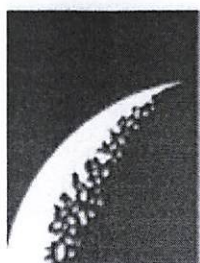


关于北京证券交易所《关于对昆山佳合纸制品科技股  
份有限公司的重组问询函》  
有关资产评估问题回复的专项说明

天源函报字[2023]第30004号



TIANYUAN

天源资产评估有限公司

二〇二三年十二月十九日

3301021015124

# 关于北京证券交易所《关于对昆山佳合纸制品科技股份有限公司的重组问询函》 有关资产评估问题回复的专项说明

天源函报字[2023]第 30004 号

北京证券交易所：

昆山佳合纸制品科技股份有限公司（以下简称“佳合科技”）于 2023 年 11 月 21 日披露了《昆山佳合纸制品科技股份有限公司重大资产购买报告书(草案)》（以下简称“报告书”或“重组报告书”），佳合科技及各方中介机构于 2023 年 12 月 5 日收到贵所下发的《关于对昆山佳合纸制品科技股份有限公司的重组问询函》（以下简称“《问询函》”），天源资产评估有限公司经办资产评估师（以下简称“资产评估师”）对问询函所涉及的问题进行了认真的核查，并回复如下，敬请审核。

如无特别说明，本回复中所使用的简称与重组报告书中的简称具有相同含义。本回复财务数据均保留两位小数，若出现总数与各分项数值之和尾数不符的情况，均为四舍五入原因造成。

问题 4、关于资产评估，报告书显示，本次评估采用资产基础法和收益法两种方法进行，最终采用收益法评估结果作为本次交易标的公司的最终评估结果。截至评估基准日(2023年5月31日)，越南立盛 100% 股东权益账面价值 16,721.15 万元，经资产基础法评估，标的公司评估值 17,562.08 万元，评估增值率 5.03%，按收益法评估值 18,023.00 万元，评估增值率 7.79%。标的公司 2021 年、2022 年、2023 年 1-5 月实际营业收入分别为 22,211.59 万元、25,461.07 万元、11,444.32 万元，实际净利润分别为 1,620.95 万元、2,650.03 万元、1,596.32 万元。2023 年 6-12 月至 2028 年预测营业收入分别为 17,757.32 万元、32,146.16 万元、33,753.48 万元、34,766.07 万元、35,809.05 万元、36,883.33 万元，预测净利润分别为 2,414.58 万元、4,286.61 万元、3,916.99 万元、3,902.29 万元、3,885.11 万元、3,867.39 万元。请你公司：结合标的公司截止目前的经营情况及在手订单，说明 2023 年 6-12 月盈利评估预测与实际数据的对比情况；结合越南当地市场环境、标的公司产能、客户稳定性、税收政策变化等因素，说明收入及盈利预测是否审慎、客观，估值是否存在虚高的情况。请独立财务顾问、评估机构对上述问题进行核查并发表明确意见。

问题答复如下：

(一) 结合标的公司截止目前的经营情况及在手订单，说明2023年6-12月盈利评估预测与实际数据的对比情况

根据越南立盛提供的财务报表，2023 年 6-9 月收入约合人民币 11,484.02 万元，月均收入为 2,871.01 万元，评估报告中 2023 年 6-12 月预测收入为 17,757.32 万元，月均收入 2536.76 万元，期后经营收入较预测收入有一定程度的增加，增幅约为 13.18%。另外，根据越南立盛已经签订的在手订单来看，自 2023 年 6 月至 11 月底，已签订的在手订单金额约有 17,194.81 万元，可以覆盖 2023 年 6-12 月的预测数据的 96.83%。

(二) 结合越南当地市场环境、标的公司产能、客户稳定性、税收政策变化等因素，说明收入及盈利预测是否审慎、客观，估值是否存在虚高的情况。

#### 1、越南当地市场环境--纸及纸制品行业发展现状

随着全球制造业工业的转移，越南逐渐向制造业大国发展，商品和服务消费



领域的增长越来越迅速，电子、制药、医疗保健、食品、饮料等行业使用经济、环保、轻质的包装产品的终端用户越来越多，促使越南包装行业的市场需求不断增长，其中纸箱包装是增长最快的细分行业之一。在 2017-2021 年间，得益于电子商务行业的飞速发展，快递业务量激增，用于制造纸箱、纸箱的夹心以及缓冲包装材料等的瓦楞纸板市场需求随之释放，进而促使市场的持续快速发展。根据新思界行业研究中心统计，2021 年全球电子商务交易额接近 5 万亿美元，并且预计在未来四年内仍将维持着较高的年均复合增长率，到 2025 年有望增长至 7.5 万亿美元。在此背景下，全球瓦楞纸板市场规模也在不断增加，到 2021 年达到了 1.8 万亿美元，并且预计在未来四年内仍将维持着超过 5% 的年均复合增长率，到 2025 年有望突破 2.2 万亿美元。

与此同时，越南出口的高增长也带动了包装纸需求的急剧增加，尤其是纺织、鞋类、海产品、元器件、电子设备等出口占比较高的行业。元哲咨询分析，近年来，越南造纸业的年平均增长率约为 10%-12%，其中包装纸的产能投资项目大，年平均增长率约为 15%-17%。随着需求的强劲增长和纸品在经济中的多元化作用，造纸业贡献了约 1.5% 的 GDP，出口额已超过 10 亿美元。越南已经从一个进口需求的国家成为各种纸的出口国，特别是包装用纸。据元哲咨询分析，2018-2022 年越南纸及纸制品出口额的年均复合增长率达 20.25%，2022 年，越南纸品出口总额为 19 亿美元，同比增长 12.5%。2022 年，美国是越南最大的出口市场，占出口总额的 23.8%，2022 年纸及纸制品对美国市场出口额较 2021 年增长 14.3%，是 2022 年纸及纸制品行业出口增长的主要原因。此外，2022 年越南纸和纸制品对许多市场的出口较 2021 年都有所增加。对柬埔寨的出口增长 21.4%，台湾增长 22.6%，印度尼西亚增长 28.8%，泰国增长 84.6%，澳大利亚增长 12.3%，新加坡增长 10.6%，菲律宾 38.4%，阿联酋 34.9%，等等。

包装纸被认为是造纸行业的主要增长动力，因为它是近年来纸制品中产量和消费增长率最高。据元哲咨询分析，2022 年前 6 个月包装纸产量达到 241.8 万吨，占纸张总产量的 86.1%。各种尺寸的纸箱都可以在越南制造，尤其是用于产品运输的折叠纸箱。目前，越南向 33 个国家和 5 大洲出口包装纸，其中亚洲占最大比重 98.9%，其次是非洲 0.5%，澳大利亚 0.4%，美洲和欧洲 0.2%。

## 2、标的公司产能

越南立盛主要生产彩印、水印产品，2021年-2023年5月上述两种产品合计占公司主营业务收入比例分别为94.03%、94.15%及96.13%。

2021年-2023年5月越南立盛主要产品的产量和销量情况如下：

单位：万平方米

年份	产品分类	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
2023年 1-5月	彩印	1,156.18	746.19	64.54%	748.58	100.32%
	水印	1,097.56	699.98	63.78%	655.29	93.62%
	纸板	2,166.67	1,414.84	65.30%	154.20	10.90%
2022年度	彩印	2,577.50	1,451.92	56.33%	1,449.74	99.85%
	水印	2,634.14	1,828.68	69.42%	1,852.19	101.29%
	纸板	5,200.00	3,252.08	62.54%	536.70	16.50%
2021年度	彩印	2,577.50	1,473.02	57.15%	1,336.93	90.76%
	水印	2,634.14	2,032.49	77.16%	2,040.30	100.38%
	纸板	5,200.00	3,326.16	63.96%	466.57	14.03%

注：越南立盛纸板主要系自供纸箱生产，仅少量对外销售。

2023年1-5月及未来年度产能利用情况如下：

年份	2023年1-5月	2023年6-12月	2024年	2025年
主营业务收入（万元）	11,272.63	17,457.14	31,602.75	33,182.89
产量（万平方米）	2,861.01	4,430.65	8,020.82	8,421.86
产能（万平方米）	4,420.41	6,188.57	10,608.98	10,608.98
产能利用率（%）	64.72%	71.59%	75.60%	79.38%
年份	2026年	2027年	2028年	稳定年度
主营业务收入（万元）	34,178.37	35,203.72	36,259.84	36,259.84
产量（万平方米）	8,674.52	8,934.75	9,202.80	9,202.80
产能（万平方米）	10,608.98	10,608.98	10,608.98	10,608.98
产能利用率（%）	81.77%	84.22%	86.75%	86.75%

经分析，对应未来永续期稳定年度的预测收入（最大预测收入）需要达到的产量约为9,202.80万平方米，产能利用率约为86.75%，产能可以覆盖收入预测数据。

### 3、客户稳定性



越南立盛产品的相关物理技术指标符合 TCL、永艺家具、荣威娱乐用品等国内电器、家居产品厂商及国际知名商超的要求，公司的产品在结构强度、可靠性、耐久性、实用性、安全性（保护内容物）方面可以充分满足下游客户的需求。

设计效果方面，越南立盛产品在实现容装性、保护性与便利性等基本功能的同时，兼顾显示性和陈列性，达到合理、适用、美观的效果。另外，根据国内外去塑环保要求，越南立盛亦可以从环保的角度设计出可操作的结构方案，满足客户多样化需求。绿色化方面，纸包装的回收利用率较高，且越南立盛生产的部分产品具有 FSC 认证，属于绿色环保产品。

越南立盛已取得 G7、GMI 等色彩管理、印刷过程控制方面的国际认证以及国际安全运输协会（ISTA）认证，通过该实验室出具的测试报告具有国际通用性，取得了国际知名客户的广泛认可。

经统计，越南立盛 2021 年-2023 年 1-5 月的前五大客户销售情况如下：

单位：万元

时间	客户名称	销售金额	占主营业务收入比例	是否存在关联关系
2023 年 1-5 月	TCL 智能电器（越南）有限公司	4,637.29	41.14%	否
	越南富力制造股份公司	825.88	7.33%	否
	越南荣威体育娱乐用品有限公司	547.14	4.85%	否
	越南敬洋有限公司	523.30	4.64%	否
	越南 TTI 制造有限公司	486.75	4.32%	否
	合计	<b>7,020.36</b>	<b>62.28%</b>	-
2022 年	TCL 智能电器（越南）有限公司	7,615.94	30.49%	否
	越南敬洋有限公司	2,143.21	8.58%	否
	越南富力制造股份公司	1,493.05	5.98%	否
	越南荣威体育娱乐用品有限公司	1,014.66	4.06%	否
	越南永艺家具有限公司	896.21	3.59%	否
	合计	<b>13,163.07</b>	<b>52.69%</b>	-
2021 年	TCL 智能电器（越南）有限公司	3,771.20	17.47%	否
	越南富力制造股份公司	2,658.22	12.31%	否
	越南荣威体育娱乐用品有限公司	1,818.11	8.42%	否
	越南 TTI 制造有限公司	1,264.58	5.86%	否

时间	客户名称	销售金额	占主营业务收入比例	是否存在关联关系
	越南敬洋有限公司	1,205.86	5.59%	否
	合计	10,717.97	49.64%	-

对比 2021 年-2023 年 1-5 月的销售情况可见，越南立盛的主要客户相对稳定，没有发生重大变化。

越南立盛采用直销模式，无经销商、代理商。越南立盛的销售部门业务员主要采用主动走访、参加行业展会、网络推广、老客户推荐等方式与越南周边或国际客户建立联系，与客户主要通过签订框架性协议的方式确定合作关系。

越南立盛在产品上有自身特有的核心竞争力，取得了国际知名客户的广泛认可；并且通过多种途径去维系以及开拓客户关系；同时结合越南当地纸制品行业市场环境，包装行业市场需求不断扩大，纸和纸制品行业不断发展，将为越南立盛和客户之间的稳定合作提供了坚实的基础。

#### 4、税收政策变化

经了解，越南当地的税收政策较稳定。在税收优惠方面，越南立盛企业所得税享受税收优惠政策，根据越南财政部 2014 年 6 月 18 日 78/2014/TT-BTC 号文第 20 条第 3 款规定，“项目实施收入免征两年税款，未来四年减征 50%的应纳税额。本通知第十九条第四款规定的新投资项目及企业在工业园区（位于特级中心城区内城区的工业园区除外）实施新投资项目的收益适用该规定。”根据上述规定，越南立盛位于上述地区的新投资项目，自取得应纳税所得额之年起，可享受 2 年免税，4 年减征 50%应纳税额，即越南立盛 2019 年和 2020 年享受免征企业所得税，2021 年至 2024 年享受减半征收企业所得税的优惠政策。根据以上政策，越南立盛的税收优惠将于 2024 年到期，自 2025 年起不再享受减免，评估报告对未来收益预测已考虑上述情况。

综上，越南是东南亚地区的重要经济体，随着经济的快速发展，包装需求大幅增长，而瓦楞纸板作为一种绿色包装产品，在越南市场上的发展也较为迅速，整体市场环境仍有较大的发展潜力。同时，越南立盛的产品取得了国内外知名客户的广泛认可，越南立盛和客户合作的情况较为稳定。未来预测收入对应的产能利用率在其合理范围内，即越南立盛的实际产能可以覆盖预测收入所对应产能。

越南整体的税收政策较为稳定，其中涉及的企业所得税优惠政策，已按合规的实际情况预测。因此，收入及盈利预测是审慎、客观的，估值不存在虚高的情况。

评估机构的核查意见：

经核查，结合标的公司截止目前的经营情况及在手订单，2023年6-12月盈利评估预测与实际数据对比无重大差异；本次收入及盈利预测综合考虑了越南当地市场环境、标的公司产能、客户稳定性、税收政策变化等因素，收入及盈利预测审慎、客观，估值不存在虚高的情况。



（此页无正文，为关于北京证券交易所《关于对昆山佳合纸制品科技股份有限公司的重组问询函》有关资产评估问题回复的专项说明盖章页）

