

关于对通化葡萄酒股份有限公司回复上证公函 “【2021】0262 号”有关事项的专项说明

上海证券交易所上市公司监管一部：

根据通化葡萄酒股份有限公司（以下简称“公司”）转来的《关于通化葡萄酒股份有限公司违规担保及控制权转让相关事项的问询函》上证公函【2021】0262 号（以下简称工作函），要求会计师发表意见，我所组织相关人员，基于我们已实施的审计工作，进行了相关核查，现说明如下：

问题三、8 公告披露，公司拟以所持有债权、现金为对价，收购吴玉华、陈晓琦所持公司控股子公司九润源 49%少数股权，交易作价 2.65 亿元。其中，用于本次收购的债权评估值 2 亿元，即现金对价部分约 6500 万元。九润源评估值为 5.4 亿元，增值率 519.41%。截至 2020 年 9 月 30 日，九润源净资产账面值为 8733.6 万元，对应 49%股权的账面值为 4279.5 万元，低于本次交易的现金对价金额。

请公司及相关方核实并披露：（1）上述债权的具体情况，包括债务人名称、债务人与公司和控股股东及实际控制人之间是否存在关联关系或其他关系、债权金额、形成原因、以及本次置出的原因；（2）结合上述情况，说明相关债权是否存在资金占用或违规担保情形；（3）结合九润源近几年业绩波动情况，以及主要参数的选择过程和依据，详细说明本次收益法评估增值的计算过程及公允性；（4）结合本次交易高溢价且现金对价已超过九润源对应净资产账面值的情况，说明本次收购是否存在利益输送情形；（5）本次关联资产收购溢价率超过 100%，请根据本所《上市公司关联交易实施指引》的规定，补充披露拟购买资产的盈利预测报告、相关业绩承诺补偿协议等材料。请会计师和评估机构发表意见。

评估师回复：

九润源评估值为 5.4 亿元，增值率 519.41%。截至 2020 年 9 月 30 日，九润源净资产账面值为 8733.6 万元。结合九润源近几年业绩波动情况，以及主要参数的选择过程和依据，详细说明本次收益法评估增值的计算过程及公允性。

答 1、九润源评估值为 5.4 亿元，评估结论的组成如下：

按照两阶段折现现金流模型测算出来，九润源企业整体价值为 54,097.17 万元，其中包括九润源所

投资的长期股权投资价值 37,343.49 万元，主要是由北京九润源全资子公司酒街网（收益法评估值 6,154.00 万元，参数选择同“答 2”所述）及酒街网全资子公司宿迁君之坊电子商务公司（收益法评估值 31,110.29 万元，参数选择同“答 2”所述）形成的。

可以看出长期股权价值占比总评估价值的 69%，故增值额、增值率应该与合并报表净资产比较更为合适（因原评估报告需要两种方法—成本法与收益法同时评估，而成本法评估无法合并子公司价值，故原评估报告评估结论的增值率 519.41%是仅与北京九润源母公司比较的结果）。考虑北京九润源合并报表基准日审定净资产数据为 14,423.36 万元，相比增值 39,673.80 万元，增值率 275%（如与母公司比增值率是 519.41%）。这个比值更全面完整的反映了本次评估增值情况。

答 2、结合九润源近几年业绩波动情况，以及主要参数的选择过程和依据，详细说明本次收益法评估增值的计算过程及公允性。

1、近几年的业绩波动情况及评估的业绩预测情况

（1）以前年度业绩表现

北京九润源合并报表近年业绩数据（单位：万元）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年 9 月 30 日
业务收入	97,013.23	91,540.96	36,338.25
净利润	5,911.35	4,064.31	481.96

可以看出，2018、2019 以前年度业绩是比较平稳的。

2020 年度收入下降较多，主要原因有以下三点：1、疫情对线下经销商影响较大，为了保护线下销售，对线上产品进行了提价，并且严格执行价格管控政策；2、疫情使得人群消费场景发生变更，低价位段的白酒呈爆发式增长，中高价位段的白酒则呈下滑趋势，公司经营的主要品种都在中高价位段；3、部分厂家调整产品线，对原有主销产品停止生产，新品先在线下推广，线上授权还未开始，且新品需要适应市场，这个过程中出现了一段真空期，造成公司销售的一部分缺失。随着疫情的有效控制，公司经营的品牌白酒正在逐步恢复，新品授权的谈判正在进行，预计通过努力相信很快就能消除影响，可以实现业绩的复苏恢复到以前的销售规模。

（2）评估预测后期业绩

评估师参考公司未来发展规划及盈利预测，认为北京九润源未来年度将逐步走出了 2020 年疫情阴影，公司采取的具体措施如下：

A：对原有平台继续维护良好关系，精耕细作，同时积极同新平台合作，如抖音、快手以及大的直播平台，目前都在洽谈中，未来依靠这些平台的流量势必会带来一定份额的销售；

B、开拓新的品牌授权，例如 2020 年 8 月拿到了茅台的授权，未来茅台系列产品也会贡献很大的销售及毛利；同原有合作的厂家争取开发品和包销品，然后线上线下共同经销，这也是增加收入和毛利的一个方向；

C、公司目前在拓展红酒品牌授权，2020 年红酒销售增长迅速，未来是公司的一个战略方向，同时也在寻找合适的饮料产品在平台上经销。

九润源及其子公司、孙公司作为一家以销售白酒为主的专业性的互联网电子商务公司，主要业务为向互联网平台销售酒水，并通过网络旗舰店实现部分网络零售。九润源已获得包括苏酒、习酒、四特、劲酒、古井贡酒等多个酒厂授权的互联网经销商资格，其客户主要为京东、天猫超市、苏宁易购等多个互联网电子商务网站。与此同时，九润源通过酒街网公司在各大主流的电子商务平台上经营白酒品牌旗舰店，进行相关酒水类的网络零售。

九润源及其子公司、孙公司是国内较早一批进行互联网销售的酒类经销商，经多年发展，为多家酒企打开电商渠道，同时为网站提供了全方位的酒类营销方案，实现了上下游渠道双赢的局面，许多经销商在此之后纷纷争取酒厂授权，将更多酒类品牌搬上线上，酒水电商呈现持续增长的繁荣局面。就目前而言，酒水电商渠道销售份额占比酒水整体销售份额比重 5%-10%左右，销售潜力仍有很大空间；电商渠道对于品牌宣传便利、快捷，价格透明，便于厂家管理；另外随着人们消费习惯的养成及电商的便捷、诚信的品质，酒水电商未来仍会保持稳中有升。

2、收益法计算以及主要参数的选择

(1) 模型及主要参数的选择

本次评估范围为全部股东权益，收益法选用现金流量折现法中的企业自由现金流；模型采用未来收益折现和收益资本化相结合的两阶段折现现金流模型，则：

全部股东权益价值 = 企业整体价值 - 付息债务价值

其中主要涉及经营性资产价值计算公式如下：

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

其中 R 为企业自由现金流量 = 息前税后净利润 + 折旧与摊销 - 资本性支出 - 营运资金增加额

收益期的确定：由于评估基准日被评估单位有未来发展决策，同时没有对影响企业继续经营的核心资产的使用年限进行限定和对企业经营期限、投资者所有权期限等进行限定，营业执照可以通过延续方式永续使用。故本评估报告假设被评估单位评估基准日后永续经营，相应的收益期按永续年期确定。

预测期的确定：评估人员经过综合分析，此次评估采用的预测期为 2020 年 10 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日，共 6.25 年。

其中折现率的确认：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），计算公式如下：

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

其中：

Re：权益资本成本

Rd：债务资本成本

E：权益资本的市场价值

D：债务资本的市场价值

t：所得税率

Rd×(1-t)：税后债务成本

E÷(D+E)：所有者权益占总资本（付息债务与所有者权益之和）的比例

D÷(D+E)：付息债务占总资本的比例（财务杠杆比率）

为了确定权益资本成本，我们利用资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model)。CAPM模型是普遍应用的估算投资者收益以及股权资本成本的办法。

CAPM模型可用下列数学公式表示：

$$R_e = R_i + \beta (E[R_m] - R_{f2}) + R_s$$

$$= R_i + \beta \times ERP + R_a$$

其中：Re：权益期望回报率；

Ri：无风险利率，目前的长期国债期望回报率；

β：权益系统风险系数

E[Rm]：市场期望回报率

Rf2：长期市场预期回报率

(E[Rm]-Rf2)为市场风险超额收益率，即市场风险溢价，称ERP

Ra：特别风险溢价，即企业特定的风险调整系数；

①无风险收益率的确定

无风险回报是指在资本市场上可以获得的风险极低的投资机会的收益率，国债收益率通常被认为是无风险的，通常将长期国债期望回报率 Rf1 看做无风险投资收益率，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。

我们在沪、深两市选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过 10 年期的国债，并计算其到期收

比率，取所有国债到期收益率的平均值作为本次评估无风险收益率。

本次评估查询同花顺资讯系统所披露的信息，采用评估基准日 10 年期的长期国债收益率的平均值 3.9069%作为无风险收益率。

②权益系统风险系数的确定：

β 系数被认为是衡量公司相对风险的指标， β 用来衡量公司相对充分风险分散的的市场投资组合的风险水平的参数。市场投资组合的 β 系数为 1，如果上市公司相对市场投资组合的风险较大，那么其 β 系数就大于 1，如果上市公司相对市场投资组合的风险较小，那么其 β 系数就小于 1。假如投资股市中一个公司，如果其 β 值为 1.1 则意味着其股票风险比整个股市平均风险高 10%；相反，如果公司 β 为 0.9，则表示其股票风险比股市平均低 10%。因为投资者期望高风险应得到高回报， β 值对投资者衡量投资某种股票的相对风险非常有帮助。

目前中国国内同花顺资讯公司是一家从事于 β 的研究并给出计算 β 值的计算公式的公司。本次评估我们是选取该公司公布的 β 计算器计算对比公司的 β 值，股票市场指数选择的是同花顺资讯系统的“2020 电子商务行业”。

权益系统风险系数 β 的确定：

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta U$$

式中： βL ：有财务杠杆的权益的系统风险系数

βU ：无财务杠杆的权益系统风险系数

t：被评估企业的所得税税率

D/E：被评估企业的目标资本结构。

第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的对比公司 Unlevered β 和估算被评估单位 Unlevered β 。将对比公司的 Unlevered β 计算出来后，取其平均值作为被评估单位的 Unlevered β 。

第二步，根据被评估公司无财务杠杆的权益系统风险系数 βU 以及被评估公司资本结构估算被评估单位的有财务杠杆的权益的系统风险系数 βL 。根据被评估单位的业务特点，评估人员通过同花顺资讯系统查询可比上市公司 2020 年 9 月 30 日的 βU 值；然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成 βU 值，并取其平均值 0.9978 作为被评估单位的 βu 值。最后再计算出有财务杠杆系数 βL 。被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta U$$

式中： βL ：有财务杠杆的权益的系统风险系数

βU : 无财务杠杆的权益的系统风险系数

t: 被评估企业的所得税税率

D: 债务资本的市场价值

E: 权益资本的市场价值

D/E: 被评估企业的目标资本结构。

所得税税率: 被评估单位所得税率采用 25%, 此次评估以 25%进行测算;

计算被评估企业 βL :

$$\begin{aligned}\beta L &= (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta U \\ &= (1 + (1 - 25\%) \times 22,171.24/8,733.61) \times 0.9978 \\ &= 2.8976\end{aligned}$$

③市场风险溢价的确定

市场风险溢价 (Equity Risk Premiums, ERP) 反映的是投资者因投资于风险相对较高的资本市场而要求的高于无风险报酬率的风险补偿。

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合, 投资者所要求的高于无风险利率的回报率, 由于目前国内 A 股市场是一个新兴而且相对封闭的市场, 一方面, 历史数据较短, 并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓, 投资者结构、投资理念在不断的发生变化, 市场波动幅度很大; 另一方面, 目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制, 因此, 直接通过历史数据得出的股权风险溢价包含有较多的异常因素, 可信度较差, 国际上新兴市场的风险溢价通常采用成熟市场的风险溢价进行调整确定, 因此本次评估采用公认的成熟市场 (美国市场) 的风险溢价进行调整, 具体计算过程如下:

$$\begin{aligned}\text{市场风险溢价} &= \text{成熟股票市场的基本补偿额} + \text{国家补偿额} \\ &= \text{成熟股票市场的基本补偿额} + \text{国家违约补偿额} \times (\sigma_{\text{股票}} / \sigma_{\text{国债}})\end{aligned}$$

根据上述测算思路和公式, 计算确定基准日市场风险溢价为 7.12%。

④企业特定风险调整系数 R_c 的确定

结合企业的规模、行业地位、经营能力、市场风险、技术风险、管理风险、资金风险及抗风险能力等因素, 经综合考虑后, 本次企业特定风险调整系数 R_c , 取 3%。

⑤企业整体折现率的确定

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式, 计算得出被评估单位的权益资本成本。评估基准日的无风险利率为 3.9069%, 具有被评估企业实际财务杠杆的 Beta 系数为 2.8976, 市场风险溢价为 7.12%, 企业特定的风险调整系数取值为 3%, 则权益资本成本为:

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

$$=3.9069+2.8976 \times 7.12\%+3\%$$

$$=27.54\%$$

评估基准日被评估单位付息债务成本 K_d ：以评估基准日执行的自 2015 年 10 月 24 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率、下调后五年期银行贷款利率为 4.90% 确定，本次评估 $K_d=4.90\%$ 。将上述确定的参数代入加权平均资本成本计算公式，计算得出被评估单位的加权平均资本成本。

$$WACC=ke \times [E \div (D+E)] + kd \times (1-t) \times [D \div (D+E)] = 10.42\%$$

(2) 计算结果

从上表可以看出，评估师参考公司未来发展规划及盈利预测，认为北京九润源未来年度将逐步走出了 2020 年疫情阴影，公司采取的具体措施如下：

A：对原有平台继续维护良好关系，精耕细作，同时积极同新平台合作，如抖音、快手以及大的直播平台，目前都在洽谈中，未来依靠这些平台的流量势必会带来一定份额的销售；

B、开拓新的品牌授权，例如 2020 年 8 月拿到了茅台的授权，未来茅台系列产品也会贡献很大的销售及毛利；同原有合作的厂家争取开发品和包销品，然后线上线下共同经销，这也是增加收入和毛利的一个方向；

C、公司目前在拓展红酒品牌授权，2020 年红酒销售增长迅速，未来是公司的一个战略方向，同时也在寻找合适的饮料产品在平台上经销。

北京九润源及其子公司、孙公司作为一家以销售白酒为主的专业性的互联网电子商务公司，主要业务为向互联网平台销售酒水，并通过网络旗舰店实现部分网络零售。九润源已获得包括苏酒贸易、贵州习酒、四特、劲酒、古井贡酒等多个酒厂授权的互联网经销商资格，其客户主要为京东、天猫超市、苏宁易购等多个互联网电子商务网站。与此同时，九润源通过酒街网公司在各大主流的电子平台上经营白酒品牌旗舰店，进行相关酒水类的网络零售。

北京九润源及其子公司、孙公司是国内较早一批进行互联网销售的酒类经销商，经多年发展，为多家酒企打开电商渠道，同时为网站提供了全方位的酒类营销方案，实现了上下游渠道双赢的局面，许多经销商在此之后纷纷争取酒厂授权，将更多酒类品牌搬上线上，酒水电商呈现持续增长的繁荣局面。就目前而言，酒水电商渠道销售份额占比酒水整体销售份额比重 5%-10% 左右，销售潜力仍有很大空间；电商渠道对于品牌宣传便利、快捷，价格透明，便于厂家管理；另外随着人们消费习惯的养成及电商的便捷、诚信的品质，酒水电商未来仍会保持稳中有升。

综合前述九润源的历史业绩表现、未来规划以及评估过程中参数的选择等情况可见，九润源的价值计算过程合理、无误，评估结果公允。

北京中科华资产评估有限公司



二〇二一年四月六日

