

中联资产评估集团有限公司

关于中国证券监督管理委员会 190830 号《中国证监会行政许可项目 一次反馈意见通知书》资产评估相关问题反馈答复的 核查意见（修订稿）

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于 2019 年 5 月 13 日下发的中国证券监督管理委员会[190830]号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的要求，中联资产评估集团有限公司评估项目组对反馈意见答复进行了认真的研究、分析及核查，并出具了本核查意见，现将具体情况汇报如下：

1、（反馈意见第七题）申请文件显示，吉兰泰集团与中盐华湘化工有限公司就重组增资高分子公司事宜达成框架性协议，中盐华湘化工有限公司拟以技术及生产线设备对高分子公司增资。请你公司补充披露：1）上述协议达成的背景，与高分子公司增资相关的具体约定内容，拟增资资产的具体情况。2）本次交易估值、业绩预测等是否建立在该增资事项预计发生基础上，如是，该增资事项对高分子公司生产经营和本次交易的影响。3）该增资事项还需履行的决策程序；是否存在不确定性，如是，对高分子公司未来生产经营和本次交易的影响。请独立财务顾问、会计师、评估师和律师核查并发表明确意见。

回复：

（一）相关协议达成的背景、约定的具体内容及拟增资资产的具体情况

1、相关协议达成的背景及约定的具体内容

中盐华湘化工有限公司（以下简称“中盐华湘”）系中盐集团控股子公司，中盐华湘主要产品包括糊树脂产品，中盐华湘因经营不善已进入破产重整程序。考虑到中盐华湘糊树脂业务与吉兰泰集团下属化工业务同属氯碱行业、存在一定协同效应，为充分利用中盐华湘糊树脂业务相关资产，吉兰泰集团与中盐华湘协商，拟由中盐华湘以糊树脂业务相关资产入股高分子公司。因此，吉兰泰集团与

中盐华湘化工有限公司签订了《中盐吉兰泰高分子材料有限公司重组增资协议》及其补充协议（包括《中盐吉兰泰高分子材料有限公司重组增资补充协议》及《中盐吉兰泰高分子材料有限公司重组增资补充协议（二）》），双方就重组增资高分子子公司事宜达成框架性协议。

前述重组增资协议主要约定中盐华湘以相关资产对高分子子公司增资入股，具体资产范围由吉兰泰集团确认。协议约定，中盐华湘未来用于增资的资产价值及增资时高分子子公司的价值均应由具有证券期货业务资格的评估机构进行评估，前述评估结果均需经高分子子公司届时合法股东履行相关决策程序后认可，中盐华湘根据前述评估结果确定中盐华湘获取的高分子子公司的股权。此外，协议约定了股东的权利和义务，高分子子公司股东会、董事会、监事会的职权及相关违约、终止条款。

同时，协议约定中盐华湘认可高分子子公司 100%股权由吉兰泰集团转让至兰太实业事项。中盐华湘化工有限公司确认在本次重大资产重组事项实施完毕前，不办理高分子子公司股权交割事宜。协议约定的生效条件为中盐华湘化工有限公司债权人会议通过重整计划草案或郴州市中级人民法院裁定批准重整方案。2018 年 6 月，郴州市中级人民法院民事裁定书裁定批准重整方案，前述协议生效条件成就。

2、拟增资资产的具体情况

中盐华湘拟用于增资的资产主要用于聚合工序、干燥工序等，未来具体增资资产范围将由中盐华湘与高分子子公司届时合法股东协商确定，截至本反馈回复出具之日，拟用于增资资产范围尚未最终确定。如未来中盐华湘对高分子子公司增资，则拟增资资产范围基本情况如下：

序号	生产设备用于工序	生产设备
1	聚合工序	聚合釜、分散泵、KTM 阀门等
2	干燥工序	雾化器、干燥袋滤器等
3	粉碎包装工序	粉碎机、成品料仓等
4	空分空压工序	螺旋杆空压机、活塞空压机等

（二）本次交易估值及业绩承诺未建立在该增资事项预计发生基础上

由于该增资事项未来需经高分子子公司届时合法股东履行相关程序，该等增资

事项存在一定不确定性，从谨慎角度出发，本次高分子子公司估值预测未考虑高分子子公司该等潜在增资事项，评估假设前提中不包括未来高分子子公司可能发生增资事宜，相应业绩承诺也不建立在该等增资事项基础。为保障上市公司利益，吉兰泰集团出具承诺，如业绩承诺期内高分子子公司股权结构发生变动，吉兰泰集团承诺业绩承诺期内高分子子公司实现的归属于兰太实业的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润的金额不低于业绩承诺期内高分子子公司业绩承诺金额。

（三）增资尚待履行的程序，该增资事项存在不确定性，不会对高分子子公司未来生产经营及本次交易造成重大不利影响

本次增资尚需高分子子公司届时合法股东履行内部决策程序基础上方可实施。同时，中盐华湘已认可高分子子公司 100%股权由吉兰泰集团转让至兰太实业事项，中盐华湘化工有限公司在本次重大资产重组事项实施完毕前，不办理高分子子公司股权交割事宜，因此，在本次交易经有权机关审批前，该等增资事项无法实施。如本次重组最终经有权机构审批后得以顺利实施，高分子子公司将变更至兰太实业名下，届时需由兰太实业依照相关关联交易审批程序履行内部程序后才能实施该等增资事项。因本次增资尚需待本次重组审批完成且高分子子公司届时合法股东履行内部决策程序方可实施，因此该等增资事项存在不确定性。

高分子子公司 4 万吨糊树脂项目于 2016 年开始建设，2017 年 9 月顺利投产至今已实现满产能生产，产品质量逐步稳定，最近两年产销量保持在 94%以上，产品已获得市场认可，高分子子公司已拥有稳定经营糊树脂业务的能力。高分子子公司已就 8 万吨糊树脂项目获得项目立项批复和环保批复，未来无论该等增资是否发生，高分子子公司均可自主开展建设并经营糊树脂项目，因此该等增资不确定性不会对高分子子公司生产经营产生重大不利影响。本次交易高分子子公司估值预测未考虑高分子子公司该等潜在增资事项，评估假设前提中不包括未来高分子子公司可能发生增资事宜，也未考虑二期的建设，相应业绩承诺也不建立在该等增资事项基础，同时本次交易完成前高分子子公司该等增资事项不会发生，因此该等增资不确定性不会对本次交易产生重大不利影响。

（四）补充披露情况

上市公司已在报告书之“第四章标的资产基本情况”之“二、高分子子公司”之“（十三）高分子子公司其他事项”予以补充披露。

（五）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

1) 公司已补充了吉兰泰集团与中盐华湘化工有限公司增资框架性协议的背景、具体内容、拟增资资产的具体情况。2) 公司预测未考虑高分子公司该等潜在增资事项，评估假设前提中不包括未来高分子公司可能发生增资事宜，相应业绩承诺也不建立在该等增资事项基础。3) 公司补充了该增资事项还需履行的决策程序，明确增资事项存在不确定性，分析该等增资不确定性不会对本次交易产生重大不利影响。相关分析和披露内容具有合理性。

2、（反馈意见第十九题）申请文件显示，1) 本次交易评估基准日为 2018 年 6 月 30 日。截至评估基准日，四项标的资产账面价值合计为 273,678.13 万元，评估值 414,762.55 万元，增值率 51.55%。2) 本次交易标的资产集中于氯碱、纯碱行业，以本次交易规模最大的氯碱化工为例，预测期 2018 年 7-12 月至 2023 年预测营业收入低于报告期且逐年下降。请你公司：1) 结合截至目前各标的资产的业绩情况，补充披露各标的资产 2018 年实际实现收入及净利润较前次评估预测是否完成，以及 2019 年预测收入及净利润的可实现性。2) 补充披露本次交易各标的资产所属的具体行业是否存在周期性，如是，进一步补充披露周期性对各标的资产的具体影响以及在本次交易收益法评估中是否考虑。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）标的资产 2018 年业绩实现情况及 2019 年 1-4 月实现情况

1、氯碱化工 2018 年业绩实现情况及 2019 年 1-4 月实现情况

单位：万元

项目	2018 年预测数	2018 年实际数	完成率
营业收入	361,595.33	408,145.17	112.87%
净利润	48,045.97	49,386.75	102.79%
项目	2019 年预测数	2019 年 1-4 月实际数	完成率
营业收入	320,750.09	128,010.11	39.91%
净利润	33,292.58	16,018.50	48.11%

注：以上 2019 年 1-4 月财务数据未经审计

2、高分子公司 2018 年业绩实现情况及 2019 年 1-4 月实现情况

单位：万元

项目	2018 年预测数	2018 年实际数	完成率
营业收入	20,053.14	20,780.52	103.63%
净利润	548.19	553.69	101.00%
项目	2019 年预测数	2019 年 1-4 月实际数	完成率
营业收入	23,872.10	7,417.58	31.07%
净利润	807.91	836.40	103.53%

注：以上 2019 年 1-4 月财务数据未经审计

3、纯碱厂 2018 年业绩实现情况及 2019 年 1-4 月实现情况

单位：万元

项目	2018 年预测数	2018 年实际数	完成率
营业收入	49,837.98	52,501.29	105.34%
净利润	1,174.39	1,644.26	140.01%
项目	2019 年预测数	2019 年 1-4 月实际数	完成率
营业收入	50,548.62	16,308.50	32.26%
净利润	1,867.42	935.81	50.11%

注：以上 2019 年 1-4 月财务数据未经审计

4、中盐昆山 2018 年业绩实现情况及 2019 年 1-4 月实现情况

单位：万元

项目	2018 年预测数	2018 年实际数	完成率
营业收入	183,485.91	201,663.86	109.91%
净利润	5,497.41	8,992.62	163.58%
项目	2019 年预测数	2019 年 1-4 月实际数	完成率
营业收入	187,731.20	69,549.36	37.05%
净利润	8,322.12	3,559.33	42.77%

注：以上 2019 年 1-4 月财务数据未经审计

由上可知，标的资产 2018 年业绩均已实现业绩预测，标的资产 2019 年 1-4 月已实现净利润情况均已超过业绩预测 33%，预计标的资产 2019 年业绩实现具

有可行性。

（二）标的资产所处行业具有周期性

标的资产所处行业为氯碱行业，从历史上长期来看，氯碱行业具有周期性。标的资产主要产品具有周期性情况。

1、PVC 产品周期性

近年 PVC 产品价格波动情况如下：



数据来源：Wind 资讯

PVC 行业自 2009 年开始进入行业上行周期，PVC 产品的价格在 2010 年 11 月达到高点，接近 8,850 元/吨，继而带动 PVC 产能从 2010 年开始稳步增长。随后受产能过剩等因素影响，PVC 产品价格进入下行周期，行业整体盈利状况有所下滑。受国家供给侧改革去产能的要求和环保监督管理政策趋严的影响，PVC 行业景气度于 2016 年二季度明显好转，PVC 的价格逐步上涨。由此可见，PVC 市场呈现一定周期性。根据 Wind 数据，PVC 产品价格进入 2019 年后呈现震荡上升趋势，2019 年上半年 PVC 产品均价与 PVC 产品最近十年均价处于同一水平，近年 PVC 产品价格的波动幅度逐步收窄，PVC 产品逐步进入稳定期，当前 PVC 价格处于历史周期平均水平。

2、烧碱产品周期性

近年烧碱产品价格波动情况如下：

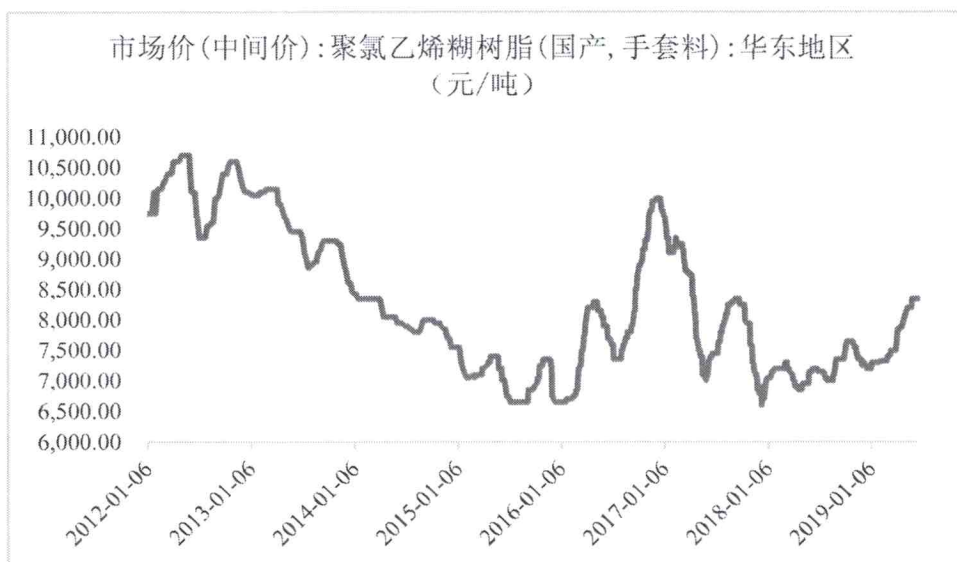


数据来源: Wind 资讯

受下游氧化铝等行业需求减弱影响,2012年至2015年烧碱表观消费量增长率持续下降。2012年开始烧碱行业进入低迷周期,行业内大量落后产能相继退出,产能自2013年后开始缓慢下降,行业产能持续收缩。2016年以来,受下游氧化铝产量增长率上升及其他领域需求的增长影响,烧碱价格大幅上涨,国内烧碱生产企业盈利大幅改善,2018年烧碱行业景气度继续维持。由此可见,烧碱市场呈现一定周期性。根据Wind数据,经历2017年及2018年行业景气阶段后,烧碱产品价格2019年有所回落,当前烧碱价格与烧碱产品最近十年均价相当,当前烧碱价格处于历史周期平均水平。

3、糊树脂产品周期性

近年糊树脂产品价格波动情况如下:



数据来源: Wind 资讯

近年来,我国糊树脂行业新进入企业较多,行业一度出现产能过剩的情况,多数企业利润空间受到挤压,部分地区糊树脂产品供大于求。随着 2015 年国家加强供给侧改革,糊树脂产能增速明显放缓。价格方面,2016 年初糊树脂价格最低跌破 7,000 元/吨,随后受油价反弹、行业低库存和供给偏紧等多重因素影响,价格一路上行,2016 年底接近 10,000 元/吨,2017 年糊树脂价格有所回调,2018 年糊树脂价格相对稳定。由此可见,糊树脂市场呈现一定周期性。根据 Wind 数据,糊树脂产品价格自 2019 年后进入上行周期,2019 年上半年糊树脂产品均价低于糊树脂产品最近十年均价,当期糊树脂产品处于逐步回暖阶段,糊树脂价格逐步接近历史平均水平。

4、纯碱产品周期性

近年纯碱产品价格波动情况如下:



数据来源: Wind 资讯

2010 年以前,我国纯碱产品产量持续提升,纯碱行业逐渐走向供大于求。2011 年以来,纯碱消费量增速大幅下降,纯碱价格进入低迷时期。受纯碱价格持续下滑和环保政策影响,纯碱产能陆续出清,2016 年以来纯碱市场摆脱以前年度低迷,2016 年纯碱价格有所回升。由此可见,纯碱市场呈现一定周期性。根据 Wind 数据,纯碱产品价格在 2019 年后呈现一定波动性,2019 年上半年纯碱产品均价高于纯碱产品最近十年均价,近年纯碱产品价格的波动幅度逐步收窄,纯碱产品逐步进入稳定期。

(三) 行业周期性对各标的资产的影响,以及在本次交易收益法评估中已考虑行业周期性

行业周期性对标的资产的影响主要在于对标的资产销售价格及成本的影响,进而对标的资产的经营业绩产生影响。标的资产的主要经营业绩受行业景气影响,行业景气度较好时,标的资产经营业绩通常较好,行业景气度有所回落时,标的资产经营业绩将有所下滑。

本次交易收益法评估中已考虑行业周期性波动影响。考虑到标的资产所处行业周期性波动影响,本次评估标的资产主要产品稳定期价格取其历史周期内的均价(取历史周期内每月均价的平均值),主要产品价格在预测期内由当前价格向稳定期价格靠拢,符合主要产品周期性波动特点,同时在稳定期选取历史期的均价能够充分考虑周期性波动对产品价格影响,具有合理性。

在未来业绩预测时结合标的资产主要产品历史年度周期性变化情况及评估基准日行业景气度情况，合理谨慎预测未来年度行业周期性及其对标的资产经营业绩的影响。

（四）补充披露情况

上述内容已在报告书“第一章本次交易概况”之“七、业绩承诺及补偿安排”、“第九章管理层讨论与分析”之“二、交易标的资产的行业情况分析”进行补充披露。

（五）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

1) 公司补充了各标的资产 2018 年实际实现收入及净利润、2019 年 1-4 月的实际营业收入及净利润，2018 年的实际营业收入及净利润已完成评估预测，分析 2019 年预测收入及净利润具有可实现性。2) 公司补充了本次交易各标的资产所属的具体行业存在周期性，分析了周期性对各标的资产未来收益的影响。相关分析和披露内容具有合理性。

3、（反馈意见第二十题）、申请文件显示，1) 本次交易收益法评估中，预测氯碱化工 2018 年 7-12 月至 2023 年主营业务收入分别为 160,026.56 万元、320,088.53 万元、307,576.86 万元、305,576.86 万元、303,624.94 万元和 303,624.94 万元。报告期 2017 年、2018 年氯碱化工主营业务收入分别为 361,335.70 万元、401,029.92 万元。预测期氯碱化工预测主营业务收入低于报告期，且预测期持续下降。2) 本次交易预测氯碱化工 2018 年 7-12 月预测毛利率分别为 25.8%、24.5%、22.9%、22.7%、22.3%和 22.3%，低于报告期 2017 年、2018 年毛利率 27.76%和 26.39%。请你公司结合氯碱化工主要产品所处行业发展趋势、供给需求变化、主要竞争对手情况等，补充披露氯碱化工预测期主要产品具体产销量及单价的具体预测依据，预测期收入及利润增长率、毛利率变动情况，并进一步分析氯碱化工预测期预测收入、毛利率均低于报告期且持续下降的合理性，相关因素对氯碱化工未来生产经营是否存在重大不利影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）氯碱化工主要产品所处行业发展趋势、供给需求变化、主要竞争对手

情况

氯碱化工主要产品所处行业发展趋势、供给需求变化参见本反馈意见回复问题十六相关回复。

氯碱化工主要竞争对手包括君正集团、英力特、新疆天业、中泰化学等。

内蒙古君正能源化工集团股份有限公司成立于 2003 年 2 月 16 日，主要业务涉及发电、石灰石开采、生石灰烧制、电石生产、烧碱制备、乙炔法聚氯乙烯制备、硅铁冶炼等环节，主要产品包括聚氯乙烯树脂、烧碱、电石、硅铁、水泥熟料等。截至 2018 年末，公司作为内蒙古地区氯碱化工行业的龙头企业，拥有聚氯乙烯产品产能 80 万吨，烧碱产品产能 55 万吨，硅铁产品产能 30 万吨。

宁夏英力特化工股份有限公司成立于 1996 年 11 月 12 日，主要业务为电石及其系列延伸产品的生产和销售；聚氯乙烯、烧碱及其系列延伸产品的生产和销售；特种树脂生产及销售；电力、热力的生产及销售。截至 2018 年末，公司 PVC 产能为 26 万吨/年，烧碱产能 21 万吨/年。虽然规模不占优势，但英力特拥有自备热电机组，产品质量稳定（其中五型 PVC 取得大连商品交易所期货交割免检产品），资产负债率较低，在同行业中具备一定的竞争力。

新疆天业股份有限公司成立于 1997 年 6 月 9 日，公司采取氯碱产品和塑料节水器材双主业的绿色循环经济发展模式，拥有以特种 PVC 为最终产品的“自备电力→电石→特种 PVC”一体化联动经营模式。截至 2018 年末，公司具备 10 万吨特种树脂、10 万吨糊树脂、15 万吨离子膜烧碱、70 吨电石的产能规模。

新疆中泰化学股份有限公司成立于 2001 年 12 月 18 日，公司拥有氯碱产品、纺织工业与供应链贸易三大业务板块，主营聚氯乙烯树脂（PVC）、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱四大产品，配套热电、兰炭、电石、电石渣制水泥、棉浆粕等循环经济产业链。截至 2018 年末，公司具备 173 万吨聚氯乙烯树脂、120 万吨离子膜烧碱、73 万吨粘胶纤维、270 万吨粘胶纱、238 万吨电石、193.75 万千瓦背压机组的产能规模。

（二）氯碱化工预测期主要产品具体产销量及单价的具体预测依据，预测期收入及利润增长率、毛利率变动情况

总体而言，考虑到标的资产所处周期性特点，本次交易收益法预测标的资产主要产品稳定期价格取其历史周期内的平均价（取历史周期内每月均价的平均

值)，标的资产主要产品价格在预测期内由当前价格向稳定期价格靠拢。选取历史周期均价作为稳定期价格能够充分考虑周期性波动对产品价格影响，具有合理性。

1、氯碱化工预测期主要产品具体产销量预测依据

氯碱化工报告期及预测期主要产品的产销量情况如下：

单位：万吨

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
PVC 产量	41.70	40.46	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
PVC 销量	40.98	40.51	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
烧碱产量	34.73	35.93	33.50	33.50	33.50	33.50	33.50
烧碱销量	35.28	35.96	33.50	33.50	33.50	33.50	33.50

报告期内氯碱化工 PVC 产品和烧碱的产销率均达到 98%以上，根据历史期产量、销量及产销量情况，预测期内预计 PVC 产量和烧碱产量分别为 40 万吨和 33.50 万吨，产销率为 100%，该预测与历史期水平无重大差异。

2、氯碱化工预测期主要产品单价预测依据

氯碱化工报告期及预测期销售单价预测情况如下：

单位：元/吨

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
PVC 单价	5,218.79	5,680.61	5,443.73	5,393.73	5,343.73	5,294.93	5,294.93
PVC 单价 同比变动 情况	-	8.85%	-4.17%	-0.92%	-0.93%	-0.91%	0.00%
烧碱单价	2,961.49	3,030.35	2,282.19	2,004.21	2,004.21	2,004.21	2,004.21
烧碱单价 同比变动 情况	-	2.33%	-24.69%	-12.18%	0.00%	0.00%	0.00%

(1) PVC 产品预测期销售单价预测依据

历史期，PVC 产品市场价格情况如下：



数据来源: Wind 资讯

本次 PVC 价格预测参考 2010 年 11 月至 2016 年 11 月区间平均价格(该历史期间内每月均价的平均值)作为 PVC 稳定期价格。本次选择 2010 年 11 月至 2016 年 11 月历史期间作为参考区间, 主要因为 2010 年至 2016 年间 PVC 产品价格经历一个较为完整的波动周期, 选取该波动周期内的平均值同时考虑了历史年度周期内价格的较高点和较低点因素, 该稳定期价格的选取具有合理性。预测期内, 氯碱化工 PVC 产品价格由当期价格向预测的稳定期价格逐步靠拢, 该价格预测较为谨慎且具有合理性。

1) 2019 年氯碱化工 PVC 产品价格情况

2019 年 1-4 月, 氯碱化工 PVC 销售均价为 5,572.88 元/吨(不含税), 高于 2019 年预测销售价格 5,443.73 元/吨(不含税)。2018 年度, 氯碱化工的营业收入、扣除非经常性损益的净利润均高于本次评估预测, 2018 年度氯碱化工已实现业绩预测。

2) 评估预测参考的历史期间的合理性说明

本次 PVC 产品稳定期价格选择参考 2010 年 11 月至 2016 年 11 月历史区间平均价格, 该期间覆盖 PVC 产品上行周期及下行周期, 取该期间的平均值能够体现 PVC 产品在一个完整周期里的平均价格水平, 具体说明如下:

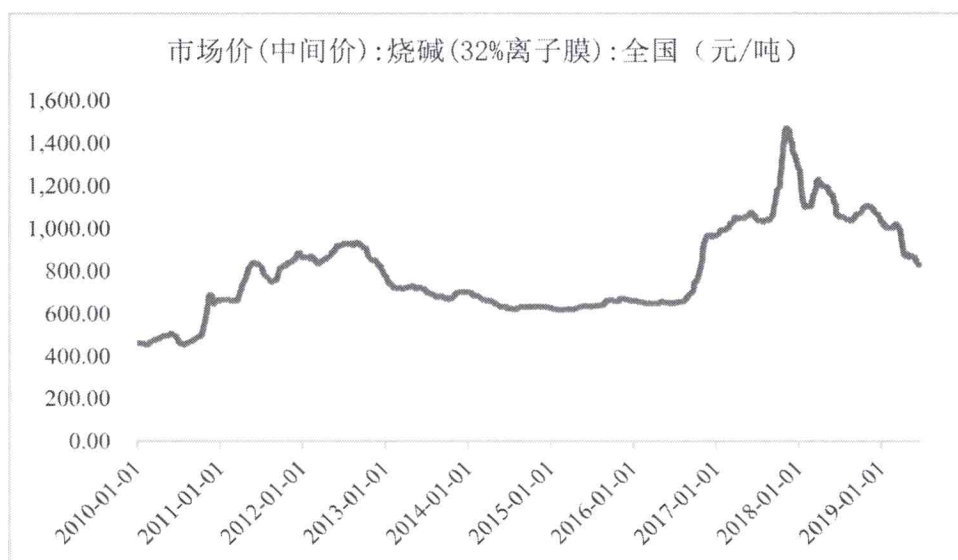
PVC 行业自 2009 年开始进入行业上行周期, PVC 产品的价格在 2010 年 11 月达到高点。随后受产能过剩影响, PVC 价格进入持续下行周期, 至 2015 年末达

到低点, 2014 开始, 化解过剩产能的产业政策和市场调节机制联合作用, 闲置、落后产能逐步退出市场, 国内 PVC 产能总数连续三年保持负增长, 市场供需关系逐步改善。2016 年下半年开始, 随着成本支撑力的进一步增强, 国内 PVC 市场价格震荡上行, 并于 2016 年底产品价格到达相对高点。

综上, 本次预测价格区间包括 PVC 产品一个完整价格变化周期, 且 2019 年 1-4 月, PVC 销售价格仍高于预测价格, PVC 产品价格预测较为谨慎且具有合理性。

(2) 烧碱产品预测期销售单价预测依据

历史期, 烧碱产品市场价格情况如下:



数据来源: Wind 资讯

本次烧碱价格分别参考烧碱产品 2012 年 1 月至 2018 年 6 月区间平均价(该历史期间内每月均价的平均值)作为烧碱产品稳定期价格。本次选择 2012 年 1 月至 2018 年 6 月历史期间作为参考区间, 主要原因为 2012 年 1 月至 2018 年 6 月间烧碱产品价格经历一个较为完整的波动周期, 选取该波动周期内的平均值同时考虑了历史年度周期内价格的较高点和较低点因素, 该稳定期价格的选取具有合理性。预测期内, 氯碱化工烧碱产品价格由当期价格向预测的稳定期价格逐步靠拢, 该价格预测较为谨慎且具有合理性。

1) 2019 年氯碱化工烧碱产品价格情况

2019 年 1-4 月，氯碱化工烧碱销售均价为 2,628.51 元/吨（不含税），高于 2019 年预测销售价格 2,282.19 元/吨（不含税）。

2) 评估预测参考的历史期间的合理性说明

本次烧碱产品稳定期价格选择参考 2012 年 1 月至 2018 年 6 月历史区间平均价格，该期间覆盖综合考虑烧碱产品实际经营特点的价格，取该期间的平均值能够体现烧碱产品在一个完整周期里的平均价格水平，具体说明如下：

烧碱价格从 2010 年开始进入上行周期，2012 年初到相对高点后价格有所回落。自 2016 年下半年开始，烧碱价格呈现回升趋势，烧碱产品景气度回升趋势继续维持至评估基准日即 2018 年 6 月。

综上，本次预测价格区间包括烧碱产品一个完整价格变化周期，且 2019 年 1-4 月，烧碱产品销售价格仍高于预测价格，烧碱产品价格预测较为谨慎且具有合理性。

3、氯碱化工主要产品预测期收入预测依据

氯碱化工报告期及预测期销售收入预测情况如下：

单位：万元

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
销售收入	372,207.01	408,145.17	320,750.09	308,238.88	306,238.88	304,286.96	304,286.96
销售收入增长率	-	9.66%	-21.41%	-3.90%	-0.65%	-0.64%	0.00%
PVC 销售收入	213,866.19	230,121.63	217,749.16	215,749.16	213,749.16	211,797.25	211,797.25
PVC 销售收入增长率	-	7.60%	-5.38%	-0.92%	-0.93%	-0.91%	0.00%
烧碱销售收入	104,481.44	108,971.44	76,453.40	67,140.94	67,140.94	67,140.94	67,140.94
烧碱销售收入增长率	-	4.30%	-29.84%	-12.18%	0.00%	0.00%	0.00%

预测期氯碱化工预测收入参考相应产品（主要包括 PVC 和烧碱）的销售单价和销量确定。因预测期内 PVC 产品和烧碱产品向历史期平均值靠拢，因此其预测期收入有所下降。预期内氯碱化工销售收入下降幅度逐步降低，其中 2019

年氯碱化工销售收入降幅达到 21.41%，主要原因是氯碱化工和烧碱等 2019 年预测期销售单价和销量有所下降。氯碱化工销售收入预测根据相应产品历史周期、历史期销量和产业链状况确定，销售收入预测较为谨慎且合理。

4、氯碱化工预测期毛利率预测依据

氯碱化工报告期及预测期毛利率预测情况如下：

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
毛利率	27.74%	26.04%	24.46%	22.81%	22.70%	22.20%	22.20%
变动情况	-	-1.70%	-1.58%	-1.65%	-0.11%	-0.50%	0.00%

氯碱化工预测期内毛利率呈现逐步下降趋势，下降幅度逐步有所降低。氯碱化工预测期内毛利率有所下降主要原因包括预测期内主要产品销售收入下降，其毛利率变动与销售收入变动相匹配，毛利率预测较为谨慎且合理。可比公司 2012 年至 2018 年销售毛利率平均值为 23.22%，本次稳定期毛利率为 22.20%，毛利率预测较为谨慎。

5、氯碱化工预测期净利率预测依据

氯碱化工报告期及预测期净利率预测情况如下：

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
净利率	15.30%	11.91%	10.38%	8.90%	8.78%	8.37%	8.37%
变动情况	-	-3.39%	-1.53%	-1.48%	-0.12%	-0.41%	0.00%

氯碱化工预测期内净利率呈现逐步下降趋势，下降幅度逐步有所降低。氯碱化工预测期内净利率有所下降主要原因包括预测期内毛利率下降，其净利率变动与毛利率变动相匹配，净利率预测较为谨慎且合理。

（三）氯碱化工预测期预测收入、毛利率均低于报告期且持续下降的合理性，相关因素对氯碱化工未来生产经营不存在重大不利影响

氯碱化工预测期预测收入、毛利率均低于报告期且持续下降，主要原因为氯碱化工所处氯碱行业具有周期性。本次氯碱化工主要产品预测期产销量与历史期处于同一水平，稳定期相应产品销售单价参考该产品历史期相对较为完整周期内

价格的平均值，预测期内的销售单价由当前价格向平均价靠拢，因此预测期销售收入、毛利率低于报告期且持续下降，该预测较为谨慎且具有合理性。

氯碱化工预测期销售收入及毛利率下降主要是因为行业周期性对销售价格的影响导致，属于行业正常的周期性波动。氯碱化工历史期经历过行业的周期性波动，具有相应的经营管理经验，考虑到氯碱化工拥有的资源及成本优势、一体化产业优势等竞争优势，因此该因素对氯碱化工未来生产经营不存在重大不利影响。

（四）补充披露情况

上述内容已在报告书之“第六章 标的资产评估作价及定价公允性”之“二、氯碱化工 100%股权”中进行补充披露。

（五）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司已结合氯碱化工主要产品所处行业发展趋势、供给需求变化、主要竞争对手情况等，补充了氯碱化工预测期主要产品具体产销量及单价的具体预测依据，预测期收入及利润增长率、毛利率变动情况，分析了氯碱化工预测期预测收入、毛利率均低于报告期且持续下降的合理性，分析相关因素对氯碱化工未来生产经营不存在重大不利影响。相关分析和披露内容具有合理性。

4、（反馈意见第二十一题）申请文件显示，1）本次交易收益法评估中，氯碱化工预测期 2018 年 7-12 月至 2023 年预测营业费用分别为 7,313.19 万元、8,385.81 万元、8,120.88 万元、8,079.07 万元、8,035.94 万元和 8,035.94 万元，预测管理费用分别为 7,792.16 万元、9,741.64 万元、9,737.19 万元、9,734.76 万元、9,731.35 万元和 9,731.35 万元。2）报告期氯碱化工 2017 年、2018 年销售费用为 10,401.24 万元、13,595.94 万元，管理费用为 8,760.06 万元、11,519.26 万元，预测期预测期间费用远低于报告期。3）以预测期氯碱化工营业费用及管理费用最大的项目运输费用和修理费为例，预测 2018 年 7-12 月运输费用和修理费分别为 5,994.26 万元和 4,101.95 万元，半年预测值均高于 2019 年至 2023 年的每年的全年预测值。请你公司：1）进一步补充披露氯碱化工预测期各期间费用项目的具体预测依据，远低于报告期的合理性及可实现性。2）补充披露氯碱化工预测 2018 年 7-12 月运输费用和修理费等主要科目半年预测值高

于 2019 年至 2023 年全年数的合理性，相关数据是否准确，与主营业务数据是否匹配，是否存在低估 2019 年至 2023 年期间费用的情况。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）氯碱化工预测期各期间费用项目的具体预测依据，远低于报告期的合理性及可实现性。

1、销售费用预测的具体依据

历史期及预测期，氯碱化工销售费用具体情况如下：

单位：万元

项目	历史期		预测期					
	2017 年	2018 年 1-6 月	2018 年 7-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
销售费用	10,401.24	5,864.37	7,313.19	8,385.81	8,120.88	8,079.07	8,035.94	8,035.94
其中：运输费	7,895.75	4,624.10	5,994.26	5,966.81	5,730.62	5,691.57	5,653.45	5,653.45
职工薪酬	1,473.57	649.75	868.03	1,517.78	1,517.78	1,517.78	1,517.78	1,517.78

氯碱化工的销售费用主要由运输费用及职工薪酬构成，预测期内两者合计占销售费用 89%以上。历史期及报告期内，销售费用剔除运输费用及职工薪酬后的金额占当期营业收入比例保持在 0.28%左右，占比较为稳定，因此氯碱化工销售费用的波动主要受运输费及职工薪酬的因素影响。

考虑到氯碱化工预测期内业绩水平有所下降，参考氯碱化工业绩考核机制，因此预测期内氯碱化工职工薪酬保持 2018 年职工薪酬水平不变。

预测期内，氯碱化工的运输费用参考 2016 年至 2018 年 6 月运输费占主营业务收入比例进行预测。2016 年至 2018 年 6 月运输费及营业收入情况如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
运输费（万元）	3,982.88	7,895.74	4,624.10
主营业务收入（万元）	284,885.27	361,335.70	198,913.93
2016 至 2018 年 6 月期间运输费用之和/主营业务收入之和	1.95%		

2016 年至 2018 年 1-6 月，运输费占营业收入比例分别为 1.40%、2.19%和

2.32%，前述期间运输费用占营业收入比例平均数为 1.97%，与本次评估预测采用的运输费用占营业收入比例 1.95%相比，不存在重大差异。

考虑到企业近年因一票制模式占比增加（一票制模式下氯碱化工支付的运输费用计入销售费用中运输费）而运费快速增长的情况，2018 年 7-12 月结合企业实际运营情况预测运输费用 5,994.26 万元，2018 年下半年企业实际发生运输费用 6,396.81 万元，与本次预测基本相符。

2019 年至稳定期氯碱化工运输费用参考历史期运费费用占营业收入比例确定，具体方法为参考 2016 年至 2018 年 6 月氯碱化工运输费用占比及预测当年氯碱化工主营业务收入金额（扣除氯乙烯单体收入，因氯碱化工与高分子公司生产管道相连，销售氯乙烯单体销售不产生运费支出）确定。氯碱化工是否采取一票制销售模式主要由客户的需求决定，客户的需求处于不断变化中，未来预测期内氯碱化工一票制销售模式的比例变动趋势无法合理预计，因此本次预测未来运费时参考历史期氯碱化工的运输费用占营业收入比例确定，该方法符合以前年度氯碱化工运营状况，具有合理性。

2019 年 1-4 月，氯碱化工运输费用（未经审计）金额为 3,838.45 万元，占当期营业收入（未经审计）比例为 3.00%，占预测 2019 年度运输费用比例为 64.33%，2019 年 1-4 月氯碱化工实际发生的运输费用高于预期。氯碱化工运输费用均为一票制模式下产生的（一票制模式下运输费用由氯碱化工支付，该运输费用计入销售费用中运输费），其运费支出在其售价中已考虑，因此运输费用对氯碱化工的利润总额无重大影响。2019 年 1-4 月，氯碱化工净利润（未经审计）为 16,018.50 万元，占 2019 年预测净利润比例为 48.11%，氯碱化工利润水平符合预期。

2、管理费用预测的具体依据

历史期及预测期，氯碱化工管理费用具体情况如下：

单位：万元

项目	历史期		预测期					
	2017 年	2018 年 1-6 月	2018 年 7-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
管理费用	8,754.35	3,131.40	7,792.16	9,616.64	9,612.19	9,609.76	9,606.35	9,606.35
其中：修理费	3,183.68	655.16	4,101.95	3,486.10	3,499.85	3,499.85	3,499.85	3,499.85
职工薪酬	2,827.07	1,075.61	1,834.40	2,911.88	2,911.88	2,911.88	2,911.88	2,911.88

折旧费	1,419.07	734.03	734.03	1,468.06	1,468.06	1,468.06	1,468.06	1,468.06
-----	----------	--------	--------	----------	----------	----------	----------	----------

氯碱化工的管理费用主要由修理费、职工薪酬及折旧费构成，预测期内两者合计占销售费用 81%以上。历史期及报告期内，管理费用剔除修理费、职工薪酬及折旧费后的金额占当期营业收入比例处于 0.36%-0.57%区间，占比较小且相对稳定，因此氯碱化工管理费用的波动主要受修理费、职工薪酬及折旧费的因素影响。

考虑到氯碱化工预测期内业绩水平有所下降，参考氯碱化工业绩考核机制，因此预测期内氯碱化工职工薪酬保持 2018 年职工薪酬水平不变。考虑到氯碱化工预测期内管理费相关折旧支出无重大变化，因此预测期内管理费中折旧费保持 2018 年折旧费水平。

预测期内，氯碱化工的修理费参考 2014 年至 2017 年修理费占固定资产比例进行预测。2014 年至 2017 年修理费之和占固定资产之和比例为 0.51%，前述期间修理费用占当年固定资产比例分别为 0.55%、0.52%、0.40%和 0.56%，前述数据平均值为 0.51%，两者数据不存在差异。选取 2014 年至 2017 年修理费占比作为预测期参考，主要是考虑历史期氯碱化工修理费有一定波动性（每隔两到三年需进行大修，修理费有所增加），因此选择相对较长期间修理费符合企业运行状况。

2018 年 7-12 月结合企业实际运营情况预测修理费 4,101.95 万元，2018 年下半年企业实际发生修理费用 3,940.68 万元，与本次预测基本相符。

2019 年至稳定期氯碱化工修理费用参考历史期（2014 年至 2017 年）修理费用占固定资产比例及预测年度固定资产金额确定。预测期内的修理费用参考历史期氯碱化工的修理费用占比确定，具有合理性，符合以前年度氯碱化工运营状况，具有可实现性。

2019 年 1-4 月氯碱化工修理费（未经审计）为 1,767.42 万元，占 2019 年预测修理费的比例为 50.70%。氯碱化工的修理费支出主要根据生产经营需要决定，无明显的季节性，因此 2019 年氯碱化工全年修理费支出与 2019 年前 4 月修理费支出无明显线性关系。

3、财务费用预测的具体依据

历史期及预测期，氯碱化工财务费用具体情况如下：

单位：万元

项目	历史期		预测期					
	2017 年	2018 年 1-6 月	2018 年 7-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
财务费用	19,027.97	5,747.16	6,002.21	12,004.42	12,004.42	12,004.42	12,004.42	12,004.42

氯碱化工财务费用参考基准日氯碱化工有息负债规模及历史期借款利率情况确定，预测期内氯碱化工财务费用规模较为稳定。

（二）氯碱化工预测 2018 年 7-12 月运输费用和修理费等主要科目半年预测值高于 2019 年至 2023 年全年数的合理性，相关数据准确，与主营业务数据匹配，不存在低估 2019 年至 2023 年期间费用的情况。

2018 年 7-12 月运输费和修理费及 2019 年至 2023 年运输费和修理费全年数的预测依据参见本回复前述相关内容。

2018 年 7-12 月运输费用和修理费等主要科目半年预测值高于 2019 年至 2023 年全年数主要原因为 2018 年 7-12 月结合企业实际运营状况确定运输费用和修理费，而 2019 年至 2023 年依据历史期运输费用占比和修理费占比确定运输费用和修理费。前述数据准确，与主营业务数据匹配，不存在低估 2019 年至 2023 年期间费用的情况。

（三）补充披露情况

上述内容已在报告书之“第六章标的资产评估作价及定价公允性”之“二、氯碱化工 100%股权”之“（三）收益法评估说明”进行补充披露。

（四）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

1) 公司补充了氯碱化工预测期各期间费用项目的具体预测依据，分析了远低于报告期的合理性及可实现性。2) 分析了氯碱化工预测期 2018 年 7-12 月运输费用和修理费等主要科目半年预测值高于 2019 年至 2023 年全年数的合理性，分析不存在低估 2019 年至 2023 年期间费用的情况。相关分析和披露内容具有合理性。

5、（反馈意见第二十二题）申请文件显示，本次交易收益法评估中，预测高分子公司 2018 年 7-12 月至 2023 年主营业务收入分别为 11,005.64 万元、23,872.10 万元、23,912.10 万元、23,952.10 万元、23,975.02 万元和 23,975.02 万元，毛利率分别为 13.0%、13.5%、15.3%、15.3%、15.4%和 15.4%，预测期主营业务收入保持稳定，毛利率较报告期有所上升。请你公司：1）补充披露高分子公司预测期主要产品具体产销量及单价的具体预测依据，预测期收入及利润增长率、毛利率变动情况。2）结合高分子公司主要产品需求、主要竞争对手情况、在手订单情况等，进一步补充披露高分子公司预测期预测主营业务收入较为稳定，同时预测毛利率有所上升的具体预测依据及可实现性。3）补充披露高分子公司营业费用预测中预测期运输费用与预测销量、营业收入相关数据的匹配性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）高分子公司预测期主要产品具体产销量及单价的具体预测依据，预测期收入及利润增长率、毛利率变动情况

1、高分子公司预测期主要产品具体产销量预测依据

高分子公司报告期及预测期主要产品的产销量情况如下：

单位：万吨

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
糊树脂 产量	0.94	3.56	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
糊树脂 销量	0.89	3.55	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00

高分子公司于 2017 年 9 月进行试生产，报告期内产销率达到 94%以上。考虑到高分子拥有 4 万吨糊树脂产能且报告期内逐步运营稳定，以及报告期内产销量情况，预测高分子公司预测期内实现满产且产销量 100%与报告期内经营情况相符，该预测具有合理性。

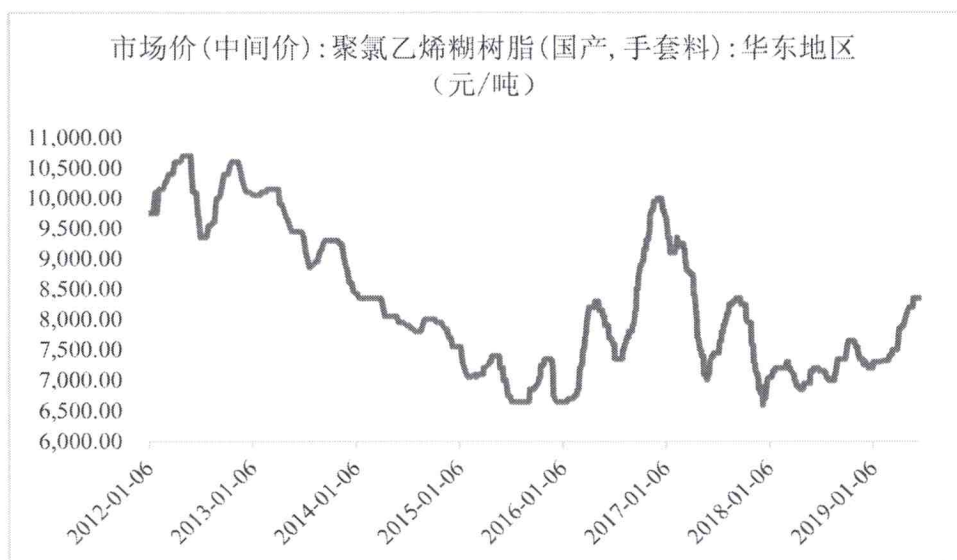
2、高分子公司预测期主要产品单价预测依据

高分子公司报告期及预测期销售单价预测情况如下：

单位：元/吨

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
糊树脂单价	6,032.18	5,803.32	5,968.03	5,978.03	5,988.03	5,993.75	5,993.75
糊树脂单价同比变动情况	-	-3.79%	2.84%	0.17%	0.17%	0.10%	0.00%

历史期，糊树脂产品市场价格情况如下：



数据来源：Wind 资讯

本次糊树脂价格预测选取 2018 年 1-7 月区间平均价格（该历史期间内每月均价的平均值）作为糊树脂稳定期价格。2012 年以来糊树脂产能大幅扩张后市场呈现供过于求，糊树脂产品价格有所回调，随着 2015 年国家实施供给侧改革，糊树脂产能增速明显放缓。在价格方面，2016 年初糊树脂价格最低跌破 7,000 元/吨，随后受油价反弹、行业低库存和供给偏紧等多重因素影响，价格一路上行，2016 年底接近 10,000 元/吨，2017 年糊树脂价格有所回调，2018 年糊树脂价格相对稳定。因此本次预测选取 2018 年 1-7 月区间平均价 5,993.75 元/吨作为稳定期价格，该预测较为谨慎且具有合理性。

1) 2019 年高分子公司糊树脂产品价格情况

2019 年 1-4 月，高分子公司糊树脂产品销售均价 6,117.34 元/吨(不含税)，高于 2019 年预测价格 5,968.03 元/吨（不含税）。2018 年度，高分子公司的营

业收入、扣除非经常性损益的净利润均高于本次评估预测，2018 年度高分子公司已实现业绩预测。

2) 糊树脂产品预测价格合理性说明

高分子公司生产经营期限较短，其生产经营于 2018 年逐步稳定。考虑到高分子公司经营期限较短的情况，本次预测选取的 2018 年 1-7 月区间平均价 5,993.75 元/吨作为稳定期价格，该预测较为谨慎且具有合理性，具体说明如下：

2012 年开始，传统粉料同质化竞争严重，而糊树脂产品依靠其稳定的消费领域，供需关系保持平稳，产品盈利能力凸显，糊树脂产品价格达到历史高点，随着糊树脂产能增加，糊树脂产品价格逐渐下降，2016 年下半年开始，氯碱行业整体盈利情况好转，糊树脂价格有所回升，糊树脂产品 2012 年至 2018 年 6 月（2012 年为糊树脂产品价格指数起始时期）的平均价（不含税价）为 6,826.40 元/吨，参考历史期糊树脂产品价格，糊树脂产品历史期价格较少期间低于含税价 7,000 元/吨（对应不含税价 5,982.91 元/吨），明显高于本次稳定期的预测价格。

综上，由于高分子公司经营时间较短，且处于糊树脂产品价格低点，本次预测期选择为 2018 年 1-7 月，2019 年 1-4 月糊树脂销售均价高于预测期价格，本次预测较为谨慎且具有合理性。

3、糊树脂主要产品预测期收入预测依据

糊树脂报告期及预测期销售收入预测情况如下：

单位：万元

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
销售收入	5,401.80	20,780.52	23,872.10	23,912.10	23,952.10	23,975.02	23,975.02
销售收入增长率	-	284.70%	14.88%	0.17%	0.17%	0.10%	0.00%

预测期高分子公司预测收入参考糊树脂产品的销售单价和销量确定。因预测期内糊树脂向历史期平均值靠拢，因此其预测期收入有所上升。预期内高分子公司销售收入上升幅度逐步降低，其中 2019 年高分子销售收入增速达到 14.88%，

主要原因是高分子公司 2019 年预测期销量和销售单价较 2018 年有所上升。糊树脂销售收入预测参考糊树脂产品历史周期和历史期销量，该销售收入预测较为合理。

4、高分子公司预测期毛利率预测依据

高分子公司报告期及预测期毛利率预测情况如下：

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
毛利率	11.77%	11.38%	13.50%	15.29%	15.33%	15.41%	15.41%
变动情况	-	-0.39%	2.12%	1.79%	0.04%	0.08%	0.00%

高分子公司预测期内毛利率呈现逐步上涨趋势，上涨幅度逐步有所降低。高分子公司预测期内毛利率有所上涨主要原因包括预测期内糊树脂单价上涨，同时预测期内氯碱化工因实施炭材干燥等项目优化生产工艺，供应主要原材料氯乙烯单体价格下降，因此其毛利率有所上涨，其毛利率波动与产品价格及成本波动情况相匹配，具有合理。

5、高分子公司预测期净利率预测依据

高分子公司报告期及预测期净利率预测情况如下：

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
净利率	-8.33%	2.95%	3.38%	4.61%	4.55%	4.61%	4.61%
变动情况	-	11.28%	0.43%	1.23%	-0.06%	0.06%	0.00%

高分子公司预测期内净利率总体呈现上涨趋势，上涨幅度逐步有所降低。高分子公司预测期内净利率有所上涨主要原因包括预测期内毛利率上升。2021 年高分子公司净利率有所下降，主要原因为营业税金及附加有所增加。高分子公司建设期内积累一定待抵扣进项税，随着销售规模增长预计于 2021 年该部分待抵扣进项税抵扣完毕，高分子公司需缴纳相关增值税，因此 2021 年税金及附加有所增长导致其净利率有所下降。总体而言，高分子公司净利率变动与毛利率变动相匹配，净利率预测较为合理。

(二)结合高分子公司主要产品需求、主要竞争对手情况、在手订单情况等，

进一步补充披露高分子公司预测期预测主营业务收入较为稳定，同时预测毛利率有所上升的具体预测依据及可实现性

1、高分子公司主要产品需求、主要竞争对手情况、在手订单情况

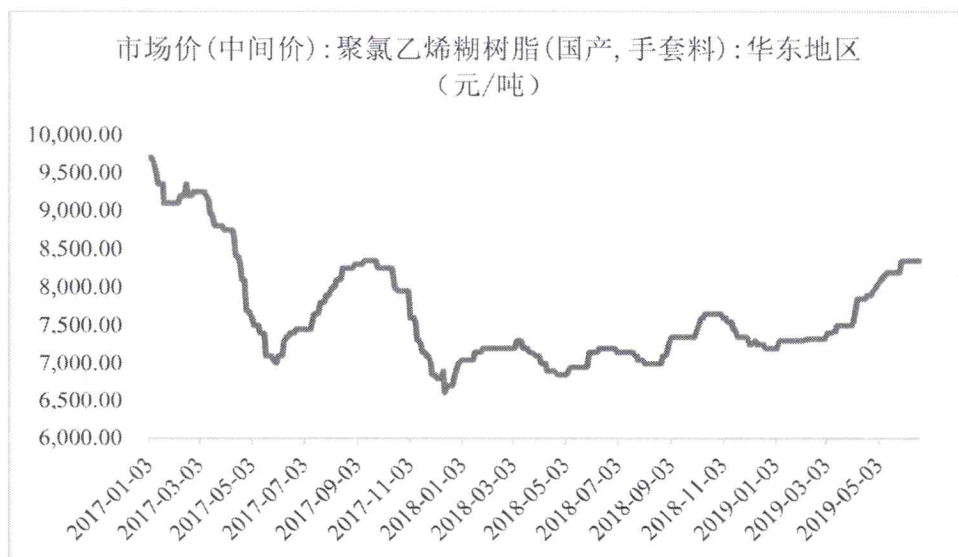
高分子公司主要产品需求、在手订单情况参见本反馈意见回复问题十七相关回复。

高分子公司主要竞争对手包括英力特、新疆天业等。主要竞争对手情况参见本反馈意见回复问题二十相关回复。

2、高分子公司预测期预测主营业务收入较为稳定，同时预测毛利率有所上升的具体预测依据及可实现性

报告期内，高分子公司产销率达到 94%以上，生产经营逐步稳定，因此预测期内高分子公司销量按照 4 万吨预测，预测期内销量保持不变。预测期内，高分子公司糊树脂价格向历史期价格平均值逐步靠拢，销售价格小幅上涨，因此结合销售价格和销量因素预测期内高分子公司主营业务收入较为稳定。

预测期内，高分子公司毛利率上升主要集中在 2019 年及 2020 年，以后预测期年度毛利率小幅波动上涨。2019 年，高分子公司毛利率上升主要受糊树脂产品价格上涨影响。随着供给侧改革深入推进，糊树脂行业产能预计未来将不会发生大幅变化，预计糊树脂行业将保持良性发展，因此预计 2019 年糊树脂产品价格有所上涨。2017 年至 2019 年 4 月，糊树脂市场波动情况如下：



数据来源: Wind 资讯

截至本反馈意见回复出具之日，糊树脂产品价格波动符合预期。2020 年，高分子子公司毛利率上升主要原因为成本下降。预测期内，高分子子公司主要供应商氯碱化工 2019 年实施炭材干燥等项目优化生产工艺流程，该流程可减少电石生产中兰炭耗用量，降低电石成本进而降低氯乙烯单体成本，带动高分子子公司成本下降、毛利率有所上升。该炭材干燥项目工艺较为成熟，已处于筹划实施中，预计生产工艺优化具有可实现性。

综上，高分子子公司毛利率上升主要受报告期内价格回升及成本下降影响。截至本反馈意见回复出具之日，糊树脂产品价格波动符合预期，未来随着氯碱化工优化生产工艺项目稳步实施，高分子子公司毛利率上升具有可实现性。

（三）高分子子公司营业费用预测中预测期运输费用与预测销量、营业收入相关数据的匹配性

报告期内，高分子子公司 2017 年启动试生产阶段，生产经营逐步进入稳定期，因此 2017 年运输费用占比参考性较低。2018 年高分子子公司生产经营稳定，销量达到 3.55 万吨，生产经营较为稳定，因此本次选取 2018 年 1-6 月销售费用占营业收入比例确定预测期内运输费用。预测期内，运输费用与销量、营业收入匹配关系如下：

项目	历史期	预测期					
	2018 年 1-6 月	2018 年 7-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
销售收入 (万元)	8,965.40	11,005.64	23,872.10	23,912.10	23,952.10	23,975.02	23,975.02
销量(万吨)	1.58	1.84	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
运输费用 (万元)	429.54	527.29	1,143.73	1,145.65	1,147.56	1,148.66	1,148.66
运输费用/ 营业收入	4.79%	4.79%	4.79%	4.79%	4.79%	4.79%	4.79%
运输费用/ 销量(元/吨)	271.86	286.57	285.93	286.41	286.89	287.17	287.17

由上可知，预测期内运输费用与营业收入、销量具有匹配性。

（四）补充披露情况

上述内容已在报告书之“第六章标的资产评估作价及定价公允性”之“三、

高分子公司 100%股权”之“（三）收益法评估说明”进行补充披露。

（五）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

1) 公司补充了高分子公司预测期主要产品具体产销量及单价的具体预测依据，预测期收入及利润增长率、毛利率变动情况。2) 结合高分子公司主要产品需求、主要竞争对手情况、在手订单情况等，分析说明了高分子公司预测期毛利率有所上升的具体预测依据及可实现性。3) 补充分析了高分子公司营业费用预测中预测期运输费用与预测销量、营业收入相关数据的匹配性。相关分析和披露内容具有合理性。

6、（反馈意见第二十三题）申请文件显示：1) 本次交易收益法评估中，预测吉兰泰集团纯碱业务 2018 年 7-12 月至 2023 年主营业务收入分别为 25,931.92 万元、50,387.67 万元、50,097.17 万元、49,844.17 万元、49,684.65 万元和 49,684.65 万元，预测毛利率分别为 14.0%、16.5%、16.5%、17.2%、17.4%和 17.4%。2) 报告期吉兰泰集团纯碱业务 2017 年、2018 年主营业务收入分别为 52,171.42 万元和 51,253.18 万元，毛利率分别为 23.10%和 15.59%。请你公司结合吉兰泰集团纯碱业务主要产品供给需求变化、主要竞争对手情况以及报告期毛利率出现较为明显下降的实际情况、进一步补充披露预测期吉兰泰集团纯碱业务预测期主营业务收入和毛利率的具体预测依据，报告期毛利率下降的因素是否已经消除，预测期毛利率上升是否具备可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合吉兰泰集团纯碱业务主要产品供给需求变化、主要竞争对手情况以及报告期毛利率出现较为明显下降的实际情况、进一步补充披露预测期吉兰泰集团纯碱业务预测期主营业务收入和毛利率的具体预测依据

1、吉兰泰集团纯碱业务主要产品供给需求、主要竞争对手情况、毛利率出现较为明显下降情况

吉兰泰集团纯碱业务主要产品供给需求情况参见本反馈意见回复问题十六相关回复。

报告期吉兰泰集团纯碱业务毛利率出现较为明显下降情况参见本反馈意见

回复问题三相关回复。

纯碱厂主要竞争对手包括三友化工和山东海化等。唐山三友化工股份有限公司成立于 1999 年 12 月 8 日，主要从事粘胶短纤维、纯碱、烧碱、聚氯乙烯、混合甲基环硅氧烷等系列产品的生产、销售。2018 年，三友化工纯碱产能为 340 万吨，行业排名第一，为行业龙头企业，且三友化工拥有 53 万吨烧碱产能和 50.5 万吨 PVC 产能。

山东海化集团有限公司成立于 1998 年 6 月 4 日，主要业务涉及纯碱、溴素、氯化钙、原盐等产品的生产和销售，其中纯碱为公司主导产品。山东海化拥有 280 万吨纯碱产能，行业排名第二。

2、预测期吉兰泰集团纯碱业务预测期主营业务收入和毛利率的具体预测依据

(1) 纯碱业务预测期主营业务收入具体预测依据

报告期内及预测期纯碱业务预测期主营业务收入情况如下：

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入（万元）	54,860.09	52,501.29	50,548.62	50,258.12	50,005.12	49,845.60	49,845.60
营业收入增长率	-	-4.30%	-3.72%	-0.57%	-0.50%	-0.32%	0.00%
其中： 纯碱产品销售收入（万元）	52,171.42	51,253.18	50,387.67	50,097.17	49,844.17	49,684.65	49,684.65
纯碱产品销售单价（元/吨）	1,570.01	1,532.23	1,536.21	1,527.35	1,519.64	1,514.78	1,514.78
纯碱产品销售单价同比变动情况	-	-2.41%	0.26%	-0.58%	-0.50%	-0.32%	0.00%
纯碱产品销量（万吨）	33.23	33.45	32.80	32.80	32.80	32.80	32.80

纯碱业务主营业务收入主要由纯碱产品销售收入构成，预测期内纯碱厂营业收入小幅下降，主要原因是纯碱产品收入小幅下降。

报告期内，纯碱产品产销率达到 98%以上，预测期内参考报告期销量确定产销量均为 32.80 万吨，该销量略低于历史期销量，该预测较为谨慎且合理。

历史期，纯碱产品市场价格情况如下：



本次纯碱产品价格预测参考 2016 年 6 月至 2018 年 6 月区间平均价格(该历史期间内每月均价的平均值)作为纯碱产品稳定期价格。本次选择 2016 年 6 月至 2018 年 6 月历史期间作为参考区间, 主要原因为该历史周期纯碱市场进入震荡波动区间, 选择 2016 年 6 月至 2018 年 6 月的历史区间平均值同时考虑了该周期内纯碱价格的较高点和较低点因素, 该稳定期价格的选取具有合理性。预测期内, 纯碱厂纯碱业务价格由当期价格向预测的稳定期价格逐步靠拢, 该价格预测较为谨慎且具有合理性。

1) 2019 年纯碱厂纯碱产品价格情况

2019 年 1-4 月, 纯碱厂纯碱销售均价为 1,562.84 元/吨(不含税), 高于 2019 年预测销售价格 1,536.21 元/吨(不含税)。根据 Wind 资讯数据, 2019 年 1-4 月纯碱行业产量 863.50 万吨, 纯碱产业表观消费量 814.71 万吨, 2019 年以来纯碱行业继续保持紧平衡状态。2018 年度, 纯碱厂的营业收入、扣除非经常性损益的净利润均高于本次评估预测, 2018 年度纯碱厂已实现业绩预测。

2) 评估预测参考的历史期间的合理性

本次评估参考 2016 年 6 月至 2018 年 6 月期间纯碱价格作为未来价格预测的区间, 主要是自 2016 年下半年开始, 国内纯碱行业情况已与以前年度发生较大变化, 具体情况如下。

①行业监管日趋完善, 市场准入门槛提升

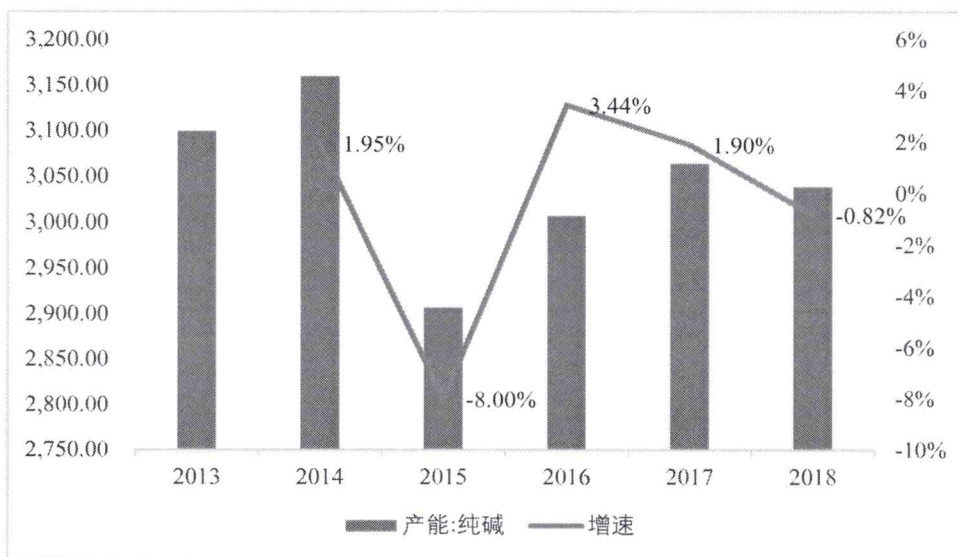
2011 年之前, 纯碱行业快速发展, 纯碱产量快速提升, 产能过剩严重, 同

时，作为各地环保部门重点监管对象之一，纯碱行业产能受到国家严格控制，国家相继起草并出台了《纯碱行业准入条件》、《纯碱行业产业结构调整指导意见》、《环保法》等政策法规，纯碱行业监管日趋完善，相关法规的出台推进落后产能的淘汰以及优化纯碱行业从业结构，纯碱行业准入门槛大幅提高。

②供给侧改革促使纯碱行业供给进一步放缓

2016 年，国家大力推进供给侧改革，推行极为严格的环保政策，鼓励淘汰行业落后产能。为促进产业提质增效，国务院出台《国务院办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》（国办发[2016]57 号），明确规定，“严格控制纯碱等过剩行业新增产能，相关部门和机构不得违规办理土地（海域）供应、能评、环评和新增授信等业务，对符合政策要求的先进工艺改造提升项目应实行等量或减量置换。未纳入《石化产业规划布局方案》的新建炼化项目一律不得建设。研究制定产能置换方案，充分利用安全、环保、节能、价格等措施，推动落后和低效产能退出，为先进产能创造更大市场空间。”

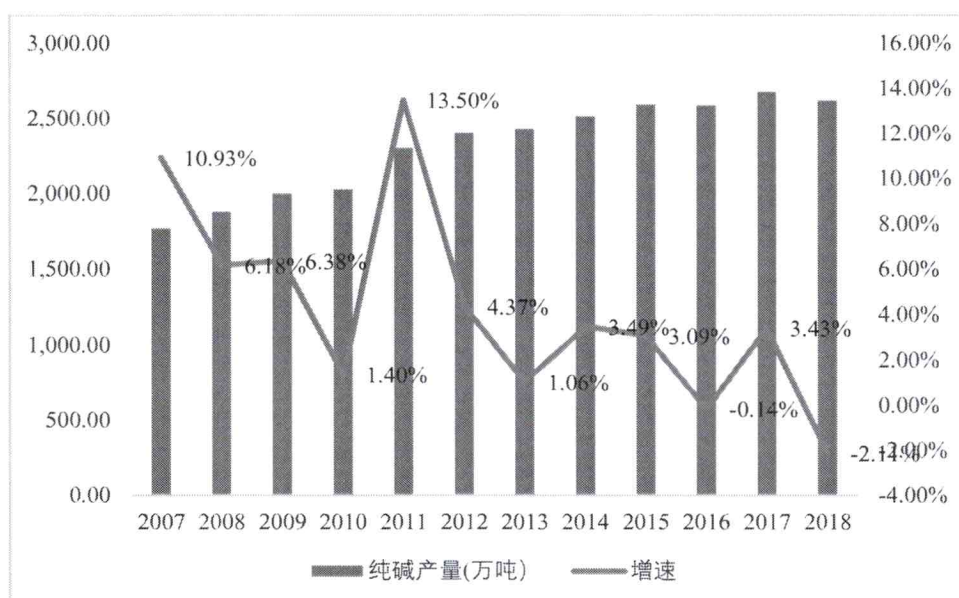
受前述产业政策影响，2016 年开始，纯碱行业新增产能受到更加严格的控制，目前新增产能主要通过产能置换等方式，同时现有落后产能根据环保政策要求将逐步淘汰，因此未来纯碱行业产能增速有限。



数据来源：Wind 资讯

③纯碱行业产量增速明显放缓，国内纯碱产品供给侧情况已与以前年度发生较大变化

2007 年至 2018 年，纯碱行业产量变动情况如下：



数据来源：Wind 资讯

2007年至2011年，纯碱产量基本保持在5%以上增速，其中2007年及2011年纯碱产量增速达到10%以上，纯碱产量呈现供过于求态势，因此2012年开始纯碱产品价格转而进入低迷时期。受下游需求走弱、产品价格低迷等多重因素影响，2012年至2015年纯碱产量增速明显放缓。

受供给侧改革及环保政策影响，2016年至2018年纯碱行业产量维持约2,600万吨水平，2016年及2018年纯碱行业产量增速为负。前述供给侧情况变化对纯碱价格产生影响，2016年下半年开始，纯碱行业景气度有所回升，2016年6月至2018年6月期间纯碱价格呈现震荡上升趋势，价格中枢有所提升，其景气度自2016年至评估基准日已维持两年以上时间，并继续延续至今，国内纯碱供给侧情况已与以前年度发生较大变化。

综上，因此本次评估参考2016年6月至2018年6月期间纯碱价格作为未来价格预测符合纯碱行业变化趋势，2019年1-4月纯碱销售价格高于预测价格，本次预测较为谨慎且具有合理性。

(2) 预测期毛利率的具体依据

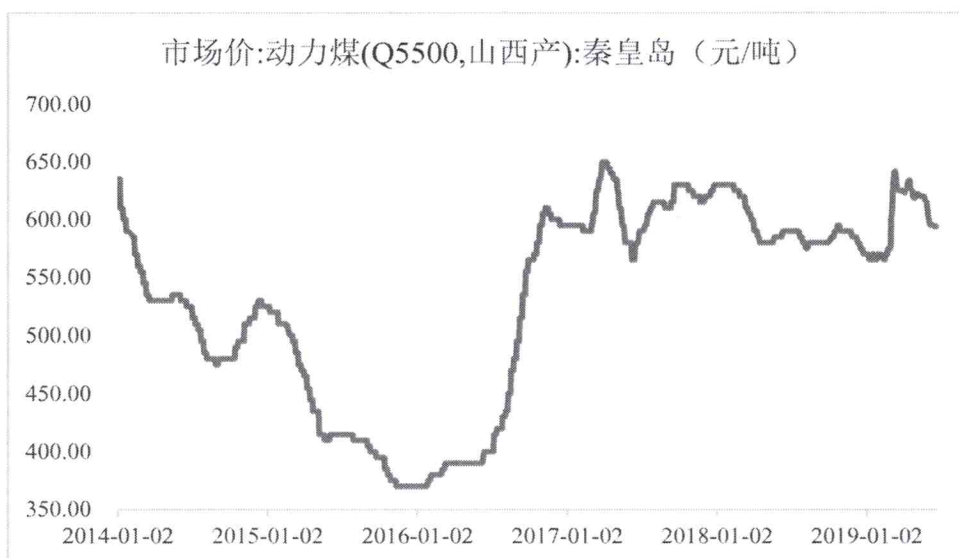
纯碱厂报告期及预测期毛利率预测情况如下：

项目	报告期	预测期
----	-----	-----

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
毛利率	22.05%	15.54%	16.72%	16.81%	17.42%	17.70%	17.70%
变动情况	-	-6.51%	1.18%	0.09%	0.61%	0.28%	0.00%

纯碱厂预测期内毛利率总体呈现小幅上涨趋势。纯碱厂预测期内毛利率有所上涨主要原因为预测期内纯碱产品成本有所下降。预测期内纯碱产品成本下降主要原因是预测期内煤价有所下降。

历史期，煤价具体情况如下：



数据来源：Wind 资讯

由上可知,2016年至2018年煤炭行业受供给侧结构改革影响进入上行周期,煤炭行情较为紧俏,煤价大幅上涨,报告期内的煤炭价格明显高于以前年度。本次预测煤价以历史期2012年1月至2018年6月平均价格作为稳定期煤的采购价,煤采购价在预测期内逐步回落到该平均值,主要原因为近年煤价上涨主要受国家去产能政策影响,未来随着煤炭去产能趋于稳定,作为重要大宗原材料的煤价预计将趋向历史期平均值。根据国际能源署(IEA)《全球煤炭市场报告(2018-2023)》,该报告显示中国是全球煤炭市场的主要参与者,但中国经济正处于结构转型期,煤炭需求将逐渐下降,该报告预计中国煤炭消费量将呈结构性下降,平均每年下降速度不到1%。根据国内煤炭行业标杆上市公司中国神华能源股份有限公司2018年年度报告,该报告在煤炭市场2019年度展望中显示,受安全、

环保检查趋严的影响，预计 2019 年煤炭产量增幅有限；2019 年受世界经济格局变化、贸易摩擦、全球应对气候变化等多种因素影响，世界煤炭市场下行压力加大。可见，未来煤炭市场面临一定下行压力。

由上可知，预测期内纯碱业务毛利率小幅上涨，主要原因为主要原材料的煤采购价预计将回落至历史平均水平，预测期纯碱厂毛利率波动与产品价格及成本波动情况相匹配，具有合理性。

（二）报告期毛利率下降的因素逐步消除，预测期毛利率上升具备可实现性

报告期内，纯碱厂毛利率下降主要原因包括销售单价小幅下降、锅炉生产效率下降等因素导致成本上升等原因。截至本反馈意见回复出具之日，纯碱厂已筹划对锅炉实施改造，如能顺利实施完成将提高锅炉运行效率。2019 年 1-4 月，国内煤价具体情况如下：



数据来源：Wind 资讯

参考 Wind 资讯秦皇岛动力煤价格数据，2018 年 1-4 月秦皇岛动力煤价格均价为 612.13 元/吨，2019 年 1-4 月秦皇岛动力煤价格均价为 599.25 元/吨，2019 年 1-4 月国内煤价较去年同期小幅回落，符合本次评估预测趋势。因此，预计报告期内导致毛利率下降的因素正在逐步消除，预测期内毛利率上升具备可实现性。

（三）补充披露情况

上述内容已在报告书之“第六章标的资产评估作价及定价公允性”之“四、吉兰泰集团纯碱业务经营性资产及负债”之“（三）收益法评估说明”进行补充

披露。

（四）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司结合吉兰泰集团纯碱业务主要产品供给需求变化、主要竞争对手情况以及报告期毛利率出现较为明显下降的实际情况、补充了预测期吉兰泰集团纯碱业务预测期主营业务收入和毛利率的具体预测依据，分析报告期毛利率下降的因素正在逐步消除，预测期内毛利率上升具备可实现性。相关分析和披露内容具有合理性。

7、（反馈意见第二十四题）申请文件显示，本次交易收益法评估中，中盐昆山预测期2018年7-12月至2023年预测主营业务收入分别为92,128.34万元、177,572.91万元、175,567.65万元、173,762.22万元、172,383.56万元和172,383.56万元，预测毛利率分别为16.2%、15.6%、15.8%、16.0%、16.0%和16.0%，预测期毛利率高于报告期。请你公司结合中盐昆山主要产品所处行业发展趋势、供给需求变化、主要竞争对手情况等，补充披露中盐昆山预测期主要产品具体产销量及单价的具体预测依据，并进一步分析预测期中盐昆山预测收入出现小幅下降，毛利率高于报告期的合理性和可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合中盐昆山主要产品所处行业发展趋势、供给需求变化、主要竞争对手情况等，补充披露中盐昆山预测期主要产品具体产销量及单价的具体预测依据，并进一步分析预测期中盐昆山预测收入出现小幅下降，毛利率高于报告期的合理性和可实现性。

1、中盐昆山主要产品所处行业发展趋势、供给需求变化、主要竞争对手情况

中盐昆山主要产品所处行业发展趋势、供给需求变化参见本反馈意见回复问题十六相关回复。

中盐昆山主要竞争对手包括华昌化工。江苏华昌化工股份有限公司成立于1979年12月5日，华昌化工纯碱生产采用的工艺为联碱法，使用氯化钠（食盐、工业盐）、合成氨（由公司合成气生产制取）为原料，生产纯碱、氯化铵。2018

年度，华昌化工联碱类产品生产量为 135.01 万吨。

2、中盐昆山预测期主要产品具体产销量及单价的具体预测依据

中盐昆山主要产品包括纯碱及氯化铵，其具体产销量及单价的预测依据如下。

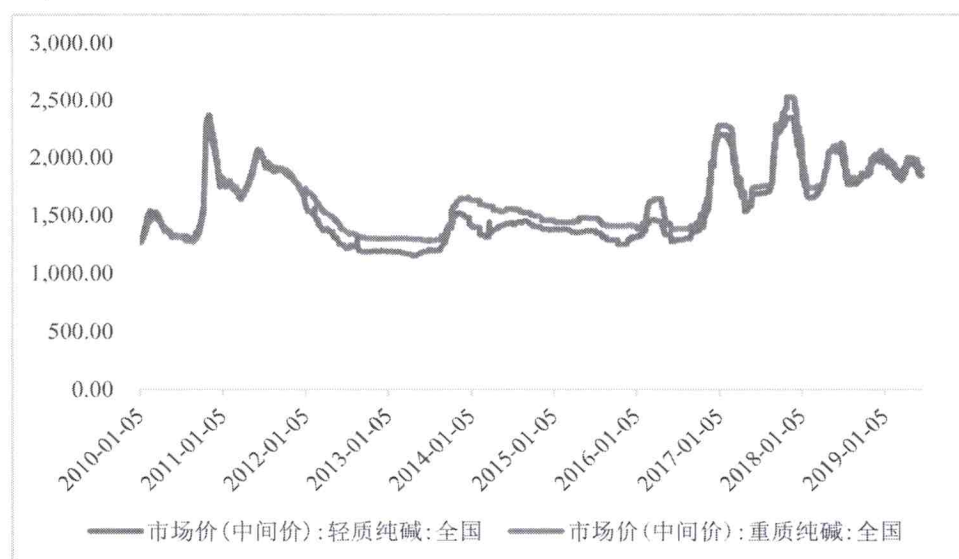
(1) 纯碱具体产销量及单价具体预测及依据

报告期及预测期，纯碱产品产销量及单价情况如下：

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
纯碱产品销售单价（元/吨）	1,554.35	1,560.54	1,541.20	1,518.70	1,496.20	1,480.74	1,480.74
纯碱产品销售单价同比变动情况	-	0.40%	-1.24%	-1.46%	-1.48%	-1.03%	0.00%
纯碱产品产量（万吨）	64.16	74.20	66.00	66.00	66.00	66.00	66.00
纯碱产品销量（万吨）	64.29	72.70	66.00	66.00	66.00	66.00	66.00

报告期内，中盐昆山纯碱产品产销率达到 97%以上，参考报告期纯碱销量，本次预测期内纯碱产销量为 66.00 万吨，该预测较为谨慎且具有合理性。

历史期，纯碱产品市场价格情况如下：



本次纯碱产品价格预测参考 2016 年 6 月至 2018 年 6 月区间平均价格（该历史期间内每月均价的平均值）作为纯碱产品稳定期价格。本次选择 2016 年 6 月

至 2018 年 6 月历史期间作为参考区间，主要原因为该历史周期纯碱市场进入震荡波动区间，选择 2016 年 6 月至 2018 年 6 月的历史区间平均值同时考虑了该周期内纯碱价格的较高点和较低点因素，该稳定期价格的选取具有合理性。预测期内，中盐昆山纯碱业务价格由当期价格向预测的稳定期价格逐步靠拢，该价格预测较为谨慎且具有合理性。纯碱产品选择该期间平均价作为稳定期价格的具体情况参加本反馈意见回复第 6 题相关回复。

2019 年 1-4 月，中盐昆山纯碱产品销售均价为 1,589.85 元/股，高于 2019 年预测销售价格。2018 年度，中盐昆山的营业收入、扣除非经常性损益的净利润均高于本次评估预测，2018 年度中盐昆山已实现业绩预测。

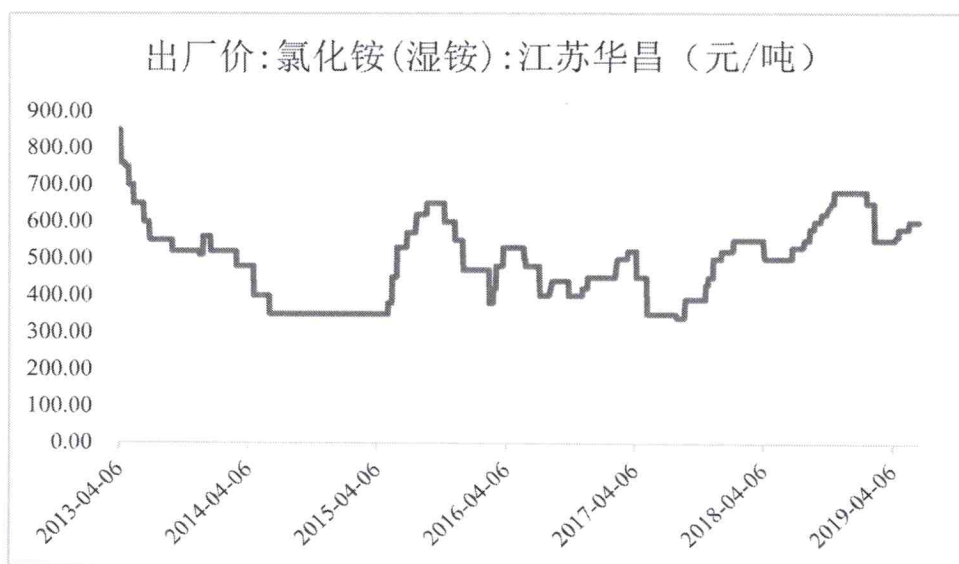
(2) 氯化铵具体产销量及单价具体预测及依据

报告期及预测期，氯化铵产品产销量及单价情况如下：

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
氯化铵产品销售单价（元/吨）	314.26	470.26	430.01	430.01	430.01	430.01	430.01
氯化铵产品销售单价同比变动情况	-	49.64%	-8.56%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
氯化铵产品产量（万吨）	69.60	79.78	72.01	72.01	72.01	72.01	72.01
氯化铵产品销量（万吨）	69.57	78.14	72.01	72.01	72.01	72.01	72.01

报告期内，中盐昆山氯化铵产品产销率达到 97%以上，参考报告期氯化铵销量，本次预测期内纯碱产销量为 72.01 万吨，该预测较为谨慎且具有合理性。

历史期，氯化铵产品市场价格情况如下：



数据来源: Wind 资讯

本次氯化铵产品价格预测参考 2014 年 1 月至 2018 年 6 月区间平均价格(该历史期间内每月均价的平均值)作为氯化铵产品预测期价格。本次选择 2014 年 1 月至 2018 年 6 月历史期间作为参考区间, 主要原因为该周期内氯化铵价格经历了震荡波动, 选择 2014 年 1 月至 2018 年 6 月平均值可同时考虑了该时间内氯化铵价格的较高点和较低点因素的影响。此外, 结合公司历史期干氨及湿氨产品价格差异情况, 最终确定氯化铵产品预测期价格, 该价格预测较为谨慎且具有合理性。

1) 2019 年中盐昆山氯化铵产品价格情况

2019 年 1-4 月, 中盐昆山氯化铵产品销售均价为 500.43 元/吨(不含税), 高于 2019 年预测销售价格 430.01 元/吨(不含税)。

2) 评估预测参考的历史期间的合理性

本次氯化铵产品稳定期价格选择参考 2014 年 1 月至 2018 年 6 月历史区间平均价格, 该期间覆盖氯化铵产品上行周期及下行周期, 具体说明如下:

氯化铵产品自 2014 年 1 月起价格有所回落, 2015 年氯化铵价格有所回暖, 随后氯化铵价格呈现一定波动性, 总体上氯化铵价格历史上 300 元/吨-600 元/吨价格之间波动。考虑到氯化铵产品价格波动周期相对较短的情况, 本次氯化铵产品稳定期价格选择参考 2014 年 1 月至 2018 年 6 月历史区间平均价格, 取该期间的平均值能够体现氯化铵产品在周期波动中的平均价格水平。

综上，氯化铵产品价格区间包含产品上行周期及下行周期，2019 年 1-4 月，氯化铵产品价格高于预测价格。

（二）预测期中盐昆山预测收入出现小幅下降，毛利率高于报告期的合理性和可实现性

1、中盐昆山预测收入出现下降情况

报告期及预测期，中盐昆山预测收入情况如下：

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入（万元）	177,043.13	201,663.86	187,731.20	185,883.96	184,094.92	182,716.26	182,716.26
营业收入增长率	-	13.91%	-6.91%	-0.98%	-0.96%	-0.75%	0.00%
其中：纯碱业务收入	99,928.96	113,450.97	101,719.49	100,234.49	98,749.49	97,728.99	97,728.99
纯碱产品销售单价（元/吨）	1,554.35	1,560.54	1,541.20	1,518.70	1,496.20	1,480.74	1,480.74
纯碱产品销量（万吨）	64.29	72.70	66.00	66.00	66.00	66.00	66.00
氯化铵业务收入	21,862.89	36,746.33	30,964.80	30,964.80	30,964.80	30,964.80	30,964.80
氯化铵产品销售单价（元/吨）	314.26	470.26	430.01	430.01	430.01	430.01	430.01
氯化铵产品销量（万吨）	69.57	78.14	72.01	72.01	72.01	72.01	72.01

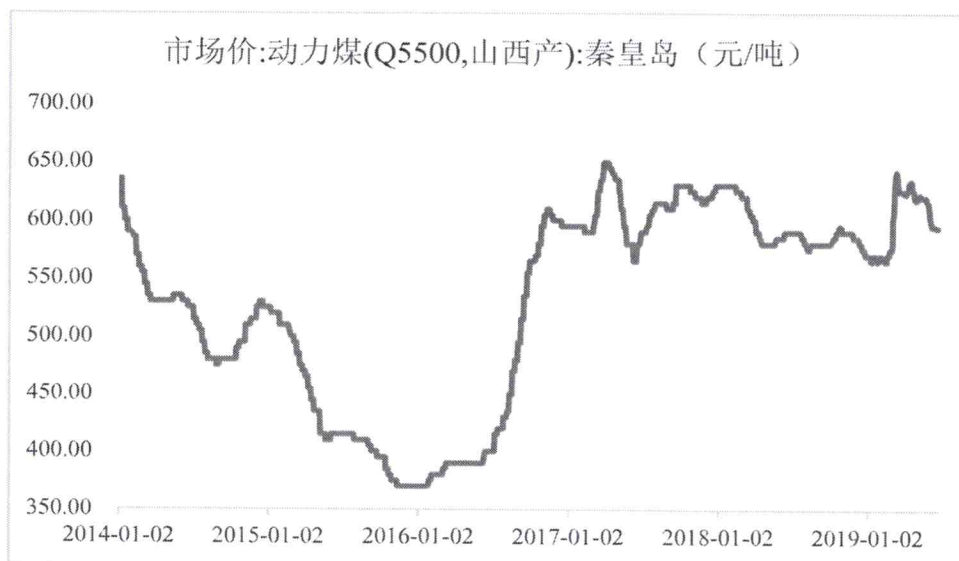
预测期内中盐昆山收入小幅下降，主要原因为预测期内纯碱产品价格向历史期平均水平逐步靠拢，同时参考历史期销量情况预测较为合理的销量情况，前述预测较为谨慎且具有合理性。

2、中盐昆山毛利率情况

报告期及预测期，中盐昆山毛利率情况如下：

项目	报告期		预测期				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
毛利率	9.57%	14.65%	14.77%	14.90%	15.04%	15.04%	15.04%
毛利率变动情况	-	5.08%	0.12%	0.13%	0.14%	0.00%	0.00%

预测期内，中盐昆山营业收入小幅下降、毛利率小幅上升，主要原因为中盐昆山营业成本预测期内有所下降。预测期内中盐昆山营业成本下降主要原因为预测期内煤价下降，相应降低联碱产品成本。历史期，煤价具体情况如下：



数据来源：Wind 资讯

由上可知，2016 年至 2018 年煤炭行业受供给侧结构改革影响进入上行周期，煤炭行情较为紧俏，煤价大幅上涨，报告期内的煤炭价格高于以前年度。本次预测煤价以历史期 2012 年 1 月至 2018 年 6 月平均价格作为稳定期煤的采购价，煤采购价在预测期内逐步回落到该平均值，主要原因为近年煤价上涨主要受国家去产能政策影响，未来随着煤炭去产能趋于稳定，作为重要大宗原材料的煤价预计将趋向历史期平均值。

预测期内，中盐昆山纯碱产品及煤采购价逐步回归到历史均值，符合相关产品历史情况，预测期内中盐昆山毛利率预测具有合理性及可实现性。

3、纯碱厂纯碱毛利率与中盐昆山纯碱毛利率预测差异原因

预测期内，纯碱厂纯碱产品与中盐昆山纯碱产品相关财务对比情况如下：

项目	预测期
----	-----

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
纯碱厂纯碱毛利率	16.46%	16.54%	17.15%	17.44%	17.44%
中盐昆山纯碱毛利率	21.49%	21.92%	22.10%	22.30%	22.30%
差异率 (纯碱厂纯碱毛利率-中盐昆山纯碱毛利率)	-5.04%	-5.38%	-4.95%	-4.86%	-4.86%

纯碱厂纯碱产能为 30 万吨，中盐昆山纯碱产能为 60 万吨，中盐昆山较大的产能降低了中盐昆山纯碱产品的单位固定成本。纯碱厂和中盐昆山分别采用氨碱法和联碱法生产纯碱，联碱法生产工艺优点包括原盐利用率高，因此中盐昆山单位产品成本中原盐成本相对较低，因此预测期内中盐昆山毛利率高于纯碱厂。

(三) 补充披露

上述内容已在报告书之“第六章标的资产评估作价及定价公允性”之“五、中盐昆山 100%股权”之“(三) 收益法评估说明”进行补充披露。

(四) 中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司结合中盐昆山主要产品所处行业发展趋势、供给需求变化、主要竞争对手情况等，补充了中盐昆山预测期主要产品具体产销量及单价的具体预测依据，分析了预测期中盐昆山预测收入出现小幅下降，毛利率高于报告期的合理性和可实现性。相关分析和披露内容具有合理性。

8、（反馈意见第二十五题）申请文件显示，本次交易收益法评估中，中盐昆山预测期 2018 年 7-12 月至 2023 年预测营业税金及附加金额分别为 126.74 万元、525.43 万元、811.77 万元、1,029.99 万元、1,027.28 万元和 1,027.28 万元，金额呈现大幅上升的态势，而同期预测主营业务收入趋势为持续小幅下降。请你公司补充披露中盐昆山预测营业税金及附加的具体预测依据，以及其变化趋势与主营业务收入变化趋势相反是否合理，相关预测数据是否准确。请独立财务

顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一) 中盐昆山预测营业税金及附加的具体预测依据，其变化趋势与主营业务收入变化趋势相反具有合理性，相关预测数据准确

2016年4月中盐昆山试生产，截至2018年6月30日，中盐昆山本部形成9,195.72万元待抵扣进项税。预测期内，根据销售收入及采购情况预计增值税销项税及增值税进项税，再扣减待抵扣进项税，测算出缴纳的增值税，再以前述增值税为基础测算城建税、教育费附加、地方教育费附加。同时，因评估基准日中盐昆山部分房产尚未决算，预测期内预计中盐昆山办理完毕相关手续并缴纳房产税，故预测期内缴纳房产税金额有所增加。其他土地使用税费、印花税等参考报告期金额确定。预测期内营业税金及附加具体预测情况如下：

单位：万元

项目	预测期					
	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
销项税	13,985.26	26,763.41	26,463.77	26,177.52	25,956.94	25,956.94
进销项	21,122.41	21,785.03	21,450.59	21,150.12	20,956.62	20,956.62
增值税 (销项税-进项税-待抵扣进项税)	-7,137.15	-2,158.77	2,854.40	5,027.40	5,000.32	5,000.32
城建税 (增值税*税率)	-	-	142.72	251.37	250.02	250.02
教育费附加	-	-	85.63	150.82	150.01	150.01
地方教育费附加	-	-	57.09	100.55	100.01	100.01
房产税	8.62	294.20	294.20	294.20	294.20	294.20
土地使用税费	93.12	186.23	186.23	186.23	186.23	186.23
印花税	25.00	45.00	45.90	46.82	46.82	46.82
合计	126.74	525.43	811.77	1,029.99	1,027.28	1,027.28

注：增值税为负代表待抵扣的进项税

由上可知，预测期内税金及附加变动趋势与营业收入相反主要原因是中盐昆山以前年度建设期内积累较大金额的待抵扣进项税，根据中盐昆山预计业绩情况该等进项税预计至 2020 年度抵扣完毕，因此预测期 2018 年 6 月至 2019 年预计中盐昆山无需缴纳增值税。相关待抵扣进项税抵扣完成后，中盐昆山需缴纳相关增值税及城建税、教育费附加、地方教育费附加，因此预测期内营业税金及附加呈现上涨趋势，与营业收入变化趋势相反具有合理性，相关预测数据准确。

（二）补充披露

上述内容已在报告书之“第六章标的资产评估作价及定价公允性”之“五、中盐昆山 100%股权”之“（三）收益法评估说明”进行补充披露。

（三）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

公司补充了中盐昆山预测营业税金及附加的具体预测依据，分析相关预测合理准确。相关分析和披露内容具有合理性。

9、（反馈意见第二十六题）请你公司：1）补充披露本次交易收益法评估中，各标的资产均存在预测永续期折旧及摊销金额高于追加资本金额的具体预测依据及合理性。2）结合可比交易的具体情况，进一步补充披露本次交易收益法评估针对四项标的资产选取的折现率区间在 8.17%-9.99%之间的合理性，并针对折现率的各项目进行逐项比较分析。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）标的资产预测永续期折旧及摊销金额高于追加资本金额的具体预测依据及合理性

预测期内标的资产永续期折旧、摊销及追加资本金额如下：

单位：万元

项目	氯碱化工				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
折旧	30,183.38	30,313.45	30,313.45	30,313.45	30,313.45
摊销	351.33	350.97	350.97	350.97	350.97
追加资本	25,131.15	23,856.41	23,851.21	23,558.64	23,834.26
其中：资产更新支出	22,706.22	23,834.26	23,834.26	23,834.26	23,834.26

项目	高分子公司				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
折旧	918.11	918.11	918.11	918.11	918.11
摊销	122.57	122.57	122.57	122.57	122.57
追加资本	213.38	1,017.20	774.08	779.26	771.64
其中：资产更新支出	771.64	771.64	771.64	771.64	771.64
项目	纯碱厂				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
折旧	1,838.42	2,004.99	2,004.99	2,004.99	2,004.99
摊销	376.42	214.66	87.35	87.35	87.35
追加资本	4,836.65	2,803.49	1,313.13	1,248.82	1,193.75
其中：资产更新支出	1,193.75	1,193.75	1,193.75	1,193.75	1,193.75
项目	中盐昆山				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
折旧	14,492.53	14,492.53	14,492.53	14,492.53	14,492.53
摊销	368.00	368.00	368.00	368.00	368.00
追加资本	12,477.76	10,972.60	10,959.49	10,726.55	10,314.65
其中：资产更新支出	10,314.65	10,314.65	10,314.65	10,314.65	10,314.65

标的资产预测期折旧及摊销根据基准日标的资产固定资产及无形资产原值、折旧及摊销年限等综合确定，与报告期的折旧及摊销处理保持一致。

标的资产预测期内追加资本主要由资产更新支出构成。随着使用年限的增加，企业资产未来将逐步达到经济使用寿命而报废。为维持生产经营规模和企业的经营，标的资产需要对已达到经济使用年限的资产进行更新，由此产生相关更新维护的资产支出即资产更新支出。本次资产更新支出预测，按照资产在评估基准日的固定资产原值、经济使用年限确定未来年度资产更新支出的总额，在预测期内及永续期将后续支出总额折现至预测期期初后进行年金化确定每年的更新支出。前述资产更新支出采取年金化处理符合行业惯例，具有合理性。

受资产支出年金化及固定资产折旧年限、无形资产摊销年限与经济使用年限差异的影响，导致预测永续期折旧及摊销金额高于追加资本金额，该差异符合行业惯例，具有合理性。

（二）结合可比交易的具体情况，进一步补充披露本次交易收益法评估针对

四项标的资产选取的折现率区间在 8.17%-9.99%之间的合理性，并针对折现率的各项进行逐项比较分析

1、标的资产折现率与可比交易逐项分析比较

标的资产与可比交易的逐项对比情况如下：

项目	氯碱化工	高分子公司	纯碱厂	中盐昆山	天伟化工	乌海化工	中源化学
权益比	0.5760	0.6428	1.0000	0.3564	0.6359	0.5725	0.8076
债务比	0.4240	0.3572	0.0000	0.6436	0.3641	0.4275	0.1924
国债利率	0.0397	0.0397	0.0397	0.0397	0.0361	0.0391	0.0421
可比公司收益率	0.0960	0.0960	0.0960	0.0960	0.1218	0.1094	0.0946
适用税率	0.2500	0.2500	0.2500	0.2500	0.2500	0.1500	0.2500
无杠杆 β	0.8806	0.8806	0.7028	0.7028	0.7762	0.7424	0.8635
权益 β	1.3666	1.2476	0.7028	1.6548	1.1096	1.2137	1.0178
特性风险系数	0.0200	0.0200	0.0200	0.0200	0.0050	0.0500	0.0300
权益成本	0.1366	0.1299	0.0993	0.1529	0.1362	0.1744	0.1255
债务成本(税后)	0.0398	0.0359	0.0326	0.0423	0.0383	0.059	0.0479
WACC	0.0956	0.0963	0.0993	0.0817	0.1005	0.1251	0.1106

(1) 权益比及债务比

权益比及债务比取决于被评估单位的有息负债和权益资本结构，权益比及债务比之和为 1。通常权益比及债务比取值方法包括参考行业可比公司的资本结构以及选用自身资本结构，可比交易案例的资本结构取值在 19.24%—36.41%，可比交易乌海化工选用自身资本结构，天伟化工、中源化学参考行业可比公司资本结构，本次评估选用被评估单位自身资本结构，符合评估准则要求。

(2) 国债利率

可比交易案例的无风险利率取值在 3.61%—4.21%之间，标的资产本次取值为 3.97%，在可比交易案例的取值范围之内。国债利率受评估基准日时点而有所差异，本次评估选用十年期以上国债利率平均水平作为无风险利率，符合行业惯例。

(3) 可比公司收益率

可比交易案例的可比公司收益率值在 0.0946-0.1218 之间，标的资产本次取值为 0.0960，在可比交易案例的取值范围之内。可比公司收益率具体受评估基准日可比上市公司选取以及对于股价波动情况影响。本次评估参考可比上市公司的值平均值作为标的公司可比公司收益率，符合行业惯例。

(4) 所得税率

折现率中的所得税率均选取标的公司自身的预测所得税率，可比交易案例除乌海化工外取值均为 25%，标的资产本次均选择 25% 税率作为所得税率，符合行业惯例。

(5) 无杠杆 β

可比交易案例的无杠杆 β 值在 0.7424-0.8635 之间，标的资产纯碱厂及中盐昆山（均为纯碱生产企业）取值为 0.7028、氯碱化工及高分子取值为 0.8806。无杠杆 β 具体受评估基准日可比上市公司选取以及可比上市公司资本结构等影响。本次评估参考可比公司收益率及可比公司财务杠杆因素确定无杠杆 β ，符合行业惯例。

(6) 权益 β

权益 β 取值取决于无杠杆 β 及被评估单位财务杠杆情况，因标的资产及可比公司之间债务比及权益比有所差异，因此权益 β 有所差异。本次评估参考无杠杆 β 及标的资产财务杠杆因素确定权益 β ，符合行业惯例。

(7) 特性风险系数

可比交易案例的特性风险系数取值在 0.005-0.05 之间，本次标的资产特性风险系数取值 0.02，在可比交易案例的取值范围之内，处于合理范围内。

(8) 权益成本

可比交易案例的权益成本系数取值在 0.1255-0.1744 之间，本次标的资产氯碱化工、高分子公司、中盐昆山权益成本取值在可比交易案例的取值范围之内。纯碱厂取值为 0.0993，低于可比交易案例的取值范围，主要原因为纯碱厂债务比为 0，造成权益 β 和无杠杆 β 取值相同，权益 β 取值较其他标的资产及可比公司相对较低，纯碱厂权益成本主要受其有息负债和权益资本结构的影响。本次标的资产权益成本的计算方法与可比交易案例相同，符合行业惯例。

(9) 债务成本

可比交易案例的债务资本成本取值在 0.0383—0.059 之间，标的资产氯碱化工、中盐昆山取值在可比交易案例的取值范围之内，纯碱厂和高分子公司取值略低于可比交易案例取值范围。本次评估选用企业实际负债成本作为债务资本成本，符合行业惯例。

收益法中的折现率受债务比及债务成本、权益比及权益成本等因素影响，本次交易标的资产折现率低于可比交易案例，除纯碱厂外，三个标的资产折现率较低的主要原因包括资本结构的差异。除纯碱厂外，三个标的资产债务比高于可比交易平均水平，而标的资产债务成本低于可比交易平均水平，受债务比偏高、债务成本偏低因素影响，三个标的资产折现率低于可比交易。纯碱厂的资本结构与其他标的及可比交易差异较大，纯碱厂折现率较低主要是可比公司收益率较低导致权益成本较低，纯碱厂权益比为 1，纯碱厂权益成本即为其折现率，因此纯碱厂折现率较低。

可比交易中天伟化工的主营业务为 PVC、烧碱业务，与氯碱化工主营业务接近，假设天伟化工的权益比及债务比与氯碱化工相同，则推算天伟化工的折现率为 0.0994，与氯碱化工及高分子公司折现率接近。可比公司中源化学的主营业务为纯碱及小苏打，其产品类型及权益负债结构与纯碱厂更为接近，假设中源化学的权益比及债务比与纯碱厂相同，则推算中源化学的折现率为 0.0924，低于纯碱厂的折现率。可比公司乌海化工的主营业务为 PVC、烧碱及纯碱业务，其中以 PVC、烧碱业务为主，与氯碱化工主营业务较为接近，乌海化工的权益比及债务比与氯碱化工较为接近，乌海化工的折现率高于氯碱化工，主要原因为其特性风险系数及债务成本均处于标的公司及其他可比公司最高水平，因此其折现率明显高于标的公司及其他可比公司。综上，标的公司与可比公司的折现率差异主要受资本结构的差异影响。

本次收益法评估中，折现率变动对标的资产的评估值影响如下：

项目	折现率变动后的标的资产 评估值合计（万元）	估值变动率 （%）	敏感系数
折现率增加 2 个百分点	401,460.82	-3.21	-1.60
折现率降低 2 个百分点	428,606.38	3.34	-1.67

注 1：折现率增减变动为变动比例，不是变动的绝对额；

注 2：敏感系数=估值变动率/因素变动率

本次收益法评估中，标的资产估值对折现率变动的敏感系数约为-1.6，标的资产估值对折现率波动的敏感性相对较低。

综上，本次评估标的资产折现率取值方法符合行业惯例，与可比交易案例相比无重大差异，本次评估标的资产折现率取值 0.0817-0.0993，略低于可比交易案例，主要原因受各被评估单位权益资本及有息负债结构、评估基准日选取、可比上市公司选取及其股价波动情况、特性风险系数等多重因素影响导致。综合考虑本次交易标的资产权益资本及有息负债结构、本次评估基准日差异、可比公司情况等因素影响，本次评估折现率选取具有合理性。

（三）补充披露情况

上述内容已在报告书之“第六章 标的资产评估作价及定价公允性”之“一、标的资产评估概况”进行补充披露。

（四）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

1) 公司补充分析了收益法评估中各标的资产预测永续期折旧及摊销金额高于追加资本金额的具体预测依据及合理性。2) 结合可比交易的具体情况，补充分析四项标的资产选取的折现率区间的合理性，对折现率的各项目进行了逐项比较分析。相关分析和披露内容具有合理性。

（此页无正文，仅为中联资产评估集团有限公司《关于中国证券监督管理委员会190830号，〈中国证监会行政许可项目一次反馈意见通知书〉资产评估相关问题的反馈答复的核查意见（修订稿）》的签字盖章页）

