7945	1.1604	1.5528
所得税税率	25.00%	25.00%	15.00%	20.00%
市场风险溢价	6.71%	7.30%	5.23%	7.05%
企业特定风险调整系数	4.66%	2.00%	4.00%	1.00%
目标企业资本结构	22.41%	0.00%	30.16%	62.27%
债务资本成本	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%

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

1、PM2 生产线可实现性分析

本次加期评估预测中 PM2 产线的销量和收入根据 2025 年 1-5 月实际数据以及 2025 年 6-12 月订单情况进行预计，评估预测具体情况如下：

产品			2025 年 1-5 月（实际数）	2025 年 6-12 月（预测数）	2025 年
卷烟纸（代工）	销售数量	吨	2,107.58	3,076.37	5,183.95
	销售单价	元/吨	5,708.70	5,700.00	5,703.54
	销售金额	万元	1,203.15	1,753.53	2,956.68
普通成形纸（代工）	销售数量	吨	1,057.71	2,774.55	3,832.26
	销售单价	元/吨	5,700.00	5,700.00	5,700.00
	销售金额	万元	602.89	1,581.49	2,184.39
普通成形纸（一般贸易）	销售数量	吨	724.09	753.24	1,477.33
	销售单价	元/吨	9,892.29	9,946.08	9,919.71
	销售金额	万元	716.29	749.18	1,465.47
吸管包装纸（代工）	销售数量	吨	169.06	-	169.06
	销售单价	元/吨	5,700.00	-	5,700.00
	销售金额	万元	96.37	-	96.37
合计	销售数量	吨	4,058.44	6,604.16	10,662.60
	销售金额	万元	2,618.70	4,084.20	6,702.90

结合标的公司目前的实际经营情况，标的公司 2025 年 1-10 月实际数据及 2025 年 11-12 月预计数据如下：

产品			2025 年 1-10 月（实际数）	2025 年 11-12 月（预计数）	2025 年
卷烟纸（代工）	销售数量	吨	4,135.09	1,048.86	5,183.95
	销售单价	元/吨	5,719.61	5,700.00	5715.64
	销售金额	万元	2,365.11	597.85	2,962.96
普通成形纸（代工）	销售数量	吨	2,496.51	760.45	3,256.96
	销售单价	元/吨	5,700.00	5,700.00	5700.02
	销售金额	万元	1,423.01	433.46	1,856.47
普通成形纸（一般贸易）	销售数量	吨	1,529.84	251.85	1,781.69
	销售单价	元/吨	9,953.02	9,953.02	9,953.02
	销售金额	万元	1,522.65	250.67	1,773.32
吸管包装纸（代工）	销售数量	吨	392.49	47.51	440.00
	销售单价	元/	5,700.00	5,700.00	5,700.00

产品			2025 年 1-10 月（实际数）	2025 年 11-12 月（预计数）	2025 年
		吨			
	销售金额	万元	223.72	27.08	250.80
合计	销售数量	吨	8,553.92	2,108.67	10,662.59
	销售金额	万元	5,534.49	1,309.06	6,843.55

标的公司 2025 年 11-12 月的预计数系依据上市公司各地区卷烟纸及普通成形等产品客户需求形成的排产计划，基于标的公司上述 2025 年 1-10 月实际数据及2025年11-12月预计数据与评估预测数据情况对比,标的公司PM2产线2025年销量和收入整体具备可实现性。

2、PM3 生产线可实现性分析

本次加期评估预测中 PM3 生产线高透成形纸的销量和收入根据 2025 年 1-5 月实际数据以及 2025 年 6-12 月订单情况进行预计，评估预测具体情况如下：

产品			2025 年 1-5 月（实际数）	2025 年 6-12 月（预测数）	2025 年
高透成形纸（净额法）	销售数量	吨	1,201.04	2,321.58	3,522.62
	销售单价	元/吨	9,764.28	10,064.19	9,961.93
	销售金额	万元	1,172.73	2,336.48	3,509.21
高透成形纸（总额法）	销售数量	吨	436.41	-	436.41
	销售单价	元/吨	15,306.91	-	15,306.91
	销售金额	万元	668.01	-	668.01
合计	销售数量	吨	1,637.45	2,321.58	3,959.03
	销售金额	万元	1,840.74	2,336.48	4,177.22

结合标的公司目前的实际经营情况，标的公司 2025 年 1-10 月实际数据及 2025 年 11-12 月预计数据如下：

产品			2025 年 1-10 月（实际数）	2025 年 11-12 月（预计数）	2025 年
高透成形纸（净额法）	销售数量	吨	2,331.36	1,132.26	3,463.62
	销售单价	元/吨	11,150.99	12,601.78	11,625.26
	销售金额	万元	2,599.70	1,426.85	4,026.55
高透成形纸（总额法）	销售数量	吨	495.41	-	495.41
	销售单价	元/吨	15,219.37	-	15,219.37
	销售金额	万元	753.98	-	753.98

合计	销售数量	吨	2,826.77	1,132.26	3,959.03
	销售金额	万元	3,353.68	1,426.85	4,780.53

标的公司 2025 年 11-12 月的预计数系依据上市公司各地区高透成形纸客户需求形成的排产计划，基于标的公司上述 2025 年 1-10 月实际数据及 2025 年 11-12 月预计数据与评估预测数据情况对比，标的公司 PM3 生产线高透成形纸 2025 年销量和收入具备可实现性。

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

如前所述，预测期内各产品的销量、单价、毛利率及净利润等关键指标，是基于市场需求趋势、标的公司产能、恒丰纸业市场开拓情况以及同类产品的市场价格水平等综合确定，各项预测具备合理性，标的公司业绩不达预期的风险较低。

经济性贬值通常因外部环境变化导致资产未来现金流量现值下降。结合目前实际经营与建设进展，对各生产线分析如下：

1、PM1 生产线：目前仍处于建设中，尚未转入固定资产，不涉及经济性贬值问题；

2、PM2 生产线：2025 年销量与收入预测系根据 2025 年 1-5 月实际数据及 6-12 月订单情况进行预计，结合目前实际经营情况，2025 年业绩可实现性较高；2026 年后预计实现满产，业绩可实现性较强，未出现经济性贬值迹象；

3、PM3 生产线：2025 年销量与收入预测系根据 2025 年 1-5 月实际数据及 6-12 月订单情况进行预计，2026 年后预计接近满产，业绩可实现性较强，未出现经济性贬值迹象；

4、PM4 生产线：投产时间由 2025 年调整至 2026 年底，系标的公司为集中资源保障 PM1 投产所作的战略性安排，非因外部环境恶化所致，不构成经济性贬值。

综上所述，标的公司在预测期内的销量、价格、毛利率等关键参数的预测具备合理性，业绩实现可能性较高；各生产线资产基于当前经营与建设情况，亦不存在因外部环境因素导致的经济性贬值风险。

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，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、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；

5、通过视频方式访谈标的公司医用透析纸和无涂层热转印纸意向客户，对意向客户基本情况、主营业务、未来向恒丰纸业拟采购何种产品、预计采购情况（包括采购产品种类、数量）进行询问，确认意向客户未来订单量。访谈确认的采购意向占医用透析纸和无涂层热转印纸总采购意向的比例为 100%。

6、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；

7、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；

8、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；

9、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；

10、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；

11、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；

12、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；

13、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；

14、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；

15、取得标的公司 **2025 年 1-10 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，独立财务顾问认为：

1、标的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保持不变具有合理性。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、标的公司已对预测期各产品的毛利率与行业可比产品进行了比较分析，说明了预测期内各类产品毛利率与同行业可比产品较为可比，能够体现出对收入和成本预测的谨慎性和合理性；

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 1-10 月，PM2 生产线和 PM3 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 和 PM3 生产线 2025 年业绩具备可实现性；

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 6、关于采购与成本

重组报告书披露，（1）标的公司生产主要是来料加工方式，主要原料木浆由恒丰纸业采购，主要辅料依托恒丰纸业招标确定的供应商，采购价格按市价执行；（2）报告期内标的公司前五大供应商发生一定变化；（3）2023 年末以来，标的公司账面存货主要为原材料；（4）特种纸行业部分产品原材料主要依赖进口。

请公司在重组报告书中补充披露：（1）区分生产加工、产线建设，披露报告期内标的公司采购主要内容和金额；（2）生产加工中，进一步区分委托加工和一般贸易，披露采购内容和金额；（3）按照料工费，披露报告期内标的公司成本结构情况。

请公司披露：（1）报告期内标的公司采购结构变化情况及原因，是否与其产品结构、经营模式相匹配，采购数量、金额与其收入规模变化的匹配性；（2）区分生产加工、产线建设，说明前五大供应商及主要信息和经营情况，标的公司采购的主要内容，主要供应商发生变化的原因；是否均为上市公司或其指定的供应商，由上市公司指定的原因及合理性，是否与上市公司、标的公司存在关联关系，采购价格的公允性；（3）标的公司境外采购内容、金额及占比，国际贸易政策对其采购、价格及业绩的影响，相关应对措施；（4）标的公司成本结构是否与同行业、同模式可比公司可比，报告期内成本结构变化的原因及合理性；（5）报告期各期末，标的公司存货的主要内容，备货规模的合理性，期后去化情况；采购内容和存货内容中是否包括采购自上市公司或其指定供应商的材料，标的公司是否具有控制权、是否应入账及依据；（6）按照料工费，说明标的公司成本结转完整性及依据。

请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、请公司在重组报告书中补充披露：（1）区分生产加工、产线建设，披露报告期内标的公司采购主要内容和金额；（2）生产加工中，进一步区分委托加工和一般贸易，披露采购内容和金额；（3）按照料工费，披露报告期内标的公司成本结构情况

（一）区分生产加工、产线建设，披露报告期内标的公司采购主要内容和金额

公司已在重组报告书“第四节 标的公司基本情况”之“九、标的公司主营业务情况”之“（六）报告期内的采购情况”中补充披露区分生产加工、产线建设，报告期内标的公司采购主要内容和金额，具体内容如下：

“2、生产加工与产线建设采购情况

报告期内，标的公司按照生产加工、产线建设区分的采购主要内容、采购金额及占采购总额的比例如下：

采购内容	2025 年 1-5 月		2024 年		2023 年	
	采购金额（万元）	占采购总额比例	采购金额（万元）	占采购总额比例	采购金额（万元）	占采购总额比例
生产加工	2,356.10	77.02%	4,866.91	57.64%	4,119.27	41.13%
其中：纸浆	311.92	10.20%	327.45	3.88%	213.47	2.13%
辅料包材	856.61	28.00%	2,069.51	24.51%	1,743.65	17.41%
能源	1,187.57	38.82%	2,469.95	29.25%	2,162.15	21.59%
产线建设	350.53	11.46%	2,039.53	24.16%	4,886.89	48.79%
其他	352.46	11.52%	1,536.69	18.20%	1,009.20	10.08%
总计	3,059.10	100.00%	8,443.13	100.00%	10,015.36	100.00%

注 1：标的公司在一般贸易模式（净额法）下向上市公司采购的用于生产高透成形纸的纸浆，因在确认主营业务收入和结转主营业务成本时已按净额法抵消，故不在上表统计范围内；
注 2：其他主要系五金备件、运输费、绿化清洁费用、招标支出、咨询及中介服务费、技术服务费等

报告期内，标的公司采购内容主要包括生产加工相关原材料及产线建设相关工程物资，其中生产加工相关采购金额分别为 4,119.27 万元、4,866.91 万元**和 2,356.10 万元**，占采购总额的比例分别为 41.13%、57.64%**和 77.02%**，与标的公司主营业务收入及产量规模具备匹配性；产线建设相关采购金额分别为 4,886.89 万元、2,039.53 万元**和 350.53 万元**，占采购总额的比例分别为 48.79%、24.16%**和 11.46%**。”

（二）生产加工中，进一步区分委托加工和一般贸易，披露采购内容和金额

公司已在重组报告书“第四节 标的公司基本情况”之“九、标的公司主营业务情况”之“（六）报告期内的采购情况”中补充披露按照委托加工和一般贸易区分生产加工中的采购内容和金额，具体内容如下：

“报告期内，标的公司生产加工中，按照委托加工和一般贸易区分的采购内容及采购金额如下：

单位：万元

采购内容	2025 年 1-5 月			2024 年			2023 年		
	委托加工	一般贸易	合计	委托加工	一般贸易	合计	委托加工	一般贸易	合计
纸浆	-	311.92	311.92	-	327.45	327.45	-	213.47	213.47
辅料及包材	414.19	442.42	856.61	1,233.38	836.13	2,069.51	1,160.57	583.08	1,743.65
能源	577.85	609.72	1,187.57	1,503.15	966.80	2,469.95	1,578.39	583.76	2,162.15
生产加工采购总额	992.04	1,364.06	2,356.10	2,736.53	2,130.38	4,866.91	2,738.97	1,380.30	4,119.27

”

（三）按照料工费，披露报告期内标的公司成本结构情况

公司已在重组报告书“第九节 管理层讨论与分析”之“三、标的公司财务状况和经营成果的讨论分析”之“（二）盈利能力分析”之“2、营业成本分析”中补充披露报告期内按照料工费统计的标的公司成本结构情况，具体内容如下：

“（3）主营业务成本按料工费分析

报告期内，标的公司主营业务成本按照料工费构成情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月		2024 年度		2023 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	1,455.92	38.52%	2,543.57	29.99%	1,861.03	30.64%
其中：委托加工	439.46	11.63%	1,325.06	15.62%	1,251.13	20.60%
一般贸易-总额法	699.19	18.50%	376.51	4.44%	10.64	0.18%
一般贸易-净额法	317.26	8.39%	842.01	9.93%	599.26	9.87%
直接人工	419.20	11.09%	1,126.86	13.29%	937.87	15.44%
其中：委托加工	213.59	5.65%	621.64	7.33%	716.88	11.80%

一般贸易-总额法	83.73	2.22%	55.98	0.66%	2.63	0.04%
一般贸易-净额法	121.88	3.22%	449.23	5.30%	218.36	3.60%
制造费用	1,904.52	50.39%	4,810.67	56.72%	3,273.98	53.91%
其中：委托加工	1,012.77	26.80%	2,823.30	33.29%	2,399.30	39.51%
一般贸易-总额法	396.82	10.50%	243.88	2.88%	6.62	0.11%
一般贸易-净额法	494.93	13.09%	1,743.48	20.56%	868.06	14.29%
合计	3,779.64	100.00%	8,481.10	100.00%	6,072.88	100.00%

”

二、报告期内标的公司采购结构变化情况及原因，是否与其产品结构、经营模式相匹配，采购数量、金额与其收入规模变化的匹配性

2022 年 10 月，标的公司与上市公司签署托管协议，双方约定自 2023 年 1 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日，由上市公司对标的公司实施托管，全面负责标的公司的生产经营。因此，报告期内标的公司的采购结构随着经营模式的变化而有所变化，具体如下表所示：

采购内容	2025 年 1-5 月		2024 年度		2023 年度	
	采购金额（万元）	占采购总额比例	采购金额（万元）	占采购总额比例	采购金额（万元）	占采购总额比例
生产加工	2,356.10	77.02%	4,866.91	57.64%	4,119.27	41.13%
产线建设	350.53	11.46%	2,039.53	24.16%	4,886.89	48.79%
其他	352.46	11.52%	1,536.69	18.20%	1,009.20	10.08%
总计	3,059.10	100.00%	8,443.13	100.00%	10,015.36	100.00%

注：其他主要系五金备件、运输费、绿化清洁费用、背辊加工费、招标支出、咨询及中介服务费、技术服务费等

标的公司自 2023 年起主要以委托加工模式代上市公司加工生产卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸等产品，以及以一般贸易模式代上市公司加工生产高透成形纸产品。托管期间，在上市公司的指导下，标的公司生产经营情况逐渐恢复正常，依托上市公司的资源，标的公司的生产订单迅速增加，因此 2023 年开始标的公司生产加工类的采购金额逐步增长。另一方面，由于标的公司 PM2 和 PM3 产线技改的前期筹备主要发生在 2022 年、资金投入主要发生在 2023 年，因此标的公司 2023 年产线建设类的采购金额及占比较高。随着 PM2 和 PM3 于 2023 年完成技改并投产，而 PM1 产线建设投入主要集中于 2025 年下半年，标的公司

2024 年和 2025 年 1-5 月产线建设类的采购金额下降较多，而 2024 年和 2025 年 1-5 月生产加工类采购金额随着业务规模的增长而保持增长，导致 2024 年和 2025 年 1-5 月生产加工类采购金额占比持续增加、产线建设类采购金额占比持续下降。

关于生产加工、产线建设及其他类别的采购具体变化情况及与标的公司经营情况的匹配性分析如下：

1、生产加工类采购情况与经营情况的匹配性

2023 年开始，由于上市公司对标的公司实施托管，标的公司业务规模有较大提升，故生产加工相关采购金额亦随之提升。报告期内，标的公司生产加工类采购金额分别为 4,119.27 万元、4,866.91 万元和 **2,356.10 万元**，占采购总额的比例分别为 41.13%、57.64%和 **77.02%**，与标的公司实际经营情况变化匹配。

报告期内，标的公司生产加工相关采购主要包括纸浆、辅料包材及能源，各类采购占比随着标的公司由自产自销转变为委托加工模式而有所变化，具体如下表所示：

类别	2025 年 1-5 月		2024 年度		2023 年度	
	采购金额（万元）	占生产加工类采购金额比例	采购金额（万元）	占生产加工类采购金额比例	采购金额（万元）	占生产加工类采购金额比例
纸浆	**311.92**	**13.24%**	327.45	6.73%	213.47	5.18%
辅料包材	**856.61**	**36.36%**	2,069.51	42.52%	1,743.65	42.33%
能源	**1,187.57**	**50.40%**	2,469.95	50.75%	2,162.15	52.49%
生产加工类采购总计	**2,356.10**	**100.00%**	4,866.91	100.00%	4,119.27	100.00%
主营业务收入	**4,459.43**		10,770.25		7,034.93	
其中：主营业务收入（总额法）	**1,384.29**		793.78		19.15	
主营业务收入（净额法）	**3,075.14**		9,976.47		7,015.78	

注：标的公司在一般贸易模式（净额法）下向上市公司采购的用于生产高透成形纸的纸浆，因在确认主营业务收入和结转主营业务成本时已按净额法抵消，故不在上表统计范围内

由上表可知，报告期内，标的公司纸浆采购金额及占比相对较小，与其当期以委托加工净额法收入为主的经营模式相匹配；标的公司报告期内辅料包材、能源采购金额稳步增长，与业务收入规模增长相匹配。有关纸浆、辅料包材、能源

采购变化情况与标的公司经营模式及收入规模变化的匹配性，具体分析如下：

（1）纸浆

报告期内，标的公司纸浆采购金额分别为 213.47 万元、327.45 万元和 311.92 万元，占生产加工类采购总额的比例分别为 5.18%、6.73%和 13.24%。自 2023 年进入托管期间起，标的公司主要为上市公司提供委托加工及一般贸易服务（净额法处理），极少自主进行销售（总额法处理），亦极少需要自行采购纸浆，故 2023 年和 2024 年纸浆采购金额及占比较低。2025 年 1-5 月纸浆采购占比增加主要系考虑中美贸易摩擦影响,标的公司自行采购部分阿拉巴马浆备货所致。

报告期内,标的公司主要纸浆的采购数量和金额与对应产品销售数量和金额如下表所示：

采购内容	采购/销售信息	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
阿拉巴马浆（用于高透成形纸）	采购数量（吨）	363.44	309.77	309.26
	对应产品销售数量（吨）	1,637.45	4,052.37	2,247.14
	采购金额（万元）	226.75	191.89	213.47
	对应产品销售金额（万元）	1,840.73	5,111.19	2,918.61
其他木浆（用于一般贸易普通成形纸、吸管包装纸）	采购数量（吨）	200.51	306.37	-
	对应产品销售数量（吨）	724.09	477.25	-
	采购金额（万元）	85.17	135.56	-
	对应产品销售金额（万元）	716.29	475.68	-

如上表所示，标的公司纸浆采购中，阿拉巴马浆用于高透成形纸生产，其他木浆用于一般贸易普通成形纸、吸管包装纸生产，具体匹配情况分析如下：

1）阿拉巴马浆

标的公司于 2023 年开始生产高透成形纸，该产品主要以一般贸易模式（净额法处理）为上市公司代工，即直接向上市公司采购纸浆，后续结转成本时按净额法予以抵消，标的公司仅需在上市公司提供纸浆出现短缺而无法及时供货时，自行向第三方采购少量该类纸浆应急。**表中列示阿拉巴马浆采购量仅为标的公司自行应急采购部分,与当期高透成形纸销量无法严格匹配,若考虑还原 2023 年、**

2024 年和 2025 年 1-5 月向上市公司采购净额法抵消部分 1,980.62 吨、2,885.19 吨和 208.20 吨，标的公司 2023 年、2024 年、2025 年 1-5 月总计采购阿拉巴马浆分别为 2,290.39 吨、3,194.45 吨、571.64 吨，当期对应高透成形纸销量分别为 2,247.14 吨、4,052.37 吨、1,637.45 吨。其中 2023 年采购量相对产品销量比例偏高，主要系采购阿拉巴马浆存在一定备货，未在当期全部被领用用于高透成形纸生产销售所致，2025 年 1-5 月采购量相对产品销量比例偏低，主要系当期消耗以前年度阿拉巴马浆库存所致。

2）其他木浆

报告期内，标的公司其他木浆采购量分别为 0 吨、306.37 吨、200.51 吨，当期对应一般贸易普通成形纸、吸管包装纸合计销量分别为 0 吨、477.25 吨、724.09 吨，总体较为匹配。2023 年，标的公司未采购其他木浆用于一般贸易产品生产销售，2024 年和 2025 年 1-5 月标的公司新增了少量一般贸易模式下的产品订单，利用以前年度库存木浆并补充采购少量其他木浆用于生产销售。

综上，报告期内标的公司主要纸浆采购情况与其经营模式及收入规模情况是相匹配的。

（2）辅料包材

报告期内，标的公司辅料包材采购金额分别为 1,743.65 万元、2,069.51 万元和 856.61 万元，占生产加工类采购总额的比例分别为 42.33%、42.52%和 36.36%。辅料包材系标的公司造纸生产的重要生产要素，属于变动生产成本，2023 年以来采购金额稳步增长，主要系托管合作模式下标的公司来自上市公司的订单增长，相应业务规模有较大增长所致。

报告期内，标的公司部分代表性辅料包材的采购数量和金额与对应产品销售数量和金额如下表所示：

采购内容	采购/销售信息	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
聚乙烯醇（用于高透成形纸）	采购数量（千克）	99,000.00	231,000.00	187,000.00
	对应产品销售数量（吨）	1,637.45	4,052.37	2,247.14
	采购金额（万元）	125.58	286.19	231.68
	对应产品销售金额（万元）	1,840.73	5,111.19	2,918.61

采购内容	采购/销售信息	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
碳酸钙（用于卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸）	采购数量（吨）	1,139.00	2,678.20	2,119.00
	对应产品销售数量（吨）	4,058.44	9,575.30	7,316.49
	采购金额（万元）	116.02	276.31	229.04
	对应产品销售金额（万元）	2,618.70	5,659.06	4,116.32
塑料芯（用于全部产品）	采购数量（个）	1,221,040.00	3,069,540.00	2,066,660.00
	对应产品销售数量（吨）	5,695.88	13,627.67	9,563.64
	采购金额（万元）	122.31	307.29	223.95
	对应产品销售金额（万元）	4,459.43	10,770.25	7,034.93

如上表所示，标的公司采购代表性辅料中，聚乙烯醇用于用于高透成形纸生产，碳酸钙用于卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸生产，塑料芯主要产品均有涉及使用，具体匹配情况分析如下：

1）聚乙烯醇

报告期内，标的公司聚乙烯醇采购量分别为 187,000.00 千克、231,000.00 千克、99,000.00 千克，当期对应高透成形纸销量分别为 2,247.14 吨、4,052.37 吨、1,637.45 吨，总体较为匹配。其中 2023 年采购量相对产品销量比例偏高，主要系采购聚乙烯醇存在一定备货，未在当期全部被领用用于高透成形纸生产销售所致。

2）碳酸钙

报告期内，标的公司碳酸钙采购量分别为 2,119.00 吨、2,678.20 吨、1,139.00 吨，当期对应卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸合计销量分别为 7,316.49 吨、9,575.30 吨、4,058.44 吨，总体较为匹配。标的公司 2023 年以来碳酸钙采购量增加，主要系托管合作模式下标的公司业务规模快速增长所致。

3）塑料芯

报告期内，标的公司塑料芯采购量分别为 2,066,660.00 个、3,069,540.00 个、1,221,040.00 个，当期对应全部产品合计销量分别为 9,563.64 吨、13,627.67 吨、5,695.88 吨，总体较为匹配。

综上，报告期内标的公司代表性辅料包材采购情况与其经营模式及收入规模情况是相匹配的。

（3）能源

报告期内，标的公司能源采购金额分别为 2,162.15 万元、2,469.95 万元**和 1,187.57 万元**，占生产加工类采购总额的比例分别为52.49%、50.75%**和 50.40%**。与辅料包材类似，能源亦为标的公司造纸生产的重要生产要素，属于变动生产成本，2023 年以来采购金额增长，同样系标的公司由上市公司实施托管后生产订单增长所致。

报告期内，标的公司主要能源的采购数量和金额与对应全部产品销售数量和金额如下表所示：

采购内容	采购/销售信息	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
水	采购数量（吨）	**213,946.00**	500,253.00	471,663.00
	采购金额（万元）	**79.84**	213.42	185.52
电	采购数量（度）	**9,172,590.00**	20,297,130.00	18,025,770.00
	采购金额（万元）	**561.87**	1,026.84	998.89
天然气	采购数量（立方米）	**1,909,238.00**	4,188,841.00	3,421,678.00
	采购金额（万元）	**545.87**	1,229.69	977.73
对应全部产品销售数量（吨）		**5,695.88**	13,627.67	9,563.64
对应全部产品销售金额（万元）		**4,459.43**	10,770.25	7,034.93

从上表可以看出，2023 年双方开始托管合作后，标的公司产品销售数量和销售金额增长，相应对水、电、天然气等能源的采购数量和采购金额也随之增长。报告期内，标的公司能源采购数量与标的公司业务收入规模总体匹配，其中 2024 年水、电、天然气采购数量增幅相较产品生产销售增幅偏低，主要系 2024 年 PM2、PM3 产线已完成技改投入正常生产，产品良率提升，同时前述产线经节能降耗改造对于水、电、天然气的生产耗用量有明显下降。**2025 年 1-5 月水、电、天然气采购数量相较产品销售数量与 2024 年度相比较为稳定。**

2、产线建设类采购情况与经营情况的匹配性

报告期内，标的公司产线建设类采购金额分别为 4,886.89 万元、2,039.53 万元**和 350.53 万元**，占采购总额的比例分别为 48.79%、24.16%**和 11.46%**。2022

年标的公司与上市公司签署托管合作协议后，在上市公司的技术支持下，开始改造其烟用产品生产线和筹建新品生产线，并逐步加大生产线改造及更新投入。标的公司 PM2 产线于 2022 年下半年启动技改，于 2023 年 7 月完成，PM3 产线于 2022 年底启动技改，亦于 2023 年 7 月完成。PM1 产线则于 2023 年开始筹备，于 2025 年 3 月开始厂房建设工作，主要设备采购等投入集中在下半年。如上述产线建设进度，标的公司于 2022 年及 2023 年度重点进行产线改造投入，产线建设相关采购金额亦有所上升，**2024 年及 2025 年 1-5 月则因相关产线改造完成、新产线建设还在前期筹备及土建阶段，相应产线建设相关采购金额有所下降，符合实际进展情况。**

3、其他类采购情况与经营情况的匹配性

报告期内，标的公司其他类采购主要包括五金备件、运输费、绿化清洁费用、背辊加工费、招标支出、咨询及中介服务费、技术服务费等，具体明细如下表所示：

采购内容	2025 年 1-5 月		2024 年度		2023 年度	
	采购金额（万元）	占其他类采购金额比例	采购金额（万元）	占其他类采购金额比例	采购金额（万元）	占其他类采购金额比例
备品备件	**115.66**	**32.82%**	584.76	38.05%	387.61	38.41%
咨询费	**1.42**	**0.40%**	331.19	21.55%	22.50	2.23%
运输费	**127.80**	**36.26%**	164.01	10.67%	157.43	15.60%
维修费	**6.39**	**1.81%**	100.35	6.53%	15.22	1.51%
技术服务费	**24.13**	**6.85%**	70.79	4.61%	64.84	6.42%
绿化费	**5.13**	**1.45%**	36.32	2.36%	71.22	7.06%
租赁费	-	-	27.72	1.80%	29.31	2.90%
环境评价费	-	-	20.75	1.35%	2.36	0.23%
其他	**71.95**	**20.41%**	200.80	13.07%	258.71	25.64%
其他类采购总计	**352.46**	**100.00%**	**1,536.69**	**100.00%**	**1,009.20**	**100.00%**

如上表所示，2023 年以来，随着标的公司由上市公司实施托管后生产订单增长、业务规模提升，标的公司备品备件、运输及维修等相关采购规模亦有所增加。此外，2023 年标的公司对整个厂区进行了全方位检查，产生了较大修缮费用，2024 年标的公司为获取重要政府补助，亦产生了部分咨询服务费用。报告

期内，标的公司其他类采购金额分别为 1,009.20 万元、1,536.69 万元、352.46 万元，占采购总额的比例分别为 10.08%、18.20%、11.52%，与其生产规模及业务需求实质具有匹配性。

综上所述，报告期内标的公司采购结构变化与其产品结构、经营模式具有匹配性，采购数量、金额与其收入规模变化具有匹配性。

三、区分生产加工、产线建设，说明前五大供应商及主要信息和经营情况，标的公司采购的主要内容，主要供应商发生变化的原因；是否均为上市公司或其指定的供应商，由上市公司指定的原因及合理性，是否与上市公司、标的公司存在关联关系，采购价格的公允性

1、生产加工类前五大供应商情况

报告期内，标的公司生产加工类前五大供应商主要情况如下：

2025 年 1-5 月											
供应商名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	采购金额（万元）	采购内容	是否与上市公司、标的公司存在关联关系	是否由上市公司指定或推荐	是否主要为上市公司/标的公司提供服务	收入规模
国网四川省电力公司成都供电公司	供电，以及电网规划、建设、调度、运行管理等	2013-7-15	-	-	1,512	561.87	能源-电力	否	否	否	国网四川省电力公司分公司，经营规模较大
成都台商投资区天然气开发有限公司	城市燃气供应、燃气管道相赁	1995-7-20	3,000	3,000	49	545.87	能源-天然气	否	否	否	中国石油天然气股份有限公司控股子公司，经营规模较大
浙江中包浆纸进出口有限公司	纸浆销售	1999-11-10	1,000	1,000	10	226.75	阿拉巴马浆	否	否	否	2025 年 1-5 月在 1.7 亿元左右
武汉江成东顺新材料科技有限公司	塑料制品制造，塑料制品销售，塑料包装箱及容器制造	2018-8-16	800	800	11	128.69	辅料包材-缠绕膜	否	否	否	超 2,000 万元

沈阳鼎瀚经贸有限公司	**化工产品销售（不含许可类化工产品），电子元器件与机电组件设备销售**	**2011-1-13**	**100**	**100**	**13**	**125.58**	**辅料包材-聚乙烯醇**	**否**	**由上市公司推荐**	**否**	**约4,000万元**
合计						**1,588.76**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
2024年											
供应商名称	**主营业务**	**成立时间**	**注册资本（万元）**	**实缴资本（万元）**	**人员数量**	**采购金额（万元）**	**采购内容**	**是否与上市公司、标的公司存在关联关系**	**是否由上市公司指定或推荐**	**是否主要为上市公司/标的公司提供服务**	**收入规模**
成都台商投资区天然气开发有限公司	城市燃气供应、燃气管道相赁	1995/7/20	3,000	3,000	49	1,229.69	能源-天然气	否	否	否	中国石油天然气股份有限公司控股子公司，经营规模较大
国网四川省电力公司成都供电公司	供电，以及电网规划、建设、调度、运行管理等	2013/7/15	-	-	1,512	1,026.84	能源-电力	否	否	否	国网四川省电力公司分公司，经营规模较大

沈阳鼎瀚经贸有限公司	化工产品销售（不含许可类化工产品），电子元器件与机电组件设备销售	2011/1/13	100	100	13	250.01	辅料包材-聚乙烯醇	否	由上市公司推荐	否	约 4,000 万元
武汉江成东顺新材料科技有限公司	塑料制品制造,塑料制品销售,塑料包装箱及容器制造	2018/8/16	800	800	11	248.82	辅料包材-缠绕膜	否	否	否	超 2,000 万元
浙江启洲新材料有限公司	模具销售；塑料制品制造；塑料制品销售	2023/3/13	1,000	223.4	20	212.93	辅料包材-塑料芯	否	否	否	超 500 万元
合计						**2,968.29**	-	-	-	-	-
2023 年											
供应商名称	**主营业务**	**成立时间**	**注册资本（万元）**	**实缴资本（万元）**	**人员数量**	**采购金额（万元）**	**采购内容**	**是否与上市公司、标的公司存在关联关系**	**是否由上市公司指定或推荐**	**是否主要为上市公司/标的公司提供服务**	**收入规模**

国网四川省电力公司成都供电公司	供电，以及电网规划、建设、调度、运行管理等	2013/7/15	-	-	1,512	998.89	能源-电力	否	否	否	国网四川省电力公司分公司，经营规模较大
成都台商投资区天然气开发有限公司	城市燃气供应、燃气管道相赁	1995/7/20	3,000	3,000	49	977.73	能源-天然气	否	否	否	中国石油天然气股份有限公司控股子公司，经营规模较大
沈阳鼎瀚经贸有限公司	化工产品销售（不含许可类化工产品），电子元器件与机电组件设备销售	2011/1/13	100	100	13	267.86	辅料包材-聚乙烯醇	否	由上市公司推荐	否	约 4,000 万元
江油市都江钙品有限公司	企业依法自主选择经营项目，开展经营活动	2008/4/24	100	100	46	229.04	辅料包材-轻碳酸钙	否	否	否	约 2,000 万元
杭州儒商工贸有限公司	模具销售；塑料制品制造；塑料制品销售	2002/06/14	50	50	20	216.31	辅料包材-塑料芯	否	否	否	超 500 万元
合计						**2,689.83**	-	-	-	-	-

数据来源：天眼查官方网站、各公司官网、标的公司供应商资料。

注：上述供应商的实缴资本来自公开渠道查询结果，但因现行法规未强制要求公示实缴资本，部分供应商未披露相关信息；上述供应商的人员数量系经公开渠道查询的“参保人数”，部分供应商人员数量已根据其向标的公司出具的说明（如有）进行替换，供应商收入规模系其向标的公司提供的 2024 年全年营业收入。

（1）主要供应商变化原因

报告期内，标的公司生产加工前五大供应商主要为能源类和浆板、辅料包材等原材料类供应商，其中能源类供应商报告期内总体保持稳定，主要为国网四川省电力公司成都供电公司及成都台商投资区天然气开发有限公司;原材料类供应商主要为辅料包材类供应商，主要原因系标的公司 2023 年起与上市公司达成业务托管合作后，主要业务由自产自销转为代上市公司生产加工相关产品，相应的主要原材料纸浆由上市公司提供，标的公司主要负责辅料聚乙烯醇、轻碳酸钙以及包材塑料芯、缠绕膜的采购，该类供应商总体较为稳定。2025 年 1-5 月，标的公司生产加工前五大供应商中浙江中包浆纸进出口有限公司为浆板供应商,主要系考虑中美贸易摩擦影响，标的公司向其采购部分阿拉巴马浆备货所致。

（2）主要供应商选取情况

1）主要供应商选取方式符合实际情况

报告期内,标的公司能源类供应商主要为当地提供电力、天然气供应的企业;主要原材料供应商通常综合考虑产品价格、产品质量及售后服务政策、供货周期及货款信用政策等因素，并通过市场化比价后确定，此外部分原材料供应商如沈阳鼎瀚经贸有限公司由上市公司推荐,主要原因系标的公司代上市公司生产加工相关产品,部分辅料选择上市公司推荐供应商一方面能帮助标的公司更快确定合适的供应商，另一方面也能更好满足上市公司质量标准要求，前述供应商并非由上市公司指定，且与上市公司和标的公司均不存在关联方关系。

2）选取主要供应商不存在经营异常情况

报告期内,标的公司生产加工类前五大供应商主营业务均与标的公司加工生产所需的主要生产要素相关，成立时间基本上都在 5 年以上，且具备一定的经营规模,不存在实缴资本、员工人数为 0 等工商信息异常情况,总体经营情况正常，未见重大负面信息。

3）选取部分非本地供应商具有商业合理性

报告期内，标的公司主要原材料供应商中存在少数非四川本地企业，均系标的公司通过市场化方式选择确定，具有商业合理性。相关供应商具体情况分析如

下：

① 沈阳鼎瀚经贸有限公司为恒丰纸业推荐的提供聚乙烯醇产品的供应商，该供应商系安徽上市公司皖维高新（600063.SH）旗下造纸专用聚乙烯醇 PVA08-99 产品的独家销售代理商，标的公司和恒丰纸业向其采购的聚乙烯醇均直接由生产厂商皖维高新从安徽发货，标的公司和恒丰纸业的采购价格也一致。此外，标的公司曾与皖维高新沟通直接向其采购，但皖维高新反馈该类产品由沈阳鼎瀚经贸有限公司独家代理对外销售，其不对外进行销售；

② 武汉江成东顺新材料科技有限公司为提供缠绕膜产品的供应商，其在四川崇州（成都市代管县级市）有生产基地，标的公司向其采购产品实际系从崇州发货；

③ 浙江启洲新材料有限公司为提供塑料芯产品的供应商，其系标的公司综合考虑产品价格、产品质量及售后服务政策、供货周期及货款信用政策并通过市场比价后选择；

④ 浙江中包浆纸进出口有限公司为提供高透成形纸所用阿拉巴马浆的供应商，该供应商为美国 GP 纤维有限公司旗下阿拉巴马浆的独家代理商，且为行业内较资深的进口纸浆供应商，标的公司综合考虑后选择其供货。

（3）采购价格公允性

标的公司主营业务属于造纸和纸制品业行业，该行业具备竞争充分、业务模式成熟度高等特征。报告期内，标的公司与主要原材料供应商之间交易均在平等自愿的基础上经协商一致达成，遵循了平等、自愿、等价、有偿的原则，采购价格主要依据市场化比价或双方协商一致确认，定价公允。其中，对于上市公司推荐的供应商沈阳鼎瀚经贸有限公司，由交易双方协商确定采购价格，标的公司向其采购价格与上市公司采购价格一致；对于其他原材料供应商，标的公司均采用市场化比价方式确定采购价格，采购价格基本与市价保持一致。

2、产线建设类前五大供应商

报告期内，标的公司产线建设类前五大供应商主要情况如下：

2025 年 1-5 月											
供应商名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	采购金额（万元）	采购内容	是否与上市公司、标的公司存在关联关系	是否由上市公司指定或推荐	是否主要为上市公司/标的公司提供服务	收入规模
成都蓉开工程技术服务有限责任公司	工程技术服务、工程造价咨询业务;工程管理服务;专业设计服务;规划设计管理;	2023-4-12	200	-	13	103.69	项目可研报告等	否	否	否	350 万元
黑龙江牡安建设集团有限公司	工程管理服务、工程技术服务、节能管理服务、园林绿化工程施工;体育场地设施工程施工;普通机械设备安装服务	1984-10-17	25,800	10,086.47	255	96.33	PM1 厂房建设	否	由上市公司推荐	否	超 5 亿元

四川恩乾建设工程有限公司	房屋建筑工程;市政公用工程;水利水电工程	2019-9-10	200	-	5	27.29	公司日常运行管网维修、改造、PM2、PM3 零星技改、PM1 蒸汽管道施工	否	否	否	超 300 万元
四川鑫业建筑拆迁有限公司	房屋拆除服务、土石方工程服务、园林绿化工程、建筑装修装饰工程；工程设计	2005-11-15	3,100	3,100	14	21.36	PM1 厂房建设-拆除施工及回收	否	否	否	超过 1,000 万元

首盛国际工程咨询集团有限公司	建设工程监理工程造价咨询业务；建设工程设计；建设工程勘察；各类工程建设活动；工程技术服务；工程管理服务；	2001-08-22	30,000	4,750	957	19.67	PM1 厂房建设监理服务	否	否	否	3 亿元左右
合计						268.34	-	-	-	-	-
2024 年											
供应商名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	采购金额（万元）	采购内容	是否与上市公司、标的公司存在关联关系	是否由上市公司指定或推荐	是否主要为上市公司/标的公司提供服务	收入规模
J.M.VOITH SE&CO. KG	造纸设备制造	1867/1/1	-	-	-	1,534.70	PM1 生产线施胶机等	否	由上市公司推荐	否	德国福伊特集团下属主体，经营规模较大

四川恩乾建设工程有限公司	房屋建筑工程；市政公用工程；水利水电工程	2019/9/10	200	-	5	97.22	公司日常运行管网维修、改造、PM2 清水、澄清水管网更换施工	否	否	否	超 300 万元
四川柏思博建筑工程有限公司	金属门窗工程施工、工程管理服务、十石方工程施工、园林绿化工程施工	2022/11/4	100	-	7	62.84	公司内日常土建维修	否	否	否	超 900 万元
中国轻工业成都设计工程有限公司	工程咨询、设计、监理，工程总承包，压力容器压力管道设计，造纸设备、化工设备、电力设备、锅炉及发电设备	2002/12/26	2,000	2,000	534	61.13	PM1 生产线建设厂房、设备安装布置、非标制作设计	否	否	否	中国海诚工程科技股份有限公司控股子公司，经营规模较大

黑龙江牡安建设集团有限公司	工程管理服务、工程技术服务、节能管理服务、园林绿化工程施工;体育场地设施工程施工;普通机械设备安装服务	1984/10/17	25,800	25,800	255	60.54	PM2 短循环改造管网安装及配套设备安装	否	由上市公司推荐	否	超 5 亿元
合计						1,816.43	-	-	-	-	-
2023 年											
供应商名称	**主营业务**	**成立时间**	**注册资本（万元）**	**实缴资本（万元）**	**人员数量**	**采购金额（万元）**	**采购内容**	**是否与上市公司、标的公司存在关联关系**	**是否由上市公司指定或推荐**	**是否主要为上市公司/标的公司提供服务**	**收入规模**

黑龙江牡安建设集团有限公司	工程管理服务、工程技术服务、节能管理服务、园林绿化工程施工;体育场地设施工程施工;普通机械设备安装服务	1984/10/17	25,800	25,800	255	637.06	PM3 生产线改造设备安装、罐体制作、管网完善、PM4 完善改造施工	否	由上市公司推荐	否	超 5 亿元
四川柏思博建筑工程有限公司	金属门窗工程施工、工程管理服务、十石方工程施工、园林绿化工程施工	2022/11/4	100	-	7	289.23	公司内日常土建维修	否	否	否	超 900 万元
成都豪莱辰环保科技有限公司	环境保护专用设备销售；制浆和造纸专用设备销售；环保咨询服务	2018/4/12	200	-	12	240.97	PM3 完善改造保温、盘纸车和损纸车制作	否	否	否	约 600 万元

山东丰信科技发展有限公司	造纸机械、轻工机械、机电产品的生产、加工；节能环保设备的研发与制造	2005/9/13	2,700	2,700	12	232.92	PM3 纸机气罩通风设备制造安装	否	由上市公司推荐	否	近 6,000 万元
成都鑫池装饰工程有限公司	建设工程施工、建设工程设计、住宅室内装饰装修、建筑智能化系统设计、建筑劳务分包	2016/3/11	1,000	-	13	215.46	公司内日常土建维修	否	否	否	超 800 万元
合计						1615.64	-	-	-	-	-

数据来源：天眼查官方网站、各公司官网、标的公司供应商资料。

注：上述供应商的实缴资本来自公开渠道查询结果，但因现行法规未强制要求公示实缴资本，部分供应商未披露相关信息；上述供应商的人员数量系经公开渠道查询的“参保人数”，部分供应商人员数量已根据其向标的公司出具的说明（如有）进行替换，供应商收入规模系其向标的公司提供的 2024 年全年营业收入。

（1）主要供应商变化原因

报告期内,标的公司产线建设前五大供应商主要为设备类及工程建设服务供应商，主要变化原因系报告期各期，标的公司产线改造建设处于不同进展阶段，对应采购需求存在差异，具体变化情况分析如下：

1）2023 年度，标的公司与上市公司进入业务托管合作期，PM2 产线最先完成安装调试进入试运行阶段，同时为尽快实现高效生产高透成形纸的目的，当年度生产线改造项目重点为 PM3 产线，同时兼顾 PM4 产线，PM3、PM4 产线建设相关供应商有黑龙江牡安建设集团有限公司、成都豪莱辰环保科技有限公司、山东丰信科技发展有限公司。同时，为优化生产经营环境，保证产品质量稳定，标的公司当年加强了对园区内老旧基础设施的维修及改造工程，负责该类工程的四川柏思博建筑工程有限公司、成都鑫池装饰工程有限公司位列当年度产线建设类前五大供应商。

2）2024 年度，随着 PM2、PM3 号生产线主要改造工作已于 2023 年陆续完成，为实现尽快投产抢占相关新品市场的目的，标的公司当年产线建设重点项目为 PM1 产线。为此提前购置供货期相对较长的进口施胶机并开始 PM1 新厂房建设，故德国造纸设备生产商 J.M.VOITH SE&CO.KG 和厂房设计供应商中国轻工业成都设计工程有限公司进入当年度产线建设类供应商前五大。除此外，标的公司当年进一步改善 PM2 产线，并实施园区内其他绿化及基础设施维修工程等项目，黑龙江牡安建设集团有限公司、四川恩乾建设工程有限公司、四川柏思博建筑工程有限公司作为相关项目的供应商而位列 2024 年度前五大供应商。

3）2025 年 1-5 月，标的公司在 PM2、PM3 已完成技改的情况下，重点投资建设 PM1。同时，因 PM1 厂房建设于 2025 年 3 月正式动工，截至 5 月底还未完工，PM1 所需设备按施工进度暂无需采购。在此背景下，2025 年 1-5 月产线建设类前五大供应商主要为 PM1 号线建设提供服务,其中成都蓉开工程技术服务有限责任公司提供可行性研究和环评能评专业服务,黑龙江牡安建设集团有限公司提供厂房建设服务，四川鑫业建筑拆迁有限公司提供土地平整和拆旧服务，首盛国际工程咨询集团有限公司提供工程项目监理服务。此外，四川恩乾建设工程有限公司为标的公司提供日常运行管网维修、改造及 PM2、PM3 零星技改、PM1 蒸

汽管道施工。

（2）主要供应商选取情况

1）主要供应商选取方式符合实际情况

报告期内，标的公司产线建设类供应商主要通过招投标方式确定，其中对于部分特定专用设备供应商如 J.M.VOITHSE&CO.KG，由于市场中可选供应商较少，采用独家谈判方式确定。此外，部分供应商如黑龙江牡安建设集团有限公司、山东丰信科技发展有限公司由上市公司推荐，主要原因系该等供应商具备丰富的纸机工程作业经验或为专业设备供应商，能很好满足标的公司产线改造建设要求，前述供应商虽由上市公司推荐亦需履行相应的招投标流程，并非由上市公司指定，且与上市公司和标的公司均不存在关联方关系。

2）选取主要供应商不存在经营异常情况

报告期内，标的公司产线建设类前五大供应商主要为专业设备商和工程建设服务商，均与标的公司产线改造建设服务相关，成立时间基本上都在 5 年以上，且具备一定的经营规模，总体经营情况正常。

报告期内，标的公司产线建设类前五大供应商中成立当年即与标的公司发生交易或营业收入低于 500 万元的供应商为成都蓉开工程技术服务有限责任公司，系为标的公司项目建设提供开工报建的项目可研报告和环评及能评报告，其所属行业集中度较低，故其年度收入未达 500 万元属于正常情况，不影响其履约能力及稳定性，具备合理性。标的公司系根据采购所需，综合考虑供应商的资质、产品或服务质量、采购价格及售后服务政策通过市场化比较后确定该供应商。

3）选取部分非本地供应商具有商业合理性

报告期内，标的公司主要产线建设供应商主要通过招投标方式确定，对于设备类供应商会综合考虑其设备性能、设备质量及售后服务、供货周期、报价等因素选取，对于工程建设服务商会综合考虑其行业施工经验、施工方案、施工建设效率、报价等因素选取。综上，主要产线建设供应商均系标的公司通过市场化方式选择确定，存在部分非本地供应商具有商业合理性。

（3）采购价格公允性

报告期内，标的公司主要产线建设供应商中，德国造纸设备生产商J.M.VOITH SE&CO.KG 为国际知名造纸设备企业，采用独家谈判方式确定，双方以市场公允价格为基础协商定价,标的公司采购价格与上市公司向该供应商采购类似设备的价格差异不大，采购价格公允；其他供应商主要通过招投标确定，相关厂商均需参考公开市场价格报价履行招投标程序,标的公司综合考虑技术方案及报价确定中选供应商，双方交易定价公允。

3、其他类前五大供应商

报告期内，标的公司其他类前五大供应商主要情况如下：

2025 年 1-5 月											
供应商名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	采购金额（万元）	采购内容	是否与上市公司、标的公司存在关联关系	是否由上市公司指定或推荐	是否主要为上市公司/标的公司提供服务	收入规模
四川乐卡汇供应链管理有限公司	供应链管理；普通货运；货运代理；仓储服务（不含危险化学品）	2019-12-30	1000	592	20	68.83	运输费	否	否	否	超 3,000 万元
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	主要生产销售各类卷烟纸、滤棒成形纸、手卷烟纸等烟用纸及薄型印刷纸、生活用纸、食品包装纸、装饰用纸等其它非烟用特种纸	1994-03-06	29,873.14	29,873.14	2049	24.13	技术服务费	是	否	否	27.74 亿元

成都安速达物流有限公司	道路货运代理；仓储服务；装卸搬运服务；包装服务	2018-10-24	100	-	6	23.17	运输费	否	否	否	约1,200万元
成都信邦达国际物流有限公司	道路货物运输；公共铁路运输；国内货物运输代理；港口货物装卸搬运活动；港口理货；输代理；陆路国际货物运输代理	2018-08-08	500	500	16	18.65	运输费	否	否	否	超7,000万元
苏州静冈刀具有限公司	生产各种刀具及关联产品	2003/4/14	370,000美元	370,000美元	80	15.04	备品备件	否	否	否	近1亿元
合计						149.82	-	-	-	-	-
2024年											

供应商名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	采购金额（万元）	采购内容	是否与上市公司、标的公司存在关联关系	是否由上市公司指定或推荐	是否主要为上市公司/标的公司提供服务	收入规模
正合信商业管理（成都）有限责任公司	商业综合体管理服务；企业管理；项目策划与公关服务等	2022/7/11	100	-	15	331.19	咨询服务费	否	否	否	超 800 万元
恒丰纸业	主要生产销售各类卷烟纸、滤棒成形纸、手卷烟纸等烟用纸及薄型印刷纸、生活用纸、食品包装纸、装饰用纸等其它非烟用特种纸	1994/3/6	29,873.14	29,873.14	2049	70.79	技术服务费	是	-	-	27.74 亿元

四川乐卡汇供应链管理有限公司	供应链管理；普通货运；货运代理；仓储服务（不含危险化学品）	2019/12/30	1,000	592	20	60.8	运输费	否	否	否	超 3,000 万元
四川新起程企业管理有限公司	企业管理咨询；劳务服务；人力资源服务；	2019/12/14	200	200	8	41.53	劳务费	否	否	否	近 2,000 万元
成都信邦达国际物流有限公司	道路货物运输；公共铁路运输；国内货物运输代理；港口货物装卸搬运活动；港口理货；输代理；陆路国际货物运输代理	2018/8/8	500	500	16	37.13	运输费	否	否	否	超 7,000 万元
合计						541.44	-	-	-	-	-
2023 年											

供应商名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	采购金额（万元）	采购内容	是否与上市公司、标的公司存在关联关系	是否由上市公司指定或推荐	是否主要为上市公司/标的公司提供服务	收入规模
恒丰纸业	主要生产销售各类卷烟纸、滤棒成形纸、手卷烟纸等烟用纸及薄型印刷纸、生活用纸、食品包装纸、装饰用纸等其它非烟用特种纸	1994/3/6	29,873.14	29,873.14	2049	64.84	技术服务费	是	-	-	27.74 亿元

成都信邦达国际物流有限公司	道路货物运输；公共铁路运输；国内货物运输代理；港口货物装卸搬运活动；港口理货；输代理；陆路国际货物运输代理	2018/8/8	500	500	16	57.45	运输费	否	否	否	超 7,000 万元
成都永富永盛农业有限公司	花卉种植；树木种植经营；城市绿化管理；林产品采集；林业产品销售；水果种植；智能农业管理。	2022/10/12	500	-	5	49.71	绿化费	否	否	否	约 120 万元
苏州静冈刀具有限公司	生产各种刀具及关联产品	2003/4/14	370,000 美元	370,000 美元	80	36.45	备品备件	否	否	否	近 1 亿元

成都南方志隆贸易有限公司	销售：金属材料、建筑材料、化工原料（不含危险品）、冶金炉料、日用百货、五金交电；	2004/6/16	50	50	11	33.31	备品备件	否	否	否	超 1,000 万元
合计						241.76	-	-	-	-	-

数据来源：天眼查官方网站、各公司官网、标的公司供应商资料。

注：上述供应商的实缴资本来自公开渠道查询结果，但因现行法规未强制要求公示实缴资本，部分供应商未披露相关信息；上述供应商的人员数量系经公开渠道查询的“参保人数”，部分供应商人员数量已根据其向标的公司出具的说明（如有）进行替换，供应商收入规模系其向标的公司提供的 2024 年全年营业收入。

（1）主要供应商变化原因

报告期内，标的公司其他类前五大供应商主要为咨询服务、技术服务、产品运输、备品备件等供应商，涉及提供产品服务类型较多，主要受各年度实际采购需求影响而变化，具体分析如下：

1）2023 年至 2025 年 1-5 月，上市公司作为技术服务供应商成为标的公司前五供应商并保持稳定，主要原因系标的公司与上市公司于 2023 年进入托管合作期后，上市公司提供托管经营所需的技术、资源等，标的公司根据上市公司派驻技术及管理人员的情况支付相应的技术服务费；

2）2024 年，咨询服务供应商正合信商业管理（成都）有限责任公司成为标的公司第一大供应商，主要原因系标的公司为及时、准确的掌握相关政府补助政策，并更好的申报“绿色节能、智能制造技术改造项目”等政府补助项目，而聘请前述供应商提供专业咨询及辅导服务，并向其支付咨询服务费；

3）随着 2023 年标的公司与上市公司进入托管合作期，相关订单及产品销售规模大幅增长，为此标的公司通过比价选择提供集装箱业务的成都信邦达国际物流有限公司和四川乐卡汇供应链管理有限公司分别作为其纸浆和产品的物流供应商，并在 2023 年后保持稳定；2025 年 1-5 月，因对上市公司外的零星客户高透成形纸一般贸易业务量增大，成都安速达物流有限公司承担该类订单产品的运输量加大，进而进入其他类前五大供应商之列。

4）报告期内，标的公司备品备件类供应商总体保持稳定。标的公司管材、钢板、结构件、五金备件、烘缸刮刀等备品备件采购金额相对较大，相关供应商成都南方志隆贸易有限公司、成都恒鑫达工贸有限公司、苏州静冈刀具有限公司亦位列前五大供应商。2024 年，由于标的公司咨询服务、运输类供应商采购发生额较高，备品备件供应商未进入前五大。

（2）主要供应商选取情况

1）主要供应商选取方式符合实际情况

报告期内，标的公司其他类主要供应商通常综合考虑产品或服务价格、产品或服务质量及售后服务政策、供货周期及货款信用政策等因素，并通过市场化比

价后确定。前述供应商并非由上市公司指定，且除了上市公司自身作为技术服务供应商外，其他供应商与上市公司和标的公司均不存在关联方关系。

2）选取主要供应商不存在经营异常情况

报告期内，标的公司其他类前五大供应商主营业务均与标的公司实际采购需求相关，成立时间基本上都在 5 年以上，且具备一定的经营规模，总体经营情况正常。

报告期内，标的公司其他类前五大供应商中成立当年即与标的公司发生交易或营业收入低于 500 万元的供应商为成都永富永盛农业有限公司，系为标的公司提供厂区绿化所需的苗木、灌木及绿植，由于行业内市场竞争较为激烈，市场集中度较低，行业内大部分公司体量和营收规模较小。

3）选取部分非本地供应商具有商业合理性

报告期内，标的公司前五大其他类供应商中除了恒丰纸业和苏州静冈刀具有限公司外，均为四川本地企业。其中苏州静冈刀具有限公司为刮刀供应商，报告期内标的公司对其采购金额相对较小，亦系标的公司通过市场化方式选择确定，具有商业合理性。

（3）采购价格公允性

报告期内，标的公司与主要其他类供应商之间交易均在平等自愿的基础上经协商一致达成，遵循了平等、自愿、等价、有偿的原则，采购价格主要依据市场化比价确认，采购价格基本与市价保持一致，定价公允。

四、标的公司境外采购内容、金额及占比，国际贸易政策对其采购、价格及业绩的影响，相关应对措施

报告期内，标的公司境外采购情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月		2024 年度		2023 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境外采购	-	-	1,534.70	18.18%	-	-

报告期内标的公司只于 2024 年度发生了境外采购事项，系因购建 PM1 号生产线而向德国的 J.M.VOITH SE&CO.KG 公司采购了一套施胶机。

当前主要因中美贸易摩擦可能对国内生产厂家产生一定不利影响，如关税上升导致采购成本增长等，而标的公司主要只在购建先进生产线方面有可能需要发生境外采购，且较大可能系与德国或其他等少数欧盟国家的企业发生交易，故国际贸易政策方面目前对标的公司境外采购影响较小，未来标的公司会积极关注相关情况变化，并做好应对措施。

另外，标的公司为上市公司加工生产所需的浆板虽然系上市公司直接供货或采取一般贸易的模式由标的公司直接向上市公司采购，但该等浆板的源产地系国外，其中阿拉巴马浆系从美国进口，占标的公司高透成形纸单位生产成本的约30%，若采购成本增加 10%，影响单位生产成本上升约 3%。目前，中美关税贸易谈判仍在持续，截止目前，可用于生产高透成形纸的阿拉巴马浆进口关税从0%增加到 10%，采购成本增加 10%，对上市公司影响较小；同时，上市公司也在开发南美针叶浆、国产及进口绒毛浆等浆种，未来可能由这些浆种替代阿拉巴马浆，以降低中美贸易政策变化可能带来的采购风险。综上，因国际贸易政策对上市公司境外浆料采购的影响较小，进而对标的公司的影响也较小。

五、标的公司成本结构是否与同行业、同模式可比公司可比，报告期内成本结构变化的原因及合理性

标的公司自 2023 年与上市公司达成业务托管合作以来，其生产经营模式已转变为主要代上市公司加工生产以卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸等烟草工业用纸产品，由于其只需在上市公司供料不足的情况下采购少量浆板，且其自营业务也较少，故其成本结构中直接材料自 2023 年起只包括相对较少的主材成本，而同行业公司未见披露采用委托加工模式的公司。如比较采用委托加工模式的其他非同行业公司，则因主要产品结构、生产工艺以及消耗的单位辅料及所需人工和动力成本信息难以获取而不可比。考虑到直接比较标的公司与同行业公司的成本结构虽不可比，但结合对标的公司加工生产所需浆板成本的预期或估计，可以进行模拟后比较。

标的公司与同行业公司成本结构比较如下：

（1）2024 年度

单位：万元

公司名称	直接材料	人工费用	制造费用	合计

	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
恒丰纸业	147,806.50	65.90	11,620.21	5.18	64,861.28	28.92	224,287.99	100.00
民丰特纸	-	-	-	-	-	-	120,852.59	100.00
仙鹤股份	615,793.23	73.82	30,940.78	3.71	187,502.97	22.48	834,236.97	100.00
五洲特纸	556,729.44	80.77	12,727.97	1.85	119,823.78	17.38	689,281.19	100.00
荣晟环保	125,980.71	67.79	2,493.34	1.34	57,378.75	30.87	185,852.80	100.00
齐峰新材	232,207.94	76.43	10,234.67	3.37	61,362.36	20.20	303,804.97	100.00
华旺科技	184,669.14	78.69	5,139.57	2.19	44,862.70	19.12	234,671.42	100.00
可比公司均值	**310,531.16**	**75.37**	**12,192.76**	**2.96**	**89,298.64**	**21.67**	**412,022.56**	**100.00**
标的公司-模拟前	**2,543.57**	**29.99**	**1,126.86**	**13.29**	**4,810.66**	**56.72**	**8,481.09**	**100.00**
标的公司-模拟后	**8,424.78**	**58.66**	**1,126.86**	**7.85**	**4,810.66**	**33.50**	**14,362.30**	**100.00**

（2）2023 年度

单位：万元

公司名称	直接材料		人工费用		制造费用		合计	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
恒丰纸业	145,314.29	67.31	12,700.71	5.88	57,865.61	26.80	215,880.61	100.00
民丰特纸							138,555.21	100.00
仙鹤股份	510,444.91	71.00	29,215.04	4.06	179,326.81	24.94	718,986.76	100.00
五洲特纸	476,460.97	81.30	9,104.68	1.55	100,464.98	17.14	586,030.63	100.00
荣晟环保	127,945.73	66.71	2,458.99	1.28	61,381.90	32.01	191,786.62	100.00
齐峰新材	241,579.75	76.90	9,347.52	2.98	63,238.11	20.13	314,165.39	100.00
华旺科技	192,208.39	80.41	4,885.72	2.04	41,948.30	17.55	239,042.41	100.00
可比公司均值	**282,325.67**	**74.76**	**11,285.44**	**2.99**	**84,037.62**	**22.25**	**377,648.73**	**100.00**
标的公司-模拟前	**1,861.03**	**30.64**	**937.87**	**15.44**	**3,273.99**	**53.91**	**6,072.89**	**100.00**
标的公司-模拟后	**6,872.84**	**62.01**	**937.37**	**8.46**	**3,273.99**	**29.54**	**11,084.20**	**100.00**

注：上述各年度标的公司-模拟后数据系指根据每年度上市公司在委托加工模式下提供给标的公司的相关浆板成本以及一般贸易模式（净额法）下抵消的浆板成本，模拟标的公司在自产自销模式下，假设原材料成本中包含上述浆板成本的情况下的料工费数据

从上述标的公司与同行业公司成本结构比较表可知，经模拟测算后，2023 年度和 2024 年度标的公司营业成本中直接材料占比分别为 **62.01%、58.66%**，虽仍低于同行业公司平均值，但与最可比公司恒丰纸业的直接材料占比 67.31%、65.90%已大致相当；相应的人工费用占比和制造费用占比也较模拟前有所下降，

但仍高于同行业公司。结合标的公司报告期内的生产经营情况、并对比标的公司与同行业公司的营业收入规模，标的公司营业成本中直接材料占比相对较低，人工费用和制造费用占比相对较高，主要原因为标的公司现阶段产能未能完全释放且营业收入规模较同行业公司差距较大，暂不具备规模效益，其营业成本中人工费用、制造费用占比仍然较同行业公司要高，同时影响材料费用占比相对较低。

综上所述，标的公司成本结构与同行业公司存在一定的差异，但具备合理性。

六、报告期各期末，标的公司存货的主要内容，备货规模的合理性，期后去化情况；采购内容和存货内容中是否包括采购自上市公司或其指定供应商的材料，标的公司是否具有控制权、是否应入账及依据

（一）报告期各期末，标的公司存货的主要内容，备货规模的合理性，期后去化情况

报告期各期末，标的公司的存货情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度	2025 年 6-9 月转销金额	去化率
原材料	**946.39**	**1,204.46**	**1,207.03**	**616.92**	**65.19%**
其中：浆板	**326.88**	**532.83**	**519.89**	**265.70**	**81.28%**
包材	**219.64**	**215.74**	**148.93**	**118.48**	**53.94%**
辅料	**155.42**	**205.73**	**142.02**	**150.21**	**96.65%**
五金及备件	**244.44**	**250.15**	**396.18**	**82.53**	**33.76%**
库存商品	**797.18**	**118.63**	**144.51**	**797.18**	**100.00%**
其中：卷烟纸	**40.38**	**6.68**	**45.55**	**40.38**	**100.00%**
普通成形纸	**99.88**	**-**	**19.12**	**99.88**	**100.00%**
高透成形纸	**651.38**	**111.95**	**33.48**	**651.38**	**100.00%**
吸管包装纸	**5.55**	**-**	**0.77**	**5.55**	**100.00%**
其他纸类	**-**	**-**	**45.59**	**-**	**-**
合计	**1,743.57**	**1,323.09**	**1,351.54**	**1,414.10**	**81.10%**

从上表可知，报告期各期末标的公司的存货主要系以浆板、包材、辅料、五金及备件为主的原材料以及以卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸为主的库存商品。标的公司采用以销定产模式，并结合生产计划、安全库存和各类商品市场价格波动情况确定合理的备货规模。各类存货备货规模合理，期后去化情况良好，具体

分析如下：

1、原材料

（1）浆板：由于现阶段系代上市公司加工生产，标的公司只需在上市公司供应不及时自采应急，故一般备货不多。**截至 2025 年 9 月 30 日，2025 年 5 月 31 日结存浆板已消耗 81.28%；**

（2）辅料：因各类辅料一般不存在货源紧张和供货周期较长的情况，一般按约 1-2 个月消耗量备货。**截至 2025 年 9 月 30 日，2025 年 5 月 31 日结存辅料已消耗 96.65%；**

（3）包装材料：一般按 3 个月耗用量备货，但因主要包材塑料芯、木托盘、缠绕膜等没有有效期，可长期存放且不会变质，同时标的公司考虑到主要供应商在东北或江浙地区，路途远且运费较高，小批量多次采购运输成本较高，而大批量采购可获取一定的价格优惠，也不会占用公司太多流动资金，故标的公司在业务托管后订单量稳步增长，销售前景较好的情况下，报告期内加大了包材备货量。**截至 2025 年 9 月 30 日，2025 年 5 月 31 日结存包材已消耗 53.94%；**

（4）五金及备件：该类原材料主要可用于设备维修或零部件替换以及产线改造与建设，标的公司按照现存机器设备情况和发展计划备货，由于报告期内及后续标的公司开展或计划开展较多的生产线改造项目，故五金及备件备货也相对较为充足。**截至 2025 年 9 月 30 日，2025 年 5 月 31 日结存五金及备件已消耗 33.76%。**

2、库存商品

标的公司在 2023 年业务托管后，主要系代上市公司加工生产相关产品，标的公司根据上市公司的订单计划备货，一般不高于一个月的计划量。**截至 2025 年 9 月 30 日，2025 年 5 月 31 日结存的库存商品已 100%实现销售。**

（二）采购内容和存货内容中是否包括采购自上市公司或其指定供应商的材料，标的公司是否具有控制权、是否应入账及依据

标的资产采购材料系其根据自身生产所需，综合考虑供应商的资质、产品质量、产品价格、供货保障及售后服务情况自主选择，上市公司会根据自身与相关

供应商的合作情况择优推荐给标的公司备选，但不存在上市公司指定供应商的情况。

报告期内，标的公司主要向上市公司采购专用于一般贸易模式（净额法）下加工生产高透成形纸的浆板、日本粘胶纤维，和不限用途的少量包装材料。其中浆板、日本粘胶纤维运达标的公司现场后，同时接受上市公司现场人员管控，且加工生产出高透成形纸后全部返售给上市公司，双方在商定相关产品价格时已考虑这一影响，标的公司不能独立主导这些材料的使用并因此获得可变收益，故对相关材料无实质控制权，该部分材料已按净额法予以抵消，不在标的公司账面存货中体现。

标的公司从上市公司采购的包材，双方未约定使用限制，标的公司可控制该类货物的使用，故根据实际采购价格入账，上述包材报告期内采购量较小，分别为 23.80 万元、41.82 万元、**9.89 万元。**

七、按照料工费，说明标的公司成本结转完整性及依据

标的公司成本构成主要包括直接材料、直接人工、制造费用（包括制造费用-能源费用和制造费用-其他制造费用），**成本核算采用实际成本法。成本核算方法为：直接材料按产品实际领用数量*月末一次加权平均价计算成本；直接人工按照产品实际耗用工时归集;水电费与天然气等能源支出按实际抄表数归集计算成本分配到产品；间接人工、间接材料费用和折旧等制造费用按实际发生额归集计算成本并按机器工时分配到产品。**

报告期内，标的公司主营业务成本构成如下：

单位：万元

项　目	2025 年度 1-5 月	占比	2024 年度	占比	2023 年度	占比
一、直接材料	1,457.26	38.56%	2,543.57	29.99%	1,861.03	30.64%
卷烟纸-代工	304.48	8.06%	966.57	11.40%	815.14	13.42%
普通成形纸-代工	115.26	3.05%	262.48	3.09%	308.98	5.09%
高透成形纸-净额法	317.87	8.41%	842.01	9.93%	599.26	9.87%
其他产品	719.66	19.04%	472.51	5.57%	137.65	2.27%
二、直接人工	419.51	11.10%	1,126.86	13.29%	937.87	15.44%

卷烟纸-代工	130.79	3.46%	407.99	4.81%	395.01	6.50%
普通成形纸-代工	72.15	1.91%	175.51	2.07%	275.19	4.53%
高透成形纸-净额法	122.11	3.23%	449.23	5.30%	218.36	3.60%
其他产品	94.46	2.50%	94.13	1.11%	49.3	0.81%
三、制造费用	1,902.86	50.35%	4,810.66	56.72%	3,273.97	53.91%
卷烟纸-代工	631.27	16.70%	1,970.98	23.24%	1,415.25	23.30%
普通成形纸-代工	329.33	8.71%	680.92	8.03%	820.50	13.51%
高透成形纸-净额法	494.09	13.07%	1,743.48	20.56%	868.06	14.29%
其他产品	448.17	11.86%	415.27	4.90%	170.16	2.80%
合　计	3,779.64	100.00%	8,481.09	100.00%	6,072.87	100.00%

从上表可知，标的公司报告期内主营业务成本构成主要为高透成形纸（一般贸易净额法）、卷烟纸（代工）、普通成形纸（代工），上述主要产品成本占总成本的比重分别为94.12%、88.42%和66.60%。以下主要结合根据各项原材料计划单耗量（根据标的公司提供的计划成本资料）和实际单耗量计算得出的计划单位成本和实际单位成本对比分析、根据全部直接人工薪酬和单位人工成本变动与当年度产量变化匹配情况分析以及根据全部制造费用（含能源类费用）和单位制造费用变动与产量变化匹配情况分析标的公司主要产品成本结转是否合理和完整。

同时，为更好的对比标的公司加工生产高透成形纸（一般贸易净额法）产品以及代工模式下消耗的采购自上市公司的纸浆成本及代工模式下上市公司提供的纸浆成本是否合理，以下按还原为一般贸易总额法模式下或加上上市公司提供的纸浆成本结果进行相关主要产品直接材料成本结转完整性分析。

1、直接材料

单位：元

项目	2025年1-5月			2024年度			2023年度		
	计划单位成本	实际单位成本	差异率	计划单位成本	实际单位成本	差异率	计划单位成本	实际单位成本	差异率
高透成形纸	8,497.27	8,661.55	1.93%	8,860.77	8,114.02	-8.43%	8,997.34	9,187.11	2.11%
卷烟纸（代工）	5,067.08	5,053.22	-0.27%	5,334.60	5,239.25	-1.79%	6,046.02	6,137.21	1.51%
普通成形纸（代工）	5,918.05	5,970.19	0.88%	6,167.83	5,925.03	-3.94%	6,988.47	6,867.35	-1.73%

注 1：计划单位成本=Σ各项原材料计划单耗量*实际单价，实际单位成本=Σ各项原材料实际单耗量*实际单价，差异率=(实际单位成本-计划单位成本)/计划单位成本
注 2：计划单耗料量系标的公司预计其在正常生产经营条件下，通过努力很有可能达到的生产一吨该类产品需耗用的相关成本要素数量，实际单耗量系指当年实际生产一吨该类产品耗用的相关成本要素数量

从上表可知，报告期内主要产品实际单位成本与计划单位成本比较大部分差异较小。各类产品 2025 年 1-5 月实际单位成本较 2024 年度实际单位成本以及 2024 年度实际单位成本较 2023 年度实际单位成本也存在合理范围内的变化。对报告期内实际单位成本与计划单位成本差异较大或 2025 年 1-5 月较 2024 年度、2024 年度较 2023 年度实际单位成本波动较大的情况分析如下：

（1）高透成形纸 2025 年 1-5 月实际单位成本较 2024 年增加 6.75%，主要原因系高透成形纸中 23g 克重的产品无需使用价格较贵的原材料日本粘胶纤维，而 2025 年 1-5 月生产的 23g 以上克重的高透成形纸占比 85.52%，较 2024 年上升 7.36%，因此日本粘胶纤维的用量增加，引起实际单位成本上升。

高透成形纸 2024 年度实际单位成本比计划单位成本低 8.43%，主要原因系 2024 年度为进一步提升 PM3 生产线的生产效率和进一步解决生产中其他机器设备出现的问题，标的公司进行了一系列的维修或改进工作，进一步提升了设备运转效率，同时随着生产工人操作熟练度提升而成品率有所上升，影响纸浆实际单耗与计划单耗相比下降 0.04 吨，下降比例 4.23%，聚乙烯醇的实际单耗量与计划单耗量相比下降 11.26，下降比例 17.23%。

（2）上述各类产品 2024 年度计划单位成本和实际单位成本均较 2023 年计划单位成本和实际单位成本大幅下降，主要原因系：

1）上述（1）中所述 PM3 号线技改完成的原因，影响高透成形纸 2024 年度良品有所上升。

2）生产卷烟纸、普通成形的 PM2 生产线 2023 年 7 月完成技改前良品率较低，随着 2023 年技改完成以及 2024 年度标的公司实施了进一步提高生产效率的维修与改进工作，同时随着生产工人操作熟练度逐步提升，2024 年度卷烟纸及普通成形纸的良品率均大幅上升。

除高透成形纸 2025 年 1-5 月计划成本较 2024 年度下降但实际单位有所上升外，其余产品 2025 年 1-5 月计划单位成本和实际单位成本均成本较 2024 年

均有所下降或基本持平，主要原因系受上述 1）、2）因素的影响，公司调低了计划单位成本，且生产保持稳定，实际成本波动较小；高透成形纸 2025 年 1-5 月实际单位较 2024 年度有所上升的原因见上述（1）中说明。

2、人工成本

单位：元

项　目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
员工人数	204.00	198.00	179.00
薪酬总额	7,989,386.24	18,693,309.81	14,859,724.99
人均薪酬	39,163.66	94,410.66	83,015.22
产量	6,486.53	13,614.00	9,216.00
单位人工成本	1,231.69	1,373.09	1,612.38

注：上表数据系对应全部产品的生产工人（包括直接人工和间接人工）薪酬成本数据；人数系当年度平均人数

（1）员工人数及人均薪酬变化

2024 年度生产人员人工薪酬总额增长 25.80%，主要原因系人员数量增加 10.61%及平均薪酬水平均有所上升。主要原因为：1）随着锦丰纸业与上市公司于 2022 年度 10 月达成 2023 年 1 月 1 日起为期三年的业务托管合作后，标的公司在上市公司的协助下，陆续对 PM2、PM3 号生产线完成技改，生产能力和生产效率大幅提升，订单量也稳步增长。在此背景下标的公司从 2022 年下半年起即开始陆续储备培养熟练技术工人,故 2023 年和 2024 年比较员工人数有所增长；2）随着 2024 年产量大幅提升，工人加班工资及奖金增长，影响人均薪酬增长约 13.73%。

（2）薪酬总额与产量变化的匹配性

2024 年度薪酬总额相对 2023 年度的增长率为 25.80%，低于产量增长率 47.72%,以及 2024 年度单位人工成本较 2023 年度下降 14.84%,主要原因均为：1）2023 年 7 月 PM2 号生产线完成技改前，卷烟纸、普通成形纸产品良品率相对较低；2）PM3 号线 2023 年 7 月投产时部分生产人员系原 PM2 号生产线储备的熟练工人分流，导致 2023 年 7 月前生产人员人工单位成本较高，随着 2023 年 7 月 PM3 号生产线完成技改投产，生产人员使用效率提升，进而影响 2024 年度单位人工成本下降。

2023 年度和 2024 年度，标的公司生产人员直接人工平均薪酬与成都市城镇单位就业人员年平均工资情况如下：

单位：万元

项目	2024 年度	2023 年度
成都市城镇单位就业人员年平均工资	-	10.06
标的公司直接工人平均薪酬	9.44	8.30

由上表可知，标的公司 2023 年度及 2024 年度生产人员平均薪酬略低于成都市城镇单位就业人员年平均工资，较为合理。

2、制造费用

项　目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
能源费用（万元）	1,238.00	2,656.77	2,235.93
折旧费用（万元）	385.64	792.59	245.19
其他制造费用（万元）	254.43	561.34	335.82
产量（吨）	6,486.53	13,614.00	9,216.00
单位能源费用（元/吨）	1,908.56	1,951.50	2,426.14
单位折旧费用（元/吨）	594.52	582.18	266.05
单位其他制造费用（元/吨）	392.24	412.33	364.39

注：上表数据系对应全部产品制造费用（不包括已在人工成本中进行分析的间接人工）数据

（1）能源费用

1）能源费用变动分析

2024 年度能源费用较 2023 年度增长 420.84 万元，增幅 18.82%，主要原因为：随着 2023 年 7 月完成对 PM2、PM3 号生产线的技改，生产能力和产品品质均大幅提升，标的公司订单量稳步增长，进而影响 2024 年度产量大幅增长，生产消耗的能源总量也随之增长。

2）单位能源成本下降及能源费用与产量匹配性分析

2024 年度能源费用增长率 18.82%低于产量增长率 47.72%，主要系 2024 年度单位能源成本较 2023 年度大幅下降所致，主要原因为：①2023 年 PM2 生产线系边技改边生产，随着 2023 年 7 月 PM2 生产线完成技改以及产线工人操作熟练度提升，生产效率得到较大提高，影响 2024 年度 PM2 生产线单位耗电量大幅下

降，2024 年春节期间 PM2 生产线升级施胶工艺后将浸涂工艺调整为表涂工艺，纸张在施胶环节含水量大幅下降，该项改进对普通成形纸生产影响较大，大大降低了烘干成本，蒸汽单耗量下降约 0.8 吨；②PM3 号线于 2023 年 7 月投产后，随着生产工人操作熟练度提升以及 2024 年春节期间 PM3 生产线进一步改进措施实施，生产效率提高，影响 2024 年度 PM3 号线单位耗电量大幅下降。

（2）折旧费用

2024 年度折旧费用增长约 547.70 万元，增幅 223.26%，主要原因为：因 2023 年 7 月 PM2、PM3 生产线改造完成，2023 年度共计增加以机器设备（折旧年限 10 年）、其他设备（折旧年限 5 年）为主的固定资产（原值）约 5675.68 万元，影响 2024 年度固定资产累计折旧较 2023 年度大幅上升；其次 2023 年度 PM3 生产厂房技改前累计折旧系计入管理费用，2024 年度在制造费用中核算。

（3）其他制造费用

其他制造费用 2024 年度较 2023 年度增长 225.52 万元，增长率 67.16%，主要原因为：2024 年度为进一步提升 PM2、PM3 生产线的生产效率和进一步解决生产中其他机器设备出现的问题，标的公司进行了一系列的维修或改进工作，导致 2024 年度制造费用中维修费用增长约 110.44 万元，如剔除该影响，则其他制造费用实际增长率为 34.27%，系低于产量增长率 47.72%，原因系受 2023 年中相关生产线技改完成的影响，以及产线工人操作熟练度提升，生产效率得到较大提高。

综上分析，标的公司 2023 年度、2024 年度、2025 年 1-5 月成本料工费与产量变化分析正常，具有合理性。

4、产品核算内部控制制度

标的公司根据自身生产特点，建立了相对完善的内控制度和操作核算流程，采用 ERP 对生产流程进行管理，在各个控制节点进行权限设置，相关生产内控制度能够有效执行。材料经检验合格、与采购订单核对一致后按照实际收货数量办理入库；生产部门以销定产安排生产，领用时经仓库管理员确认签字后生成材料出库单，材料出库单再经生产部门领导审核签字，销售部门依据销售订单生成出库申请单，经审核后流转到仓储部门；每月末，财务人员和仓储人员对结存情

况进行盘点，保证账实相符，盘点表经仓储和财务签字。工资主要分绩效和考勤，绩效跟当月产量以及部门费用成本考核完成度挂钩，由各个部门进行统计完成情况，财务部门汇总考核，经公司管理层批准后报人事部门核算绩效工资；考勤根据打卡记录。每月人事部根据批准的绩效以及打卡工时记录核算工资；能源数据每月按照抄表确认，按照实际耗用情况归集至生产成本。人事部门、财务部门、生产部门、仓储部门职责分离，相互监督，确保产品成本核算的准确性和完整性。

综合以上 1-4 情况，可以看出标的公司成本核算方法符合会计准则，成本计算和结转准确完整。

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，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、获取并复核标的公司报告期内的采购明细表，按采购内容和用途分类，并通过询问标的公司管理层和采购业务人员了解报告期内的采购政策、主要采购内容及变化原因，同时结合标的公司和上市公司的合作模式变化情况和标的公司采购业务的情况，进一步检查与分析报告期内标的公司采购结构变化的原因及合理性，以及是否与其产品结构、经营模式相匹配，采购数量、金额与其收入规模变化是否相匹配；

2、区分生产加工、产线建设获取并检查标的公司前五大供应商明细表，并通过查询天眼查企业信息专业网站、相关供应商官方网站及其他公开渠道信息以及询问采购业务人员了解供应商的主要信息和经营情况；结合对标的公司业务发展的了解、报告期采购业务的情况检查分析标的公司采购的主要内容和主要供应商发生变化的原因及合理性；询问标的公司及上市公司管理层了解双方是否存在未披露的关联交易以及是否存在上市公司指定供应商的情况以及原因；

3、获取标的公司境外采购明细表并检查其采购内容、金额及占比是否准确；询问标的公司及上市公司管理层以了解国际贸易政策对标的公司采购、价格及业绩的影响及相关应对措施，结合对标的公司和上市公司的情况进一步分析国际贸易政策对标的采购、价格及业绩的影响是否重大以及标的公司和上市公司的相关应对措施是否合理有效；

4、获取并复核标的公司的成本结构明细表，结合标的公司所处发展阶段、业务规模、业务模式和主要产品等信息分析标的公司成本结构是否与同行业、同模式公司可比；结合标的公司业务发展和业务模式、主要产品变化等信息进一步分析标的公司报告期内成本结构变化的原因及合理性；

5、询问标的公司管理层以了解公司存货的主要内容和备货政策；获取并检查报告期各期末标的公司的存货明细表，根据存货的主要内容进行分类，并结合标的公司的业务模式、备货政策分析各类存货备货规模的合理性；检查期后存货进销存明细账，统计和分析各类存货期后去化情况及合理性；检查采购内容和存货内容中是否包括采购自上市公司或其指定供应商的材料，并通过询问标的公司及上市公司管理层、检查标的公司与上市公司的采购合同，并结交易实质和业务流程分析标的公司是否对采购的货物和存货具有控制权，以及账务处理是否准确；

6、了解并评价标的公司的成本核算方法和会计处理是否准确，相关内控制度是否完整有效；从生产成本计算单中选取样本检查料工费的成本归集是否完整和分配方法是否合理，账务处理是否准确和经复核；对报告期各期主营业务成本结转数量和主营业务收入结转数量进行对比，检查分析是否存在漏结转的成本；编制报告期各期营业成本倒扎表，进一步分析标的公司成本结转是否完整和准确。

7、采购相关核查程序

（1）通过实地查看标的公司仓库及访谈财务、采购等部门相关人员，了解标的公司采购与付款循环相关的内部控制流程以及各项关键的控制点，并取得标的公司相关的内部控制制度；

（2）检查了报告期内标的公司采购业务相关的支持性文件，包括采购合同、入库单、验收单、发票、付款单据等，核对采购内容、金额等与入账记录是否一致。关于采购发生额检查情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
采购金额（A）	3,059.10	8,443.13	10,015.36
检查金额（B）	2,782.31	7,608.35	8,242.06
检查比例（C=B/A）	90.95%	90.11%	82.29%

（3）主要供应商访谈情况

对报告期内标的公司的主要供应商进行了走访，了解主要供应商基本情况、与公司的合作历史、主要合作内容、付款条款、合同签署情况、与公司的关联关系等情况，访谈具体情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	2024 年	2023 年度
访谈供应商采购金额	2,008.65	4,761.66	5,030.39
采购总额	3,059.10	8,443.13	10,015.36
访谈供应商采购金额占比	65.66%	56.40%	50.23%

（4）对主要供应商实施函证情况

对报告期内标的公司采购情况进行函证，函证内容包括各年度交易发生额、各期末应付账款余额等，函证具体情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
采购金额（A）	3,059.10	8,443.13	10,015.36
采购金额发函金额（B）	2,157.57	7,009.22	7,185.89
发函比例（C=B/A）	70.53%	83.02%	71.75%
回函金额（D）	1,548.34	4,568.67	7,097.42
未回函替代性检查金额（E）	609.23	2,440.55	88.47
回函与替代性检查合计比例（F=(D+E)/B）	100.00%	100.00%	100.00%

（5）实施了实质性分析程序，包括主营业务的成本波动分析等；

（6）对报告期末各类固定资产及存货实施监盘程序并复核标的公司盘点资料，结合账面数据检查固定资产及存货真实性；

（7）关于标的公司采购价格的公允性，了解交易背景，获取、核对招标手续或市场比价情况、采购合同、收货记录、银行付款单据等信息，对重要供应商执行了函证、访谈、背景信息核查等工作。

8、针对标的公司成本结转完整性，执行了以下检查和分析程序：

（1）了解标的公司生产成本归集及分配方法并评价合理性；

（2）获取并检查标的公司存货进销存明细表，并结合存货监盘关注是否账实一致，是否存在账面未结转的存货成本；

（3）结合对生产加工类物资采购的检查以及对各类存货实施发出计价测试，检查分析是否存在利用存货单价变化调节成本结转金额的情况；

（4）获取生产成本计算表，并检查分析各类生产成本是否归集完整和分配准确；

（5）编制成本倒扎表，检查主营业务成本结转是否准确、完整；

（6）结合毛利率变化情况、固定资产折旧费计提和分配情况、应付职工薪酬计提和分配情况对生产成本及主营业务成本按料工费进行分析性复核，检查是否存在异常情况。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、公司已在重组报告书中补充披露按照生产加工和产线建设区分的报告期内标的公司采购主要内容和金额，生产加工中按照委托加工和一般贸易区分的采购内容和金额，按照料工费区分的报告期内标的公司成本结构情况；

2、报告期内标的公司采购结构变化主要和标的公司与上市公司于 2022 年开始合作，并达成自 2023 年 1 月 1 日起为期 3 年的托管经营合作后，其生产经营模式、产品结构在报告期内发生重大变化相关，并与其产品结构、经营模式相匹配，报告期采购数量、金额与其收入规模变化相匹配；

3、标的公司生产加工、产线建设的前五大供应商经营情况均正常，报告期内标的公司采购的主要内容和主要供应商发生变化的主要原因和标的公司与上市公司达成业务托管合作后其业务模式、主要产品发生变化以及业务规模稳步增长相关；标的公司前五大供应商不为上市公司且不存在上市公司指定的供应商，也和上市公司、标的公司不存在关联关系，标的公司与供应商之间的交易均在平等自愿的基础上经协商一致达成，遵循了平等、自愿、等价、有偿的原则，采购价格主要依据市场价格或双方协商一致确认，价格公允；

4、报告期内标的公司只于 2024 年度因购建 PM1 号生产线而向德国的

J.M.VOITH SE&CO.KG 公司采购了一套施胶机，除此外未发生境外采购事项；同时标的公司为上市公司加工生产所需的浆板系上市公司进口后供货给标的公司，因国际贸易政策对上市公司境外浆料采购的影响较小，进而对标的公司的影响也较小；

5、标的公司的成本结构因其和同行业公司比较存在业务模式不同、主要产品不同以及标的公司现阶段产能利用率和业务规模均明显偏低而不具备规模效益等原因而与同行业公司存在一定的差异；标的公司报告期内成本结构变化的原因主要和标的公司与上市公司达成业务托管合作后其业务模式转变为代工模式为主以及主要产品结构随之发生变化相关，具有合理性；

6、报告期各期末，标的公司的存货主要系浆板、辅料、包装材料及五金备件等原材料和为上市公司加工生产的各类库存商品，标的公司主要根据订单量备货，备货规模合理，期后主要原材料基本上已正常领用消耗，库存商品均已实现销售；标的公司采购内容和存货内容中存在一般贸易（净额法）下向上市公司采购的主材浆板和少量采购自上市公司的包装材料但不存在上市公司指定供应商的情况，标的公司对采购自上市公司的包装材料具有控制权但对一般贸易（净额法）下向上市公司采购的主材浆板不具有控制权，标的公司对具有控制权的包装材料按采购价格入账，对无控制权的主材浆板已按净额法予以抵消，不在标的公司账面存货中体现；

7、标的公司成本核算方法合理，并根据自身生产特点，建立了相对完善的内控制度和操作核算流程，相关内控制度能够有效执行，报告期内其成本结转完整、准确。

问题 7、关于毛利率和盈利水平

重组报告书披露，（1）2023 年和 2024 年，标的公司毛利率分别为 13.73%和 21.32%；2023 年除高透成形纸（一般贸易）外，其他产品毛利率均为负；2024 年除高透成形纸（一般贸易）外，其他产品毛利率均有所上升；（2）2024 年，标的公司主营业务毛利率高于同行业可比上市公司（14.27%），主要系标的公司产品集中于毛利率相对较高的烟草工业用纸所致；（3）报告期内，标的公司管理费用分别为 1,179.24 万元、1,928.36 万元、1,851.02 万元，包括折旧摊销费、职工薪酬、各类服务费和修缮费等，占营业收入的比例分别为 40.01%、26.48%及 16.78%，高于同行业平均水平；（4）报告期内，标的公司财务费用分别为 626.52 万元、1,010.02 万元和 802.47 万元，占营业收入的比例分别为 21.25%、13.87%和 7.28%；（5）报告期内，标的公司净利润分别为-1,778.63 万元、-2,247.81 万元和-226.96 万元；报告期各期末标的公司未分配利润分别为-67,370.72 万元、-69,618.53 万元和-32,756.47 万元。

请公司在重组报告书“重大风险提示”中补充披露：标的公司未来盈利不及预期和持续亏损风险。

请公司披露：（1）标的公司不同产品之间毛利率存在较大差异的原因和合理性，量化分析 2023 年主要产品毛利率为负、2024 年毛利率上升的原因，高透成形纸毛利率变动方向与其他产品存在差异的原因；（2）标的公司各类产品毛利率与同行业公司可比产品毛利率的对比情况，进一步说明 2024 年标的公司综合毛利率高于同行业可比公司的合理性；（3）如按照公允价格，测算标的公司主要产品毛利率情况，进一步说明问题（2）；（4）结合折旧摊销具体内容、管理人员构成及平均薪酬等，分析标的公司管理费用较高的原因和合理性，经营效率是否较低及依据；管理费用构成是否与同行业公司可比，各类服务费和修缮费的具体内容、与标的公司经营的关系、资金支付对象及具体情况、相关支出发生的合理性；（5）标的公司财务费用较高的原因，结合未来资金需求和经营预期等，说明是否将继续承担高额负债，是否将对标的公司和上市公司形成拖累，以及对其经营业绩的影响；（6）具体分析标的公司持续亏损原因，2022 年-2024 年净利润规模变化原因，以及 2023 年收入上升但利润下降的原因；在累计未弥补亏损较高的情况下，本次交易如何保护上市公司中小股东利益；（7）按照标

的公司产品服务公允价格并考虑合理托管费，测算标的公司业绩情况，进一步说明标的公司未来是否存在持续亏损的风险。

请独立财务顾问和会计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：标的公司未来盈利不及预期和持续亏损风险

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：

“（二）未来盈利不及预期和持续亏损的风险

标的公司历史期间曾进行破产重整，自 2022 年 10 月开始，基于上市公司亟需快速寻找新产能，满足订单需求的情况下，标的公司与上市公司进行合作，引入了上市公司领先的管理经验及多年积累的技术实力，为标的公司的市场开拓及技术完善提供有力支撑，标的公司经营状况不断改善。尽管标的公司近期经营状况有所改善，考虑到其生产经营曾因历史因素受到较大影响，标的公司仍存在未来盈利不及预期的风险。

报告期内，标的公司归属于母公司所有者的净利润分别为**-2,215.14 万元、-161.36 万元和 125.62 万元**，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**曾**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，但标的公司仍可能存在持续亏损的风险。”

二、标的公司不同产品之间毛利率存在较大差异的原因和合理性，量化分析 2023 年主要产品毛利率为负、2024 年毛利率上升的原因，高透成形纸毛利率变动方向与其他产品存在差异的原因

（一）标的公司不同产品之间毛利率存在较大差异的原因和合理性

报告期内，标的公司各类产品毛利率情况如下：

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
卷烟纸（代工）	**11.36%**	8.63%	-5.53%

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
普通成形纸（代工）	**14.29%**	15.38%	-1.45%
普通成形纸（一般贸易）	**20.85%**	22.49%	-3.84%
高透成形纸（一般贸易）	**15.96%**	**32.25%**	**42.24%**
其他纸类	**14.33%**	**13.94%**	**-49.95%**
合计	**15.24%**	**21.25%**	**13.68%**

1、2023 年度及 2024 年度标的公司各类产品毛利率差异原因分析

（1）高透成形纸毛利率高于其他产品

标的公司 2023 年度及 2024 年度高透成形纸毛利率分别为**42.24%**及**32.25%**，高于卷烟纸、普通成形纸等其他主要产品，具体原因分析如下：

1）生产线改造因素

高透成形纸系由改造后的 PM3 生产线生产，原 PM3 生产线系标的公司于 2004 年从德国进口的生产线，购建时间晚于原 PM2 生产线，且由于破产重整后，标的公司一直未打开高透成形纸产品市场，故该生产线长期处于停机保养状态，相较 PM2 生产线，该条生产线成新率更高，且更接近原厂出厂状态，有利于实施改造。PM3 生产线于 2023 年 7 月开始试运行，当月即成功达到各项指标后顺利投产运营，较 PM2 号生产线良品率爬坡过程大为缩短，影响高透成形纸 2023 年全年良品率较 PM2 号机生产的卷烟纸、普通成形纸要高，进而导致高透成形纸毛利率较高。高透成形纸、卷烟纸、普通成形纸 2023 年度及 2024 年度良品率情况如下：

良品率	2023 年度			2024 年度
	1-6 月	7-12 月	全年	
高透成形纸	-	81.92%	81.92%	83.41%
卷烟纸	67.74%	75.22%	73.18%	80.03%
普通成形纸	67.49%	75.33%	71.94%	81.51%

2）产品盈利能力

由于高透成形纸相较于卷烟纸和普通成形纸具有更高的技术壁垒及生产难度，高透成形纸产品自身盈利能力更强，高透成形纸毛利率本身即高于卷烟纸和普通成形纸。

3）产品定价方式

标的公司 PM2 生产线生产的卷烟纸、普通成形纸主要用于出口，采用委托加工模式，产品定价系结合上市公司自身相关产品单位成本、预估标的公司相关产品单位成本，并给予标的公司一定合理利润的基础上经双方商议确定产品定价，最终因标的公司上述产品实际单位生产成本高于定价谈判时预估的单位生产成本，在此定价模式下标的公司的相关产品利润相对较低；PM3 生产线生产的高透成形纸主要用于内销，采取一般贸易模式，在 2023 年度和 2024 年 1-7 月执行“按恒丰公司对终端客户售价的 95%确定”销售价格，由于上市公司高透成形纸对终端客户的销售利润本身相对较高，故在此定价模式下标的公司可获得的产品利润和毛利率均更高。

（2）卷烟纸（代工）与普通成形纸（代工）毛利率相对接近

相对于高透成形纸的高毛利率，标的公司卷烟纸（代工）、普通成形纸（代工）的毛利率相对接近，主要原因是卷烟纸（代工）、普通成形纸（代工）由同一条生产线（PM2）生产，标的公司和上市公司协商定价时预估的单位生产成本也较为接近，确定的单位售价较为接近，但因排产量不同、具体型号差异等原因导致不同产品实际单位成本存在差异，进而导致毛利率存在一定差异。

2024 年度普通成形纸（代工）与卷烟纸（代工）的毛利率较 2023 年度均因良品率上升和产量提升而有所上升，但普通成形纸（代工）毛利率上升幅度更大，导致其毛利率与卷烟纸（代工）的毛利率差距拉大，主要原因为标的公司在 2024 年春节期间对 PM2 生产线完成了进一步改造升级：①升级施胶工艺：将浸涂工艺调整为表涂工艺，纸张在施胶环节含水量大幅下降，降低了烘干成本，蒸汽单耗量下降约 0.8 吨；②实施短循环系统改造：改造后产品纸病大幅减少，成品率提升明显，平均日产提升，而上述改造中第①项改造主要影响普通成形纸，对卷烟纸影响较小。以上改造使普通成形纸平均加工成本下降明显，毛利率上升。

（3）其他产品毛利率情况

普通成形纸（一般贸易）：2023 年度及 2024 年度，标的公司销售的普通成形纸（一般贸易）金额较小，仅为 19.15 万元和 320.03 万元。其中 2024 年该类产品因部分批次生产中使用了日常次品、边角料损纸回抄，投入浆板成本相对较

低，故毛利率较高。2023 年，标的公司销售的普通成形纸（一般贸易）毛利率与卷烟纸（代工）、普通成形纸（代工）相对接近。

其他纸类：2023 年度及 2024 年，标的公司销售的其他纸类金额较小，仅为 224.91 万元及 355.02 万元，主要产品为吸管包装纸。其中 2023 年销售的其他纸类主要为消耗以前年度积压的库存，故销售单价较低，毛利率较低。2024 年，标的公司销售的其他纸类毛利率与卷烟纸（代工）、普通成形纸（代工）相对接近。

2、2025 年 1-5 月标的公司各类产品毛利率差异原因分析

2025 年 1-5 月，标的公司高透成形纸毛利率较 2024 年有所下降，卷烟纸毛利率较 2024 年有所上升。较 2023 年度和 2024 年度，各类产品的毛利率水平更为接近。高透成形纸及卷烟纸毛利率变动具体分析如下：

（1）高透成形纸毛利率下降

2025 年 1-5 月，高透成形纸毛利率下降至 15.96%，主要原因系：①2024 年 8 月，标的公司向上市公司销售该类产品价格从“按照上市公司向终端客户含税销售价格的 95%”确定，变更为“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”，此价格调整影响标的公司该类产品平均售价下降，虽然 2025 年 4 月因阿拉巴马浆采购单价和天然气采购单价上升经协商后调增了销售价格 900 元/吨，但由于 2024 年 8 月调价的影响较大还是造成高透成形纸（一般贸易模式净额法）2025 年 1-5 月平均售价较 2024 年下降；②因对标的公司于 2024 年下半年开发的高透成形纸（一般贸易模式总额法）客户 2025 年 1-5 月订单量大幅增长，该类销售占高透成形纸产品总销售收入的比例从 2024 年度 9.27%上升至 36.29%，而高透成形纸（一般贸易模式总额法）下的产品毛利率因该类销售包含纸浆成本而毛利率较低。

（2）卷烟纸毛利率稳步提升

2025 年 1-5 月，卷烟纸毛利率上升至 11.36%，主要原因系 2024 年度标的公司对 PM2 实施了进一步提高生产质量及效率的维修与技改工作,进一步提升了

2025 年 1-5 月的良品率，同时随着生产工人操作熟练度逐步提升，生产效率提升，影响单位成本下降及毛利率有所上升。

（3）普通成形纸毛利率下降

1）2025 年 1-5 月，普通成形纸（代工）毛利率下降至 14.29%，主要系标的公司统一了普通成形纸（代工）和普通成形纸（一般贸易）的质量标准，具体情况如下：普通成形纸（一般贸易）的订单供货给国内客户，该等客户后续生产主要使用高速纸机，对产品质量要求及单位成本相对更高。普通成形纸（代工）产品的订单供货给海外客户，该等客户后续生产主要使用低速纸机，对产品质量要求及单位成本相对较低。2025 年 1-5 月普通成形纸（一般贸易）的订单大幅上升,标的公司在综合考虑每次切换生产工艺带来的调机成本影响及提高普通成形纸（代工）产品质量更有利于稳定和开拓市场的因素，统一了普通成形纸（代工）和普通成形纸（一般贸易）的质量标准，即均按适应高速纸机的质量标准执行，进而影响 2025 年 1-5 月普通成形纸（代工）单位成本有所上升，毛利率略有下降。

2）2025 年 1-5 月，普通成形纸（一般贸易）毛利率小幅下降至 20.85%，主要原因系受对终端客户销售价格波动影响，本年普通成形纸（一般贸易）销售单价略有下降。

综上，标的公司不同产品之间毛利率存在较大差异主要系各类产品的销售模式和定价方法不同、产品结构不同以及相关生产设备的生产效率和生产人员技术熟练度不同有关，具备合理性。

（二）量化分析 2023 年主要产品毛利率为负、2024 年毛利率上升的原因

标的公司 2023 年度及 2024 年度产品结构如下：

单位：万元

产品名称	2024 年度		2023 年度	
	收入	占比	收入	占比
卷烟纸（代工）	3,661.68	34.00%	2,487.71	35.36%
普通成形纸（代工）	1,322.32	12.28%	1,384.55	19.68%
普通成形纸（一般贸易总额法）	320.03	2.97%	19.15	0.27%
高透成形纸（一般贸易净额法）	4,637.44	43.06%	2,918.61	41.49%

产品名称	2024 年度		2023 年度	
	收入	占比	收入	占比
高透成形纸（一般贸易总额法）	473.74	4.40%	-	-
其他纸类	355.02	3.30%	224.91	3.20%
合计	**10,770.25**	**100.00%**	**7,034.93**	**100.00%**

从上表可知，自 2023 年标的公司与上市公司开展委托管理合作后，标的公司 2023 年度和 2024 年度卷烟纸（代工）、普通成形纸（代工）及高透成形纸（一般贸易净额法）等烟用产品（烟草工业用纸）的销售占比接近或超过 90%，以下针对这三类主要产品进行分析。

标的公司 2023 年度和 2024 年度主要产品单位售价、单位成本及毛利率变动情况如下：

产品	项目	2024 年度	2023 年度
卷烟纸（代工）	单位售价（元/吨）	5,730.02	5,711.72
	单位成本（元/吨）	5,235.30	6,027.85
	毛利率	8.63%	-5.53%
普通成形纸（代工）	单位售价（元/吨）	5,682.51	5,500.00
	单位成本（元/吨）	4,808.40	5,579.95
	毛利率	15.38%	-1.45%
高透成形纸（一般贸易净额法）	单位售价（元/吨）	12,346.04	12,988.10
	单位成本（元/吨）	**8,079.19**	**7,501.43**
	毛利率	**34.56%**	**42.24%**

从上表可知，标的公司 2023 年主要产品毛利率为负及 2024 年毛利率上升系卷烟纸（代工）及普通成形纸（代工）2023 年度毛利率为负及 2024 年毛利率上升所致。具体分析如下：

1、单位售价的影响

卷烟纸（代工）：2024 年度单位售价 5,719.46 元/吨与 2023 年度单位售价 5,711.72 元/吨基本保持稳定且与此期间标的公司与上市公司约定的单位售价 5,700 元/吨基本吻合；

普通成形纸（代工）：2023 年度单位售价为 5,500 元/吨，与当年度标的公司与上市公司合同约定价格 5,500 元/吨一致，2024 年度单位售价从 2023 年度

5,500 元/吨上升至 5,682.51 元/吨，原因系自 2024 年 4 月起，经标的公司提出议价申请并经双方协商后，对普通成形纸销售价格上调 200 元，即调整至 5,700 元/吨。

2、单位成本的影响

标的公司 2023 年度及 2024 年度卷烟纸（代工）及普通成形纸（代工）单位成本变动情况如下：

项目	销量（吨）	2024 年度单位成本（元/吨）			
		原材料	人工	制造费用	合计
卷烟纸（代工）	6,390.35	1,512.54	638.45	3,084.31	5,235.30
普通成形纸（代工）	2,327.00	1,127.99	754.24	2,926.17	4,808.40
项目	销量（吨）	2023 年度单位成本（元/吨）			
		原材料	人工	制造费用	合计
卷烟纸（代工）	4,355.45	1,871.53	906.94	3,249.38	6,027.85
普通成形纸（代工）	2,517.36	1,227.39	1,093.18	3,259.38	5,579.95

从上表可知，2023 年度卷烟纸（代工）及普通成形纸（代工）毛利率为负以及 2024 年度毛利率上升主要系 2023 年度上述产品单位成本大幅高于 2024 年度单位成本，也高于 2023 年度销售单价。

2023 年度卷烟纸（代工）、普通成形纸（代工）单位成本较高，主要系受相关生产线技改试运行期较长和良品率爬坡的影响较大，具体分析如下：

随着标的公司与上市公司托管协议达成，在上市公司的协助下，标的公司开始对相关生产线设备进行改造和扩建。其中卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸由改造后的 PM2 生产线生产。原 PM2 生产线系标的公司于 1998 年从法国进口的生产线，由于生产线购进时间较早，且自竹浆纸业通过破产重整接手标的公司以来，PM2 生产线系标的公司生产经营的主力设备，机器磨损度较 PM3 生产线相对较高，且在不同时期为生产其他纸类产品而做过多次改造，进而导致本次以生产卷烟纸、普通成形纸和吸管包装纸为主要目的的技改工作实施起来较为复杂和困难，导致试运行期间较长。

在与上市公司开始合作后，标的公司于 2022 年下半年开始改造原 PM2 生产

线，并于 2022 年底开始试运行，为解决上市公司相关产品产能不足的问题，对该条生产线系采取边生产边调试改进的方法，最终于 2023 年 7 月达到良品率较为理想的状态，2023 年及 2024 年标的公司 PM2 生产线良品率爬坡情况如下：

良品率	2023 年度			2024 年度
	1-6 月	7-12 月	全年	
卷烟纸	67.74%	75.22%	73.18%	80.03%
普通成形纸	67.49%	75.33%	71.94%	81.51%

由于试运行期间 PM2 号线的良品率较低，结合试运行期间产量爬坡的影响，综合影响 2023 年 1-6 月产出的卷烟纸、普通成形纸单位成本大幅高于产品售价，造成当年度毛利率为负。

2024 年度，PM2 生产线已完成改造，相关产品良品率较低的问题已解决，随着订单的稳步增长，产量增长，单位成本也逐渐下降，相关产品的毛利率较 2023 年度大幅上升。

3、上市公司与标的公司之间的交易定价

2023 年及 2024 年，上市公司与标的公司之间的交易定价情况如下：

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，经双方协商，同意将加工费统一调整至 5,700 元/吨。

3）高透成形纸

2024 年 8 月前，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。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”。

4、标的公司各产品毛利率分析

2023 年及 2024 年，标的公司各产品毛利率情况及分析如下：

（1）卷烟纸及普通成形纸

2023 年度卷烟纸(代工)、普通成形纸(代工)毛利率分别为-5.53%和-1.45%，毛利率低于 10%成本加成率，主要系 2023 年度 PM2 生产线尚未完成改造，实际单位成本较预计单位成本高。

2024 年度，卷烟纸（加工）单位成本为 5,225.66 元/吨，与预估锦丰纸业卷烟纸单位成本 5,200 元/吨基本保持一致，10%的成本加成率换算为毛利率与卷烟纸（加工）实际毛利率基本一致。2024 年度，普通成形纸（加工）单位成本为 4,808.40 元/吨，低于预估锦丰纸业普通成形纸单位成本 5,100 元/吨，主要系标的公司在 2024 年春节期间对 PM2 生产线升级施胶工艺，以上改造使普通成形纸平均加工成本下降明显，毛利率高于预期。

（2）高透成形纸

标的公司按其目前一般贸易模式（净额法）和委托加工模式下的单位成本，加上直接采购自上市公司并用于加工生产对方高透成形纸产品的纸浆成本或上市公司直接供应的用于生产卷烟纸、普通成形纸的纸浆成本，按照各类市场售价扣除 5%费用率作为销售价格，模拟测算出 2023 年度及 2024 年度标的公司高透成形纸毛利率，并将其与上市公司高透成形纸毛利率进行对比，情况如下：

项目	2024 年度	2023 年度
标的公司高透成形纸毛利率（按照终端销售价格的 95%模拟测算的全额法下的毛利率）	25.74%	25.51%
上市公司高透成形纸毛利率	24.21%	25.55%

标的公司按照终端销售价格的 95%模拟测算的全额法下高透成形纸毛利率与上市公司高透成形纸毛利率相近，如按照终端销售价格测算则高于上市公司高透成形纸毛利率，主要原因如下：

1、上市公司对外销售的高透成形纸中包含了向标的公司采购并直接对外销售的高透成形纸，该部分高透成形纸，上市公司赚取 5%的利润，降低了上市公司高透成形纸的整体毛利率。

2、对于向西南地区运输的高透成形纸，若由标的公司直接运输产品，较上市公司运输可以平均节省物流运输成本 800-1,000 元/吨，占高透成形纸单价的比例约为 4%-5%左右。

（三）高透成形纸毛利率变动方向与其他产品存在差异的原因

报告期内，标的公司各类产品毛利率变动情况如下：

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度	2025 年 1-5 月毛利率变动情况	2024 年度毛利率变动情况
卷烟纸（代工）	**11.36%**	8.63%	-5.53%	**2.73%**	14.16%
普通成形纸（代工）	**14.29%**	15.38%	-1.45%	**-1.09%**	16.83%
普通成形纸（一般贸易）	**20.85%**	22.49%	-3.84%	**-1.64%**	26.33%
高透成形纸（一般贸易）	**15.96%**	**32.25%**	**42.24%**	**-16.28%**	**-10.00%**

注：毛利率变动情况指 2025 年 1-5 月毛利率与 2024 年度以及 2024 年度毛利率与 2023 年度毛利率的差额。

上表中，卷烟纸（代工）、普通成形纸（代工）、普通成形纸（一般贸易）产品毛利率 2024 年度较 2023 年度上升，主要原因系前述生产线改造试运行期间良品率爬坡缓慢的原因导致上述产品 2023 年度毛利率出现负数，而 2024 年不利因素消除后毛利率上升，**而高透成形纸 2024 年度毛利率较 2023 年度下降。2025 年 1-5 月卷烟纸（代工）、普通成形纸（代工）、普通成形纸（一般贸易）产品毛利率总体保持稳定，但是高透成形纸毛利率下降幅度相对较大。高透成形纸毛利率变动与其他产品存在差异的原因具体分析如下：**

2024 年度因标的公司开拓了第三方新客户，高透成形纸（一般贸易）中增加了部分总额法核算的收入，高透成形纸一般贸易净额法及一般贸易总额法下的收入占比及毛利率情况如下：

项目	2025 年 1-5 月收入占比	2024 年度收入占比	毛利率				
			2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度	2025 年 1-5 月变动情况	2024 年度变动情况
高透成形纸（一般贸易净额法）	63.71%	90.73%	20.35%	34.56%	42.24%	-14.21%	-7.68%
高透成形纸（一般贸易总额法）	36.29%	9.27%	8.26%	9.59%	-	-1.33%	-
合计	100.00%	100.00%	15.96%	32.25%	42.24%	-16.28%	-10.00%

由上表可知，**2024 年度**高透成形纸毛利率变动方向与其他产品相反**以及 2025 年 1-5 月毛利率下降幅度较其他产品更大**主要系高透成形纸（一般贸易净额法）毛利率下降以及产品结构变化所致，具体分析如下：

1、高透成形纸（一般贸易净额法）毛利率下降

高透成形纸（一般贸易净额法）单位售价、单位成本及毛利率变动情况：

产品	项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
高透成形纸（一般贸易净额法）	单位售价（元/吨）	9,764.28	12,346.04	12,988.10
	单位成本（元/吨）	7,777.17	8,079.19	7,501.41
	毛利率	20.35%	34.56%	42.24%

从上表中可以看出，高透成形纸（一般贸易净额法）2024 年度毛利率较 2023 年度下降，系 2024 年度较 2023 年度单位售价下降以及单位成本上升所致。**2025 年 1-5 月毛利率较 2024 年度下降，主要系 2025 年 1-5 月较 2024 年度单位售价下降所致。**

（1）单位售价变动情况

2023 年标的公司与上市公司开始委托管理合作后，标的公司以一般贸易模式为上市公司生产高透成形纸。在此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。

上述定价机制运行一段时间后，上市公司出于双方应合理承担风险和分享利润的考虑，经上市公司提出并与标的公司协商后，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，按照 18,300 元/吨采购锦丰纸业产品；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纸业产品”。**其中 18,300 元/吨系恒丰纸业对其自行生产由锦丰代工的这类高透成形纸的单位生产成本和锦丰纸业为实现将产出货物送达终端客户的平均运费为合理的成本基础，并参考恒丰纸业的期间费用率，最终确定成本加成率为 10%（作为交易对手的合理利润率），据此，计算出拟调整采购单价至 18,300 元/吨。**上述定价机制调整并结合恒丰纸业对锦丰纸业的订单情况导致标的公司 2024 年度该类产品单位售价有所下降。

由于上述价格调整系从 2024 年 8 月起开始执行，故该次调价仅对 2024 年 8-12 月的销售产生影响，对 2024 年全年平均价格的影响相对较小，但对 2025 年 1-5 月整个期间都产生影响。

由于 2024 年 8 月的调价政策影响标的公司高透成形纸（一般贸易净额法）毛利率下降较大，同时因 2025 年 1-3 月用于生产高透成形纸的阿拉巴马浆采购单价较 2024 年度上升，经标的公司提出并与上市公司协商后，2025 年 4 月 11 日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 19,200 元/吨，按照 19,200 元/吨采购锦丰纸业产品；恒丰纸业销售高透成形纸含税价格低于 19,200 元/吨，按照恒丰纸业售价平价采购锦丰纸业产品”。该次价格调整虽影响标的公司高透成形纸（一般贸易净额法）产品平均售价有所上升，但经调整后的价格还是低于 2024 年 8 月价格调整前的售价水平，在上述情况下，2025 年 1-5 月高透成形纸（一般贸易净额法）产品平均售价相比 2024 年度平均售价下降。在 2025 年 1-5 月高透成形纸（一般贸易净额法）产品单位成本变动较小的情况下，销售单价下降系 2025 年 1-5 月高透成形纸（一般贸易净额法）产品毛利率较 2024 年度毛利率大幅下降的主要原因之一。

（2）单位成本变动情况

项目	销量（吨）	2025 年 1-5 月单位成本（元/吨）			
		直接材料	直接人工	制造费用	合计
高透成形纸（一般贸易净额法）	1,201.04	2,646.60	1,016.69	4,113.88	7,777.17

项目	销量（吨）	2024 年度单位成本（元/吨）			
		直接材料	直接人工	制造费用	合计
高透成形纸（一般贸易净额法）	3,756.22	2,241.64	1,195.96	**4,641.58**	**8,079.19**
项目	**销量（吨）**	**2023 年度单位成本（元/吨）**			
		直接材料	**直接人工**	**制造费用**	**合计**
高透成形纸（一般贸易净额法）	2,247.14	2,666.75	971.71	**3,862.96**	**7,501.43**

1）单位原材料成本

在上市公司供料阶段性紧张的背景下，标的公司为保障高透成形纸的生产，需要自采部分浆板用于生产，该部分自采原材料成本在核算中不按净额法抵减相应成本。2024 年度，标的公司自采原材料规模较 2023 年度减少，相应摊薄单位产品所承担的原材料成本，致使 2024 年度单位原材料成本同比降低。**2025 年 1-5 月，标的公司自采原材料规模较 2024 年度有所增加，相应增加单位产品所承担的原材料成本，致使 2025 年 1-5 月单位原材料成本较 2024 年度有所增加。**

2）单位直接人工成本

产品	项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年 7-12 月
高透成形纸（一般贸易净额法）	总人工成本（万元）	**122.11**	449.23	218.36
	销量（吨）	**1,201.04**	3,756.22	2,247.14
	单位人工成本（元/吨）	**1,016.69**	1,195.96	971.71

2024 年度单位直接人工成本较 2023 年度上升 224.25 元，主要原因为：2023 年 PM3 号生产线于当年 7 月完成改造并顺利投产，2023 年 7-12 月实现销量 2,247.14 吨。若将该期间销量年化，则 2023 年全年销量约为 4,494.28 吨。2024 年全年实际销量为 3,756.22 吨，较 2023 年年化销量下降约 738.06 吨。销量下降主要系 2024 年受春节期间停产、设备维护影响接单以及用电高峰期政府限电等因素影响，导致 2 月、6 月、8-9 月产量较低，相应提高了单位产品所分摊的直接人工成本。**2025 年 1-5 月单位人工成本较 2024 年度下降 179.27 元，主要原因是随着生产工人生产技术更为熟练，生产效率提升，同时产量（年化）有所增长影响单位人工成本有所下降。**

3）单位制造费用

产品	项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年 7-12 月
高透成形纸（一般贸易净额法）	制造费用（万元）	**494.09**	1,737.30	864.53
	销量（吨）	**1,201.04**	3,756.22	2,247.14
	单位制造费用（元/吨）	**4,113.88**	4,625.12	3,847.27

2024 年度单位制造费用较 2023 年 7-12 月上升约 777.85 元，主要原因为：制造费用存在部分人工、折旧等固定支出，受前述年化销量下降的影响，导致 2024 年度单位产品分摊的制造费用上升。此外，因 2024 年度为解决生产中出现的问题和进一步提升 PM3 生产线的生产效率，标的公司进行了一系列的维修技改工作，发生较多维修技改费，进一步推动了单位制造成本的上升。**2025 年 1-5 月单位制造费用较 2024 年度下降了 511.24 元，主要系 2025 年 1-5 月产量（年化）较高，降低了制造费用中累计折旧、工资中的固定薪酬部分等单位固定制造费用；同时 2025 年 1-5 月未再发生大额 PM3 生产线维修技改工作，维修费用及改造费用大幅下降。**

2、产品结构变化

2024 年度高透成形纸产品中增加了总额法核算的自营模式收入，系标的公司开拓了第三方新客户，与销售给上市公司的高透成形纸产成品不同的是，对该客户销售的系高透成形纸（辊纸），即未经最终分切工序的高透成形纸产品，因对该类销售采用全额法核算，且为开发新客户前期产品定价较低，故毛利率低于净额法下核算的高透成形纸毛利率，因该类模式下的销售收入占 2024 年度全部高透成形纸当年销售收入比例达 9.27%，进而拉低了 2024 年度高透成形纸产品整体毛利率。**2025 年 1-5 月，该类模式下的销售收入占 2025 年 1-5 月全部高透成形纸当年销售收入比例达 36.29%，影响进一步增大。**

综上，2024 年度高透成形纸毛利率下降的主要原因为：（1）2024 年 8 月起标的公司与上市公司之间高透成形纸定价机制调整导致该类产品单位售价有所下降；（2）2024 年度部分月份开机率不足，产销量下降进而引起人工费用和制造费用中的单位固定成本上升；（3）2024 年度高透成形纸产品销售增加了高透成形纸（一般贸易总额法）模式，因该类模式下的毛利率低于高透成形纸（一般贸易净额法）模式下的毛利率，进而影响 2024 年度高透成形纸产品综合毛利率下降。**2025 年 1-5 月高透成形纸毛利率继续大幅下降，主要系前述（1）和（3）**

对 2025 年 1-5 月高透成形纸毛利率的影响较大。

三、标的公司各类产品毛利率与同行业公司可比产品毛利率的对比情况，进一步说明 2024 年标的公司综合毛利率高于同行业可比公司的合理性

标的公司销售收入主要来自于为上市公司加工生产包括卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸在内的烟草工业用纸。同行业公司中，恒丰纸业、民丰特纸、仙鹤股份披露其产品中有烟草工业用纸,根据上述情况选择存在可比产品类别的同行业公司列示其烟草工业用纸收入占比及毛利率情况对比如下：

名称	可比产品名称	项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
恒丰纸业	烟草工业用纸	占当期主营业务收入的比例	68.86%	68.56%	71.58%
		毛利率	24.92%	25.38%	24.85%
民丰特纸	烟草工业用纸（卷烟纸）	占当期主营业务收入的比例	42.88%	32.98%	30.26%
		毛利率	30.01%	28.42%	28.45%
仙鹤股份	烟草工业用纸（烟草行业配套系列）	占当期主营业务收入的比例	7.76%	9.19%	10.02%
		毛利率	23.44%	22.81%	16.48%
标的公司	烟草工业用纸	占当期主营业务收入的比例	97.84%	96.70%	96.80%
		毛利率	15.33%	21.57%	15.83%

注：民丰特纸、仙鹤股份数据取自其 2025 年度半年报数据，为 2025 年 1-6 月发生额。

由上表可知，标的公司 2024 年度烟草工业用纸毛利率为 21.57%，未高于其他同行业上市公司烟草工业用纸毛利率。标的公司销售收入中烟草工业用纸占比较同行业可比上市公司高,而烟草工业用纸的毛利率高于其他纸类产品的毛利率,因此 2024 年度标的公司综合毛利率较同行业公司高；2025 年 1-5 月标的公司烟草工业用纸毛利率为 15.33%，未高于其他同行业上市公司烟草工业用纸毛利率，且较 2024 年度毛利率下降 6.24 个百分点，主要原因系高透成形纸产品毛利率下降较大，具有合理性。

四、如按照公允价格，测算标的公司主要产品毛利率情况，进一步说明问题（2）

如假设标的公司系一家独立运营，并自行采购浆料进行生产销售的企业，其在各类销售、采购业务中的身份均是主要责任人，按其目前一般贸易模式（净额

法）和委托加工模式下的单位成本，加上直接采购自上市公司并用于加工生产对方高透成形纸产品的纸浆成本或上市公司直接供应的用于生产卷烟纸、普通成形纸的纸浆成本，按照各类市场售价扣除标的公司应承担的销售费用及研发费用（按 5%费用率）作为销售价格（**即标的公司对上市公司的销售价格按上市公司自标的公司采购该类产品的终端市场销售价格的 95%确定，对外部第三方的销售价格按实际售价确定**），模拟测算出标的公司在全额法模式下的主要产品毛利率如下：

单位：元/吨

产品名称	2025 年 1-5 月			2024 年度			2023 年度		
	单位售价	单位成本	毛利率	单位售价	单位成本	毛利率	单位售价	单位成本	毛利率
高透成形纸	18,155.75	14,191.27	21.84%	18,919.79	13,939.01	26.33%	19,634.48	14,143.72	27.96%
卷烟纸	10,105.15	8,668.88	14.21%	10,261.71	9,011.44	12.18%	11,231.50	10,671.13	4.99%
普通成形纸	10,258.97	8,879.11	13.45%	10,298.63	9,440.73	8.33%	11,835.73	10,962.51	7.38%
综合	12,539.91	10,372.79	17.28%	12,950.68	10,624.24	17.96%	13,465.25	11,605.81	13.81%

从上表模拟测算结果可知，2024 年度及 2025 年 1-5 月标的公司主要产品毛利率低于同行业可比上市公司，主要系考虑各类市场售价扣除标的公司应承担的销售费用及研发费用（按 5%费用率）作为销售价格所致，如考虑还原该部分 5%费用率，标的公司主要产品毛利率与同行业上市公司烟草工业用纸毛利率具备可比性。标的公司综合毛利率较同行业公司高，主要系其产品结构中毛利率相对较高的烟草工业用纸占比较高所致。按照前述测算后，标的公司各类产品毛利率变化情况分析如下：

1、高透成形纸

高透成形纸 2024 年度毛利率较 2023 年度毛利率略有下降，主要原因系生产该类产品的 PM3 生产线在 2023 年中安装调试及试运行较为顺利，产品良品率及产量很快趋于稳定，2024 年度产品单位成本较 2023 年度未发生重大波动，但销售价格有所下降所致。

2025 年 1-5 月，高透成形纸毛利率下降较大，主要原因系：2024 年下半年标的公司逐渐开发外部第三方客户，对该类客户主要销售高透成形纸辊纸，该类产品较高透成形纸最终成品因未完成分切工序，故产品售价均相对最终产品较低，该类产品毛利率低于销售给上市公司的高透成形纸毛利率。2025 年 1-5 月，高

透成形纸辊纸产品销售占比大幅上升，进而影响高透成形纸销售单价有所下降，同时，因高透成形纸生产所需的阿拉巴马浆采购价格有所上升，单位成本有所上升，以上综合影响2025年1-5月高透成形纸毛利率下降较大。

2、卷烟纸

卷烟纸2023年毛利率较低，主要原因系2023年上半年生产卷烟纸及普通成形纸的PM2生产线处于边生产边试运行阶段，直至年中才完成试运行和达产，因前期良品率较低进而影响2023年度该类产品毛利率较低。

卷烟纸2024年毛利率较2023年大幅上升，主要系随着技改完成和生产工人技术水平逐渐熟练，生产效率提升较大，同时卷烟纸订单量稳步增长，影响单位固定成本下降，进而影响单位成本下降，综合影响2024年度卷烟纸毛利率大幅上升。

卷烟纸2025年1-5月毛利率继续有所上升，主要原因系2024年度标的公司对PM2实施了进一步提高生产质量及效率的维修与技改工作，进一步提升了2025年1-5月的良品率，同时随着生产工人操作熟练度逐步提升，生产效率提升，影响单位成本下降及毛利率有所上升。

3、普通成形纸

普通成形纸2023年毛利率较低，主要原因与上述2中卷烟纸毛利率变化情况中说明一致。

2024年普通成形纸毛利率略有所上升，主要原因系：因上述2中卷烟纸毛利率变化情况中所述原因，2024年普通成形纸单位成本大幅下降，同时，2024年度普通成形纸销售价格较2023年度亦有所下降，但下降幅度小于单位成本下降幅度，综合影响普通成形纸2024年度毛利率略有上升。

普通成形纸2025年1-5月毛利率上升至13.45%，主要原因系：（1）普通成形纸（代工）产品因外销客户单价有所上涨及生产普通成形纸的纸浆（布阔浆等）市场价格下降而毛利率有所上升；（2）产品毛利率相对较高的普通成形纸（一般贸易）产品销售收入占全部普通成形纸销售收入的比例从2024年度19.49%上升至2025年1-5月为54.30%。

五、结合折旧摊销具体内容、管理人员构成及平均薪酬等，分析标的公司管理费用较高的原因和合理性，经营效率是否较低及依据；管理费用构成是否与同行业公司可比，各类服务费和修缮费的具体内容、与标的公司经营的关系、资金支付对象及具体情况、相关支出发生的合理性

（一）结合折旧摊销具体内容、管理人员构成及平均薪酬等，分析标的公司管理费用较高的原因和合理性，经营效率是否较低及依据

1、结合折旧摊销具体内容、管理人员构成及平均薪酬等，分析标的公司管理费用较高的原因和合理性

报告期内标的公司管理费用结构如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	占比	2024 年度	占比	2023 年度	占比
职工薪酬	257.07	52.23%	638.77	34.37%	479.39	24.83%
折旧及摊销费	131.40	26.70%	484.29	26.06%	582.93	30.19%
咨询及中介服务费	5.06	1.03%	359.45	19.34%	37.66	1.95%
安保环境服务费	13.28	2.70%	63.76	3.43%	77.20	4.00%
技术服务费	24.13	4.90%	76.00	4.09%	107.70	5.58%
修缮费	1.81	0.37%	11.31	0.61%	439.99	22.79%
办公费	18.05	3.67%	75.61	4.07%	81.12	4.20%
交通费	3.38	0.69%	13.83	0.74%	25.27	1.31%
差旅费	8.39	1.71%	15.18	0.82%	26.71	1.38%
业务招待费	9.03	1.83%	7.73	0.42%	22.00	1.14%
其他	20.63	4.19%	112.49	6.05%	50.82	2.63%
合计	492.23	100.00%	1,858.41	100.00%	1,930.79	100.00%
营业收入	4,591.92	-	11,029.01	-	7,282.37	-
管理费用率	10.72%	-	16.85%	-	26.51%	-

从上表可知，影响标的公司各年度管理费用发生额较高的主要原因是：各年度职工薪酬、折旧及摊销费发生额均较大，除此外 2023 年度修缮费和 2024 年度咨询及中介服务费用发生额较大，但属于偶发性费用，具体分析如下：

（1）折旧摊销具体内容

标的公司报告期各期折旧与摊销的具体内容如下：

单位：万元

项目	内容	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
固定资产折旧	办公楼、公寓、道路等折旧	47.35	129.17	162.46
	办公设备折旧	6.50	15.75	10.57
	办公车辆折旧	0.10	0.18	0.07
	技改闲置及停工期间机器设备折旧		36.32	31.97
	生产厂房未开机期间的折旧	53.90	247.09	322.87
	小计	107.85	428.52	527.95
无形资产摊销	办公大楼土地使用权	19.51	46.10	51.69
	小计	19.51	46.10	51.69
长期待摊费用摊销	装修费	4.04	5.72	
	维修费	0.00	3.95	3.29
	小计	4.04	9.67	3.29
合计		131.40	484.29	582.93

注：上表中生产厂房未开机期间的折旧费用主要系 PM3、PM4 生产线厂房和当时闲置并已于之后拆除重建的库房未投入生产使用期间计提的累计折旧。

标的公司报告期内折旧与摊销费主要系固定资产折旧及无形资产摊销，主要来自于 2006 年建成的办公大楼、员工宿舍计提的折旧和土地使用权摊销。同时，相较于正常经营的公司，标的公司报告期内前期因缺乏订单停工，中期因技改停工而有部分生产用固定资产折旧或无形资产摊销计入了管理费用，导致报告期内折旧及摊销费发生额及占比均较高的原因。随着标的公司与上市公司达成业务托管合作，并在上市公司协助下完成相关生产线的技改，生产经营情况改善，该部分因特殊原因计入管理费用的累计折旧预计未来将相应减少。

（2）管理人员构成及平均薪酬

标的公司报告期内管理人员构成及平均薪酬情况如下：

单位：万元

类别			2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
管理人员薪酬			257.07	638.77	479.39
管理人员平均人数(人)			44	44	40
标的公司管理人员平均薪酬			5.84	14.52	11.98
管理人员职级分布	高层	工资总额	60.92	148.16	49.43
		人数	3	3	1

		平均工资	**20.31**	49.39	49.43
	中层	工资总额	**24.09**	58.94	54.89
		人数	**2**	2	2
		平均工资	**12.05**	29.47	27.45
	普通	工资总额	**172.06**	431.67	375.06
		人数	**39**	39	37
		平均工资	**4.41**	11.07	10.14

注：上表系报告期各年度计入管理费用中的人员工资及分布情况。其中：高层为总经理及副总经理级别，中层为部门经理级别，普通人员主要包括行政及人力资源部人员、财务人员、食堂及后勤人员、仓管人员、安保人员等基层职员。上述人员中高层人员和中层人员主要由股东委派，其余人员系根据定岗定编情况并结合长期发展需要综合考量后进行市场招聘。

从上表可知，报告期内标的公司管理费用中薪酬费用总额和人均薪酬均逐步上升，主要和标的公司发展情况相关。2022 年度标的公司处于刚恢复生产不久的阶段，为保障标的公司的正常生产经营，需保证基本的管理岗位和配备适量的管理人员，但该阶段标的公司订单不足且经营亏损较大，几乎没有绩效奖金，故人均工资相对较低。2023 年起，随着标的公司与上市公司达成业务托管合作后引入上市公司在特种纸领域的先进管理经验，重新优化流程，在 2023 年度和 2024 年度营业收入大幅增长和业绩持续提升的情况下，新增部分管理人员。同时为鼓励员工积极性，发放的奖金增加，管理人员人均工资逐步增长。**2025 年 1-5 月，管理人员结构和人数未发生变化，平均工资（年化）较 2024 年度比较较为稳定。**

标的公司管理人员平均薪酬与成都市城镇单位就业人员年平均工资对比情况如下：

单位：万元

项目	2024 年	2023 年
成都市城镇单位就业人员年平均工资	-	10.06
标的公司管理人员平均薪酬	14.52	11.98

由上表可知，标的公司管理人员平均薪酬略高于成都市城镇单位就业人员年平均工资，标的公司管理人员平均薪酬具备合理性。

（3）其他大额费用

1）2023 年度

标的公司对整个厂区进行全方位的检查，对清查出的因年久失修而存在安全、

卫生、故障隐患等问题进而影响标的公司生产经营效率以及影响公司整体面貌形象的基础设施或产线项目进行多项修缮或美化工程，为此当年度修缮费发生439.99 万元，该类项目完成后大部分预计 5 年内无需重复发生相关费用。

2）2024 年度

2024 年度咨询及中介服务费发生额较大，主要原因系标的公司为及时、准确的掌握政府补助相关政策，并更好的申报“绿色节能、智能制造技术改造项目”、“温江区产业扶持专项资金”等政府补助项目，而聘请第三方中介机构提供专业咨询及辅导服务，并于同年成功获取与资产相关的政府补助资金合计约 2,805.30 万元，为此发生相关咨询及服务费 331.19 万元（不含税）。该类咨询服务费系为获取对标的公司未来发展至关重要的重大政府补助服务，因该类重大补助项目对申报材料专业度要求较高，故需聘请专业机构给予辅导和支持。因类似重大政府补助是否发生与政府扶持政策变化情况有关，不具备规律性和经常性，因此相应的咨询服务费也并非具备规律性和经常性支出。

综上所述，报告期内标的公司管理费用较高主要原因是各年度职工薪酬、折旧与摊销费发生额较大，同时个别年度因特别情况而存在部分偶发费用，如 2023 年度发生的大额修缮费、2024 年度发生的大额咨询及中介服务费等，标的公司管理费用具备合理性。

2、经营效率是否较低及依据

报告期内，标的公司与同行业可比上市公司的管理费用率（管理费用/营业收入）对比情况如下：

证券简称	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
恒丰纸业	3.43%	3.64%	3.97%
民丰特纸	9.23%	6.38%	4.76%
仙鹤股份	1.70%	1.69%	1.72%
五洲特纸	1.13%	1.41%	1.47%
荣晟环保	2.42%	2.21%	2.04%
齐峰新材	2.62%	2.18%	2.27%
华旺科技	1.48%	1.48%	1.31%
平均值	3.14%	2.71%	2.50%

证券简称	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
标的公司	10.72%	16.85%	26.51%

从上表可知，标的公司报告期内管理费用率大幅高于同行业公司，主要系以下原因：

（1）报告期内标的公司营业收入水平相对较低

标的公司自 2016 年完成破产重整后，因烟用产品市场的特殊性，一直未能打开该市场，导致公司生产经营长期处于停滞状态，自 2021 年才全面恢复生产，导致 2022 年度公司尚处在业务发展起步阶段，订单量较少；2023 年起随着和上市公司开始业务托管合作，标的公司完成了相关产品生产线的技改，同时订单量稳步增长，营业收入也随之大幅增长，但因业务托管合作带来销售模式的转变，无论在以委托加工还是以一般贸易（净额法）的方式为上市公司加工生产相关产品的模式下，标的公司的业务收入中都不含主材浆板的价格。经查阅同行业公司的公开披露信息，未见以委托加工或净额法核算收入为主的公司，导致标的公司的在同等订单量增长情况下，收入增幅要低于同行业公司。

（2）报告期内管理费用中折旧及摊销基数较大

标的公司历史上曾系国内烟草工业用纸领域内的知名企业之一，因所处造纸行业的生产经营特点，其长期资产投入较大，已具备一定的资产规模。后续随着破产重整引入的投资人竹浆纸业为恢复生产和打开烟用产品市场而持续投入固定资产改造或扩建，造成标的公司相关长期资产在报告期内账面价值较高，还因报告期内标的公司曾处于因订单不足或生产线技改而停产状态，综合影响管理费用中固定资产累计折旧、无形资产摊销等固定费用金额较大。

（3）报告期内薪酬费用相对收入比重较高

为维持标的公司的生产经营，标的公司需配备基本的管理人员，同时，这部分人员的薪酬支出中相当部分为固定费用，故在标的公司目前还在业务发展前期阶段情况下，该类费用的效应还未被充分利用，反映在目前销售规模下该类费用占收入比重较大，但随着未来标的公司收入的快速增长，该类费用占收入的比例会降低。

（4）报告期内存在其他特殊费用项目较大的影响

报告期内标的公司个别年度因特别情况而存在部分偶发费用，如 2023 年度发生的大额修缮费、2024 年度发生的大额咨询及中介服务费等。

综上分析，标的公司在其 2016 年完成破产重整前即通过多年经营积累了较固定资产和土地使用权资产。2022 年度，标的公司开始与上市公司开展业务合作，随后进一步达成于 2023 年开始的业务托管合作。依托上市公司在特种纸领域的管理经验和技术实力，标的公司经营状况不断改善，表现在机器设备技改顺利完成，营业收入快速增长，亏损大幅收窄，2023 年、2024 年及 **2025 年 1-5 月**管理费用率持续下降，分别为 **26.51%、16.85%和 10.72%**，标的公司经营效率在持续提升。目前标的公司管理费用率仍高于同行业公司，主要原因系标的公司现有 PM3 号生产线产能还未完全释放以及筹建及改造中的 PM1、PM4 号生产线还未投产运营，导致标的公司目前较同行业公司相比不具备规模效益。未来随着标的公司订单稳步增长、相关生产线顺利建成运营，盈利能力逐步释放，标的公司管理费用率有望进一步下降，经营效率将进一步提升。

（二）管理费用构成是否与同行业公司可比，各类服务费和修缮费的具体内容、与标的公司经营的关系、资金支付对象及具体情况、相关支出发生的合理性

1、管理费用构成是否与同行业公司可比

标的公司管理费用中除折旧及摊销费、薪酬费用外，主要还包括办公费、安保及环境费、技术服务费、修缮费咨询及中介服务费。对比标的公司和同行业公司 2024 年度管理费用结构如下：

项目	恒丰纸业	民丰特纸	仙鹤股份	五洲特纸	荣晟环保	齐峰新材	华旺科技	平均值	标的公司
职工薪酬	48.21%	53.63%	51.70%	46.91%	50.23%	39.13%	47.14%	48.14%	**34.37%**
折旧及摊销费	20.47%	16.23%	25.06%	17.45%	13.33%	13.52%	14.09%	17.17%	**26.06%**
咨询及中介服务费	5.90%	3.99%	2.66%	7.39%	3.23%	2.03%	5.72%	4.42%	**19.34%**
技术服务费	-	-	-	-	2.04%	-	-	2.04%	**4.09%**
办公费（含水电）	3.35%	7.15%	10.53%	5.37%	2.42%	2.19%	2.60%	4.80%	**4.07%**
安保环境服务费	13.34%	-	-	-	-	-	-	13.34%	**3.43%**
交通费	3.02%	-	3.63%	-	-	2.54%	-	3.07%	**0.74%**
修缮费	-	1.71%		0.24%	-	-	4.08%	2.01%	**0.61%**
其他	5.70%	17.29%	6.42%	22.63%	28.75%	40.58%	26.37%	21.11%	**7.29%**

项目	恒丰纸业	民丰特纸	仙鹤股份	五洲特纸	荣晟环保	齐峰新材	华旺科技	平均值	标的公司
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	-	100.00%

从上表分析可知：（1）标的公司和同行业公司的管理费用中职工薪酬和折旧及摊销均系最主要的费用明细，大部分情况下系占比最高的两大费用；（2）标的公司咨询及中介服务费占比较高，主要系因申报大额政府补助之特别事项原因，标的公司支付了 331.19 万元咨询及服务费，如扣除上述影响，标的公司咨询服务费占比将下降至约 1.87%；（3）标的公司技术服务费系支付给业务托管合作方恒丰纸业的技术服务费，同行业公司不存在该类合作模式，未单列该项费用明细；（4）办公费系同行业公司的主要费用之一；（5）标的公司的安保环境服务费主要包括厂区安保及绿化卫生服务费等，除恒丰纸业外，其余同行业公司未单列该项费用，但该类支出属于常规支出，其余同行业公司可能在办公费或其他项下进行归集；（6）发生额较小的交通费和修缮费部分同行业公司有单列；（7）除以上费用明细外，仙鹤股份和齐峰新材披露有停工（机）损失，标的公司在停工期间的折旧与摊销费用也计入了管理费用中；民丰特纸披露有大额的碳排放费用、土地租赁费，华旺科技披露有股份支付费用，标的公司不存在相关支出；荣晟环保披露有大额排污费，标的公司相关费用不大，且在生产成本中核算。

综上，标的公司管理费用明细组成大部分和同行业公司一致，但因主要产品或业务模式不完全一致，费用结构占比存在一定的差异。

（三）各类服务费和修缮费的具体内容、与标的公司经营的关系、资金支付对象及具体情况、相关支出发生的合理性

1、报告期内各类服务费

标的公司报告期内服务费主要为技术服务费、安保环境服务费、咨询及中介服务费等，以下列示各年度 5 万元以上主要服务费供应商和主要项目：

2025 年 1-5 月

单位：万元

序号	项目	具体内容及与标的公司经营的关系	金额	服务商	资金支付对象
1	技术服务费	恒丰技术人员技术服务费	24.13	牡丹江恒丰纸业股份有限公司	牡丹江恒丰纸业股份有限公司
2	安保环境服务费	绿化养护费	9.08	成都新升力管道疏通有限公司	成都新升力管道疏通有限公司

2024 年度

单位：万元

序号	项目	具体内容及与标的公司经营的关系	金额	服务商	资金支付对象
1	技术服务费	因提供托管经营所需的技术人员及相关资源而支付的服务费	70.79	恒丰纸业	恒丰纸业
2	技术服务费	申报专利服务	5.00	成都四四六科技有限公司	成都四四六科技有限公司
3	安保环境服务费	厂区内的绿化用地及养护、道路卫生	32.60	成都新升力管道疏通有限公司	成都新升力管道疏通有限公司
4	安保环境服务费	厂区内绿植修剪机补充等园林类服务	16.55	成都永富永盛农业有限公司	成都永富永盛农业有限公司
5	安保环境服务费	公寓卫生及树木清理费	7.06	四川城市绿荫环境绿化工程有限责任公司	四川城市绿荫环境绿化工程有限责任公司
6	咨询及中介服务费	协助掌握国家政策，辅导制作政府补助申报材料等服务	331.19	正合信商业管理（成都）有限责任公司	正合信商业管理（成都）有限责任公司
7	咨询及中介服务费	法律咨询服务	5.66	四川豪诚企业清算事务所有限公司	四川豪诚企业清算事务所有限公司

2023 年度

单位：万元

序号	项目	具体内容及与标的公司经营的关系	金额	服务商	资金支付对象
1	技术服务费	因提供托管经营所需的技术人员及相关资源而支付的服务费	77.28	恒丰纸业	恒丰纸业
2	技术服务费	劳务派遣人员工资	30.42	四川新起程企业管理有限公司	四川新起程企业管理有限公司
3	安保环境服务费	厂区内绿植修剪机补充等园林类服务、草皮补充	49.71	成都永富永盛农业有限公司	成都永富永盛农业有限公司
4	安保环境服务费	厂区内的绿化用地及养护、道路卫生	13.71	成都富莱达管道疏通服务有限公司	成都富莱达管道疏通服务有限公司
5	安保环境服务费	厂区内的绿化用地及养护、道路卫生	8.40	成都新升力管道疏通有限公司	成都新升力管道疏通有限公司
6	咨询及中介服务费	用友财务软件的信息化服务	14.56	湖南云特信息技术有限公司	湖南云特信息技术有限公司
7	咨询及中介服务费	所得税汇算清缴鉴证服务	8.96	众环海华税务师事务所	众环海华税务师事务所
8	咨询及中介服务费	办公软件系统运维服务费	5.94	成都快鸟科技有限公司	成都快鸟科技有限公司

综上，上述各类服务费中：（1）技术服务费主要系支付给业务托管合作方恒丰纸业的因提供托管经营所需的技术人员及相关资源而支付的服务费，以及2023 年度因业务发展较快，相关人员招聘出现缺口而短暂通过第三方以劳务派遣方式聘用的人员费用；（2）安保环境服务费主要包括为维护公司园区环境而发生的绿化养护费用、道路卫生费用、管道疏通及垃圾清运工程费用等，其中2023 年因厂区内绿植修剪及补充、草皮修缮与补充等园林类服务而支付给成都永富永盛农业有限公司较多安保环境服务费系基于标的公司占地 180 亩，从建厂以来即按园林式厂区进行规划设计和建设，但自 2012 年破产重整起自 2021 年恢复生产前在这方面投入较少，导致厂区内杂草较多、绿植及草坪毁损严重，标的公司在与上市公司开展合作并达成业务托管后，经营情况好转，为了给全体员工创造更好的工作生活环境，也为进一步提升公司形象，标的公司做出对整个厂区进行修缮和美化，恢复公司园林式厂区面貌的决定，经招标后由成都永富永盛农业有限公司承接上述项目；（3）咨询及中介服务费用主要包括 2024 年度为及时、准确的掌握政府补助相关政策，并更好的申报相关政府补助项目，而聘请第三方中介机构提供专业咨询及辅导服务支付的服务费、因提供所得税汇算清缴鉴证服务、提供环境影响评价服务、提供管理制度优化咨询服务而支付给中介机构的咨询及服务费。相关服务费均系通过银行转账方式支付给供应商，相关支出发生具备合理性。

2、报告期内修缮费用

标的公司报告期内修缮费用发生项目较多，主要系小金额零星工程，以下列示各年度**5 万元以上**主要修缮服务供应商和主要修缮项目：

单位：万元

年度	供应商	具体内容	金额	资金支付对象
2024 年度	成都市温江天府建筑有限公司	东侧大门围墙恢复	7.89	成都市温江天府建筑有限公司
2023 年度	四川柏思博建筑工程有限公司	车间、库房彩钢板外墙喷涂彩板漆工程款，厂区内道路混混凝土维修	148.44	四川柏思博建筑工程有限公司
	四川远舰建设有限责任公司	办公楼外墙玻璃幕更换款，3 号机厂房二楼抄纸车间天棚、梁、柱面粉刷款	81.82	四川远舰建设有限责任公司
	常熟市虞城建筑安装	厂房屋面防水施工	72.20	常熟市虞城建筑安

年度	供应商	具体内容	金额	资金支付对象
	工程有限公司			装工程有限公司
	成都豪莱辰环保科技有限公司	零星维修施工	37.79	成都豪莱辰环保科技有限公司
	成都常晟达装饰工程有限公司	2 号机、仓库、锅炉房等更换窗款	32.44	成都常晟达装饰工程有限公司

由上表可知，报告期内标的公司修缮费用主要和厂区内的各项基础设施及生产车间的维护与修缮相关，其中 2023 年度发生额较大的主要原因系标的公司 2023 年度对整个厂区进行全方位的检查，对清查出的因年久失修而存在安全、卫生、故障隐患等问题进而影响标的公司生产经营效率以及影响公司整体面貌形象的基础设施或产线项目进行多项修缮或美化工程。

3、报告期内服务费、修缮费用供应商的具体情况

（1）报告期内，标的公司服务费供应商的主要情况

2025 年 1-5 月											
供应商名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	采购金额（万元）	采购内容	是否与上市公司、标的公司存在关联关系	是否由上市公司指定或推荐	是否主要为上市公司/标的公司提供服务	收入规模
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	纸、纸浆和纸制品制造、销售；造纸原辅料生产、销售及技术开发；制浆、造纸工艺设计和技术服务	1994-3-6	29,873.14	29,873.14	2,049	24.13	恒丰技术人员技术服务费	是	是	是	27.74 亿元
成都新升力管道疏通有限公司	环境卫生管理；园林绿化工程施工;城市绿化管理	2023-7-25	10.00	-	6	9.08	绿化养护费	否	否	否	60-70 万元
						33.20					
2024 年											
供应商名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	采购金额（万元）	采购内容	是否与上市公司、标的公司存在关联关系	是否由上市公司指定或推荐	是否主要为上市公司/标的公司提供服务	收入规模

牡丹江恒丰纸业股份有限公司	纸、纸浆和纸制品制造、销售；造纸原辅料生产、销售及技术开发；制浆、造纸工艺设计和技术服务	1994-03-06	29,873.14	29,873.14	2,049	70.79	因提供托管经营所需的技术人员及相关资源而支付的服务费	是	是	是	27.74 亿元
成都四四六科技有限公司	技术服务;企业管理;企业管理咨询;商务代理代办服务	2020-01-09	100.00	-	23	5.00	申报专利服务	否	否	否	约 200 万元
成都新升力管道疏通有限公司	环境卫生管理;园林绿化工程施工;城市绿化管理	2023-07-25	10.00	-	6	32.60	厂区内的绿化用地及养护、道路卫生	否	否	否	
成都永富永盛农业有限公司	花卉种植;树木种植经营;林业产品销售;	2022-10-12	500.00	-	5	16.55	厂区内绿植修剪机补充等园林类服务	否	否	否	约 120 万元
四川城市绿荫环境绿化工程有限责任公司	园林绿化工程施工;农业园艺服务	2009-08-20	50.00	-	20	7.06	公寓卫生及树木清理费	否	否	否	约 150 万元
正合信商业管理（成都）有限责任公司	商业综合体管理服务;社会经济咨询服务;信息系统集成服务;财政资金项目预算绩效评价服务;	2022-07-11	100.00	-	15	331.19	协助掌握国家政策，辅导制作政府补助申报材料等服务	否	否	否	超 800 万元

四川豪诚企业清算事务所有限公司	破产清算、重整、和解咨询、策划服务	2005-01-11	100.00	100.00	26	5.66	法律咨询服务	否	否	否	
合计						468.85					
2023 年											
供应商名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	采购金额（万元）	采购内容	是否与上市公司、标的公司存在关联关系	是否由上市公司指定或推荐	是否主要为上市公司/标的公司提供服务	收入规模
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	纸、纸浆和纸制品制造、销售；造纸原辅料生产、销售及技术开发；制浆、造纸工艺设计和技术服务	1994-03-06	29,873.14	29,873.14	2,049	77.28	因提供托管经营所需的技术人员及相关资源而支付的服务费	是	是	是	27.74 亿元
四川新起程企业管理有限公司	人力资源服务；劳务派遣服务。	2019-12-14	200.00	200.00	8	30.42	劳务派遣人员工资	否	否	否	约 1,700 万元
成都永富永盛农业有限公司	花卉种植;树木种植经营;林业产品销售；	2022-10-12	500.00	-	5	49.71	厂区内绿植修剪及补充等园林类服务、草皮补充	否	否	否	约 120 万元

成都富莱达管道疏通服务有限公司	园林绿化工程的设计、施工及养护	2019-11-14	100.00	-	2	13.71	厂区内的绿化用地及养护、道路卫生	否	否	否	约 40 万元
成都新升力管道疏通有限公司	环境卫生管理;园林绿化工程施工;城市绿化管理	2023-07-25	10.00	-	0	8.40	厂区内的绿化用地及养护、道路卫生	否	否	否	
湖南云特信息技术有限公司	信息技术咨询服务;信息系统集成服务;软件开发;软件技术服务;计算机数据处理	2017-12-14	200.00	-	2	14.56	用友财务软件的信息化服务	否	否	否	
成都众环海华税务师事务所有限公司	税务咨询;税务代理服务;企业经营策划。	2006-05-08	100.00	0.10	89	8.96	所得税汇算清缴鉴证服务	否	否	否	约 2,496.06 万元
成都快鸟科技有限公司	计算机软件、硬件及外部设备的技术开发、咨询及技术服务	2011-07-20	30.00	30.00	5	5.94	办公软件系统运维服务费	否	否	否	
合计						208.98					

数据来源：天眼查官方网站、各公司官网、标的公司供应商资料

注：上述供应商实缴资本来自公开渠道查询结果，但因现行法规未强制要求公示实缴资本，部分供应商未披露相关信息；上述供应商的人员数量系经公开渠道查询的“参保人数”，部分供应商人员数量已根据其向标的公司出具的说明（如有）进行替换，供应商收入规模系其向标的公司提供的 2024 年全年营业收入

1）服务费供应商变化原因

报告期内，标的公司服务费类供应商主要为技术服务费、安保环境服务费、咨询及中介服务费等供应商，涉及提供产品服务类型主要受各年度实际采购需求影响而变化，具体分析如下：

①技术服务费

报告期内，上市公司作为技术服务供应商成为标的公司前五大供应商并保持稳定，主要原因系标的公司与上市公司于 2023 年进入托管合作期后，标的公司根据上市公司派驻技术及管理人员的情况支付相应的技术服务费；2023 年度，四川新起程企业管理有限公司因协助标的公司解决其业务发展较快，相关人员招聘出现缺口问题而短暂提供劳务派遣服务；2024 年度，成都四四六科技有限公司因协助标的公司申报专利事项而提供专利申报服务。

②安保环境服务费

安保环境服务费主要包括为维护公司园区环境而发生的绿化养护费用、道路卫生费用、管道疏通及垃圾清运工程费用等。

成都富莱达管道疏通服务有限公司、成都新升力管道疏通有限公司实际系同一团队经营的公司，主要负责标的公司厂区内的绿化用地及养护、道路卫生，因对方内部安排调整，2023 年中以前，标的公司系与成都富莱达管道疏通服务有限公司签约，2023 年中以后，则系由成都新升力管道疏通有限公司承接以上业务。

2023 年度标的公司为恢复和保持其厂区环境，需要能提供厂区内绿植修剪及补充的服务商，成都永富永盛农业有限公司因此成为标的公司 2023 年度和 2024 年度该类服务供应商。

③咨询及中介服务费

2024 年度，标的公司为及时、准确的掌握相关政府补助政策，并更好的申报“绿色节能、智能制造技术改造项目”等政府补助项目，而聘请正合信商业管理（成都）有限责任公司提供专业咨询及辅导服务；为梳理历史期间破产重整事项，标的公司聘请原破产重整时清算组管理人四川豪诚企业清算事务所有限公司

提供专项法律服务。

2023 年度，标的公司因所得税汇算清缴鉴证所需、办公软件系统运维服所需而分别与成都众环海华税务师事务所有限公司、成都快鸟科技有限公司签约。

2）服务费供应商选取情况

①供应商选取方式符合实际情况

报告期内，标的公司上述服务类供应商通常综合考虑产品或服务价格、产品或服务质量、售后服务政策及货款信用政策等因素，并通过市场化比价后确定。前述供应商并非由上市公司指定，且除了上市公司自身作为技术服务供应商外，其他供应商与上市公司和标的公司均不存在关联方关系。

②选取供应商不存在经营异常情况

报告期内，标的公司服务费类供应商存在注册资本较小、实缴资本规模较小或公开信息查询其实缴资本未显示，其主要原因系其从事服务类业务，不涉及生产及复杂加工业务，注册资本的要求较低。

报告期内，标的公司服务费类供应商存在部分员工参保人数较少的情况主要系其为私营企业，根据其实际经营情况及员工意愿，未缴纳员工社保，不影响其对公司的履约能力及稳定性。

报告期内，标的公司服务费类供应商主营业务均与标的公司实际采购需求相关，成立时间大部分都在 1 年以上，总体经营情况正常。

③选取部分非本地供应商具有商业合理性

报告期内，标的公司主要服务费类供应商中存在少数非四川本地企业，均系标的公司通过市场化方式选择确定，具有商业合理性。相关供应商具体情况分析如下：

2023 年度湖南云特信息技术有限公司为标的公司提供信息化流程管理完善服务，该供应商具备信息化流程管理服务相关专业能力，能很好满足标的公司业务信息化流程梳理及相关管理制度建设的要求，该供应商与上市公司和标的公司均不存在关联方关系。

3）采购价格公允性

报告期内,标的公司与主要服务费类供应商之间交易均在平等自愿的基础上经协商一致达成，遵循了平等、自愿、等价、有偿的原则，采购价格主要依据市场化比价确认，采购价格基本与市价保持一致，定价公允。

（2）报告期内，标的公司修缮费供应商情况

2024 年											
供应商名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	采购金额（万元）	采购内容	是否与上市公司、标的公司存在关联关系	是否由上市公司指定或推荐	是否主要为上市公司/标的公司提供服务	收入规模
成都市温江天府建筑有限公司	各类工程建设活动；建筑劳务分包；土石方工程施工；	1984-12-03	2,026.20	2,026.20	38	7.89	东侧大门围墙恢复	否	否	否	
四川恩乾建设工程有限公司	机电工程；幕墙工程；建筑装饰装修工程；钢结构工程	2019-09-10	200.00	-	0	2.63	2024 年厂房、库房维修	否	否	否	约 100 万元
合计						10.52					
2023 年											
供应商名称	主营业务	成立时间	注册资本（万元）	实缴资本（万元）	人员数量	采购金额（万元）	采购内容	是否与上市公司、标的公司存在关联关系	是否由上市公司指定或推荐	是否主要为上市公司/标的公司提供服务	收入规模

四川柏思博建筑工程有限公司	建设工程施工；住宅室内装饰装修；建设工程监理；建设工程设计	2022-11-04	100.00	-	3	148.44	车间、库房彩钢板外墙喷涂彩板漆工程款，厂区内道路混凝土维修	否	否	否	约 900 万元
四川远舰建设有限责任公司	建设工程施工；建筑劳务分包。	2001-04-26	14,080.00	14,080.00	136	81.82	办公楼外墙玻璃幕更换款，3 号机厂房二楼抄纸车间天棚、梁、柱面粉刷款	否	否	否	约 3 亿元
常熟市虞城建筑安装工程有限公司	房屋建筑、地基与基础、装饰装修、机电设备安装、水电安装，建筑防水工程施工	2004-09-14	4,600.00	4,600.00	76	72.20	厂房屋面防水施工	否	否	否	约 1.7 亿元
成都豪莱辰环保科技有限公司	建设工程施工	2018-04-12	200.00	-	3	37.79	零星维修施工	否	否	否	约 360 万元
成都常晟达装饰工程有限公司	住宅室内装饰装修；各类工程建设活动；房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包。	2021-01-08	120.00	-	2	32.44	2 号机、仓库、锅炉房等更换窗款	否	否	否	约 150 万元
合计						372.69					

（1）修缮费供应商变化原因

2022 年度，标的公司恢复生产经营不久后因办公楼零星装修项目通过比价选择了乐山南岸建筑有限公司。

2023 年度，标的公司对整个厂区进行全方位的检查，对清查出的因年久失修而存在安全、卫生、故障隐患等问题进而影响标的公司生产经营效率以及影响整体形象的基础设施或产线项目进行多项修缮或美化工程。四川柏思博建筑工程有限公司、四川远舰建设有限责任公司、常熟市虞城建筑安装工程有限公司、成都豪莱辰环保科技有限公司、成都常晟达装饰工程有限公司因此成为标的公司 2024 年度主要修缮费供应商。

2024 年度，在 2023 年度已进行厂区内全面修缮的情况下当年度修缮费用大幅下降，主要因东侧大门围墙恢复项目、厂房、库房零星维修项目而分别与成都市温江天府建筑有限公司、四川恩乾建设工程有限公司签约。

（2）修缮费供应商选取情况

1）供应商选取方式符合实际情况

报告期内，标的公司上述修缮费供应商通常考虑其行业施工经验、施工方案、施工建设效率、报价等因素，并通过招投标方式或市场比价后确定。前述供应商并非由上市公司指定，也与上市公司和标的公司均不存在关联方关系。

2）选取供应商不存在经营异常情况

报告期内，标的公司修缮费类供应商存在注册资本较小、实缴资本规模较小或公开信息查询其实缴资本未显示，其主要原因系其从事服务类业务，不涉及生产及复杂加工业务，注册资本的要求较低。

报告期内，标的公司修缮费类供应商存在部分员工参保人数较少的情况主要系其为私营企业，根据其实际经营情况及员工意愿，未缴纳员工社保，不影响其对公司的履约能力及稳定性。

报告期内，标的公司修缮费类供应商主营业务均与标的公司实际采购需求相关，成立时间大部分都在 1 年以上，总体经营情况正常。

3）选取部分非本地供应商具有商业合理性

报告期内，标的公司修缮费供应商中存在个别非四川本地企业，均系标的公司通过市场化方式选择确定，具有商业合理性。相关供应商具体情况分析如下：

2023 年度标的公司厂房屋面防水施工项目由非本地供应商常熟市虞城建筑安装工程有限公司中标，该公司具备相应资质，经招标后价格最优（约低 15%）中标。

（3）采购价格公允性

报告期内，标的公司小修缮项目主要依据市场化比价确认，采购价格基本与市价保持一致，定价公允。其他供应商主要通过招投标确定，相关厂商均需参考公开市场价格报价履行招投标程序，标的公司综合考虑其行业施工经验、施工方案、施工建设效率、报价等因素选取选供应商，双方交易定价公允。

六、标的公司财务费用较高的原因，结合未来资金需求和经营预期等，说明是否将继续承担高额负债，是否将对标的公司和上市公司形成拖累，以及对其经营业绩的影响

（一）标的公司财务费用较高的原因

报告期内标的公司财务费用构成如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
利息支出	**186.04**	813.95	1,011.46
利息收入	**8.57**	12.30	2.89
汇兑净损益	**-**	-	0.03
其他	**0.89**	0.82	1.43
合计	**178.35**	802.47	1,010.02

报告期内标的公司财务费用主要系利息支出，主要原因为标的公司自破产重整以来，因烟用产品市场的特殊性，迟迟不能打开市场局面，生产经营停滞不前，标的公司为维持基本生产经营而向关联方或外部金融机构借入有息负债较多；2023 年起和恒丰纸业开展委托管理合作后，虽然标的公司营业收入有所好转，但业务规模扩张的同时，对营运资金的需求也相应增加，同时由于业务发展所需，对生产线设备改造等资本性支出增加导致 2023 年度及 2024 年度利息支出较高。**2025 年 1-5 月因标的公司已于 1 月偿还完对远东融资租赁公司售后回租融资借**

款以及2024年度对竹浆纸业的关联方借款债转股，2025年不再发生相关关联方资金占用利息支出，利息支出较2024年度大幅下降。报告期利息支出构成情况如下：

（1）2025年1-5月

单位：万元

项目	借款情况	利率	利息费用
成都银行借款利息	本金1,000万元（计息期间全年）	3.5%	14.68
宜宾银行借款利息	本金1,000万元（计息期间全年）	5.35%	154.45
宜宾银行委托借款利息	福华集团委托贷款本金8,700万元（计息期间全年）	3.65%	
远东融资租赁利息	融资租赁借款 4,000万元，已于2025年1月提前还清剩余本金1317.49万元。	9.25%	10.26
关联方资金占用利息-竹浆纸业	根据合同约定随借随还，按占用资金和占用天数计算利息	中国人民银行2025年1月公告的一年期贷款市场报价利率（LPR）3.1%	6.65
合计			186.04

（2）2024年度

单位：万元

项目	借款情况	利率	利息费用
成都银行借款利息	本金1,000万元（计息期间全年）	4%（1-11月）、3.5%（12月）	39.78
宜宾银行借款利息	本金1,000万元（计息期间全年）	5.35%	377.23
宜宾银行委托借款利息	福华集团委托贷款本金8,700万元（计息期间全年）	3.65%	
远东融资租赁利息	融资租赁借款 4,000万元，1-7月还款183.20万元（本金+利息），7月提前还本金 646.42 万元，8-12月还款137.40万元（本金+利息）	9.25%	237.55
关联方资金占用利息-竹浆纸业	根据合同约定随借随还，按占用资金和占用天数计算利息	中国人民银行2024年1月公告的一年期贷款市场报价利率（LPR）3.45%	159.38

项目	借款情况	利率	利息费用
合计			813.95

（2）2023 年度

单位：万元

项目	借款情况	利率	利息费用
成都银行借款利息	本金 1,000 万元（计息期间 11-12 月）	4%	4.67
宜宾银行借款利息	本金 1,000 万元（计息期间全年）	6.10%（1-5 月）、5.35%（6-12 月）	251.79
宜宾银行委托借款利息	福华集团委托贷款本金 8,700 万元（计息期间 5-12 月）	3.65%	
远东融资租赁利息	融资租赁借款 4,000 万元，每月还款 183.2 万元（本金+利息）（计息期间 11-12 月）	9.25%	62.16
关联方资金占用利息-竹浆纸业	根据合同约定随借随还，按占用资金和占用天数计算利息	中国人民银行 2023 年 1 月公布的一年期贷款市场报价利率 3.65%	678.87
其他贴息利息	银行收取的贴息利息		13.97
合计			**1,011.46**

注：锦丰纸业与远东国际融资租赁有限公司于 2023 年 10 月签署售后回租赁合同融入资金 4,000 万元，合同约定 2023 年 11 月至 2025 年每月还款 183.20 万元（含本金+利息）。因福华集团经营需要资金，锦丰纸业将其中 3,000 万元借给其使用，同时按每月还款利息部分中对应 3,000 万元本金的利息支出，收取福华集团的利息（计入投资收益）。

（二）结合未来资金需求和经营预期等，说明是否将继续承担高额负债，是否将对标的公司和上市公司形成拖累，以及对其经营业绩的影响

标的公司未来主要资金需求为 PM1 生产线的建设，PM1 生产线建设项目系 2024 年由锦丰纸业管理委员会决策投资项目，产能 3 万吨/年。**PM1 生产线含税总投资 23,348.78 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，银行贷款额度 16,000.00 万元（拟替换目前以融资租赁方式取得的借款 13,153.02 万元），其余部分由自有资金补足，截至 2025 年 10 月底，实际已支付 PM1 项目含税建设资金 15,473.05 万元。**

根据锦丰纸业未来盈利预测，2026 年 PM1 生产线逐步投产后，锦丰纸业盈利能力将大幅提升，其自身经营现金可以逐步覆盖对外借款利息及还款支出。**根据成都银行股份有限公司出具的《成都银行行级信用审批委员会审批结论意见**

书》，其同意向标的公司提供 16,000 万元项目贷款，期限 8 年、利率 3%；根据以上授信方案及相关还款计划，2026 年至 2033 年标的公司营业收入、自由现金流及本息偿还模拟测算如下：

单位：万元

年度	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
本金偿还	100.00	500.00	1,800.00	2,300.00	2,500.00
利息偿还	880.22	871.22	836.72	775.22	703.22
当年需偿还合计	980.22	1,371.22	2,636.72	3,075.22	3,203.22
情景一：营业收入 100%实现					
营业收入	23,197.07	31,344.20	36,481.83	36,484.37	36,487.00
自由现金流	3,764.27	4,063.66	7,886.81	9,130.92	8,891.57
偿还后剩余现金	2,784.05	5,476.50	10,726.59	16,782.29	22,470.65
情景二：营业收入 68%实现					
营业收入	15,828.60	21,369.34	24,863.69	24,866.23	24,868.86
自由现金流	2,000.25	926.95	4,771.83	5,139.46	4,994.66
偿还后剩余现金	1,020.04	575.77	2,710.88	4,775.12	6,566.56

注 1：各年度自由现金流测算时已考虑标的公司应付账款、其他应付款、应付职工薪酬、应交税费等负债的资金滚动影响，上表不需重复扣减；2026 年自由现金流综合考虑了本次加期评估基准日的溢余资金情况；

注 2：根据目前规划，2031 年-2033 年（永续期）标的公司年偿还本息合计分别为 3,226.72 万元、3,641.22 万元、3,548.22 万元，预计届时标的公司经营稳定、现金流结余充裕（截至 2030 年底预计偿还后剩余现金已达 6,566.56 万元），偿还剩余债务压力较小；

注 3：以上营业收入敏感性系假设因产品销量不及预期导致收入下降。

综上所述，标的公司已对 PM1 生产线建设所需资金进行了详细筹划，**23,348.78 万元总投资中，已投入资金 15,473.05 万元，待投入资金 7,875.73 万元；预计 PM1 生产线建设的金融机构借款最终由 16,000 万元成都银行股份有限公司借款组成。**按当前盈利预测自由现金流测算，不考虑标的公司当前账面货币资金余额因素，标的公司实现 68%预测营业收入即可兑付融资本息。此外，标的公司将持续关注自身收入实现情况，通过新增金融机构融资替换借款、债务展期、新增股东借款等方式弥补因收入不及预期产生的短期资金缺口。

此外，基于行业未来发展趋势及客户拓展情况、结合收购标的公司后的产能情况，上市公司相关产品的销售预期良好（详见问题 1 回复）；根据双方合作意向备忘录及并购交易整体安排，未来锦丰纸业生产的产品主要销售给恒丰纸业并由恒丰纸业统一对外销售，故标的公司交易完成后的销售及订单规模亦有所支撑。综上，标的公司整体偿债风险可控，面临扩张过快导致资金紧张的风险较小，不会对上市公司现金流形成较大拖累，**标的公司债务对其经营业绩的影响主要系相关利息费用。**

七、具体分析标的公司持续亏损原因，2022 年-2024 年净利润规模变化原因，以及 2023 年收入上升但利润下降的原因；在累计未弥补亏损较高的情况下，本次交易如何保护上市公司中小股东利益

（一）具体分析标的公司持续亏损原因

2009 年 5 月，因标的公司原管理团队内部管理不善、投资建设进程较快、资金周转困难叠加外部竞争加剧等因素，标的公司经营陷入困境，各条生产线逐步停产，2012 年 11 月标的公司面临资产重整、生产停止直至 2016 年底完成破产重整计划，标的公司现股东作为重整投资人加入公司并引入新的管理团队。2017 年起至 2021 年标的公司现管理层试图开拓新市场并恢复设备正常运营，由于标的公司特种纸业务与标的公司新管理团队市场、管理、技术、运营等方面经验存在较大差异，期间标的公司业绩仍然不及预期。

2022 年，锦丰纸业与恒丰纸业建立战略合作关系，着手逐步对标的公司原有 4 条生产线进行技术改造以满足市场需求，相应的标的公司业绩逐年爬升，**但标的公司仍持续亏损，主要原因如下：**

1、与上市公司托管合作期间，标的公司生产的卷烟纸、普通成形纸主要采用委托加工模式，产品定价系结合上市公司自身相关产品单位成本、预估标的公司相关产品单位成本，并给予标的公司一定合理利润的基础上经双方商议确定产品定价，成本加成率为 10%，在此定价模式下标的公司卷烟纸、普通成形纸利润相对较低。

2、随着 PM2、PM3 生产线的技术改造完成，标的公司 PM2、PM3 生产线逐步达到设计产能，良品率逐步提升，而 PM1 及 PM4 产线尚在改造中。考虑到标的

公司报告期间处于技术改造、良品率提升及产能爬坡阶段，标的公司产品单位成本相对较高，导致标的公司亏损。

3、报告期内标的公司管理费用及财务费用相对较高，管理费用较高的主要原因是各年度职工薪酬、折旧与摊销费发生额较大，同时个别年度因特别情况而存在部分偶发费用。财务费用较高的主要原因 2023 年起和恒丰纸业开展委托管理合作后，虽然标的公司营业收入有所好转，但业务规模扩张的同时，对营运资金的需求也相应增加，同时由于业务发展所需，对生产线设备改造等资本性支出增加导致 2023 年度及 2024 年度利息支出较高。

综上，报告期内，标的公司亏损主要系产品定价机制导致收入相对较低，技术改造、良品率提升及产能爬坡过程导致单位成本相对较高，以及管理费用及财务费用等综合影响所致。

（二）2022 年-2024 年净利润规模变化原因，以及 2023 年收入上升但利润下降的原因

2022 年至 2025 年 1-5 月，标的公司净利润为-1,787.97 万元，-2,215.14 万元、-161.36 万元及 125.62 万元，标的公司的利润构成如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度	2022 年度
一、营业总收入	**4,591.92**	**11,029.01**	**7,282.37**	**2,947.66**
其中：营业收入	**4,591.92**	11,029.01	7,282.37	2,947.66
二、营业总成本	**4,650.16**	**11,588.00**	**9,390.62**	**4,949.04**
其中：营业成本	**3,891.08**	**8,709.55**	**6,272.23**	**3,085.43**
税金及附加	**78.07**	189.68	170.08	7.92
销售费用	**10.43**	27.89	7.49	35.69
管理费用	**492.23**	**1,858.41**	**1,930.79**	**1,193.47**
财务费用	**178.35**	802.47	1,010.02	626.52
加：其他收益	**13.45**	24.45	2.64	7.53
投资收益（损失以“-”号填列）	**12.99**	288.65	52.51	53.26
信用减值损失（损失以“-”号填列）	**123.13**	103.50	-318.16	451.42
资产减值损失（损失以“-”号填列）	**-2.34**	-2.02	-14.47	-263.72
资产处置收益（损失以“-”号填列）	**17.84**	27.36	**-**	**15.85**

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度	2022 年度
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	**106.84**	**-117.05**	**-2,385.71**	**-1,737.04**
加：营业外收入	**1.28**	10.98	261.98	3.54
减：营业外支出	**1.36**	**84.00**	**117.37**	**77.00**
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	**106.76**	**-190.07**	**-2,241.11**	**-1,810.50**
减：所得税费用	**-18.87**	**-28.71**	**-25.96**	**-22.54**
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	**125.62**	**-161.36**	**-2,215.14**	**-1,787.97**

1、2023 年度净利润规模变化原因分析

随着标的公司与上市公司委托管理合作的开始，标的公司销售收入由 2022 年度的 2,947.66 万元增加至 2023 年度的 7,282.37 万元，标的公司毛利由 2022 年度的-137.77 万元增加至 2023 年度的 **1,010.14 万元**。在收入及毛利增加的情况下，标的公司 2023 年度净利润较 2022 年度有所下降主要系管理费用及财务费用增加，具体分析如下：

2022 年度及 2023 年度，标的公司管理费用情况如下：

单位：万元

项目	2023 年度		2022 年度	
	金额	占比	金额	占比
折旧与摊销费	**582.93**	**30.19%**	**500.27**	**41.92%**
职工薪酬	479.39	**24.83%**	387.90	**32.50%**
办公费	81.12	**4.20%**	83.78	**7.02%**
技术服务费	107.70	**5.58%**	-	-
安保环境服务费	77.2	4.00%	57.15	**4.79%**
咨询及中介服务费	37.66	1.95%	44.79	**3.75%**
交通费	25.27	1.31%	25.29	**2.12%**
修缮费	439.99	**22.79%**	8.73	**0.73%**
差旅费	26.71	**1.38%**	18.26	**1.53%**
业务招待费	22.00	1.14%	24.59	**2.06%**
其他	50.82	**2.63%**	42.72	**3.58%**
合计	**1,930.79**	**100.00%**	**1,193.48**	**100.00%**

2023 年度标的公司管理费用金额较 2022 年度增加主要系 2023 年标的公司进行多项修缮，2023 年该部分修缮费支出 439.99 万元，同时标的公司 2023 年因

业务扩张增加管理人员导致薪酬类支出增长。

2022 年度及 2023 年度，标的公司财务费用情况如下：

单位：万元

项目	2023 年度		2022 年度	
	金额	占比	金额	占比
利息支出	1,011.46	100.14%	629.85	100.53%
利息收入	2.89	0.29%	4.63	0.74%
汇兑净损益	0.03	0.00%	-0.19	-0.03%
其他	1.43	0.14%	1.49	0.24%
合计	**1,010.02**	**100.00%**	**626.52**	**100.00%**

2023 年度标的公司财务费用金额较 2022 年度增加主要系标的公司对生产线进行技术改造，资金需求增加导致借款产生的利息支出增加所致。

2、2024 年度净利润规模变化原因分析

标的公司 2024 年度净利润**-161.36 万元**，较 2023 年度**-2,215.14 万元**大幅增加，具体分析如下：

（1）随着标的公司与上市公司委托管理合作的逐步成熟，标的公司销售收入由 2023 年度的 7,282.37 万元增长至 2024 年度的 11,029.01 万元，同时毛利率较高的高透成形纸营业收入占比增加。

（2）标的公司产品销量增加，且生产卷烟纸及普通成形纸的 PM2 完成技改，生产效率及良品率提高，故 2024 年卷烟纸和普通成形纸单位成本降低。

上述原因导致标的公司毛利由 2023 年度的**1,010.14 万元**增加至 2024 年度的**2,319.46 万元**，同时受标的公司 2024 年 3 月债转股的影响，对关联方的欠款大幅下降，导致利息支出下降，标的公司 2024 年财务费用 802.47 万元较 2023 年 1,010.02 万元降低。

3、2025 年 1-5 月净利润规模变化原因分析

标的公司 2025 年 1-5 月净利润为 125.62 万元，较 2024 年度-161.36 万元有所上升，系主营业务毛利水平下降以及管理费用和财务费用中的利息支出下降综合影响所致，主要影响因素分析如下：

（1）随着标的公司与上市公司委托管理合作的逐步成熟，和 PM2、PM3 生产线产能于 2025 年 1-5 月基本充分利用，标的公司 2025 年 1-5 月销售收入（年化后）基本与 2024 年度持平，但由于高透成形纸销售单价较 2024 年度大幅下降，主营业务毛利率整体下降较大，影响毛利由 2024 年度的 2,319.46 万元下降至 2025 年 1-5 月（年化后）的 1,682.03 万元，减少约 637.43 万元。

（2）2025 年 1-5 月（年化）管理费用较 2024 年度下降约 677.05 万元，主要原因系：2024 年度为及时、准确的掌握政府补助相关政策，并更好的申报相关政府补助项目，而聘请第三方中介机构提供专业咨询及辅导服务支付的服务费约 331 万属于偶发性费用，本期已无该类费用发生；2024 年度因停工及进一步技改导致相关设备暂时闲置期间计入管理费用中的折旧费较高，本期已计入生产成本，影响管理费用中折旧费下降约 168 万元（年化）；2024 年度对 PM2 进行了一系列小规模零星技改，相关费用计入管理费用，因相关设备已运行良好，本期较少发生该类支出导致其他费用下降约 63 万元（年化）。

（3）2025 年 1-5 月因标的公司已于 1 月偿还完对远东融资租赁公司售后回租融资借款以及 2024 年度对竹浆纸业的关联方借款已债转股，2025 年不再发生相关关联方资金占用利息支出，利息支出（年化）较 2024 年度下降约 374 万。

（三）在累计未弥补亏损较高的情况下，本次交易如何保护上市公司中小股东利益

1、累计未弥补亏损形成的原因及未来趋势

截至 2025 年 5 月 31 日，标的公司累计未弥补亏损为 **33,996.24** 万元，标的公司累计未弥补亏损形成的原因主要为标的公司历史上经营曾陷入困境，生产停止直至 2016 年底完成破产重整计划。2017 年起至 2021 年标的公司现管理层试图开拓新市场并恢复设备正常运营，由于标的公司特种纸业务与标的公司新管理团队市场、管理、技术、运营等方面经验存在较大差异，期间标的公司业绩仍然不及预期。

2022 年，锦丰纸业与恒丰纸业建立战略合作关系，着手逐步对标的公司原有 4 条生产线进行技术改造以满足市场需求，相应的标的公司业绩逐年爬升。报告期各期，标的公司营业收入分别为 7,282.37 万元、11,029.01 万元和 **4,591.92**

万元，归属于母公司股东的净利润分别为**-2,215.14万元、-161.36万元和125.62万元**，2024年标的公司亏损已经大幅收窄。

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，PM1生产线建设完成，预计标的公司可逐步释放盈利能力，随着标的公司持续实现盈利，标的公司形成的累计未弥补亏损将不断得到弥补。

2、本次交易保护上市公司中小股东利益的具体措施

随着标的公司自身盈利能力的逐步释放，叠加与上市公司的协同整合效应，将有效弥补其历史亏损，进而推动上市公司长期业绩稳步增长，切实保护中小股东合法权益。具体措施如下：

（1）优化区域布局，降低成本提升盈利

标的公司地处四川，交易完成后，上市公司将通过标的公司产能覆盖现有四川、贵州、云南等国内烟草生产核心的西南地区客户，大幅节省运费及经营成本，直接提升公司整体盈利能力。

（2）构建“西南-东北”双基地，增强稳定性与发展潜力

本次交易完成后，上市公司将形成“西南-东北”双线布局、经营稳定性大大加强，有利于上市公司保供境内客户并拓展国际业务，提升客户认可度、增强公司发展潜力。

（3）释放产能，优化产品配置与产能分布

上市公司现阶段产能已充分利用，通过本次交易，上市公司产能将进一步释放，有利于公司根据经营战略灵活分配各产品的产能分布，达到经营效益最大化水平；此外，产能释放亦可保障上市公司着力新产品研发，为公司整体经营提供烟草用纸、工业用纸的多维度产品支撑。

（4）强化内部管理，降本增效加速弥补亏损

标的公司将进一步完善内控体系，推行精细化管理，严格费用管控，加大成本控制力度，持续提升资源利用效率，通过降本增效加速弥补历史亏损。

（5）交易对方出具长期持股承诺

结合本次交易收购未盈利资产的背景，上市公司与交易对方协商延长了锁定期，以更好保护中小投资者权益。本次交易的交易对方竹浆纸业及张华，就其认购股份的锁定期做出承诺“本公司/本人在本次发行中认购的上市公司股份，自本次发行新增股份上市之日起 36 个月内不得转让”。

八、按照标的公司产品服务公允价格并考虑合理托管费，测算标的公司业绩情况，进一步说明标的公司未来是否存在持续亏损的风险

1、按照目前一般贸易模式（净额法）和委托加工模式下，标的公司 2025 年 1-10 月业绩情况及 2025 年全年预计业绩情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月	2025 年 11-12 月	2025 年度
	（未审数）	（预测数）	（预测数）
一、营业总收入	9,142.81	2,735.91	11,878.72
其中：主营业务收入	8,888.17	2,735.91	11,624.08
其他业务收入	254.64	-	254.64
二、营业总成本	9,000.59	2,517.74	11,518.33
其中：主营业务成本	7,480.15	2,239.41	9,719.56
其他业务支出	128.78	-	128.78
税金及附加	158.81	31.76	190.57
销售费用	17.57	3.51	21.08
管理费用	882.70	176.54	1,059.24
财务费用	332.58	66.52	399.10
加：其他收益	13.55	2.71	16.26
资产减值损失	-13.71	-	-13.71
信用减值损失	84.55	-	84.55
资产处置收益	10.16	-	10.16
投资收益	18.43	-	18.43
三、营业利润	255.20	220.88	476.08
加：营业外收入	1.81	-	1.81
减：营业外支出	7.06	-	7.06
四、利润总额	249.95	220.88	470.83
减：所得税费用	-	-	-
五、净利润	249.95	220.88	470.83

注 1：2025 年 1-10 月按未经审计报表填列；

注 2：如考虑可弥补亏损的影响，标的公司实际无需承担所得税费用。

按照目前一般贸易模式（净额法）和委托加工模式下，标的公司 2023 年、2024 年实际业绩情况及 2025 年预计的业绩情况对比如下：

单位：万元

项 目	2025 年度（预测数）	2024 年度	2023 年度
一、营业总收入	11,878.72	11,029.01	7,282.37
二、营业总成本	11,518.33	11,588.00	9,390.62
其中：营业成本	9,848.34	8,709.55	6,272.23
税金及附加	190.57	189.68	170.08
销售费用	21.08	27.89	7.49
管理费用	1,059.24	1,858.41	1,930.79
财务费用	399.10	802.47	1,010.02
加：其他收益	16.26	24.45	2.64
投资收益（损失以“-”号填列）	18.43	288.65	52.51
信用减值损失（损失以“-”号填列）	84.55	103.50	-318.16
资产减值损失（损失以“-”号填列）	-13.71	-2.02	-14.47
资产处置收益（损失以“-”号填列）	10.16	27.36	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	476.08	-117.05	-2,385.71
加：营业外收入	1.81	10.98	261.98
减：营业外支出	7.06	84.00	117.37
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	470.83	-190.07	-2,241.11
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	470.83	-161.36	-2,215.14

管理费用由 2024 年的 1,858.41 万元下降至 2025 年的 1,059.24 万元，下降约 800 万元，主要系（1）2024 年因申请政府补助发生相关咨询及服务费约 330 万元，2025 年无该项费用支出；（2）2024 年度，因标的公司收入及经营情况改善较多，发放奖金给予员工激励，2025 年标的公司业绩较 2024 年未发生较大幅度增长，故 2025 年暂无奖金发放安排，该部分影响金额约 160 万元左右；（3）标的公司恢复正常生产经营的厂区修缮等工作已逐步完成，修缮及安全生产相关支出下降约 150 万元；（3）部分管理用资产（主要为房屋建筑物）于 2005 年构建，折旧年限为 20 年，逐步于 2025 年提完折旧，该部分影响金额约 80 万

元。

财务费用由 2024 年的 802.47 万元下降至 2025 年的 399.10 万元，下降约 400 万元，主要原因为（1）偿还远东国际融资租赁有限公司融资租赁款导致相关借款利息下降，该部分影响金额约 240 万元；（2）标的公司股东竹浆纸业于 2024 年 5 月以其对标的公司的部分债权 15,930 万元实施债转股，2024 年上半年仍有部分利息支出约 140 万元。

投资收益由 2024 年的 288.65 万元下降至 2025 年的 18.43 万元，下降约 270 万元，主要系锦丰纸业与远东国际融资租赁有限公司售后回租赁业务融入资金 4,000 万元，因福华集团经营需要资金，锦丰纸业将其中 3,000 万元借给其使用，同时按每月还款利息部分中对应 3,000 万元本金的利息支出，收取福华集团的利息并计入投资收益，2025 年随着偿还远东国际融资租赁有限公司融资租赁款，该部分投资收益减少。

2、如假设标的公司系一家独立运营，并自行采购浆料进行生产销售的企业，其在各类销售、采购业务中的身份均是主要责任人，按其目前一般贸易模式（净额法）和委托加工模式下的单位成本，加上直接采购自上市公司并用于加工生产对方高透成形纸产品的纸浆成本或上市公司直接供应的用于生产卷烟纸、普通成形纸的纸浆成本，按照各类市场售价扣除标的公司应承担的销售费用及研发费用（按 5%费用率）作为销售价格（即标的公司对上市公司的销售价格按上市公司自标的公司采购该类产品的终端市场销售价格的 95%确定，对外部第三方的销售价格按实际售价确定）。模拟测算标的公司在全额法模式下 2025 年 1-10 月业绩情况及 2025 年全年预计业绩情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月（未审数）	2025 年 11-12 月（预测数）	2025 年度（预测数）
一、营业总收入	14,169.81	4,317.07	18,486.88
其中：主营业务收入	13,915.17	4,317.07	18,232.24
其他业务收入	254.64	-	254.64
二、营业总成本	13,089.62	3,765.18	16,854.80
其中：主营业务成本	11,569.18	3,486.85	15,056.03
其他业务支出	128.78	-	128.78

税金及附加	158.81	31.76	190.57
销售费用	17.57	3.51	21.08
管理费用	882.70	176.54	1,059.24
财务费用	332.58	66.52	399.10
加：其他收益	13.55	2.71	16.26
资产减值损失	-13.71	-	-13.71
信用减值损失	84.55	-	84.55
资产处置收益	10.16	-	10.16
投资收益	18.43	-	18.43
三、营业利润	1,193.17	554.60	1,747.77
加：营业外收入	1.81	-	1.81
减：营业外支出	7.06	-	7.06
四、利润总额	1,187.92	554.60	1,742.52
减：所得税费用	-	-	-
五、净利润	1,187.92	554.60	1,742.52

注 1：2025 年 1-10 月按未经审计报表填列；
注 2：如考虑可弥补亏损的影响，标的公司实际无需承担所得税费用。

模拟测算出标的公司在全额法模式下的 2023 年度及 2024 年度业绩及预计 2025 年全年业绩，托管费用采用收益提成方式计算，即按照标的公司每年度净利润的 30%获取提成收入，具体情况如下：

单位：万元

项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
营业收入	18,486.88	17,703.17	12,932.91
减：营业成本	15,184.81	14,590.76	11,284.05
减：税金及附加	190.57	189.68	170.08
减：销售费用	21.08	27.89	7.49
减：管理费用	1,059.24	1,858.41	1,930.79
减：财务费用	399.10	802.47	1,010.02
资产减值损失	-13.71	-2.02	-14.47
信用减值损失	84.55	103.50	-318.16
投资收益	18.43	288.65	52.51
资产处置收益	10.16	27.36	0.00
其他收益	16.26	24.45	2.64
营业利润	1,747.77	675.90	-1,746.99

项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
营业外收入	1.81	10.98	261.98
营业外支出	7.06	84.00	117.37
利润总额	1,742.52	602.89	-1,602.38
减：所得税费用	-	-28.71	-25.96
净利润	1,742.52	631.60	-1,576.42
按照标的公司净利润的30%扣除托管费后净利润	1,219.77	442.12	-

标的公司模拟测算的全额法模式下的 2025 年度净利润 1,742.52 万元较 2024 年度净利润 631.60 万元增加约 1,100 万元，主要原因如下：

1、标的公司 2025 年毛利额为 3,302.07 万元，2024 年毛利额为 3,112.41 万元，2025 年毛利较 2024 年毛利增加约 200 万元。

2、如前所述，标的公司管理费用由 2024 年的 1,858.41 万元下降至 2025 年的 1,059.24 万元，下降约 800 万元；财务费用由 2024 年的 802.47 万元下降至 2025 年的 399.10 万元，下降约 400 万元。

3、如前所述，标的公司投资收益由 2024 年的 288.65 万元下降至 2025 年的 18.43 万元，下降约 270 万元。

综上，按照标的公司产品服务市场价格测算，标的公司 2024 年度已经实现盈利，后续随着标的公司产能爬坡、剩余产线技改完成，预计标的公司盈利能力将进一步释放，标的公司未来持续亏损的风险较小。

九、中介机构核查程序和核查意见

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、获取并复核报告期内标的公司产品毛利率明细表，与标的公司管理层了解报告期不同产品之间毛利率存在较大差异的原因，并结合报告期内标的公司业务模式及主要产品的变化情况、生产线改造实施情况分析其合理性；

2、对 2023 年度毛利率为负的主要产品和高透成形纸结合相关产品的定价机制和定价水平量化分析销售单价变动对毛利率变化的影响；结合 2023 年度相关

产品生产线改造实施情况、良品率爬坡过程及产品产量变化等因素进一步量化分析主要产品 2023 年度毛利率为负、2024 年毛利率上升以及高透成形纸毛利率变动方向与其他产品存在差异的原因及合理性；

3、对比标的公司和同行业公司的主要产品结构，选择可比产品类别比较毛利率差异，并结合产品结构差异和业务模式差异进一步分析标的公司综合毛利率高于同行业可比公司的原因及合理性；

4、获取并复核报告期内标的公司管理费用中折旧摊销具体内容组成、管理人员构成及平均薪酬，并分析报告期以上两类管理费用发生额较大的原因和合理性，并结合报告期各期管理费用主要组成，分析是否还存在除以上两类管理费用外的大额管理费用支出及合理性；

5、对比标的公司与同行业公司报告期各期管理费用率，并结合对报告期标的公司管理费用较高的分析结果、标的公司报告期业务发展情况、管理费用率变化情况以及标的公司与同行业公司规模效益比较情况进一步分析标的公司经营效率是否较低及原因；对比报告期标的公司和同行业公司的管理费用明细构成，分析标的公司管理费用构成是否与同行业公司可比或差异原因；

6、针对标的公司报告期内各类服务费和修缮费，检查业务合同、结算凭证、付款单据，确定相关费用的具体内容、分析与标的公司经营的关系、检查资金支付对象及具体情况及评价相关支出发生的合理性；

7、与标的公司管理层了解标的公司财务费用较高的原因以及未来经营预期和资金需求情况及解决方案；获取并分析标的公司的经营计划及未来资金需求；结合标的公司目前业务状况和经营预期，分析其是否将继续承担高额负债；并结合标的公司经营预期、上市公司业务规模综合分析是否将对标的公司和上市公司形成拖累，以及对其经营业绩的影响；

8、结合标的公司发展历程具体分析标的公司持续亏损原因，2022 年-2024 年净利润规模变化原因，以及 2023 年收入上升但利润下降的原因；

9、结合标的公司发展历程分析其累计未弥补亏损较高的具体原因及未来变化趋势，了解本次交易保护上市公司中小股东利益的具体措施；

10、按照标的公司产品服务公允价格测算标的公司未来业绩情况，结合标的

公司未来业绩情况分析标的公司是否存在持续亏损的风险。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、上市公司已在重组报告书“重大风险提示”中补充披露标的公司未来盈利不及预期和持续亏损风险；

2、报告期内标的公司不同产品之间毛利率存在较大差异主要和不同时期各类产品的销售模式和定价方法不同、产品结构不同以及相关生产设备的生产效率和生产人员技术熟练度不同有关，具有合理性；

3、2023 年主要产品毛利率为负、2024 年毛利率上升的原因以及高透成形纸毛利率变动方向与其他产品存在差异的主要原因为：2023 年其他产品和高透成形纸的产品生产线改造实施过程存在差异，生产其他主要产品的生产线改造过程较长进而导致相关 2023 年良品率爬坡过程较长，导致该类产品 2023 年毛利率为负并在 2024 年相关不利因素消除后毛利率上升；同时 2023 年生产高透成形纸的生产线改造相对更为顺利，产品良品率较高，且随着 2024 年标的公司与上市公司协商调整定价方式，高透成形纸的单位售价下降，进而影响高透成形纸毛利率变动方向与其他产品不一致；

4、2024 年度标的公司综合毛利率较同行业公司高，主要系其产品结构中毛利率相对较高的烟草工业用纸占比最高所致，具有合理性；

5、报告期内标的公司和上市公司之间交易执行的价格系公允价格，标的公司报告期内主要产品毛利率系基于该公允价格下的毛利率，2024 年度标的公司综合毛利率较同行业公司高，主要系其产品结构中毛利率相对较高的烟草工业用纸占比最高所致，标的公司烟草工业用纸毛利率不存在高于同行业可比公司烟草工业用纸毛利率的情况；

6、标的公司管理费用较高主要和报告期内折旧摊销中包含生产线技改或停工期间的固定资产折旧、为维持基本运营和兼顾业务发展标的公司在目前现有产能未完全释放，新建生产线还未建成投产的情况下需保持足够的管理人员岗位而导致薪酬费用较高、不同时期存在特殊大额修缮费及咨询中介服务费等原因相关，具有合理性；

7、现阶段标的公司因受前述因素影响，导致标的公司营业收入偏低的同时，管理费用发生额较大，同时标的公司现有生产线产能还未完全释放以及筹建中的生产线还未投产运营，导致标的公司目前较同行业公司相比不具备规模效益，未来随着标的公司订单稳步增长、相关生产线顺利建成运营，管理费用率有望进一步下降，标的公司经营效率进一步提升；

8、标的公司管理费用明细构成大部分和同行业公司一致，但各家公司因主要产品或业务模式不完全一致，费用结构占比存在一定的差异；

9、各类服务费和修缮费均和标的公司生产经营或获取相关补助相关，均系通过银行转账方式支付给供应商，相关支出发生具备合理性；

10、报告期内标的公司财务费用较高，主要系利息支出占比较高，主要原因为标的公司自破产重整以来，因烟用产品市场的特殊性，迟迟不能打开市场局面，生产经营停滞不前，标的公司为维持基本生产经营而向关联方或外部金融机构借入有息负债较多；2023 年起和恒丰纸业开展委托管理合作后，虽然标的公司营业收入有所好转，但业务规模扩张的同时，对营运资金的需求也相应增加，同时由于业务发展所需，对生产线设备改造等资本性支出增加导致 2023 年度及 2024 年度利息支出较高；

11、由于标的公司的重要生产线建设项目还未完且新产品市场开发需要一定时间，预计未来一段时期内将继续承担较高负债，但随着标的公司产线建设完成以及经营情况越来越好，负债水平会逐渐下降，未来不会对标的公司和上市公司形成拖累，对经营业绩的影响较小；

12、标的公司持续亏损主要受历史期间破产重整影响以及 2016 年底完成破产重整计划，标的公司现股东作为重整投资人加入公司并引入新的管理团队，由于标的公司特种纸业务与标的公司新管理团队市场、管理、技术、运营等方面经验存在较大差异，期间标的公司业绩仍然不及预期。2022 年，锦丰纸业与恒丰纸业建立战略合作关系，着手逐步对标的公司原有 4 条生产线进行技术改造以满足市场需求，相应的标的公司业绩逐年爬升。**报告期内，标的公司亏损主要系产品定价机制导致收入相对较低，技术改造、良品率提升及产能爬坡过程导致单位成本相对较高，以及管理费用及财务费用等综合影响所致。**

13、标的公司 2023 年度净利润较 2022 年度有所下降主要系管理费用及财务费用增加，标的公司 2024 年度净利润较 2023 年度大幅增加，主要系随着标的公司与上市公司委托管理合作的逐步成熟，标的公司销售收入增加，同时毛利率较高的高透成形纸营业收入占比增加。随着标的公司产品销量增加，且生产卷烟纸及普通成形纸的 PM2 完成技改，生产效率及良品率提高，故 2024 年卷烟纸和普通成形纸单位成本降低。上述原因导致标的公司毛利增加，同时受标的公司 2024 年 3 月债转股的影响，对关联方的欠款大幅下降，导致利息支出下降；

14、标的公司累计未弥补亏损形成的原因主要为标的公司历史上经营曾陷入困境，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，随着标的公司自身盈利能力的逐步释放，叠加与上市公司的协同整合效应，将有效弥补其历史亏损，进而推动上市公司长期业绩稳步增长，切实保护中小股东合法权益；

15、按照标的公司产品服务公允价格测算标的公司未来业绩情况，标的公司未来持续亏损的风险较小。

问题 8、关于固定资产和在建工程

重组报告书披露，（1）报告期各期末，标的公司固定资产账面价值分别为6,157.27 万元、10,703.95 万元及 9,551.56 万元，其中部分固定资产因处置或报废、企业分立以及转入在建工程等减少；（2）固定资产账面原值 74,830.57 万元，累计折旧 65,279.01 万元，账面价值 9,551.56 万元；（3）报告期各期末，标的公司在建工程（含工程物资）金额分别为 2,468.65 万元、1,587.78 万元及 3,256.19 万元，预付构建设备款分别为 1,793.61 万元、1,965.61 万元和 341.81 万元，报告期内工程物资采购金额分别为 3,148.69 万元、5,896.09 万元和 3,576.21 万元；（4）在建工程主要包括 PM1、PM2、PM3 和 PM4 绿色节能、智能制造技术改造项目以及其他项目。原 PM1-PM4 产线筹建时间较早，其中对 PM1 拆除重建，其余 3 条生产线进行改造升级。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。

请公司披露：（1）按照固定资产分类，列示各类固定资产包括的具体内容及在生产经营中的作用，采购时间、账面原值、会计折旧年限、目前已使用年限、累计折旧、账面价值，尚可使用年限和成新率；（2）前述固定资产是否成新率较低，是否存在闲置、处置和报废风险，对标的公司持续经营的影响及依据；（3）报告期内固定资产减少的具体原因，账面固定资产是否存在相似情况和减值迹象，减值测试过程与方法、可收回金额确定依据，减值计提情况及对标的公司经营业绩的影响；（4）在建工程项目预计投资总额和建设周期及依据、实际投资总额和建设进度、报告期各期投入情况和转固情况、目前建设状态和预计达到可使用状态时间以及是否与建设安排匹配，是否存在到达预定可使用状态但未及时转固情况，是否存在停工、延期情况，相关借款费用的处理是否符合会计准则要求；（5）在建工程投入是否均与项目建设相关，是否存在将不相关支出计入在建工程的情况及依据，具体资金流向及合理性；（6）工程物资采购是否均与在建工程相关及依据，采购后投入情况和投入周期及合理性；构建设备款预付的主要对象，预付模式及金额的合理性，预付后供货时间，是否存在较长预付时间的情况及合理性；（7）PM1-PM4 产线重建或改造的具体内容、投入金额和目标，与原产线的主要差异；结合原产线筹建时间、产线改造前后生产产品及对加工工艺要求的差异等，说明改造后的产线性能能否满足加工需求，是否与同行业可比公

司最新产线性能存在较大差异；结合投入情况、产线性能以及与自建产线对比等，说明重建或改造相关产线是否具有经济效益和合理性；（8）PM1-PM4 产线的建设进度和达产时间，重建或改造后产线运行情况和爬坡过程，产能和效率能否满足改造目标，预计 PM1 和 PM4 产线投产后对标的公司折旧和业绩的影响。

请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、按照固定资产分类，列示各类固定资产包括的具体内容及在生产经营中的作用，采购时间、账面原值、会计折旧年限、目前已使用年限、累计折旧、账面价值，尚可使用年限和成新率

报告期末，标的公司各类固定资产相关情况如下表所示：

类别	项目	生产经营作用	采购时间	账面原值（万元）	累计折旧（万元）	账面价值（万元）	会计折旧年限	已使用年限	经济寿命年限	尚可使用年限	成新率（%）
								A	B	C=B-A	D=C/（A+C）
房屋建筑物	五层办公楼	管理部门办公	2006/8/16	1,315.39	1,015.32	300.07	20	18.8	60	41	69
	厂房（PM3 生产车间）	PM3 生产厂房	2006/12/16	2,085.04	1,609.39	475.65	20	18.5	50	32	63
	PM2 主厂房	PM2 生产厂房	2001/6/30	1,871.43	1,777.86	93.57	20	23.9	50	26	52
	厂房（PM4 生产车间）	PM4 生产厂房	2005/3/16	2,038.41	1,573.39	465.01	20	20.2	50	30	60
	厂房（4 号库）	原辅料仓库	2005/3/16	939.57	725.23	214.34	20	20.2	50	30	60
	五层公寓	员工宿舍	2005/7/1	770.40	594.65	175.75	20	19.9	50	30	60
	办公楼	生产一线部门办公	2001/12/31	800.16	760.16	40.01	20	23.4	60	37	61
	2 号库房	产成品库	2005/7/1	718.40	554.52	163.89	20	20.2	50	30	60
	围墙及道路	围墙及道路	2007/12/16	68.15	52.60	15.55	20	17.5	30	13	43
	食堂	食堂	2005/7/16	157.49	121.56	35.93	20	19.9	60	40	67
	生产办公楼	生产一线部门办公	1996/9/30	223.22	212.06	11.16	20	28.7	60	31	52
	道路	道路	2004/8/1	46.86	36.17	10.69	20	20.8	30	9	30
	修缮后的七层倒班公寓①	生产一线倒班宿舍	2023/9/26	192.65	30.38	162.27	10	23.9	60①	39①	62
	小计			11,227.18	9,063.30	2,163.88					
	其他			1,798.68	1,239.82	558.85					
	合计			13,025.85	10,303.12	2,722.73					
机器设备、	PM2 生产线②	生产造纸设备	1998/12/31	14,464.39	13,741.17	723.22	10	26.4	15	-	15②
	格贝尔分切机②	成品设备	2001/6/30	1,674.04	1,590.34	83.70	10	23.9	20	-	15②
	PM2 供电系统②	供电设备	2004/6/30	888.19	843.78	44.41	10	20.9	15	-	15②

类别	项目	生产经营作用	采购时间	账面原值（万元）	累计折旧（万元）	账面价值（万元）	会计折旧年限	已使用年限	经济寿命年限	尚可使用年限	成新率（%）
								A	B	C=B-A	D=C/（A+C）
办公设备及其他	格贝尔复卷机②	成品设备	2004/6/30	810.26	769.75	40.51	10	20.9	20	-	15[2]
	分切机	成品设备	2022/12/31	517.08	118.71	398.36	10	2.4	20	18	88
	传动控制系统	生产造纸设备	2023/7/31	401.82	69.98	331.84	10	1.8	15	13	88
	PM2 纸机生产线改造	生产造纸设备	2023/7/31	298.11	51.92	246.19	10	1.8	15	13	88
	PM2 智能包装线	包装设备	2023/7/31	286.99	49.98	237.01	10	1.8	15	13	88
	PM2 纸机流送系统改造	生产造纸设备	2024/05/31	194.05	33.80	160.25	10	1.8	15	13	88
	PM2 高温密闭气罩干燥系统	生产造纸设备	2023/7/31	174.03	30.31	143.72	10	1.8	15	13	88
	质量控制系统 QCS	各类控制系统	2016/12/31	126.50	126.50	0.00	5	8.4	12	4	32
	施胶机	生产造纸设备	2023/10/31	114.21	17.18	97.03	10	1.6	15	13	89
	助剂系统	生产造纸设备	2023/7/31	106.18	18.49	87.68	10	1.8	15	13	88
	其他设备			1,985.09	1,144.76	840.33					
	PM2 小计			22,040.93[4]	18,606.67	3,434.25					
	PM3 纸机生产线③	生产造纸设备	2004/12/31	2,706.19	2,573.03	133.16	10	20.4	15	6[3]	24
	分切复卷机③	成品设备	2005/7/16	330.10	313.59	16.51	10	19.9	20	6[3]	24
	造纸专用设备	生产造纸设备	2023/7/31	267.87	46.65	221.21	10	1.8	15	13	88
	PM3 流送系统	生产造纸设备	2023/7/31	197.13	34.33	162.79	10	1.8	15	13	88
	立式分切机	成品设备	2023/7/31	177.57	30.93	146.65	10	1.8	20	18	91
	PM3 气罩干燥系统	生产造纸设备	2023/7/31	176.54	30.75	145.79	10	1.8	15	13	88
	PM3 传动控制系统	各类控制系统	2023/7/31	171.26	59.66	111.60	5	1.8	15	13	88

类别	项目	生产经营作用	采购时间	账面原值（万元）	累计折旧（万元）	账面价值（万元）	会计折旧年限	已使用年限	经济寿命年限	尚可使用年限	成新率（%）
								A	B	C=B-A	D=C/（A+C）
	PM3 纸机系统	各类控制系统	2023/7/31	119.47	41.62	77.86	5	1.8	15	13	88
	DCS 系统升级软硬件	各类控制系统	2023/7/31	81.23	28.30	52.94	5	1.8	15	13	88
	其他设备			649.02	217.64	431.38					
	PM3 小计			4,876.38	3,376.49	1,499.90					
	PM4 生产线③	生产造纸设备	2004/12/31	2,909.95	2,764.45	145.50	10	21.1	15	6③	23
	复卷机③	成品设备	2004/4/16	235.78	223.99	11.79	10	21.1	20	6③	23
	其他设备			35.40	7.01	28.39					
	PM4 小计			3,181.12	2,995.45	185.68					
	其他机器设备、办公设备			2,280.50	1,465.00	815.50					
	合计			32,378.93	26,443.60	5,935.33					
运输工具	丰田 3 吨柴油叉车	转运车辆	2023/6/8	28.67	10.44	18.23	5	2.0	10	8	80
	丰田柴油叉车	转运车辆	2022/12/31	28.67	13.17	15.51	5	2.4	10	8	76
	电动平衡重叉车	转运车辆	2023/12/6	10.18	2.74	7.44	5	1.5	10	9	85
	小计			67.52	26.35	41.18					
	其他			42.78	19.66	23.12					
	合计			110.30	46.00	64.30					
合计				45,515.09	36,792.73	8,722.36					

注：1、成新率为基于**加期**评估基准日的测算结果；

2、（1）已使用年限：房屋建筑物为建成年月到评估基准日的期限；机器设备、办公设备及其他、运输工具为该项资产启用日期到评估基准日的期限；（2）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、参考《资产评估常用数据与参数手册》，产线各分布机器设备的经济寿命年限为 20 年；运输工具的经济寿命年限为其报废年限；

3、除注释 2 相关指标计算方式外，存在以下三种特殊情况，（1）考虑到修缮后的七层倒班公寓（上表标号①资产）的修缮成果，其尚可使用年限基于计算结果额外增加 3 年（上表相关数值标注①）（2）针对 PM2 产线中已经超过会计折旧年限的设备（上表标号②资产），在该设备依然可以工作的情况下，成新率最低为 15%（上表相关数值标注②）；（3）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，综合确定相关资产（上表标号③资产）尚可使用年限为 6.4 年（上表相关数值标注③保留整数为 6）；（4）上表中的 PM2 生产线、PM3 纸机生产线和 PM4 生产线的已使用年限、经济寿命年限、尚可使用年限和成新率较题四、三、（二）中描述略有不同，前述以整体生产线为准描述，此处为按设备明细描述；

4、PM4 号生产线系锦丰创新于 2004 年购置，其原值本为 20,979.74 万元，2014 年锦丰创新将该项资产出售给锦丰纸业，锦丰纸业按购置价 3,000 万元作为新的原值入账导致目前该生产线原值较低。

5、PM3 号生产线系锦丰斯贝克于 2004 年购置，其原值本为 22,632.01 万元，2014 年福华竹浆非同一控制下合并标的公司及其子公司时按公允价值 2,859.01 万元作为新的原值入账导致目前该生产线原值较低。

二、前述固定资产是否成新率较低，是否存在闲置、处置和报废风险，对标的公司持续经营的影响及依据

前述固定资产成新率分布如下：

单位：万元

成新率	账面原值	占比	账面净值	占比
15%以内	739.26	1.62%	20.25	0.23%
15%-30%（含 15%）	25,654.56	56.36%	1,273.33	14.60%
30%-50%（含 30%）	722.56	1.59%	56.82	0.65%
50%-75%（含 50%）	12,102.07	26.59%	2,384.32	27.34%
75%以上（含 75%）	6,296.64	13.83%	4,987.64	57.18%
合计	45,515.09	100.00%	8,722.36	100.00%

综合来看，标的公司固定资产成新率**以账面净值口径统计基本在 50%及以上。**按账面原值口径统计有 **57.99%**的固定资产成新率分布在 30%以内，相关资产主要为标的公司在 2016 年破产重整前进口的 PM2、PM3、PM4 烟草工业用纸生产线部分设备，相关固定资产因购置成本高和构建时间较长而账面原值大。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，实际磨损程度较低，保养较好。在标的公司与上市公司达成业务托管合作后，已在上市公司技术支持下完成生产线技改，通过对老旧的部件拆旧换新并补充新的改进装置等措施，提升相关生产线的尚可使用寿命。**针对前期标的公司前期技改及达成效果详见本回复之“问题 3、三、（一）标的公司各类产品的具体差异，结合 2023 年以来产品结构变动较大等情况，分析相关设备、加工工艺能否满足新产品加工需求及依据”相关描述。**此外，根据行业特点和资产实际使用状况，标的公司大部分固定资产在会计折旧年限到期后，经适当维修保养均能继续正常使用，标的公司主要固定资产不存在成新率较低、短期影响正常经营的情况。

自 2023 年标的公司与上市公司达成业务托管合作后，其在上市公司的帮助下对固定资产进行了全面的清理和改造，已淘汰或更新因老旧破损、技术淘汰、长期闲置且预计不再使用的固定资产。截至 **2025 年 5 月 31 日**，除因计划后续继续改造而处于停产状态的 PM4 号生产线外，标的公司账面固定资产不存在闲置、处置和报废风险，不会因此对标的公司持续经营产生重大影响。

三、报告期内固定资产减少的具体原因，账面固定资产是否存在相似情况和减值迹象，减值测试过程与方法、可收回金额确定依据，减值计提情况及对标的公司经营业绩的影响

1、报告期内标的公司固定资产减少原因

报告期内标的公司固定资产减少的原因列示如下：

2025 年 1-5 月

单位：万元

项目	原值	净值	减少的原因
交通工具	262.60	13.13	出售
烟囱	27.19	1.36	报废旧烟囱
合计	289.79	14.49	

2024 年度

单位：万元

项目	原值	净值	减少的原因
锦苑住房	723.08	36.15	分立出与主营业务无关的房产
PM2 空压站	10.71	0.54	报废旧空压站
PM2 生产线	1,380.08	69.00	对生产线技改拆除的旧设备报废
PM3 生产线	152.82	9.16	对生产线技改拆除的旧设备报废
PM4 生产线	90.05	4.50	对生产线技改拆除的旧设备报废
合计	2,356.74	119.35	

2023 年度

单位：万元

项目	原值	净值	减少的原因
PM1 主厂房	1,313.33	65.67	为建设新厂房而整体拆除原 PM1 主厂房
车间空调	38.56	1.93	超使用年限而报废
PM2 分切机房	127.52	6.38	为建设新厂房而整体拆除
9 号库房	92.96	4.65	为建设新厂房而整体拆除
标准实验室	61.13	3.06	为建设新厂房而整体拆除
白水回收工程	0.00	0.00	拆旧建新
小车库	36.47	1.82	为建设新厂房而整体拆除
前、后大门	31.28	1.56	拆旧建新
消防库房	5.72	0.29	拆除房产

项目	原值	净值	减少的原因
合计	1,706.96	85.35	

2、拆除及报废设备情况

上述拆除或报废的主要资产中 PM1 号生产线系拆除重建，PM2、PM3 和 PM4 号生产线系进行技改及扩建中对年久失修及更新迭代零件的拆除。报告期间，整体产线及相关设备拆除及报废减少资产分析如下：

产　线	拆除原值（万元）	换新前账面原值（万元）	拆除比例
PM2	1,380.08	20,272.61	6.81%
PM3	152.82	3,267.58	4.68%
PM4	90.05	3,000.00	3.00%
小　计	1,622.95	26,540.19	6.12%

注：上表中 PM2、PM3、PM4 系标的公司技改前相关生产线的主体产线，不包含房屋等其他不涉及技改资产。PM4 号生产线系锦丰创新于 2004 年购置，其原值本为 20,979.74 万元，2014 年锦丰创新将该项资产出售给锦丰纸业，锦丰纸业按购置价 3,000 万元作为新的原值入账导致目前该生产线原值较低。如按照 PM4 号线的初始原值 20,979.74 万元口径统计，该生产线拆除原值为 629.77 万元，PM4 的拆除比例仍为 3.00%。

标的公司的相关生产线技改项目系以原产线为主调整造纸生产工艺，故拆除报废部分的资产原值占相关生产线原值的比例较低。上述拆除报废的资产主要系各生产线非主体部分，如年久失修或需更新迭代的零部件、管道、电控系统、无冲击摇网器、不锈钢饰面辊、低压柜、高温密闭气罩干燥系统、烘缸刮刀、环氧树脂地坪、浆包输送机、传动控制系统等。

3、同步技改提升产线生产能力

报告期间，标的公司在针对年久失修及更新迭代零件的拆除的同时，进一步对相关生产线实施了技改更新，增加部分固定资产以达成技改效果。针对前期标的公司前期技改及达成效果详见本回复之“问题 3、三、（一）标的公司各类产品的具体差异，结合 2023 年以来产品结构变动较大等情况，分析相关设备、加工工艺能否满足新产品加工需求及依据”相关描述。

报告期 PM2、PM3 产线技改/新增固定资产原值占产线原值比例的比例分别为 14.34%和 37.22%，从设备投入规模角度来看系改造比例较小的边际改造，主要通过原有设备维护升级及上市公司工艺及生产运营经验的输入，解决了标的公司原有的生产能力及效率问题。

报告期间标的公司主要产线技改新增固定资产原值情况如下：

项　目	PM2	PM3
技改/新增原值（万元）①	3,128.54	1,772.79
整体产线原值（万元）②	**21,821.07**	**4,762.49**
占比③=①/②	**14.34%**	**37.22%**

综上，报告期各年度固定资产减少的主要原因为随着标的公司业务的发展以及与上市公司达成托管合作后，标的公司在上市公司的帮助下对固定资产进行清理和改造，报废部分后续不再用于生产经营的无效资产或淘汰、拆除部分老旧资产以更新更安全可靠、技术先进、生产效率或适配性更高的固定资产。**标的公司同步通过少量设备投入完成产线技术改造，最终使得标的公司整体产线生产能力及效率符合市场要求。**

4、固定资产是否存在减值迹象

根据《企业会计准则第 8 号——资产减值》第六条：“资产存在减值迹象的，应当估计其可收回金额。可收回金额应当根据资产的公允价值减去处置费用后的净额与资产预计未来现金流量的现值两者之间较高者确定。”技改期间，标的公司根据企业会计准则的规定，对全部固定资产进行检查，经以上清理或改造后，**2025 年 5 月 31 日**账面固定资产均为经鉴别功能正常和可继续使用的可用资产，不存在与报告期内减少固定资产相似情况或其他减值迹象，无需计提固定资产减值。

四、在建工程项目预计投资总额和建设周期及依据、实际投资总额和建设进度、报告期各期投入情况和转固情况、目前建设状态和预计达到可使用状态时间以及是否与建设安排匹配，是否存在到达预定可使用状态但未及时转固情况，是否存在停工、延期情况，相关借款费用的处理是否符合会计准则要求

（一）报告期主要在建工程项目投资情况

项目名称	预计投资金额（万元）	实际投资金额（万元）	预计建设周期	实际建设周期	开工日期	建设进度			报告期各期投入情况（万元）			目前建设状态	预计达到可使用状态时间	转固情况	是否与建设安排匹配	是否存在到达预定可使用状态但未及时转固情况	是否存在停工、延期情况
						2023 年度	2024 年度	2025 年 1-5 月	2023 年度	2024 年度	2025 年 1-5 月						
PM1 绿色节能、智能制造技术改造项目	23,348.78	2,330.65	18 个月	建设中	2022 年 7 月	0.84%	8.45%	9.98%	97.96	1,774.81	358.56	厂房正在建设，部分设备已到货	建设中 PM1 预计于 2026 年初左右投产	建设中，尚未转固	否	否	是
PM2 绿色节能、智能制造技术改造项目	2,917.57	3,001.49	11 个月	11 个月	2022 年 7 月	100.00%	/	/	1,326.96	/	/	已完工	2023 年 7 月	2023 年 7 月	是	否	否
PM2 短循环系统改造	130.00	127.27	6 个月	4 个月	2024 年 1 月	/	100.00%	/	/	127.27	/	已完工	2024 年 5 月	2024 年 5 月	是	否	否
PM3 绿色节能、智能制造技术改造项目	1,818.08	1,765.04	7 个月	8 个月	2022 年 11 月	100.00%	/	/	1,719.04	/	/	已完工	2023 年 7 月	2023 年 7 月	是	否	否
PM4 绿色节能、智能制造技术改造项目	2,344.82	1,339.15	18 个月	计划 18 个月，项目已暂缓	2022 年 9 月	57.11%	/	/	922.29	/	/	已完成一次开机试验，调整技改方案中	建设中，PM4 预计于 2026 年底投产	建设中，尚未转固	否	否	是

2000m3 日污水处理系统改造项目	434.52	384.56	**16 个月**	**16 个月**	**2022 年 11 月**	99.65%	100.00%	/	380.38	1.36	/	已完工	2024 年 3 月	2024 年 3 月	是	否	否
倒班公寓楼维修改造及化验室装修工程	290.07	204.19	**13 个月**	**13 个月**	**2022 年 9 月**	100.00%	/	/	62.34	/	/	已完工	2023 年 9 月	2023 年 9 月	是	否	否
其他零星项目	2,111.10	727.82		/					377.91	86.67	22.75	/			是	否	否
在建工程合计	33,394.94	9,880.17		/					4,886.89	1,990.10	381.31	/			是	否	否

说明：上表中，预计投资金额为根据项目预算或立项审批时确定的计划投资金额（各项目预计投资金额和建设周期来源于锦丰纸业的项目汇总表、《2023 年新增维修、改进完善项目汇总表》、《2024 年技措、大修、完善项目计划申报表》、《2025 年技措、大修、完善项目计划申报表》/《完善项目计划申报表及锦丰(2#、3#、4#机及前期费用及配套工程)3、4 月份付款计划汇总说明》、《绿色节能、智能制造技术改造项目(1 号机扩建项目)建设费用预算》）；实际投资金额为已完工项目或正在进行的项目截至完工时或截至 **2025 年 5 月 31 日**的累计投资金额；计划建设周期为项目预算或立项审批时确定的计划建设期，实际建设周期系指已完工项目或正在进行的项目截至完工时或截至 **2025 年 5 月 31 日**的累计建设时间；已完工项目的建设进度为 100%，未完工项目的建设进度根据累计投资金额/计划投资金额确定；报告期各期投入为当年该在建工程项目的发生额

报告期间，标的公司借助上市公司的技术支持，开展一系列的固定资产构建与改造活动。根据标的公司的发展计划，主要包括对现有 PM2、PM3、PM4 号生产线的改造以及筹建新 PM1 号生产线。报告期主要在建工程项目转固情况如下：

主要项目	计划实施日期	计划建设周期	预计完工日期	实际完成转固日期
PM1 改造	2022 年	18 个月	2025 年	项目在建中
PM2 改造	2022 年	11 个月	2023 年	2023 年 7 月
PM3 改造	2022 年	7 个月	2023 年	2023 年 7 月
PM4 改造	2022 年	18 个月	**已推迟**	**项目筹划中**

2023 年上半年，在与上市公司达成业务托管合作后，为应对上市公司卷烟纸、普通成形纸、吸管包装纸以及高透成形纸的订单需求稳步增长带来的订单需求，标的公司考虑到现有相关生产线存在部分部件老旧或生产工艺落后的情况，影响到标的公司产品质量输出稳定性和生产效率，此外考虑到标的公司资金、人力资源有限等因素，调整了原对 4 条生产线的改造或新建工作同步进行的计划，优先并重点改造用于加工生产上市公司产品的 PM2 及 PM3 号生产线。与此同时，标的公司对生产配套基础设施更新改造的投入，同步推进如污水处理系统改造、倒班公寓楼维修改造及化验室装修工程、恒温实验室改造等建设项目。

2022 年各项目主要处于项目计划或实施的初期阶段，在建工程项目投入增长但完工转固的项目较少。2023 年标的公司基于业务托管后上市公司相关产品订单大幅增长的情况，优先考虑解决 PM2、PM3 号生产线生产问题以及与之相关的生产经营配套问题，在建工程项目中 PM2、PM3 号线的改造项目以及相关配套基础设施项目投入较大，并均于 2023 年顺利完工并达到预计可使用状态后及时转固。与此同时，在建工程项目中的新建 PM1 号线项目和原 PM4 号线改造项目在 2023 年建设进度放缓。2024 年度，标的公司在综合考虑 PM1 号线计划生产的产品较 PM4 号线可生产的产品能给公司带来更大的利润增长，且更早投产有助于公司更快更顺利的打开新产品市场，决定优先将资源投入到 PM1 号线的新建项目，PM4 号线改造项目则暂缓，暂缓期内继续根据前期技改问题进一步优化技改方案。

标的公司重大的固定资产构建均有投资计划（可行性研究报告），各项目项

目计划投资总额、建设周期一般和项目规模、建设内容及改造实施难度有关，相关项目建设周期基本在 6-18 个月左右。截至目前，各建设项目基本上按照投资计划实施和完成。因设备供货期、工程施工条件以及项目验收流程等环节存在的不确定性，实际投资进度和完工时间与计划建设周期可能存在一定差异。此外，PM2、PM3 号生产线等项目在测试、改造过程中，少量技术问题的解决周期存在不及预期的情况，导致实际投资金额和预计投资金额出现合理范围内的差异。

综上所述，截至 2024 年 12 月 31 日，标的公司在建工程项目主要为新建 PM1 号线和对老 PM4 号线的改造项目。目前新建 PM1 号线项目的建设状态为厂房建设自 2025 年正式启动后正有序建设中，前期购置的部分设备已到货，待安装调试。PM4 号线则因前述标的公司考虑优先集中资源和人力建设 PM1 号线项目的原因，目前处于优化技改方案阶段。**前期 PM2 及 PM3 号产线的改造在建工程项目已达预定可使用状态并及时转固。**

（二）相关借款费用的处理是否符合会计准则要求

报告期内的借款费用均计入财务费用，无资本化的情况，主要原因是报告期标的公司借款费用主要来自于为维持基本生产经营而向关联方或外部金融机构借入的有息负债。2023 年 7 月标的公司完成 PM2 号线、PM3 号线等在建项目建设前，标的公司主要有息负债系对股东竹浆纸业的关联方欠款，以及少量补充流动资金的一般性借款，没有为购建长期资产而借入的专门借款，且标的公司日常也未对资金支出区分生产性或资本性支出进行核算。同时在此期间，因技改方案与计划调整导致 PM1、PM4 号线项目均出现延缓的情况。2023 年 10 月，标的公司以委托借款方式借入短期借款 8,700 万元，注明系生产线技改投入，但在此之前 PM2、PM3 号线已完成技改和达到可使用状态并转固，PM4 号线技改则已暂缓超过 3 个月以上。截至 **2025 年 5 月 31 日**，标的公司也未再借入专门借款。

根据《会计准则-借款费用》的第六（一）条规定：“为购建或者生产符合资本化条件的资产而借入专门借款的，应当以专门借款当期实际发生的利息费用，减去将尚未动用的借款资金存入银行取得的利息收入或进行暂时性投资取得的投资收益后的金额确定。专门借款，是指为购建或者生产符合资本化条件的资产而专门借入的款项。”以及第六（二）条规定“为购建或者生产符合资本化条件的资产而占用了一般借款的，企业应当根据累计资产支出超过专门借款部分的资

产支出加权平均数乘以所占用一般借款的资本化率，计算确定一般借款应予资本化的利息金额。资本化率应当根据一般借款加权平均利率计算确定。资本化期间，是指从借款费用开始资本化时点到停止资本化时点的期间，借款费用暂停资本化的期间不包括在内。”第十二条“购建或者生产符合资本化条件的资产达到预定可使用或者可销售状态时，借款费用应当停止资本化。在符合资本化条件的资产达到预定可使用或者可销售状态之后所发生的借款费用，应当在发生时根据其发生额确认为费用，计入当期损益。”基于上述报告期内公司未发生满足资本化条件的专门借款、公司日常付款未区分生产性或资本性支出、部分重要在建项目发生暂缓超 3 个月的情况，同时出于谨慎性，标的公司将报告期内的借款费用均计入财务费用的处理符合会计准则要求。

五、在建工程投入是否均与项目建设相关，是否存在将不相关支出计入在建工程的情况及依据，具体资金流向及合理性

（一）在建工程投入是否均与项目建设相关，是否存在将不相关支出计入在建工程的情况及依据

报告期内，标的公司在建工程投入情况如下：

单位：万元

项目名称	工程费用类别	报告期各期投入明细			
		2023 年度	2024 年度	2025 年 1-5 月	合计
PM1 绿色节能、智能制造技术改造项目	工程款	7.80	-	108.80	116.60
	材料及配件	-	3.94	0.03	3.97
	设备款	-	1,676.87	0.94	1,677.81
	技术服务费	27.34	61.13	18.00	106.47
	其他	62.82	32.87	230.78	326.47
PM2 绿色节能、智能制造技术改造项目	工程款	472.81	-	-	472.81
	材料及配件	172.75	-	-	172.75
	设备款	743.65	-	-	743.65
	其他	-6.70	-	-	-6.70
PM2 短循环系统改造	材料及配件	-	50.18	-	50.18
	工程款	-	40.36	-	40.36
	设备款	-	34.25	-	34.25
	其他	-	2.48	-	2.48

项目名称	工程费用类别	报告期各期投入明细			
		2023 年度	2024 年度	2025 年 1-5 月	合计
PM3 绿色节能、智能制造技术改造项目	工程款	379.38		-	379.38
	材料及配件	310.23		-	310.23
	其他	37.63		-	37.63
	设备款	826.23		-	826.23
	维修费	104.53		-	104.53
PM4 绿色节能、智能制造技术改造项目	工程款	304.37		-	304.37
	材料及配件	159.88	1.06	-	160.94
	其他	6.13	-2.50	-	3.63
	设备款	423.64	-5.50	-	418.14
	维修费	27.87		-	27.87
2000m3 日污水处理系统改造项目	材料及配件	4.02		-	4.02
	工程款	175.08		-	175.08
	设备款	200.10	1.36	-	201.46
	其他	1.18		-	1.18
倒班公寓楼维修改造及化验室装修工程	设备款	2.65		-	2.65
	工程款	55.76		-	55.76
	其他	3.92		-	3.92
其他零星项目	工程费用	377.91	86.67	22.75	487.33

注：上表中负数金额为本期对上期暂估入账的资产入账数根据实际金额进行调减

报告期内，标的公司以在建工程科目对项目建设进行会计核算。在建工程投入以设备款、工程款、材料及配件为主，此外还包括少数在建工程项目人员工资、技改过程中的维修支出以及其他为使在建工程项目达到预计可使用状态而发生的必要支出，上述相关支出均与项目建设相关，不存在将不相关支出计入在建工程的情况。

（二）具体资金流向及供应商选取合理性

报告期标的公司在建工程投入的具体资金流向主要为支付提供机器设备及零部件产品、改造工程服务的供应商或因改造项目立项审批所需、土建工程施工前备案所需的供应商，具备合理性。

独立财务顾问及会计师对供应商工商信息背景情况和交易情况进行的核查程序包括：了解双方交易背景，检查招标手续或市场比价情况、采购（施工）合

同、验收记录、银行付款单据，并对重要供应商执行函证、访谈、核查供应商背景信息等核查程序，未发现异常情况，标的公司与上述供应商的交易真实合理。

六、工程物资采购是否均与在建工程相关及依据，采购后投入情况和投入周期及合理性；构建设备款预付的主要对象，预付模式及金额的合理性，预付后供货时间，是否存在较长预付时间的情况及合理性

（一）工程物资采购是否均与在建工程相关及依据，采购后投入情况和投入周期及合理性

1、报告期工程物资采购及投入金额

单位：万元

类别	2025 年 1-5 月		2024 年度		2023 年度	
	采购金额	投入金额	采购金额	投入金额	采购金额	投入金额
设备类	**52.53**	**28.94**	1,827.60	1,953.63	2,703.01	2,703.01
建筑安装类工程	**290.01**	**348.85**	118.84	118.84	2,035.33	2,035.33
费用类	**7.99**	**3.41**	93.10	93.10	97.62	97.62
运输工具	**-**	**-**	-	-	50.93	50.93
合计	**350.53**	**381.20**	2,039.54	2,165.56	4,886.89	4,886.89

注 1：报告期内标的公司因业务发展需要对其主要产线 PM2、PM3、PM4 生产线进行改造、构建新 PM1 生产线、改造或建设员工宿舍、环保设施、实验室等配套工程等。基于以上背景情况，报告期内标的公司工资物资采购内容主要包括设备类支出、建筑安装类工程支出及少量工程费用类支出和购置的厂区内运输工具（如叉车）。其中待安装设备类的大型设备或零部件在到货后计入工程物资或原材料科目，实际领用时，转入在建工程。重组报告书披露的“报告期内工程物资采购金额分别为 5,896.09 万元、3,576.21 万元**和 702.99 万元**”实际对应的系“在建工程类及其他”采购支出。在本次审核问询函回复“问题 6、二、报告期内标的公司采购结构变化情况及原因，是否与其产品结构、经营模式相匹配，采购数量、金额与其收入规模变化的匹配性”中对其中与构建工程设备相关（含工程物资）的支出予以进一步区分。上述工程物资采购情况表系包括报告期内与构建工程设备相关的全部支出；

注 2：2024 年度设备类采购金额中的进口设备关税 126.03 万元因非支付给供应商的货款而未包括在当年度采购金额中，但因系相关资产入账价值的组成部分而计入了当期投入金额中。

报告期各期主要采购内容包括设备类、建筑安装类，以备品备件和小型设备为主的部件类，以厂区内运输为主的包括叉车在内的运输工具，包括设计费、环评费、监理等中介费在内的其他项目支出，相关支出均与在建工程相关，标的公司按在建工程项目核算上述支出。除个别大型待安装设备外，标的公司采购的各类工程物资及其他与构建在建工程相关资产一般都在 2 个月内投入建设，投入周期合理。

（二）构建设备款预付的主要对象，预付模式及金额的合理性，预付后供货时间，是否存在较长预付时间的情况及合理性

报告期各期末，预付购建设备及工程款项账龄如下表所示：

单位：万元

项　目	2025 年 5 月 31 日	2024 年 12 月 31 日	2023 年 12 月 31 日
1 年以内	1,507.03	-	1,208.20
1-2 年	-	73.32	757.40
2-3 年	341.81	268.49	-
3 年以上	-	-	-
合　计	1,848.84	341.81	1,965.61

标的公司预付相关款项的主要对象均为设备类供应商。由于标的公司采购的造纸设备相较一般设备具有生产周期较长，生产成本较高的特点，一般设备制造商要求客户提供一定比例的预付款，按进度支付合同款项。报告期内标的公司基本按合同约定的付款条件支付预付款,标的公司构建设备的预付模式及金额具有合理性。预付后供货时间一般在一年以内，账龄在一年以内预付构建设备款项均于期后正常到货结转相关资产。存在个别报告各期末账龄大于 1 年预付账款，主要是受 PM1 生产线与 PM4 生产线构建计划延缓的影响。

报告各期末账龄大于 1 年预付账款具体情况列示如下：

2025 年 5 月 31 日

单位：万元

供应商名称	购置货物名称	币种	预付金额			合同金额	付款比例（%）	到货时间
			原币	本位币	其中 1 年以上金额			
福伊特造纸（中国）有限公司	PM1 模转移动施胶机、燃气干燥箱、空气转向器等	人民币	511.00	511.00	219.00	730.00	70.00	尚未到货
山东深泰智能设备有限公司	半自动包装机-纸卷输送、包装设备	人民币	214.9	214.9	114.9	393.00	54.68	尚未到货
其他	横纹辊等	人民币	7.91	7.91	7.91			尚未到货
小计				733.81	341.81			

2024 年 12 月 31 日

单位：万元

供应商名称	购置货物名称	币种	预付金额	合同金	付款比	到货

			原币	本位币	其中1年以上金额	额	例（%）	时间
福伊特造纸（中国）有限公司	PM1 模转移动施胶机、燃气干燥箱、空气转向器等	人民币	219.00	219.00	**219.00**	730.00	30.00	尚未到货
山东深泰智能设备有限公司	半自动包装机-纸卷输送、包装设备	人民币	114.9	114.9	**114.9**	193	59.53	尚未到货
其他	横纹辊等	人民币	7.91	7.91	**7.91**	-	-	-
小计				**341.81**	**341.81**			

2023 年 12 月 31 日

单位：万元

供应商名称	购置货物名称	币种	预付金额			合同金额	付款比例（%）	到货时间
			原币	本位币	其中1年以上金额			
福伊特造纸（中国）有限公司	PM1 模转移动施胶机、燃气干燥箱、空气转向器等	人民币	219.00	219.00	**219.00**	730.00	30.00	尚未到货
山东深泰智能设备有限公司	半自动包装机-纸卷输送、包装设备	人民币	107.8	107.8	**41.80**	193	55.85	尚未到货
J.M.VOITH SE&CO.KG	施胶机一套	欧元	198.00	1,534.70	**441.88**	198.00	100.00	2024年5月、2024年9月、2024年10月
淄博泰鼎机械科技有限公司	4#机软压光机热棍及配套热油系统	人民币	30.00	30.00	**30.00**	100.00	30.00	2024-2-28退回
其他	**PM2 丝纹辊重新调刻横纹等**	**人民币**	**24.72**	**24.72**	**24.72**			**-**
小计				**1,916.22**	**757.40**			

（1）福伊特造纸（中国）有限公司/J.M.VOITH SE&CO.KG

2022 年标的公司开始筹建 PM1 号生产线，原计划 2022 年 7 月开始，2024 年 7 月建成，考虑到其中重要设备施胶机等需从德国进口，供货周期较长，故当年底与设备供应商 J.M.VOITH SE&CO.KG 公司（以下简称“德国福伊特”）洽谈合同。标的公司与德国福伊特签订的合同包括施胶机，空气转向器，以及燃气干燥箱，相关设备的主要核心部件均从德国福伊特进口，非核心部件则由福伊特造纸（中国）有限公司（以下简称“中国福伊特”，系德国福伊特在中国的子公司）

生产供货，并由中国福伊特负责后续整套设备的组装以及现场技术指导服务。

根据合同约定标的公司于 2022 年底支付 30%的预付款，其中德国福伊特 59.40 万欧元，折人民币 441.88 万元、中国福伊特 219 万元，2023 年 6 月标的公司根据与德国福伊特公司的合同约定支付剩余 70%的货款，德国福伊特负责的进口设备部件已于 2024 年 5 月、9 月、10 月分批到货，并转入在建工程-待安装设备科目核算。**2025 年根据合同约定标的公司继续支付中国福伊特 40%进度款 292 万元，截至 2025 年 5 月 31 日合计预付中国福伊特 511 万元。**

2023 年初标的公司与上市公司达成业务托管合作，考虑到上市公司订单需求稳步增长和相关生产线存在技术问题的情况，计划优先改造加工生产上市公司产品的 PM2、PM3 号生产线，延缓 PM1 号线的实施计划，导致截至 2025 年 5 月 31 日 PM1 号线的新厂房还未建成，在此背景下，中国福伊特的供货时间应公司的要求相应顺延，2025 年 5 月 31 日尚未到货。

（2）山东深泰智能设备有限公司

因上述所述筹建 PM1 号生产线的计划，标的公司于 2022 年 10 月与山东深泰智能设备有限公司签订设备购销合同，订购半自动包装机-纸卷输送、包装设备一套，并按合同约定支付 30%的预付款 57.90 万元；2023 年 3 月根据合同继续支付 30%进度款 57.90 万元，累计预付设备款 **114.90 万元；2025 年因标的公司对该套自动包装机-纸卷输送、包装设备提出新的改造要求，双方签署合同公司追加投入 200 万元，截至 2025 年 5 月 31 日公司已支付 50%预付款 100 万元，累计预付款为 214.90 万元。**因 PM1 号线建造计划延缓，山东深泰智能设备有限公司的供货时间应标的公司的要求相应顺延，故 **2025 年 5 月 31 日**还未到货。

（3）淄博泰鼎机械科技有限公司

因标的公司计划对 PM4 生产线进行改造，于 2022 年 9 月与淄博泰鼎机械科技有限公司签订设备购销合同，并支付 30 万元的预付款，后因 PM4 生产线线建造计划延缓，经双方协商，对方于 2024 年 2 月退回该笔款项。

七、PM1-PM4 产线重建或改造的具体内容、投入金额和目标，与原产线的主要差异；结合原产线筹建时间、产线改造前后生产产品及对加工工艺要求的差异等，说明改造后的产线性能能否满足加工需求，是否与同行业可比公司最新产线性能存在较大差异；结合投入情况、产线性能以及与自建产线对比等，说明重建或改造相关产线是否具有经济效益和合理性

（一）PM1-PM4 产线重建或改造的具体内容、投入金额和目标，与原产线的主要差异

1、PM1-PM4 产线技改主要内容

PM1-PM4 产线重建或改造的具体内容及与原产线的主要差异如下表所示：

产线	原产线内容	改造内容
PM1	筹建于 1990 年，纸机幅宽 1,880mm，设计车速 250m/min，产线于 1995 年建设完成并投产，主要生产卷烟纸，2001 年进行技改升级后，产能 4,000 吨/年，改造前产线原值 11,586.27 万元	淘汰原造纸生产线，新建特种纸生产线，改造后纸机幅宽 5,000mm，设计车速 450m/min，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/年
PM2	筹建于 1995 年，纸机幅宽 3,300mm，设计车速 300m/min，产线于 1998 年建设完成并投产，主要生产卷烟纸，2001 年进行技改升级后，产能 9,000 吨/年，改造前产线原值 10,390.39 万元	以原产线为主调整造纸生产工艺，改造后纸机幅宽 3,300mm，设计车速 300m/min，主要生产高档卷烟纸、普通成形纸，产能 10,000 吨/年
PM3	筹建于 2001 年，纸机幅宽 1,880mm，设计车速 300m/min，产线于 2004 年建设完成并投产，主要生产高透成形纸，产能 4,000 吨/年，改造前产线原值 18,093.03 万元	以原产线为主调整造纸生产工艺，改造后纸机幅宽 1,880mm，设计车速 300m/min，主要生产高透成形纸及其他高空隙类特种纸，产能 5,400 吨/年
PM4	筹建于 2001 年，纸机幅宽 2,400mm，设计车速 300m/min，产线于 2004 年建设完成并投产，主要生产水松原纸，产能 6,000 吨/年，改造前产线原值 3,000.00 万元	以原产线为主调整造纸生产工艺，改造后纸机幅宽 1,800mm，设计车速 300m/min，主要生产普通成形纸，产能 6,000 吨/年

上述四条产线中，PM2 和 PM3 产线已改造完毕，其中 PM2 车间改造投入金额 3,064.87 万元、PM3 车间改造投入金额 1,772.79 万元、其他公用工程及环保工程等投入金额合计 948.09 万元；PM1 和 PM4 产线仍在改造中，其中 PM1 改造计划投资金额约 **23,348.78** 万元、PM4 改造计划投资金额约 **2,344.82** 万元。

上述四条产线中，PM1 和 PM3 的产能相比技改前有较大变化，主要原因为：PM1 产线为重新建设，且生产的产品类型相比技改前也有较大变化，标的公司

采购了大量新设备，使得幅宽、车速等性能指标均有大幅提升；PM3 在技改前由于设备控制系统落后等原因，产线长期在低于设计车速的状态下运行，技改后通过升级控制系统等方式，产线能够更稳定、更长时间的维持在最高设计车速下运行，且有效生产天数相比技改前也有大幅提升，故产能有所提升。

2、PM1-PM4 产线技改主要措施

针对原产线设备故障率高、能耗高、自动化水平低、质量控制水平低等问题，技改的主要措施如下：

（1）改善设备故障率

1）纸机设备完善：购置无冲击摇网器、无孔螺旋片水印辊、特氟龙弧形辊等设备，用已有施胶机胶面辊体改制为辊面喷陶瓷施胶辊，将卷纸轴驱动由液压马达改为电机驱动，更换液压系统比例阀，提升设备性能和稳定性；

2）成品设备完善：购置盘纸分切机、自动切芯机、浆泵、浆包链条输送机等设备，将立式分切机的放纸部改造为气动摆动上纸卷并实现电动制动，提高工作效率；

3）对备浆系统、流送系统、助剂系统、真空系统、蒸汽冷凝系统、气罩通风系统等进行功能恢复和系统完善；

4）将真空箱水封池由原混凝土开放式结构改为封闭水封池，有效降低杂质污染。

（2）降低能耗并提升环保等级

1）投资建设生产车间蒸汽冷凝水回收再利用系统，减少锅炉用水量和天然气消耗量；

2）对真空泵进行改造，将生产车间中的水环式真空泵更换成透平机，大幅降低设备功率；

3）对达到淘汰标准的电机进行分批更换，安装变频器，平均节约电能 5%以上；

4）投资建设日处理能力 2,000 吨/天的污水处理站，用于保障造纸废水达标后再排放。

（3）提升自动化水平

1）DCS 系统：将原霍尼韦尔 ALCONT 系统整体更换为中控新一代 DCS，实现从原料配比到纸机运行全过程自动化控制；

2）QCS 系统与横向系统：原生产线没有横向控制系统，应生产要求，增加横向唇板定量自动控制，达到远程自动控制横向定量；

3）WIS 系统：采用 3 台 8K 相机组成纸页缺陷检测系统，可同步采集车速、米数、缺陷类型（如孔洞、褶皱）、匀度等 10 余项数据，通过软件分析生成缺陷分布热力图；

4）完成 20 项仪表完善、60 项新增仪表安装，恢复浓度变送器、压力传感器等仪表精度。

（4）提高质量控制标准

改造后的产线质量控制均按照行业最新标准执行，其中，医用透析纸采用标准《医用透析纸》（Q/SJF 02-2022）；无铝衬纸采用标准《环保型内衬纸》（Q/SJF 05-2022）；无涂层热转印纸采用标准《热升华转印纸》（QB/T5052-2017）；高透成形纸采用标准《滤棒成形纸》（YC/T208-2006），并要求 6000CU 时变异系数平均数达到 4.97，超过行业标准；高档卷烟纸采用标准《卷烟纸基本性能要求》（GB/T12655-2017）；普通成形纸采用标准《滤棒成形纸》（YC/T208-2006），并要求纵向抗张能量系数平均达到 16J/m2，超过行业标准。

（二）结合原产线筹建时间、产线改造前后生产产品及对加工工艺要求的差异等，说明改造后的产线性能能否满足加工需求，是否与同行业可比公司最新产线性能存在较大差异

标的公司原产线筹建时间较早，其中，PM1 筹建于 1990 年，1995 年建设完成并投产，2001 年进行了技改升级；PM2 筹建于 1995 年，1998 年建设完成并投产，2001 年进行了技改升级；PM3 筹建于 2001 年，2004 年建设完成并投产；PM4 筹建于 2001 年，2004 年建设完成并投产。上述产线筹建时间距今已有 20-30 年，存在设备故障率高、能耗高、自动化水平低、质量控制水平低等问题，造成了生产成本过高、生产效率低、成品率低等实际情况。标的公司为了摆脱持续亏损的状况，于 2022 年与上市公司建立战略合作关系，开始陆续对 4 条生产线进

行改造，从根本上解决标的公司生产能力的问题。

各产线改造前后生产的产品均有所不同，具体来看：PM1 原产线主要生产卷烟纸，拆除新建后主要生产医用透析纸、无铝衬纸、无涂层热转印纸；PM2 原产线主要生产卷烟纸，改造后主要生产高档卷烟纸、普通成形纸；PM3 原产线主要生产高透成形纸，改造后主要生产高良率的高透成形纸；PM4 原产线主要水松原纸，改造后主要生产普通成形纸。这些产品具有广泛的市场需求和高附加值，有助于提升标的公司的市场竞争力。

各产线改造前后的性能指标也有较大不同，主要如下表所示：

类别	技改前	技改后
评估设备成新率	PM2-PM4 分别为 **15%、25.63%、25.41%**	**PM2-PM3 分别为 29.09%及 31.81%，PM4 技改尚在筹划及进行中**
设备故障率	平均每月故障时间为 30 小时	平均每月故障时间低于 10 小时，**优于行业平均每月故障时间 12 小时，接近上市公司水平**
平均能耗	平均每吨产品耗电 2,702.78 度，平均每吨产品耗用蒸汽 8.01m³	平均每吨产品耗电 1,286.91 度，相比技改前降低 52.39%；平均每吨产品耗用蒸汽 3.50m³，相比技改前降低 56.30%
自动化水平	控制方式为人工+局部自动控制，系统响应速度为秒级，定量波动±3%以上，缺陷漏检率 20%	全流程数字化控制，系统响应速度为毫秒级，定量波动±1%以内，缺陷漏检率<5%，**定量波动优于行业平均水平±2%左右，缺陷漏检率优于行业平均水平<6%左右，两个指标均接近上市公司水平**
生产成本	普通成形纸平均 6,094 元/吨，高透成形纸平均 17,000 元/吨	普通成形纸平均 4,765 元/吨，高透成形纸平均 14,000 元/吨
生产效率	平均每天运转 20 小时	平均每天运转 23 小时，相比技改前提升 15.00%
成品率	平均 67%	平均 80%，相比技改前提升 19.40%，预计未来可进一步提升；**成品率接近行业平均水平 80%，略低于上市公司水平，预计未来可进一步提升**

注：由于 PM1 和 PM4 尚未大规模投产，上表数据主要基于 PM2 和 PM3 实际生产情况统计

根据上表，标的公司改造后的产线性能相比于改造前有大幅提升，能够满足产品加工需求，与同行业最新产线性能不存在重大差异。

（三）结合投入情况、产线性能以及与自建产线对比等，说明重建或改造相关产线是否具有经济效益和合理性

自建产线与改造产线在投入情况、产线性能等方面的对比如下表所示：

类别	重建或改造产线	自建产线
资金投入	技改项目主要利用现有厂区及部分老旧设备，通过设备改造和技术升级改造现有生产线，资金投入主要集中在关键设备的购置、安装调试、自动化系统升级以及环保设施改造等方面，项目建设总投资约 31,257.55 万元	新建同等规模的生产线，需要从头开始进行厂区规划、土地购置、基础设施建设、设备采购安装调试等一系列工作，初步估算项目建设总投资约 91,090.42 万元
时间投入	技改项目在标的公司现有厂区内进行，无需重新进行选址、征地拆迁等流程，项目建设总周期约 18 个月	新建产线的建设周期通常较长，包括项目审批、设计、施工、调试等多个环节，整体周期可能长达 3-4 年
产线性能	技改项目采用了国内外先进的造纸工艺和技术，包括备浆系统、抄造系统、自动化控制系统等，能够显著提升产线生产效率及产品质量	虽然新建产线可以部分采用最新的技术和设备，但在实际运行过程中，可能面临技术磨合、人员培训等问题，从而影响生产效率和产品质量的稳定性

根据上表内容，相较于自建产线，重建或改造产线在以下几个方面具有优势：

1、节约资金成本，优化资源配置

重建或改造产线通过优化资源配置，充分利用现有厂区和设备资源，避免了重复建设和资源浪费，显著降低了项目投资的资金成本。

2、节约时间成本，快速响应市场需求

重建或改造产线的建设周期相对较短，有利于标的公司更快地响应市场需求变化，抓住市场机遇，增加销售收入和利润。

3、增强技术能力，提升核心竞争力

重建或改造后的产线在工艺技术、生产效率、产品质量、能耗和环保等方面均达到或优于同行业平均水平，在原有基础上进行改造亦能够让标的公司对市场、技术、人员等各方面进行快速磨合，有利于标的公司降低项目建设风险，提升市场竞争力。

综上所述，相较于自建产线，重建或改造产线具有显著的经济效益和合理性。

八、PM1-PM4 产线的建设进度和达产时间，重建或改造后产线运行情况和爬坡过程，产能和效率能否满足改造目标，预计 PM1 和 PM4 产线投产后对标的公司折旧和业绩的影响

（一）PM1-PM4 产线的建设进度和达产时间，重建或改造后产线运行情况和爬坡过程，产能和效率能否满足改造目标

PM1 产线正在改造中，预计 2026 年初左右开始投产；PM2 产线已于 2023 年改造完成并投产；PM3 产线已于 2023 年改造完成并投产；PM4 产线正在改造中，预计 2026 年内开始投产。

关于 PM2 和 PM3 产线改造后的运行情况和爬坡过程详见本回复之“问题 3、二、（一）、2、标的公司各类产品收入变动存在差异的原因，是否与其主要产线产能、达产时间、爬坡过程等匹配”。

关于 PM1 和 PM4 产线改造后的运行情况和爬坡过程详见本回复之“问题 5、三、（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”。

因此，PM1-PM4 产线重建或改造后到运行爬坡完成能够达到设计产能及相应规格要求，产能和效率能够满足改造目标。

（二）预计 PM1 和 PM4 产线投产后对标的公司折旧和业绩的影响

PM1 和 PM4 产线投产后各年度产生的折旧如下表所示：

单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
PM1 产线折旧金额	-	1,806.90	1,806.90	1,806.90	1,806.90
PM4 产线折旧金额	-	-	243.12	243.12	243.12
合计	-	1,806.90	2,050.02	2,050.02	2,050.02

上述折旧已在标的公司资产评估收益预测中进行考虑，标的公司未来的业绩预测情况已体现 PM1 和 PM4 产线投产后的折旧影响。

九、中介机构核查程序和核查意见

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、获取并核对标的公司披露的固定资产分类明细表相关信息是否与公司2024 年末固定资产明细卡片台账一致、以及根据**加期**评估基准日的资产评估明细表核对披露的成新率及尚可使用年限信息是否一致，及了解标的公司各类固定资产包括的具体内容及在生产经营中的作用；

2、统计标的公司固定资产成新率分布情况，结合对标的公司固定资产的现场盘点及审计检查情况以及询问标的公司管理层报告期标的公司固定资产清理和技改情况，综合分析标的公司固定资产中是否存在闲置、处置和报废风险，如存在，进一步分析对标的公司持续经营的影响；

3、通过询问标的公司管理层以及结合标的公司的审计情况，逐项落实报告期内固定资产减少的具体原因，并检查分析账面固定资产是否存在相似情况和减值迹象；

4、获取并检查报告期内标的公司主要在建工程项目的立项报告、投资预算等资料，了解在建工程项目预计投资总额和建设周期；结合标的公司在建工程及固定资产的情况，选择项目检查相关采购（或工程项目）合同、设备或工程物资验收单、工程领用单、付款审批单及银行付款单据、在建工程转固验收报告，并编制报告期在建工程项目投入及转固明细表，进一步检查分析在建工程项目实际投资总额和建设进度、报告期各期投入情况和转固情况、目前建设状态和预计达到可使用状态时间以及是否与建设安排匹配，是否存在到达预定可使用状态但未及时转固情况，是否存在停工、延期情况；检查报告期各类借款费用的借款合同和利息支出发生情况，并和标的公司管理层讨论相关借款用途、实际使用情况以及公司对借款费用的会计处理方法，分析标的公司相关借款费用的处理是否符合会计准则要求；

5、针对标的公司在建工程投入检查相关采购（或工程项目）合同、设备或工程物资验收单、工程领用单、付款审批单及银行付款单据，关注相关投入是否均与项目建设相关，是否存在将不相关支出计入在建工程的情况；对在建工程项目主要支出检查付款审批记录和付款单据，检查资金流向是否系支付给采购合同方及付款方式的合理性；

6、获取标的公司工程设备类及工程物资采购明细账，并选择项目检查相关

合同、验收单、付款单等原始凭证，分析相关采购内容是否均与在建工程相关，询问标的公司管理层以了解公司在建工程类项目的采购政策以及相关工程物资采购投入情况和投入周期，并结合标的公司在建工程的情况分析其合理性；检查报告期内标的公司构建设备预付款的采购合同、付款单及到货后验收单等原始凭证，并结合标的公司相关生产线改造项目实施情况或相关工程项目的建设情况、函证情况，检查分析预付模式及金额的合理性以及分析预付后供货时间的合理性，对预付较长时间的款项询问标的公司管理层相关原因并并结合审计情况分析是否合理；

7、查阅标的公司技改项目可行性研究报告，了解 PM1-PM4 产线重建或改造的具体内容、投入金额和目标、与原产线的主要差异；并访谈标的公司生产与技术人员，了解产线改造前后的工艺与性能要求、与同行业的对比情况及自建产线的投入情况；

8、访谈标的公司工程建设与生产相关人员，了解 PM1-PM4 产线的建设进度及运行情况；测算 PM1 和 PM4 产线投产后的折旧情况，分析对标的公司业绩的影响。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司已按照固定资产分类，列示各类固定资产包括的具体内容及在生产经营中的作用，采购时间、账面原值、会计折旧年限、目前已使用年限、累计折旧、账面价值，尚可使用年限和成新率；

2、前述固定资产不存在成新率较低的问题，也不存在闲置、处置和报废风险，对标的公司持续经营的影响较小；

3、报告期各年度固定资产减少的主要原因系随着标的公司业务的发展以及与恒丰纸业达成托管合作后，标的公司在上市公司的帮助下对固定资产进行清理和改造，报废部分后续不再用于生产经营的无效资产或淘汰、拆除部分老旧资产以更新更安全可靠、技术先进、生产效率或适配性更高的新资产。经清理后的固定资产都是经鉴别功能正常和可继续使用并发挥其功效的可用资产，2024 年末账面固定资产已不存在与报告期内减少固定资产相似情况和减值迹象，无需计提

固定资产减值；

4、报告期内标的公司在建工程项目预计投资总额和建设周期与实际投资总额和建设进度匹配，报告期各期投入情况和转固情况正常，不存在到达预定可使用状态但未及时转固的情况；在建工程项目目前建设状态和预计达到可使用状态时间与建设安排匹配；因与上市公司达成业务托管合作后标的公司业务发展情况发生重大变化，标的公司结合自身资源情况，调整了原在建项目的建造计划时间，导致少数项目出现停工、延期情况具有合理性，相关借款费用的处理符合会计准则要求；

5、报告期内标的公司在建工程投入均与项目建设相关，不存在将不相关支出计入在建工程的情况，在建工程具体资金流向均系对提供项目建设相关产品或服务的供应商，具备合理性；

6、报告期内标的公司的工程物资采购均与在建工程相关，除个别大型待安装设备外，标的公司采购的各类工程物资及其他与构建在建工程相关资产一般都在 2 个月内投入建设，投入周期正常、合理。标的公司构建设备款预付的主要对象为设备类制造商，标的公司按合同约定支付预付货款，其预付模式及金额合理性，预付后供货时间一般在一年以内，少数构建设备款预付存在预付时间较长的情况，但具备合理性；

7、公司已说明 PM1-PM4 产线重建或改造的具体内容、投入金额和目标，与原产线的主要差异；改造后的产线性能能够满足加工需求，与同行业最新产线性能不存在重大差异；相较于自建产线，重建或改造产线有更好的经济效益，具有合理性；

8、公司已说明 PM1-PM4 产线的建设进度和达产时间，重建或改造后产线运行情况和爬坡过程，产能和效率能够满足改造目标；公司已测算 PM1 和 PM4 产线投产后的折旧情况，折旧对业绩的影响已在标的公司资产评估收益预测中进行考虑。

问题 9、关于偿债风险

重组报告书披露，（1）报告期各期末，标的公司短期借款金额分别为 1,001.86 万元、10,712.56 万元和 10,712.41 万元；（2）报告期各期末，标的公司资产负债率分别为 152.68%、139.73%和 71.69%，高于同行业可比公司；流动比率分别为 0.11、0.27 和 0.69，低于同行业可比公司；（3）2025 年，标的公司预计将发生大额资本性支出 20,679.31 万元，并新增借款和专项借款合计 2.5 亿元；（4）2024 年 5 月，股东竹浆纸业以其对标的公司的部分债权 15,930 万元实施债转股；报告期内标的公司存在向远东国际融资租赁有限公司售后回租的情况。

请公司在重组报告书“重大风险提示”中补充披露标的公司偿债风险。

请公司披露：（1）结合标的公司账面资金、短期借款还款期限、流动比率和速动比率等，说明标的公司是否存在短期偿债压力以及对其持续经营的影响；（2）结合标的公司未来资金需求、资金来源、资产负债率变化以及偿还本金和利息压力等，说明标的公司偿债风险是否持续上升，是否面临扩张过快导致资金紧张的风险，是否可能对上市公司形成较大拖累及依据，相关应对措施；（3）报告期内标的公司实施债转股、开展售后回租业务的原因，是否主要为应对偿债压力，进一步结合（1）（2）说明标的公司偿债风险是否较高。

请独立财务顾问和会计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”中补充披露标的公司偿债风险

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：

“（六）标的公司的偿债风险

报告期内标的公司业务规模快速增长，为满足生产线技术改造资金需求，标的公司存在一定规模的借款。截至报告期末，标的公司资产负债率（合并）为 **70.15%**，标的公司 PM1 和 PM4 项目后续建设仍需一定资金投入。未来如果宏观经济环境或者标的公司经营情况发生显著不利变化，可能将导致标的公司偿债风险增加并对标的公司的生产经营产生不利影响。”

二、结合标的公司账面资金、短期借款还款期限、流动比率和速动比率等，说明标的公司是否存在短期偿债压力以及对其持续经营的影响

报告期内，标的公司账面资金、短期借款、流动比率和速动比率等指标的情况如下：

单位：万元

主要指标	2025 年 5 月 31 日	2024 年 12 月 31 日	2023 年 12 月 31 日
货币资金	**3,069.37**	4,148.80	302.07
短期借款	**10,712.41**	10,712.41	10,712.56
一年内到期的非流动负债	**-**	1,317.49	1,939.10
	2025 年 1-5 月	**2024 年度**	**2023 年度**
资产负债率（合并）	**70.15%**	**71.98%**	**139.29%**
流动比率（倍）	**0.57**	0.69	0.27
速动比率（倍）	**0.44**	0.59	0.23
利息保障倍数（倍）	**4.81**	**2.75**	**-0.17**

注：资产负债率=期末总负债/期末总资产；流动比率=期末流动资产/期末流动负债；速动比率=（期末流动资产-存货）/期末流动负债；息税折旧摊销前利润=净利润+所得税+利息费用+折旧+摊销；利息保障倍数=息税折旧摊销前利润/利息费用。

2024 年度，标的公司经营逐步恢复向好，同时因股东竹浆纸业债转股的影响，资产负债率由**139.29%**大幅下降至**71.98%**，资产负债结构进一步优化；流动比率、速动比率分别从 2023 年末的 0.27 倍、0.23 倍增加至 2024 年末的 0.69 倍、0.59 倍，偿债能力进一步完善；货币资金由 302.07 万元提升至 4,148.80 万元，流动性保障能力进一步提高。**2025 年 5 月末流动比率及速动比率下降主要系标的公司偿还远东国际融资租赁有限公司售后回租款货币资金减少、加强回款管理应收账款减少所致。**

截至**2025 年 5 月末**，标的公司短期借款余额 10,712.41 万元，其中借款本金 10,700 万元，主要为保证借款 2,000.00 万元、信用借款 8,700.00 万元。其中，2,000.00 万元保证借款系宜宾商业银行借款 1,000.00 万元（2026 年 5 月到期）、成都银行股份有限公司温江支行（以下简称“成都银行”）借款 1,000.00 万元（**原到期日 2025 年 11 月，已于 2025 年 9 月完成续贷，新到期日 2026 年 9 月**），相关借款均由福华集团为其提供担保，标的公司与宜宾商业银行及成都银行合作关系良好，宜宾商业银行 1,000.00 万元于 2019 年投放、成都银行 1,000.00 万元

于 2023 年投放以来始终滚动存续，历史上未出现抽贷、断贷等情况。对于上述 2,000.00 万元短期借款，标的公司拟滚动存续并结合自身经营情况逐步归还，其中成都银行 2025 年 11 月到期 1,000.00 万元借款，**已于 2025 年 9 月完成续贷，新到期日 2026 年 9 月。截至 2025 年 10 月 31 日**，标的公司未经审计货币资金余额 **3,719.27 万元**，足以覆盖 2,000.00 万元保证借款的本息偿付。

信用借款 8,700.00 万元系福华集团通过宜宾市商业银行股份有限公司叙府路支行（以下简称“宜宾商业银行”）对标的公司提供的委托贷款，锦丰纸业已与借款人福华集团协商一致，将上述贷款展期至 2025 年底；此外，根据福华集团向成都银行出具的《关于建立信贷合作关系的函》，福华集团承诺“信贷合作期间，福华集团给予四川锦丰纸业有限公司的委托贷款余额不减少、不提前收回并确保续贷”，预计本次交易完成前该笔委托贷款将持续展期。本次交易完成后，上市公司将凭借自身信用协助锦丰纸业通过“借新还旧”方式到期正常偿还 8,700.00 万元宜宾商业银行委托贷款，针对新形成的借款短期内通过持续续贷方式维持锦丰纸业现金流的稳定性。

本次交易完成后，福华集团成为恒丰纸业第二大股东，将与上市公司形成紧密的战略协同关系，锦丰纸业、恒丰纸业的经营业绩和战略发展也将直接影响其未来收益。上市公司与福华集团在锦丰纸业未来经营上有着一致的目的，交易完成后，双方将继续全力支持锦丰纸业健康良性发展，保障其持续健康经营。

报告期内，标的公司资产负债结构进一步优化、偿债能力进一步完善、流动性保障能力进一步提高；**2025 年 5 月末**的 10,700.00 万元短期借款本金及对应利息拟通过展期、续贷等方式滚动存续，并根据标的公司自身经营情况逐步清偿：其中 8,700.00 万元委托借款短期内将在新老股东支持下持续留存，剩余 2,000.00 万元标的公司已开始与借款银行沟通滚动存续计划，且标的公司货币资金可覆盖相关借款本息偿付。综上，标的公司不存在短期偿债压力、对其持续经营不会造成不良影响。

三、结合未来资金需求、资金来源、资产负债率变化以及偿还本金和利息压力等，说明标的公司偿债风险是否持续上升，是否面临扩张过快导致资金紧张的风险，是否可能对上市公司形成较大拖累及依据，相关应对措施

（一）标的公司未来资金需求

标的公司未来主要资金需求为 PM1 生产线的建设，PM1 生产线建设项目系 2024 年由锦丰纸业管理委员会决策投资项目，产能 3 万吨/年，总投资 **23,348.78** 万元。**截至 2025 年 10 月末**，锦丰纸业已支付项目建设资金 **15,473.05 万元**，未来项目投资还需支付 **7,875.73 万元**，其中自有资金投入 **2,505.81 万元**、融资资金 **5,369.92 万元**。

（二）标的公司资金来源

为保障 PM1 生产线建设的顺利推进，标的公司积极筹措资金：一是标的公司利用自有资产抵押、质押等方式向金融机构借款 **16,000 万元**；二是标的公司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，合计补贴资金 2,805.30 万元；三是对于剩余需投入的 **4,543.48 万元**，拟通过筹措自有资金予以覆盖（目前已投入 2,037.67 万元，**剩余需投入 2,505.81 万元**）。

针对上述 **16,000 万元**金融机构借款，标的公司已取得成都工投融资租赁有限公司授信 15,000 万元；另外**根据成都银行股份有限公司出具的《成都银行行级信用审批委员会审批结论意见书》，其同意向标的公司提供 16,000 万元项目贷款，期限 8 年、利率 3%。标的公司将择机提取成都银行股份有限公司授信并替换成都工投融资租赁有限公司授信，预计 PM1 生产线建设的金融机构借款最终由 16,000 万元成都银行股份有限公司借款组成。**

整体来看，标的公司与签署金融机构合作良好，本次 PM1 生产线建设资金来源充裕，标的公司后期将根据自身资金情况及项目实际需求，选择较为匹配的金融机构为其提供借款。

（三）标的公司资产负债率变化

报告期内，标的公司资产负债结构持续优化、资产负债率持续下降，截至 2024 年 12 月 31 日，标的公司资产合计 **24,155.15** 万元、负债合计 **17,387.06**

万元，资产负债率由 2023 年末的 **139.29%**大幅下降至 2024 年末的 **71.98%**。**截至 2025 年 5 月 31 日，标的公司资产合计 23,092.60 万元、负债合计 16,198.89 万元，资产负债率进一步下降至 70.15%。**

根据 PM1 生产线的建设规划，PM1 生产线总投资 23,348.78 万元，**16,000** 万元系标的公司利用自有资产抵押、质押等方式向金融机构借款；PM1 生产线将于 2025 年、2026 年持续投资建设，并于 2026 年内投产。综合考虑标的公司盈利预测、PM1 生产线建设运营等影响，其 2025 年末至 **2031 年末**资产负债率预计分别为 **87.58%、74.07%、71.26%、64.67%、55.70%、51.38%、43.88%**。

整体来看，PM1 生产线建设虽然会导致其短期资产负债率提升，但随着标的公司经营积累，其资产负债率将持续优化并于 **2031 年末**降至 50%以下，标的公司建设投资规划不会对其财务状况造成重大不利影响。

（四）标的公司偿还本金和利息压力分析

截至 2025 年 5 月 31 日，标的公司负债总额 16,198.89 万元，其中：流动负债 13,077.33 万元、非流动负债 3,121.56 万元，剔除流动负债中的 10,712.41 万元短期借款、非流动负债中的 2,798.65 万元递延收益及 322.91 万元递延所得税负债，标的公司账面剩余负债合计 2,364.93 万元（均为流动负债，其中应付账款 982.63 万元、其他应付款 1,104.91 万元、应付职工薪酬 214.02 万元、应交税费 63.37 万元）。

根据锦丰纸业未来盈利预测，2026 年 PM1 生产线逐步投产后，锦丰纸业盈利能力将大幅提升，其自身经营现金可以逐步覆盖对外借款利息及还款支出。**根据成都银行股份有限公司出具的《成都银行行级信用审批委员会审批结论意见书》，其同意向标的公司提供 16,000 万元项目贷款，期限 8 年、利率 3%；根据以上授信方案及相关还款计划，2026 年至 2033 年标的公司营业收入、自由现金流及本息偿还模拟测算如下：**

单位：万元

年度	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
本金偿还	100.00	500.00	1,800.00	2,300.00	2,500.00
利息偿还	880.22	871.22	836.72	775.22	703.22
当年需偿还合计	980.22	1,371.22	2,636.72	3,075.22	3,203.22

年度	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
情景一：营业收入 100%实现					
营业收入	23,197.07	31,344.20	36,481.83	36,484.37	36,487.00
自由现金流	3,764.27	4,063.66	7,886.81	9,130.92	8,891.57
偿还后剩余现金	2,784.05	5,476.50	10,726.59	16,782.29	22,470.65
情景二：营业收入 68%实现					
营业收入	15,828.60	21,369.34	24,863.69	24,866.23	24,868.86
自由现金流	2,000.25	926.95	4,771.83	5,139.46	4,994.66
偿还后剩余现金	1,020.04	575.77	2,710.88	4,775.12	6,566.56

注 1：各年度自由现金流测算时已考虑标的公司应付账款、其他应付款、应付职工薪酬、应交税费等负债的资金滚动影响，上表不需重复扣减；2026 年自由现金流综合考虑了本次加期评估基准日的溢余资金情况；
注 2：根据目前规划，2031 年-2033 年（永续期）标的公司年偿还本息合计分别为 3,226.72 万元、3,641.22 万元、3,548.22 万元，预计届时标的公司经营稳定、现金流结余充裕（截至 2030 年底预计偿还后剩余现金已达 6,566.56 万元），偿还剩余债务压力较小；
注 3：以上营业收入敏感性系假设因产品销量不及预期导致收入下降。

综上所述，标的公司已对 PM1 生产线建设所需资金进行了详细筹划，**23,348.78 万元总投资中，已投入资金 15,473.05 万元，待投入资金 7,875.73 万元；预计 PM1 生产线建设的金融机构借款最终由 16,000 万元成都银行股份有限公司借款组成。**按当前盈利预测自由现金流测算，不考虑标的公司当前账面货币资金余额因素，标的公司实现 **68%**预测营业收入即可兑付融资本息。此外，标的公司将持续关注自身收入实现情况，通过新增金融机构融资替换借款、债务展期、新增股东借款等方式弥补因收入不及预期产生的短期资金缺口。

业务发展方面，基于行业未来发展趋势及客户拓展情况、结合收购标的公司后的产能情况，上市公司相关产品的销售预期良好（详见问题 1 回复）；根据双方合作意向备忘录及并购交易整体安排，未来锦丰纸业生产的产品主要销售给恒丰纸业并由恒丰纸业统一对外销售，故标的公司交易完成后的销售及订单规模亦有所支撑。

此外，福华集团作为标的公司的间接控股股东，出具了兜底标的公司债务的承诺函，对截至本次交易股权交割日标的公司报表记载的全部债务进行兜底（兜底责任总额不超过本次交易整体作价），兜底责任期限为 2026 年至 2028 年；在上述责任期限内，如标的公司出现无法按期偿还到期债务本息的情形，福华集团承诺向标的公司提供足额的借款或资金支持，用于标的公司清偿该等到期债务，

标的公司在获得后续经营收益、具备还款能力后偿还前述借款。

综上，标的公司交易完成后的销售及订单规模有所支撑，面临扩张过快导致资金紧张的风险较小，福华集团作为标的公司的间接控股股东，亦出具了兜底标的公司债务的承诺函，标的公司整体偿债风险可控；本次交易预计不会对上市公司现金流形成较大拖累。

四、报告期内标的公司实施债转股、开展售后回租业务的原因，是否主要为应对偿债压力，进一步结合一、二说明标的公司偿债风险是否较高

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，主要原因系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，具备通过债转股方式对锦丰纸业进行增资的意愿；锦丰纸业彼时经营能力正在逐步恢复，计划将资金主要用于支持公司发展，与竹浆纸业债转股增资的意向达成一致。

2023 年 10 月，锦丰纸业与远东国际融资租赁有限公司签订了《售后回租赁合同》，租赁物件协议价款为 4,000.00 万元，租期 2 年，每期固定租金 183.20 万元，由张华提供连带责任保证。上述售后回租业务，系福华集团根据其整体资金安排及战略规划，使用标的公司相关资产为载体的融资行为，与标的公司自身资金及财务情况无关。截至目前，《售后回租赁合同》已结清，标的公司相关资产清晰完整，亦不存在对于《售后回租赁合同》的后续偿债义务。

综上所述，报告期内标的公司实施债转股、开展售后回租业务均为福华集团根据不同阶段的资金及战略安排做出的商业行为，标的公司已无对于债转股、售后回租安排的后续偿债义务，不存在偿债风险。交易完成后，上市公司与福华集团在锦丰纸业未来经营上有着一致的目的,双方将继续全力支持锦丰纸业健康良性发展，保障其持续健康经营。

五、中介机构核查程序和核查意见

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、查阅标的公司短期借款相关合同，访谈标的公司财务负责人，了解标的

公司短期借款的偿还安排；

2、查阅标的公司关于 PM1 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 生产线建设的资金筹划安排、PM1 投产后的产量及现金流预计情况；

3、查阅相关金融机构关于 PM1 生产线建设的授信合同，核查标的公司未来资金来源的可靠性；

4、访谈标的公司相关管理人员，了解标的公司报告期内实施债转股、开展售后回租原因；查阅售后回租合同，核查相关业务结清的真实性。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、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”中补充披露标的公司偿债风险；

2、报告期内，标的公司资产负债结构进一步优化、偿债能力进一步完善、流动性保障能力进一步提高；报告期末的短期借款本金及对应利息拟通过展期、续贷等方式滚动存续，并根据标的公司自身经营情况逐步清偿；标的公司不存在短期偿债压力、对其持续经营不会造成不良影响；

3、标的公司已对未来主要资金需求 PM1 生产线建设所需资金进行了详细筹划，整体偿债风险可控，不存在面临扩张过快导致资金紧张的情况，不会对上市公司形成较大拖累；

4、报告期内标的公司实施债转股、开展售后回租业务均为福华集团根据不同阶段的资金及战略安排做出的商业行为，标的公司已无对于债转股、售后回租安排的后续偿债义务，不存在偿债风险。交易完成后，上市公司与福华集团在锦丰纸业未来经营上有着一致的目的，双方将继续全力支持锦丰纸业健康良性发展，保障其持续健康经营。

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证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：

一、标的公司应收账款期后回款情况

报告期内，标的公司应收账款期后回款情况如下：

单位：万元

项目	2025年5月31日	2024年12月31日	2023年12月31日
应收账款余额	1,873.80	3,494.54	2,386.66
期后累计回款金额	1,873.80	3,494.54	2,386.66
期后累计回款率	100%	100%	100%

注：上表回款金额截至2025年10月31日。

二、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；

（一）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

1、关联方资金拆借的具体情况

报告期内，标的公司与关联方的资金拆借均已参照同期银行贷款基准利率计提利息，关联方资金拆借的具体情况如下：

（1）2025年1-5月

单位：万元

关联方	2025年1-5月发生额			
	拆入金额	拆入偿还金额	利息发生额	年化利率
四川福华竹浆纸业集团有限公司	22.70	31.98	5.66	3.10%
四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司	600.00	500.00	0.99	3.10%
合计	622.70	531.98	6.65	3.10%
关联方	拆出金额	拆出收回金额	利息发生额	年化利率
四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司	10.16	1,227.65	-12.99	3.10%
合计	10.16	1,227.65	-12.99	3.10%

（2）2024年度

单位：万元

关联方	2024年度发生额			
	拆入金额	拆入偿还金额	利息发生额	年化利率
四川福华竹浆纸业集团有限公司	93.13	16,562.54	159.38	3.45%
合计	**93.13**	**16,562.54**	**159.38**	**3.45%**
关联方	**拆出金额**	**拆出收回金额**	**利息发生额**	**年化利率**
四川省乐山市福华农科	4,118.59	7,371.80	-276.59	3.45%

关联方	2024 年度发生额			
投资集团有限责任公司				
合计	**4,118.59**	**7,371.80**	**-276.59**	**3.45%**

（3）2023 年度

单位：万元

关联方	2023 年度发生额			
	拆入金额	拆入偿还金额	利息发生额	年化利率
四川福华竹浆纸业集团有限公司	7,138.50	8,751.04	678.87	3.65%
合计	**7,138.50**	**8,751.04**	**678.87**	**3.65%**
关联方	**拆出金额**	**拆出收回金额**	**利息发生额**	**年化利率**
四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司	8,957.74	4,487.04	-52.51	3.65%
合计	**8,957.74**	**4,487.04**	**-52.51**	**3.65%**

2、资金主要用途

报告期内标的公司与竹浆纸业、福华集团之间的资金往来主要用途系福华集团考虑到合并范围内的各家公司处于不同业务发展阶段，生产经营中短期资金需求和资金富余情况差异较大，而向银行等金融机构贷款不仅存在融资成本更高的情况，且很多时候资金因对方审批流程较长而不能快速及时到位，故在福华集团的协调下，资金需求方可与内部关联方通过协商，签署相互提供资金支持的资金拆借协议来灵活解决短期资金紧张问题。协议一般约定在一定的期限内，双方可在约定的借款额度内以随借随还的方式拆借资金，到期后可协商展期或收回款项。标的公司向关联方拆出资金的具体用途如下：

（1）2024 年度

单位：万元

关联方单位	拆出金额	资金用途
四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司	800.00	向中国东方资产管理股份有限公司支付福华通达化学股份公司股权回购款
四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司	300.00	支付银行贷款利息
四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司	1,400.00	向四川产业振兴发展投资基金有限公司支付福华通达化学股份公司股权回购款
四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司	1,618.59	归还远东国际融资租赁有限公司借款
合计	**4,118.59**	

（2）2023 年度

单位：万元

关联方单位	拆出金额	资金用途
四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司	4,080.00	用于归还银行贷款
四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司	2,900.00	归还银行承兑汇票
四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司	1,800.00	向中国东方资产管理股份有限公司支付福华通达化学股份公司股权回购款
四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司	177.74	归还远东国际融资租赁有限公司借款
合计	**8,957.74**	

3、履行内部审批程序

针对前述关联方资金拆借情况，标的公司召开董事会、股东大会，对相关事项予以追认、批准，具体如下：

（1）2024 年 12 月，标的公司召开董事会、股东大会，审议通过了《关于追认公司 2023 年度关联方资金拆借情况的议案》《关于追认 2022 年度关联方资金拆借情况的议案》等议案，对标的公司 2023 年度和 2022 年度与竹浆纸业、福华集团之间的资金拆借予以确认、批准。

（2）2025 年 2 月，标的公司召开董事会、股东大会，审议通过了《关于追认公司 2024 年度关联方资金拆借情况的议案》等议案，对标的公司 2024 年度与竹浆纸业、福华集团之间的资金拆借予以确认、批准。

综上，标的公司已就与竹浆纸业、福华集团的资金拆借行为履行了必要的内部审批程序。

（二）其他应收款的具体内容

报告期各期末，标的公司其他应收款情况如下：

单位：万元

关联方	2025.5.31		2024.12.31		2023.12.31	
	应收余额	坏账准备	应收余额	坏账准备	应收余额	坏账准备
四川福思达生物技术开发有限责任公司	**82.94**	**4.15**	4.01	0.20	-	-
四川省福华纸业有限公司	**-**	**-**	-	-	-	-

关联方	2025.5.31		2024.12.31		2023.12.31	
	应收余额	坏账准备	应收余额	坏账准备	应收余额	坏账准备
四川省乐山市福华农科投资集团有限责任公司	-	-	812.34	40.62	3,984.91	199.25

其他应收款余额形成原因和款项性质如下：

1、2024 年年末**及 2025 年 5 月末**，标的公司应收关联方四川福思达生物技术开发有限责任公司 4.01 万元**及 82.94 万元系房屋出租的租金及水电费**；

2、报告期内标的公司应收福华集团的款项为资金拆借款及应收利息，上述款项属于非经营性资金占用，主要系 2023 年福华集团因其业务发展需要而整体资金需求增大，从而向标的公司借款金额大于其还款金额，形成 2023 年 12 月 31 日余额 3,984.91 万元，以上欠款随着福华集团逐渐还款而下降，截至 2024 年 12 月 31 日，欠款余额为 812.34 万元。2025 年 1 月，标的公司前述其他应收款已经全部收回。

（三）目前是否仍存在关联方资金占用

截至本回复出具日，标的公司向关联方拆出的本金及利息均已收回，标的公司不存在关联方资金占用。

（四）后续规范相关事项的措施

1、标的公司对相关制度进行梳理，通过建立和完善相关内控制度，规范公司资金拆借行为。标的公司制定并完善了《关联交易管理制度》《防范控股股东及关联方资金占用管理办法》《资金管理办法》等制度，完善相关程序、落实相关主体责任，相关制度得到有效执行。

2、标的公司加强相关人员财务规范及合规意识，组织董事、总经理及其他高级管理人员、财务人员等培训，学习相关内控制度、强化责任意识。

三、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；

（一）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

1、向关联方借入承兑汇票融资

报告期内，标的公司为缓解资金压力，存在向关联方借入承兑汇票融资的行为，即在没有真实交易背景的情况下，关联方将其收到的票据背书给标的公司。标的公司报告期内在无真实交易背景下向关联方借入承兑汇票融资金额如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
向关联方借入承兑汇票融资金额	-	1,374.00	3,536.40

2、向非金融机构购买票据、票据贴现、大票换小票

报告期内，标的公司存在向成都菁芸农业科技发展有限公司、成都欣欣向然农业科技发展有限公司非金融机构大票换小票、购买票据、票据贴现的不规范行为。

（1）大票换小票

标的公司将收到的大额银行承兑汇票换成小额银行承兑汇票并向供应商进行结算的行为，大票换小票可以解决标的公司收到银行承兑汇票票面金额与支付货款所需金额存在错配的情况，具有商业合理性。**报告期内，标的公司大票换小票的具体情况如下：**

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
	成都菁芸农业科技发展有限公司		
拆出票据金额	-	-	600.00
拆入票据金额	-	-	600.00
	成都欣欣向然农业科技发展有限公司		
拆出票据金额	-	-	-
拆入票据金额	-	-	-

（2）票据贴现

向非金融机构进行票据贴现主要系由标的公司存在资金周转需求，将收到的银行承兑汇票向非金融机构进行贴现。**标的公司贴现票据为无真实交易背景的关联方借入票据，由于与出票人、前手之间不具有真实的交易关系和债权债务关系，故无法向银行进行票据贴现，而标的公司存在资金周转需求，故将收到的银行承兑汇票向非金融机构进行贴现。报告期内，标的公司向非金融机构进行票据贴现的具体情况如下：**

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
成都菁芸农业科技发展有限公司			
拆出票据金额	-	-	1,613.44
收到贴现金额	-	-	1,595.01
成都欣欣向然农业科技发展有限公司			
拆出票据金额	-	-	160.00
收到贴现金额	-	-	157.79

（3）购买票据

购买票据是指标的公司直接向持票方购买票据用于支付货款。标的公司购买票据的交易对手方与前述大票换小票、票据贴现的交易对手方一致，对方部分时候有资金需求，而标的公司因无在手票据且计划以票据向供应商支付货款，在此情况下，标的公司会购买对方所持有银行承兑汇票后将其背书转让给供应商以支付货款。报告期内，标的公司购买票据的具体情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-5 月	2024 年度	2023 年度
成都菁芸农业科技发展有限公司			
收取票据金额	-	-	678.00
支付金额	-	-	671.13
成都欣欣向然农业科技发展有限公司			
收取票据金额	-	-	-
支付金额	-	-	-

上述行为涉及的非金融机构包括成都菁芸农业科技发展有限公司、成都欣欣向然农业科技发展有限公司，上述企业与标的公司不存在关联关系，其具体情况如下：

1、成都菁芸农业科技发展有限公司

企业名称	成都菁芸农业科技发展有限公司
成立日期	2020 年 6 月 22 日
地址	中国（四川）自由贸易试验区成都高新区观东三街 53 号 1 层 59 号
注册资本	950 万元
股权结构	孟得强认缴出资 475 万元，持股比例 50%；张旭认缴出资 475 万元，持股比例 50%
营业范围	许可项目：建筑劳务分包（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）。一般项目：技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；农业园艺服务；农业专业及辅助性活动；园林绿化工程施工；会议及展览服务；工程管理服务；市政设施管理；机械设备租赁；信息技术咨询服务；农林牧副渔业专业机械的安装、维修；农、林、牧、副、渔业专业机械的销售；林业机械服务（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）

2、成都欣欣向然农业科技发展有限公司

企业名称	成都欣欣向然农业科技发展有限公司
成立日期	2022 年 3 月 21 日
地址	四川省成都市锦江区华润路 42 号
注册资本	1500 万元
股权结构	孟得强认缴出资 900 万元，持股比例 60%；蒋玉群认缴出资 600 万元，持股比例 40%
营业范围	一般项目：技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；农业园艺服务；农业专业及辅助性活动；园林绿化工程施工；会议及展览服务；工程管理服务；市政设施管理；机械设备租赁；信息技术咨询服务；农林牧副渔业专业机械的安装、维修；农、林、牧、副、渔业专业机械的销售；林业机械服务（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。许可项目：建筑劳务分包（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）

通过查询国家企业信用信息公示系统、企查查等网站，标的公司票据台账，并对成都菁芸农业科技发展有限公司、成都欣欣向然农业科技发展有限公司法定代表人孟得强进行了访谈，上述两家公司从事园林工程及票据服务。成都菁芸农业科技发展有限公司、成都欣欣向然农业科技发展有限公司与标的公司及其控股

股东、实际控制人、董事、监事、高管或其他关联方不存在关联关系。

（二）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

1、报告期内，标的公司向关联方借入承兑汇票融资，2024 年度、2023 年度融资额分别为 1,374.00 万元、3,536.40 万元，标的公司与关联方按照占用资金和实际占用天数，以报告期内各年度 1 月份中国人民银行全国银行间同业拆借中心公告的一年期贷款市场报价利率计算利息。因标的公司根据资金安排，随借随还，上述累计借入的承兑汇票融资额实际远未达到一年。假设每年度按实际占用一年计算，按各年度 1 月份的一年期贷款市场报价利率 3.45%、3.65%，各年度计提的利息分别为 47.40 万元、129.08 万元，实际上，标的公司对前述承兑汇票融资，随借随还，占用时间远未达到一年，因此实际产生并计提的利息也未达到按一年占用时间计算的利息金额。

标的公司与成都菁芸农业科技发展有限公司、成都欣欣向然农业科技发展有限公司之间不规范的票据行为，系标的公司在日常经营中为支付供应商货款需要，相关行为产生费用较小。

因此，前述相关违规事项产生的利息等费用较小，不会对标的公司的经营和业绩产生影响。

2、地方金融监管部门、中国人民银行、国家金融监督管理总局四川监管局未对标的公司前述事项进行处罚，且贴现票据均已到期，未因票据贴现产生纠纷，相关违规事项未对公司经营和业绩产生影响。

信用中国（四川成都）网站关于标的公司的《市场主体专用信用报告》（无违法违规证明版）显示，标的公司报告期内不存在地方金融监管相关的行政处罚，《中华人民共和国票据法》等法规也没有规定前述违规事项属于重大违法行为，因此，相关违规事项不构成重大违法行为。

（三）相关整改措施

1、标的公司逐步规范相关事项，完善《资金管理办法》等制度，落实相关主体责任，并优化供销管理、财务审批等相关流程，加强相关人员财务规范和合规意识。

2、组织高级管理人员、财务人员等培训，学习相关内控制度、强化责任意识，强化财务内控，对无真实交易背景票据的情形进行了整改。

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（m²）	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 13.34%，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（m²）
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

序号	产权证号	单元号/幢号	房屋名称	拆除面积（m^2）
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
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 510115202321394 号	建字第 510115202330516 号	510115202503120101

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。

五、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

标的公司与云南巴菰生物科技有限公司（以下简称“巴菰生物”）、**云南养瑞科技集团有限公司（以下简称“养瑞集团”）**共有专利 3 项，具体如下：

序号	名称	类别	专利号	申请日	到期日	专利权人
1	一种竹香卷烟纸及其制备方法	发明	ZL201610857322.7	2016.9.28	2036.9.27	锦丰纸业 巴菰生物
2	一种竹香卷烟纸	实用新型	ZL201621086349.2	2016.9.28	2026.9.27	锦丰纸业 巴菰生物
3	一种瓦楞片材制成的纸质滤棒	实用新型	ZL201621378215.8	2016.12.15	2026.12.14	锦丰纸业 **养瑞集团**

标的公司与巴菰生物、**养瑞集团**早期共同申请专利，系因早期双方有合作意向，早期拟开拓新产品市场、进行市场合作，双方不存在关联关系。

截至本回复出具日，标的公司未使用共有专利。共有专利所涉产品为竹香卷烟纸、瓦楞片材制成的纸质滤棒，标的公司主营产品不包括共有专利所涉产品，标的公司主营产品规划也不包括共有专利所涉产品。标的公司主要技术产品研发也不涉及共有专利。

综上，共有专利不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不存在不利影响。

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	**2025.09.24**	**2026.09.23**	福华农科投资集团、张华、王蕾
宜宾商业银行股份有	8,700.00	2023.5.24	2025.12.22	无

借款方	金额（万元）	合同签署日	到期日	担保
限公司				

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

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、获取、查阅标的公司应收账款期后回款情况，了解 2022 年末应收账款期后回款比例较低的原因；

2、了解标的公司关联方资金拆借的具体情况、资金主要用途以及查阅标的公司履行的内部审批程序；

3、了解标的公司报告期各期末其他应收款的具体内容，目前是否仍存在关

联方资金占用，以及标的公司规范相关事项的措施；

4、获取、查阅标的公司向相关方借入承兑汇票融资、购买票据违规行为等的资料；

5、就违规票据贴现，核查标的公司整改进度，访谈标的公司有关人员；

6、检索地方金融监管部门、中国人民银行、国家金融监督管理总局四川监管局等网站信息，查询标的公司是否存在被处罚的记录，取得信用中国（四川成都）网站关于标的公司的《市场主体专用信用报告（无违法违规证明版）》；

7、获取标的公司房产权属证书，现场核实部分房产拆除情况；

8、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；

9、就房屋拆除情况访谈标的公司有关人员；

10、获取标的公司与共有专利权的专利证书等资料；

11、就共有专利权的取得过程、背景、产品关系，访谈标的公司有关人员，取得标的公司的说明；

12、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；

13、查阅本次交易有关交易协议等资料。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、截至 2025 年 6 月 30 日，标的公司 2023 年末及 2024 年末应收账款期后期后回款情况较好。2022 年末回款比例较低主要系部分前期应收账款预计无法收回，针对该部分应收账款已按单项计提了坏账准备；

2、报告期内标的公司与竹浆纸业、福华集团之间的资金往来主要用途系在福华集团的协调下，资金需求方可与内部关联方通过协商，签署相互提供资金支持的资金拆借协议。针对关联方资金拆借情况，标的公司召开董事会、股东大会，对相关事项予以追认、批准；

3、上市公司已披露标的公司报告期各期末其他应收款的具体内容。截至本回复出具日，标的公司向关联方拆出的本金及利息均已收回，标的公司不存在关联方资金占用，标的公司已经对关联方资金拆借整改采取了有效措施；

4、上市公司已披露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，相关违规事项未对公司经营和业绩产生影响，不构成重大违法行为，标的公司已采取相关整改措施；

5、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；

6、共有专利权人与标的公司早期共同申请专利，系因早期双方有合作意向，早期拟开拓新产品市场、进行市场合作，双方不存在关联关系，共有专利不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不存在不利影响；

7、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。

（本页无正文，为《中银国际证券股份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之回复意见》之签字盖章页）

法定代表人：

周　杖

内核负责人：

丁盛亮

部门负责人：

孙　蓓

项目主办人：

向　林　　毛慧敏

王予志

项目协办人：

王永泊

中银国际证券股份有限公司

2025 年 11 月 28 日