

北京中企华资产评估有限责任公司
关于河北衡水老白干酒业股份有限公司发行股份及支付现
金购买资产并募集配套资金暨关联交易之反馈意见
涉及资产评估有关问题的答复

上海证券交易所：

根据贵所 2017 年 5 月 4 日出具的《关于对河北衡水老白干酒业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》（上证公函【2017】0509 号）（以下简称“《问询函》”）。根据《问询函》要求，我对《问询函》进行了认真研究和分析，并就《问询函》中涉及的资产评估问题答复如下，敬请审核。



问题5、预案披露，本次交易以收益法评估结果作为预估结论，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。预案同时披露，本次交易资产评估与前期股权转让评估定价差异的原因，包括股权转让性质不同、交易方式和交易目的不同等。请补充披露：（1）股权转让性质、交易方式和交易目的是否影响标的公司预期未来现金流量和其他主要评估参数，如是，请说明具体影响及原因；（2）结合收益法评估模型，说明收益法评估是否包括除企业价值外的交易对价的评估，如否，请说明评估阶段考虑控制权溢价、流动性溢价等因素的合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

【答复】

（一）关于股权转让性质、交易方式和交易目的对标的公司预期未来现金流量和其他主要评估参数的影响

由于评估的价值类型是市场价值，因此股权转让性质、交易方式和交易目的对标的公司预期未来现金流量和其他主要评估参数没有直接影响，但会影响交易定价。

1、目标公司本次资产评估与历次股权转让评估的主要影响因素包括外部经营环境的变化和公司内部经营状况

（1）外部经营环境的变化

根据国家统计局统计数据，2017年1-6月份我国社会消费品零售总额172,369亿元，同比增长10.4%。国务院《“十三五”国家食品安全规划》（国发〔2017〕12号）、商务部《关于“十三五”时期促进酒类流通健康发展的指导意见》（商运发〔2017〕47号）等要求，强化企业市场主体地位，激发企业活力，强化政府在法制建设、规划引导、政策促进等方面的作用，全面实施食品安全战略，推动食品安全现代化治理体系建设，营造良好的发展环境，创新引领、协调发展，不断推进模式创新、业态创新、管理创新、制度创新，促进酒类生产、流通、消费协调发展。

自2012年底以来受“八项规定”、“六项禁令”等因素影响，我国白酒市场需求呈现削弱趋势，白酒行业进入深度调整期。2016年以来，拥有品牌及渠道优

势的优势名酒企业在行业深度调整、挤压式竞争阶段逐步企稳，行业前景逐渐明朗。2016年度，全国规模以上白酒企业 1,578 家，白酒产量 1,358.36 万千升、同比增长 3.23%，销售收入 6,125.74 亿元、同比增长 10.07%，利润总额为 797.15 亿元、同比增长 9.24%。尽管我国白酒行业回暖迹象明显，但依然面临企业数量众多、市场集中度偏低、产能过剩等问题。白酒行业经历深度调整后由扩容式增长变为挤压式增长，品牌、渠道和营销能力强的企业将有望胜出，而且我国白酒消费的区域特征明显，白酒单一品牌全国化难度较大，白酒行业竞争新秩序重构蓄势待发。承德乾隆醉、安徽文王、曲阜孔府家和湖南武陵在区域市场均拥有较强品牌和渠道竞争优势。

(2) 内部经营状况的变化

2015 年以前，丰联酒业产品种类繁多，产品线不清晰，广告乱而杂，投入多而废，商业利益链过长。为此丰联酒业对产品品种进行了优化，产品品种大幅度压缩，削减了盈利能力较差的产品，产品结构更加清晰合理，符合大众消费升级的需求。同时对营销策略进行了调整，加强了经销商管理，建立了完善的客户信息库，及时了解经销商库存动态，对市场反应更加迅速。

丰联酒业近几年经营情况逐年好转，尤其是 2016 年以后已经实现扭亏为盈，而且利润率呈现出增长态势，吻合白酒行业的发展趋势，具体情况如下表所示：

单位：万元

项 目	2017 年 2 月末 /2017 年 1-2 月	2016 年 12 月末 /2016 年度	2015 年 12 月末 /2015 年度
总资产	192,477.65	200,099.62	230,898.92
净资产	45,827.61	44,090.39	-108,703.28
营业收入	21,860.56	112,764.18	118,662.28
扣除非经常性损益后利润总额	2,264.49	7,555.33	-7,493.94
扣除非经常性损益后利润率	10.36%	6.70%	-6.32%

注：扣除非经常性损益后利润总额=营业利润-投资收益+资产减值损失；扣除非经常性损益后利润率=扣除非经常性损益后利润总额/营业收入。

2、丰联酒业历次增资/股权转让的交易背景、交易目的、交易方式等对交易定价的影响

丰联酒业历次增资/股权转让以注册资本或净资产作为定价方式，在股权转让性质、交易目的和交易方式等方面与本次交易存在显著差异，具体体现在交易背景和目的、交易协商作价时经营环境、控制权是否转让、对价支付方式、锁定期、业绩承诺及补偿义务等方面，对比情况如下表所示：

项目	2014年3月-2016年1月自然人股东间历次股权转让； 2016年1月联想控股（天津）增资；2016年7月联想控股（天津）向佳沃集团转让丰联酒业79.71%股权	2016年4月联想控股及联想控股（天津）向君和聚力转让丰联酒业20%股权	本次交易
交易背景和目的	相关股权转让为原股东及其关联方之间的利益调整 相关增资系联想控股为改善丰联酒业资本结构、促进生产经营而进行的持续投入	联想控股给予丰联酒业管理层的长期激励措施	基于对行业发展前景的共识，交易双方充分遵循市场化原则实施白酒行业横向整合，实现产业与资本的有机结合，具有合理商业逻辑
交易协商作价时行业环境及丰联酒业经营状况	受限制“三公消费”等多种因素的影响，白酒行业告别“黄金十年”，自2012年底起进入深度调整期 2014-2016年度丰联酒业归属于母公司股东权益分别为-10.26亿元、-11.03亿元和4.26亿元，归属于母公司股东净利润分别为-8.52亿元、-0.71亿元和0.17亿元		得益于经济发展及消费升级，白酒行业2017年以来回暖势头强劲，一线品牌及区域强势品牌回归 2017年1-2月丰联酒业归属于母公司股东权益4.44亿元，归属于母公司股东净利润0.18亿元
控股权是否转让	实际控制人均未发生变更		控股股东及实际控制人均发生变更
对价支付方式	现金		股份及现金
锁定期	无锁定期		本次交易涉及的股份支付部分，自发行结束之日起36个月内分期解锁； 本次交易涉及的现金支付部分，自获得中国证监会核准后36个月内分期支付。
业绩承诺及补偿义务	无业绩承诺及补偿机制		业绩承诺方对丰联酒业2017-2019年度分别进行了业绩承诺，并就实际盈利数不足利润承诺数的情况及减值测试约定了明确可行的补偿安排

从上表可以看出，丰联酒业历次增资/股权转让均具有特定的交易背景且未导致控制权变更，同时考虑了当时行业外部经营环境和丰联酒业内部经营状况，而本次交易系基于交易双方合作与发展的战略诉求以及对白酒行业发展前景的共识，在市场化原则下协商的产业横向并购交易，符合市场化的商业运作模式。因此本次交易与丰联酒业历次增资/股权转让没有可比性。

（二）结合收益法评估模型，说明收益法评估是否包括除企业价值外的交易对价的评估，如否，请说明评估阶段考虑控制权溢价、流动性溢价等因素的合理性。

收益法评估未包括除企业价值外的交易对价的评估，如控制权溢价和流动性溢价等，但是控股权和流动性等因素对交易定价有一定的影响。

1、收益法评估未包括除企业价值外的交易对价评估的理由

本次评估采用收益法结果，收益法模型选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型，评估结论与企业未来现金流量的现值有关，收益法评估模型未包括除企业价值外的交易对价评估。

本次评估对象为丰联酒业股东全部权益价值，因此没有考虑控制权溢价对评估结果的影响；本次评估收益法模型为企业现金流模型，是基于未来现金流折现原理，而流动性对未来现金流是没有影响的。

2、控制权和流动性等因素对交易定价具有一定的影响

在企业股权转让过程中，控制权与非控制权的转让在交易定价方面往往存在明显差异。本次交易为非同一控制下的控股权收购，与丰联酒业历次股权转让时的非控制权转让有所不同，因此在交易定价中考虑控制权溢价有一定的合理性。

丰联酒业历次股权转让均为现金支付对价，而本次交易对价采用流动性较低的“股份+现金”方式支付，同时为确保交易后上市公司与目标公司生产经营的平稳过渡，有效保护中小股东利益，上市公司通过设置股票锁定期、现金分期支付以及承担业绩承诺和相关补偿义务等条款，增加了交易对方在未来经营、业绩补偿、二级市场价格波动等方面的风险敞口，因此在交易定价中需要合理考虑相应的风险溢价。

（三）中介机构（评估师）核查意见

经上述分析，评估师认为：本次评估预测是基于管理层对未来经营的判断，是将预期收益资本化或者折现确定目标公司价值的评估方法。本次交易系基于交易双方合作与发展的战略诉求以及对白酒行业发展前景的共识，在市场化原则下协商的产业横向并购交易，是一种市场化的运作模式，股权转让性质、交易目的和交易方式对未来现金流量和其他主要评估参数没有直接影响，但会对交易定价产生一定的影响。

评估模型采用的是企业现金流模型，本身未包括除企业价值外的交易对价（如控制权溢价、流动性溢价、支付方式、业绩补偿方式等）的评估，但控制权和流动性会对交易定价产生一定的影响。

北京中企华资产评估有限责任公司

2017年11月4日

