（上接A10版）

易前上市公司净利润的提升幅度为36.75%至30.12%之间，上市公司合并标的公司后的净利润相较于不考虑并购贷款财务费用的情况的下降幅度为8.84%至13.26%之间。

（四）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、截至目前，在本次要约的先决条件及生效条件达成的前提下，并购贷款的放款不存在其他障碍。公司已经完成本次交易所涉及交易资金的整体筹集工作。公司将通过交易完成后上市公司的经营活动净现金流及标的公司分红作为主要还款来源，并通过其他多元化投融资资金来源，保障公司流动性充裕，正常业务开展及持续经营能力不受影响，降低公司的偿债风险。

2、本次交易完成后，由于借入并购贷款并支付本次交易资金，公司的现金水平将有所下降，负债规模将有所上升，公司的财务结构将发生一定变化。但公司财务费用水平整体可控，本次收购不会对公司流动性产生重大影响，并对公司的盈利能力、持续经营能力具有一定提升作用。公司已制定本次交易完成后业务、财务等方面的整合措施，拟结合多种方式，优化整体财务结构，提升持续经营和偿债能力，保障公司流动性充裕，保障公司正常业务开展及持续经营不受影响。

3、上市公司已就贷款基准利率的变化对上市公司财务费用、经营业绩的影响进行敏感性分析。

问题2

草案显示，中粮包装持股5%以上股东为中国食品（控股）有限公司、张炜、奥瑞金发展有限公司及其同集团附属公司湖北奥瑞金制罐有限公司。中国食品（控股）有限公司的实际控制人为中粮集团有限公司。本次交易前，中粮包装股东持股比例较为分散，不存在实际控制人。

请你公司：

（1）说明本次交易完成后你公司拟在业务、财务、人员、资产、机构等方面采取的整合措施，并说明整合措施的有效性；是否存在整合不佳或收购不达预期的风险。

（2）结合中粮包装的关联交易以及客户构成等情况，说明本次交易对中粮包装的业务经营可能产生的影响，是否存在交易完成后中粮包装主要客户流失的风险。如是，请充分提示。

请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

（一）说明本次交易完成后你公司拟在业务、财务、人员、资产、机构等方面采取的整合措施，并说明整合措施的有效性；是否存在整合不佳或收购不达预期的风险

1、本次交易完成后公司拟在业务、财务、人员、资产、机构等方面采取的整合措施，并说明整合措施的有效性

（1）本次交易完成后公司拟在业务、财务、人员、资产、机构等方面采取的整合措施

奥瑞金与中粮包装均深耕金属包装行业，为同行业公司。本次交易完成后，公司将取得标的公司控制权，标的公司财务数据将纳入上市公司合并报表范围。本次交易前，标的公司为整体隶属于央企管控架构下的香港联交所上市公司，有较好的治理架构和管控素质基础。

通过取得标的公司控股权，公司将实现与标的公司的全面业务协同，实现两家公司资源、技术、业务等方面的全面整合。双方有望在产品设计、研发领域、销售市场等开展更为深入的合作交流，在营销体系、产品矩阵和客户资源等方面实现提升，提升上市公司的国内市场和国际市场影响力，打造行业龙头公司地位和金属包装民族品牌。

本次交易完成后，在符合两地资本市场监管要求的前提下，公司拟在业务、财务、人员、资产、机构等方面与标的公司进行整合，并制定如下整合措施：

①业务方面：本次交易完成后，标的公司的业务将纳入上市公司业务体系进行管理，上市公司按照既定的战略目标和发展规划指导标的公司的经营计划和业务方向，充分发挥双方各自的优势，共享客户资源，共同开拓市场，实现整体及各方平衡、有序、健康的发展。

②财务方面：本次交易完成后，标的公司作为独立法人主体，将保持一定的财务独立性。上市公司也将把标的公司纳入境内上市公司财务管理体系，实现财务信息的集中管理，保持上市公司整体财务合规水平。

③人员方面：标的公司生产经营稳步发展，主要管理团队稳定。本次交易完成后，上市公司一方面将保持标的公司现有经营管理团队的稳定性，并给予其较高的自主权，以充分发挥其具备的经验及业务能力；另一方面将依托上市公司规范的经营管理模式，增强员工文化认同感和规范运营意识，实现上市公司及标的公司管理水平的进一步提升。

④资产方面：本次交易完成后，标的公司资产的管理将按照上市公司的统一管理体系，依照上市公司管理标准规定履行审批程序。上市公司将凭借相对完善的管理经验并结合标的公司经营的实际情况，对标的公司的资产要素进一步优化配置，提高资产利用效率，增强企业核心竞争力。

⑤机构方面：本次交易完成后，上市公司将参与标的公司经营管理，以确保标的公司严格按照上市公司内部控制相关制度进行规范，进一步完善标的公司治理结构及合规经营能力。此外，标的公司将严格遵守上市公司内部控制及关于下属公司管理的相关制度。

（2）整合措施的有效性

本次交易前，上市公司已建立了健全有效的法人治理结构，设置了与公司生产经营相适应的组织管理架构，各职能部门之间职责明确、相互制约。公司组织结构合理、运行有效，股东大会、董事会、监事会和管理层之间权责分明、相互制衡、运作良好，形成了一套合理、完整、有效的公司治理与经营管理框架。

本次交易完成后，标的公司将纳入上市公司的管控体系，公司将严格遵循《公司法》《证券法》等法律、法规和规范性文件的要求，不断优化公司治理结构，完善投资决策机制，强化内部控制，提高公司经营管理效率，进一步完善管理制度，加强成本控制，对业务开展过程中的各项经营、管理、财务费用，进行全面的事前、事中、事后管控，增强公司盈利能力，确保股东能够充分行使权利，确保董事会能够按照法律、法规和公司章程的规定行使职权，维护公司整体利益，尤其是中小股东的合法权益，确保监事会能够独立有效地行使对董事、高级管理人员的监督权，为公司未来的健康发展提供制度保障。

除上述完善、具体的整合措施和健全、有效的A股法人治理结构，奥瑞金在收购整合方面也具备丰富的经验。2016年奥瑞金参与标的公司混合所有制试点改革，双方至今已有8年的深度合作经验，人员交流和业务往来等方面均顺利进行。此外，公司于2019年成功收购整合了金属包装行业外资龙头企业波尔包装的中国包装业务，一定程度上重塑了国内二片罐行业的产能格局，规模效应凸显，运营效率持续提升，巩固了上市公司国内金属包装行业的领先地位。公司于2015年至2019年期间投资了黄山永新股份有限公司并取得其24%股权，进一步增强两家公司的客户粘性。公司于2021年完成收购香港景顺，间接取得了其下属子公司在澳大利亚和新西兰地区的食品罐包装和铝制气雾罐包装业务，积累了海外本地化运营经验。

公司具有丰富的并购整合经验与管理经验。未来，公司将基于企业发展战略要求，借助本次交易，持续优化生产布局，提高产业链优势，实现公司的高质量可持续发展。

综上，本次交易完成后，上市公司将在业务、财务、人员、资产、机构等方面对标的公司进行整合，并通过维护标的公司核心团队的正常履职、与标的公司对接完善有效的内控机制等措施管控整合风险，相关整合措施具备有效性。

2、针对整合不佳或收购不达预期的风险提示

针对本次交易后可能出现的整合风险，上市公司已在《重组报告书（草案）》"重大风险提示"之"二、标的资产业务经营相关风险"之"（一）本次交易后业务重组风险"和"第十一章风险因素分析"之"二、标的资产业务经营相关风险"之"（一）本次交易后业务重组风险"中对整合不佳或收购不达预期的风险向投资者进行风险提示。

（二）结合中粮包装的关联交易以及客户构成等情况，说明本次交易对中粮包装的业务经营可能产生的影响，是否存在交易完成后中粮包装主要客户流失的风险。如是，请充分提示

1、结合中粮包装的关联交易以及客户构成等情况，说明本次交易对中粮包装的业务经营可能产生的影响

标的公司为金属包装行业头部企业，拥有丰富的区域布局，在全国范围内布局39家营运子公司及其下属分公司，建立了稳固的客户群，其多个产品覆盖了众多知名客户，是很多客户的首选供应商，经过多年积累，已和优质客户建立了长期战略合作伙伴关系，同时也是国内行业标准的主要制定者。

根据标的公司年报等公开信息披露，其两片罐业务的知名客户为百威英博、可口可乐、华润雪花、加多宝、嘉士伯、青岛啤酒及百事等，单片罐业务的知名客户为百威英博、华润雪花及中化集团等，钢桶业务的知名客户包括万华化学、中石化、中石油、巴斯夫、科思创、壳牌和埃克森美孚等，奶粉罐业务的知名客户为飞鹤、伊利、蒙牛、雀巢和联合利华等，气雾罐业务的知名客户为天津国诺、上海庄臣、上海大造、中山榄菊等，金属盖业务的知名客户为海天、家家红、欢乐家、老干妈、厨邦、华润雪花、百威英博及青岛啤酒等，塑胶包装业务的知名客户有宝洁、蓝月亮、蒙牛、联合利华、海天、利洁时、伊利、李锦记及亨氏等，标的公司的下游知名客户主要为市场化非关联方客户。

根据标的公司报告期内对其关联交易情况的公开披露文件，依据香港财务报告准则，标的公司的关联交易情况如下：

单位：万元

| 关联方名称 | 交易内容 | 2024年1-6月 | 2023年度 | 2022年度 |
|---|---|---|---|---|
| 中粮集团及其附属公司 | 代购资讯科技软件及设施 | 7.0 | 14.9 | 26.8 |
| | 采购商品 | - | - | 5.5 |
| | 采购资讯科技及市场咨询服务 | 14.0 | 52.9 | 100.0 |
| | 销售商品 | 29,463.6 | 57,550.4 | 56,395.1 |
| | 利息收入 | 652.6 | 1,425.4 | 1,509.5 |
| | 偿还租赁负债 | 11.2 | 194.7 | 150.6 |
| | 使用权资产 | - | 353.8 | 153.9 |
| 奥瑞金及其附属公司 | 采购商品 | 866.6 | 1,470.3 | 3,308.8 |
| | 销售商品 | 39.3 | 1,132.2 | 2,174.4 |
| 标的公司旗下的合营公司 | 采购商品 | 15,702.5 | 29,260.2 | 20,247.9 |

中粮包装与中粮集团及其附属公司的关联交易以市场化条款约定业务合作关系，2022年、2023年、2024年1-6月标的公司营业收入分别为1,025,522.5万元、1,026,531.0万元和554,754.7万元，报告期内向中粮集团及其附属公司销售商品的金额分别为56,395.1万元、57,550.4万元、29,463.6万元，对应占比分别为5.50%、5.61%和5.31%，关联交易的销售额占比较小。

根据标的公司年度报告，2022年度，标的公司来自前五大客户的收入占总收入的比例约为43.0%，来自第一大客户、第二大客户的收入占总收入的比例分别为13.5%、10.7%；2023年度，标的公司来自前五大客户的收入占总收入的比例约为42.8%，来自第一大客户、第二大客户的收入占总收入的比例分别为12.3%、11.2%。2022、2023年度标的公司来自其他客户的收入占总收入的比例均未超过10%。标的公司客户较为分散，不存在业务严重依赖于少数客户的情况。

从行业特点方面考虑，金属包装企业因其产品特性和客户需求，普遍采取贴近式生产布局，这种布局方式有助于降低运输成本、提高响应速度，并与客户建立紧密的合作关系，因此本次交易完成后预计标的公司对其客户将保持交易前的市场化竞争优势。

产品特性与运输成本：金属包装产品如易拉罐、食品罐、钢桶等，具有单体体积大、重量轻、价值量小的特点，长途运输十分不经济，这导致其运输成本和存储成本较高。因此，金属包装企业通常在经济运输半径内，即500公里以内[1]，布局生产基地，以减少物流成本，保证产品竞争力。

客户需求与服务响应：行业下游客户，尤其是食品饮料企业，对金属包装企业的快速响应能力有较高要求。贴近式布局使得金属包装企业能够及时响应客户需求，提供定制化服务，实现技术开发的柔性化，从而增加客户黏性，增强客户满意度和忠诚度。

绑定式发展模式：金属包装企业与客户之间往往形成一种相互依托的发展模式。企业通过在客户生产基地附近建立配套的生产基地，实现双方效率的最大化。从客户角度而言，一旦与上游供应商形成合作，由于对金属包装产品需求量较大，同时为确保金属包装产品质量的稳定可靠、便于管理，保证供应速度和灵活性，客户一般情况下不会轻易更换供应商。这种模式有助于降低可替代性，从而与客户建立长期稳定的合作关系。

同时，本次交易尽职调查过程中，通过中介机构与标的公司部分主要客户进行访谈沟通，了解其与标的公司的业务合作情况。根据反馈，主要客户表示与标的公司的合作关系保持长期稳定，标的公司可以较好的满足客户方的不同需求，未来预计将在市场化的合作背景下，保持合作关系。

中粮包装与奥瑞金均深耕金属包装行业，为同行业公司。若本次交易得以成功实施，奥瑞金将实现与标的公司的全面业务协同，实现两家公司资源、技术、业务等方面的全面整合，培育新的利润增长点；上市公司也将从技术、营销、产能、供应链等多维度与中粮包装实现优势互补，以差异化定位服务于不同需求的客户，从而进一步拓展战略客户，降低单一客户依赖度，推动可持续发展。

奥瑞金将充分整合标的公司的管理资源和客户资源，充分利用公司与标的公司的管理经验和协同优势，发挥与标的公司的协同效应，进一步提升上市公司盈利能力和资产质量，参考国际化金属包装企业的优秀经验，不断提升客户服务水平，维护全体客户的利益。因此，预计本次交易对中粮包装业务经营产生重大不利影响的风险较低。

2、对交易完成后中粮包装主要客户流失的风险提示

针对本次交易因标的公司控股股东变化导致对中粮包装的业务经营可能产生的影响，上市公司已在《重组报告书（草案）》"重大风险提示"之"二、标的公司业务经营相关风险"之"（四）控股股东变化引发的潜在风险"和"第十一章风险因素分析"之"二、标的资产业务经营相关风险"之"（四）控股股东变化引发的潜在风险"中对交易完成后中粮包装主要客户流失的风险向投资者进行风险提示。

（三）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、本次交易完成后，上市公司对标的资产在业务、财务、人员、资产、机构五方面制定了整合措施，整合措施具备有效性；并已在重组报告书中提示整合不佳或收购不达预期的相关风险；

2、根据中粮包装关联交易以及客户构成等情况的公开信息，结合金属包装行业特点，上市公司已经补充分析说明本次交易对中粮包装的业务经营可能产生的影响，并已在重组报告书中提示交易完成后中粮包装主要客户流失的相关风险。

问题3

草案显示，中粮包装截至2022年末、2023年末及2024年6月末的资产负债率分别为59.30%、58.38%和57.15%，相较于可比公司，资产负债率较高。本次交易完成后，上市公司面临偿还并购贷款本息，预计短期内上市公司的负债规模、财务费用、资产负债率将会有所提高，但整体仍处于合理水平。

请你公司：

（1）结合可比公司、中粮包装的经营情况等，说明中粮包装的资产负债率较可比公司高的原因及合理性。

（2）说明本次交易后上市公司资产负债率情况，以及你公司判断资产负债率处于合理水平的原因，并说明你公司拟采取的应对措施（如有）。

请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合可比公司、中粮包装的经营情况等，说明中粮包装的资产负债率较可比公司高的原因及合理性

1、中粮包装及可比公司的资产负债率情况

截至2022年末、2023年末及2024年6月末，中粮包装的资产负债率分别为59.30%、58.38%和57.15%，相比于可比公司较高。具体情况如下：

| 资产负债率 | 2024年6月30日 | 2023年12月31日 | 2022年12月31日 |
|---|---|---|---|
| 宝钢包装 | 56.32% | 51.31% | 52.35% |
| 昇兴股份 | 56.50% | 63.40% | 62.77% |
| 嘉美包装 | 43.11% | 42.43% | 46.94% |
| 奥瑞金 | 49.40% | 45.66% | 50.47% |
| 平均值 | 51.33% | 50.70% | 53.13% |
| 标的公司 | 57.15% | 58.38% | 59.30% |

报告期内，中粮包装的资产负债率呈下降趋势，资产负债结构有所好转。相较于可比公司，中粮包装的资产负债率高于行业平均水平，但仍属于合理范围内。

2、中粮包装及可比公司的经营情况对比

（1）偿债能力对比

①流动比率和速动比率

截止2024年6月30日，中粮包装货币资金余额为22.33亿元，短期借款余额为48.65亿元。中粮包装及同行业公司流动比率、速动比率列示如下：

| 流动比率 | 2024年6月30日 | 2023年12月31日 | 2022年12月31日 |
|---|---|---|---|
| 宝钢包装 | 0.79 | 0.93 | 0.92 |
| 昇兴股份 | 0.96 | 0.95 | 0.94 |
| 嘉美包装 | 1.38 | 1.50 | 1.32 |
| 奥瑞金 | 1.10 | 1.11 | 1.16 |
| 平均值 | 1.06 | 1.12 | 1.09 |
| 标的公司 | 0.98 | 0.93 | 1.08 |
| 速动比率 | 2024年6月30日 | 2023年12月31日 | 2022年12月31日 |
| 宝钢包装 | 0.55 | 0.64 | 0.69 |
| 昇兴股份 | 0.73 | 0.78 | 0.73 |
| 嘉美包装 | 0.95 | 1.04 | 0.89 |
| 奥瑞金 | 0.90 | 0.84 | 0.84 |
| 平均值 | 0.78 | 0.83 | 0.79 |
| 标的公司 | 0.79 | 0.72 | 0.82 |

注：数据来源为上市公司年报及中期报告，流动比率=流动资产/流动负债，速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

报告期内，相较于可比公司，中粮包装的流动比率与速动比率整体位于行业平均水平。

②利息保障倍数

标的公司保障倍数与同行业可比上市公司的比较情况如下：

| 利息保障倍数 | 2024年1-6月 | 2023年度 | 2022年度 |
|---|---|---|---|
| 宝钢包装 | 23.17 | 18.22 | 12.40 |
| 昇兴股份 | 15.38 | 6.48 | 3.32 |
| 嘉美包装 | 4.08 | 5.49 | 1.59 |
| 奥瑞金 | 8.07 | 5.03 | 3.86 |
| 平均值 | 6.08 | 5.67 | 2.92 |
| 标的公司 | 3.80 | 4.16 | 11.46 |

注：数据来源为上市公司年报及中期报告，利息保障倍数=息税前利润/利息支出，平均值计算剔除了大额数据

报告期内，中粮包装利息保障倍数整体呈下降趋势，主要系近年来外币利率大幅上升，标的公司的主要浮动计息借款的财务费用亦随之大幅上升所致，故2023年度及2024年上半年利息保障倍数低于同行业可比公司。

根据标的公司公开披露信息，截至2024年6月30日，中粮包装货币资金余额为223,257.90万元，部分存款可由标的公司根据实际经营情况灵活配置，用于偿还利率较高的银行贷款，从而适当降低标的公司资产负债率水平。

（2）盈利能力对比

报告期内，中粮包装毛利分别为128,214.0万元、160,529.7万元和89,208.1万元。整体毛利水平较为稳定，呈上升趋势。

报告期内，中粮包装与同行业公司的毛利率对比情况如下：

单位：%

| 毛利率 | 2024年1-6月 | 2023年度 | 2022年度 |
|---|---|---|---|
| 宝钢包装 | 7.92 | 9.02 | 8.02 |
| 昇兴股份 | 14.72 | 13.45 | 9.47 |
| 嘉美包装 | 14.06 | 14.72 | 8.84 |
| 奥瑞金 | 17.82 | 15.24 | 11.86 |
| 平均值 | 13.63 | 13.11 | 9.55 |
| 标的公司 | 16.08 | 15.64 | 12.50 |

注：数据来源为上市公司年报及中期报告

报告期内，标的公司毛利率分别为12.50%、15.64%和16.08%，标的公司毛利率与同行业平均水平无重大差异。

（3）营运能力对比

| 应收账款周转率 | 2024年1-6月 | 2023年度 | 2022年度 |
|---|---|---|---|
| 宝钢包装 | 5.30 | 4.87 | 5.09 |
| 昇兴股份 | 3.84 | 4.06 | 4.91 |
| 嘉美包装 | 6.76 | 7.41 | 8.08 |
| 奥瑞金 | 4.17 | 4.28 | 4.53 |
| 平均值 | 5.02 | 5.16 | 5.65 |
| 标的公司 | 3.73 | 3.94 | 4.20 |
| 存货周转率 | 2024年1-6月 | 2023年度 | 2022年度 |
| 宝钢包装 | 7.21 | 7.57 | 7.35 |
| 昇兴股份 | 6.38 | 7.16 | 6.83 |
| 嘉美包装 | 3.67 | 5.23 | 4.69 |
| 奥瑞金 | 7.39 | 6.25 | 5.86 |
| 平均值 | 6.16 | 6.55 | 6.18 |
| 标的公司 | 5.77 | 4.95 | 4.88 |

注：数据来源为上市公司年报及中期报告，应收账款周转率=营业收入/((期初应收账款账面价值+期末应收账款账面价值)/2)，存货周转率=营业成本/((期初存货+期末存货)/2)，2024年1-6月数据已年化处理。

报告期内，中粮包装应收账款周转率分别为4.20、3.94和3.73，存货周转率分别为4.88、4.95和5.77，整体存货周转率比较平稳，贸易应收款周转率呈下降趋势。报告期内，相较于可比公司，中粮包装的应收款项周转率与存货周转率略低于行业平均水平。

（4）中粮包装资产负债率较可比公司高的原因及合理性分析

报告期内，中粮包装的资产负债率呈下降趋势，资产负债结构有所好转。相较于可比公司，中粮包装的资产负债率高于行业平均水平，但仍属于合理范围内。

经与同行业可比公司偿债能力、盈利能力、营运能力等财务指标对比，中粮包装存货周转率及应收账款周转率略低于行业平均水平。如中粮包装未来营运能力可进一步提升，在保持现有收入规模和盈利能力的情况下，中粮包装的应收账款、存货水平可进一步下降，有望一定程度上优化营运资本，降低资产负债率。

此外，截至2024年6月30日，中粮包装货币资金余额为223,257.90万元，部分存款可由标的公司根据实际经营情况灵活配置，使标的公司资产负债率在合理范围内接近可比公司的平均水平。

（二）说明本次交易后上市公司资产负债率情况，以及你公司判断资产负债率处于合理水平的原因，并说明你公司拟采取的应对措施（如有）

1、本次交易后上市公司财务结构和资产负债率情况

由于本次交易为自愿性全面要约收购，最终接受要约的股份数量和交易金额尚未确定，因此暂时按照全部潜在交易对方均接受本次要约的情况，即本次交易规模的上限情况，并考虑公司自有资金及自筹资金的出资安排进行测算，本次交易借入并购贷款及支付交易对价的规模如下：

单位：万元人民币

| 要约收购的新增标的公司股比 | 支付总对价 | 使用非并购贷款支付交易对价 | 借入并购贷款的规模 |
|---|---|---|---|
| 75.56% | 552,390.02 | 225,700.00 | 326,690.02 |

注1：本次要约价格为7.21港元，交易对价上限为6,066,153,688港元，人民币总对价按照公司第五届董事会2024年第五次会议召开前一个工作日港元兑人民币汇率中间价（1港元兑0.91061人民币元）折算；

注2：公司和斯莱克已向景和制造实缴出资22.57亿元，后续计划作为交易对价进行支付；

注3：华瑞凤泉有限公司已取得浦发银行北京分行人民币36亿元（或等值港元）授信。根据交易总对价、公司及斯莱克已向景和制造实缴出资金额，按照借入并购贷款规模326,690.02万元进行测算；

注4：公司最终实际借入的并购贷款规模将根据相应的交易对价、交易费用、税费等进行调整。

基于上市公司、标的公司截至2024年6月30日财务情况，并考虑本次交易对价上限情况进行模拟合并测算，本次交易完成后，上市公司财务结构和资产负债率等财务指标情况如下：

单位：万元

| 财务指标 | 本次交易前上市公司 | 本次交易前标的公司 | 借入并购贷款并支付交易对价的影响[注1] | 合并抵消上市公司对标的公司的长期股权投资[注2] | 本次交易商誉的净增加额[注3] | 本次交易后 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 293,076.52 | 223,257.90 | -225,700.00 | | | 290,634.42 |
| 流动资产 | 863,076.00 | 764,709.50 | -225,700.00 | | | 1,402,085.50 |
| 总资产 | 1,813,039.21 | 1,438,434.50 | -225,700.00 | -117,352.54 | 114,674.36 | 3,023,095.53 |
| 流动负债 | 786,179.06 | 782,586.60 | 32,669.00 | | | 1,601,434.66 |
| 借款总额 | 317,155.66 | 509,005.40 | 326,690.02 | | | 1,152,851.08 |
| 总负债 | 895,710.99 | 822,091.20 | 326,690.02 | | | 2,044,492.21 |
| 资产负债率 | 49.40% | 57.15% | | | | 67.63% |
| 流动比率 | 1.10 | 0.98 | | | | 0.88 |

注1：假设借入并购贷款326,690.02万元；支付交易对价552,390.02万元，其中使用非并购贷款支付交易对价225,700.00万元。

注2：截至2024年6月30日，上市公司合计持有的标的公司24.40%股权，对标的公司长期股权投资期末净额为117,352.54万元。本测算中考虑合并报表过程中对上市公司对标的公司长期股权投资进行抵消。

注3：本次交易属于非同一控制下的企业合并，将产生新增商誉。本次交易产生的商誉金额计算过程详见问题7之"（一）本次交易完成后上市公司商誉金额测算"之"2、本次交易产生的商誉金额测算"。本次交易产生的商誉金额为138,071.66万元，较本次交易前中粮包装合并报表商誉金额23,397.30万元净增加114,674.36万元。

注4：并购贷款第一年预计还款金额为并购贷款本金的10%，列报为流动负债。

注5：由于标的公司综合财务报表系按照香港财务报告准则和香港《公司条例》相关规定编制，本次交易目前未编制标的公司中国企业会计准则下的财务报告以及上市公司备考审阅报告。上市公司承诺将在本次交易完成后6个月内尽快完成在中国企业会计准则下的审计报告以及上市公司备考审阅报告，并向投资者披露。上述测算仅为示意性模拟测算，交易后实际财务状况以交易完成后出具的上市公司备考审阅报告为准。

本次交易因需借入并购贷款，交易完成后上市公司层面资产负债率将有所上升。基于交易规模上限的情况进行测算，交易完成后上市公司层面资产负债率可能达到67.63%左右。

财务结构方面，由于本次交易拟通过自有资金及自筹资金支付现金对价，公司及标的公司合并口径货币资金将可能减少至290,634.42万元，借款总额将可能提高至1,152,851.08万元，总负债将可能提高至2,044,492.21万元，总资产将可能提高至3,023,095.53万元，流动比率将可能下降至0.88，财务结构发生一定变化。但综合考虑到本次收购使得公司本身资产体量、持续经营和盈利能力得到有效增强，叠加上市公司具有多元化的融资渠道、偿债压力相对可控，本次交易不会对上市公司流动性和日常生产经营产生重大不利影响。

2、判断资产负债率处于合理水平的原因，以及拟采取的应对措施

（1）判断资产负债率处于合理水平的原因

报告期内，上市公司同行业可比公司资产负债率情况如下：

| 资产负债率 | 2024年6月30日 | 2023年12月31日 | 2022年12月31日 |
|---|---|---|---|
| 宝钢包装 | 56.32% | 51.31% | 52.35% |
| 昇兴股份 | 56.50% | 63.40% | 62.77% |
| 嘉美包装 | 43.11% | 42.43% | 46.94% |
| 奥瑞金 | 49.40% | 45.66% | 50.47% |
| 平均值 | 51.33% | 50.70% | 53.13% |
| 标的公司 | 57.15% | 58.38% | 59.30% |

注：数据来源为上市公司年报及中期报告，资产负债率=负债总额/资产总额×100%

截至2024年6月30日，上市公司同行业可比公司资产负债率平均值为51.33%。本次交易因需借入并购贷款，交易完成后上市公司层面资产负债率将有所上升。基于交易规模上限的情况进行测算，交易完成后上市公司层面资产负债率可能达到67.63%左右[2]，高于同行业可比公司平均水平约16个百分点。

本次交易完成后，上市公司将取得标的公司控制权，标的公司财务数据将纳入上市公司合并报表范围。结合标的公司的历史财务数据，标的公司整体经营情况良好，本次交易将较大程度提升上市公司收入及利润规模，长远看有利于上市公司改善财务状况、增强持续经营能力，有利于上市公司突出主业、增强抗风险能力，有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况。此外，上市公司具有多元化的融资渠道、偿债压力相对可控，本次交易不会对上市公司流动性和日常生产经营产生重大不利影响。因此，本次交易完成后，预计上市公司资产负债率仍保持合理水平。

本次交易完成后，通过整合管控相关安排，上市公司将充分发挥与标的公司的协同效应，实现两家公司资源、技术、业务等方面的全面整合。双方有望在产品设计、研发领域、销售市场等开展更为深入的合作交流，在营销体系、产品矩阵和客户资源等方面实现提升，提升上市公司的国内市场和国际市场影响力，打造行业龙头公司地位和金属包装民族品牌。

（2）拟采取的应对措施

上市公司及中粮包装均具有较强的盈利能力及产生现金的能力，近年来经营业绩情况稳定良好。本次交易银行并购贷款的还款来源主要为上市公司的经营活动净现金流及标的公司分红等。交易完成后，公司及中粮包装经营活动预计将保持稳定，公司能够产生及控制的经营现金流较为充裕，用于偿还并购贷款并将公司的资产负债率控制在合理水平。

除本次交易涉及的交易对价、重要在建工程项目之外，公司暂无其他重大资本支出计划。交易完成后，公司将重点致力于对公司现有业务与中粮包装现有业务的整合，持续优化生产布局，充分发挥本次交易的协同效应。

未来公司会采取多种措施应对资金需求，包括但不限于利用各种股权和债权等融资工具，运用多元化的融资渠道，综合考虑整体的资金安排、投融资计划、经营情况等，持续优化财务结构，降低资产负债率。

（三）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、相较于可比公司，中粮包装的资产负债率高于行业平均水平，但仍属于合理范围内。未来中粮包装可通过优化营运资本、合理配置财务资源等方式，进一步将资产负债率保持在合理水平。

2、因借入并购贷款，本次交易完成后上市公司资产负债率将有所上升，财务结构发生一定变化。但本次交易长远看有利于上市公司增强持续经营能力、增强抗风险能力、提高资产质量，交易完成后公司能够产生及控制的经营现金流较为充裕，能够将公司的资产负债率控制在合理水平。公司将重点致力于对公司现有业务与中粮包装现有业务的整合，持续优化生产布局，充分发挥本次交易的协同效应，并持续优化财务结构及资产负债率水平。

问题4

草案显示，本次交易要约价格为上市公司综合考量标的公司的行业前景、战略价值的基础上，结合标的公司二级市场价格确定。基于商业秘密和香港联交所信息披露规则要求，本次交易不具备采用收益法和资产基础法估值分析的条件。估值机构针对本次交易出具了相关估值报告，其中采用上市公司比较法估值，被估值单位股东全部权益价值的估值区间为人民币710,200.00万元至890,400.00万元；采用交易案例比较法估值，被估值单位股东全部权益价值的估值区间为922,800.00万元至959,900.00万元，并最终采用上市公司比较法。

请你公司：

（1）结合交易价格对中粮包装股票在重组预案披露日、重组报告书披露日及回函日收盘价的溢价情况，说明股价变动对本次交易可能产生的影响。

（2）说明本次交易无法采用收益法和资产基础法估值的具体原因、监管规则依据。

（3）说明上市公司比较法、交易案例比较法中，相关可比上市公司、可比交易案例的选取标准及关键可比指标的可比性，最终选取的可比上市公司、可比交易案例是否具备代表性、可比性，采用上市公司比较法是否符合行业惯例。

（4）结合上市公司比较法、交易案例比较法的选取样本差异情况、价值比率选择等，说明最终选择上市公司比较法估值结果作为最终估值结论的原因以及合理性。

请独立财务顾问核查并发表明确意见。请估值机构对问题（2）（3）（4）核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合交易价格对中粮包装股票在重组预案披露日、重组报告书披露日及回函日收盘价的溢价情况，说明股价变动对本次交易可能产生的影响

本次交易上市公司拟以每股要约股份7.21港元的要约价，向中粮包装全体股东发起自愿有条件全面要约。本次交易价格对中粮包装股票在重组预案披露日、重组报告书披露日及回函日收盘价的溢价情况如下所示：

| 时点 | 具体日期 | 收盘价（港元/股） | 溢价率 |
|---|---|---|---|
| 重组预案披露日 | 2024年6月8日 | 6.87 | 4.95% |
| 重组报告书披露日 | 2024年9月4日 | 6.99 | 3.15% |
| 回函日 | 2024年10月24日 | 6.81 | 5.87% |

注1：溢价率=（交易价格-收盘价）/收盘价。

注2：奥瑞金重组预案披露日2024年6月8日非港股交易日，故选取重组预案披露日前一个交易日（即2024年6月7日）收盘价进行测算。

如上表所示，本次要约价格对中粮包装股票在重组预案披露日、重组报告书披露日及回函日收盘价的溢价情况分别为4.95%、3.15%和5.87%。

根据竞争要约方及标的公司于2023年12月6日发布的《联合公告》，竞争要约方拟以每股6.87港元收购标的公司全部已发行股票。标的公司股价受竞争要约情况的影响，长期处于6.40-6.80港元/股之间，接近竞争要约方要约价格。

本次交易，要约人拟以每股要约股份7.21港元的要约价向标的公司股东收购全部已发行股份（要约人及其一致行动人持有的股份除外）。重组预案披露前一日（即2024年6月7日），中粮包装股票收盘价为6.87港元/股。要约价格较其溢价率为4.95%。

此后，标的公司股价进一步上行，趋近要约人的要约价格，较收盘价的溢价率维持在约0.42%至5.87%的溢价区间浮动，处于市场通常的合理范围，预计中粮包装股价波动不会对本次交易造成重大不利影响。

（二）请说明本次交易无法采用收益法和资产基础法估值的具体原因、监管规则依据

1、本次交易无法采用收益法的具体原因及监管规则依据

《资产评估执业准则——企业价值》第十九条、二十三条规定，采用收益法的："资产评估专业人员应当结合被评估单位的企业性质、资产规模、历史经营情况、未来收益可预测情况、所获取评估资料的充分性，恰当考虑收益法的适用性"、"资产评估专业人员应当对委托人和其他相关当事人提供的企业未来收益资料进行必要的分析、判断和调整，结合被评估单位的人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势，考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景，合理确定评估假设，形成未来收益预测。当委托人和其他相关当事人未提供收益预测，资产评估专业人员应当收集和利用形成未来收益预测的相关资料，并履行核查验证程序，在具备预测条件的情况下编制收益预测表"。

参考上述准则，收益法的适用前提为有充足依据支撑且具有可行性的未来收益预测表。收益预测表包括但不限于对于营业收入、成本费用、资本性支出等详细数据的预测。相关支撑依据包含标的公司与主要客户的在手订单及商业条款、主要产品销售数量及销售单价、重要供应商采购协议及相关条款、原材料采购价格数量及变动趋势、详细的经营分析及未来战略规划、投融资计划等资料。

本次交易标的公司为香港联交所上市公司，需要遵守香港《证券及期货条例》、香港联交所《上市规则》等规定。

根据香港法例第571章《证券及期货条例》第307A条，内幕消息指关于（a）上市公司的；（b）上市公司的股东或高级人员的；或（c）上市公司的上市证券的或该等证券的衍生工具的；而并非普遍为惯常（或相当可能会）进行上市公司上市证券交易的人所知，但该等消息或资料如普遍为他们所知，则相当可能会对该等证券的价格造成重大影响的资料。若该等消息或资料于披露后相当可能对价格造成重大影响的话，除非该等消息或资料得以保密或上市公司符合其他《证券及期货条例》第307D条载列安全港条文，否则需要根据《证券及期货条例》及上市规则第13.09条尽快刊发内幕消息公告。因此，由于标的公司所编制的盈利预测一般包含其未来预估（且非被公开）与其收益、盈利、业务发展方向有关的资料，而该等资料若被公开，将有机会影响标的公司的股票价格，且可能构成标的公司根据《证券及期货条例》及上市规则第13.09条的内幕消息。另外，根据上市规则第2.03（4）条，上市证券的所有持有人均受到公平及平等对待。

此外，由于本次交易上市公司与标的公司同属于金属包装行业，标的公司管理层考虑到上述收益预测表及依据支撑文件涉及的业务数据及商业条款属于商业机密范畴，如果公开可能会导致其在未来商业竞争中处于不利地位。

因此，基于中粮包装上市地监管要求，以及其商业保密诉求，本次交易完成前估值机构无法按照估值人员执业准则对标的公司开展全面的尽职调查程序并获取标的公司盈利预测以进行复核，也无法获取形成未来收益预测的相关资料，本次交易无法采用收益法进行估值。

2、本次交易无法采用资产基础法的具体原因及监管规则依据

《资产评估执业准则——企业价值》第三十六条规定："资产评估专业人员应当根据会计政策、企业经营等情况，要求被评估单位对资产负债表表内及表外的各项资产、负债进行识别"；《资产评估执业准则——不动产》第十条规定："执行不动产评估业务，应当全面了解不动产的实物状况、权益状况和区位状况，掌握评估对象的主要特征"；《资产评估执业准则——机器设备》第十四条规定："执行机器设备评估业务，应当对机器设备进行现场逐项调查或者抽样调查，确定机器设备是否存在、明确机器设备存在状态并关注其权属"。

参考上述准则，资产基础法是以标的公司资产负债表为基础，对表内及可识别的表外各项资产、负债价值进行估值。该方法的应用前提是能够获取并验证标的公司各项资产负债及详细信息，包括但不限于实物资产的实物状况及权益状况、无形资产的获利能力及使用状况、流动资产及负债的具体明细及核查验证。而标的公司各项资产、负债的详细资料若被公开，将可能影响其股票价格，且亦可能构成根据《证券及期货条例》及上市规则第13.09条规定的内幕消息。

鉴于前述香港《证券及期货条例》、香港联交所《上市规则》等规定，以及标的公司的商业保密诉求，估值机构无法获得除标的公司定期公开发布信息如年度报告和中期报告以外更详细财务资料，比如完整的固定资产清单、无形资产摊销表、客户供应商余额表等。估值人员也无法对实物资产进行充分的抽样调查，观察其存在及使用状态。无形资产可识别经济利益、目前使用状况、具体实施领域及获利方式亦无法进一步核实。考虑到各类资产及负债的现场勘察程序无法履行及相关评定估算资料的缺失，本次交易无法采用资产基础法进行估值。

（三）说明上市公司比较法、交易案例比较法中，相关可比上市公司、可比交易案例的选取标准及关键可比指标的可比性，最终选取的可比上市公司、可比交易案例是否具备代表性、可比性，采用上市公司比较法是否符合行业惯例

1、上市公司比较法可比公司选取标准

《资产评估执业准则——企业价值》第三十三条规定："资产评估专业人员应当关注业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素，恰当选择与被评估单位进行比较分析的可比企业。

资产评估专业人员所选择的可比企业与被评估单位应当具有可比性。可比企业应当与被评估单位属于同一行业，或者受相同经济因素的影响。"

结合标的公司业务情况及以上准则确定上市公司比较法可比公司选取标准如下：

（1）同处一个行业，受相同经济因素影响

中粮包装主要从事食品、饮料及日化产品等消费品所使用包装产品的生产与销售。此外，中粮包装提供包括高科技包装设计、印刷、物流及全方位客户服务等在内的综合包装解决方案。被估值单位属于申银万国行业分类下轻工制造-包装印刷行业。可比上市公司应与被估值单位属于同一行业。

（2）经营区域类似

中粮包装中国区域收入占营业总收入比重超过90%，除在比利时及匈牙利设有子公司及合营公司外，其余工厂及运营子公司均在境内。故可比上市公司经营区域也应以中国为主。

（3）业务结构及主营产品类似

中粮包装主营业务按产品及服务分类可分为马口铁包装、铝制包装及塑胶包装，其中马口铁及铝制包装均属于金属包装，占历史年度收入比重在90%以上，主要产品为两片罐、三片罐等。可比公司业务结构也应以金属包装为主，主营产品类似。

（4）经营模式类似

中粮包装采用直销为主的销售模式向下游客户提供各类包装产品。可比公司也应以直销为主。

（5）企业规模类似

中粮包装历史年度收入在100亿人民币左右，归属于母公司所有者权益在45亿人民币以上，在行业中属于规模较大的头部公司。可比公司也应属于在行业内规模前列的公司。

（6）资源配置和使用类似

中粮包装属于重资产公司，主要厂房及产线均由公司自建，非流动资产占总资产比重40%以上。可比公司也应属于重资产型企业。

（7）经营业绩类似

中粮包装历史年度均为盈利，销售净利率在4%左右。可比公司也应为盈利企业，具有相似的盈利水平。

（8）企业所处阶段及成长性类似

中粮包装具有较长的经营历史，业务稳定，处于成熟期。可比公司也应为处于成熟期公司。

除以上因素外，可比上市公司至估值分析基准日应上市超过2年，近一年没有发生重大资产重组，股价无异常波动。

2、交易案例比较法可比案例选取标准

结合前述分析，在所能获取公开信息资料的基础上，本次估值对可比交易案例的筛选条件如下：

（1）可比公司应属于包装印刷行业；

（2）交易时间为基准日前三年内；

（3）交易案例相关公告、审计报告等数据可通过公开渠道查询；

（4）交易中获取控制权；

（5）可比公司主要经营区域在中国境内；

（6）可比公司采用直销模式为主；

（7）可比公司为重资产公司。

3、可比公司关键指标具有可比性

本次估值分析中，估值机构选取了P/B及EV/EBITDA作为价值比率，上市公司比较法中中粮包装P/B最终取值为1.54，EV/EBITDA最终取值为7.76；交易案例比较法中中粮包装P/B最终取值为1.81，EV/EBITDA最终取值为10.26。

价值比率是市场法估值中的关键指标，主要可以分为收入比率、盈利比率和资产比率三类。估值人员对其进行逐一分析如下：

（1）收入比率

收入价值比率适用于销售利润水平稳定的传统行业，但该价值比率无法反应成本费用之间差异对估值的影响。由于受上游金属价格波动等因素影响，企业收入与利润并没有呈现强相关性，在该种情况下收入价值比率的适用性较弱。

（2）资产比率

资产比率适用于拥有大量实物资产且净资产为正的企业，对于固定资产较少的服务型或科技型企业则适用性较差。标的公司属于典型的重资产企业，实物资产及存货比重占总资产超过50%，拥有大量的厂房、土地及产线。因此资产价值比率P/B具有适用性。

（3）盈利比率

盈利比率是将公司估值与当前盈利状况直接联系在一起的价值比率，对多数企业而言易于获得，最适用于连续盈利的企业。标的公司为包装行业内头部企业，近年未出现亏损，盈利相对稳定且具有连续性。盈利比率中EV/EBITDA可以规避资本结构以及折旧摊销政策差异对估值的扰动，在重资产企业估值中有更好的适用性。

综上，基于行业特点以及标的公司经营情况和财务数据，本次估值分析中上市公司比较法和交易案例比较法中均采用了P/B与EV/EBITDA两个价值比率，具有可比性。

4、可比上市公司具有代表性及可比性

根据上述筛选标准，估值人员首先将境内外包装行业上市公司均纳入筛选范围，并剔除上市未满两年或近一年有重组事项的上市公司。其次将主营产品为纸包装、塑料包装等非金属包装产品的上市公司剔除。经过如上步骤后的待选公司如下：

| 证券代码 | 证券名称 | 主要经营区域 | 2023年营业收入（亿元） | 连续盈利 | 重资产 |
|---|---|---|---|---|---|
| 0906.HK | 中粮包装 | 中国境内 | 102.65 | 是 | 是 |
| 601968.SH | 宝钢包装 | 中国境内 | 77.60 | 是 | 是 |
| 002752.SZ | 昇兴股份 | 中国境内 | 70.95 | 是 | 是 |
| 002969.SZ | 嘉美包装 | 中国境内 | 31.52 | 是 | 是 |
| 6898.HK | 中国铝罐 | 中国境内 | 2.15 | 是 | 是 |
| 8411.TW | 福贞控股 | 中国境内 | 18.76 | 否 | 是 |
| CCK.N | 皇冠控股 | 美国及加拿大 | 850.46 | 是 | 是 |

对于上述公司估值人员逐项与筛选条件进行对比。

皇冠控股其主要经营区域为美国及加拿大，该区域2023年收入占比为44%，其次为欧洲、中东及北非，占2023年收入比例为23%，中国区收入占比较低，与标的公司在经营范围上差异较大。且其收入规模达到850亿元，与标的公司在规模上也有较大差异，故本次不将皇冠控股纳入可比公司。

福贞控股在2022年出现亏损，与标的公司连续盈利存在差异，故本次不将其纳入可比公司。

中国铝罐其2023年收入规模仅为2亿元，与标的公司在规模上差距过大，故本次不将其纳入可比公司。

通过如上筛选步骤，本次最终选取的可比上市公司如下：

| 序号 | 证券代码 | 证券简称 | 首发上市日期 | 申银万国行业 | 主营产品类型 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 601968.SH | 宝钢包装 | 2015-6-11 | 包装印刷 | 金属饮料罐、包装彩印铁 |
| 2 | 002752.SZ | 昇兴股份 | 2015-4-22 | 包装印刷 | 金属包装、EMC合同能源 |
| 3 | 002969.SZ | 嘉美包装 | 2019-12-02 | 包装印刷 | 三片罐、二片罐、无菌纸包装、PET瓶 |

本次可比上市公司选取中将境内外上市公司都纳入了筛选范围，通过主营产品、经营区域、经营业绩、企业规模等维度进行筛选，最后选取的三家上市公司均是金属包装细分行业内的头部企业，具有代表性及可比性。

5、可比交易案例具有代表性及可比性

根据前述筛选条件，在所能获取公开信息资料的基础上，将属于包装印刷行业内交易案例均纳入筛选范围。由于中粮包装经营区域在中国境内，本次交易案例涉及可比公司应以中国境内为主要经营区域。其次交易案例应发生在本次估值分析基准日三年内，相关交易金额、交易股权比例、可比公司财务数据可以获得并易于计算。第三，本次交易奥瑞金将获得中粮包装控制权，所选取交易案例也应为控股权交易。

通过上述筛选条件，得到可比交易案例如下：

| 项目/公司 | 太平洋制罐（肇庆） | 纷美包装 | 太平洋制罐（北京） |
|---|---|---|---|
| 所属行业 | 包装行业 | 包装行业 | 包装行业 |
| 经营区域 | 中国境内 | 中国境内 | 中国境内 |
| 时间跨度 | 三年内 | 三年内 | 三年内 |
| 交易股比 | 100% | 73.20% | 100% |
| 交易方式 | 现金收购 | 现金收购 | 现金收购 |
| 销售模式 | 直销 | 直销 | 直销 |
| 披露情况 | 交易公告、审计报告 | 重组草案、公司年报 | 交易公告、审计报告 |
| 资产配置 | 重资产 | 重资产 | 重资产 |

本次估值分析将上述交易案例均纳入可比交易案例。

综上所述，本次估值分析将近三年内行业交易案例均纳入筛选范围，从经营区域、销售模式、资产配置等经营角度，以及交易股比、披露情况、交易方式等交易角度出发，进行筛选，最终选取可比交易案例具有代表性及可比性。

6、采用上市公司比较法符合行业惯例

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算价值比率，在与被估值单位比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

包装行业属于进入稳定发展期的成熟行业，行业内上市公司较多，市场数据比较充分。目前与被估值单位处于同一行业，产品类型、业务结构、经营模式相类似的上市公司数量较多，具备采用上市公司比较法的前提条件。虽然中粮包装为香港联交所的上市公司，其股票有公开市场价格，但单一股票价格会受到流动性、控制权以及市场情绪等多重因素影响，从而影响其作为估值基准的稳定性和可靠性。因此，未参考中粮包装股价作为估值，而是采用上市公司比较法进行估值分析。

近期交易案例中，收购境外上市公司时多数采用了市场法进行估值分析，相较于交易案例比较法，最终估值结论选取上市公司比较法的更为普遍，具体案例如下：

| 案例 | 采用的估值方法 | 最终选取的估值方法 | 选用理由 |
|---|---|---|---|
| 新巨丰（301296.SZ）要约收购联交所上市公司纷美包装73.20%股权 | 上市公司比较法及交易案例比较法 | 上市公司比较法 | 对于交易案例比较法，除标的自身前次交易案例外，选取的可比交易案例在经营业务领域为玻璃、金属包装，与标的企业经营范围有一定偏差；而上市公司比较法选取的可比上市公司业务领域均包含了无菌包装生产，其中新巨丰与标的公司在业务经营范围相似程度较高，因此估值人员从整体两种方法下数据质量的准确性、完整性角度上来考虑，上市公司比较法的结果更优。 |
| 海南橡胶（601118.SH）协议收购新交所上市公司HAC公司36%股份 | 上市公司比较法及交易案例比较法 | 上市公司比较法 | 相较于交易案例比较法，上市公司比较法的可选择公司更多，估值人员可以找到在经营业务、经营规模上更加接近的可比公司。此外，由于橡胶行业2020年至今受到新冠疫情的影响相对较为明显，因此上市公司比较法的结果更具有时效性。 |
| 文灿股份（603348.SH）协议收购巴黎泛欧交易所上市公司百炼集团61.96%股权 | 上市公司比较法及交易案例比较法 | 上市公司比较法 | 相较于可比交易案例比较法，上市公司比较法的可选择公司更多，估值人员可以找到在经营业务、经营规模上更加接近的可比公司。此外，由于近年汽车零部件行业整体趋势和预期发生了一定的变化，上市公司比较法数据时效性要优于可比交易案例比较法。 |
| 佳沃股份（300268.SH）自愿要约收购智利圣地亚哥证券交易所上市公司AustralisSeafoodsS.A. | 上市公司比较法 | 上市公司比较法 | 行业的公开并购案例有限，与并购案例相关联的、影响交易价格的某些特定的条件无法通过公开渠道获知，无法对相关的折扣或溢价做出分析，因此交易案例比较法较难操作。 |
| 曲美家居（603818.SH）自愿要约收购挪威奥斯陆证券交易所上市公司EkornesASA | 上市公司比较法 | 上市公司比较法 | 本次市场法估值选用上市公司比较法，理由如下：（1）目前欧洲证券市场上市公司中已有一定的类似企业，且信息披露较充分，故适宜采用上市公司比较法估值。（2）境外交易案例相关数据较难取得，同时相关信息披露不如上市公司充分故不适宜采用交易案例比较法估值。 |

综上所述，在对于上市公司的估值分析中，采用上市公司比较法符合行业惯例。

（四）结合上市公司比较法、交易案例比较法的选取样本差异情况、价值比率选择等，说明最终选择上市公司比较法估值结果作为最终估值结论的原因以及合理性

1、样本差异情况

本次可比上市公司及可比交易案例的主要差异情况如下：

| 类别 | 公司/项目 | 主营产品 | 收入规模 | 经营业绩 |
|---|---|---|---|---|
| 可比上市公司 | 宝钢包装 | 金属包装 | 大于30亿元 | 连续盈利 |
| 可比上市公司 | 昇兴股份 | 金属包装 | 大于30亿元 | 连续盈利 |
| 可比上市公司 | 嘉美包装 | 金属包装 | 大于30亿元 | 连续盈利 |
| 可比交易案例 | 太平洋制罐（肇庆） | 金属包装 | 小于30亿元 | 连续盈利 |
| 可比交易案例 | 纷美包装 | 无菌包装 | 大于30亿元 | 连续盈利 |
| 可比交易案例 | 太平洋制罐（北京） | 金属包装 | 小于30亿元 | 存在波动 |

（1）主营产品

中粮包装以金属包装为主营产品，可比交易案例中纷美包装主营为无菌包装，虽同属于包装行业，但主营产品存在一定差异。可比上市公司均是以金属包装为主营产品，因此可比上市公司在主营产品方面可比性更强。

（2）收入规模

中粮包装收入规模超百亿，工厂及产线在全国均有布局。可比交易案例中太平洋制罐（肇庆）及太平洋制罐（北京）的经营区域以所在城市及周边为主，收入规模均小于30亿元，与标的公司在规模上有一定差异。可比上市公司营收规模均在30亿元以上，在企业规模方面可比性更强。

（3）经营业绩

中粮包装经营业绩稳定，属于连续盈利的公司。可比交易案例中太平洋制罐（北京）披露信息中业绩出现波动，2021年有亏损情况。可比上市公司基准日3年内均属于盈利，在经营业绩方面可比性更强。

2、价值比率的选择

本次估值分析中，上市公司比较法及交易案例比较法均采用了同样的价值比率即P/B与EV/EBITDA。价值比率选取合理性分析详见本问题回复"（三）说明上市公司比较法、交易案例比较法中，相关可比上市公司、可比交易案例的选取标准及关键可比指标的可比性，最终选取的可比上市公司、可比交易案例是否具备代表性、可比性，采用上市公司比较法是否符合行业惯例。"之"3、可比公司关键指标具有可比性"中答复。

3、上市公司比较法估值结果作为最终估值结论的原因以及合理性

本次交易采用了上市公司比较法及交易案例比较法两种方法进行估值分析。上市公司比较法中，于估值分析基准日在各项假设条件成立的前提下，中粮包装股东全部权益价值的估值区间为710,200.00万元至890,400.00万元；交易案例比较法中，于估值分析基准日在各项假设条件成立的前提下，中粮包装股东全部权益价值的估值区间为922,800.00万元至959,900.00万元。本次估值分析最终选取上市公司比较法作为最终估值结论。

本次估值分析选用上市公司比较法作为最终估值结论主要考虑如下原因：

（1）可比上市公司在主营产品、企业规模、经营业绩等方面较可比交易案例相似度更高。

（2）上市公司信息披露更为充分，可比交易案例受限于披露数据及信息有限，在数据的完整性和充分性上可比上市公司更优。

（3）可比交易案例时间跨度虽在三年之内，但是较基准日仍有一定差异，而上市公司比较法中可以采用基准日股价数据及最近一期的财务信息，在时效性上更强。

综上所述，上市公司比较法中可比公司相似度更高，其数据质量更具有完整性及充分性，且时效性要优于交易案例比较法，故本次估值分析采用上市公司比较法作为最终估值结论具有合理性。

（五）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、本次要约价格较标的公司股价在重组预案披露日、重组报告书披露日及回函日收盘价均溢价率较低，标的公司股价波动较小，预计不会对本次交易造成重大不利影响。

2、由于估值人员执业准则要求，以及本次交易标的公司为香港联交所上市公司，受到香港《上市规则》限制的原因，本次交易无法采用资产基础法及收益法进行估值分析。

3、本次估值分析最终选取的可比上市公司、可比交易案例具备代表性、可比性，可比公司关键指标具有可比性，采用上市公司比较法符合行业惯例。

4、上市公司比较法在可比公司相似度、数据的完整性及充分性、时效性上均优于交易案例比较法，本次估值分析采用上市公司比较法作为最终估值结论具有合理性。

（六）估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：

1、由于估值人员执业准则要求，以及本次交易标的公司为香港联交所上市公司，受到香港《上市规则》限制的原因，本次交易无法采用资产基础法及收益法进行估值分析。

2、本次估值分析最终选取的可比上市公司、可比交易案例具备代表性、可比性，可比公司关键指标具有可比性，采用上市公司比较法符合行业惯例。

3、上市公司比较法在可比公司相似度、数据的完整性及充分性、时效性上均优于交易案例比较法，本次估值分析采用上市公司比较法作为最终估值结论具有合理性。

问题5

草案显示，本次交易尚需取得国家发改委、商务监管部门对本次境外投资的备案；本次交易价款的汇出需完成境外投资外汇登记及购汇程序。根据香港证监会《收购守则》的规定，与本次收购交易相关的所有公告及要约文件都需要在公开发布前获得香港证监会的审批。

请你公司说明上述审批、备案程序的具体要求以及进展情况。

请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见。

回复：

（一）上述审批、备案程序的具体要求以及进展情况

本次交易需取得国家发改委、商务监管部门对本次境外投资的备案，本次交易价款的汇出需完成境外投资外汇登记及购汇程序，具体如下：

1、发改委备案

（1）相关法规具体要求

根据《企业境外投资管理办法》（中华人民共和国国家发展和改革委员会令第11号，以下简称"《企业境外投资管理办法》"）的相关规定，投资主体开展境外投资，应当履行境外投资项目的核准或备案等手续，其中：

（a）实行核准管理的范围是投资主体直接或通过其控制的境外企业开展的敏感类项目，包括涉及敏感国家和地区的项目、涉及敏感行业的项目。

《企业境外投资管理办法》规定的境外投资敏感国家和地区包括：1）与我国未建交的国家和地区；2）发生战争、内乱的国家和地区；3）根据我国缔结或参加的国际条约、协定等，需要限制企业对其投资的国家和地区；4）其他敏感国家和地区。

《国家发展改革委关于发布境外投资敏感行业目录（2018年版）的通知》（发改外资[2018]251号）规定的境外投资敏感行业包括：1）武器装备的研制生产维修；2）跨境水资源开发利用；3）新闻传媒；4）根据《国务院办公厅转发国家发展改革委商务部人民银行外交部关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》（国办发[2017]74号），需要限制企业境外投资的行业，包括：房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部、在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台。

（b）实行备案管理的范围是投资主体直接开展的非敏感类项目，也即涉及投资主体直接投入资产、权益或提供融资、担保的非敏感类项目。

本次交易的标的公司为设立在中国香港的香港联交所上市公司，主要从事食品、饮料及日化产品等消费品所使用包装产品的生产与销售，覆盖茶饮料、碳酸饮料、果蔬饮料、啤酒、乳制品、日化等消费品包装市场。此外，标的公司提供包括高科技包装设计、印刷、物流及全方位客户服务等在内的综合包装解决方案。因此，本次交易不涉及发改委规定的境外投资敏感地区或敏感行业，本次交易不属于需经核准的境外投资敏感类项目，属于实行备案管理的项目。

（2）进展情况

截至本问询回复出具日，公司下属子公司已向国家发改委提交了本次交易涉及的相关对外投资备案申请文件，前述备案申请尚在审核过程中。

2、商务主管部门的备案

（1）相关法规具体要求

根据《境外投资管理办法（2014）》（中华人民共和国商务部令2014年第3号，以下简称"《境外投资管理办法》"），商务部和省级商务主管部门按照企业境外投资的不同情形，分别实行备案和核准管理，企业境外投资涉及敏感国家和地区、敏感行业的，实行核准管理；企业其他情形的境外投资，实行备案管理。其中：

（a）实行核准管理的国家是指与中华人民共和国未建交的国家、受联合国制裁的国家，必要时，商务部可另行公布其他实行核准管理的国家和地区的名单，实行核准管理的行业是指涉及出口中华人民共和国限制出口的产品和技术的行业、影响一国（地区）以上利益的行业；

（b）除核准管理的项目外，其他境外投资项目实行备案管理。

本次交易的标的公司为设立在中国香港的香港联交所上市公司，主要从事食品、饮料及日化产品等消费品所使用包装产品的生产与销售，覆盖茶饮料、碳酸饮料、果蔬饮料、啤酒、乳制品、日化等消费品包装市场。此外，标的公司提供包括高科技包装设计、印刷、物流及全方位客户服务等在内的综合包装解决方案。因此，本次交易不涉及商务部规定的敏感地区或敏感行业，本次交易涉及的境外投资事项属于实行备案管理的项目。

（2）进展情况

公司下属子公司已经就本次交易取得了北京市商务局核发的《企业境外投资证书》，本次交易涉及的商务主管部门境外投资备案工作已完成。

3、外汇登记及购汇程序

（1）相关法规具体要求

根据《外汇管理条例（2008修订）》（中华人民共和国国务院令第532号，以下简称"《外汇管理条例》"），境内机构向境外直接投资，应当按照国务院外汇管理部门的规定办理登记，国家规定需要事先经有关主管部门批准或者备案的，应当在外汇登记前办理批准或者备案手续。

根据《国家外汇管理局关于发布〈境内机构境外直接投资外汇管理规定〉的通知》（汇发[2009]30号）、《国家外汇管理局关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》（汇发［2015]13号），国家外汇管理局及其分支机构（以下简称外汇局）对境内机构境外直接投资的外汇收支、外汇登记实施监督管理，银行及其分支机构在所在地外汇局的指导下开展直接投资外汇登记等相关业务，并在权限范围内履行审核、统计监测和报备责任，相关市场主体获得境外直接投资主管部门核准后，持相关材料自行选择注册地银行办理直接投资外汇登记，完成直接投资外汇登记后，方可办理后续直接投资相关账户开立、资金汇兑等业务（含利润、红利汇出或汇回）。

本次交易的标的公司为设立在中国香港的香港联交所上市公司，交易币种为港币，因此本次交易价款的汇出需完成境外投资外汇登记及购汇程序。

（2）进展情况

公司下属子公司将在取得国家发改委及商务主管部门的对外直接投资备案文件后，通过外汇业务银行办理本次交易涉及的境外直接投资外汇登记及购汇手续。

4、香港证监会审批

（1）相关法规具体要求

根据的近律师行2024年9月26日出具的备忘录（以下简称"《香港备忘录》"），香港证监会《收购守则》对收购项目公告及要约文件进行审批的相关规定如下：

根据《收购守则》第12.1条，除执行人员不时在香港证监会网站刊登无需事先获执行人员事先审批的文件外（下称"事后审阅文件"），所有其他与要约有关的文件（包括公告及要约文件）在发表前，必须提交执行人员，咨询其意见。在执行人员确定不会作出进一步意见之前，不可发出或发表该文件。

按上述规定，所有与要约有关的文件（除事后审阅文件外）在发表前，需以电子方式发送给香港证监会审阅。香港证监会会就相关文件提出意见，要约人或上市公司需按香港证监会意见就相关文件作出修改。待香港证监会书面确认没有进一步意见后，才能安排发布。

截至《香港备忘录》出具日，公司在香港联交所网站发布的与本次交易相关的所有公告已经获香港证监会审批，其他与要约有关的公告及要约文件将在于香港联交所网站发布前安排提交给香港证监会审批。

截至《香港备忘录》出具日，香港证监会网站刊登的事后审阅文件清单如下：

（a）关于根据规则2.1委任独立财务顾问的公布；

（b）关于根据规则8或规则25寄发通告的公布；

（c）关于根据规则8.2或规则8.4延迟寄发通告的公布；

（d）关于根据规则26.4及规则7委任及辞任受要约公司董事的公布；

（e）关于根据规则26的豁免注释6进行配售及增补交易的公布；

（f）关于根据规则3.8就已发行的有关证券数目的公布；及

（g）关于根据附表VI第6段就清洗交易最终完成发行新证券而作出的公布。

香港证监会就以上事后审阅文件会于其发布后作出审阅。如有任何问题，或会要求要约人或上市公司发出补充公告。

（2）进展情况

截至本问询回复出具日，公司在香港联交所网站发布的与本次交易相关的所有公告已经获香港证监会审批，其他与要约有关的公告及要约文件将在于香港联交所网站发布前安排提交给香港证监会审批。

（二）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

根据《企业境外投资管理办法》《境外投资管理办法》《外汇管理条例》等相关规定，本次交易需取

（下转A12版）