

河南银鸽实业投资股份有限公司拟核实  
四川银鸽竹浆纸业有限公司股东全部权益价值项目

# 估 值 报 告

中联评估字[2017]第 1847 号

中联资产评估集团有限公司  
二〇一七年十月九日

## 目 录

第一部分 估值报告声明 .....	1
第二部分 估值技术思路 .....	3
一、 估值目的 .....	3
二、 估值方法的选择 .....	3
三、 估值基本假设 .....	4
第三部分 行业经营情况分析 .....	6
一、 宏观经济概况 .....	6
二、 行业经营概况 .....	12
三、 估值对象经营情况概述 .....	18
第四部分 收益法估值分析 .....	22
一、 收益法简介 .....	22
二、 基本估值思路 .....	22
三、 估值程序实施过程和情况 .....	23
四、 估值模型 .....	24
五、 净现金流量预测 .....	27
六、 权益资本价值预测 .....	38
第五部分 估值结论 .....	43
一、 估值结论 .....	43
二、 特别风险提示 .....	43

## 第一部分 估值报告声明

河南银鸽实业投资股份有限公司拟核实四川银鸽竹浆纸业有限公司股东全部权益价值，中联资产评估集团有限公司接受河南银鸽实业投资股份有限公司的委托，在由估值对象管理层提供的企业未来经营发展规划基础上，按照通行的估值方法，对所涉及的河南银鸽实业投资股份有限公司的股东全部权益在估值基准日 2017 年 8 月 31 日的市场价值进行了估值。

估值对象管理层按照企业经营情况、未来发展规划和对未来发展趋势的判断，编制并提交盈利预测及相关资料。保证企业经营的合法、合规及所提供相关资料的真实性、准确性、完整性，是其应承担的责任。

我们的工作是对估值对象管理层提交的盈利预测所涉及的相关重大方面的预测逻辑和计算过程进行核查，并采用通行的估值模型进行估算。我们在估值过程中主要执行了询问、检查、分析和重新计算等核查程序。

我们出具的估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制，估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件及其对估值结论的影响。

本报告未对估值对象及其子公司、分支机构的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对估值对象未来财务、业务或其他方面的发展前景发表任何意见。本报告不构成对估值对象未来实际盈利情况的预测。

本报告的观点仅基于财务分析，未将商业、法律、税务、监管环

河南银鸽实业投资股份有限公司拟核实四川银鸽竹浆纸业有限公司股东全部权益价值项目·估值报告  
境等其他因素纳入考虑。

本估值报告只能用于本报告载明的估值目的和用途，不得用于交易目的使用，委托方应当按照法律、行政法规规定和上述使用范围使用本估值报告；委托人违反前述规定使用本估值报告的，本估值机构及估值人员不承担责任。

非法律、行政法规规定，本报告的全部或部分内容不得提供给其它任何单位和个人，也不得见诸于公开媒体；任何未经估值机构和委托方确认的机构或个人不能由于得到估值报告而成为估值报告使用者。

## 第二部分 估值技术思路

### 一、估值目的

根据河南银鸽实业投资股份有限公司出具的《估值委托书》，河南银鸽实业投资股份有限公司拟核实四川银鸽股东全部权益的市场价值，委托中联资产评估集团有限公司对四川银鸽的股东全部权益价值进行估值。本次估值的目的是反映四川银鸽股东全部权益于估值基准日的市场价值，为河南银鸽实业投资股份有限公司了解上述资产的市场价值提供价值参考依据。

本项目的估值基准日是 2017 年 8 月 31 日。

### 二、估值方法的选择

企业整体估值可以采用收益法、市场法、资产基础法三种方法。收益法是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化，强调的是企业的整体预期盈利能力。市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，它具有估值数据直接取材于市场，估值结果说服力强的特点。资产基础法是指在合理估计企业各项资产价值和负债的基础上确定估值对象价值的思路。

本次估值对应的经济行为是河南银鸽实业投资股份有限公司拟了解四川银鸽的股东全部权益价值。2016 年下半年以来，受木浆、废纸、物流等成本推动影响，国内造纸企业迎来涨价潮，产品全面提价，行业景气度持续提升，预计下半年环保趋严，造纸行业新增产能有限，行业景气度有望延续。采用收益法测算更能体现被估值单位的

河南银鸽实业投资股份有限公司拟核实四川银鸽竹浆纸业有限公司股东全部权益价值项目·估值报告  
价值，由于其未来年度预期收益与风险可以在一定的假设前提下进行  
估计，故本次估值选择收益法进行估值。

### 三、估值基本假设

#### (一) 一般假设

##### 1、交易假设

交易假设是假定所有估值对象已经处在交易的过程中，估值人员根据估值对象的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设。

##### 2、公开市场假设

公开市场假设，是假定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。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

##### 3、资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据待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，或者在有所改变的基础上使用，相应确定估值方法、参数和依据。

#### (二) 特殊假设

本次估值基于估值对象管理层提交的盈利预测，该预测遵循了以下假设：

- 1、假设基准日后外部经济环境不会发生不可预见的重大变化；
- 2、假设基准日后国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；
- 3、本次估值基于估值对象未来的经营管理团队尽职，并继续保

持现有的经营管理模式经营，估值对象的经营活动和提供的服务符合国家的产业政策，各种经营活动合法，并在未来可预见的时间内不会发生重大变化；

4、估值期间估值对象的主要产品市场价格涨幅较大，且仍有上涨趋势，本次估值假设预测期估值对象主要产品的预测价格是合理的。

5、本次估值，除特殊说明外，未考虑估值对象股权或相关资产可能承担的抵押、担保事宜对估值对象股东全部权益价值的影响，也未考虑遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响；

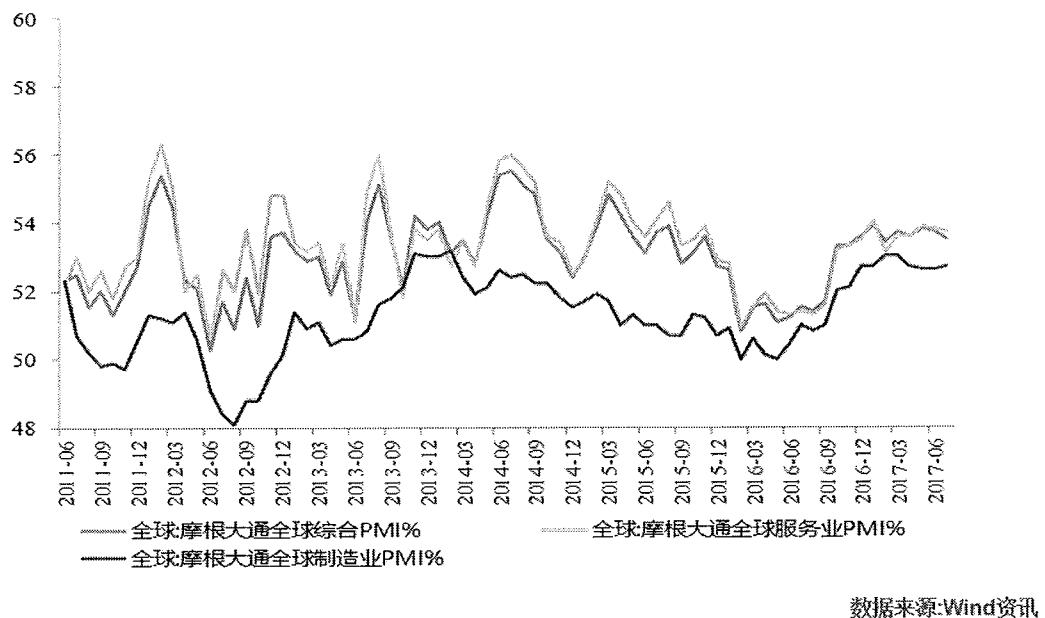
当上述条件发生变化时，估值结果一般会失效。

## 第三部分 行业经营情况分析

### 一、宏观经济概况

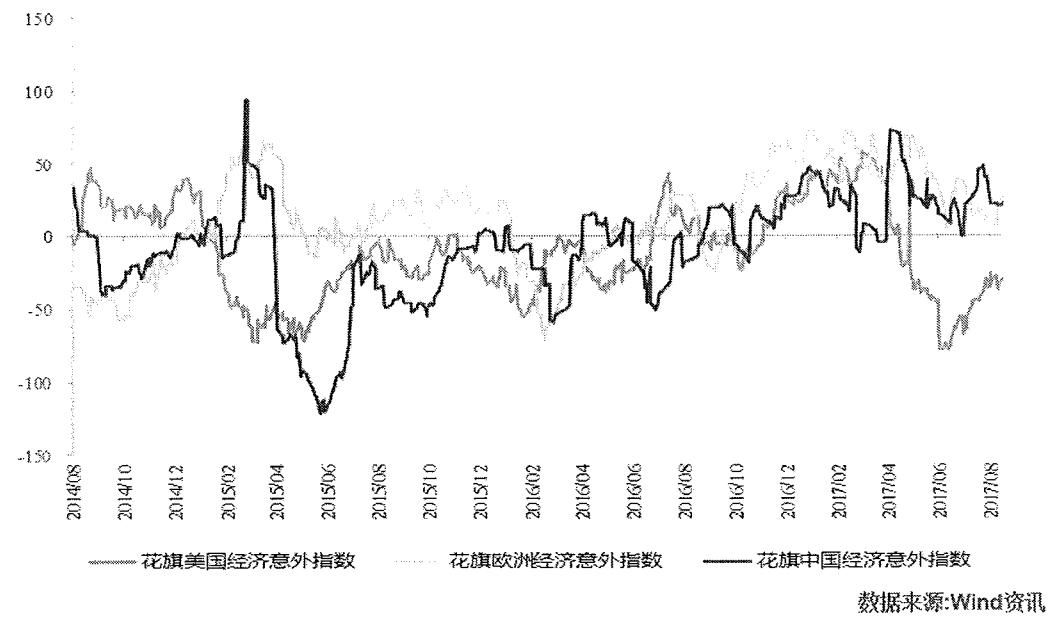
#### 1、国际宏观环境分析

2017年7月份，摩根大通全球综合PMI指数为53.5%，较上月回落0.2个百分点。摩根大通全球制造业PMI为52.7%，较上月攀升0.1个百分点；摩根大通全球服务业PMI为53.7%，较上月回落0.1个百分点。

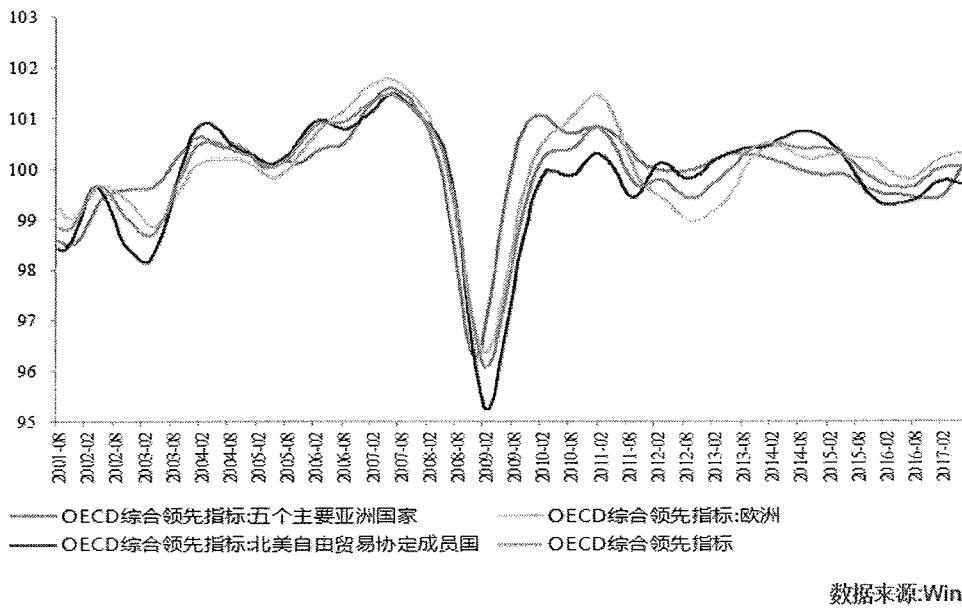


数据来源:Wind资讯

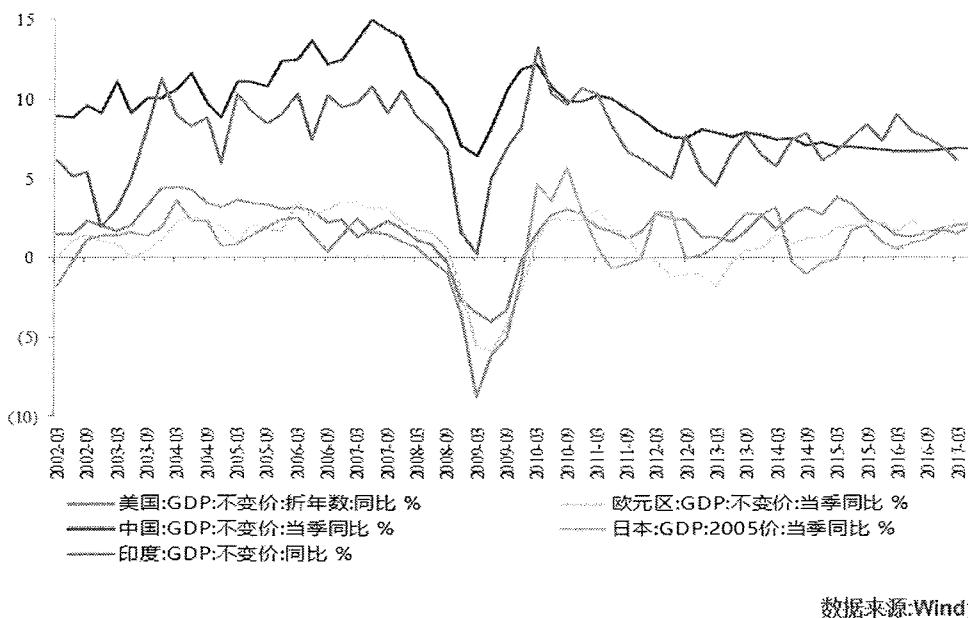
8月29日，花旗美国经济意外指数、欧洲经济意外指数和中国经济意外指数分别为-30.2、25.8和21.7，中国、欧洲经济表现整体好于预期，美国意外指数仍为负值。



2017年6月份，北美自由贸易协定成员国、亚洲五个主要国家和欧洲OECD综合领先指数分别为99.70、100.01和100.30，修正后的数据显示亚洲五个主要国家综合领先指数为近35个月以来首次突破100。

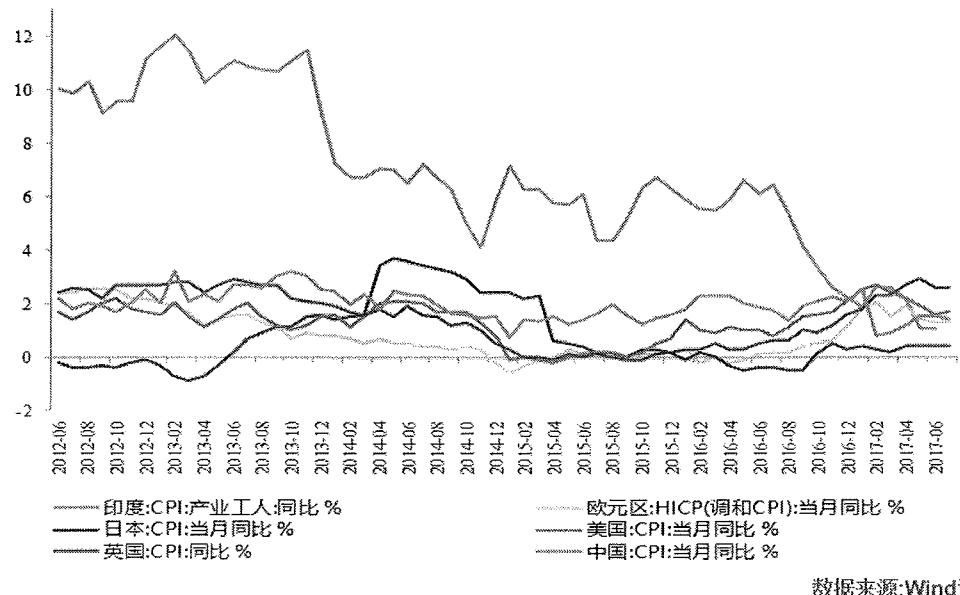


2017年2季度，美国GDP同比增速为2.08%，较上季加快0.08个百分点；日本同比增长2.0%，较上季加快0.5个百分点；中国GDP同比增长6.9%，增速与上季持平。



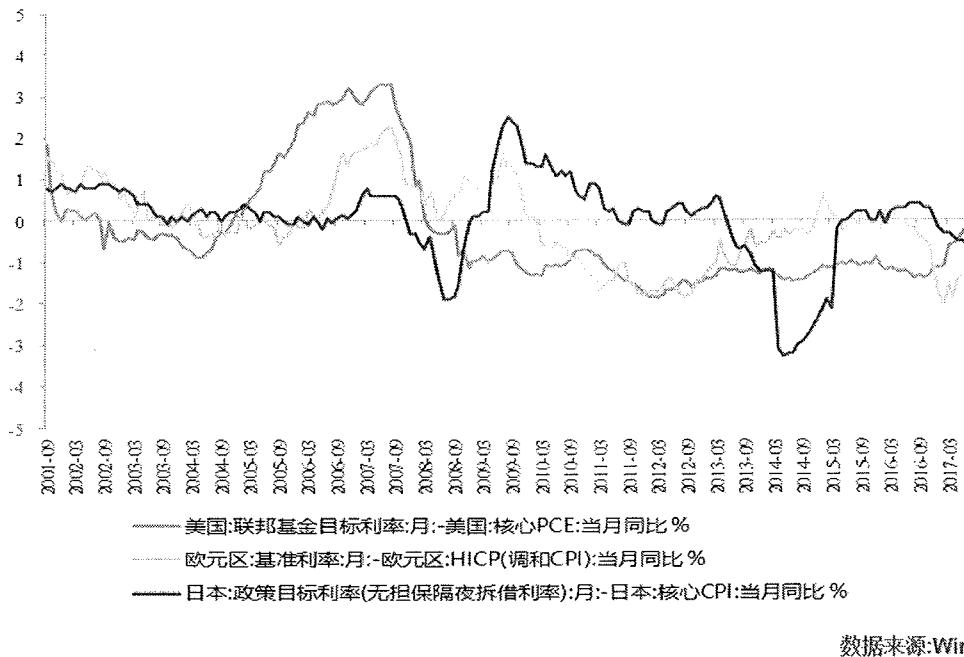
数据来源:Wind资讯

2017年7月份，中国CPI同比上涨1.4%，欧元区调和CPI同比上涨1.3%，美国上涨1.7%，日本上涨0.4%，英国上涨2.6%，与上月相比变动幅度均不大。



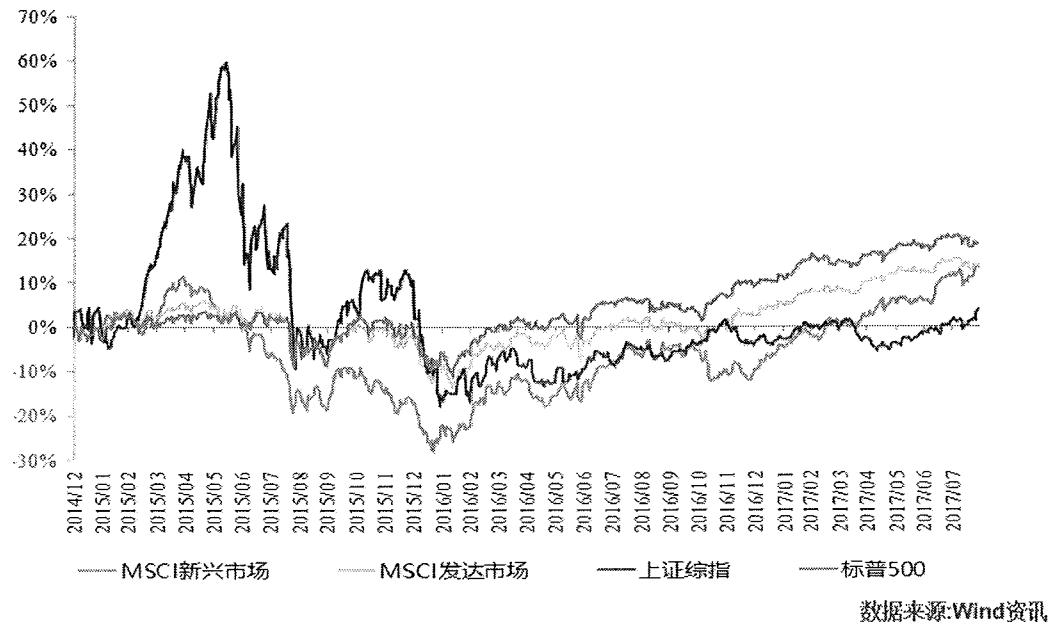
数据来源:Wind资讯

2017年6月份，据各央行跟踪通胀指标算得实际利率，美国、欧元区和日本实际利率分别为-0.25%、-1.30%和-0.50%。



数据来源:Wind资讯

2015年以来，发达市场股市表现好于新兴市场，截止2017年8月28日，MSCI发达市场指数上涨13.84%，MSCI新兴市场上涨了13.47%。期间上证综指小幅上涨了3.96%，标普500上涨了18.72%。

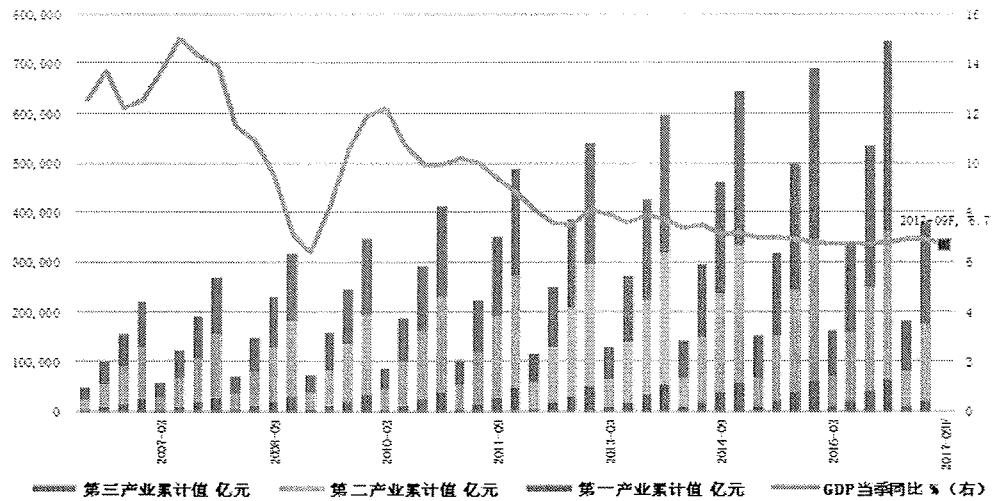


数据来源:Wind资讯

## 2、国内宏观环境分析

初步核算二季度国内生产总值381,490.00亿元，按可比价格计算，同比增长6.90%。近四个季度的GDP同比增长分别为6.70%、6.80%、

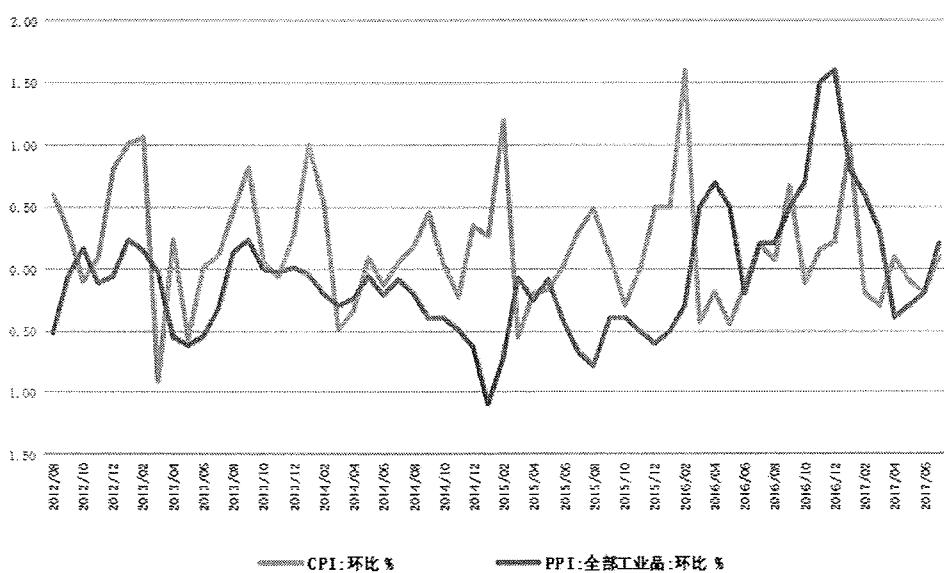
6.90%、6.90%，近四季度增速逐渐回升。Wind统计的机构预测均值显示，2017年三季度GDP同比增长6.70%。



数据来源:Wind资讯

二季度，第一产业增加值21,987.00亿元；第二产业增加值152,987.40亿元；第三产业增加值206,515.60亿元。同比看，第一产业占GDP的比重同比下降至5.76%，第二产业占GDP的比重同比上升至40.10%，第三产业占GDP的比重同比上升至54.13%。

7月份，居民消费价格（CPI）环比上升0.10%；7月份工业生产者出厂价格（PPI）环比上升0.20%。



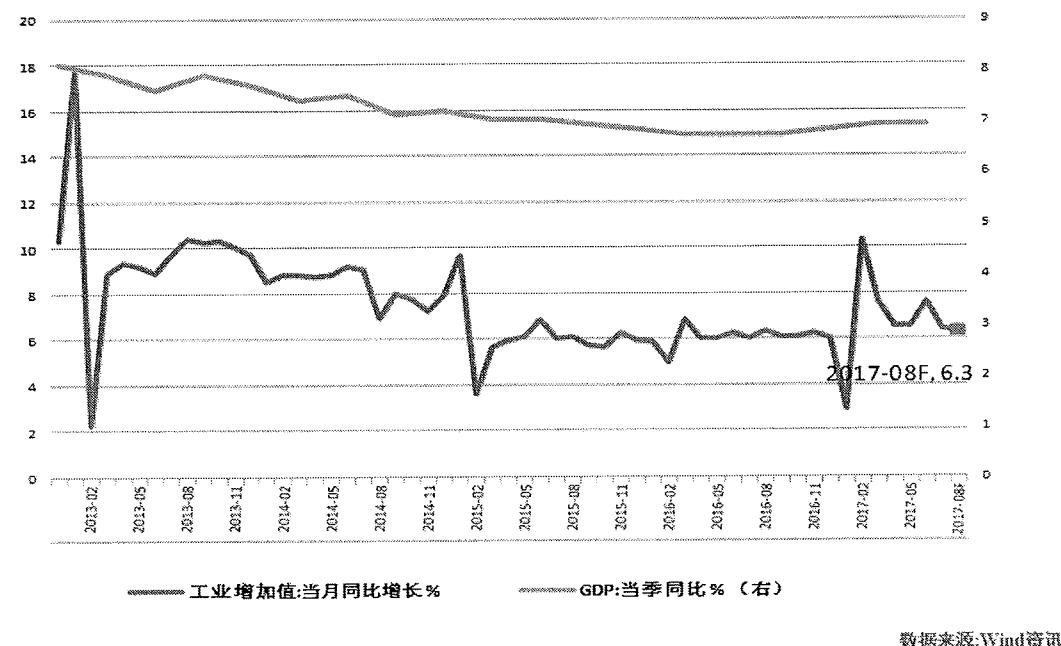
数据来源:Wind资讯

7月份实现贸易顺差467.25亿美元，较上月减少0.02亿美元。当月人民币名义有效汇率指数为115.86，而实际有效汇率指数为118.97，与上月相比，名义有效汇率指数和实际有效汇率指数一升一降。

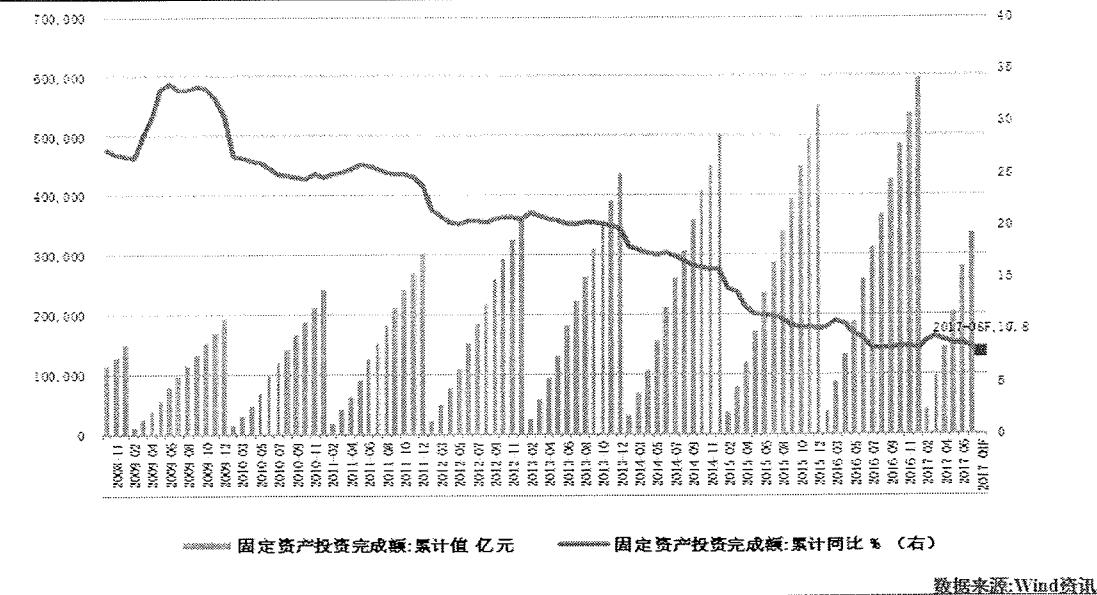
海关总署公布，7月份，中国出口商品总额1,936.01亿美元，同比上升7.20%。Wind统计的机构预测均值显示，8月出口商品总额同比上升7.60%。

7月份，中国进口商品总额1,468.76亿美元，同比增加11.00%。Wind统计的机构预测均值显示，8月进口商品总额同比增加10.40%。

7月份，规模以上工业增加值同比增长6.40%，增速较上月下降1.20个百分点，二季度GDP同比增长6.9%。Wind统计的机构预测均值显示，8月规模以上工业增加值同比增长6.30%。



7月份，全国固定资产投资累计值为337,409.49亿元，同比名义增长8.30%，较去年同期增速上升0.20个百分点。Wind统计的机构预测均值显示，8月份固定资产投资完成额累计同比增长7.80%。



2017年上半年，轻工制造行业在2016年下半年的旺季之后，继续保持稳中有进的态势。2017年上半年，轻工制造行业营业收入环比增长9.29%，净利润环比增长14.36%。

## 二、行业经营概况

### 1、我国造纸行业发展情况

造纸行业的发展与国民经济发展息息相关，行业生产及消费增长速度与国内生产总值增长有很强的关联性，随着中国经济的不断发展，持续拉动国内市场对纸张总量需求的增加，进而为我国造纸工业提供了发展空间，纸业在国民经济中的地位日益显现。中国已成为国际上重要的造纸生产和消费国，自2009年以来，中国造纸产量和消费量一直位于世界首位。

(1) 行业规模增长显著，供需基本平衡，包装纸细分市场存在缺口

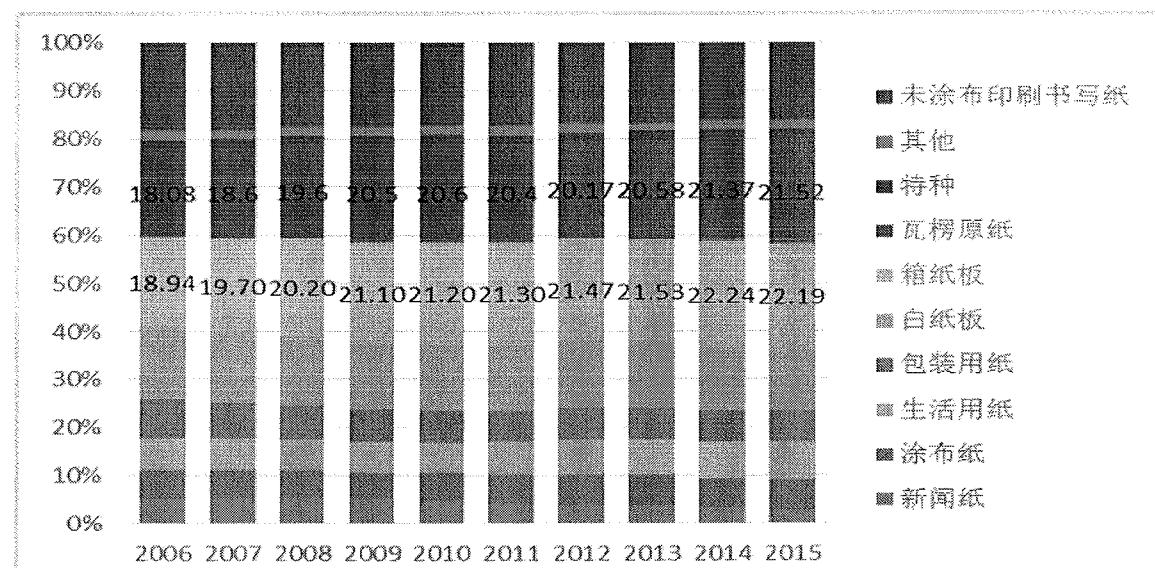
受益于国民经济持续快速的增长，从2006年至今，我国纸及纸板行业的规模增长显著，已成为国民经济的重要产业之一。2015年，全

国纸及纸板产量为10,710万吨，较2006年6,500万吨增长了64.77%，2006年至2015年的年均增长率达5.71%。从消费来看，2015年全国纸及纸板的消费量达到10,352万吨，较2006年6,600万吨增长56.85%，2006年至2015年的年均增长率达5.13%。纸及纸板的消费水平作为衡量一个国家现代化水平和文明程度的重要标志之一，与经济发展息息相关，长期来看，随着中国经济的持续较快发展，中国的造纸行业仍具有较大的发展潜力。

## (2) 产品结构持续调整，高档纸和纸板国产化率提高

近年来，我国造纸行业主要产品的市场需求结构发生了一定的变化，多元化趋势更加明显。其中，发行人生产的箱纸板和瓦楞原纸等产品的市场需求增速明显高于行业增速，2006年至2015年间年均增长率分别为7.72%和7.82%，明显高于整个造纸行业在此期间5.13%的消费年均增长率；行业占比不断提升，2015年，箱纸板和瓦楞原纸消费量比重分别为22.19%和21.52%，比2006年分别增加了3.25和3.44个百分点。

2006—2015年中国造纸行业产品消费结构



数据来源：wind 资讯、中国造纸工业年度报告

另外，国内造纸企业不断加强科技研发，改善工艺技术与装备，使纸及纸板产品结构更加适应消费结构需求，由数量型向质量型转变，由少品种向多品种转变，高档纸及纸板的供给能力增加，国产化率不断提升。

### （3）产业布局趋于合理，总体格局基本形成

随着造纸原料政策和区域政策的调整，我国造纸工业逐步实现由自西向东推移并优化产业布局。从东西部产业布局来看，东部地区产量占比进一步提升，2015年我国东部地区11个省（区、市），纸及纸板产量占全国纸及纸板产量比例为75.0%，与上年持平；中部地区8个省（区）比例占16.3%，比上年提高0.5个百分点；西部地区12个省（区、市）比例占8.7%，比上年降低0.5%。

### （4）产业布局趋于合理，总体格局基本形成

随着造纸原料政策和区域政策的调整，我国造纸工业逐步实现由自西向东推移并优化产业布局。从东西部产业布局来看，东部地区产量占比进一步提升，2015年我国东部地区11个省（区、市），纸及纸板产量占全国纸及纸板产量比例为75.0%，与上年持平；中部地区8个省（区）比例占16.3%，比上年提高0.5个百分点；西部地区12个省（区、市）比例占8.7%，比上年降低0.5%。

## 2、造纸行业市场前景

造纸行业受到国家政策影响较大，近年来国家在产业政策上积极引导造纸行业的产业升级，并强化了行业的环保标准，推动造纸行业向高产能、低能耗、低排放的方向发展，未来造纸产业将进入资本和技术更为密集的发展路径。相续颁布的《造纸产业发展政策》、《造纸工业发展“十二五”规划》都进一步明确了造纸行业发展的方向：控

制总量、调整结构；推进林纸一体化工程建设，提高木纤维比重，扩大国内废纸回收利用；提升工艺、装备自主化水平；大力发展循环经济，加强生态环境保护。

《造纸工业发展“十二五”规划》明确了“十二五”期间造纸行业的发展目标，伴随人均国民收入稳步增长和消费结构的升级，我国造纸工业具有一定发展空间，造纸行业生产和消费预计将保持平稳增长，到2015年全国纸及纸板消费量和产量分别达到11,470万吨和11,600万吨，年均增长4.6%；在总量平稳增长的同时，产品结构不断优化，向满足市场有效需求的低定量、功能化、高品质、多品种方向调整，产品向差异化、系列化、轻量化和环保化方向发展，造纸工业已由“数量主导型”步入调结构、上质量、上水平的“质量效益主导型”发展的新阶段；造纸行业产业集中度需不断提升，通过并购重组等方式完善产业组织形式，形成大型企业为龙头，中小企业协调发展的产业组织结构，到“十二五”期末，年产100万吨以上大型综合性制浆造纸企业集团要达到20余家，其中若干企业的销售额进入全球纸业排名100强；进一步提升造纸行业装备水平和自主化比重，制浆造纸装备自主化比重要提高至50%。在总量增长、结构优化的基础上改善原材料结构，形成以废纸纤维、木纤维为主，合理利用非木纤维的造纸原料结构，国内废纸比重力争提升至41%，国产木浆比重提高到10.3%；资源消耗和污染排放要不断降低，吨纸取水量降至70立方米，吨纸及纸板综合能耗降至0.53吨，COD排放量减少10~12%。

为了转变造纸行业发展方式、调整造纸行业经济结构、提高造纸行业经济增长质量和效益，达到造纸工业绿色、低碳、循环的目标，实现造纸工业由大变强的发展方向，工信部先后颁布了多项关于造纸

行业淘汰落后产能的政策和分解目标，继“十一五”期间关停了制浆造纸企业2,000多家，淘汰落后产能1,000余万吨后，2011~2013年期间已经淘汰落后产能2,700多万吨，涉及企业1,500多家，提前完成了《造纸工业发展“十二五”规划》指定的淘汰落后产能1,000万吨以上的目标；截至2014年12月，工信部已先后公布了2014年首批、第二批、第三批淘汰落后产能名单，共淘汰造纸企业落后产能492.81万吨。造纸行业落后产能的持续淘汰，将为包括发行人在内的一批具有一定规模经济水平、环保节能水平高、资源循环利用能力强的优质造纸企业带来新的发展机遇。

不论是国民经济的发展和消费水平的提升对纸及纸板需求的增加，还是造纸行业产品结构调整、落后产能的淘汰带来的发展机遇，以及网络购物的发展带来新的需求，都表明纸产品的市场空间广阔。

### 3、进入本行业的壁垒

造纸行业作为一个资金密集型、技术密集型和规模效益型的产业，新进入企业一般将面临如下的壁垒：

#### （1）资金壁垒

造纸业是资金密集的基础原料工业，我国造纸业百元产值占用的固定资产与冶金、化工、石油工业相当，没有一定的资金支撑，难以参与和立足激烈的造纸行业市场竞争。现阶段，我国造纸行业的产业政策要求不断淘汰落后产能，新建生产线必须达到一定的规模，企业投资额须在数亿元以上，资金的规模和运转效率成为造纸企业持续发展的首要问题。

#### （2）环保壁垒

造纸企业具有废水排放量多、治理难度大、资金投入大等特点，

行业环保要求高。从2007年开始国家就开始制定“节能减排”方案，工信部每年都公布具体的目标要求造纸行业淘汰落后产能。2008年颁布的《制浆造纸工业污染物排放标准》(GB3544-2008)从环保标准上对造纸行业提出了新的要求，对造纸企业排出废水中的pH值、COD、氮和磷等9个指标做出具体规定；《节能减排“十二五”规划》要求淘汰落后产能1,500万吨，要求加大工业废水治理力度。《浙江省人民政府关于十二五时期重污染高耗能行业深化整治促进提升的指导意见》和《浙江省“十二五”主要污染物总量减排实施方案(2011-2015)》对浙江地区造纸行业污染物排放、重复用水率以及落后产能淘汰提出了明确的要求和目标，大批年产能3万吨以下规模的小企业被关闭，要求水污染物负荷降低30%以上；对新建企业以及新、改、扩建工程的治污能力更是提出严格达标排放标准。新的政策和排放标准的实施不但加快了一批环保设施不健全和标准低的造纸企业的淘汰进程，而且提高了造纸行业的环保准入门槛。

### (3) 原材料供应壁垒

由于目前国内上规模的中高档包装用纸企业，基本都以废纸为主要原材料。由于国内废纸回收网点少、回收价格过低和废纸所能产生的经济效益不明显等原因，国内废纸回收利用率较低，造纸纤维原料自给率提高缓慢，供需矛盾较严重。进口纸浆（包括进口木浆及进口废纸生产的废纸浆）占纸浆总消耗量仍接近50%，造纸行业原材料对外依存度很高。而可供国际贸易的废纸受气候、环保以及当地废纸收集情况等诸多因素的影响，客观上存在着供应价格和供应量的波动性，如果没有稳定的原料供应渠道则必然会影响到企业生产经营的正常开展。

#### (4) 规模与成本壁垒

我国造纸工业具有国际竞争力的大型企业集团和骨干企业数量少，影响力、带动力都有待提高，行业规模效益水平偏低。包装用纸行业除了部分龙头企业外，中小企业产品主要集中在中低档次，行业竞争较为激烈，行业平均利润空间较为有限，企业的成本控制能力非常重要。行业先入者由于具备一定的经济规模和上下游产业链配套等优势，在成本控制方面明显优于行业新入者，行业新入者的生存能力受到较大影响。

### 三、估值对象经营情况概述

#### (一) 基本信息

##### 1.基本情况

名 称：四川银鸽竹浆纸业有限公司（以下简称“四川银鸽”）

住 所：四川泸州纳溪区渠坝乡双桥

法定代表人：王修朋

注册资本：270,665,961.28 元

企业类型：有限责任公司（非自然人投资或控股的法人独资）

统一社会信用代码：91510500204734487D

经营范围：制造、销售：纸张、纸制品； 纸浆和本企业生产所需设备及零配件的进出口经营业务（国家限制进出口的商品除外）

##### 2.公司概况

四川银鸽始建于 1910 年，原名为“三层铺纸厂”；1958 年公私合营时与纳溪县另两个纸厂合并成立“国营纳溪县造纸厂”；1996 年 12 月国营纳溪县造纸厂实行国企改制，成立国有控股的有限责任公司，更名为“四川泸州巨森纸业有限公司”；2001 年完善改制成为民

营企业；2007年5月，经招商引资，银鸽投资对公司进行增资扩股，银鸽投资成为公司第一大股东，公司更名为“四川银鸽竹浆纸业有限公司”；2008年12月23日河南银鸽实业投资股份有限公司货币增资四川银鸽竹浆纸业有限公司5922.17万元人民币，增资后注册资本为1亿元人民币。2010年11月，银鸽投资继续对四川银鸽增资扩股，使公司注册资本达2亿元。2013年6月，银鸽投资的母公司漯河银鸽实业集团有限公司对四川银鸽增资1亿元，增加注册资本7,066.596万元，使公司注册资本达27,066.596万元，2017年3月，漯河银鸽实业集团有限公司将其持有的26.11%的股份全部转让给河南能源化工集团有限公司。股权转让后股权结构如下：

股东名称、出资额和出资比例

股东名称	金额(元)	出资比例 (%)
河南银鸽实业投资股份有限公司	199,780,280.00	73.81
罗江奇	219,720.00	0.08
河南能源化工集团有限公司	70,665,961.28	26.11
合 计	270,665,961.28	100.00

## 3.公司估值基准日及前二年财务状况及经营成果：

四川银鸽财务数据（合并报表）

金额单位：万元

项目	2015年12月31日	2016年12月31日	2017年8月31日
总资产	89,155.08	93,945.70	83,049.65
负债	72,671.30	84,354.02	84,251.63
净资产	16,483.78	9,591.68	-1,201.99
项目	2015年度	2015年度	2017年1-8月
主营业务收入	26,462.35	19,355.92	25,457.02
利润总额	-5,231.02	-6,916.86	-10,860.03
净利润	-5,244.39	-6,892.10	-10,793.67
审计机构	立信会计师事务所(特殊普通合伙)		
审计意见	标准无保留审计意见		

## (二) 公司分析

### (1) 经营优势分析

#### 1、产品品牌优势

企业生产的打字纸、牛皮纸是四川省名牌产品，以其竹浆特色，在国内市场有着较高的市场占有率。

#### 2、竹子原料优势

四川银鸽所在地区是全国主要竹产区，拥有优质的再生原料资源，收料运输距离小，采购成本优势明显。尤其是在当前国家大力推行去产能宏观政策，煤碳、化工等大宗物资价格大幅上涨情况下，竹子作为再生性原料资源优势凸显。

#### 3、环保治理设施配套完善

企业自2000年以来，为适应长江上游生态治理，日益严格环保政策，加大“三废”环保治理设施投入，实现了可持续发展。现有日处理能力30000m<sup>3</sup>污水处理厂，日处理500吨固形物黑液燃烧炉及配套蒸发、苛化设备的碱回收系统，能满足碱回收和废水处理需要。在当前国家大力实施供给侧改革，去产能，加大环保整治的宏观政策下，制浆造纸行业必将重新洗牌，一大批环保治理设施配套不足的企业必将濒临停产倒闭。四川银鸽完善的环保治理设施，为下一步持续发展奠定了坚实基础，必将迎来新的发展机遇。

#### 4、产品结构具有优势

根据企业目前装备能力，可生产打字纸、牛皮纸、本色竹浆板。纸机机型分散，产品种类、规格齐全，产品改产结构调整快。而周边厂家多数转型生产竹浆或单一纸品，产品结构单一，产能规模大。因此产品结构和产能规模同周边同行业厂家比，具有快速响应市场变化的优势。

## (2) 经营风险分析

### 1、热电系统效率低下风险。

热电系统锅炉设备陈旧、产汽量小而分散，热效率低，热电联产不平衡，自发电率低，导致生产系统生产平衡稳定性差，生产用电成本高，未充分发挥热电联产效益。

### 2、环保固废、烟气治理风险

碱回收系统白泥目前仅靠送火力发电厂用于脱硫，处理渠道单一，且火力发电厂将受国家加大大气污染治理，去产能政策影响和季节性影响，其能否持续生产，不确定性较大；锅炉烟气治理脱硫塔锈蚀严重，脱硫效率低，烟气无脱硝设施，氮氧化物超标。在国家有关环保排放标准提高情况下，公司面临固废和烟气治理问题加大治理的风险。

### 3、产品结构转型升级风险

企业溶解浆项目投入试生产来，虽然在设备调试、生产工艺调整上取得一定突破，但是生产溶解浆的自有技术、关键设备的可靠稳定运行、生产工艺的优化调整尚需进一步升级。另外该项目投产后，效能未能最大限度发挥，造成固定成本增加。

### 4、原材料价格上涨风险

由于企业周边纸业公司产能释放，短期内将造成原料收购市场竞争加剧，原料资源价格上涨，生产成本上升。

## 第四部分 收益法估值分析

### 一、收益法简介

现金流折现方法（DCF）是通过将企业未来预期的现金流折算为现值，估计企业价值的一种方法，即通过估算企业未来预期现金流和采用适宜的折现率，将预期现金流折算成现时价值，得到企业价值。其适用的基本条件是：企业具备持续经营的基础和条件，经营与收益之间存有较稳定的对应关系，并且未来收益和风险能够预测及可量化。使用现金流折现法的关键在于未来预期现金流的预测，以及数据采集和处理的客观性和可靠性等。当对未来预期现金流的预测较为客观公正、折现率的选取较为合理时，其估值结果具有较好的客观性，易于为市场所接受。

### 二、基本估值思路

根据本次尽职调查情况以及估值对象的资产构成和主营业务特点，本次估值的基本估值思路是：

- (1) 对待估企业资产和业务，按照基准日前后经营状况的变化趋势和业务类型等分别估算预期收益，并折现得到经营性资产的价值；
- (2) 对纳入报表范围，但在预期收益估算中未予考虑的非经营性或溢余性资产（负债），单独测算其价值；
- (3) 由上述各项资产和负债价值的加和，得出估值对象的企业价值，经扣减付息债务价值后，得出企业的股东全部权益价值权益价值。

### 三、估值程序实施过程和情况

本次估值，估值人员采用现有的资料对纳入估值范围内的资产进行了尽职调查，内容主要是：

- (1) 本次估值的经济行为背景情况，主要为委托方和被估值企业对本次估值事项的说明；
- (2) 溢余或非经营性资产负债情况；
- (3) 估值对象存续经营的相关法律情况，主要为估值对象的有关章程、投资出资协议、合同情况等；
- (4) 估值对象的相关土地房屋产权情况；
- (5) 估值对象的生产能力及技术装备情况；
- (6) 估值对象执行的会计制度以及固定资产折旧方法、存货成本入账和存货发出核算方法等；
- (7) 估值对象最近几年的债务、借款情况以及债务成本情况；
- (8) 估值对象执行的税率税费及纳税情况；
- (9) 估值对象的应收应付账款情况；
- (10) 最近几年的关联交易情况；
- (11) 估值对象的业务类型、历史经营业绩和技术创新能力等；
- (12) 最近几年主营业务成本构成、占用设备及场所(折旧摊销)、人员工资福利费用等情况；
- (13) 最近几年主营业务收入，主要业务的收费标准、占总收入的比例以及主要客户的分布等情况；
- (14) 未来几年的经营计划以及经营策略，包括：市场需求、价格策略、产能计划、产品（技术）更新改造、开发、销售计划、成本费用控制、资金筹措和投资计划等以及未来的主营业务收入和成本构成及其变化趋势等；

- (15) 主要产品业务的定位、价格及市场占有率等；  
(16) 主要经营优势和风险，包括：国家政策优势和风险、产品（技术）优势和风险、市场（行业）竞争优势和风险、财务（债务）风险、汇率风险等；  
(17) 近年经审计的资产负债表、利润表、现金流量表以及产品收入明细表和成本费用明细表；  
(18) 与本次估值有关的其他情况。

#### 四、估值模型

##### (一) 基本模型

本次估值的基本模型为：

$$E = B - D \quad (1)$$

式中：

E：股东全部权益价值（净资产）；

B：企业整体价值；

$$B = P + \sum C_i \quad (2)$$

P：经营性资产价值；

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n}{(1+r)^n} \quad (3)$$

式中：

R<sub>i</sub>：未来第i年的预期收益（企业自由现金流量）；

R<sub>n</sub>：终值；

r：折现率；

n：未来预测期。因企业经济效益较差，无足够的资金对主要经营性固定资产进行更新，故预测期为有限年，根据主要经营性固定资产经济寿命年限确定预测期。

$\Sigma C_i$ : 基准日存在的溢余或非经营性资产（负债）价值。

$$\sum C_i = C_1 + C_2 \quad (4)$$

式中：

C1: 基准日流动类溢余或非经营性资产（负债）价值；

C2: 基准日非流动类溢余或非经营性资产（负债）价值；

D: 付息债务价值。

## （二）收益指标

本次估值，使用企业自由现金流作为经营性资产的收益指标，其基本定义为：

$$R = \text{净利润} + \text{折旧摊销} + \text{扣税后付息债务利息} - \text{追加资本} \quad (5)$$

式中：

$$\begin{aligned} \text{追加资本} &= \text{资产更新投资} + \text{营运资本增加额} + \text{新增长期资产投资} \\ &\quad (\text{新增固定资产或其他长期资产}) \end{aligned} \quad (6)$$

根据估值对象的经营历史以及未来市场发展等，预测其未来经营期内的自由现金流量。将未来经营期内的自由现金流量进行折现并加和，测算得到企业的经营性资产价值。

## （三）折现率

本次估值采用加权平均资本成本模型（WACC）确定折现率  $r$

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e \quad (7)$$

式中：

$w_d$ : 估值对象的债务比率；

$$w_d = \frac{D}{(E + D)} \quad (8)$$

$w_e$ : 估值对象的股权资本比率；

$$w_e = \frac{E}{(E + D)} \quad (9)$$

$r_d$ : 所得税后的付息债务利率;

$r_e$ : 股权资本成本，按资本资产定价模型（CAPM）确定股权资本成本；

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon \quad (10)$$

式中：

$r_f$ : 无风险报酬率；

$r_m$ : 市场预期报酬率；

$\varepsilon$ : 估值对象的特性风险调整系数；

$\beta_e$ : 估值对象股权资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_u \times (1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}) \quad (11)$$

$\beta_u$ : 可比公司的无杠杆市场风险系数；

$$\beta_u = \frac{\beta_t}{1 + (1 - t) \frac{D_i}{E_i}} \quad (12)$$

$\beta_t$ : 可比公司股票（资产）的预期市场平均风险系数

$$\beta_t = 34\%K + 66\%\beta_x \quad (13)$$

式中：K: 一定时期股票市场的平均风险值，通常假设K=1；

$\beta_x$ : 可比公司股票（资产）的历史市场平均风险系数

$$\beta_x = \frac{Cov(R_x; R_p)}{\sigma_p} \quad (14)$$

式中： $Cov(R_x, R_p)$ :一定时期内样本股票的收益率和股票市场组合收益率的协方差；

$\sigma_p$ : 一定时期内股票市场组合收益率的方差。

$D_i$ 、 $E_i$ : 分别为可比公司的付息债务与权益资本。

## 五、净现金流量预测

### (一) 四川银鸽未来净利润预测

#### 1、主营业务收入、成本预测

##### (1) 行业情况对主营业务影响的分析

2017年以来，中国经济不仅延续了稳中有进的发展态势，而且稳中向好特征更趋明显。造纸行业生产与消费增长与国民经济发展息息相关，受益于宏观经济的持续稳定增长，从长期看来，造纸行业的发展空间仍将保持稳定扩张。近年来，国家相继出台去产能、供给侧改革、水十条、大气十条等产业政策，通过提高排放标准、严格限制企业规模与结构等措施加大对造纸行业的约束，迫使落后造纸产能主动退出市场。

2017年1月5日，环保部印发《排污许可证管理暂行条例》，重点对污染治理设施、污染物排放浓度、排放量以及管理要求进行许可，并要求从今年7月1日起，全国火电、造纸行业企业必须要持证排污。小厂因环保政策趋严或将进一步淘汰，排污许可证制度落地进一步利好龙头纸企。

随着去产能、供给侧改革等政策的不断推进，环保政策持续趋严，造纸行业淘汰落后产能进展顺利，新增产能主要来自于大厂，行业集中度有望进一步提升。2016年下半年以来，受木浆、废纸、物流、煤炭等成本推动影响，国内造纸企业迎来涨价潮，产品全面提价，行业景气度持续提升。预计下半年环保趋严，造纸行业新增产能有限，行业景气度有望延续。

2017年8月中旬，环保部发布的新版《进口废物管理目录》中，多种废纸、纸板被列入禁入名单。由此，进口的大门只对经过分拣的

废纸打开,但在国外分拣的废纸,不仅价格高昂,且数量也相当有限。新版《进口废物管理目录》的实施,已造成了纸产品价格的提高,由于四川银鸽主要以竹浆为原料,采购成本具有明显优势。

#### (2) 企业自身优势对主营业务收入影响的分析

企业所具有的产品品牌优势、竹子原料优势、环保治理设施配套优势、产品结构优势等将使企业保持相对领先地位,为企业主营业务收入的提升提供了良好的条件。

#### (3) 产品销量的预测

在综合考虑历史期销量、已取得订单及企业的产能、市场竞争能力、行业政策及需求情况对产品销量进行预测。

#### (4) 产品销售价格的预测

近期由于国际浆价的持续拉升,为原浆的持续涨价奠定了基础。并且由于废纸浆的持续涨价,也给原浆目前的价格形成了巨大的支撑。国家的环保形势益加严峻,去产能效果明显,煤炭、竹、化工辅料等采购成本也大幅增加,也对产品销售价格的上涨构成强力支撑。因此,预测期产品价格将有所增长,但是从长期情况来看,产品价格有回归理性趋势并保持相对稳定。

#### (5) 主营业务成本的预测

主要业务成本根据预计销量数量和单位产品生产成本预测。单位产品生产成本的预测是根据历史期实际成本水平并结合以前年度的毛利率水平,考虑到预测期间直接材料、直接人工、燃料动力及制造费用的变化趋势,进行分析后加以确定的。其中直接材料主要依据产品单耗历史成本资料及材料市场价格变动进行预测;直接人工主要依据生产人员编制计划和工资增长计划进行预测;制造费用中生产管理人员工资及福利费根据生产管理人员编制和工资增长计划进行预测,

折旧费根据期末固定资产的账面原值和预测期间增减固定资产价值以及采用的折旧政策等进行预测，其他费用依据历史资料及变动趋势进行预测。

主营业务收入及成本的主要预测数据如下：

### 预测期收入及成本

单位：万元

产品类别		2017年 9-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
打字纸	收入	1,266.43	5,533.97	5,320.51	5,128.21	5,000.00	5,064.10	5,064.10	5,064.10
	成本	1,338.78	5,076.55	5,016.13	4,957.26	4,898.43	4,840.58	4,840.58	4,840.58
	毛利率	-5.71%	8.27%	5.72%	3.33%	2.03%	4.41%	4.41%	4.41%
牛皮纸	收入	716.87	11,756.41	11,397.44	11,038.46	10,679.49	10,679.49	10,679.49	10,679.49
	成本	874.78	10,086.32	10,088.94	10,114.98	10,134.96	10,155.05	10,155.05	10,155.05
	毛利率	-22.03%	14.21%	11.48%	8.37%	5.10%	4.91%	4.91%	4.91%
竹浆板	收入	10,767.74	34,692.31	33,903.85	33,378.21	32,852.56	31,906.41	31,906.41	31,906.41
	成本	7,911.17	26,027.15	26,079.99	26,132.97	26,168.45	26,204.06	26,204.06	26,204.06
	毛利率	26.53%	24.98%	23.08%	21.71%	20.35%	17.87%	17.87%	17.87%
合计	收入	12,751.04	51,982.69	50,621.79	49,544.87	48,532.05	47,650.00	47,650.00	47,650.00
	成本	10,124.74	41,190.02	41,185.06	41,205.21	41,201.83	41,199.69	41,199.69	41,199.69
	毛利率	20.60%	20.76%	18.64%	16.83%	15.10%	13.54%	13.54%	13.54%

### 预测期收入与成本（续）

单位：万元

产品类别		2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年
打字纸	收入	5,064.10	5,064.10	5,064.10	5,064.10	5,064.10	5,064.10	5,064.10	5,064.10
	成本	4,840.58	4,840.58	4,840.58	4,840.58	4,840.58	4,840.58	4,840.58	4,840.58
	毛利率	4.41%	4.41%	4.41%	4.41%	4.41%	4.41%	4.41%	4.41%
牛皮纸	收入	10,679.49	10,679.49	10,679.49	10,679.49	10,679.49	10,679.49	10,679.49	10,679.49
	成本	10,155.05	10,155.05	10,155.05	10,155.05	10,155.05	10,155.05	10,155.05	10,155.05
	毛利率	4.91%	4.91%	4.91%	4.91%	4.91%	4.91%	4.91%	4.91%
竹浆板	收入	31,906.41	31,906.41	31,906.41	31,906.41	31,906.41	31,906.41	31,906.41	31,906.41
	成本	26,204.06	26,204.06	26,204.06	26,204.06	26,204.06	26,204.06	26,204.06	26,204.06
	毛利率	17.87%	17.87%	17.87%	17.87%	17.87%	17.87%	17.87%	17.87%
合计	收入	47,650.00	47,650.00	47,650.00	47,650.00	47,650.00	47,650.00	47,650.00	47,650.00
	成本	41,199.69	41,199.69	41,199.69	41,199.69	41,199.69	41,199.69	41,199.69	41,199.69
	毛利率	13.54%	13.54%	13.54%	13.54%	13.54%	13.54%	13.54%	13.54%

## 2、其他业务收入、成本预测

其他业务收入主要为销售料灰、煤灰煤渣的收入、销售白泥的收入与房屋出租等业务形成。

### 企业未来其他业务收入及成本估算

单位：万元

项目名称		2017年 9-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	.....	2032年
料灰、煤 灰煤渣的 收入	收入	33.08	74.04	74.04	74.04	74.04	74.04	74.04
	成本	7.68	22.00	22.00	22.00	22.00	22.00	22.00
	毛利率	76.78%	70.29%	70.29%	70.29%	70.29%	70.29%	70.29%
资产出租	收入	41.17	123.51	123.51	123.51	123.51	123.51	123.51
	成本	35.04	105.12	105.12	105.12	105.12	105.12	105.12
	毛利率	14.89%	14.89%	14.89%	14.89%	14.89%	14.89%	14.89%
销售白泥	收入	12.00	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00
	成本	3.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
	毛利率	75.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	86.25	347.55	347.55	347.55	347.55	347.55	347.55
	成本	45.72	157.12	157.12	157.12	157.12	157.12	157.12
	毛利率	46.99%	54.79%	54.79%	54.79%	54.79%	54.79%	54.79%

## 3、营业税金及附加的预测

营业税金及附加包括城建税、教育费附加和地方教育附加，其缴纳的标准分别为：城建税按应纳流转税额的7%；教育费附加按应纳流转税额的3%；地方性教育附加按应纳流转税额的2%；

本次估值根据预测期应交增值税等为基础测算未来营业税金及附加，

该公司未来营业税金及附加预测如下：

### 营业税金及附加预测表

单位：万元

项目名称	2017年9-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	.....	2032年
销售税金及附加合计	111.82	525.40	497.97	476.33	456.38	439.07	439.07	439.07

## 4、期间费用的预测

### (1) 营业费用的预测

根据报表，2015年、2016年和2017年1-8月企业营业费用分别为：418.49万元、311.76万元和160.16万元，占比分别为1.58%、1.61%和0.63%，营业费用主要包括职工薪酬、差旅费、差旅费等，营业费用是企业从事产品销售等业务所产生的，鉴于该等费用与企业的经营业务存在较密切的联系，本次估值结合历史年度营业费用发生情况、企业未来经营计划、费用控制标准估算未来各年度的营业费用。该公司未来销售费用预测如下：

未来营业费用预测

单位：万元

项目名称	2017年9-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	.....	2032年
职工薪酬	28.43	87.93	92.28	96.85	101.65	106.70	106.70	106.70
运杂费	55.14	110.28	110.28	110.28	110.28	110.28	110.28	110.28
办公费	1.24	2.48	2.48	2.48	2.48	2.48	2.48	2.48
差旅费	8.00	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00
会议费	10.74	10.74	10.74	10.74	10.74	10.74	10.74	10.74
招待费	12.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00
合计	115.89	251.43	255.78	260.35	265.15	270.20	270.20	270.20

### (2) 管理费用的预测

根据报表，2014年、2015年和2016年企业管理费用分别为：1,934.44万元、3,524.19万元和1,987.94万元，占比分别为7.31%、18.21%和7.81%。管理费用主要包括职工薪酬、折旧、修理费等，本次估值结合历史年度该费用发生情况、企业未来经营计划、费用控制标准估算未来各年度的管理费用。该公司未来管理费用预测如下：

未来管理费用预测

单位：万元

项目名称	2017年9-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	.....	2032年
职工薪酬	281.71	563.42	591.59	621.17	652.23	684.84	684.84	684.84
电费	9.63	45.00	47.00	49.00	51.00	53.00	53.00	53.00
折旧费	45.99	130.00	130.00	130.00	130.00	130.00	130.00	130.00

修理费	440.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00
办公费	0.40	0.80	0.84	0.88	0.93	0.97	0.97	0.97
差旅费	4.80	9.60	10.08	10.58	11.11	11.67	11.67	11.67
业务招待费	6.00	20.00	21.00	22.00	23.00	24.00	24.00	24.00
聘请中介机构费用	-	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
咨询费	2.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
保险费	-	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
排污费	16.50	53.00	58.00	63.00	68.00	73.00	73.00	73.00
无形资产摊销	24.55	71.96	71.86	71.61	71.34	71.25	69.95	69.74
长期待摊费用	0.33	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00		
通讯费	7.16	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
车辆使用费	16.00	40.00	41.00	42.00	43.00	44.00	44.00	44.00
团体会费	3.00	3.50	4.00	4.50	5.00	5.50	5.50	5.50
停工费用	52.00	700.00	700.00	700.00	700.00	700.00	700.00	700.00
其他	39.45	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
合计	949.52	3,224.78	3,262.87	3,302.25	3,343.11	3,385.73	3,383.43	3,383.22

### (3) 财务费用的预测

根据审计后企业会计报表，估值基准日估值对象付息债务为75,680.94万元。根据付息债务规模及利率情况估算未来各年度的财务费用。预测结果见净现金流预测表。

### 5、营业外收支的预测

四川银鸽的营业外收支核算的是与生产生营无关的偶发性收支。由于营业外收支业务发生的内容及金额不稳定，因此本次估值不考虑营业外收支对净现金流量的影响。

## (二) 未来现金流量预测

### 1、折旧与摊销预测

#### (1) 折旧预测

估值对象的固定资产主要为房屋建筑物和设备类固定资产。固定资产按取得时的实际成本计价。本次估值中，按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日经审计的固定资产账面原值、预计使用期、加

河南银鸽实业投资股份有限公司拟核实四川银鸽竹浆纸业有限公司股东全部权益价值项目·估值报告  
权折旧率等估算未来经营期的折旧额

折旧预测表

单位：万元

项目/年度	2017年9-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	.....	2032年
折旧	1,731.19	4,893.56	4,893.56	4,893.56	4,893.56	4,893.56	4,893.56

(2) 摊销预测

截至估值基准日，估值对象经审计的无形资产为土地使用权与办公软件，另外存在经审计的长期待摊费用。

本次估值假定，企业估值基准日后不再产生其他新增无形资产，无形资产在后续经营期内维持这一规模，按照企业的无形资产摊销政策估算未来各年度的摊销额。

摊销预测表

单位：万元

项目/年度	2017年9-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	.....	2032年
摊销	79.15	235.75	235.42	223.03	215.22	215.13	69.95	69.74	69.74

2、企业所得税的预测

企业所得税税率为25%，因预测期企业盈利不足以弥补历史亏损，因此不考虑。

3、追加资本估算

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下，所需增加的营运资金和超过一年期的长期资本性投入。如经营规模扩大所需的资本性投资（购置固定资产或其他非流动资产），以及所需的新增营运资金及持续经营所必须的资产更新等。本次估值追加资本定义为：

追加资本=资产更新+营运资金增加额+资本性支出

资产更新=固定资产更新=房屋建筑物+机器设备+其他固定资产

(1) 资产更新投资估算

按照收益预测的前提和基础，在维持现有规模的前提下，未来各年不考虑扩大的资本性投资，则只需满足维持现有生产经营能力所必需的更新性投资支出。估值对象未来资产更新改造支出的估算结果见净现金流预测表。

## (2) 营运资金增加额估算

营运资金追加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收账款）等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指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。通常其他应收账款和其他应付账款核算的内容绝大多数为与主业无关或暂时性的往来，需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性个别确定。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金、应收款项、存货和应付款项等主要因素。本报告所定义的营运资金增加额为：

$$\text{营运资金增加额} = \text{当期营运资金} - \text{上期营运资金}$$

$$\text{其中, 营运资金} = \text{货币资金} + \text{应收款项} + \text{存货} - \text{应付款项}$$

其中：

$$\text{应收款项} = \text{营业收入总额} / \text{应收款项周转率}$$

其中，应收款项主要包括应收账款、应收票据以及与经营业务相关的其他应收账款等诸项。

$$\text{存货} = \text{营业成本总额} / \text{存货周转率}$$

$$\text{应付款项} = \text{营业成本总额} / \text{应付账款周转率}$$

其中，应付款项主要包括应付账款、应付票据以及与经营业务相

根据对企业历史资产与业务经营收入和成本费用的统计分析以及未来经营期内各年度收入与成本估算的情况，预测得到的未来经营期各年度的营运资金增加额见净现金流预测表。

#### 4、资产回收估算

##### (1) 无形资产及固定资产回收的估算

根据企业生产经营实际情况，考虑对无形资产及固定资产的回收，回收额预测情况见净现金流预测表。

##### (2) 营运资金回收的估算

本次估值考虑盈利预测结束后的营运资金回收，营运资金回收额见“净现金流预测表”。

#### 5、净现金流量估算结果

净现金流预测表给出了估值对象未来经营期内的主营收入及净现金流量的预测结果。本次估值中对未来收益的估算，主要是在估值对象报表揭示的历史营业收入、成本和财务数据的核实以及对行业的市场调研、分析的基础上，根据其经营历史、市场未来的发展等综合情况作出的一种专业判断。估算时不考虑非经常性经营等所产生的损益。

净现金流预测表：

净现金流预测表：

项目 / 年度	2017年9-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
营业收入	12,837.29	52,330.24	50,969.34	49,892.42	48,879.60	47,997.55	47,997.55	47,997.55
减： 营业成本	10,170.46	41,347.14	41,342.18	41,362.33	41,358.95	41,356.81	41,356.81	41,356.81
营业税金及附加	111.82	525.40	497.97	476.33	456.38	439.07	439.07	439.07
营业费用	115.89	251.43	255.78	260.35	265.15	270.20	270.20	270.20
管理费用	949.52	3,224.78	3,262.87	3,302.25	3,343.11	3,385.73	3,383.43	3,383.22
财务费用	1,470.67	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63
营业利润	18.93	2,570.87	1,199.91	80.53	-954.62	-1,864.89	-1,862.59	-1,862.38
加： 营业外收支净额	-	-	-	-	-	-	-	-
利润总额	18.93	2,570.87	1,199.91	80.53	-954.62	-1,864.89	-1,862.59	-1,862.38
减： 所得税								
净利润	18.93	2,570.87	1,199.91	80.53	-954.62	-1,864.89	-1,862.59	-1,862.38
加： 折旧	1,731.19	4,893.56	4,893.56	4,893.56	4,893.56	4,893.56	4,893.56	4,893.56
摊销	79.16	235.75	235.43	223.03	215.22	215.13	69.95	69.74
扣税后利息	1470.67	4410.63	4410.63	4410.63	4410.63	4410.63	4410.63	4410.63
减： 资产更新	-	-	-	-	-	301.96	3,643.93	155.80
资本性支出	-	-	-	-	-	-	-	-
营运资金增加额	7,375.61	1,676.14	-116.76	-87.02	-83.49	-69.96	23.59	-
资产回收	-	-	-	-	-	15.1	182.2	7.79
营运资金回收	-	-	-	-	-	-	-	-
净现金流量	-4,075.67	10,434.66	10,856.28	9,694.77	8,648.28	7,437.53	4,026.23	7,363.53

## 净现金流预测表（续）：

单位：万元

项目 / 年度	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年
营业收入	47,997.55	47,997.55	47,997.55	47,997.55	47,997.55	47,997.55	47,997.55	47,997.55
减：营业成本	41,356.81	41,356.81	41,356.81	41,356.81	41,356.81	41,356.81	41,356.81	41,356.81
营业税金及附加	439.07	439.07	439.07	439.07	439.07	439.07	439.07	439.07
营业费用	270.20	270.20	270.20	270.20	270.20	270.20	270.20	270.20
管理费用	3,383.22	3,383.22	3,383.22	3,383.22	3,383.22	3,383.22	3,383.22	3,383.22
财务费用	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63
营业利润	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38
加：营业外收支净额	-	-	-	-	-	-	-	-
利润总额	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38
减：所得税								
净利润	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38	-1,862.38
加：折旧	4,893.56	4,893.56	4,893.56	4,893.56	4,893.56	4,893.56	4,893.56	4,893.56
摊销	69.74	69.74	69.74	69.74	69.74	69.74	69.74	69.74
扣税后利息	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63	4,410.63
减：资产更新	-	-	-	-	-	-	-	-
资本性支出	-	-	-	-	-	-	-	-
营运资金增加额	-	-	-	-	-	-	-	-
资产回收	-	-	-	-	-	-	-	9,219.48
营运资金回收	-	-	-	-	-	-	-	8,386.18
净现金流量	7,511.55	7,511.55	7,511.55	7,511.55	7,511.55	7,511.55	7,511.55	25,117.21

## 六、权益资本价值预测

### 1、折现率的确定

#### (1) 无风险收益率 $r_f$

参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平(见下表),按照十年期以上国债利率平均水平确定无风险收益率 $r_f$ 的近似,即 $r_f=3.93\%$ 。

中长期国债利率表

序号	国债代码	国债名称	期限	实际利率
1	101213	国债 1213	30	0.0416
2	101215	国债 1215	10	0.0342
3	101218	国债 1218	20	0.0414
4	101220	国债 1220	50	0.0440
5	101221	国债 1221	10	0.0358
6	101305	国债 1305	10	0.0355
7	101309	国债 1309	20	0.0403
8	101310	国债 1310	50	0.0428
9	101311	国债 1311	10	0.0341
10	101316	国债 1316	20	0.0437
11	101318	国债 1318	10	0.0412
12	101319	国债 1319	30	0.0482
13	101324	国债 1324	50	0.0538
14	101325	国债 1325	30	0.0511
15	101405	国债 1405	10	0.0447
16	101409	国债 1409	20	0.0483
17	101410	国债 1410	50	0.0472
18	101412	国债 1412	10	0.0404
19	101416	国债 1416	30	0.0482
20	101417	国债 1417	20	0.0468
21	101421	国债 1421	10	0.0417
22	101425	国债 1425	30	0.0435
23	101427	国债 1427	50	0.0428
24	101429	国债 1429	10	0.0381
25	101505	国债 1505	10	0.0367
26	101508	国债 1508	20	0.0413
27	101510	国债 1510	50	0.0403

序号	国债代码	国债名称	期限	实际利率
28	101516	国债 1516	10	0.0354
29	101517	国债 1517	30	0.0398
30	101521	国债 1521	20	0.0377
31	101523	国债 1523	10	0.0301
32	101525	国债 1525	30	0.0377
33	101528	国债 1528	50	0.0393
34	101604	国债 1604	10	0.0287
35	101608	国债 1608	30	0.0355
36	101610	国债 1610	10	0.0292
37	101613	国债 1613	50	0.0373
38	101617	国债 1617	10	0.0276
39	101619	国债 1619	30	0.0330
40	101623	国债 1623	10	0.0272
41	101626	国债 1626	50	0.0351
42	101704	国债 1704	10	0.0343
43	101705	国债 1705	30	0.0381
44	101710	国债 1710	10	0.0355
45	101711	国债 1711	50	0.0412
平均				0.0393

(2) 市场期望报酬率  $r_m$ ，一般认为，股票指数的波动能够反映市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率。通过对上证综合指数自1992年5月21日全面放开股价、实行自由竞价交易后至2017年6月30日期间的指数平均收益率进行测算，得出市场期望报酬率的近似，即： $r_m=10.47\%$ 。

(3)  $\beta_u$ ，取上证数据可比上市公司股票，以2014年9月至2017年7月的市场价格测算估计，得到可比公司股票的历史市场平均风险系数  $\beta_x$ ，按式(13)计算得到估值对象预期市场平均风险系数  $\beta_t$ ，并由式(12)得到估值对象预期无财务杠杆风险系数的估计值  $\beta_u=0.7099$ ，最后由式(11)得到估值对象权益资本预期风险系数的估计值  $\beta_e=-6.1979$ 。

(4) 权益资本成本 $r_e$ , 本次估值考虑到估值对象在公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构和公司资本债务结果等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险, 设公司特性风险调整系数 $\epsilon=3\%$ ; 最终由式(10)得到估值对象的权益资本成本 $R_e=-0.3360$ 。

(5) 适用税率: 企业所得税为25%。

(6) 资本结构: 由式(8)和式(9)得到债务比率和权益比率。

(7) 折现率 $r$ , 将上述各值分别代入式(7)即有:

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e$$

$$=0.0911$$

## 2. 经营性资产价值估算

将得到的预期净现金流量代入式(3), 即可得到估值对象的经营性资产价值为67,713.27万元。

## 3. 溢余或非经营性资产(负债)价值

(1) 经核实, 在估值基准日2017年8月31日, 四川银鸽存在闲置、报废固定资产, 估值人员核实无误, 估值结果为2,009.22万元。

(3) 经核实, 在估值基准日2017年8月31日, 四川银鸽存在闲置土地, 估值人员核实无误, 估值结果为238.02万元。

(4) 截止估值基准日, 经审计后的资产负债表披露, 四川银鸽应付账款-往来款116.11万元。估值人员核实无误, 确认该款项存在, 估值结果为116.11万元。

(5) 截止估值基准日, 经审计后的资产负债表披露, 四川银鸽其他应付款-往来款33.74万元。估值人员核实无误, 确认该款项存在,

估值结果为33.74万元。

将上述各项代入式(4), 得到估值对象在基准日溢余性和非经营性资产的价值为:

$$\sum Ci = 2,009.22 + 238.02 - 116.11 - 33.74 = 2,097.39 \text{ (万元)}$$

#### 4、权益资本价值的确定

##### (1) 企业价值

将所得到的经营性资产的价值 $P=67,713.27$ 万元, 基准日存在的溢余或非经营性资产(负债)价值 $\sum Ci=2,009.22$ 万元代入式(2), 即得到估值对象企业价值为

$$B=P+\sum Ci$$

$$=67,713.27+2,009.22$$

$$=69,810.66 \text{ (元)}$$

##### (2) 权益资本价值

将估值对象的付息债务的价值 $D=75,680.94$ 万元代入式(1), 得到估值对象的权益资本价值为:

$$E=B-D$$

$$= 69,810.66 - 75,680.94$$

$$=-5,870.28 \text{ (万元)}$$

即采用收益法得出四川银鸽的股东全部权益价值为-5,870.28万元。

## 第五部分 估值结论

### 一、估值结论

我们采用收益法，对四川银鸽竹浆纸业有限公司股东全部权益进行了估值，得出如下结论：

四川银鸽竹浆纸业有限公司在估值基准 2017 年 8 月 31 日的股东全部权益价值(净资产价值)账面值为-1,201.99 万元，估值-5,870.28 万元，估值减值 4,668.29 万元，减值率 388.38%。

### 二、特别风险提示

1.本报告结论是根据本次估值的依据、假设前提、方法和程序得出。本报告结论只有在本次估值的依据、假设前提、方法和程序不变的条件下成立。

2. 估值机构获得的估值对象盈利预测是本估值报告收益法的基础。估值人员对估值对象盈利预测进行了必要的调查、分析、判断，经过与估值对象管理层及其主要股东多次讨论，估值对象进一步修正、完善后，估值机构采信了估值对象盈利预测的相关数据。估值机构对估值对象盈利预测的利用，不是对估值对象未来盈利能力的保证。

4.本次估值时估值对象根据目前实际的业务模式情况进行了相

应的估值假设，在估值报告中列示。这些假设是估值人员进行估值的前提条件。本次估值假设估值对象所投资项目的价格水平不发生不可预见的重大变化，估值对象的业务规模扩张计划能够按照预期实施，估值基准日后行业的行业政策、市场环境、经营模式均有可能发生一定的变化，如果估值对象不能进行相应的调整，对估值对象的业务开展、成本控制等经营活动将会造成一定的影响，也会对估值结果造成相应影响。估值人员不承担由于假设前提条件的改变而推导出不同结果的责任。

5. 本估值结论是建立在企业对未来宏观经济及行业发展趋势准确判断、企业对其经营规划有效执行的基础上，若未来出现经济环境变化以及行业发展障碍，企业未能采取切实有效措施对其规划执行予以调整，使之能够满足现有经营规划的执行，盈利预测数据可能会发生较大变化，因而本估值结论会与企业实际产生较大偏差，委托方应据实际情况重新委托估值机构对企业价值估值。提请委托方及报告使用者对上述事项予以关注。

6. 本估值报告只能用于本报告载明的估值目的和用途，不得用于交易目的使用，委托方应当按照法律、行政法规规定和上述使用范围使用本估值报告；委托人违反前述规定使用本估值报告的，本估值机构及估值人员不承担责任。

7. 估值人员执行资产估值业务的目的是对估值对象价值进行估算并发表专业意见，并不承担相关当事人决策的责任。估值结论不

应当被认为是对估值对象可实现价格的保证。

(此页无正文，为《河南银鸽实业投资股份有限公司拟核实四川银鸽竹浆纸业有限公司股东全部权益价值项目·估值报告》的签章页)



估值机构：中联资产评估集团有限公司

估值人员：

金海

估值人员：

常林清

二〇一七年十月九日