

《关于对中润资源投资股份有限公司的 重组问询函》答复

深圳证券交易所：

作为《中润资源重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》中置入资产所涉及的深圳市零兑金号黄金供应链服务有限公司 100%股权的预评估机构，根据贵所转来的《关于对中润资源投资股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函（2018）第 16 号），我们已对问询函中提出的涉及评估事项的问题进行了核查，现就相关问题说明回复如下：

（一）关于交易方案

1. 本次募集配套资金不超过 65,000 万元，拟用于零兑金号（释义同预案，下同）生产研发综合建设项目（贵金属实验室、研发中心、生产制造工厂、办公楼）30,000 万元，营销网络建设 32,000 万元（装修、开办与租金费用 13,000 万元，铺底流动资金 25,000 万元），支付中介机构费用约 3,000 万元。

请你公司：（1）零兑金号报告期固定资产主要为生产设备和模具，研发投入为零，请结合标的公司现有业务情况和未来业务发展规划，说明拟投资生产研发综合建设项目的原因为何，项目可行性分析情况；（2）补充披露本次各募投项目的具体投资明细，投资额测算依据和测算过程，说明各项投资是否属于资本性支出，募投项目投资进度安排情况、收益情况及具体测算过程；（3）说明本次募投项目的投资进展情况，已投资金额，是否使用募集资金置换上述已投资金额，各项目是否需取得有权机构的审批通过以及目前已完成的审批程序；（4）说明本次标的公司采用收益法评估时，预测现金流是否包含募集资金投入带来的收益，募投实施项目如何与标的资产的承诺业绩进行区分，交易标的如何剔除配套募集资金对其融资成本的影响。

请独立财务顾问、会计师和评估师对上述问题进行核查并发表明确意见。

对于“（4）说明本次标的公司采用收益法评估时，预测现金流是否包含募集资金投入

带来的收益，募投实施项目如何与标的资产的承诺业绩进行区分，交易标的如何剔除配套募集资金对其融资成本的影响。”中的问题答复如下：

本次标的公司采用收益法评估，其预评估现金流中未考虑募集资金投入带来的收益，承诺业绩也不考虑募集资金所产生的收益。本次评估基础是基于评估基准日的公司现有经营模式和资产规模考虑的，不考虑募集资金将扩大标的资产公司的经营规模所带来的收益，因此交易标的预评估时，不考虑配套募集资金对其融资成本的影响。

（三）关于拟置出资产

8. 截至 2017 年末，拟置出资产的账面原值为 1,121,358,348.69 元，账面净值为 692,042,400.00 元，本次拟置出资产以账面净值定价。

请你公司：说明转让拟置出资产的定价依据，是否拟对该等资产进行评估；如不以资产评估结果作为定价依据，要求参照《重组管理办法》第二十条之规定，详细分析说明相关资产的估值方法、参数及其他影响估值结果的指标和因素，在此基础上说明本次交易定价的公允性。

请独立财务顾问、评估师对上述问题进行核查并发表明确意见。

答复：经核查，拟置出资产没有进行评估，根据调整后的重组方案及“《关于深圳市零兑金号黄金供应链服务有限公司的附条件生效的重大资产置换及发行股份购买资产框架协议》之补充协议”的内容，“凡涉及“69,204.24 万元”的表述，均已替换成“47,046.24 万元””交易双方拟约定“在实际置出资产后，若相关应收款项发生回款的，各方同意，若回款金额超过 47,046.24 万元，且按照下列顺序进行偿付后仍有剩余的（“剩余款”），归甲方所有；若不足以支付下列任一款项的，实际偿付金额以回款超过 47,046.24 万元的金额为限：1、应收款项置出后的回收成本及费用；2、差额补足方依据《差额补足协议》约定收取的按置出应收款项净值的 2%计算的费用。为明确起见，若上述剩余部分于本协议生效后三年内未能收回的，甲方则不再享有该剩余款的请求权。”，其中甲方为中润资源投资股份有限公司，乙方一：深圳市黄金资讯集团有限公司和深圳零兑金投资顾问合伙企业（有限合伙）。《差额补足协议》约定“经各方协商，乙方为中润资源拟置出的应收款项即标的债权的回收向甲方承

担差额补足义务，丙方同时为乙方的差额补足义务提供连带责任担保。”其中乙方宁波冉盛盛远投资管理合伙企业（有限合伙）为中润资源的控股股东，丙方珠海横琴新区长实资本管理有限公司为中润资源的实际控制人控制的企业。双方拟以上述方式保障置出资产的定价，置入资产拟以评估结果作为交易对价。

（五）关于估值与作价

12. 本次交易中以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日，选取收益法预估结果作为零兑金号股东全部权益价值的预估结论。

请你公司按照《主板信息披露业务备忘录第 6 号——资产评估相关事宜》的规定，补充披露标的资产的预估过程，收益法预估假设、预估参数和选取依据，特别是预估收入、收入增长率、营业成本、毛利率、费用、折现率、税收政策等重要预估参数的取值情况。

请评估师对上述问题进行核查并发表明确意见。

答复：根据上市公司重组方案的调整，评估基准日已修改为 2018 年 5 月 31 日，以修改后的评估基准日所做的标的资产预估过程及相关参数取值情况如下：

（一）收益法预估假设

一般假设如下：

1、交易假设：假设所有待评估资产已经处在交易的过程中，资产评估师根据待评估资产的交易条件等模拟市场进行估价。

2、公开市场假设：假设在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。

3、企业持续经营假设：假设被评估单位完全遵守所有有关的法律法规，在可预见的将来持续不断地经营下去。

特殊假设如下：

1、本次预评估以本预案列明的交易目的为基本假设前提；

2、国家现行的有关法律法规、国家宏观经济形势无重大变化，利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等外部经济环境不会发生不可预见的重大变化；

3、本次预评估假设被评估单位未来的经营管理班子尽职，并继续保持现有的经营管理

模式，经营范围、方式与目前方向保持一致；

4、本次预评估假设被评估资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，并未考虑各项资产各自的最佳利用；

5、假设公司在现有的管理方式和管理水平的基础上，无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响；

6、被评估单位和委托人提供的相关基础资料和财务资料真实、准确、完整；

7、评估人员所依据的对比公司的财务报告、交易数据等均真实可靠；

8、评估范围仅以委托人及被评估单位提供的评估申报表为准，未考虑委托人及被评估单位提供清单以外可能存在的或有资产及或有负债；

9、本次预评估假设企业于年度内均匀获得净现金流。

当出现与上述假设条件不一致的事项发生时，本评估结果一般会失效。

（二）收益法预估过程

收益法是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。

收益法常用的具体方法包括股利折现法、股权自由现金流折现法和企业自由现金流折现法。

本次预评估选用企业自由现金流折现模型。

企业自由现金流折现法，现金流口径为归属于股东和付息债务债权人在内的所有投资者现金流量，对应的折现率为加权平均资本成本，评估内涵为企业整体价值。现金流计算公式为：

企业自由现金流量=净利润+折旧/摊销+税后利息支出-营运资金增加-资本性支出
基本公式为：

$$E = B - D$$

式中：E为被评估单位的股东全部权益的市场价值，D为付息负债的市场价值，B为企业整体市场价值。

$$B = P + \sum C_i$$

式中：P为经营性资产价值， $\sum C_i$ 为评估基准日存在的非经营性资产负债（含溢余资产）的价值。

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

式中：R_i：评估基准日后第 i 年预期的企业自由现金流量；r：折现率；P_n：终值；n：预测期。

各参数确定如下：

1、自由现金流 R_i：

R_i=净利润+折旧/摊销+税后利息支出-营运资金增加-资本性支出

2、折现率 r 采用加权平均资本成本（WACC）确定：

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

式中：R_e 为权益资本成本；R_d 为负息负债资本成本；T 为所得税率

3、权益资本成本 R_e 采用资本资产定价模型（CAPM）确定：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

式中：R_e 为股权回报率；R_f 为无风险回报率；β 为风险系数；ERP 为市场风险超额回报率；R_s 为公司特有风险超额回报率

4、终值 P_n 的确定

根据企业价值准则规定，资产评估师应当根据企业进入稳定期的因素分析预测期后的收益趋势、终止经营后的处置方式等，选择恰当的方法估算预测期后的价值。本次预评估采用永续增长模型确定。

（三）未来收益预估情况

本次标的公司的预估值是根据标的公司提供的未经审计的财务数据进行，待本次专项审计报告出具后，预估值将依据最终的审计结果进行相应调整。

未来收益预估结果及各项数据预测如下：

单位：万元

项目	预测数据							
	2018年 6-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	稳定期
一、营业收入	229,690.50	371,000.00	427,050.00	470,050.00	502,050.00	529,050.00	544,050.00	557,651.25
减：营业成本	213,968.99	346,101.99	397,567.99	438,844.28	470,006.79	495,916.19	510,176.42	522,930.83

项目	预测数据							
	2018年 6-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	稳定期
税金及附加	458.00	928.76	1,103.73	1,247.22	1,312.80	1,401.36	1,442.52	1,478.58
期间费用(含销售费用、管理费用)	3,947.92	5,732.30	6,409.57	7,082.18	7,739.28	8,401.45	9,054.54	9,280.90
财务费用	450.00	915.00	920.00	925.00	930.00	935.00	940.00	963.50
二、营业利润	10,865.58	17,321.95	21,048.71	21,951.32	22,061.13	22,396.00	22,436.52	22,997.44
三、利润总额	10,865.58	17,321.95	21,048.71	21,951.32	22,061.13	22,396.00	22,436.52	22,997.44
减:所得税费用	2,716.40	4,330.49	5,262.18	5,487.83	5,515.28	5,599.00	5,609.13	5,749.36
四、净利润	8,149.19	12,991.46	15,786.53	16,463.49	16,545.85	16,797.00	16,827.39	17,248.08

1、营业收入、营业成本、毛利率及收入增长率预测

标的公司—深圳零兑金号于2013年12月成立，2015年开始经营，根据上市公司重组方案的调整，评估基准日已修改为2018年5月31日。根据企业提供的未经审计财务报表，2016年、2017年、2018年1-5月的营业收入、营业成本和毛利率如下表：

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年1-5月
营业收入	191,459.80	252,846.12	83,328.38
营业收入增长率		32.1%	
营业成本	180,800.97	237,400.76	78,311.96
毛利率	5.6%	6.1%	6.0%

根据历史年度的收入增长情况，预测期前三年承诺利润情况，零兑金号的收入将从高速增长转向平稳增长。由于产品结构的调整，毛利率有所上升。综合上述情况，收入增长率及毛利率预测如下：

年份	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
营业收入增长率(%)	23.8%	18.5%	15.1%	10.1%	6.8%	5.4%	2.8%
毛利率	6.6%	6.7%	6.9%	6.6%	6.4%	6.3%	6.2%

2、营业税金及附加的预测

零兑金号的税金及附加包括增值税、消费税、营业税、城市维护建设税、企业所得税、教育费附加、地方教育费附加。

以预测年度的营业收入为基础，结合评估基准日适用的税率确定未来年度的营业税金及附加。

3、期间费用（销售费用、管理费用）的预测

销售费用、管理费用均可分为固定费用与变动费用部分，根据历史年度各项费用的实际发生情况，同时考虑预测期固定费用增长趋势以及收入的增长、成本的变化对变动费用的影响进行预测。

4、财务费用的预测

财务费用中主要是因借款产生的利息支出、银行存款所带来的利息收入、手续费及其他。对于未来年度利息支出仍保持企业评估基准日的借款本金及利率水平；考虑到未来年度业务量及收入有所增加，故财务手续费在历史年度基础上小额增长；其他费用历史年度金额较小且不稳定，本次估值不进行预测。

5.所得税的预测

在标的公司未来各年度的利润总额的基础上，按照标的公司执行的所得税率，对未来各年的所得税和净利润予以估算。截至评估基准日，标的公司执行 25%所得税政策。

6、折现率的取值

本次预评估以 WACC（加权平均总资本回报率）作为折现率。WACC 代表期望的总投资回报率，是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

在计算总投资回报率时，第一步需要计算，截至评估基准日，股权资金回报率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步，计算加权平均股权回报率和债权回报率。

1) 股权回报率的确定

股权回报率采用资本定价模型 CAPM。CAPM 是通常估算投资者收益要求并进而求取公司股权收益率的方法。它可以用下列公式表述：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

其中：Re 为股权回报率；Rf 为无风险收益率；β 为风险系数；ERP 为市场风险超额回报率；Rs 为公司特有风险超额回报率。

(a) 确定无风险收益率 Rf

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽

略不计。

评估师在沪、深两市选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过 10 年期的国债，并计算其到期收益率，取所有国债到期收益率的平均值作为本次预估无风险收益率。

(b) 确定股票市场风险系数 β 。

目前中国国内 Wind 资讯公司是一家从事于 β 的研究并给出计算 β 值计算公式的公司，其股票市场指数选择的是沪深 300 指数，与评估师在估算国内股票市场 ERP 时采用的是沪深 300 指数相匹配。

本次预估评估师是选取 Wind 资讯公司公布的 β 计算器计算对比公司的 β 值，将对比公司的 β 计算出来后，取其平均值作为标的公司的 β 值。

(c) 确定市场风险超额回报率 ERP

市场风险超额回报率是投资者投资股票场所期望的超过无风险收益率的部分。通过估算 2008-2017 年每年的市场风险超额收益率 ERP 确定，由于标的资产公司的持续经营期超过 10 年，因此评估师认为选择 ERP =5.80%作为目前国内市场股权超额收益率 ERP 未来期望值比较合理。

(d) 估算公司特有风险超额回报率 R_s

公司特有风险超额回报率主要是针对公司具有的一些非系统的特有因素所产生风险的风险溢价或折价，一般认为这些特别风险包括，但不局限于：①品牌优势尚未完全发掘；②作为黄金白银首饰行业领先者产品设计能力尚有待提高；③广告投入和品牌宣传力度相对提高；④作为非上市公司融资渠道单一，抗风险能力较其他已上市企业存在不足。

综合考虑上述诸因素预测标的公司的特有风险超额回报率。

(e) 计算现行股权收益率

将恰当的数据代入 CAPM 公式中，本次预评估就可以计算出对被评估单位的股权期望回报率。

2) 债权回报率的确定

债权投资回报率实际上是被评估企业的债权投资者期望的投资回报率。

在估算 WACC 时需要保证 WACC 中的 D/E 与债权投资回报率 R_d 相互匹配。如果 D/E 选择标的企业实际的资本结构，则债权投资回报率 R_d 也需要选择标的企业实际的贷款利率；如果 D/E 选择标的企业最优或者目标资本结构，则债权投资回报率 R_d 可以选择标的企业最优或目标的贷款利率。

本次预评估，标的企业未来预测选用了最优资本结构，对债权收益率的一个合理估计是将市场公允短期和长期银行贷款利率结合起来的一个估计。评估基准日有效的一年期贷款利率是 4.35%，本次预评估采用该利率作为债权年期望回报率。

3) 被评估企业折现率的确定

股权期望回报率和债权回报率可以用加权平均的方法计算总资本加权平均回报率。权重评估对象实际股权、债权结构比例。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

其中：WACC 为加权平均总资本回报率；E 为股权价值；Re 为期望股本回报率；D 为付息债权价值；Rd 为债权期望回报率；T 为企业所得税率。

根据上述计算得到标的公司总资本加权平均回报率为 11.23%，本次预评估以其作为标的公司的折现率。

经核查，我们认为：公司已按照《主板信息披露业务备忘录第 6 号—资产评估相关事宜》的规定，在本次预案中“第六章置出资产定价情况与置入资产预估作价情况”补充披露置入资产的预估过程和结果，说明了收益法预估假设、预估参数和选取依据，我们认为本次交易标的资产评估方法选取恰当，相关评估假设、参数选择、及评估过程具备合理性。由于预估参数尚未根据标的公司最终经审计的财务数据进行调整，也未完成审核验证程序，相关参数仅供参考，最终评估报告数据及内容可能与上述内容存在一定差异。

13. 公开消息显示，零兑金号自 2013 年 11 月成立以来，曾发生两次增资及一次股权转让。

请你公司：补充披露零兑金号的历史沿革，说明最近三年是否存在增资和转让，是否对标的资产进行评估或估值，如是，按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》第十六条第（八）项的要求说明相关评估或估值的方法、结果及其与原账面值的差异情况，交易价格、交易对方和增资改制的情况，并列表明最近三年评估或估值情况与本次重组评估情况的差异及原因。

请独立财务顾问、评估师对上述问题进行核查并发表明确意见。

答复：2013年11月13日，由深圳市黄金资讯集团有限公司出资成立了深圳零兑金号，并取得了企业法人营业执照，注册号：440301108318541。公司设立时注册资本为1,000.00万元，章程约定出资额于2014年6月30日前缴纳。

2013年12月9日，“深圳市零兑金号黄金供应链服务有限公司股东会决议”约定，“注册资本增加到3000万元，同时增加新股东深圳市中土金盈财富投资有限公司。”持股比例为：“深圳市黄金资讯集团有限公司为51%，投资1530万元；深圳市中土金盈财富投资有限公司为49%，投资1470万元。”截止2013年12月9日，股东深圳市黄金资讯集团有限公司注册资本全部缴足，深圳市中土金盈财富投资有限公司尚未缴纳出资。

2014年7月3日，“深圳市零兑金号黄金供应链服务有限公司股东会决议”约定，“公司股东深圳市黄金资讯集团有限公司以原价收购股东深圳市中土金盈财富投资有限公司的所有股份。”

2016年12月12日，“深圳市零兑金号黄金供应链服务有限公司股东会决议”约定，“同意注册资本由原3000万元增加至3333万元，增加注册资本部分333万元，由深圳零兑金投资顾问合伙企业（有限合伙）以3元/股的价格认缴出资人，超出注册资本部分的增资款全部计入公司资本公积。公司原股东同意放弃优先认购权。”

2017年12月，股东黄金资讯、零兑金投资对零兑金号进行同比例增资，增资完成后，零兑金号注册资本变更为5000万元。

经核查，上述零兑金号的增资及股权转让行为，均未对标的资产进行评估。

14. 零兑金号截至预估基准日未经审计的归属于母公司所有者权益合计为18,330.47万元，置入资产股东全部权益预估值为139,540.00万元，增值率为661.25%。

请你公司：结合标的资产业务模式、业务发展趋势、同行业可比公司估值水平等，说明标的公司评估增值的合理性，并对交易完成后可能大幅增加上市公司商誉及业绩承诺无法实现可能导致上市公司商誉大幅减值作出风险提示。

请独立财务顾问、评估师对上述问题进行核查并发表明确意见。

答复：

目前标公司的主营业务主要由 IP 运营业务、银行等渠道销售业务、回购业务、加工业务、供应链服务业务组成，在财务核算时，按投资金类业务、工艺金类业务、加工业务、回购业务及供应链服务业务进行归集收入、成本。业务发展趋势：标的公司是一家集贵金属产品销售、回购、兑换、保养等为一体的贵金属供应链专业服务的公司，实现“线下黄金加工工厂、黄金实体店面，进出口批发零售、专业设计研发和线上的黄金实物商城、黄金资讯网等”产业链有机结合，实现销售电子化、物流现代化，为广大消费者在金银实物消费方面提供一站式服务和全方位的解决方案是公司业务发展的方向及趋势，公司通过与银行深化合作，为银行在开展贵金属业务过程中提供各项功能性配套服务，并联合银行研究并发行贵金属行业相关创新产品，同时公司凭借品牌、渠道、产品创新、供应链整合等优势，增加并扩大与各大珠宝商（如：翠绿金业、中财黄金、周金生）和各大银行等的深度合作关系，并在天猫、京东、苏宁易购等网络商城开设了零兑金號官方旗舰店，不断提升公司品牌竞争力和市场影响力。

（一）与同行业上市公司市盈率的比较情况

本次选取与标的公司同行业的 A 股上市公司截至 2017 年 12 月 31 日的市盈率（TTM）进行比较如下：

序号	证券代码	证券简称	市盈率（TTM）
1	600687	刚泰控股	34.39
2	002731	萃华珠宝	34.83
3	002721	金一文化	76.42
4	600612	老凤祥	18.71
平均值			41.09
中位数			34.61

资料来源：Wind 资讯

注：以上数据截止日为 2017 年 12 月 31 日。

由上表可知，同行业可比上市公司市盈率平均数分别为 41.09，中位数分别为 34.61。标的资产公司 100% 股权在收益法下的预估值分别为 139,420.00 万元，2018 年-2020 年业绩承诺期间预计净利润分别为 9,563.35 万元、12,991.46 万元、15,786.53 万元，如以承诺期第一

年净利润测算的市盈率为 14.58。低于同行业可比上市公司的市盈率平均值，也低于同行业可比上市公司的市盈率中位数，因此，本次交易的标的资产的预估是合理的。

（二）与可比交易的市盈率对比情况

我们选取了近两年同行业的收购案例作为可比交易，其具体估值情况如下：

序号	上市公司	标的资产	交易最近一年市盈率（倍）	承诺期年平均市盈率（倍）	承诺期第一年净利润（万元）	承诺期平均预测净利润（万元）	交易价格（万元）
1	金一文化	江苏珠宝的49%股权	11.06	5.17	10,700.00	22,900.00	58,000.00
2	刚泰控股	优娜珠宝的36.96%股权	30.33	21.76	1,516.68	2,114.14	17,001.60
3	金一文化	金艺珠宝的100%股权	13.00	10.71	5,000.00	6,066.67	65,000.00
4	爱迪尔	大盘珠宝的51%股权	27.23	21.31	1,836.00	2,346.00	25,500.00
平均			20.41	14.74			
中位数			20.12	16.01			
深圳零兑金号100%股权			14.58	11.10	9,563.35	12,565.10	139,420.00

资料来源：Wind资讯

从上表可以看出，标的公司承诺期间第一年市盈率和承诺期年平均市盈率平均为 14.58 和 11.10，低于交易案例承诺期间第一年市盈率和承诺期年平均市盈率的平均值 20.41 和 14.74，也低于交易案例承诺期间第一年市盈率和承诺期年平均市盈率的中位数 20.12 和 16.01，因此本次交易定价合理，评估增值合理。

经核查，评估机构认为，本次标的公司的盈利能力与同行业可比上市公司相比处于正常水平，因此属于合理范围内，预估值的评估增值基本合理。

