

中通诚资产评估有限公司关于上海证券交易所
《关于对江苏吴中实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预案信息披露的问询函》之回复

上海证券交易所：

根据贵所出具的《关于对江苏吴中实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预案信息披露的问询函》（上证公函【2016】0214号），本次交易的评估机构中通诚资产评估有限公司对其中涉及评估的相关问题进行了认真核实，现答复如下：

问题 5、标的资产估值较高的风险。

（1）预案披露，标的资产 2014 年 1 月非关联方之间股权转让价格为 1 元/股，对应其估值 1 亿元，而本次交易估值 6 亿元。1）请结合 2014 年 1 月标的资产的股权转让价格、期间标的资产的发展情况，补充披露交易作价差异的原因，本次交易作价的公允性及合理性；2）请结合行业发展情况、同行业可比公司财务数据、标的资产主要业务是否已进入成熟期、未来经营规划及可实现性等因素，具体披露估值较高的原因及合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

（2）请结合标的资产上下游宏观环境、行业政策、竞争态势，以及标的资产主要产品的历史价格走势和销量变动情况，分析在按收益法对标的资产进行评估作价的过程中，对其主要产品的单价和销量的预测的合理性。请评估师和财务顾问发表意见。

回复：

（一）与前次股权转让作价差异的原因及本次交易作价的公允性及合理性

响水恒利达成立于 2010 年 7 月，成立之初至 2013 年其业务基本处于建设期和业务拓展期，尚未体现出较强的盈利能力和成长性，截至 2013 年 12 月 31 日，响水恒利达未经审计的所有者权益为 9,000.30 万元。因此，经该次股权转让各方协商，以 1 元/股的价格进行转让。

2014 年、2015 年，响水恒利达业务快速发展，主要产品的产销率保持在 90% 以上，盈利能力明显增强，根据立信出具的信会师报字[2016]第 110359 号《审计报告

告》，2014 年和 2015 年响水恒利达分别实现净利润 1,495.21 万元和 5,094.29 万元，扣非后净利润为 2,528.72 万元和 5,169.05 万元。根据具有证券期货从业资格的评估机构中通诚出具的中通苏评报字[2016]第 023 号《评估报告》，采用收益法评估，响水恒利达 100%股权价值为 59,619.63 万元。本次交易的对价系交易各方根据评估结果经协商谈判确定，是公允及合理的。

（二）估值较高的原因及合理性分析

根据中通诚出具的中通苏评报字[2016]第 023 号《评估报告》，响水恒利达于 2015 年 12 月 31 日股东全部权益评估价值为 59,619.63 万元，较账面值增值额为 43,177.60 万元，增值率为 262.61%。本次评估增值基于以下原因：

1、染料行业发展迅速，市场前景广阔

经过多年发展，中国染料及染料中间体制造业已经在生产能力、市场占有率和科技研发等方面处于领先地位，中国已成为世界上最大的染料及染料中间体制造国。

“十二五”期间，我国染料行业在技术创新、结构调整、新常态发展的驱动下，中国染料工业较好地完成了“十二五”规划纲要的目标和任务，又一次创新和谱写了中国染料工业史的辉煌。根据中国染料工业协会统计，2011~2014 年，我国染料行业工业总产值年均增长 10%，工业销售收入年均增长 8.9%，利税年均增长 32.9%，产量年均增长 5.9%。2014 年，染料产量 91.7 万吨，染料出口 27.13 万吨，出口贸易额 18.13 亿美元，直接出口 130 多个国家和地区。

中国是世界上最大的纺织品生产国和出口国，纺织工业产值约占中国国民经济总产值的 15%，纺织产业是国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，也是国际竞争优势明显的产业。进入 21 世纪以来，我国纺织工业快速发展，形成了从上游纤维原料加工到服装、家用、产业用终端产品制造不断完善产业体系，生产持续较快增长，产品出口大幅增加，结构调整取得进展，保持强劲的增长势头。因此纺织工业的稳定发展为染料工业的发展提供了可靠的保障。

2、响水恒利达主营业务处于快速增长期，预计 2020 年进入成熟期

染料中间体细分品种众多，各品种在产品用途、制造工艺、生产流程和环保等方面存在一定差异，单个品种细分市场通常由少数几家主要生产商供应。响水恒利达自成立以来一直专注于 J 酸、4 氯 25 等小品种染料中间体，凭借良好稳定的产品

质量，公司已建立了良好的企业信誉和市场影响力。此外，公司产品在技术和工艺、环保等方面具有丰富的经验，始终保持较高的产销率。公司产能及报告期内主要产品产销情况如下：

产品	2015 年				
	产能（吨）	产量（吨）	销量（吨）	利用率（产量/产能）	产销率（销量/产量）
J 酸	8,500.00	6,112.20	5,921.99	71.91%	96.89%
磺化吐氏酸	5,000.00	2,263.03	2,063.69	45.26%	91.19%
吐氏酸	18,500.00	12,085.03	2,344.96	65.32%	19.40%
红色基 B	6,000.00	1,708.85	2,003.50	28.48%	117.24%
4 氯 25	1,200.00	1,556.09	1,643.00	129.67%	105.59%
合计	39,200.00	23,725.20	13,977.14		
产品	2014 年				
	产能（吨）	产量（吨）	销量（吨）	利用率（产量/产能）	产销率（销量/产量）
J 酸	3,500.00	4,286.51	4,006.17	122.47%	93.46%
磺化吐氏酸	N/A	757.45	745.75	N/A	98.46%
吐氏酸	8,000.00	5,452.73	82.7	68.16%	1.52%
红色基 B	6,000.00	1,785.74	1,697.94	29.76%	95.08%
4 氯 25	1,200.00	1,508.00	1,431.01	125.67%	94.89%
合计	18,700.00	13,790.43	7,963.57		

注：（1）响水恒利达生产的吐氏酸主要用于生产 J 酸和磺化吐氏酸，多余部分用于对外销售，故该产品产销率较低；（2）响水恒利达技改项目于 2015 年下半年投产，故 2015 年全年统计的 J 酸、磺化吐氏酸、吐氏酸利用率较低。

响水恒利达报告期主要经营业绩如下：

单位：万元

项目	2015 年度	2014 年度
营业收入	49,705.85	38,137.74
营业成本	37,429.79	29,909.94
营业利润	6,281.23	3,889.29
利润总额	6,145.57	2,569.22
净利润	5,094.29	1,495.21

3、与同行业可比公司财务数据对比分析来看，响水恒利达盈利水平较高

响水恒利达属于精细化工行业下的染料及染料中间体子行业，主要从事染料及染料中间体的研发、生产及销售，主要产品包括 J 酸、吐氏酸、磺化吐氏酸、4 氯 25、红色基 B。目前国内尚不存在主营业务为染料中间体的上市公司，也不存在与响水恒利达生产相同产品的上市公司，根据主营业务范围、主营产品或服务，选定标的公司下游主要从事相关染料、颜料及部分品种染料中间体生产的闰土股份、浙江龙盛、亚邦股份、醋化股份、安诺其为标的公司的可比上市公司，上述同行业上市公司主营业务多为染料及颜料等下游产品，染料中间体占比较小，且由于化工产品种类繁多，不同产品之间的毛利率水平差异较大，可比性较弱。可比上市公司盈利能力比较如下：

项目	闰土股份	浙江龙盛	亚邦股份	醋化股份	安诺其	平均值	响水恒利达
净资产收益率	15.52%	25.22%	25.30%	12.93%	11.66%	18.13%	35.90%
总资产报酬率	14.60%	17.01%	24.24%	9.03%	11.49%	15.27%	19.71%
毛利率	35.34%	36.11%	53.53%	18.49%	35.58%	35.81%	24.70%

注：（1）净资产收益率=归属于母公司股东的净利润/[（期末归属于母公司股东权益+期初归属于母公司股东权益）/2]；

（2）总资产报酬率=（利润总额+利息支出）/[（期末总资产+期初总资产）/2]；

（3）毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入；

（4）以上上市公司中，醋化股份根据 2015 年度数据计算，其余公司因 2015 年年报尚未公告，本次以 2015 年三季报数据计算分析；

（5）标的公司以 2015 年年报数据计算分析。

标的公司总资产报酬率 19.71%，高于可比公司总资产报酬率平均值 15.36%；标的公司净资产收益率 35.90%，高于可比公司净资产收益率平均值 18.49%。说明标的公司运用自有资本获得净收益的能力目前均高于可比公司，资产盈利能力较强。

毛利率能够综合反应企业的市场竞争环境、营销策略、品牌效应、技术投入、固定成本等因素的优劣情况。由上表可以看出，由于可比公司所生产及销售产品种类存在差异，可比公司毛利率差距较大，平均值为 35.81%，最高值为 53.53%，最低值为 18.49%；标的公司值为 24.70%。

4、本次标的资产评估作价具有合理性

本次采用收益法进行评估，并以评估结果为依据确定最终的交易价格。收益法评估结果增值较大，主要原因在于收益法是指将被评估企业的预期未来收益依一定折现率资本化或折成现值以确定其价值的评估方法。收益法强调的是企业整体资产的预期盈利能力，收益法的评估结果是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化。在评估过程中不仅考虑了企业账面资产的价值，同时也考虑了企业账面上不存在但对企业未来收益有重大影响的资产或因素，如企业拥有的处方、工艺技术、商标、稳定的销售渠道和客户资源、科学的生产经营管理水平、雄厚的产品生产和研发队伍等，在收益法评估过程中，综合考虑了企业各盈利因素，反映了企业整体资产的预期盈利能力。

本次标的资产的交易作价 60,000.00 万元，标的公司主要估值指标如下所示：

单位：万元

项目	2015 年 (实现数)	2016 年 (承诺数)	2017 年 (承诺数)	2018 年 (承诺数)
扣除非经常性损益后的净利润	5,169.05	7,800.00	8,970.00	10,315.00
交易市盈率（倍）	11.61	7.69	6.69	5.82
项目	2015 年 12 月 31 日			
归属于母公司股东的所有者权益	16,442.03			
交易市净率（倍）	3.65			

截至本次交易的评估基准日 2015 年 12 月 31 日，响水恒利达可比上市公司估值水平如下表：

证券代码	证券简称	市盈率（倍）	市净率（倍）
600352	浙江龙盛	13.37	2.84
002440	闰土股份	13.54	2.45
603188	亚邦股份	19.82	4.34
603968	醋化股份	60.03	5.65
300067	安诺其	51.82	5.78
合计		31.72	4.21

注：数据来源：WIND 资讯，为截至 2015 年 12 月 31 日的 TTM 市盈率，LF 市净率，其中：

TTM 市盈率=指定日证券收盘价*指定日当日总股本 / (归属母公司股东的净利润 TTM)

LF 市净率=指定日证券收盘价*指定日当日总股本 / 指定日最新公告股东权益(不含少数股东权益)

可比上市公司平均市盈率为 31.72 倍，平均市净率为 4.21 倍，标的公司交易市盈率、市净率均低于可比上市公司平均水平。本次标的资产评估作价具有合理性，有利于保护上市公司全体股东的利益。

(三) 对主要产品单价和销量预测的合理性

1、行业发展概况

“十二五”期间，我国染料行业在技术创新、结构调整、新常态发展的驱动下，中国染料工业较好地完成了‘十二五’规划纲要的目标和任务，又一次创新和谱写了中国染料工业史的辉煌。染料行业走出了一条与众不同的“四高”发展之路——高研发投入、高环保投入、高利润率、高附加值，成就令人瞩目。根据中国染料工业协会统计，2011~2014 年，我国染料行业工业总产值年均增长 10%，工业销售收入年均增长 8.9%，利税年均增长 32.9%，产量年均增长 5.9%。2014 年，染料产量 91.7 万吨，染料出口 27.13 万吨，出口贸易额 18.13 亿美元，直接出口 130 多个国家和地区。

此外，染料行业经过近 20 年市场竞争的不断淘汰和整合，特别是在“十一五、十二五”期间，染料企业加快了并购重组步伐，龙头企业规模逐步扩大，我国染料生产的集中度在不断提高。截至 2015 年，年产值超过 5 亿元的企业数量由 2011 年的 14 家增加到 21 家，销售收入超过 3 亿元的企业已将近 30 家，其中位列前三甲的浙江龙盛集团股份有限公司、浙江闰土股份有限公司以及浙江吉华集团股份有限公司的产量合计已经接近行业总产量的 50%。从染料主要产区看，我国染料企业主要集中在浙江、江苏及上海三个主要省市，三个省市的染料生产量、出口量占全国总量的 90%以上。其中，浙江省是目前我国乃至世界上最大的染料生产基地。

2、销量分析预测

响水恒利达主要产品包括 J 酸、吐氏酸、磺化吐氏酸、4 氯 25、6 硝、红色基 B 等。响水恒利达预测期的销量如下：

单位：吨

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
J 酸	7,200.00	7,600.00	8,000.00	8,200.00	8,200.00
销量增长率	21.58%	5.56%	5.26%	2.50%	0.00%
磺化吐氏酸	3,600.00	3,800.00	4,000.00	4,200.00	4,400.00
销量增长率	74.44%	5.56%	5.26%	5.00%	4.76%
吐氏酸	3,600.00	3,800.00	4,000.00	4,200.00	4,400.00
销量增长率	53.52%	5.56%	5.26%	5.00%	4.76%
红色基 B	2,800.00	3,400.00	3,900.00	4,200.00	4,300.00
销量增长率	39.76%	21.43%	14.71%	7.69%	2.38%
4 氯 25	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00
销量增长率	-8.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	18,700.00	20,100.00	21,400.00	22,300.00	22,800.00
销量增长率	33.79%	7.49%	6.47%	4.21%	2.24%

从上表可知，由于响水恒利达在 2015 年下半年技改项目投入生产，使公司主要产品 J 酸的产能有了较大的增加，该产品 2016 年销量的预测以 2015 年下半年技改完成后的销量为基础测算，增幅为 4.35%，2016 年后销量达到相对稳定水平，预测 2017-2020 年销量增幅分别为 5.56%，5.26%，2.50%，0%。预测期内，吐氏酸和磺化吐氏酸的销量也小幅增长。红色基 B 产能为 6000 吨/年，根据响水恒利达的计划，响水恒利达未来将逐步提高红色基 B 的产量，提高产能利用率。4 氯 25 预测期内的销量维持稳定水平。

3、产品售价分析预测

响水恒利达主要产品属化工产品，其主要原材料是萘系及苯系产品，上游原材料是煤及石油。报告期内，由于煤、石油等大宗产品价格持续下降，响水恒利达相应的原材料采购价也有较大幅度下降，同样，响水恒利达的产品售价也有较大幅度的下降。2015 年响水恒利达销售 J 酸、吐氏酸和磺化吐氏酸的平均单价分别下降了 22.18%、3.03%和 20.26%，红色基 B 的平均单价下降了 13.54%。响水恒利达报告期及预测的售价如下：

单位：元/吨

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
J 酸	38,500.00	39,655.00	40,845.00	42,070.00	43,332.00
售价增长率	-11.98%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
磺化吐氏酸	14,200.00	14,626.00	15,065.00	15,517.00	15,983.00
售价增长率	-9.32%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
吐氏酸	16,700.00	17,201.00	17,717.00	18,249.00	18,796.00
售价增长率	-2.96%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
红色基 B	25,000.00	25,750.00	26,523.00	27,319.00	28,139.00
售价增长率	-6.80%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
4 氯 25	59,000.00	60,770.00	62,593.00	64,471.00	66,405.00
售价增长率	-8.80%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%

本次预测时,预计 2016 年产品售价仍将有所下降但降幅将较 2015 年放缓,2017 年后各产品售价将有所回升,至 2020 年各产品售价基本保持略高于 2015 年各产品售价水平。

(四) 中介机构核查意见

经核查,评估师认为:前次股权转让作价系因当时响水恒利达尚处于业务拓展期,盈利能力有限,转让双方根据响水恒利达实际经营情况协商确定。本次交易以评估结果为基础,经交易各方协商确定,本次交易作价公允、合理。本次交易在按收益法对标的资产进行评估作价的过程中,对其主要产品的销量和销售价格的预测具有合理性。

（本页无正文，为《中通诚资产评估有限公司关于上海证券交易所<关于对江苏吴中实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预案信息披露的问询函>相关问题的核查意见之盖章页）

中通诚资产评估有限公司

2016 年 3 月 11 日

