

重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司
关于
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》
（170044 号）的反馈回复说明

中国证券监督管理委员会：

贵会于 2017 年 2 月 15 日出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（170044 号）（以下简称“反馈意见”）已收悉。本公司作为重庆三峡油漆股份有限公司（以下简称“渝三峡”或“公司”）发行股份购买资产暨关联交易项目的评估机构，对渝三峡发行股份购买宁夏紫光天化蛋氨酸有限责任公司股权的资产评估项目所涉及的宁夏紫光天化蛋氨酸有限责任公司股东全部权益的价值进行了评估，并于 2016 年 10 月 21 日出具了以 2016 年 7 月 31 日为基准日的《资产评估报告书》（重康评报字(2016)第 228 号）。在本回复中，除非文义载明，相关简称与《重庆三峡油漆股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。现对贵会行政许可项目审查一次反馈意见有关评估问题专项说明如下：

问题 12. 申请材料显示：1) 截至评估基准日 2016 年 7 月 31 日，本次交易标的评估值为 306,046.14 万元，较其账面净资产 69,051.31 万元增值 236,994.83 万元，增值率为 343.22%。2) *ST 新材收购安迪苏集团 85%股权交易价格对应的交易市净率为 1.95 倍，本次交易市净率为 4.74 倍，安迪苏集团和宁夏紫光主要产品为蛋氨酸。请你公司：1) 对比分析可比交易中安迪苏集团 85%股权交易作价和本次交易作价对应的评估增值率和交易市净率，并说明差异以及合理性。2) 结合宁夏紫光的市场地位、核心竞争力等，补充披露本次交易评估增值率、市净率的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、对比分析可比交易中安迪苏 85%股权交易作价和本次交易作价对应的评估增值率和交易市净率，并说明差异以及合理性

本次交易作价和*ST 新材收购安迪苏 85%股权交易作价所对应的评估增值率和市净率的具体情况如下表（金额：万元）：

标的公司	安迪苏	宁夏紫光
评估基准日	2014.6.30	2016.7.31
评估方法	收益法	收益法
归属于母公司普通股权益	701,278.04	69,051.31
股东全部权益评估值（归属于母公司 100% 普通股股权）	1,302,800.00	306,046.14
归属于母公司普通股权益增值率	85.78%	343.22%
市净率	1.86	4.43
总资产账面价值	1,331,857.38	355,061.70
所有者权益账面价值	944,190.56	69,051.31
企业整体价值评估值	1,651,712.08	513,876.14
企业整体价值评估值/总资产账面价值	1.24	1.45
负债/净资产比率（产权比率）	0.41	4.14

注：企业整体价值评估值=股东权益价值+有息债务价值=普通股股东权益价值+优先股股东权益价值+少数股东权益价值+有息债务价值。

市净率作为相对估值法的一种，可比公司在进行对比判断时，其包含了一些内在假设条件，资本结构大致相同就是其中一项。

根据上表，本次交易作价的市净率为 4.43，*ST 新材收购安迪苏的市净率为

1.86，其差异的主要原因是：蛋氨酸行业为资金密集型行业，企业发展前期投入较大。安迪苏作为全球五大蛋氨酸生产商之一，其成立时间较长，进入蛋氨酸行业较早，净资产规模较大，已进入企业发展的成熟期。此外，安迪苏还通过发行优先股进行融资，其资本金非常充足，整体资产负债率较低，其产权比率仅为0.41。而宁夏紫光成立于2013年，经营时间较短，前期投入较大，净资产规模较小，目前处于成长期。宁夏紫光作为非上市公司，融资渠道较少，债权融资比例较高，其建设资金主要来源于银行借款，产权比率为4.14。

从企业整体价值的评估来看，宁夏紫光和安迪苏的企业整体价值评估值与总资产账面价值的比率分别为1.45和1.24，差异较小，表明企业整体价值（股权价值加债权价值）估值水平基本相当，由于资本结构的重大差异，造成本次交易作价的市净率与*ST新材收购安迪苏的市净率差异较大。

本次交易和*ST新材收购安迪苏交易的评估结果均采用收益法，该方法更注重企业未来的盈利能力，故更适合用市盈率这一项指标进行对比，判断其增值率是否合理。本次交易作价和*ST新材收购安迪苏85%股权交易作价所对应的静态市盈率（最近一个会计年度）分别为12.04和12.26，所对应的市盈率（承诺期平均净利润）分别为8.13和15.79，本次交易作价的市盈率更低，具体情况如下表（金额：万元）：

标的公司	安迪苏	宁夏紫光
评估基准日	2014.6.30	2016.7.31
评估方法	收益法	收益法
评估基准日前一个会计年度归属于母公司净利润	106,292.28	25,417.58
股东全部权益评估值（归属于母公司100%普通股股权）	1,302,800.00	306,046.14
静态市盈率（最近一个会计年度）	12.26	12.04
承诺期平均净利润	82,499.03	37,625.85
市盈率（承诺期平均净利润）	15.79	8.13

注：1、静态市盈率（最近一个会计年度）=普通股股东全部权益评估值/评估基准日前一个会计年度归属于母公司净利润；

2、承诺期平均净利润系按标的公司承诺期净利润总额除以其承诺期计算；

3、市盈率（承诺期平均净利润）=普通股股东全部权益评估值/承诺期平均净利润。

综上，从企业整体价值的评估来看，宁夏紫光和安迪苏的企业整体价值评估

值与总资产账面价值的比率分别为 1.45 和 1.24，差异较小；从静态市盈率（最近一个会计年度）和市盈率（承诺期平均净利润）来看，本次交易作价的市盈率更低。故与可比交易中安迪苏 85%股权交易作价相比，本次交易作价对应的评估增值率是合理的。

二、结合宁夏紫光的市场地位、核心竞争力等，补充披露本次交易评估增值率、市净率的合理性

1、市场地位

根据海关进出口数据、博亚和讯等行业资讯机构的相关资料统计分析，2015 年宁夏紫光蛋氨酸设计产能为 5 万吨，实际销售 3.68 万吨，国内市场份额占比约 13.00%，全球市场份额占比约 3.70%；2016 年宁夏紫光设计生产能力 10 万吨（二期 5 万吨蛋氨酸装置于 2016 年 8 月试生产），实际销售 6.52 万吨，2016 年宁夏紫光国内市场份额占比约 18.00%，排在第三位，全球市场份额占比约 6.00%，排在第五位。目前，宁夏紫光是国内唯一一家能够规模化生产饲料级 DL-蛋氨酸的企业，国内市场地位较高。2017 年随着二期 5 万吨蛋氨酸装置达产达标，产销量进一步扩大，市场地位将进一步提高。

根据博亚和讯统计分析，2015 年、2016 年国内市场和国际市场主要蛋氨酸企业市场份额情况如下：

公司名称	2016 年国内市场份额		2015 年国内市场份额	
	实物量	折固量	实物量	折固量
德国赢创	33.80%	35.30%	37.10%	39.00%
安迪苏	20.90%	18.80%	23.10%	20.50%
宁夏紫光	17.30%	18.00%	12.40%	13.00%
日本住友化学	15.20%	15.30%	16.60%	16.90%
韩国希杰	9.40%	9.80%	7.90%	8.30%
美国诺伟司	3.40%	2.80%	2.80%	2.30%
公司名称	2016 年全球市场份额		2015 年全球市场份额	
	实物量	折固量	实物量	折固量
德国赢创	38.00%	41.10%	37.70%	40.90%
安迪苏	24.60%	23.00%	25.80%	24.10%

美国诺伟司	17.00%	14.70%	18.20%	15.70%
日本住友化学	10.00%	10.20%	9.80%	10.00%
韩国希杰	3.60%	3.80%	3.90%	4.20%
宁夏紫光	5.50%	6.00%	3.40%	3.70%
俄罗斯伏尔加	1.20%	1.20%	1.20%	1.40%

注：实物量=固体蛋氨酸销售量+液体蛋氨酸销售量；

折固量=固体蛋氨酸销售量+液体蛋氨酸销售量*0.88。

2、核心竞争力

（1）工艺技术优势

蛋氨酸行业为技术密集型行业，行业门槛高，经过多年发展，全球能够熟练掌握蛋氨酸规模化生产技术的企业非常少。目前，宁夏紫光是国内唯一一家拥有自主知识产权，且已规模化生产饲料级 DL-蛋氨酸的企业。截至本反馈回复出具日，宁夏紫光拥有蛋氨酸生产相关的 59 项专利，其中 46 项发明专利、2 项 PCT 专利、11 项实用新型专利。宁夏紫光正在申请中的专利共 26 项，其中发明专利 25 项，实用新型专利 1 项。

宁夏紫光拥有从初级化工原料到蛋氨酸成品的最完整的蛋氨酸生产线，价值链最长，生产上不易受到化学中间体量价的影响。

（2）研发团队优势

宁夏紫光的蛋氨酸研发团队主要来自于化医集团、紫光化工、重庆紫光等单位，具有多年的生产和研发经验，是一支高水平、稳定的技术研发团队。目前，宁夏紫光十分重视对蛋氨酸生产工艺流程的优化研发，研发团队不断跟踪国际上的先进技术，推动公司工艺和工程技术进步，加快科技成果向现实生产力转化，使公司始终保持产品和技术领先发挥了重要作用。

（3）规模化优势

由于蛋氨酸行业为寡头竞争市场，市场新进入者只有能够熟练掌握蛋氨酸生产工艺和技术并能够进行规模生产，才能与市场寡头竞争。截至本反馈回复出具日，宁夏紫光的蛋氨酸装置的设计产能达到 10 万吨/年，是国内设计产能最大的饲料级 DL-蛋氨酸的生产企业，已完全具备与国际巨头竞争的能力。2016 年，宁夏紫光国内的市场份额大约为 18.00%，其良好的产品质量和稳定的供货能力已获得市场的一致认可，未来其市场份额还将进一步提高。

（4）区域优势

宁夏紫光地处中卫市工业园，基础配套设施完善，天然气、电力资源丰富。原料生产企业周边较多，如国网宁夏电力公司中卫供电公司、宁夏深中天然气开发有限公司、宁夏宝丰能源集团有限公司、宁夏华御化工有限公司等，原料配套齐全，交通便利，运输距离较短，物流成本相对较低，同时还享受“西部大开发”等税收优惠政策。

（5）完善的经销网络和高效的物流配送

宁夏紫光以国内市场为主，不断拓展海外市场为战略目标，已建立了内销、外贸和电商三大销售网络。内销部分以业务片区销售和大客户直销为主，外贸销售以美洲、远东和澳洲及亚（除远东外）欧区域为主，与阿里巴巴合作搭建电商销售平台，其蛋氨酸产品已远销 60 多个国家和地区。此外，宁夏紫光还与法国具有行业国际影响力的“FEEDINFO”资讯公司合作，增强其品牌的国际知名度。

宁夏紫光已在国内主要区域市场建有 13 个物流仓储中心，对客户承诺省内 24 小时、省外 48 小时内到货，保障客户稳定组织生产。

综上，本次评估采用收益法作为评估结论，反映了企业未来预期自由现金流的折现价值，不仅包括企业各项有形资产的价值，也包含了公司账面资产未能全部反映的市场地位、工艺技术优势、研发团队优势、规模化优势、区域优势、完善的经销网络和高效的物流配送等无形资产价值，综合考虑了企业各项盈利因素。故本次评估结论全面客观反映了企业的市场价值，本次交易评估增值率、市净率是合理的。

三、核查结论

经核查，评估师认为：宁夏紫光和安迪苏交易作价的市净率的差异主要来自资本结构的重大差异。无论是从企业整体价值与总资产账面价值的比率来看，还是从市盈率的角度分析，与可比交易中安迪苏 85%股权交易作价相比，本次交易作价对应的评估增值率是合理的。本次评估采用收益法作为评估结论，不仅包括企业各项有形资产的价值，也包含了公司账面资产未能反映的市场地位、工艺技术优势、研发团队优势、规模化优势、区域优势、完善的经销网络和高效的物流配送等无形资产给股东带来的未来利益收入，综合考虑了企业各盈利因素，故本次评估结论全面客观反映了企业的市场价值，本次交易评估增值率、市净率是合

理的。

问题 13. 申请材料显示：1) 宁夏紫光预计 2016 年 8-12 月至 2019 年蛋氨酸营业收入分别为 75,474.36 万元、182,075.00 万元、192,190.28 万元、202,305.56 万元。宁夏紫光预计 2017 年 2019 年营业收入增长速度分别为 33%、6%、5%。2) 宁夏紫光预计 2016 年 8-12 月至 2019 年净利润分别为 14,816.12 万元、34,080.81 万元、38,004.33 万元、40,792.42 万元。预计 2017 年 2019 年净利润增长速度分别为 13%、12%、7%，预计 2017 年 2019 年销售净利率分别 17%、18%、19%。3) 蛋氨酸未来 5 年均处于供过于求的情形。请你公司：1) 补充披露宁夏紫光 2016 年 8-12 月预测营业收入、净利润的实现情况。2) 结合竞争对手分析、蛋氨酸未来 5 年供求分析，补充披露宁夏紫光 2017 年-2019 年蛋氨酸销量、销售价格的预测依据以及合理性，是否符合谨慎性要求。3) 结合同行业可比公司情况、市场竞争情况，补充披露宁夏紫光 2017 年-2019 年销售净利率变动的原因、预测依据以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露宁夏紫光 2016 年 8-12 月预测营业收入、净利润的实现情况

宁夏紫光 2016 年 8-12 月预测营业收入 81,791.54 万元，其中蛋氨酸营业收入 75,474.36 万元，净利润 14,816.12 万元。2016 年 8-12 月实现营业收入 86,177.89 万元，其中蛋氨酸营业收入 80,599.67 万元，净利润 15,058.98 万元，扣除非经常性损益后的净利润 14,969.45 万元。综上，宁夏紫光 2016 年 8-12 月业绩实现情况符合预期。

二、结合竞争对手分析、蛋氨酸未来 5 年供求分析，补充披露宁夏紫光 2017 年至 2019 年蛋氨酸销量、销售价格的预测依据以及合理性，是否符合谨慎性要求

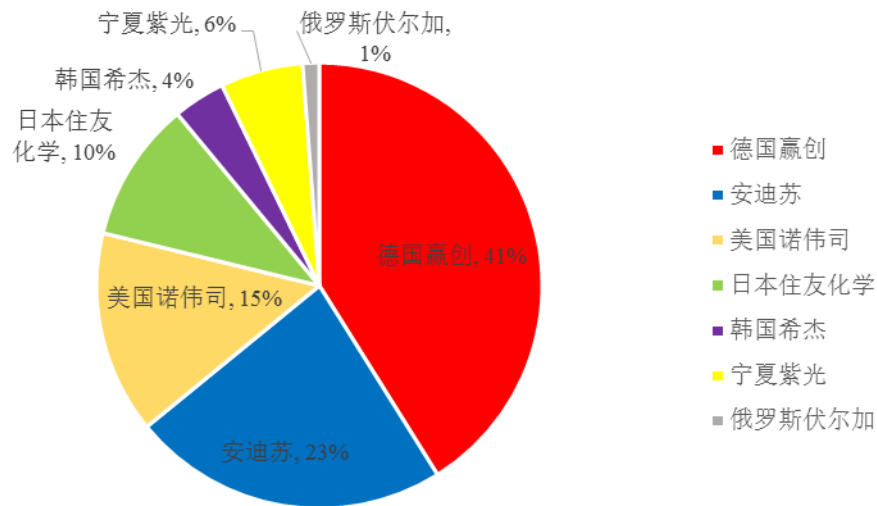
1、竞争对手分析

目前，宁夏紫光的主要竞争对手为德国赢创、安迪苏、美国诺伟司、日本住友化学、韩国希杰。国内蛋氨酸市场的潜在进入者为新和成、和邦生物。截至本反馈回复出具日，新和成进行了 5 万吨/年蛋氨酸生产线试生产，和邦生物

尚在项目准备阶段。

从产能来看，2016 年，德国赢创、安迪苏、美国诺伟司、日本住友化学四家公司占全球蛋氨酸产能比例为 88%；从行业集中度来看，2016 年，德国赢创、安迪苏、美国诺伟司、日本住友化学四家公司占全球市场份额接近 90%。

图：2016 年蛋氨酸全球市场份额



数据来源：博亚和讯

在各区域市场，各家公司各有侧重。其中，美国诺伟司在北美市场占有率最高，赢创和安迪苏为主要参与者；在中国及亚太市场，德国赢创、安迪苏、日本住友化学、宁夏紫光和韩国希杰为主要参与者，美国诺伟司的市场份额相对较低；在其他区域市场，市场的主要参与者均是赢创、安迪苏及美国诺伟司。

2、未来 5 年的供求分析

随着发展中国家和地区对蛋氨酸需求的高速增长，全球蛋氨酸市场平稳健康的发展，市场前景广阔。在此背景下，一方面为了维持市场份额，巩固其市场地位，保持市场竞争力，另一方面为了调整全球布局，使蛋氨酸生产地更加靠近市场空间更为广阔的亚洲市场，德国赢创、安迪苏、日本住友化学等几家蛋氨酸生产企业在经过严格的可行性论证后，都在不同程度的计划扩建或改建蛋氨酸生产线。根据目前公开资料的收集和整理，2017 年至 2021 年全球蛋氨酸产能预计进入情况如下表：

产能预计进入时间	公司名称	投产地	设计产能
----------	------	-----	------

2017 年	新和成	中国山东	5 万吨/年
2018 年	和邦生物	中国四川	5 万吨/年
2019 年	安迪苏	西班牙	5 万吨/年
2019 年	日本住友化学	日本	5 万吨/年
2020 年	德国赢创	新加坡	15 万吨/年
2021 年	-	-	-

注：1、安迪苏新增 5 万吨产能为液体蛋氨酸，其余新增产能为固体蛋氨酸；

2、根据 2016 年 12 月《浙江新和成股份有限公司非公开发行股票募集资金运用的可行性分析报告》公告的相关资料，新和成拟投资建设年产 25 万吨蛋氨酸项目，该项目建设周期为 4 年，目前尚未建设，未来产能进入时间存在较大不确定性。

3、根据截至本反馈回复出具日的公开信息，暂未有相关公司于 2021 年投产的信息。

对于蛋氨酸装置的新建或扩产，从计划到建设施工再到产出，需要相当长的时间，根据装置的一体化程度和规模的不同，可能需要 2 至 5 年的时间才能实现商业生产。此外，新增产能推迟生产或延期取消等不确定情况也时有发生。所以，未来蛋氨酸实际产能的进入市场的速度和规模通常都会低于规划。

目前，蛋氨酸的终端消费市场主要来自于家禽饲料行业。据美国农业部统计，2016 年全球鸡肉总消费量将达 9,800 万吨/年，较 1986 年的 2,200 万吨/年增长了 4.45 倍，年化增速达 5%。随着各发展中国家经济增长引发的居民膳食结构改善，动物蛋白摄入量的持续提升是长期趋势，鸡肉消费量有望在未来继续保持持续增长，进而有效带动蛋氨酸等禽类饲料添加剂的市场需求。另一方面，目前蛋氨酸在水产养殖业和反刍动物养殖业的应用尚未完全普及，使用合适的蛋氨酸产品可以显著提升养殖效率。受益于蛋氨酸在水产养殖业和反刍动物养殖业的应用及推广，全球蛋氨酸市场需求有望进一步提升。

根据博亚和讯研究表明，全球蛋氨酸市场的需求量稳步提升，2011 年至 2016 年，全球蛋氨酸市场年复合增长率约为 7%，预计未来全球蛋氨酸需求量仍将保持 6% 的年增长率。根据 2016 年全球蛋氨酸市场需求 115.77 万吨计算，每年需求的增量可以消化近 10 万吨的新进产能。由于中国动物蛋白质产量和动物饲料比例的失衡，中国动物工业化饲料缺口较大，中国饲料添加剂行业未来发展空间巨大，中国蛋氨酸市场的增长率将高于全球市场，预计约为 10%。

根据目前公开资料的收集和整理，全球蛋氨酸未来 5 年的需求产能比仍会保持在 75%至 80%之间，与历史数据基本持平，供给和需求处于动态平衡状

态，具体预测情况如下（单位：万吨/年）：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
需求量	122.71	130.07	137.88	146.15	154.92
设计产能 (折固)	157.24	162.24	176.64	191.64	191.64
需求产能比	78.04%	80.17%	78.06%	76.26%	80.84%

3、宁夏紫光 2017 年至 2019 年蛋氨酸销量、销售价格的预测依据以及合理性

（1）蛋氨酸销量预测的依据以及合理性

本次评估中，宁夏紫光 2017 年至 2019 年蛋氨酸的销量分别为 9.00 万吨、9.50 万吨、10.00 万吨，其 2014 年至 2019 年的产能、产销量具体情况如下（单位：吨）：

项目	2014 年 ^{注 1}	2015 年	2016 年 ^{注 2}	2017 年 ^{注 3}	2018 年	2019 年
设计产能	50,000.00	50,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00
产量	1,049.76	39,093.76	73,585.91	95,000.00	100,000.00	100,000.00
销量	668.71	36,828.95	65,225.00	90,000.00	95,000.00	100,000.00

注：1、一期 5 万吨/年生产项目于 2014 年 12 月开始批量生产；

2、二期 5 万吨/年生产项目于 2016 年 10 月开始批量生产；

3、2017 年至 2019 年为业绩承诺期的预测数据。

2017 年至 2019 年蛋氨酸销量预测的主要依据是：宁夏紫光于 2013 年 6 月设立，并于 2013 年 7 月开工建设一期 5 万吨/年蛋氨酸项目。2014 年 12 月宁夏紫光一期项目开始批量生产，并有少量的销售。2015 年，一期 5 万吨/年蛋氨酸项目正式生产，产能开始释放，产量和销量分别为 39,093.76 吨和 36,828.95 吨，均大幅上涨。2016 年，一期 5 万吨/年蛋氨酸项目满负荷运行，二期 5 万吨/年项目于 2016 年 8 月开始投入试生产，宁夏紫光凭借着成熟的技术和一期项目生产的经验，二期项目产能迅速释放，产能利用率达 90%，产量为 73,585.91 吨。根据宁夏紫光的生产规划，2017 年，一期 5 万吨项目满产，二期 5 万吨项目产能利用率达 90%，产 9.5 万吨，销 9 万吨。2018 至 2019 年，产能完全释放，产量每年 10 万吨，产品逐步投放市场。

从蛋氨酸全球需求产能比来看，未来 5 年需求产能比率基本维持在 75%-80%之间，与历史数据保持一致，需求产能比保持在合理的区间范围之

内；如按全球蛋氨酸每年需求量新增 6%，中国蛋氨酸每年需求量增长 10%，2017 年全球市场新增蛋氨酸需求量约 7 万吨，中国市场蛋氨酸新增需求量约 2.6 万吨，在保持其他蛋氨酸生产厂家市场销售份额总体不变或略有增长的情况下，足以消化宁夏紫光 2017 年预测的新增销量 2.5 万吨，2018 年和 2019 年全球蛋氨酸新增需求量约每年 7-8 万吨，而宁夏紫光预测的同期新增销量仅为 0.5 万吨。因此，不断增长的需求为宁夏紫光新增产能的消化提供了市场保障，而新进入者能否在此期间形成真正产能进入市场竞争具有较大不确定性。综上，宁夏紫光 2017 年至 2019 年蛋氨酸销量的预测是合理的。

（2）蛋氨酸销售价格预测的依据以及合理性

本次评估中，2017 年至 2019 年预测的蛋氨酸年平均价格均为 22,450.00 元/吨，其预测的主要依据是参考历史售价及 2017 至 2019 年全球蛋氨酸供求关系。通过对蛋氨酸历史供求关系和价格的分析，除个别年份因生产企业停产、禽流感等意外因素影响外，影响蛋氨酸的销售价格的主要因素是全球市场蛋氨酸供求关系。

考虑宁夏紫光二期 5 万吨蛋氨酸装置的投产及国内潜在进入者对市场供给判断的影响，蛋氨酸价格短期内会有所下跌，故宁夏紫光 2016 年 8-12 月蛋氨酸预测销售均价较 2016 年上半年销售均价下降 15%，出于谨慎性考虑，2017 年的预测销售均价又较 2016 年销售均价下降约 9%，即 2017 年蛋氨酸销售均价为 22,450.00 元/吨，触及历史低位。虽然短期供需的失衡会使蛋氨酸价格产生波动，但从长期来看，蛋氨酸的销售价格会随着长期供需关系恢复平衡而重新回归合理的区间范围。根据预测，2017 至 2019 年全球蛋氨酸需求产能比分别为 78.87%、80.15%、78.01%，与历史水平相当，处于合理区间，故公司 2018、2019 年预测销售均价维持在 2017 年的平均水平是合理的。

综上，宁夏紫光 2017 年至 2019 年蛋氨酸销售价格的预测是合理的，符合谨慎性原则。

三、结合同行业可比公司情况、市场竞争情况，补充披露宁夏紫光 2017 年至 2019 年销售净利率变动的原因、预测依据以及合理性

1、宁夏紫光 2017 年至 2019 年销售净利率变动的原因

宁夏紫光 2017 年至 2019 年预测的毛利率、期间费用率、销售净利率情况如

下：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
毛利率	32.63%	33.23%	33.12%
营业费用占收入比例	4.75%	4.72%	4.72%
管理费用占收入比例	1.58%	1.54%	1.50%
财务费用占收入比例	6.71%	6.08%	5.50%
销售净利率	17.23%	18.21%	18.64%

2017 至 2019 年，宁夏紫光的毛利率、营业费用占收入比例、管理费用占收入比例均相对稳定，宁夏紫光销售净利率逐渐上升的主要原因是财务费用逐渐降低。导致财务费用下降的主要原因系宁夏紫光与中节能科技投资有限公司签订的《蛋氨酸生产系统节能项目节能服务合同》确定的融资租赁设备款对应的未确认融资费用摊销额逐年减少。

2、宁夏紫光 2017 年至 2019 年销售净利率预测的依据及合理性

（1）同行业可比公司情况

目前国内上市公司中，仅有安迪苏一家公司以生产液体蛋氨酸为主营业务，与宁夏紫光具备一定可比性。2015 年、2016 年，安迪苏的销售净利率分别为 24.93%、21.67%。2015 年、2016 年，宁夏紫光的销售净利率分别为 21.94%、19.86%。两家公司的销售净利率水平基本保持一致。

（2）市场竞争情况

蛋氨酸市场为寡头垄断市场，行业集中度高。蛋氨酸行业具有规模化和一体化的特点，属于资金和技术密集型产业，固定资产投资大、项目建设周期较长，生产工艺复杂，经过数十年的发展，目前为止全球只有少数企业真正全面掌握了成熟技术，较高的资金壁垒和技术壁垒阻碍其他企业的进入。

未来蛋氨酸市场的竞争仍会遵循其自身内在的特点，蛋氨酸市场目前年需求达到 117 万吨以上，按照 6%的增速，每年需求的增量足以消化新增产能；其次，新增产能的规模缩减、推迟生产或延期取消等不确定情况时有发生，产能释放速度通常慢于规划。故从竞争格局上来看，新产能的进入可能会在短期内加剧行业的竞争，但由于国际寡头的技术优势和市场优势，其寡头竞争格局短期内不会改变。

宁夏紫光的销售毛利率根据预测未来的销售价格结合其单位成本计算确定，由于预测的销售价格低于其历史实际销售均价，预测期内的销售毛利率低于历史水平；对于销售费用、管理费用根据企业历史年度两项费用占主营业务收入的总体比率水平结合行业平均水平综合分析确定；对于财务费用根据宁夏紫光实际资本结构中的有息负债金额及需摊销的设备租赁费金额计算确定。

宁夏紫光预测期 2017 年至 2019 年销售净利率、毛利率较历史水平比较有所下降、期间费用占收入水平与历史水平大体一致，而宁夏紫光的历史及预测期净利率水平与安迪苏大致相同。从市场竞争情况来看，蛋氨酸行业寡头竞争格局短期内不会改变，供需关系处于动态平衡状态，2017 至 2019 年行业仍将维持目前的毛利率水平。

综上，本次评估对宁夏紫光 2017 年至 2019 年销售净利率的预测依据充分，具有合理性。

四、核查结论

经核查，评估师认为：2017 至 2019 年全球蛋氨酸需求产能比分别为 78.87%、80.15%、78.01%，处于合理区间，全球蛋氨酸供给量和需求量处于动态平衡，市场寡头竞争格局短期内不会改变，宁夏紫光的历史及预测期净利率水平与安迪苏大致相同，故本次评估对宁夏紫光 2017 年至 2019 年蛋氨酸销量、销售价格、销售净利率的预测是合理的，符合谨慎性原则。

问题 14. 申请材料显示，宁夏紫光报告期内的净利润分别为-1,570.62 万元、25,417.58 万元、15,309.91 万元。重庆紫光承诺宁夏紫光扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别为：2017 年不低于 34,080.81 万元、2018 年不低于 38,004.33 万元、2019 年不低于 40,792.42 万元。请你公司结合宁夏紫光报告期内净利润变动情况、行业发展情况、市场竞争情况等，补充披露上述业绩承诺的具体依据及合理性，请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

本次交易的业绩承诺为：宁夏紫光 2017 年至 2019 年归属于母公司净利润分别不低于 34,080.81 万元、38,004.33 万元和 40,792.42 万元，上述业绩承诺与评估报告的业绩预测一致，综合考虑宁夏紫光的历史经营状况、所处的行业发展

情况、市场竞争情况等因素，经上市公司和重庆紫光协商确定的，具体分析如下：

一、宁夏紫光报告期内净利润变动情况

2014 年、2015 年及 2016 年 1-7 月，宁夏紫光净利润分别为-1,570.62 万元、25,417.58 万元、15,309.91 万元。宁夏紫光净利润上升的主要原因是其蛋氨酸产能释放，产量逐渐增加，销量上升，营业收入增长。

宁夏紫光 2014 年至 2016 年及业绩承诺期 2017 年至 2019 年蛋氨酸的设计产能、产量、销量、实现的销售收入和净利润情况如下表（金额：万元；数量：吨）：

项目	2014 年 ^{注1}	2015 年	2016 年 ^{注2}	2017 年 ^{注3}	2018 年	2019 年
设计产能	50,000.00	50,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00
产量	1,049.76	39,093.76	73,585.91	95,000.00	100,000.00	100,000.00
销量	668.71	36,828.95	65,225.00	90,000.00	95,000.00	100,000.00
销售收入	3,633.95	115,827.73	152,923.30	197,805.00	208,748.17	218,863.45
净利润	-1,570.62	25,417.58	30,368.89	34,080.81	38,004.33	40,792.42

注：1、一期 5 万吨/年生产项目于 2014 年 12 月开始批量生产；
2、二期 5 万吨/年生产项目于 2016 年 10 月开始批量生产；
3、2017 年至 2019 年为业绩承诺期的预测数据。

二、行业发展情况

1、家禽养殖业发展将有效带动蛋氨酸的市场需求

目前，蛋氨酸主要终端消费市场来自于家禽饲料行业。据美国农业部统计，2016 年全球鸡肉总消费量将达 9,800 万吨/年，较 1986 年的 2,200 万吨/年增长了 4.45 倍，年化增速达 5%。目前，发展中国家人均鸡肉消费量远低于发达国家人均鸡肉消费量，随着各发展中国家经济的增长，居民的膳食结构改善，动物蛋白摄入量的持续提升是长期趋势，鸡肉消费量在未来将持续增长，进而有效带动蛋氨酸等禽类饲料添加剂的市场需求。

据安迪苏测算，生产相同重量的鸡肉，添加 0.20%蛋氨酸的饲料较不添加蛋氨酸时，可减少 29%的饲料。在农作物产量增长放缓的情况下，使用蛋氨酸可以用更少的农作物饲料饲养出更多的禽类，降低了饲养成本，未来禽类养殖使用的蛋氨酸增长空间较大。中长期来看，蛋氨酸在全球禽类养殖的用量有可

能达到现有用量的 2.7-3.9 倍。从区域来看，亚非拉等发展中地区蛋氨酸需求量的增速相对更大。

2、蛋氨酸应用范围的扩大提供新的市场空间

蛋氨酸是必需氨基酸中惟一含有硫的氨基酸，对禽类、鱼类和高产奶牛是第一限制性氨基酸，对猪类是第二限制性氨基酸。蛋氨酸无法在动物体内自然合成，必需从食物中摄取，是动物饲料必不可少的添加剂。目前，蛋氨酸主要应用于家禽饲料行业，在水产养殖行业、奶制品行业、猪饲料行业中的使用逐渐增多。

目前在水产养殖中通常使用鱼粉作为蛋白质来源，占饲料成本的 20-40%，是饲料成本的最大来源。蛋氨酸具有经济性和易得性两大优点，随着水产养殖量的增长，水产蛋氨酸的需用量增速迅猛，水产蛋氨酸会是蛋氨酸需求增长重要的一部分。蛋氨酸反刍动物产品市场仍处于发展初期，市场前景广阔；另一方面奶制品市场未来仍有较大增长空间，两者叠加，给蛋氨酸市场带来新的增量。

3、中国蛋氨酸市场前景广阔

根据博亚和讯研究表明，全球蛋氨酸市场的需求量稳步提升，2011 年至 2016 年，全球蛋氨酸市场年复合增长率为 7.21%，预计未来全球蛋氨酸需求量仍将保持 6%的年增长率。2015 年、2016 年，中国蛋氨酸消费量占全球蛋氨酸总消费量的比例分别为 16%、22%，中国市场需求量增长较快，已成为全球范围内蛋氨酸的主要市场之一。

2016 年，中国商品饲料总产量大约是 2 亿吨，但是在动物蛋白质的总产量也约为 2 亿吨，中国动物蛋白质产量与商品饲料产量比例失衡，饲料缺口较大。根据国内的饲养水平，想要达到年产 2 亿吨的动物蛋白产量，需要的饲料大约在 5-6 亿吨/年，这也就表明还有 3-4 亿吨的饲料仍然是非工业化的，这是推动饲料添加剂市场需求增长的重要因素。

此外，随着国内二胎政策的实施和人口的增加，中国居民对禽肉的消费将明显增加。据 FAO（联合国粮食及农业组织）数据显示，在人均需求上升和人口增长的推动下，我国累计肉类消费量在 2005 年至 2015 年的累计增长率达到 52.00%，远远超过欧美发达国家及巴西、阿根廷等发展中国家，未来国内市场

的肉类消费量增长前景较为乐观。

综上，中国饲料添加剂行业未来发展空间巨大，中国蛋氨酸市场的增长率将高于全球市场，预计约为 10%。

4、进口替代，国内蛋氨酸企业市场份额将进一步提高

据海关总署统计数据，2006 至 2016 年，我国固体蛋氨酸进口量从 8.0 万吨/年增至 16.7 万吨/年，增幅达 108.75%。我国蛋氨酸进口量的持续增长主要是为满足国内养殖业高速发展产生的蛋氨酸等饲料添加剂的巨大需求。

在 2010 年重庆紫光 1 万吨蛋氨酸工业化示范装置投产前，国内市场基本全部依靠进口。随着宁夏紫光和安迪苏的产能逐步释放，国内生产量快速增长，对外依存度逐年下降，自给率逐年提升。2016 年，国内生产量为 14.24 万吨，表观消费量为 26.41 万吨，对外依存度为 68.83%，自给率依然较低。

随着宁夏紫光的二期项目的成功投产，国内企业的市场份额有所提高，随着在蛋氨酸生产工艺和研发水平方面的逐步提升，加之充分发挥劳动力成本优势和区位优势，宁夏紫光有望推动国内蛋氨酸本土化生产的进程，实现进口替代，进一步提高国内企业的市场份额和市场地位。

三、市场竞争情况

蛋氨酸市场为寡头垄断市场，行业集中度高。蛋氨酸行业具有规模化和一体化的特点，属于资金和技术密集型产业，固定资产投资大、项目建设周期较长，生产工艺复杂，经过数十年的发展，目前为止全球只有不到 8 家企业真正全面掌握了成熟技术，较高的资金壁垒和技术壁垒阻碍其他企业的进入。

目前来看，全球蛋氨酸的主要生产商有 7 家，分别为德国赢创、安迪苏、美国诺伟司、日本住友化学、宁夏紫光、韩国希杰、俄罗斯伏尔加。从产能来看，2016 年，德国赢创、安迪苏、美国诺伟司、日本住友化学四家公司占全球蛋氨酸产能比例为 88%；从行业集中度来看，2016 年，德国赢创、安迪苏、美国诺伟司、日本住友化学四家公司占全球市场份额接近 90%。这四家公司，可以通过调整自身工厂的生产、销售进度以及对库存的调整来控制市场的供应量，对全球的供需格局具有重要影响，拥有蛋氨酸产品的定价权。

为了打破国际寡头技术的垄断格局，实现蛋氨酸本土化供给，宁夏紫光在承继重庆紫光技术的基础上，在 2015、2016 年顺利建成了年产 10 万吨蛋氨酸的

生产线，其 2016 年的国内市场份额大约为 18.00%。国内蛋氨酸市场的潜在进入者为新和成、和邦生物。截至本反馈回复出具日，新和成进行了 5 万吨/年蛋氨酸生产线试生产，和邦生物尚在项目准备阶段。由于蛋氨酸装置的新建或扩产，从计划到建设施工再到产出，需要相当长的时间，根据装置的一体化程度和规模的不同，可能需要 2-5 年的时间才能实现商业生产。此外，新增产能推迟生产或延期取消等不确定情况时有发生，进入速度通常慢于规划。故从竞争格局上来看，新产能的进入会在短期内加剧行业的竞争，但由于国际寡头的技术优势和市场优势，其垄断竞争格局短期内不会改变。

从区域上看，在中国及亚太市场，德国赢创、安迪苏、日本住友化学、宁夏紫光和韩国希杰为主要参与者，诺伟司的市场份额相对较低。随着中国畜牧业的良好发展，蛋氨酸的需求逐年提高，国内企业在充分发挥劳动力成本优势和区位优势的基础上，有望推动国内蛋氨酸本土化生产的进程，实现进口替代，提高国内企业的蛋氨酸市场份额。

四、业绩承诺的具体依据及合理性

上述业绩承诺的主要依据是宁夏紫光的历史经营状况、发展现状及未来发展规划和市场发展趋势、竞争情况。宁夏紫光是国内唯一拥有自主知识产权并能够规模化生产饲料级 DL-蛋氨酸的企业，目前生产能力达 10 万吨/年，管理层根据企业现状、未来发展规划、国际国内未来市场需求及对竞争对手的业务分析，预测 2017 年销售 9 万吨，2018 年销售 9.5 万吨，2019 年销售 10 万吨，对未来售价的预测是谨慎保守的。同时，宁夏紫光的生产成本和期间费用均预计将保持在历史平均水平，并分析不同期间费用的属性后进行适当调整，预测合理。经上述测算，宁夏紫光预测期的盈利能力与同行业类似公司具有较强的可比性，符合宁夏紫光的未来发展趋势。

综上，上述业绩承诺是以宁夏紫光管理层根据企业现状、生产能力及国内外蛋氨酸市场需求并结合竞争对手等情况综合分析作为评估机构的业绩预测基础，充分考虑了宁夏紫光的历史经营状况、发展现状及未来发展规划和市场发展趋势、竞争情况等各项因素，业绩承诺具有合理性和可实现性。

五、核查结论

经核查，评估师认为：本次交易设置的业绩承诺是以宁夏紫光管理层根据

企业现状、生产能力及国内外蛋氨酸市场需求并结合竞争对手等情况综合分析作为评估机构的业绩预测基础，充分考虑了宁夏紫光的历史经营状况、发展现状及未来发展规划和市场发展趋势、竞争情况等各项因素，业绩承诺具有合理性和可实现性。

问题 15. 申请材料显示：1) 在企业所得税优惠上，宁夏紫光 2015 年-2016 年享受招商引资企业减免地方部分，2017 年-2019 年享受招商引资企业地方部分减半征收。2) 收益法预测中，宁夏紫光预计 2020 年所得税率为 15%，2021 年及以后所得税率为 25%。请你公司结合相关税后优惠政策，补充披露宁夏紫光预测期内，2020 年企业所得税率为 15%的依据以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、收益法预测中 2020 年企业所得税率为 15%的依据以及合理性

根据《财政部、海关总署、国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税[2011]58 号），自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15%的税率征收企业所得税。

宁夏紫光属于以上规定中设在西部地区的鼓励类产业企业，因此在 2020 年 12 月 31 日之前可以享受 15%的企业所得税税收优惠政策。

同时根据宁夏回族自治区人民政府出具的《宁夏回族自治区招商引资优惠政策》（宁政发[2012]97 号）的规定，宁夏紫光符合文件规定的法定条件及标准，企业所得税享受“两免三减半”税收优惠。企业所缴纳所得税中，60%上缴国家税务部门，40%上缴宁夏自治区税务部门，“两免三减半”指对于上缴宁夏自治区的部分采取两年减免，三年减半的政策。因此宁夏紫光自 2014 年底正式投产以来，2015 年至 2016 年享受“两免政策”即在 15%税率基础上免交 40%所得税后按 9%（即 $15\% \times (60\% + 40\% \times 0)$ ）的税率缴纳企业所得税，2017 年至 2019 年享受“三减半政策”即在 15%税率基础上地方部分 40%减半后按 12%（即 $15\% \times (60\% + 40\% \times 1/2)$ ）的税率缴纳企业所得税。

宁夏回族自治区地方部分“两免三减半”政策优惠后，2020 年继续享受西部大开发税收优惠，按照 15%的税率缴纳企业所得税。2021 年开始按照 25%税

率进行预测。

因此，收益法预测中，预测期内 2020 年所得税率为 15%是合理的。

二、核查结论

经核查，评估师认为：根据《财政部、海关总署、国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税[2011]58 号）和《宁夏回族自治区招商引资优惠政策》（宁政发[2012]97 号）的规定，宁夏紫光在 2015 至 2019 年同时享受西部大开发和回族自治区地方部分“两免三减半”政策优惠后，2020 年继续享受西部大开发税收优惠，按照 15%的税率缴纳企业所得税。因此，宁夏紫光预测期内，2020 年企业所得税率为 15%是合理的。

此页无正文,为重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司关于《重庆三峡油漆股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易(中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书 170044 号)之答复》的签字盖章页。

经办资产评估师:



蒙高原



经办资产评估师:



何春明



重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司



2017年 4月 1 日