



关于浙江新安化工集团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 之并购重组委审核意见的回复

中国证券监督管理委员会：

贵委员会并购重组委 2020 年第 42 次会议审核意见（以下简称“审核意见”）奉悉。按照审核意见的要求，浙江新安化工集团股份有限公司管理层研究后，已对相关材料进行了补充修改，本评估公司承办资产评估师已经认真核查，现将审核问题补充情况汇报如下：

请申请人结合标的资产的主要产品历史期价格走势、产品结构、产能利用率、市场竞争格局、毛利率波动等因素，进一步说明标的资产预测期业绩的可实现性和标的资产估值的合理性。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

答复：

浙江传化华洋化工有限公司（以下简称“华洋化工”）的主营业务为造纸化学品和塑料化学品的研发、生产与销售，造纸化学品及塑料化学品行业属于精细化工行业。基础化工行业与精细化工行业对比如下：

项目	基础化工	精细化工
概念	以石油化工为基础发展起来的大规模合成工业	以大化工产品为原料进行深加工，生产批量较小，纯度或质量要求较高、附加值较高的化学品
产品类型	通用化学品，如：原油裂解产品，乙炔聚合产品等	针对某一细分应用领域的专用化学品，如：纸张用添加剂、塑料助剂、表面活性剂等
特点	1. 工艺简单； 2. 产量较大； 3. 附加值和利润率较低； 4. 周期性强。	1. 大多以间歇方式小批量生产； 2. 高技术密集度，品种多、更新快，需要不断进行产品的技术开发； 3. 投资效率高、附加值高、利润率高； 4. 周期性相对较弱。

精细化工产品种类多、用途广、产业关联度大，直接服务于国民经济的诸多行业和高新技术产业的各个领域，并且需要不断进行产品的技术和应用开发，拥有资金和技术的双重壁垒，精细化工产品附加值高，在国民经济中占有重要地位。

一、市场竞争格局

（一）造纸化学品行业

现阶段，国内造纸化学品公司包括内资公司和外资公司两类。其中内资公司以华洋化工、华软科技(002453.SZ)、河北三川化工有限公司、旭泰(太仓)精细化工股份有限公司等为主体。外资公司中以凯米拉化学品(上海)、索理思、巴克曼实验室化工(上海)等为代表。

国内造纸化学品制造商多为中小企业，数量众多、规模普遍较小，技术力量较为薄弱，企业销售规模一般不超过五千万元/年。大部分企业只能提供某种或某几种造纸化学品产品，产品缺乏系列化和精细化，难以满足客户的差异化需求。

近年来，随着国产化能力不断提升，造纸化学品市场一直呈现“国”进“外”退的局面。根据《2018 中国造纸化学品产业发展研究》，2018 年国际化造纸化学品公司的整体市场份额已经降至 20%左右。总体来看，国内市场产品的生产供应逐步由外资企业为主转向国内企业主导。

行业内大型龙头企业有望在市场竞争中获取更高的市场份额，主要原因包括：首先，由于下游造纸工业市场集中度不断提高，大型造纸企业更加倾向于与品牌知名度高、质量控制稳定且产品规格较为齐全的造纸化学品公司合作；其次，由于我国环保要求的不断提高，数量众多的作坊式的中小企业生存压力较大，逐步会退出市场竞争，给其他企业腾出市场空间；此外，由于我国出口退税政策的调整，国内龙头造纸化学品企业在国际市场中的竞争力逐步增强，有利于抢夺国际市场份额。

华洋化工公司是目前国内最主要的造纸化学品生产商之一，处于行业龙头地位，围绕造纸行业客户多样化的需求，华洋化工近年来持续研发并不断推出新品、丰富产品序列，增强剂、过程助剂等产品销售持续增加，已经形成了产品种类齐全、研发技术水平较高、规模效应明显及品牌影响力强的竞争优势。根据中国制浆造纸研究院有限公司、中国科学院科技战略咨询研究院等联合出版的《2018 中国造纸化学品产业发展研究》显示：“华洋化工公司生产的造纸增白剂业务市场占有率全球领先，

亚洲第一”。

（二）塑料化学品行业

塑料化学品是塑料制品工业的伴生行业，其发展与塑料制品工业发展密切相关。经过多年发展，我国塑料化学品产业已形成一定的规模，生产企业众多，市场化程度较高，但多为规模较小、竞争力较弱的企业。近年来，随着众多科研院所、企业在塑料化学品行业的持续研发投入，目前技术水平不断提高，优秀的塑料化学品生产企业的生产技术已经基本接近国际先进水平。

在塑料化学品领域，除华洋化工公司外的主要生产企业及其主要产品如下：

序号	公司名称	主要产品
1	浙江万盛股份有限公司 (603010.SH)	有机磷系阻燃剂、特种脂肪胺、聚合物多元醇
2	江苏雅克科技股份有限公司 (002409.SZ)	固化剂、特种阻燃剂、聚氨酯阻燃剂、工程塑料阻燃剂、聚氨酯催化剂等产品
3	安徽佳先功能助剂股份有限公司 (430489.OC)	PVC 辅助热稳定剂 DBM 和 SBM
4	山东慧科助剂股份有限公司 (871685.OC)	PVC 复合高效稳定剂、PVC 复合助剂
5	山东泰星新材料股份有限公司 (873321.OC)	阻燃剂、阻燃母料和阻燃专用料，包含磷、氮、铝、镁、锌等几大系列产品

凭借良好的技术研发能力、制造水平、服务能力和品牌优势，华洋化工公司已在塑料化学品行业建立了一定的规模化优势。同时，华洋化工相比于上述塑料化学品生产公司，其产品类型更加丰富、综合优势更为明显。

二、历史价格走势

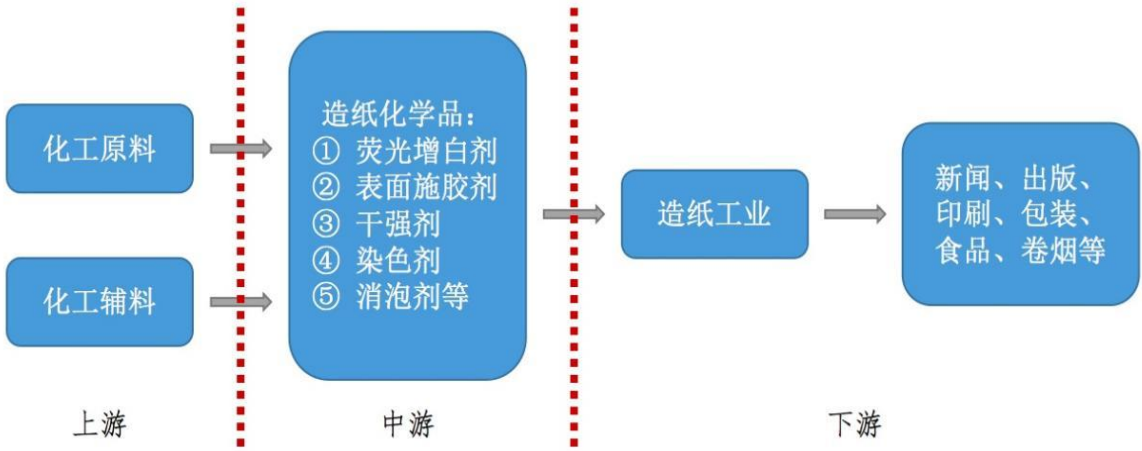
（一）造纸化学品

造纸化学品作为专业细分市场，市场供求并无公开权威统计数据。但是造纸化学品的下游为造纸工业，造纸工业发展状况决定了造纸化学品的市场需求。据中国造纸协会调查资料，2019年全国纸及纸板生产量为10,765万吨，较上年增长3.16%。消费量10,704万吨，较上年增长2.54%，人均年消费量为75千克(按14.00亿人计算)。造纸化学品市场需求与下游造纸产业紧密相关，近年来我国造纸化学品行业市场需求平稳上涨。

造纸化学品业务的上游为化工原辅料，下游主要为造纸工业，具体的产业链示

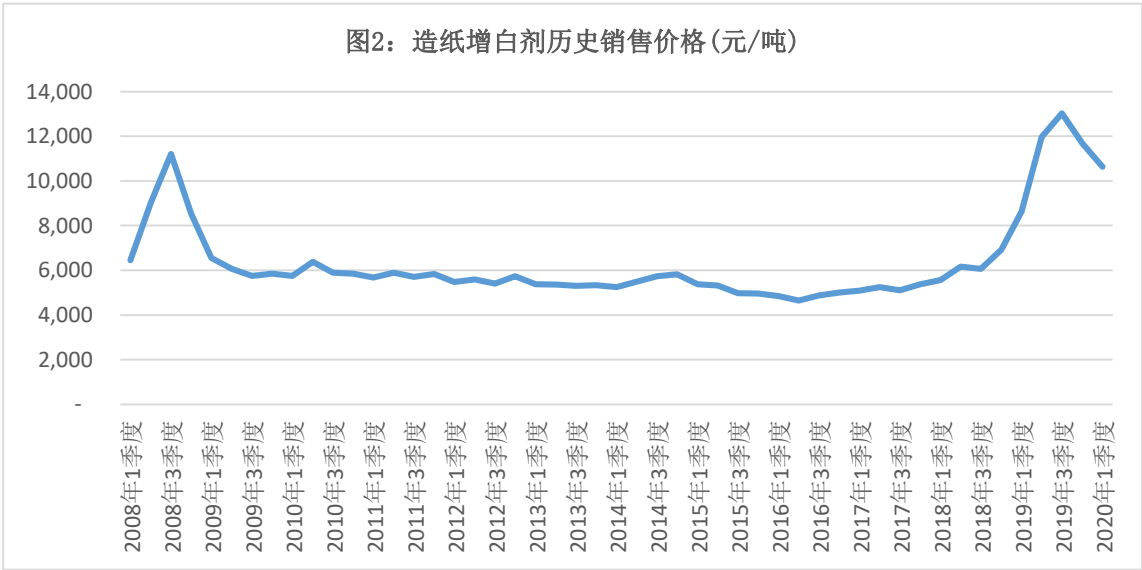
意图如下：

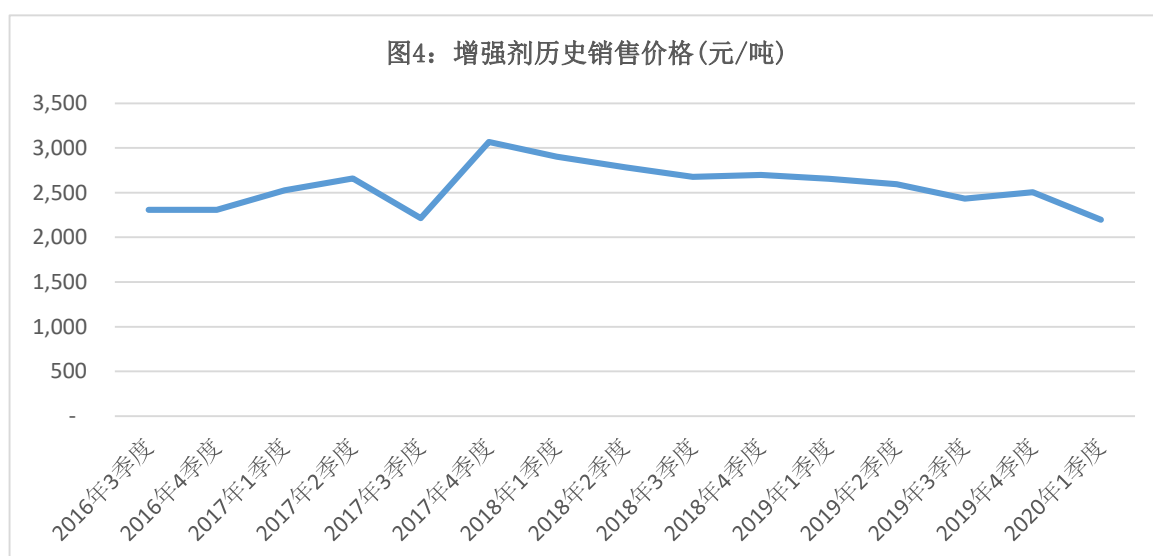
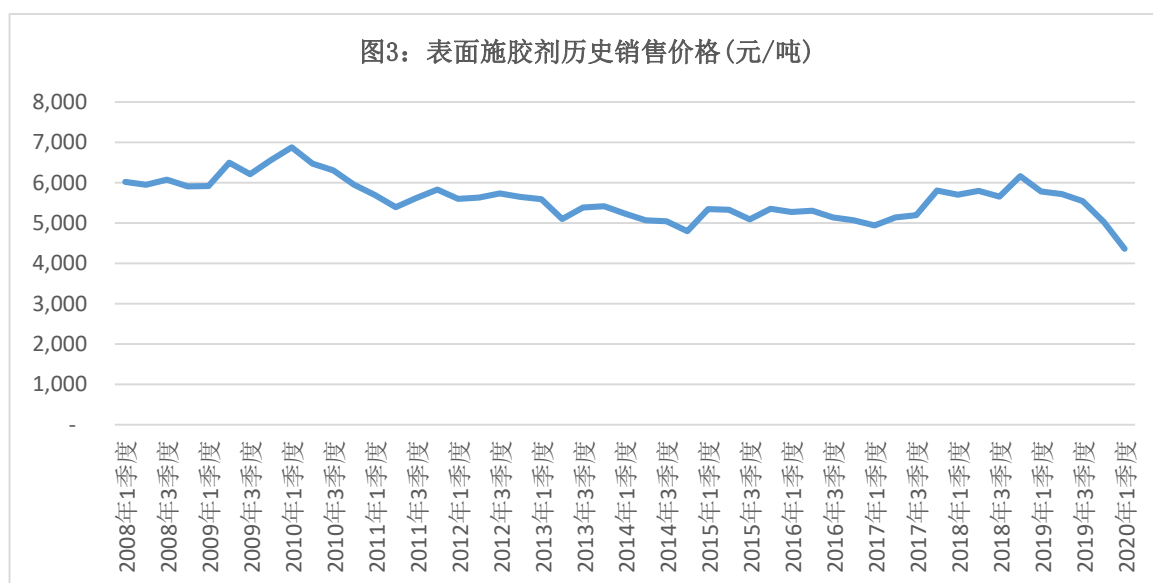
图 1：造纸化学品产业链示意图



上游化工产品的数量众多，其价格与行业的生产成本直接相关。目前中国基础化工行业生产厂商较多，竞争充分，原材料供应相对充足。下游为造纸工业，根据中国造纸协会《中国造纸工业 2019 年度报告》中的数据统计，全国纸及纸板生产企业约有 2,700 家，前 30 名企业产量总和为 7,337 万吨，约占 2019 年全国生产总量的 68%，国内造纸工业集中度较高。

由于造纸化学品行业产品需求稳定增长，且上游产业供应充足，下游产业集中度较高，同时行业国内龙头企业优势明显，国际化造纸化学品公司的整体市场份额逐年下降，国内供给相对稳定，故而历史年度造纸化学品价格走势相对平稳。本次评估主要预测的造纸增白剂、表面施胶剂和增强剂三种产品的历史年度的销售价格如下图：



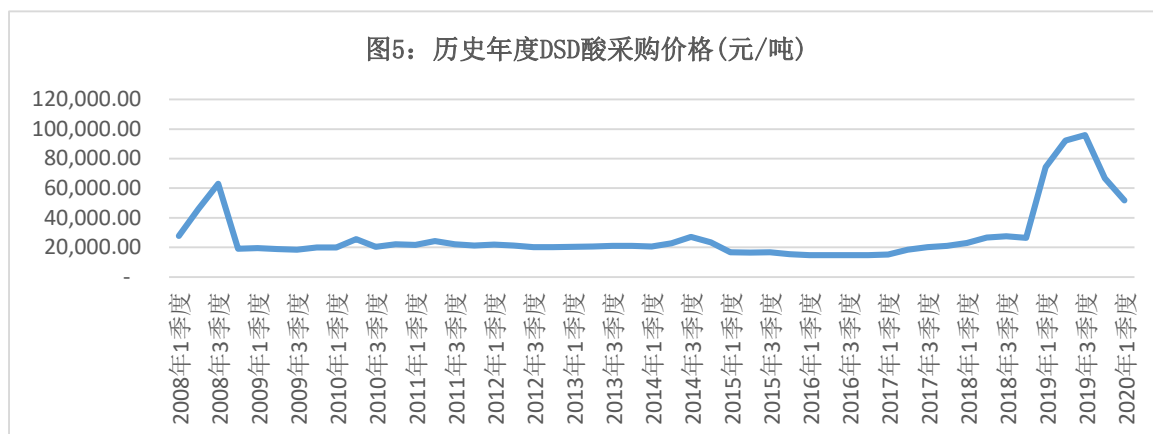


注：增强剂自 2016 年下半年起开始销售，历史价格从 2016 年起统计。

由上述三份价格趋势图可以看出，除造纸增白剂 2019 年和 2020 年 1-3 月数据外，其他产品历年价格波动不大。华洋化工 2019 年和 2020 年 3 月造纸增白剂销售价格提高，系该产品的主要原材料 DSD 酸价格异常上涨所引起。

DSD 酸(化学品名为 4,4'-二氨基二苯乙烯-2,2'-二磺酸)全球目前主要的生产厂商有三家：①彩客化学(1986.HK)为 DSD 酸最主要的供应商，市场份额超过 60%；②莱亚化工(位于江苏连云港)市场份额排名第二，占 15%-20%；③ 印度公司 Deepak 市场份额排名第三，占 12%-15%。2018 年 3 月，江苏响水发生了“3.21”爆炸事故，受该事故影响，莱亚化工停产。受此影响，DSD 酸的全球供应收缩明显，DSD 酸价格持续上涨，产业上下游经过一段时间的传导后，造纸增白剂价格也出现了较为明显的上涨。DSD 酸价格的波动趋势与造纸增白剂价格的波动趋势基本一致，历史年度

DSD 酸采购价格如下图：



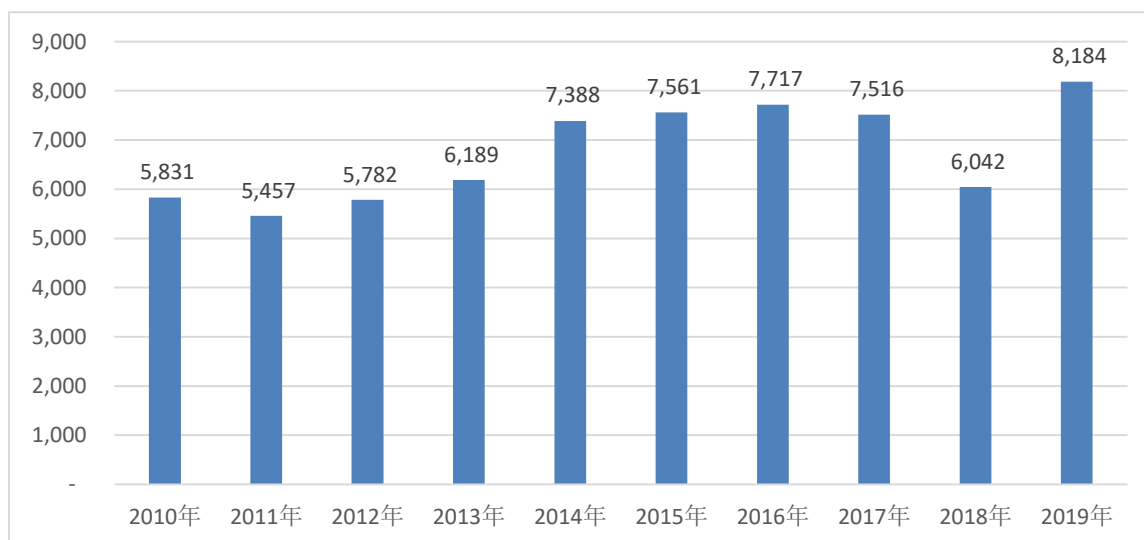
目前国内 DSD 酸的供应已逐渐恢复正常，造纸增白剂销售价格也在逐步恢复正常。由于造纸增白剂 2019 年和 2020 年 1-3 月的价格上涨是偶发事件，而非行业周期性缘故导致，故未来预测时也剔除了本次偶发涨价的因素。

整体看来，造纸化学品行业周期性不明显。本次预测单价均以历史平均水平为基准进行测算，对于近期价格有较大幅度波动的产品，如造纸增白剂，结合其近期售价水平，预测其销售价格预测期内逐渐回归至历史年度平均水平；对于历史价格相对稳定的产品，预计未来年度销售单价由基准日水平逐渐过渡至历史年度平均水平。

(二) 塑料化学品

塑料行业的生产与发展直接影响塑料化学品的行业规模与发展趋势。近年来中国塑料行业产量波动上升，2019 年产量突破 8,000 万吨。

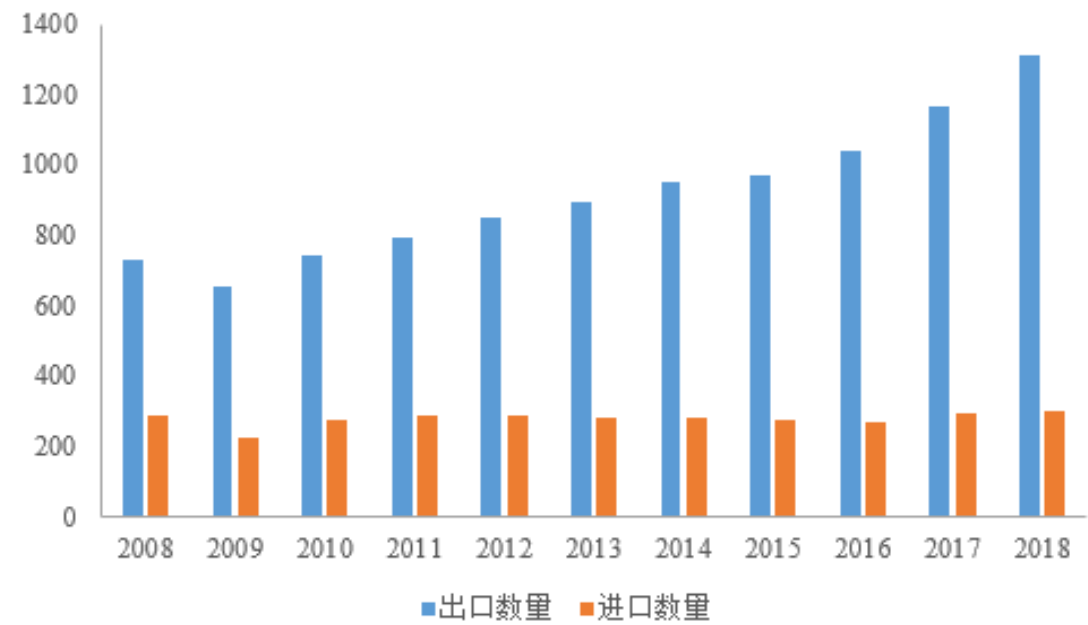
图 6：2010-2019 年中国塑料制品产量(单位：万吨)



数据来源：Wind 咨询

中国塑料制品进口总量趋于稳定、出口稳步增长现状，反映了中国作为塑料制品主要出口国的国际地位。塑料制品出口的增加将促进塑料化学品产业的进一步发展。

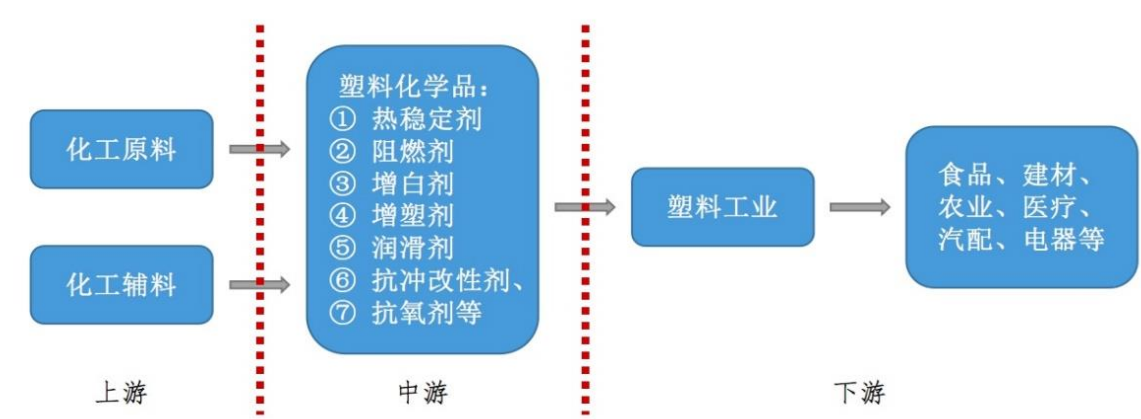
图 7：2008-2018 年中国塑料制品年进出口量(单位：万吨)



数据来源：Wind 咨询

塑料化学品业务的上游为化工原辅料，下游主要为塑料工业，具体的产业链示意图如下：

图 8：塑料化学品产业链示意图



依据塑料化学品种类的不同，上游化工原料来源也不同，包括但不限于硬脂酸锌、硬脂酸钙、氧化锌、仲辛醇、氯化石蜡等化工原材料。

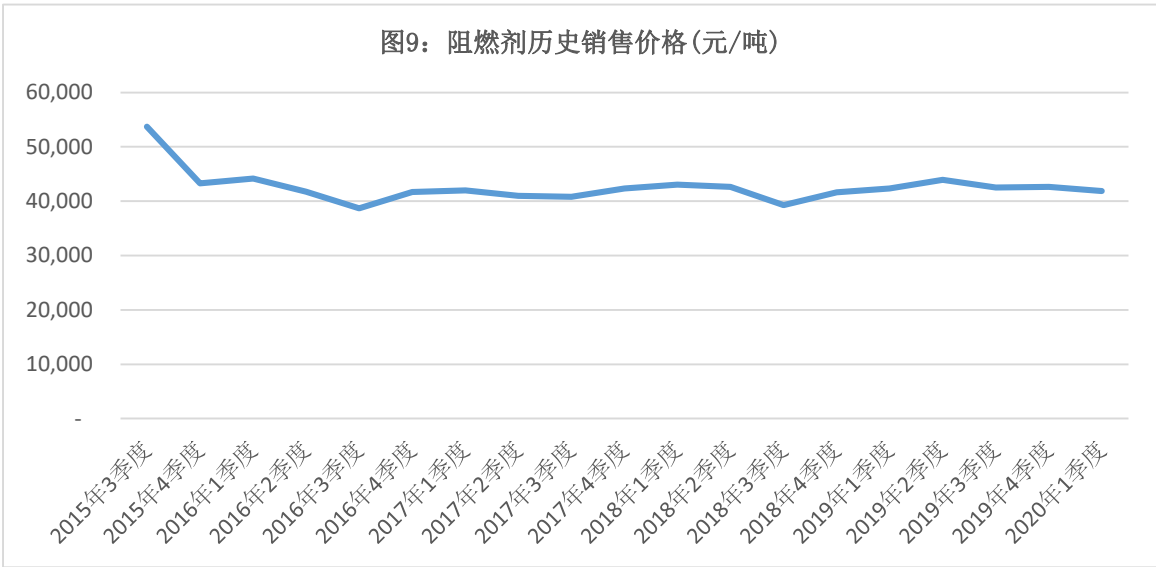
塑料化学品下游直接与塑料工业挂钩，对塑料工业优化产品品质、降低生产能耗具有重要的促进作用。丰富多样的塑料制品也将进一步推动食品、建材、农业、

医疗、汽配、电器等诸多下游产业的发展。

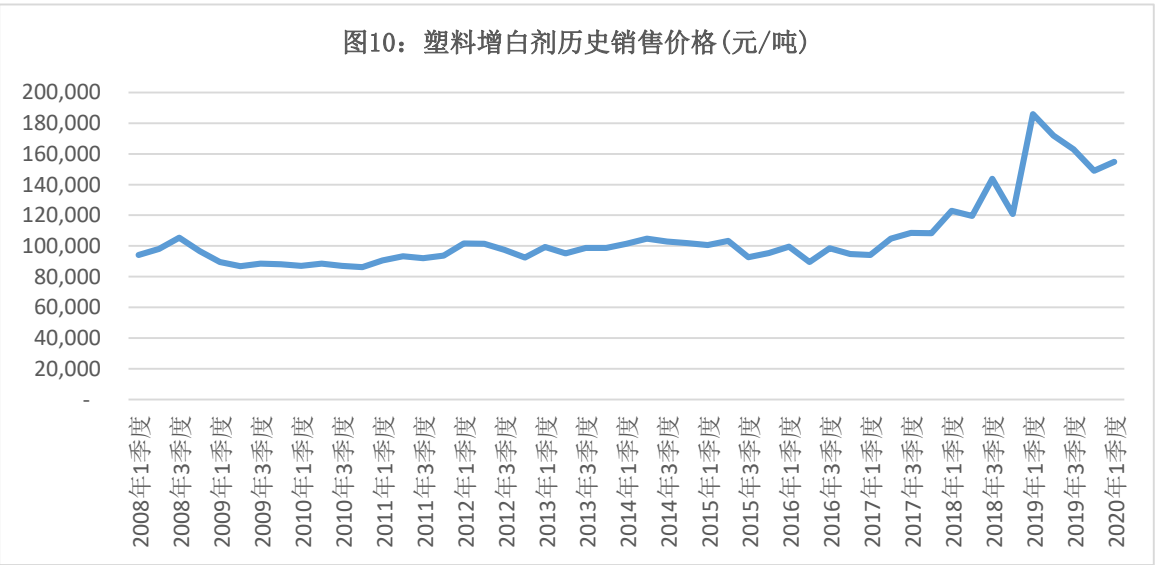
塑料化学品的意义不仅在于降低塑料产业成本、改善塑料制品的质量，而且能够提高塑料行业的生产率，同时有助于节能减排。随着塑料制品质量标准的不断提高与环境保护意识的增强，对塑料化学品的应用愈加重视，塑料化学品的市场需求处于上升态势。

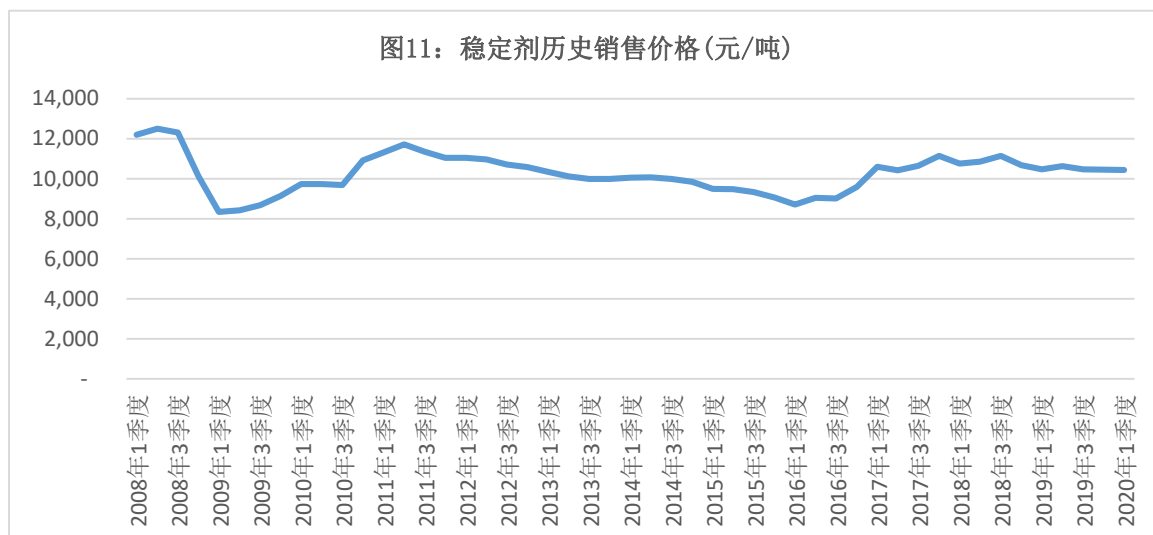
我国塑料化学品产业已形成一定的规模，目前生产企业众多，市场化程度较高，但多为规模较小、竞争力较弱的企业。凭借良好的研发能力、制造水平和品牌优势，华洋化工公司已在塑料化学品行业形成一定规模化优势。

本次评估主要预测的阻燃剂、塑料增白剂和稳定剂三种产品的历史各年的销售价格如下表：



注：阻燃剂自 2015 年下半年起开始销售，历史价格从 2015 年起统计





上述三份价格趋势图中，塑料增白剂 2010 年-2017 年价格相对稳定，2018 年-2020 年 3 月价格高于历史平均水平，主要系近年来环保要求及核查力度增加，产品成本增加，部分作坊式小产能被强制关停，产品市场供给减少，导致产品价格抬升；阻燃剂和稳定剂历史年度价格总体较为稳定。

整体看来，塑料化学品行业周期性也不明显。本次预测单价均以历史平均水平为基准进行测算，对于近期价格有较大幅度波动的产品，结合其近期售价水平，预测其销售价格预测期内逐渐回归至历史年度平均水平；对于历史价格相对稳定的产品，预计未来年度销售单价由基准日水平逐渐过渡至历史年度平均水平。

综上所述，本次对华洋化工主要产品未来的销售价格以历史平均价格为基准进行预测，具有合理性。

三、产能利用率

(一) 历史产能利用率情况

历史年度，华洋化工会根据产品的市场需求状况和工艺水平，对各类产品的生产设备进行技改和调整，主要产品的产能逐年提高，华洋化工相应的产销规模也逐渐扩大，本次预测的各主要产品 2015 年-2020 年产能利用率情况如下：

项目\年份			2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
造纸 化学	造纸增白剂	产能(吨)	45,000	45,000	46,000	46,000	50,000	50,000
		产能利用率	83%	90%	96%	96%	79%	82%
	表面施胶剂	产能(吨)	13,000	15,000	15,000	15,000	16,800	18,150
		产能利用率	73%	71%	90%	74%	77%	72%

项目\年份			2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
品	增强剂	产能(吨)			2,000	8,000	39,000	39,000
		产能利用率			50%	86%	24%	62%
	纸化合计	产能(吨)	58,000	60,000	63,000	69,000	105,800	107,150
		产能利用率	81%	86%	93%	90%	58%	73%
塑料化学品	阻燃剂	产能(吨)	600	600	720	720	720	720
		产能利用率	2%	11%	50%	76%	93%	95%
	塑料增白剂	产能(吨)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
		产能利用率	46%	48%	49%	42%	28%	30%
	稳定剂	产能(吨)	31,000	33,000	33,000	35,000	41,000	41,000
		产能利用率	59%	65%	62%	62%	60%	62%
	塑化合计	产能(吨)	33,100	35,100	35,220	37,220	43,220	43,220
		产能利用率	57%	63%	61%	62%	59%	62%

上表中 2020 年产能利用率以 2020 年 1-3 月的实际发生数与 4-12 月预测数之和为基数取值(其中 2019 年产能增加最多的增强剂,在 2020 年 1-8 月期间已销售近 16,000 吨,为 2019 年整年销量的 165%以上);表面施胶剂车间 2020 年初投入技改(截至评估基准日该技改项目账列在建工程),该技改项目于 2020 年 6 月完工,2020 年下半年产能获得提升,故 2020 年表面施胶剂产能为 18,150 吨/年,2021 年及以后年度产能为 19,800 吨/年。除上述扩产外,本次预测期内的其他详细预测产品均未考虑未来产能可能进一步扩张的情况。纸化合计统计口径为造纸增白剂、表面施胶剂和增强剂三种主要产品,塑化合计统计口径为阻燃剂、塑料增白剂和稳定剂三种主要产品。

由上表可见,部分产品因扩产而当年产能的提升幅度大于当年产品销售量的增长幅度,并出现年度产能利用率下降的情况,如 2019 年的造纸增白剂、增强剂和稳定剂三个品种。

(二) 预测产能利用率情况

本次收益法预测中采用的产能利用率数据情况如下表:

项目\年份			2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
造纸化学品	造纸增白剂	产能(吨)	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
		产能利用率	82%	88%	95%	95%	95%	95%
	表面施胶剂	产能(吨)	18,150	19,800	19,800	19,800	19,800	19,800
		产能利用率	72%	80%	85%	90%	90%	90%
	增强剂	产能(吨)	39,000	39,000	39,000	39,000	39,000	39,000
		产能利用率	62%	75%	80%	85%	90%	95%
	纸化合计	产能(吨)	107,150	108,800	108,800	108,800	108,800	108,800
		产能利用率	73%	82%	88%	91%	92%	94%

项目\年份			2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
塑料化学品	阻燃剂	产能(吨)	720	720	720	720	720	720
		产能利用率	95%	95%	95%	95%	95%	95%
	塑料增白剂	产能(吨)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
		产能利用率	30%	35%	40%	45%	50%	55%
	稳定剂	产能(吨)	41,000	41,000	41,000	41,000	41,000	41,000
		产能利用率	62%	73%	85%	90%	95%	95%
	塑化合计	产能(吨)	43,220	43,220	43,220	43,220	43,220	43,220
		产能利用率	62%	72%	84%	89%	93%	94%

1. 造纸增白剂

从上表可见，造纸增白剂的产能利用率在未来年度将得到提升，主要原因为：

(1) 近几年，华洋化工在积极拓展海外市场，造纸增白剂的海外销量得到大幅提升，其中 2019 年海外销量较 2018 年增幅 39%，凭借华洋化工产品的稳定性、服务能力以及良好的性价比，预计未来销量仍将有一定的增幅。

(2) 销售价格逐步回归历史平均水平，下游的产品需求将得到部分恢复，国内销售量也将得到部分恢复。

2. 表面施胶剂

从上表可见，表面施胶剂的产能利用率在未来年度将得到提升，主要原因为：

(1) 市场容量的不断增长将带动表面施胶剂销售量的增长；

(2) 近几年，华洋化工在积极拓展海外市场，表面施胶剂的海外销量已得到大幅提升，其中 2019 年海外销量较 2018 年增幅 29%。受出口退税率提升(2020 年由原来的 10%提升为 13%)的影响，华洋化工的表面施胶剂在海外市场的竞争力进一步增强，这将增加华洋化工在海外市场的占有率，拉动销量提升。

3. 增强剂

从上表可见，增强剂的产能利用率在未来年度将得到提升，主要原因为：

(1) 市场容量的不断增长将带动增强剂销量的增长；

(2) 2019 年，华洋化工与山鹰纸业等大型造纸企业签订了合作协议，约定于 2020 年开始供货，该产品 2020 年 1-8 月份销量同比增长 455%，预计未来增强剂的销量将有大幅提升。同时为满足产能需求，华洋化工已于 2019 年对增强剂进行了扩产。

4. 阻燃剂

考虑阻燃剂的市场情况和华洋化工的产品优势，从上表可见，阻燃剂的产能利用率基本维持在历史水平。

5. 塑料增白剂

从上表可见，塑料增白剂的产能利用率在未来年度将得到提升，主要原因为：近几年，由于销售价格涨幅较大抑制了市场需求，目前销售价格已逐步回归正常，市场需求在逐渐提升，预计华洋化工的销售量将逐步恢复并稍高于历史平均水平。目前华洋化工的近期月销量已提升 40 至 55 吨，年化产能利用率已超过 2019 年，并接近 2018 年水平。

6. 稳定剂

从上表可见，稳定剂的产能利用率在未来年度将得到提升，主要原因为：

(1) 稳定剂的传统硬质塑料制品终端市场（如 PVC）的市场容量在不断增长，将为稳定剂销售量的提升提供空间；

(2) 近几年，华洋化工在积极拓展海外市场，稳定剂的海外销量已得到大幅提升，其中 2019 年海外销量较 2018 年增幅 25%。2020 年稳定剂出口退税率由 6% 提高到 13%，大大增强了华洋化工的稳定剂在海外市场的竞争力，将促进稳定剂在海外市场销售量。

(3) 华洋化工目前也在通过合作开发和引进国外技术等途径，积极开发新产品和拓展新的应用领域，如环保型稳定剂、可用在 PVC 薄膜等软制品上的稳定剂产品等，华洋化工未来产品的优势也会进一步扩大。

综上所述，结合华洋化工的产品特点和市场变化，华洋化工的未来产能利用率提升具有合理性。

四、产品结构及毛利率波动

(一) 各类产品历史及预测毛利率情况

统计了历史年度及预测年度各类产品及业务的毛利率情况如下表：

年份\产品	造纸增白剂	表面施胶剂	增强剂	其他纸化产品	阻燃剂	塑料增白剂	稳定剂	其他塑化产品	材料销售	贸易及其他
2010 年	26%	13%		29%		18%	19%	38%	3%	24%
2011 年	22%	15%		22%		14%	19%	45%	2%	21%
2012 年	22%	22%		29%		17%	20%	38%	1%	26%
2013 年	23%	24%		29%		18%	22%	18%	2%	22%
2014 年	23%	24%		30%		14%	22%	12%	6%	18%
2015 年	24%	27%		30%	38%	16%	23%	10%	-4%	25%
2016 年	22%	31%	-1%	27%	27%	20%	23%	10%	2%	1%
2017 年	20%	33%	9%	30%	39%	24%	21%	9%	7%	3%
2018 年	22%	28%	12%	29%	36%	25%	18%	10%	6%	3%
2019 年	28%	28%	23%	28%	24%	13%	22%	12%	26%	1%
2020 年 1-3 月	24%	23%	22%	29%	18%	8%	20%	9%	-5%	26%
2020 年 4-12 月 E	24%	24%	23%	29%	22%	16%	22%	8%	5%	
2021 年 E	24%	27%	23%	29%	22%	17%	22%	8%	5%	
2022 年 E	23%	29%	23%	29%	22%	18%	22%	8%	5%	
2023 年 E	23%	29%	23%	29%	22%	18%	22%	8%	5%	
2024 年 E	23%	29%	23%	29%	22%	18%	22%	8%	5%	
2025 年 E	23%	29%	23%	29%	22%	18%	22%	8%	5%	

由上表可以看出：

1. 造纸增白剂 2010 年-2018 年的毛利率基本维持在 20%-26%的范围内，算数平均值为 23%。本次预测时考虑造纸增白剂的价格逐渐回归至历史平均水平，其毛利率也逐渐回归至历史平均水平。

2. 表面施胶剂为华洋化工 2010 年逐步开展销售的产品，随着该产品的推出，2010 年-2014 年毛利率处于上升态势，其后逐渐保持稳定，2015 年-2019 年的平均毛利率为 29%。2020 年 1-3 月，受国内春节和疫情的影响，内销的高端表面施胶剂销售量下滑，海外出口的低端表面施胶剂未受明显影响，故而毛利率下降不大。目前随着疫情的逐步缓解，表面施胶剂产品结构回复正常，未来年度的毛利率水平也逐渐回归至历史平均水平。

3. 增强剂为 2016 年推出的新产品，其毛利率至 2019 年开始逐渐保持稳定，预计未来年度该产品毛利率相对稳定地维持在 23%的水平。

4. 其他纸化产品包括特种纸产品、生活用纸产品等，其近 5 年的平均毛利率为 29%，且基本稳定，故而以历史平均值 29%作为其他纸化产品预测年度的毛利率。

5. 阻燃剂 2015 年-2017 年小批量生产，故而毛利率波动较大，该产品 2018 年-2020 年 1-3 月毛利率下降，主要系与杭州传化迅安科技有限公司关联交易的影响。华洋化工与杭州传化迅安科技有限公司签订了《代理销售协议》，双方对代销价格进行了约定，阻燃剂产品最终对外销售价格基本稳定，故而预测阻燃剂未来将稳定的维持在 22%的水平。

6. 塑料增白剂 2010 年-2017 年毛利率的平均值为 18%。近些年，随着国家环保要求及核查力度的增加，从 2018 年开始，塑料增白剂价格上涨，提升了当年毛利率。由于行业高利润率带动，引来行业新的投资机会，2019 年增白剂市场形成新一轮产能扩张期，市场竞争加大，而华洋化工产品定位中高端，未采取降价措施，导致 2019 年开始，塑料增白剂销售量减少，产品的单位成本上升，毛利率下滑。

塑料增白剂主要用于白色家电、管材等领域，未来的市场需求仍将稳定增长。目前塑料增白剂的销售价格已经逐渐下降，预计随着未来年度销售价格逐渐回归至历史平均水平，华洋化工凭借产品稳定性、服务能力等多方面的优势，预计塑料增白剂的销售规模将逐渐恢复并接近历史平均水平的状态。随着销量的提升，产品的单位成本将逐渐下降，毛利率也将回复至正常水平。

7. 稳定剂历史年度毛利率变化不大，但基本处于提升状态。2020 年 1-3 月受疫情影响，毛利率略有下降，目前随着疫情的逐渐缓解，毛利率已逐渐恢复，同时随着销量的提升，单位固定成本将被摊薄，将进一步提升产品毛利率，预计未来预测年度该产品的毛利率将维持在近几年平均水平 22%左右。

8. 其他塑料化学品近年来主要为塑料化产品材料的销售，考虑到该项业务的特点，预测时以 8%作为其未来年度的毛利率。

9. 材料销售业务历史毛利率波动很大，由于该项业务占比很小，预测时结合企业历史平均水平以及行业一般材料销售的毛利率 5%进行预测。

（二）各主要产品 2020 年 4-8 月实际毛利率情况

华洋化工各主要产品 2020 年 4-8 月实际毛利率情况表：

项 目	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	平均毛利率
造纸增白剂	26.48%	26.84%	28.39%	27.15%	28.45%	27.46%
表胶	31.33%	31.88%	31.07%	30.73%	30.45%	31.09%
增强剂	22.58%	22.90%	23.00%	24.75%	25.28%	23.70%
阻燃剂	24.07%	24.06%	21.89%	23.74%	23.50%	23.45%
塑料增白剂	8.24%	9.65%	15.86%	19.28%	19.03%	14.41%
稳定剂	22.41%	23.81%	23.93%	24.31%	23.97%	23.69%

由上表可见，2020 年复工复产后，华洋化工的各产品的生产和销售已逐步恢复正常，4-8 月的各主要产品实际实现的毛利率基本超过预期。

（三）历史及未来年度产品结构

根据历史及预测数据统计了各产品(业务)占营业收入比例的情况，具体如下表：

年份\产品	造纸增白剂	表面施胶剂	增强剂	其他纸化产品	阻燃剂	塑料增白剂	稳定剂	其他纸化产品	材料销售	贸易及其他
2010 年	47%	2%	0%	4%	0%	15%	28%	1%	2%	0%
2011 年	48%	3%	0%	4%	0%	14%	29%	1%	1%	0%
2012 年	44%	8%	0%	4%	0%	14%	28%	0%	1%	0%
2013 年	41%	13%	0%	4%	0%	12%	29%	1%	1%	0%
2014 年	41%	9%	0%	4%	0%	13%	29%	2%	2%	1%
2015 年	36%	9%	0%	6%	0%	13%	32%	3%	1%	1%
2016 年	31%	9%	0%	7%	0%	11%	30%	3%	1%	8%
2017 年	29%	9%	0%	6%	2%	10%	28%	1%	2%	13%
2018 年	30%	7%	2%	6%	2%	12%	26%	1%	3%	11%
2019 年	41%	7%	2%	8%	2%	7%	25%	1%	1%	8%
2020 年 1-3 月	48%	5%	5%	9%	2%	5%	24%	0%	1%	1%
2020 年 4-12 月 E	34%	8%	7%	10%	3%	7%	31%	1%	1%	0%
2021 年 E	31%	9%	8%	10%	2%	6%	32%	1%	1%	0%
2022 年 E	29%	9%	8%	10%	2%	6%	35%	1%	1%	0%
2023 年 E	27%	9%	8%	10%	2%	7%	36%	1%	1%	0%
2024 年 E	26%	9%	8%	10%	2%	7%	36%	1%	1%	0%
2025 年 E	26%	9%	9%	9%	2%	8%	36%	1%	1%	0%

由上表可以看出，2010 年-2018 年，造纸增白剂的占华洋化工总收入的比例由 47%下降至 30%，2019 年造纸增白剂价格上涨，导致其占总收入的比例上升至 41%。历史期内，随着华洋化工不断加强造纸应用领域新产品的研发，近 10 年内开发的产品（如表面施胶剂、增强剂、其他纸化产品等）占销售收入的比例不断提高，老牌产品塑料增白剂占收入的比重不断下降。

预测年度，各主要产品占收入的比例变动趋势与历史情况基本一致，其中：造纸增白剂占比下降；塑料增白剂稳中有降；稳定剂稳中有升；其他纸化产品占比稍有上升；表面施胶剂、增强剂占比有一定幅度的提升。

华洋化工的历史年度及预测期内的产品结构随着产品销售变动比率的不同而有所变化，产品结构的变化与华洋化工根据市场需求的变化、工艺提升调整产品结构及拓展应用领域等因素有关。

（四）预测毛利率合理性分析

从分析各产品历史毛利率角度来看，预测期内的各项目毛利率与历史平均水平接近，具体分析过程详见上文。

同时对比部分产品可比的上市公司毛利率情况，具体如下：

项目\年份	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月	可比产品
万盛股份	23%	24%	29%	有机磷系阻燃剂
雅克科技	28%	37%	39%	特种阻燃剂
佳先股份	34%	39%	40%	稳定剂
慧科股份	20%	18%	19%	稳定剂
泰星股份	14%	11%	14%	阻燃剂、阻燃母料
平 均	24%	26%	28%	

由上表可以看出，可比上市公司历史年度毛利率基本处于 20%-30%之间，各年数据的平均值在 25%上下。由于可比上市公司与华洋化工均属于精细化工行业，精细化工行业产品种类繁多、用途广泛，并且需要不断进行产品的技术和应用开发，拥有资金和技术的双重壁垒。不同于基础化工产品，精细化工产品附加值较高，一般产品毛利率在 20%-30%之间。预测的华洋化工毛利率在 23%-24%之间，与行业水平接近，处在合理的区间内。

历史年度及预测期内，华洋化工的产品结构不断发生变化，高毛利率的产品如表面施胶剂、其他纸化产品等，其收入占比逐渐提高；传统产品如造纸增白剂、塑料增白剂等毛利率相对较低的产品收入占比将逐渐降低；同时本次预测亦未考虑低

毛利的贸易及其他业务。故而预测期内的综合毛利率会略高于历史水平。

综上所述，华洋化工预测期业绩具有可实现性，收益法评估中在上述预测业绩基础上以未来预测现金流折现值确定标华洋化工股权全部权益价值，标的资产估值具备合理性。

经核查，评估师认为：

1. 业绩预测中主要产品的售价符合历史期售价规律，以历史年度平均价格水平为基准进行预测。
2. 预测期产品结构调整将保持历史期内产品结构调整趋势，高附加值新产品收入占比逐步提升。
3. 预测期各产品产能利用率提升与下游市场需求提升、出口政策推动海外销售以及主要客户合作落地等情况相匹配。
4. 造纸化学品行业和塑料化学品行业呈现行业集中度逐步提升态势，华洋化工作为行业龙头企业有望在市场竞争中获取更高的市场份额。
5. 预测期各主要产品毛利率水平与历史平均水平趋同，综合毛利率水平也与精细化工行业可比上市公司平均毛利率水平相接近。

因此，华洋化工预测期业绩具有可实现性，收益法评估中在上述预测业绩基础上以未来预测现金流折现值确定标华洋化工股权全部权益价值，标的资产估值具备合理性。

(本页无正文, 为关于浙江新安化工集团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之并购重组委审核意见的回复之签字盖章页)

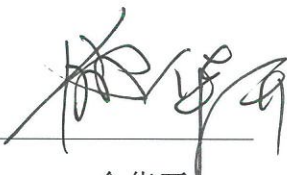
签字资产评估师:


潘文夫 资产评估师
33000005


潘华锋 资产评估师
33050001


宴孜戡 资产评估师
33170001

法定代表人:


俞华开

