

九州证券股份有限公司关于《珠海市乐通化工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暨关联交易之并购重组委审核意见回复》之专项核查意见

如无特别说明，本审核意见回复与《珠海市乐通化工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暨关联交易报告书（草案）》中释义一致。

2021 年 12 月 15 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）上市公司并购重组审核委员会（以下简称“并购重组委”）召开 2021 年第 33 次并购重组委工作会议，对公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项进行了审核。根据会议审核结果，公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项未获得审核通过。

2021 年 12 月 23 日，珠海市乐通化工股份有限公司收到中国证券监督管理委员会核发的《关于不予核准珠海市乐通化工股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的决定》（证监许可（2021）4081 号）。中国证监会上市公司并购重组审核委员会（以下简称“并购重组委”）认为：“申请人未充分披露本次交易标的资产定价的公允性，未充分说明本次交易有利于提高上市公司资产质量、增强持续盈利能力，不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条和第四十三相关规定。”

鉴于公司本次交易方案的实施有助于增强公司经营的核心竞争力，有利于提高资产质量、改善财务状况、增强持续盈利能力，符合公司和全体股东的利益。2022 年 1 月 4 日，上市公司召开第五届董事会第二十三次会议，审议通过了《关于继续推进发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项的议案》，决定继续推进本次交易。九州证券股份有限公司（以下简称“本独立财务顾问”）作为本次交易的独立财务顾问，就上市公司对导致前次未通过并购重组委事项的落实情况进行核查并发表如下意见：

一、本次交易标的资产定价的公允性

本次交易标的为核三力45%的股权以及浙江启臣100%的股权，其中浙江启

臣持有核三力55%的股权，因此本次交易标的实质为核三力100%股权。本次交易定价主要以经华亚正信出具的评估报告为基础并经双方协商确定。

华亚正信基于核三力经营计划、项目实施进度和预计项目周期、行业未来发展趋势及在手订单情况对标的资产进行估值，评估预测及参数设置合理，评估结果具有合理性，且2021年业绩承诺实现情况良好，高于评估预测净利润水平，标的资产后续在手订单充足，持续盈利能力较强，本次交易标的资产定价具有公允性。同时为进一步提升交易定价的公允性、保护上市公司及中小股东利益，经双方协商同意，拟将标的资产整体交易作价进一步下调2,600.00万元，即由50,875.00万元下调至48,275.00万元。具体说明如下：

（一）本次交易标的资产评估结果具有合理性

本次交易中，华亚正信以2020年10月31日为评估基准日对标的资产进行了评估，根据华亚正信出具的华亚正信评报字[2021]第A07-0001号《资产评估报告》，核三力股东全部权益的评估价值为50,984.32万元。因此原交易方案双方协商确定核三力整体交易作价为50,875.00万元。

后随着重组推进，以2020年10月31日为评估基准日的评估报告有效期届满，为验证标的资产价值未发生不利变化，华亚正信以2021年9月30日为评估基准日对标的资产进行了加期评估，核三力股东全部权益评估价值为51,534.47万元，未出现减值情况。

根据资产评估报告，核三力未来预测期及永续期企业自由现金流量预测如下：

单位：万元

项目	2020年 11-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
一、营业收入	4,316.08	16,046.43	19,222.74	21,937.77	24,074.14	24,841.65	24,841.65
减：（一）营业成本	3,089.16	8,495.97	10,204.30	11,429.10	12,490.50	12,947.34	12,947.34
（二）税金及附加	17.52	131.53	160.10	186.70	205.71	213.96	213.96
（三）销售费用	359.42	1,344.14	1,606.68	1,832.41	2,008.93	2,075.89	2,075.89
（四）管理费用	166.65	816.57	910.29	1,017.12	1,081.74	1,160.70	1,160.70
（五）研发费用	454.20	867.45	1,006.75	1,147.56	1,226.36	1,288.87	1,288.87
二、营业利润	229.13	4,390.77	5,334.62	6,324.88	7,060.90	7,154.89	7,154.89

三、利润总额	229.13	4,390.77	5,334.62	6,324.88	7,060.90	7,154.89	7,154.89
减：所得税费用	-20.66	733.24	895.23	1,065.68	1,194.76	1,206.39	1,206.39
四、净利润	249.79	3,657.53	4,439.39	5,259.20	5,866.14	5,948.50	5,948.50
加：固定资产折旧	2.88	34.34	30.56	31.24	28.47	38.14	38.14
加：无形资产长期待摊摊销	0.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
减：资本性支出（不含税）	55.55	204.26	14.68	4.07	81.22	22.21	53.14
减：营运资金增加额	-66.78	561.56	575.81	255.86	295.78	192.38	-
六、企业自由现金流量	263.90	2,941.05	3,894.46	5,045.51	5,532.61	5,787.06	5,948.50

1、核三力营业收入预测合理性

本次收入预测中，2021 年至 2025 年收入增长情况如下表：

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
预测收入金额（万元）	16,046.43	19,222.74	21,937.77	24,074.14	24,841.65
营业收入增长率	22.34%	19.79%	14.12%	9.74%	3.19%
复合增长率	11.55%				
扣除非经常性损益后净利润（万元）	3,657.53	4,439.39	5,259.20	5,866.14	5,948.50
净利润增长率	19.80%	21.38%	18.47%	11.54%	1.40%
复合增长率	12.93%				

（1）历史数据分析及 2021 年度实现情况

标的公司核三力历史经营业绩增长情况如下表：

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
收入金额（万元）	5,854.94	10,771.97	13,116.43	15,141.67
营业收入增长率	/	83.98%	21.76%	15.44%
复合增长率	37.26%			
扣除非经常性损益后净利润（万元）	389.81	2,433.28	3,053.15	4,100.82
净利润增长率	/	524.22%	25.47%	34.31%
复合增长率	119.12%			

由上表，标的公司核三力历史上营业收入复合增长率为 37.26%，扣除非经

常性损益后净利润复合增长率为 119.12%，经营情况良好，收入和利润水平快速增长，业务规模和业绩水平的迅速提升也带动了标的公司资产总额和资产净额的大幅上升，标的公司总体规模得到显著扩张，抗风险能力较大增强。

同时，根据标的公司核三力截至 2021 年末经审计财务数据，2021 年度核三力实现营业收入 15,141.67 万元，净利润 4,214.89 万元，实现扣除非经常性损益后净利润 4,100.82 万元。根据前述经审计财务数据，2021 年度已完成业绩承诺。

（2）2021 年-2025 年预测收入增长的合理性和可实现性

2020 年 11-12 月收入按照标的公司各项业务实际收入进行预测。在进行 2021 年及以后年度收入预测时，基于核三力历史经营业绩，项目实施进度和预计项目周期，新客户、新业务的开发情况及行业发展趋势，预测 2021 年-2025 年收入综合增长率分别为 22.34%、19.79%、14.12%、9.74%、3.19%，2026 年起收入与 2025 年保持一致。2021 年-2025 年预测收入增长具有合理性和可实现性，具体分析如下：

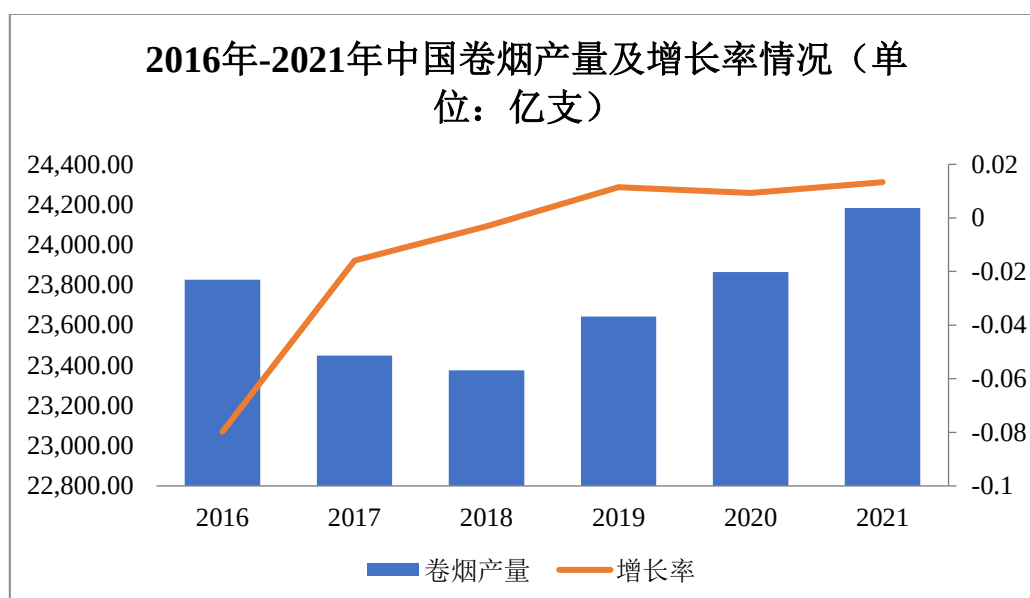
1) 影响核三力收入增长的外部因素

①国家政策支持

2018 年下半年国家烟草专卖局印发《关于建设现代化烟草经济体系推动烟草行业高质量发展的实施意见》（以下简称“《实施意见》”），《实施意见》对于烟草行业高质量发展的目标提出了建设现代化烟草经济体系的基本路径。各大卷烟生产企业开始加大推进技术改造与技术升级。我国烟草开始走向优化结构、提高品质的高质量发展之路，以满足消费者多元化、个性化需要。通过质量变革、效率变革和动力变革，有效推动行业发展方向从“数量追赶”转向“质量追赶”、发展动力从“要素驱动”转向“创新驱动”、发展速度从“高速”转向“合理增速”、发展重点从“规模扩张”转向“结构优化”、发展方式从“外延粗放”转向“内涵集约”，整体发展从“有没有”转向“好不好”，以顺应新时代新要求的高质量发展之路。因此，烟草行业改革为核三力未来业务提供了良好的外部机遇。

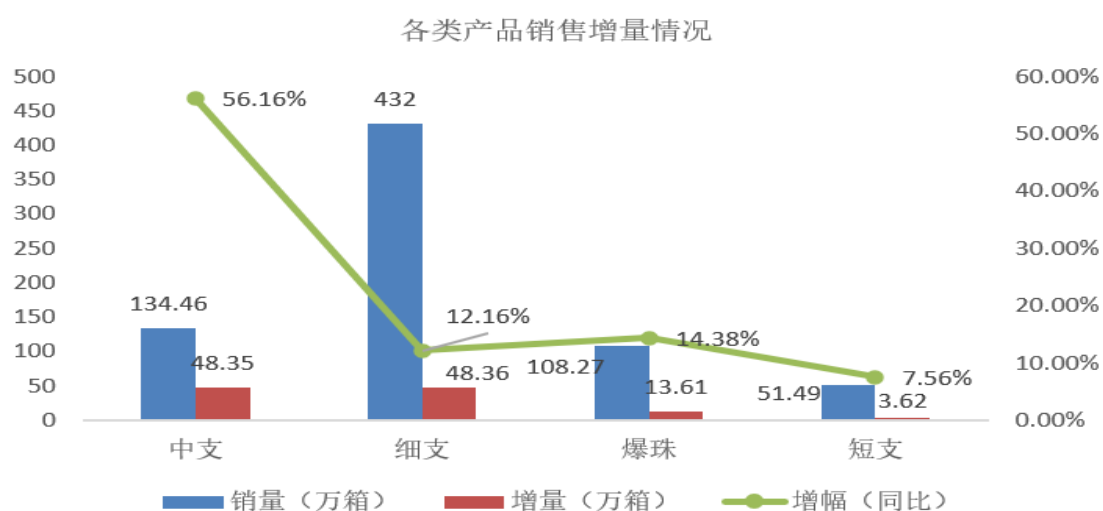
②卷烟产品结构调整，促进卷烟机等相关设备不断更新

从卷烟产量来看，2016-2018 年卷烟产量有所下降，自 2019 年开始回升，到 2020 年全国产量达到 23,863.7 亿支，同比增长 0.9%。2021 年度累计产量 24,182.40 亿支，同比增长 1.34%。



数据来源：前瞻产业研究院

2020 年，新品类卷烟在全国卷烟市场的发展中发挥更加积极的作用，细支烟、短支烟、中支烟、爆珠烟等新品类卷烟不同程度保持增长，中支烟的增长尤为突出。



数据来源：中烟新商盟江苏分公司报告

中支烟产品：2020 年 1-10 月，全国中支烟销量为 134.46 万箱，同比增加 48.35 万箱，增幅为 56.16%，占全国卷烟销量比重为 3.21%，同比提高 1.14 个百

分点。四川、黑龙江、山东、辽宁、吉林、江苏、内蒙古、重庆、浙江、广东为中支烟销量前十市场，南北省份均呈现销量快速增长态势。黑龙江、吉林、四川、大连、内蒙古、辽宁、重庆等市场中支烟销量占比超过 5%，黑龙江的比重超过 10%。从增幅来看，大多数省级市场中支烟销量增幅都为两位数，江西、浙江、湖南、广西、贵州、江苏、宁夏等市场的中支烟销量甚至实现倍增，中支烟成为全国市场扩容提档的重要推动力量。

细支烟产品：2020 年 1-10 月，全国细支烟销量为 432.00 万箱，同比增加 48.36 万箱，增幅为 12.61%，占全国市场比重为 10.33%，同比提高 1.07 个百分点。山东、辽宁、江苏、河南、河北、四川、黑龙江、内蒙古、吉林、陕西等为细支烟销量前十省份，“三北”空间分布特征十分明显。从占比的角度来看，细支烟已成为北方市场重要的卷烟消费大类产品，大连、辽宁、吉林、黑龙江、内蒙古等市场细支烟销量占比甚至超过 20%。南方市场细支烟销量占比总体偏低，南方市场细支烟也开始发力，上海、浙江、广东、湖南、江苏等市场细支烟销量增幅超过 20%，贵州、福建、四川、江西、云南等市场的增幅也超过 15%。

爆珠烟产品：2020 年 1-10 月，全国爆珠烟销量为 108.27 万箱，同比增加 13.61 万箱，增幅为 14.38%，占全国卷烟销量比重为 2.59%。爆珠烟销量增速快于短支烟和细支烟。四川、湖北、广东、贵州、河南、陕西、山东、湖南、江苏、浙江为销量前十省份，主要分布于华东、西南和中南地区。浙江、福建、山东、广东等市场的爆珠烟销量增幅超过 20%，爆珠烟总体呈现良好增长态势。

短支烟产品：2020 年 1-10 月，全国短支烟销量为 51.49 万箱，同比增加 3.62 万箱，增幅为 7.56%，占市场总量比重仅为 1.23%。河南、广东、湖南、四川、河北、江苏、广西、江西、浙江、山东位居短支烟销量前十名，以南方省份居多。

在烟草行业不断优化产品结构和开发新品烟的背景下，细支烟、中支烟、短支烟、爆珠烟等新品烟均保持良好增长，中支烟的增长尤为突出，新品烟变化需要对卷烟生产设备和工艺参数进行必要的调整，增加了配套技改的需求。

③卷烟设备智能化改进，技术不断升级，对核三力产品形成需求拉力

设备管理向智能化转型已是大势所趋。当前，以云计算、大数据、物联网、人工智能为代表的新一代信息技术正加速与制造业融合，智能制造已成为制造业

主攻方向。在这种背景下，《烟草行业“互联网+”行动计划》应运而生，卷烟工业企业加速推动由制造向智造转变。智能制造，设备是基础和关键因素。这就要求设备和设备管理要通过运用自动化、数字化、网络化、智能化等技术，实现更加高效、优质、低成本、灵活的生产与服务模式，从而提升企业的竞争力。根据烟草领域设备技术发展特点，随着新技术的不断出现，为了不断提升产品质量，技术改造需求增加。技术改造会促进对设备的更新，促进市场需求增加。

2018 年下半年国家烟草专卖局印发《关于建设现代化烟草经济体系推动烟草行业高质量发展的实施意见》，对于烟草行业高质量发展的目标提出了建设现代化烟草经济体系的基本路径，各大卷烟生产企业开始加大推进技术改造与技术升级。我国烟草开始走向优化结构、提高品质的高质量发展之路，以满足消费者多元化、个性化需要，以顺应新时代新要求的高质量发展之路。

综上，未来较长一段时间我国烟草仍将持续进行“优化结构、提高品质的高质量发展”的探索，行业改革的持续推进加大了烟草生产企业技改资金的投入，烟草生产设备行业未来将保持稳定增长的态势。

④中国城镇化的发展，卷烟厂易地搬迁项目拉动对卷烟设备需求

中国城镇化水平不断推进，根据国家统计局发布的 2020 年国民经济和社会发展统计公报显示，2020 年末，我国常住人口城镇化率超过 60%。十三届全国人大四次会议提出，深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。

随着城镇化不断推进，各城市居民对居住环境要求不断提升，部分卷烟厂因环保等各种因素影响，原厂址不太适应生产要求，进一步搬迁到相对较远区域或者就地对设备进行技术升级，异地搬迁项目或原地技改项目会拉动对卷烟机设备的需求。

2) 影响核三力收入增长的内部因素

①做好已有客户市场基础上，加大对空白市场的开发力度

根据国家烟草专卖局统计的数据表明，2019 年 12 月底全国烟草行业职工总

数约 52 万人，省级卷烟工业公司 19 家，卷烟生产点 94 个；打叶复烤企业 26 家；各类多元化企业 506 家；在境外投资设立卷烟工厂和配套企业 30 家。另有直属科研单位（郑州、合肥）和烟机（常德、许昌、上海、秦皇岛）、醋纤（南通、昆明、珠海、合肥、焦作）等生产企业。

核三力主要从事智能气力控制及核应急防护等设备的研发、生产和销售，依托工业通风除尘、柔性气力输送、电气自控等技术，向烟草及核电领域客户提供相关专用设备的研发、工程设计与咨询、集成与销售以及技术服务业务。核三力自成立以来，一直致力于烟草行业卷烟生产工艺风力控制领域，凭借着技术优势，与全国 90 多家卷烟厂中 70 余家建立有合作关系，为核三力业务发展提供保障。

对于老客户，核三力依靠自身强大的技术创新能力，不断研制新产品及新设备，以满足客户不断对新产品及新设备的需求，进一步增强客户粘性以及交易的可持续性。

在做好已有客户市场基础上，加大对空白市场的开发力度，目前在云南区域，已经与昆明卷烟厂建立了合作关系。近年来，核三力与烟草专用机械公司如秦皇岛烟草机械及常德烟草机械公司加强合作，通过成套、分包、合作销售、联合改造等形式获取卷烟厂客户订单。同时通过烟草国家专卖局相关公司、烟草设计院、郑州烟草设计院、机械设计委员会六院等单位合作，进一步拓宽业务来源。

②核三力凭借技术实力，为客户提供综合性的解决方案，满足客户差异化需求，是核三力获取订单的重要保障

国内烟草行业卷烟设备目前有十几个型号，分全进口、进口改造和国产等机型，不同卷烟设备参数和生产工艺参数均存在较大差异，而不同品牌的烟丝结构、粘度导致料气比和二相流不同，烟丝输送和工艺风力参数差异较大，属非标个性化设计，专业涉及通风、空气动力学、电气工程、机械、通讯、计算机、自动控制、电子技术、材料力学等众多学科。标的公司核三力自成立以来一直专注于烟草领域，积累了多年的项目经验及大量行业工艺数据，能根据不同客户的需求进行精确的系统设计和参数选配。

核三力凭借在行业内多年的技术积累，形成了相应的技术壁垒，主要体现在长期技术研发所形成的专利技术、非专利技术以及控制软件著作权。截至 2022

年 3 月 31 日，核三力拥有专利权 32 项，其中发明专利 12 项，计算机软件著作权 2 项。

③加大产品的研发进度，加快新产品转化力度

核三力一方面利用现有技术对产品进行不断更新迭代，如丝管流量计，由原来对气体速度进行检测控制，目前可以做到对物料运行速度的检测控制，提高检测的精度及控制的水平，可以应用到高端产品上。

另一方面，对于核三力具有竞争力的优势产品，不断扩大市场占有率。在不断增强现有产品竞争力基础上，核三力利用现有集成平台不断研发新产品，丰富产品结构。目前研发的除尘器通过 PLC 实现了集成控制，提高了防爆、抗干扰能力，已经形成样机；柔性品牌切换站、光通道梗丝在线分离装置、卷烟机剔除梗纤在线计量装置等新产品，已经形成样机，产品在推广中；快门式风速控制装置等产品尚在研发中。在研发新产品的同时，加大对新产品的推广力度，除尘器目前已经在石家庄卷烟厂、延吉卷烟厂实现了实际应用。

综上所述，自前次申报基准日及并购重组委否决以来，标的公司主营业务发展态势良好，收入、利润呈现快速增长，业务规模和资产规模、净资产规模均有较大提升；与主要客户的合作关系不断深入、合作产品类型持续增加，订单获取情况良好，在手订单较为充裕，客户拓展、技术研发、生产销售等企业经营的重要方面均良好运行；同时下游客户需求较为旺盛，所处市场环境和发展机遇进一步向好。

(3) 可比公司收入增长率对比分析

①主要竞争对手情况

核三力的主要竞争对手 Riedel Filtertechnik GmbH、JOA 集团、江苏华正环保科技有限公司、尼欧迪克、扬州天宝均为非上市公司，暂无公开数据可以查询，无法获得其收入规模等相关资料。

核三力同行业公司宝应仁恒实业有限公司为香港上市公司仁恒实业控股有限公司控股子公司，2018 年-2021 年仁恒实业控股有限公司风力送丝系统及其他烟草设备销售额分别为 1,012.50 万港元、806 万港元、1,759.70 万港元、2,994.20

万港元，复合增长率为 209.24%。

②可比公司对比情况

为进一步说明，选取下游客户同为烟草客户的可比公司营业收入增长率进行对比分析，具体如下：

证券代码	简称	2021 年增长率	2020 年增长率	2019 年增长率	2018 年增长率
603058.SH	永吉股份	-14.88%	-6.73%	8.91%	29.10%
002191.SZ	劲嘉股份	-4.07%	5.08%	18.22%	14.56%
601515.SH	东风股份	20.60%	-3.26%	-4.66%	18.76%
002951.SZ	金时科技	-41.96%	9.37%	-10.49%	19.86%
300741.SZ	华宝股份	-7.60%	-4.16%	0.75%	-1.30%
002812.SZ	恩捷股份	-10.52%	35.56%	28.57%	101.39%
/	瑞拓科技	16.82%	4.71%	81.27%	25.16%
平均值		-5.94%	5.80%	17.51%	29.65%
核三力		15.44%	21.76%	83.98%	21.08%

由上表可知，2018 年-2021 年，下游客户同为烟草客户的可比公司营业收入增长率分别为 29.65%、17.51%、5.80%、-5.94%，四年平均增长率为 11.76%。2020 年下游客户同为烟草客户的可比公司营业收入增长率有所下滑主要受疫情、价格调整及市场竞争加剧等因素影响。2021 年下游客户同为烟草客户的可比公司营业收入增长率有所下滑主要受产品招标价格调整、未中标部分项目及业务转型等因素影响。

核三力为卷烟厂提供卷烟风力系统，为设备供应商，而可比公司中，除了瑞拓科技为设备供应商外，其他公司主要提供烟标和香精，为原材料供应商。受烟草行业改革带来的设备需求增加及烟草设备智能化改造等因素影响，设备供应商显著受益。且核三力目前收入规模相对较小，可比公司总体处于较为成熟发展阶段，收入规模较大，收入增长率也会存在一定差异。

核三力营业收入增长率高于可比公司的原因主要系：

①核三力为卷烟厂提供卷烟风力系统，为设备供应商，而可比公司中，除了瑞拓科技为设备供应商外，其他公司主要提供烟标和香精，为原材料供应商。受烟草行业改革带来的设备需求增加及烟草设备智能化改造等因素影响，设备供应

商显著受益。

2018 年下半年国家烟草专卖局印发《关于建设现代化烟草经济体系推动烟草行业高质量发展的实施意见》（以下简称“《实施意见》”），《实施意见》对于烟草行业高质量发展的目标提出了建设现代化烟草经济体系的基本路径。各大卷烟生产企业开始加大推进技术改造与技术升级。我国烟草开始走向优化结构、提高品质的高质量发展之路，以满足消费者多元化、个性化需要。通过质量变革、效率变革和动力变革，有效推动行业发展方向从“数量追赶”转向“质量追赶”、发展动力从“要素驱动”转向“创新驱动”、发展速度从“高速”转向“合理增速”、发展重点从“规模扩张”转向“结构优化”、发展方式从“外延粗放”转向“内涵集约”，整体发展从“有没有”转向“好不好”，以顺应新时代新要求的高质量发展之路。

2019 年烟草行业的《全国烟草工作会议报告》中提到，在一、二类卷烟销量持续增长，以及单箱结构明显高于行业平均水平的“细、短、中”等创新产品大幅增长共同带动下，行业卷烟单箱销售额创造了历史最好水平，超额完成了年度目标任务。

根据国家统计局公布的数据，2018 年、2019 年我国在烟草销售数量保持稳定和略有下降的情况下，烟草销售额持续增长。各烟草公司均通过优化结构、提高品质等手段实现了销售额的增长。

年度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
卷烟销售量（亿支）	26,127.20	23,067.40	23,486.60	23,717.60	23,676.40	23,863.7
烟草制品批发商品销售额（亿元）	17,502.55	17,111.48	17,530.10	18,363.90	18,957.86	19,757.0
销售量较上年增长比率	/	-11.71%	1.82%	0.98%	-0.17%	0.79%
销售额较上年增长比率	/	-2.23%	2.45%	4.76%	3.23%	4.22%

由上表可知，永吉股份、劲嘉股份、东风股份、金时科技、华宝股份等公司主要为卷烟厂提供烟标、香精等产品，受到烟支销售数量下降影响，其营业收入也会受到一定影响。

由于烟草市场的需求信息并不公开透明，目前未有官方统计整体烟草行业的固定资产投资情况。通过网络检索烟草技改投入，检索出一些关于大型烟草行业

技改项目的新闻报道，如玉溪卷烟厂异地技改投入金额为 32.58 亿元、什邡卷烟厂异地技改项目总投资约 16.5 亿元、长沙卷烟厂异地技改项目总投资约 70 亿元、张家口卷烟厂异地技改项目总投资额约 40 亿元及宝鸡卷烟厂新一轮制丝线升级改造启动在即等，可以看出在《关于建设现代化烟草经济体系推动烟草行业高质量发展的实施意见》背景下，各地烟草异地或就地技改需求较为旺盛。

核三力主要为卷烟厂提供卷烟风力系统设备，受烟草行业改革带来的设备需求增加及烟草设备智能化改造等因素影响，烟草生产企业技改资金投入增加，从而带动核三力收入保持较快增长。

②永吉股份、劲嘉股份、东风股份、恩捷股份及金时科技均为烟标生产企业。目前包装行业规模较大，大行业的增速不高，行业中的参与者较多，竞争较为激烈。据中国包装联合会的统计数据显示，2020 年，我国纸制品包装行业规模以上企业实现行业主营业务收入 2,884.74 亿元，2014 年至 2020 年的年均复合增长率约为 4.39%。

③所处的发展阶段不同。核三力目前收入规模相对较小，可比公司中，除恩捷股份与核三力规模相当之外，其他公司总体处于较为成熟发展阶段，收入规模较大，收入增长率也会存在一定差异。

综上，2018 年-2021 年核三力营业收入增长率远高于可比公司具有合理性。

2、核三力毛利率预测合理性

核三力 2021 年-2025 年综合毛利率预测情况如下：

单位：万元

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
收入	16,046.43	19,222.74	21,937.77	24,074.14	24,841.65
成本	8,495.97	10,204.30	11,429.10	12,490.50	12,947.34
综合毛利率	47.05%	46.92%	47.90%	48.12%	47.88%

（1）历史数据分析及 2021 年度实现情况

①核三力历史年度综合毛利率情况

核三力历史年度综合毛利率情况如下表：

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
毛利率	38.50%	49.31%	50.45%	49.85%

由上表，2018 年核三力综合毛利率较低主要系 2018 年低毛利率制丝车间打叶除尘与排潮系统销售及占比较高。2019 年-2021 年，核三力综合毛利率较高，维持在 50.00%左右。

②核三力 2021 年度毛利率实现情况

根据华亚正信出具的华亚正信评报字[2021]第 A07-0001 号《资产评估报告》，核三力 2021 年度预测毛利率为 47.05%，低于 2021 年度实际综合毛利率，预测较为谨慎。

（2）核三力 2021 年-2025 年毛利率预测合理性分析

核三力毛利率预测较高的原因主要如下：

①面向烟草行业企业整体毛利率较高

国内烟草设备市场有较大份额被国外产品占据，近年来，随着国产设备技术的提升，国内生产厂家的竞争实力逐渐增强；另一方面，行业下游客户主要为烟草等大型企业，对产品的性能、可靠性、稳定性与精度要求高，而对产品价格敏感度相对较低，因此毛利率水平相对较高。

②核三力产品具有较高的技术含量，附加值较高

核三力专注于烟草行业智能风力控制设备研究开发，依靠持续高水平的研发投入获取产业链中高附加值部分，核三力设备中核心模块均具有自主研发的专利、非专利技术和软件著作权保护。

国内烟草行业卷烟设备目前有十几个型号，分全进口、进口改造和国产等机型，不同卷烟设备参数和生产工艺参数均存在较大差异，而不同品牌的烟丝结构、粘度导致料气比和二相流不同，烟丝输送和工艺风力参数差异较大，属非标个性化设计，专业涉及通风、空气动力学、电气工程、机械、通讯、计算机、自动控制、电子技术、材料力学等众多学科。标的公司核三力自成立以来一直专注于烟草领域，积累了多年的项目经验及大量行业工艺数据，能根据不同客户的需求进行精确的系统设计和参数选配。

③技术水平和服务能力收到客户认可，客户粘性较强

核三力长期从事烟草行业智能风力控制设备的研究开发，经过了长年的沉淀，积累了丰富的行业经验，形成了良好的市场口碑，产品和服务能力得到了客户的高度认可，具有较高的知名度和市场占有率。

核三力下游行业客户大多为规模大、资金实力雄厚的大型烟草公司及下属生产厂等，在供应商的选择上有较为成熟的管理模式，对供应商的规模、资金实力、产品品质、认证程序、交货时间、持续研发能力等方面进行综合考虑。供应商产品直接影响到下游客户的生产质量与效率，客户对供应商所提供的设备性能指标、设备稳定性以及维修保养服务有着严格的要求，对供应商品牌的认可建立在双方长时间的磨合之上。下游客户生产设备自动化程度高、生产计划性强，对供应商的产品和服务要求很高，不容忍存在差错，因此更倾向于选择行业内具有良好的口碑、设备供应及时、运行记录良好的供应商，以降低供应商选择的机会成本。同时，由于与供应商合作的过程中熟悉与磨合的过程，增加了更换供应商的成本，客户产生新的需求时，倾向于选择有良好合作历史的供应商，从而形成了较为稳定的客户粘性。

核三力具备完善的售前、售后服务能力，售后服务团队主要由技术销售人员组成，具有丰富的日常维护、现场紧急维修、现场培训和调试经验。核三力相较境内外其他竞争对手具备快速响应能力，能较好满足客户需求。

④核三力具备较强的核心设备自主定价能力，通过技术创新实现产品较好的销售价格

近年来，核三力通过自主研发，形成一系列具有成熟自主知识产权的核心设备，如单元控制装置及风压平衡器，同时，核三力通过持续研发创新开发新技术产品，为客户解决各种技术难题，新技术产品体现了核三力研发成果的转化，具有较高的附加值，产品具有较好的价格优势。报告期内，核三力持续开发创新产品并投向市场。

核三力通过技术创新，核心设备具有自主定价权，创新产品设备的持续开发及其市场份额的提高是核三力实现高毛利率的重要原因之一。

综上，核三力建立的技术和服务优势、自主研发的核心设备，能够有效解决客户需求，为客户带来经济效益，系核三力毛利率较高的基础。

(3) 可比公司毛利率对比分析

标的公司核三力的国内主要竞争对手 Riedel Filtrertechnik GmbH、江苏华正环保科技有限公司、JOA 集团、尼欧迪克、扬州天宝均为非上市公司，暂无公开数据可以查询，无法获得相关资料。宝应仁恒实业有限公司为香港上市公司仁恒实业控股有限公司控股子公司，仁恒实业控股有限公司未单独披露风力送丝系统毛利率，2018 年-2021 年其综合毛利率分别为 36.88%、46.71%、39.12%、38.35%，毛利率较高。

瑞拓科技属于“C4090 其他仪器仪表制造业”，主要为烟草制品行业客户提供物理检测仪器，其核心产品是用于卷烟滤棒及爆珠的物理指标的智能检测设备。2018 年、2019 年、2020 年，瑞拓科技毛利率分别为 62.25%、60.28%、58.94%，毛利率水平较高，且高于核三力毛利率。

由于烟草行业特殊性，为进一步说明，选取下游客户同为烟草客户的可比公司与该等可比公司所处行业的平均毛利率进行对比分析，根据公开信息分析了解到其客户主要为烟草公司的上市公司毛利率普遍高于该等公司所处行业毛利率平均值，具体如下：

可比公司	行业	2021 年毛利率 (%)	2021 年可比公司所处行业平均毛利率 (%)	2020 年毛利率 (%)	2020 年可比公司所处行业平均毛利率 (%)	2019 年毛利率 (%)	2019 年可比公司所处行业平均毛利率 (%)
永吉股份	印刷和记录媒介复制业	39.98	25.39	39.58	27.51	40.24	33.61
劲嘉股份	印刷和记录媒介复制业	36.23		36.97		41.95	
东风股份	印刷和记录媒介复制业	27.31		33.35		40.63	
金时科技	印刷和记录媒介复制业	33.96		39.01		39.46	

华宝股份	化学原料 和化学制 品制造业	71.87	26.00	76.44	25.41	76.75	27.10
恩捷股份	橡胶和塑 料制品业	42.07	23.21	42.63	26.23	45.24	24.16

注 1：选取烟标生产企业永吉股份、劲嘉股份、东风股份、恩捷股份及金时科技，食用香精生产企业华宝股份；

注 2：数据来源：上市公司招股说明书、定期报告及 WIND。

综上，核三力建立的技术和服务优势、自主研发的核心设备，能够有效解决客户需求，为客户带来经济效益，系核三力毛利率较高的基础。核三力毛利率低于烟草检测设备企业瑞拓科技，且以烟草行业客户为主的公司毛利率普遍较高，毛利率特征符合行业特点，毛利率预测具有合理性。

3、核三力期间费用预测合理性

（1）核三力期间费用预测情况

华亚正信基于核三力历史年度期间费用占营业收入比例、未来经营计划及业务发展情况等对期间费用进行预测。具体详见珠海市乐通化工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暨关联交易报告书（草案）“第五节 交易标的的评估与定价”之“五、收益法评估情况”之“（二）收益法的评估技术说明”的相关内容。

核三力历史年度的财务费用主要为利息收入、手续费等，对于财务费用，由于金额较小，且变化较大，所以本次评估中不予预测。

（2）2021年度核三力期间费用实现情况

2021年度，核三力预测期间费用金额及占营业收入比例与实际发生期间费用金额及占营业收入比例对比情况如下：

单位：万元

项目	预测	实际	差异
销售费用	1,344.14	1,262.37	81.77
管理费用	816.57	698.26	118.31
研发费用	867.45	779.28	88.17
财务费用	-	-324.16	324.16

项目	预测	实际	差异
占营业收入比例（未含财务费用）	18.87%	18.10%	0.77%

由上表，核三力预测期间费用（未含财务费用）占营业收入比例与实际发生期间费用占营业收入比例差异较小。

核三力预测与实际发生的销售费用差异较小。核三力预测与实际发生的管理费用及研发费用差异较大主要系预测的管理费用及研发费用中职工薪酬金额按照一定增长比例进行预测，预测较为谨慎，实际发生的职工薪酬金额低于预测的职工薪酬金额。

核三力在本次评估中未预测财务费用，而实际发生的财务费用金额为-324.16万元，主要系核三力购买大额定期存单及乐赢宝活期存款产品，产生利息收入金额为273.89万元。

综上，核三力期间费用预测较为谨慎。

4、核三力其他参数预测的合理性

本次评估过程中，核三力其他参数预测逻辑如下：

项目	预测逻辑及合理性
营业税金及附加预测	城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加税率分别为流转税的7%、3%、2%；对销售费用、管理费用、研发费用中等相关增值税计算相应增值税，其他税根据实际情况进行测算。
营业外收支预测	核三力历史年度的营业外收支金额较小，且变化较大，谨慎考虑，本次评估中不予考虑营业外收入、支出。
其他业务收支预测	核三力未发生其他业务收入、支出，所以本次评估中不予进行预测。
所得税	核三力的所得税主要为核三力、南华核三力两家公司，其所得税税率分别为15%、25%，本次评估中取历史年度加权所得税税率进行测算。
资本性支出、折旧、摊销预测	1、分析历史年度资本性支出基础上，对未来年度的资本性支出进行合理的预测； 2、按照企业执行的固定资产折旧政策，以评估基准日经审计的固定资产账面原值、预计使用期、折旧率等估算未来经营期的折旧额。
营运资金增加额的预测	根据对企业历史营运资金与经营收入的比率分析以及未来经营期内各年度收入估算的情况，预测得到的未来经营期各年度的营运资金增加额。

综上，总体而言，本次标的资产评估具有合理性。

（二）2021年度业绩承诺实现情况良好，高于评估预测净利润，后续

订单充足

1、截至 2021 年 12 月 31 日，核三力业绩完成情况

核三力 2021 年预测营业收入 16,046.43 万元，预测净利润 3,657.53 万元。根据核三力 2021 年度经审计财务报表，2021 年度营业收入金额为 15,141.67 万元，扣除非经常性损益的净利润金额为 4,100.82 万元，2021 年业绩承诺已完成，且高于收益法评估中预测的净利润 3,657.53 万元。

2、截至 2022 年 3 月 31 日，核三力在手订单情况

截至 2022 年 3 月 31 日，标的公司核三力在手订单含税总金额约为 2.34 亿元，在手订单较为充足，为 2022 年业绩承诺实现奠定坚实基础。

（三）标的公司与近期披露的已完成交易项目估值水平比较分析

1、与可比上市公司的比较分析

根据证监会行业分类，核三力属于“C35 专用设备制造业”。以 2020 年 10 月 31 日的收盘价计算，剔除市盈率绝对值大于 100 的同行业上市公司，标的资产核三力同行业上市公司的市盈率情况如下：

项目	市盈率 PE（TTM）	市盈率 PE（TTM，扣除非经常性损益）
同行业上市公司均值	34.94	31.61
同行业上市公司中位数	37.07	38.07
核三力	14.15	15.01

由上表可见，本次交易最终标的核三力扣除非经常性损益前后的动态市盈率均远低于同行业动态市盈率。本次交易定价具有公允性。

2、可比交易的价格分析

核三力主要从事智能风力控制及核应急防护等设备的研发、生产和销售。根据证监会行业分类，核三力属于“C35 专用设备制造业”，该行业内 2020 年以来的资产收购案例相关的市盈率如下：

证券代码	上市公司	并购标的	并购标的市盈率
600860.SH	京城股份	北洋天青 80%股权	10.41

600817.SH	ST 宏盛	宇通重工 100%股权	8.14
603960.SH	克来机电	克来凯盈 35%股权	8.51
300521.SZ	爱司凯	金云科技 100%股权	36.11
688001.SH	华兴源创	欧立通 100%的股权	12.63
300173.SZ	福能东方	超业精密 88%股权	13.33
300358.SZ	楚天科技	Romaco 公司 24.90%股份	19.97
平均值			15.59
核三力			15.01

如上表所示，本次交易标的市盈率与最近同行业资产收购案例平均市盈率无显著差异。

剔除爱司凯收购金云科技外，核三力市盈率高于平均水平，主要系因为核三力体量规模相对较小，未来业务成长性较好，且交易对手进行了业绩承诺。通过对进行业绩承诺的同行业收购案例进行分析，计算业绩承诺期的动态市盈率进行对比发现，核三力并购市盈率低于可比案例。具体说明如下：

单位：万元

上市公司	并购标的	第一年	第二年	第三年	第四年	平均承诺利润	100%股权交易对价	交易价格/平均承诺利润
ST 宏盛	宇通重工 100%股权	17,700	20,000	22,400	-	20,033.33	220,000.00	10.98
克来机电	克来凯盈 35% 股权	无业绩承诺					29,520.00	
爱司凯	金云科技 100%股权	无业绩承诺					254,600.00	
华兴源创	欧立通 100% 的股权	四年共计 41,900				10,475	104,000.00	9.93
福能东方	超业精密 88% 股权	6,600	7,900	9,500	-	8,000.00	88,110.70	11.01
楚天科技	Romaco 公司 24.90%股份	700 万欧元	810 万欧元	900 万欧元		803.33 万欧元	16,115.26 万欧元	20.06
京城股份	北洋天青 80% 股权	2,750	3,800	4,100	4,300	3,737.50	24,640.00	6.59
乐通股份	实质标的为核三力 100%股权	4,000	5,000	6,000	6,000	5,250.00	48,275.00	9.20

通过查询可比交易案例的相关资料，其中只有 ST 宏盛并购宇通重 100%股

权、华兴源创并购欧立通 100%的股权、福能东方并购超业精密 88%股权、楚天科技并购 Romaco 公司 24.90%股份、京城股份收购北洋天青 80%股权五个案例有业绩承诺，其他案例无业绩承诺。通过计算交易价格除以平均年承诺利润，得到可比案例的平均值为 11.71，核三力交易价格除以四年平均承诺利润为 9.20，低于可比案例，所以本次交易价格具有合理性，本次交易定价公允。

（四）本次拟进一步下调交易整体作价 2,600 万元

为进一步提升交易定价的公允性、保护上市公司利益，经双方协商同意，将整体交易作价进一步下调2,600万元。

综上所述，本次交易标的资产定价具有公允性。

二、本次交易有利于提高上市公司资产质量、增强持续盈利能力

上市公司目前的主营业务为国内包装印刷油墨的研发、生产和销售，产品以中高档凹印油墨为主，类别涵盖印刷油墨的全部领域，主要应用于饮料包装、食品包装和卷烟包装的印刷，少量产品用于电子制品、建筑装潢等行业。

近年来，油墨市场竞争加剧，国家环保及安全监管不断加强，环保成本增加，原材料价格上涨等因素影响，油墨业务的利润空间遭受挤压，面临较大的经营压力。2019 年、2020 年和 2021 年的归属母公司股东的净利润分别为-29,149.14 万元、730.98 万元和-3,714.70 万元，盈利能力偏弱。上市公司作为长耕于油墨生产、销售、研发的企业，将继续积极寻求市场机遇，把握创新技术，走上健康可持续发展道路，但短期内在经营环境、行业发展状况和前景均难有较大改善的情况下，上市公司资产质量、财务状况和持续盈利能力难以得到根本好转，因此上市公司积极寻求优质标的资产，通过收购整合，提高上市公司资产质量，增强持续盈利能力。

（一）本次交易有利于提高上市公司资产质量

本次交易的标的公司核三力在国内同行业企业中具备领先的技术研发和客户服务能力，其主要面向的烟草、核应急行业等下游行业近年来发展较好、前景较为广阔，并与国内90家中70余家卷烟厂客户建立了良好稳定的合作关系，资产运营效率和产业发展前景均优于上市公司现有主营业务，且行业具有较高的技术

门槛和市场门槛。因此，通过本次交易获得国内烟草设备行业的优质资产，完成多元化产业布局，将有助于上市公司资产的质量和获利能力得到根本性的提升和改善，拓宽上市公司的发展空间，有效增强上市公司抗风险能力和可持续发展能力。

具体而言，截至2022年3月31日，核三力已取得专利共计32项，其中发明专利12项，实用新型专利20项，软件著作权2项，并形成了多项专业生产技术，能够在其生产经营活动中发挥关键作用。

同时，核三力拥有质地优良的客户资源，主要客户为烟草客户及核应急领域政府单位，主要客户业务规模较大、回款能力好，可以扩大上市公司的优质客户储备，整体提升上市公司客户质量。

核三力还拥有经验丰富的管理团队及核心技术团队，主要人员在相关行业平均拥有10年以上的生产或经营经验，能够充分掌握行业信息并把握行业发展方向。本次交易完成后，上市公司将扩充一批具备丰富制造经验的人员团队骨干力量，以保障“油墨+烟草+互联网”多主业发展经营策略的顺利实施。

通过本次交易，标的公司包括卷烟风力系统设备等在内的生产资料以及在卷烟工艺风力领域积累的专利、专有技术、研发资源、人才资源、客户资源、市场渠道、服务和营销体系等均随着标的公司股权一并纳入上市公司体系，上市公司将获得国内烟草行业具有较强竞争力的优质资产，有助于提升上市公司的资产质量和市场竞争地位。

（二）本次交易有利于改善上市公司财务状况、增强持续盈利能力

根据上市公司2019年、2020年及2021年经审计财务报告，上市公司2019年度、2020年度及2021年度归属母公司股东的净利润分别为-29,149.14万元、730.98万元和-3,714.70万元。近年来，油墨市场竞争加剧，国家环保及安全监管不断加强，环保成本增加，原材料价格上涨等因素影响，油墨业务的利润空间遭受挤压，面临较大的经营压力，亟需引入符合国家产业政策、行业发展前景广阔的优质资产，改善上市公司的持续盈利能力和抗风险能力。本次交易完成后，标的公司将作为上市公司的全资子公司纳入上市公司合并报表范围。核三力作为一家技术底蕴深厚的卷烟风力系统生产企业，处于卷烟风力系统领域的领先行列，

在业内拥有良好的口碑并有一定的市场占有率，具有领先的市场竞争力和良好的盈利能力。

根据核三力 2021 年度经审计财务报表，2021 年度营业收入金额为 15,141.67 万元，扣除非经常性损益的净利润金额为 4,100.82 万元，2021 年业绩承诺已完成，且高于收益法评估中预测的净利润 3,657.53 万元。本次交易将直接提升上市公司的整体盈利能力，为股东带来回报。

（三）本次交易有利于改善上市公司整体资金状况，优化资产结构

标的资产核三力客户主要为烟草客户，回款情况良好，2021 年 12 月末核三力货币资金余额为 11,726.97 万元，无银行借款，其现金流状况较好，重组实施后有利于进一步改善上市公司整体资金状况，优化资产结构。

（四）标的公司核三力具有较强核心竞争力，业务稳定较好，发生大额商誉减值的风险较小

核三力曾为南华大学的校办企业，长期耕耘于烟草行业卷烟生产工艺风力控制领域，在烟草行业的烟叶加工、卷烟加工、原辅材料制造等相关企业的工艺风力、空调及节能领域形成了自己的优势，相关技术处于国内领先、国际先进。在烟草行业树立了“工艺风力平衡与控制专家”的形象和地位，与行业内绝大多数烟草客户（70/90）建立长期合作关系，在行业内具有较高的知名度和美誉度，具有较强的市场竞争力，核三力订单签署情况良好，在手订单较为充足，行业智能化升级改造需求空间较大，后续业务稳定可持续，商誉发生大幅减值的可能性较小。

截至 2022 年 3 月 31 日，核三力在手订单金额约为 2.34 亿元。核三力订单签署情况良好，在手订单充足，为未来业务发展奠定良好的基础。

（五）上市公司已采取相应具体措施应对商誉减值风险

上市公司已制定相应具体措施应对商誉减值风险，具体如下：

1、严格执行业绩补偿措施，防范商誉减值风险带来的不利影响

上市公司已与交易对方签署《业绩承诺及补偿协议》及一系列补充协议，对

业绩承诺及减值测试进行了具体约定。上市公司及业绩承诺方将严格执行《业绩承诺及补偿协议》及一系列补充协议中的相关约定，当出现承诺业绩未达标及标的公司股权发生减值时，及时要求业绩承诺方履行业绩补偿承诺，以降低因业绩承诺不达标而引起的商誉减值对上市公司带来的不利影响。

2、加强对标的公司有效管控，提升整合绩效，力争实现整合预期

本次交易完成后，标的公司将成为上市公司的全资子公司，为提高本次交易的整合绩效，有效防范整合风险，上市公司将结合标的公司的优势资源，将其纳入上市公司的整体发展规划，在业务、资产、财务、人员、机构等方面对标的公司进行整合，加强对标的公司有效管控，实现上市公司与标的公司之间的整体统筹及协同发展，防范和控制商誉减值风险。

3、股份锁定期及分期解锁安排、股票账户共管

除大晟资产及南华资产外，郭虎等 7 名自然人及戈玉华等 27 名自然人通过本次交易获取的股份自该等股份发行之日起进行锁定，锁定期为 12 个月。

在协议约定的锁定期届满后，乙方因本次交易获得的对价股份按照以下方式进行解锁，计算公式如下：

当期可解锁股份数量=上市公司向交易对方定向发行股份数量*截至当期期末累计承诺净利润/交易对方于业绩承诺期内承诺的净利润总额-累计已经解锁股份。

当触发补偿义务时，为保证业绩补偿方履行《业绩承诺及补偿协议》及一系列补充协议，上市公司将在股东大会审议通过股份回购注销方案后，按规定及时回购注销相关股份。

除股份锁定期及分期解锁安排外，为充分保障业绩承诺的可实现性，在业绩承诺期限届满并全部履行完毕业绩补偿、减值补偿（如有）之前，郭虎等 7 名自然人及戈玉华等 27 名自然人为持有本次交易发行的股票开立的专项持有乐通股份的股票账户及其对应的银行账户纳入上市公司共同监管。

4、现金对价分期支付安排

郭虎等 7 名自然人从本次交易所获得的现金对价应存放于上市公司名义开立的、由上市公司与乙方共管的银行账户，作为乙方确保业绩补偿得以切实履行的保障资金，并于业绩承诺期届满后解除共管转入乙方帐户。

戈玉华等 27 名自然人从本次交易所获得的现金对价存放于上市公司名义开立的、由上市公司与乙方共管的银行账户。本次交易项下现金对价采取分期支付方式，具体安排如下：

（1）第一笔解付的现金对价，解付比例为现金对价总额的 70%，应于本次交易配套募集资金到账后三（3）个工作日内扣除本次交易应由甲方代扣代缴税费后的金额一次性解付；（2）后续现金对价总额 30%于业绩承诺期届满后支付。

5、加强经营管理，保障标的公司生产经营的持续性和稳定性，防范和控制商誉减值风险

（1）考虑到核心人员对于标的公司运营发展起着至关重要的作用，为防范核心人员流失，保持标的公司持续发展和竞争优势，上市公司与交易对方签署协议，约定标的公司核心人员为标的公司服务期限不少于 5 年，并在此服务期内及其离职后两年内，未经上市公司同意，核心团队成员不得在上市公司及标的公司以外从事相同或类似的业务。

同时，《发行股份及支付现金购买资产协议之补充协议》中约定交易对方对标的公司业绩承诺负有补偿义务，并对本次交易完成后交易对方持有的上市公司股份设置锁定期。本次交易完成后，上市公司将保持标的公司原有管理团队的基本稳定，除委派 4 名董事、2 名监事、财务经理及证券人员外，对于标的公司的基本架构和人员，上市公司将不会作重大调整；

（2）本次交易《业绩承诺及补偿协议》中约定了对超额业绩的奖励安排，后续上市公司将根据情况实施多样有效的激励措施，保证标的公司核心人员的稳定性，并激发其实现承诺业绩的积极性。激励措施的设置，有利于确保核心人员与上市公司利益的一致性，起到凝聚核心人才并保持核心人员稳定性的重要作用，为标的公司未来长期稳定的发展提供了良好的支撑；

（3）上市公司将在业务层面给予标的公司充分的自主性和灵活性，并在交

易完成后给予标的公司充足的资金、管理等方面的支持，加强与标的公司在产品开发、市场开拓、技术研发等方面的合作，提升整合绩效。

综上所述，本次交易有助于上市公司优化产业布局、丰富业务类型、拓展发展空间。本次交易完成后，上市公司面向的下游市场更加广阔，发展前景趋于明朗，资产质量得到显著提高，财务状况明显改善，持续盈利能力明显增强。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为上市公司及其他中介机构已对并购重组委就本次交易提出的审核意见认真进行了核查分析，上市公司已对导致前次未通过并购重组委的事项进行了有效落实。

（本页无正文，为《九州证券股份有限公司关于<珠海市乐通化工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暨关联交易之并购重组委审核意见回复>之专项核查意见》之签章页）

独立财务顾问主办人：_____

赖昌源

徐海平

法定代表人：_____

魏先锋

九州证券股份有限公司

2022年5月13日