



深圳市中诚达资产房地产土地评估有限公司

关于广东通宇通讯股份有限公司关注函

相关事项之回复

二〇二三年三月二十四日



广东通宇通讯股份有限公司于 2023 年 3 月 21 日收到深圳证券交易所上市公司管理部下发的《关于对广东通宇通讯股份有限公司的关注函》(公司部关注函(2023)第 176 号),作为本次交易的资产评估机构,我们针对《关注函》之问题 3 中涉及到评估师发表意见的问题,做了逐项核查,出具如下回复意见。

问题 3、公告及评估报告显示，标的公司收益法评估股东全部权益价值为 7,759.68 万元，增值率 135.40%，资产基础法评估股东全部权益价值为 4,808.26 万元。收益法和资产基础法评估差异较大，本次收购以收益法评估结果为定价基础。

(1) 请你公司补充披露收益法评估的具体情况，包括营业收入、营业成本、费用、净利润、折现率、现金流量等主要参数的选取依据和评估过程，充分说明有关参数、评估依据确定的理由，说明本次评估增值较大的合理性。请评估机构对该事项发表意见。

回复：收益法评估的具体情况，其主要参数的选取依据和评估过程补充如下：

一、被评估企业的未来经营收益预测

(一) 主营业务收入与成本预测

湖北和嘉包装科技股份有限公司（以下简称“湖北和嘉”）主要从事烟草行业外包装烟包的生产与销售，主营业务收入主要归类为烟标销售收入和加工类业务收入，根据与企业沟通，在未来经营中被评估企业仍将上述类型项目作为主要业务类型进行拓展。历史年度营业收入与成本情况如下：

单位：人民币万元

项目名称	历史年度经营数据				
	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 1 月
收入合计	6,356.93	4,694.32	4,713.84	6,285.65	-
成本合计	5,510.03	3,613.05	3,691.79	4,143.28	-
增长率		-26.15%	0.42%	33.34%	
毛利率	13.32%	23.03%	21.68%	34.08%	

根据宏观经济形势、行业发展情况，结合湖北和嘉目前的经营状况、及经营模式，我们在进行盈利预测时，预测期为 2023 年 2 月到 2028 年。预计从 2029 年至未来保持在 2028 的水平不变，这一阶段为永续年。本次评估的预测期增长率，主要参考了行业指标，并考虑行业特性及湖北和嘉历史经营水平后确定。据此预测被评估企业未来的营业收入及营业成本如下：

单位：人民币万元

项目名称		未来年度预测数据						
		2023 年 2-12 月	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	永续年
收入合计		6,406.00	6,531.00	6,625.00	6,656.00	6,688.00	6,719.00	6,719.00
成本合计		4,512.00	4,722.00	4,782.00	4,855.00	4,880.00	4,937.00	4,937.00
增长率		1.91%	1.95%	1.44%	0.47%	0.48%	0.46%	
毛利率		29.57%	27.70%	27.82%	27.06%	27.03%	26.52%	26.52%
烟标 （条 盒、小 盒）	总收入	6,206.00	6,331.00	6,425.00	6,456.00	6,488.00	6,519.00	6,519.00
	总成本	4,348.00	4,553.00	4,613.00	4,684.00	4,709.00	4,763.00	4,763.00
加工类 业务	总收入	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
	总成本	164.00	169.00	169.00	171.00	171.00	174.00	174.00

(二) 销售费用预测

销售费用主要由销售人员工资及福利费、差旅费、运输费、广告宣传费、样品费、业务招待费和其他费用构成。

报告期湖北和嘉销售费用构成如下表所示：

单位：人民币万元

项目名称	历史年度经营数据				
	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 1 月
营业收入	6,356.93	4,694.32	4,713.84	6,285.65	-
销售费用/ 营业收入	1.30%	2.70%	1.63%	1.50%	0.00%
销售费用合计	82.82	126.80	76.65	94.16	2.29

对于人力资源费，本次评估参照被评估企业历史年度销售人员数量及薪酬福利水平，结合当地社会平均劳动力成本变化趋势及被评估企业人力资源规划进行估算；对于业务招待费、差旅费等变动费用，本次评估参照历史年度该等变动费用构成及

其与营业收入的比率，并结合被评估企业营业收入预测情况进行估算。其他付现销售费用主要在历史付现销售费用的分析基础上，考虑未来市场营销计划进行预测。未来年度销售费用预测结果如下表所示：

单位：人民币万元

项目名称	未来年度预测年度						
	2023 年 2-12 月	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	永续年
营业收入	6,406.00	6,531.00	6,625.00	6,656.00	6,688.00	6,719.00	6,719.00
销售费用/ 营业收入	1.43%	1.47%	1.48%	1.49%	1.50%	1.51%	1.51%
销售费用合计	91.32	95.99	97.80	99.08	100.38	101.73	101.73
工资	28.47	31.99	32.95	33.93	34.95	36.00	36.00
办公费	3.03	3.09	3.13	3.15	3.16	3.18	3.18
业务招待费	28.29	28.84	29.25	29.39	29.53	29.67	29.67
差旅费	9.13	9.31	9.44	9.49	9.53	9.58	9.58
运输费							
包装费	18.40	18.76	19.03	19.12	19.21	19.30	19.30
广告费	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
样品费	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

（三）管理费用预测

管理费用主要由管理员工资及福利费、厂房租赁费、差旅费、车辆费用、研发费用、中介机构费用、办公费和其他管理费用等构成。

报告期湖北和嘉管理费用构成如下表所示：

单位：人民币万元

项目名称	历史年度经营数据				
	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 1 月
营业收入	6,356.93	4,694.32	4,713.84	6,285.65	-

项目名称	历史年度经营数据				
	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 1 月
管理费用 /营业收入	7.00%	11.86%	11.36%	8.72%	0.00%
管理费用合计	444.96	556.86	535.50	548.00	20.64

报告期湖北和嘉研发费用构成如下表所示：

项目名称	历史年度经营数据				
	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 1 月
营业收入	6,356.93	4,694.32	4,713.84	6,285.65	-
研发费用 /营业收入	4.04%	7.51%	6.61%	5.30%	0.00%
研发费用合计	256.53	352.50	311.74	333.34	0.96

本次评估依据历史年度实际的发生额，对于折旧按照固定资产原值和折旧年限进行测算；对于其他费用，结合收入的增长考虑按照一定比例增长进行预测。对于在管理费用中核算的厂房租赁费按照对租赁厂房未来预计租赁面积和租金水平的假设条件进行预测，对不经常发生的管理费用，因其金额较小，对未来影响较小，在此忽略不计。

未来年度管理费用预测结果如下表所示：

单位：人民币万元

项目名称	未来年度预测数据						
	2023 年 2-12 月	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	永续年
营业收入	6,406.00	6,531.00	6,625.00	6,656.00	6,688.00	6,719.00	6,719.00
管理费用/ 营业收入	8.03%	8.43%	8.51%	8.69%	8.80%	9.07%	9.07%
管理费用 合计	514.37	550.25	564.09	578.25	588.24	609.32	609.32

项目名称	未来年度预测数据						
	2023 年 2-12 月	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	永续年
人工费	158.85	181.95	191.05	200.60	210.63	221.16	221.16
折旧摊销	1.27	0.04	0.11	0.11	0.11	9.78	9.78
房租	13.63	16.00	16.64	17.92	18.64	20.07	20.07
办公费	7.23	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
差旅费	11.22	11.44	11.60	11.65	11.71	11.76	11.76
业务招待费	12.20	12.44	12.62	12.68	12.74	12.80	12.80
车辆费用	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
中介机构 费用	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
印花税							
其他费	23.69	24.15	24.49	24.61	24.73	24.84	24.84
研发费用	259.28	267.22	270.58	273.68	272.69	271.91	271.91

未来年度研发费用预测结果如下表所示：

单位：人民币万元

项目名称	未来年度预测数据						
	2023 年 2-12 月	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	永续年
营业收入	6,406.00	6,531.00	6,625.00	6,656.00	6,688.00	6,719.00	6,719.00
研发费用/营业收入	4.06%	4.09%	4.08%	4.11%	4.08%	4.05%	4.05%
研发费用合计	259.28	267.22	270.58	273.68	272.69	271.91	271.91
研发费用-工资	90.88	102.12	105.18	108.34	111.59	114.94	114.94
研发费用-材料	147.34	143.68	135.81	133.12	127.07	107.50	107.50
研发费用-折旧	4.06	4.42	12.59	15.22	17.03	32.47	32.47
研发费用-设计费	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
研发费用-其他费用	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

(四) 财务费用预测

财务费用主要包括利息收入、利息支出和手续费等。报告期湖北和嘉的财务费用如下表所示：

单位：人民币万元

序号	项目/年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 1 月
1	利息支出净额	28.04	13.20	-0.20	-0.66	0.26
	其中：利息收入	0.76	1.20	1.66	3.68	
	利息支出	28.80	14.40	1.46	3.03	0.26
2	金融机构手续费	0.67	0.62	0.67	0.55	0.05
3	汇兑损益					
	财务费用合计	28.71	13.81	0.47	-0.11	0.30

湖北和嘉财务费用较小,对企业价值的影响可忽略不计,故未来年度不做预测。

(五) 企业自由现金流预测

根据上述测算过程,湖北和嘉未来年度的企业自由现金流如下表所示：

单位：人民币万元

项目/年度	未来预测年度数据						
	2023 年 2-12 月	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	永续年
一. 营业收入	6,406.00	6,531.00	6,625.00	6,656.00	6,688.00	6,719.00	6,719.00
二. 营业成本	4,512.00	4,722.00	4,782.00	4,855.00	4,880.00	4,937.00	4,937.00
税金及附加	40.28	47.00	58.17	59.29	54.75	60.49	60.49
销售费用	91.32	95.99	97.80	99.08	100.38	101.73	101.73
管理费用	514.37	550.25	564.09	578.25	588.24	609.32	609.32
财务费用	-	-	-	-	-	-	-
资产减值损失	-	-	-	-	-	-	-
信用减值损失							

项目/年度	未来预测年度数据						
	2023 年 2-12 月	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	永续年
加：公允价值变动收益							
投资收益	-	-	-	-	-	-	-
其他收益							
三. 营业利润	1,248.04	1,115.76	1,122.94	1,064.38	1,064.62	1,010.46	1,010.46
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-	-
四. 利润总额	1,248.04	1,115.76	1,122.94	1,064.38	1,064.62	1,010.46	1,010.46
弥补以前年度亏损							
企业所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
减：所得税	150.61	129.76	130.37	121.13	121.33	113.33	113.33
五. 净利润	1,097.43	986.00	992.58	943.25	943.30	897.13	897.13
加：非付现成本	56.80	131.45	133.93	142.11	142.22	219.17	219.17
其中：折旧及摊销	56.80	131.45	133.93	142.11	142.22	219.17	219.17
利息费用 (扣除税务影响后)	-	-	-	-	-	-	-
减：追加资本	973.97	859.62	142.09	82.95	375.43	113.29	88.10
其中：营运资金增加额	358.59	110.77	46.21	39.67	17.62	25.19	-
资本性支出	615.38	748.85	95.88	43.28	357.80	88.10	88.10
六. 企业自由现金流量	180.25	257.84	984.41	1,002.41	710.09	1,003.01	1,028.20

二、折现率的估计

(一) 无风险利率 r_f 的估计

本次评估采用历史年度长期国债到期收益率对无风险报酬率进行估计。

根据中央国债登记结算有限责任公司发布的剩余期限在 10 年期以上的国债到

期收益率，自 2014 年 12 月起至评估基准日所在月止分别按月计算各个月份的国债到期收益率的算术平均值并以此作为各个月份的国债到期收益率的估计值；2014 年 12 月至评估基准日所在月的所有月份的国债到期收益率的算术平均值即为评估基准日的无风险利率的估计值。

根据本公司内部研究数据显示，于评估基准日，中国无风险报酬率为 3.17%。

（二）市场风险溢价 MRP 的估计

市场风险溢价反映的是投资者因投资于风险相对较高的资本市场与投资于风险相对较低（或无风险）的债券市场所得到的风险补偿。它的基本计算方法是市场在一段时间内的平均收益水平和无风险报酬率之差额。

本次评估根据历史年度沪深 300 指数的收益率及长期国债到期收益率测算中国市场风险溢价水平，作为本次评估的市场风险溢价。

按照沪深 300 指数每个月的月末（该月最后一个交易日）的收盘指数相对于其基期指数（1000）的变化率（几何收益率）作为测算月的市场收益率，可以得出 2014 年 12 月至评估基准日所在月的市场收益率的估计值；2014 年 12 月至评估基准日所在月的所有月份的市场收益率的算术平均值即为评估基准日的市场预期报酬率的估计值，再减去无风险报酬率，即为市场风险溢价。

根据本公司内部研究数据显示，于评估基准日，中国市场风险溢价水平为 6.58%。

（三）权益的系统风险系数 β 的估计

β 系数是指投资者投资某公司所获报酬率的变动情况与股票市场平均报酬率的变动情况的相关系数。 β 系数的具体计算过程是：A）计算股票市场的收益率和个别收益率。估算时股票市场的收益率以上证综合指数一个期间的变化来计算。个别收益率以单个公司某期间股票收盘价的变化来计算；B）得出上述各期期间的收益率后，在某期期间段以股票市场的收益率为 x 轴，以单个公司个别收益率为 y 轴，得出一系列散点；C）对上述散点进行回归拟合得出一元线性回归方程，该回归方程的斜率即为该单个公司的 β 系数。

由于湖北和嘉是非上市公司，我们通过选取相关行业的 4 家上市公司作为参照公司，用这些参照公司的 β 值经过一系列换算最终得出湖北和嘉的 β 系数。

1. 通过查询同花顺 iFinD 软件可知各上市公司原始 β 值 (Levered β)，并据以计算对比公司 Unlevered β 和估算被评估企业 Unlevered β

根据以下公式，我们可以分别计算对比公司的 Unlevered β ：

$$\text{Unlevered } \beta = \text{Levered } \beta / [1 + D/E \times (1 - T)]$$

式中：D—债权价值；E—股权价值；T—适用所得税率。

将对比公司的 Unlevered β 计算出来后，取其平均值作为被评估企业的 Unlevered β 。

2. 确定被评估企业的资本结构比率

在确定被评估企业目标资本结构时我们参考了以下两个指标：

- (1) 被对比公司资本结构平均值；
- (2) 被评估企业自身账面价值计算的资本结构。

最后综合上述两项指标确定被评估企业目标资本结构。

3. 估算被评估企业在上述确定的资本结构比率下的 Levered β

我们将已经确定的被评估企业资本结构比率代入到如下公式中，计算被评估企业 Levered β ：

$$\text{Levered } \beta = \text{Unlevered } \beta \times [1 + D/E \times (1 - T)]$$

式中：D—债权价值；E—股权价值；T：适用所得税率；

计算过程见下表所示：

序号	股票代码	股票名称	股权价值 E 万元	付息债务 D 万元	资本 结构 D/E	所得 税率	原始 β	无杠杆 β_u	目标 资本 结构	所得 税率	有财 务杠 杆 β
1	603058.SH	永吉股份	326,043.35	23,898.70	0.0733	15%	0.9117	0.8582	-	15%	0.9748
2	603429.SH	集友股份	568,542.24	-	-	15%	1.0671	1.0671			
3	002191.SZ	劲嘉股份	1,138,466.96	1,861.65	0.0016	15%	1.0904	1.0889			

序号	股票代码	股票名称	股权价值 E 万元	付息债务 D 万元	资本 结构 D/E	所得 税率	原始 β	无杠杆 β_u	目标 资本 结构	所得 税率	有财 务杠 杆 β
4	002565.SZ	顺灏股份	445,195.35	21,667.89	0.0487	15%	0.9215	0.8849			
	平均数		619,561.98	11,857.06	0.0309			0.9748			

湖北和嘉无付息债务，故湖北和嘉 β 系数为 0.9748。根据湖北和嘉的资本结构换算的 $\beta = \beta_u \times [1 + D/E \times (1 - T)] = 0.9748$ 。

（四）个别风险调整系数或特定风险调整系数 r_c 的估计

湖北和嘉是非上市公司，我们通过计算已上市的参照企业的平均风险在消除了资本结构的差异后来衡量湖北和嘉的风险，这还需分析湖北和嘉相比参照公司所具有的特有风险以确定企业特有风险补偿率。

本次被评估企业的风险与样本上市公司所代表的行业平均风险水平是有差别的，企业规模较上市公司有所差距，我们结合企业具体情况，进行特定风险调整。被评估企业的特定风险主要表现为四个方面，即：市场风险、技术风险、经营管理风险和资金风险。

综合考虑，特定风险调整系数取 2.00%。

（五）权益资本成本 r_e 的计算

$$r_e = r_f + MRP \times \beta + r_c = 11.58\%$$

（六）付息债务成本 r_d 的估计

付息债务成本实际上是被评估企业的债权人期望的投资回报率。

不同的企业，由于企业经营状态不同、资本结构不同等，企业的偿债能力会有所不同，债权人期望的投资回报率也应不尽相同，因此企业的债权投资回报率与企业的财务风险，即资本结构密切相关。

鉴于债权投资回报率需要采用复利形式的到期收益率；同时，在采用全投资现金流模型并且选择行业最优资本结构估算 WACC 时，付息债务成本 r_d 应该选择该行

业所能获得的最优的 r_d ，因此，一般应选用投资与标的企业相同行业、相同风险等级的企业债券的到期收益率作为债权投资回报率指标。

本次评估采用一年期的贷款市场报价利率（LPR）3.65%作为债权投资回报率。

（七）企业所得税税率 T 的取值

根据全国高新技术企业认定管理工作领导小组办公室于2022年11月19日发布的《关于对湖北省认定机构2022年认定的第三批高新技术企业进行备案公示的通知》，湖北和嘉被列入湖北省认定机构2022年认定的第三批高新技术企业备案公示名单，公示期已过，通过了高新技术企业认定，证书编号：GR202242002913，发证日期：2022年11月9日，有效期：三年。

故本次评估企业所得税税率 T 的取值为15%。

（八）财务比例的估计

截至评估基准日，湖北和嘉无付息负债，故采用自身资本结构，即 $D/E=0$ 。

（九）折现率 r 的计算

$$r = r_e \times \frac{V_E}{V_E + V_{IBD}} + r_d \times \frac{V_{IBD}}{V_E + V_{IBD}} \times (1 - T) = 11.58\%$$

三、被评估企业股东全部权益价值的估算

（一）被评估企业经营性资产价值 V_{OA} 的计算

$$V_{OA} = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^{i-\frac{m}{12}}} + \frac{F_n \times (1+g)}{(r-g) \times (1+r)^{n-\frac{m}{12}}} = 7,727.72 \text{ 万元}$$

（二）被评估企业溢余资产价值 V_{CO} 的计算

溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产。评估基准日企业溢余资产为其账面的富余货币资金，本次评估，溢余资产评估值为0.00元。

（三） 被评估企业非经营性资产价值 V_{NOA} 的计算

非经营性资产是指与企业主营业务无关的资产，该类资产基本不产生收益，会增大资产规模，降低企业利润率。

本次评估范围内的其他流动资产、递延所得税资产确认为非经营性资产，上述资产于评估基准日的账面价值分别为 27.96 万元、10.18 万元。本次评估，非经营性资产评估值确定为 31.96 万元。

非经营性负债是指与企业主营业务无关的负债，该类负债以后年度仍需支付。

本次评估范围内的未发现可以被确认为非经营性负债的负债。本次评估，非经营性负债评估值确定为 0.00 元。

综上，本次评估，非经营性资产净额评估值确定为 31.96 万元。

（四） 被评估企业整体价值 V_{En}

$$V_{En} = V_{OA} + V_{CO} + V_{NOA} = 7,727.72 + 0 + 31.96 = 7,759.68 \text{ 万元}$$

（五） 被评估企业付息债务价值 V_{IBD}

湖北和嘉于评估基准日无付息债务，付息负债评估值确定为零。

（六） 被评估企业股东全部权益价值 V_{OE}

$$V_{OE} = V_{En} - V_{IBD} = 7,759.68 - 0 = 7,759.68 \text{ 万元}$$

四、评估值及其增值合理性分析

根据收益法评估结果，湖北和嘉股东全部权益价值的评估值为 7,759.68 万元，相对于于评估基准日的账面值 3,296.38 万元，增减值 4,463.30 万元，增值率 135.40%。评估值及其增值的合理性在于：

收益法是从企业的未来获利能力角度出发，反映了企业各项资产的综合获利能力。这种获利能力是企业所有环境因素和内部条件共同作用的结果，通常包括宏观经济、政府控制以及资产的有效使用等多种条件的影响。

湖北和嘉专业从事纸制品印刷包装生产加工，收益法评估结果不仅与企业账面

反映的资产存在关联，亦能反映企业所具备的资源优势、品牌客户优势、营销网络、行业运营经验及人力资源等会计报表以外其他不可确指无形资产的价值贡献。

在本次收益法评估中，综合考虑了上述因素对湖北和嘉未来盈利的影响，从而导致评估值较账面值有较大增幅。

评估机构对该事项发表的意见：

本次评估中有关被评估企业的未来经营数据、未来收益预测等均由被评估企业提供。我们利用我们所收集了解到的同行业状况，结合被评估企业的历史经营情况，就其合理性进行了适当分析，在此基础上，我们在本次评估中采用了该等预测资料。

本次评估过程中，我们履行的评估程序主要包括：评估方法（收益法）的适用性分析、收益法模型的选取、收益年限的确定、收益预测的假设条件、宏观经济和区域经济因素简析、行业现状与发展前景简析、被评估企业经营业务简析、被评估企业资产及财务分析等。

综上所述，我们认为此次评估增值具有合理性。

深圳市中诚达资产房地产土地评估有限公司

二〇二三年三月二十四日

