

长城证券股份有限公司

关于深圳证券交易所

《关于对浙江凯恩特种材料股份有限公司
的重组问询函》

之

核查意见

独立财务顾问



出具日期：二〇二二年十二月

深圳证券交易所：

长城证券股份有限公司（以下简称“长城证券”、“独立财务顾问”）作为浙江凯恩特种材料股份有限公司（以下简称“上市公司”、“公司”）重大资产出售暨关联交易（以下简称“本次交易”）的独立财务顾问，根据深圳证券交易所《关于对浙江凯恩特种材料股份有限公司的重组问询函》（非许可类重组问询函[2022]第19号，以下简称“《问询函》”）的相关要求，对相关问题进行了认真核查，现就《问询函》中相关问题的核查回复如下，请予审核。

如无特别说明，本核查意见中所使用的词语或简称与《长城证券股份有限公司关于浙江凯恩特种材料股份有限公司重大资产出售暨关联交易之独立财务顾问报告》中“释义”所定义的词语或简称具有相同含义。

本核查意见中部分合计数与各明细数直接相加之和在尾数上如有差异，则为四舍五入所致。

问题 1

报告书显示，你公司将所持浙江凯恩特种纸业有限公司（以下简称“凯恩特纸”）47.20%的股权转让给湖南艾华集团股份有限公司（以下简称“艾华集团”）、南通海立电子有限公司（以下简称“海立电子”）、遂昌汇然投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“汇然投资”），同时将所持浙江凯恩新材料股份有限公司（以下简称“凯恩新材”）60%股权、衢州八达纸业有限公司（以下简称“八达纸业”）100%股权、遂昌县成屏二级电站有限责任公司（以下简称“二级电站”）47.11%股权转让给凯恩特纸。

请你公司：

（1）说明将凯恩特纸股份转让给交易对手方，同时将其他交易标的转让给凯恩特纸，而非将凯恩特纸及其他三个交易标的同时转让给交易对手方的原因及合理性，是否影响评估及作价、交易价款支付安排，两笔股份转让是否互为前提，是否存在部分实施的可能性，如是，说明具体实施安排及对你公司的影响；

（2）说明艾华集团、海立电子和汇然投资是否已就各自受让凯恩特纸的比

例达成一致，如达成一致，请详细说明交易对手方的受让比例，你公司卖出凯恩特纸股权后凯恩特纸的实际控制方，是否为你公司关联方；如未达成一致，请说明本次交易的相关协议是否清晰、可执行，是否存在其他协议或约定；

（3）说明出售电解电容器纸相关资产但仍保留凯恩新材 40%股权的原因，你公司是否存在后续继续出售凯恩新材剩余股权的安排，如是，说明未一次性出售的原因，后续出售是否与本次交易构成一揽子交易，相关方就凯恩新材相关事项是否存在其他协议或约定；

（4）说明相关资产置出后你公司从事的业务是否依赖置出资产持有的相关业务资质、专利技术和品牌，如是，请提示相关风险并说明你公司已采取或拟采取的应对措施（如有）；

请独立财务顾问对上述问题（1）—（4）进行核查并发表明确意见。

回复：

一、说明将凯恩特纸股份转让给交易对手方，同时将其他交易标的转让给凯恩特纸，而非将凯恩特纸及其他三个交易标的同时转让给交易对手方的原因及合理性，是否影响评估及作价、交易价款支付安排，两笔股份转让是否互为前提，是否存在部分实施的可能性，如是，说明具体实施安排及对你公司的影响

（一）说明将凯恩特纸股份转让给交易对手方，同时将其他交易标的转让给凯恩特纸，而非将凯恩特纸及其他三个交易标的同时转让给交易对手方的原因及合理性

1、从出售方角度看，采取本次交易方案主要基于以下原因：

（1）本次出售电解电容器纸相关资产，将优化上市公司资产结构，获得资金用于寻找新的业务增长点，顺利完成资产出售工作有利于上市公司利益最大化。将凯恩特纸股份转让给交易对方，同时将其他交易标的转让给凯恩特纸，是双方商业协商的结果，有利于本次交易目标的达成。

（2）将凯恩特纸股份转让给交易对手方，同时将其他交易标的转让给凯恩

特纸与将凯恩特纸及其他三个交易标的同时转让给交易对手方两个方案虽然方式不同但结果相同，实质性一致；评估均为各个标的公司独立评估，因此不影响评估作价；因本次交易金额较大，两个方案通常均会采取分期付款的方式，因此无论采取那种方案均不影响付款条件；标的资产过户都是全部款项到位后一次性过户，因此不影响上市公司利益。

2、从购买方角度看，采取本次交易方案主要基于以下原因：

因本次交易标的较多，考虑到交易后提升全部标的资产的股权结构及日常运营便利，因此采用本次交易的方案，形成母子公司结构。因凯恩特纸股东中部分股东为标的公司员工，因此以凯恩特纸作为核心资产的持股平台，便于将新引入股东与核心员工共同绑定，该方案系交易对手方提出，具有合理性。

综上所述，将凯恩特纸股份转让给交易对手方，同时将其他交易标的转让给凯恩特纸是基于双方商业谈判的结果，有利于促成本次交易，具有合理性。

（二）说明将凯恩特纸股份转让给交易对手方，同时将其他交易标的转让给凯恩特纸，而非将凯恩特纸及其他三个交易标的同时转让给交易对手方是否影响评估及作价、交易价款支付安排

因本次交易标的较多，考虑到交易后提升全部标的资产的股权结构及日常运营便利，因此采用本次交易的方案，形成母子公司结构。因凯恩特纸股东中部分股东为标的公司员工，因此以凯恩特纸作为核心资产的持股平台，便于将新引入股东与核心员工共同绑定，该方案系交易对手方提出，且各个交易标的均单独进行了评估，并经商业谈判确定了交易价格。

在交易价款的支付安排方面，两种交易模式的交易对手方有所区别。将凯恩特纸股份转让给交易对手方，同时将其他交易标的转让给凯恩特纸，是综合考虑了购买方的资金筹措安排，是交易双方基于整体交易方案谈判形成的，具有商业合理性。因本次交易金额较大，无论采取哪种交易方式，通常均需分期付款，故不影响交易价款支付安排。

签订《股权转让框架协议》后，购买方已支付 4,000 万元订金，剩余交易价款将分两次支付，待全部交易价款支付完毕后 20 个工作日内完成交易标的的工

商变更手续。采取此种交易价款支付安排是综合考虑了上市公司利益及购买方的资金筹措规划，是双方商业谈判的结果。

因此，将凯恩特纸股份转让给交易对手方，同时将其他交易标的转让给凯恩特纸，而非将凯恩特纸及其他三个交易标的同时转让给交易对手方不影响评估及作价。两种交易方式下，交易对手有所区别，因本次交易金额较大，无论采取哪种交易方式通常均需分期付款方式，如采用分期付款则两种交易方式对交易价款支付安排影响较小。

（三）两笔股份转让是否互为前提，是否存在部分实施的可能性，如是，说明具体实施安排及对你公司的影响

根据上市公司与交易对方签署的《股权转让协议》：

（1）上市公司将凯恩特纸股份转让给交易对方，同时将其他交易标的转让给凯恩特纸。

（2）各方同意，全部股权转让款支付完毕之日起 20 个工作日内完成上述标的股权的工商变更登记。

（3）如凯恩特纸未按照协议约定支付标的股权的股权转让款，则上市公司有权单方解除本协议，上市公司有权不予退还已收到的订金；如凯恩特纸未按照协议的约定支付完毕标的股权的股权转让款，则上市公司有权单方解除本协议，上市公司有权不予退还甲方已收到的订金和标的股权转让款。

根据前述约定，两笔股份转让互为前提，如交易对方不能支付全部转让价款，本次股权转让将中止，不存在部分实施的可能性。

综上所述，将凯恩特纸股份转让给交易对手方，同时将其他交易标的转让给凯恩特纸是基于双方商业谈判的结果，有利于促成本次交易，具有合理性；该种交易方式不影响评估及作价；两种交易方式下，交易对手有所区别，因本次交易金额较大，无论采取哪种交易方式通常均需分期付款方式，如采用分期付款则两种交易方式对交易价款支付安排影响较小；两笔股份转让互为前提，不存在部分实施的可能性。

二、说明艾华集团、海立电子和汇然投资是否已就各自受让凯恩特纸的比例达成一致，如达成一致，请详细说明交易对手方的受让比例，你公司卖出凯恩特纸股权后凯恩特纸的实际控制方，是否为你公司关联方；如未达成一致，请说明本次交易的相关协议是否清晰、可执行，是否存在其他协议或约定

（一）根据艾华集团、海立电子和汇然投资约定，本次收购凯恩特纸时，艾华集团、海立电子、汇然投资分别出资 1000 万元、1000 万元、950 万元，在凯恩特纸的持股比例为 16%、16%和 15.2%。

在艾华集团、海立电子和汇然投资收购凯恩特纸后，凯恩特纸的股权结构如下：

序号	股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
1	陈珏	1,500.00	24.00
2	湖南艾华集团股份有限公司	1,000.00	16.00
3	南通海立电子有限公司	1,000.00	16.00
4	遂昌汇然投资管理合伙企业（有限合伙）	950.00	15.20
5	毛耿雄	600.00	9.60
6	陈文安	350.00	5.60
7	应建长	350.00	5.60
8	张生伟	225.00	3.60
9	陈然	225.00	3.60
10	衢州八达纸业有限公司	50.00	0.80
合计		6,250.00	100.00

在凯恩特纸收购其他标的时，汇然投资将向凯恩特纸提供 8,000 万元借款。收购全部完成后，目前计划上述借款将择机转为对凯恩特纸的投资，增资价格另行协商，增资完成后艾华集团、海立电子、汇然投资对凯恩特纸的股权比例将再度发生变更，具体以届时实际情况为准。

（二）在本次交易完成后，陈珏将成为第一大股东，陈珏为王白浪先生之配偶，同时汇然投资持有 15.20%股权，本次出资以王白浪先生为主导，其拥有出资份额的主导权，凯恩特纸的实际控制方为王白浪先生，王白浪担任公司董事职务，为上市公司关联方。

汇然投资持有的凯恩特纸 15.2%股权以及未来 8,000 万借款转增股权，将吸引凯恩特纸、凯恩新材管理层及骨干员工入股，具体人员名单及入股价格另行协商确定。在上述股权变动完成后，如王白浪及其配偶合计持有凯恩特纸股份比例保持为第一大股东，则王白浪先生继续保持实际控制方地位。

（三）艾华集团、海立电子和汇然投资已就各自受让凯恩特纸的比例达成一致，本次交易的相关协议清晰、可执行，不存在其他协议或约定。

三、说明出售电解电容器纸相关资产但仍保留凯恩新材 40%股权的原因，你公司是否存在后续继续出售凯恩新材剩余股权的安排，如是，说明未一次性出售的原因，后续出售是否与本次交易构成一揽子交易，相关方就凯恩新材相关事项是否存在其他协议或约定

（一）说明出售电解电容器纸相关资产但仍保留凯恩新材 40%股权的原因

本次出让 60%股权是交易双方商业谈判结果，结合交易对方现金支付能力、支付意愿，为增加本次交易成功率，双方谈判确认本次出让 60%股权。

（二）公司是否存在后续继续出售凯恩新材剩余股权的安排，如是，说明未一次性出售的原因，后续出售是否与本次交易构成一揽子交易

1、上市公司目前暂无计划对凯恩新材剩余 40%的股权进行出售，有关本次交易的协议中，双方亦未对剩余 40%股权作出任何交易安排。若后续上市公司出售剩余 40%股权，公司将按照有关法律法规之要求，履行相应的法定程序和义务。

2、根据《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》，各项交易的条款、条件以及经济影响符合下列一种或多种情况的，通常将多次交易作为“一揽子交易”进行会计处理：

（1）这些交易是同时或者在考虑了彼此影响的情况下订立的；

（2）这些交易整体才能达成一项完整的商业结果；

（3）一项交易的发生取决于其他至少一项交易的发生；

（4）一项交易单独考虑时是不经济的，但是和其他交易一并考虑时是经济的。

3、按照交易双方的约定，本次交易将出售凯恩新材 60%股权。上市公司目前暂无计划对凯恩新材剩余 40%的股权进行出售，有关本次交易的协议中，双方亦未对剩余 40%股权作出任何交易安排。基于目前双方达成的协议及安排，本次交易不构成一揽子交易。后续出售是否与本次交易构成一揽子交易，取决于上市公司出售凯恩新材剩余 40%股权时，交易条款、条件以及经济影响与本次交易是否存在关联。

（三）相关方就凯恩新材相关事项是否存在其他协议或约定

根据交易双方出具的说明，本次出售凯恩新材相关协议均已披露，未与其他任何人员及机构签署未经披露的其他协议或约定。

四、说明相关资产置出后你公司从事的业务是否依赖置出资产持有的相关业务资质、专利技术和品牌，如是，请提示相关风险并说明你公司已采取或拟采取的应对措施（如有）

本次交易后，公司仍保留部分纸基功能材料（特种食品包装材料、高端烟用接装原纸、部分工业配套材料、医用包装材料等）业务，上述业务由浙江凯丰新材料股份有限公司经营，凯丰新材为新三板挂牌公司，具备经营上述业务的相关资产、专利技术及品牌，具体情况如下：

截至 2022 年 12 月 12 日，浙江凯丰新材料股份有限公司具备经营业务的相关资质、专利技术及品牌，具体情况如下：

1、生产许可证

序号	证书名称	证书编号	生产范围	颁发部门	颁发日期	有效期
1	全国工业产品生产许可证	浙 XK16-205-00487	食品用纸包装容器等制品	浙江省市场监督管理局	2022 年 6 月 8 日	2027 年 6 月 7 日

2、辐射安全许可证

序号	证书名称	证书编号	种类和范围	颁发部门	颁发日期	有效期
1	辐射安全许可证	浙环辐证[H2058]	使用 V 类放射源	浙江省生态环境	2021-06-23	2026-06-22

				境厅		
--	--	--	--	----	--	--

3、排污许可证如下：

序号	证书名称	证书编号	行业类别	颁发部门	颁发日期	有效期
1	排污许可证	913308007539584081001P	机制纸及纸板制造	衢州市生态环境局	2019-09-18	2019-09-25至2024-09-24

4、出口相关证书

序号	证书名称	证书编号	颁发部门	颁发日期
1	对外贸易经营者备案登记表	01408285	浙江衢州海关	2014年9月23日

5、专利权

序号	专利权人	发明人	专利名称	专利号	专利类型	公开（公告）日	取得方式	法律状态
1	凯丰新材	计皓、张琦、何红梅、邱慈祥、安田田、刘佳文、李亮飞	一种烘焙原纸的打浆搅拌装置	ZL201910052543.0	发明专利	2021-12-07	原始取得	授权
2	凯丰新材	张琦、王幸、林龙、毛岳荣、刘备、刘佳文、邱慈祥、李亮飞、张佳东	一种 ASA 施胶剂在线乳化装置	ZL202023121953.3	实用新型	2021-10-15	原始取得	授权
3	凯丰新材	计皓、张琦、王幸、邱慈祥、景甜、安田田、赵利	一种节约型数码热升华转印纸的制备方法及其打浆装置	ZL201910052421.1	发明专利	2021-10-15	原始取得	授权
4	凯丰新材	计皓、张琦、王幸、邱慈祥、安田田、何红梅、刘佳文	一种高抗水性食品包装纸的制备方法及其打浆搅拌装置	ZL201910052371.7	发明专利	2021-07-30	原始取得	授权
5	凯丰新材	计皓、张琦、王幸、邱慈祥、景甜、安田田、赵利	一种高档亚光纯纸壁纸的制备用打浆搅拌装置	ZL201910052362.8	发明专利	2021-04-13	原始取得	授权
6	凯丰新材	计皓、张琦、王幸、邱慈祥、景甜、安田田、赵利	一种用于高档亚光纯纸壁纸的打浆搅拌装置	ZL201821759651.9	实用新型	2019-12-10	原始取得	授权

7	凯丰新材	计皓、张琦、何红梅、邱慈祥、安田田、刘佳文、李亮飞	一种用于烘焙原纸的打浆搅拌装置	ZL201821759027.9	实用新型	2019-12-10	原始取得	授权
8	凯丰新材	计皓、张琦、王幸、邱慈祥、安田田、何红梅、刘佳文	一种用于高抗水性食品包装纸的打浆搅拌装置	ZL201821759051.2	实用新型	2019-12-10	原始取得	授权
9	凯丰新材	计皓、张琦、王幸、邱慈祥、景甜、安田田、赵利	一种用于节约型数码热升华转印纸的打浆装置	ZL201821759675.4	实用新型	2019-12-06	原始取得	授权
10	凯丰新材	计皓、张琦、刘佳文、杨静、邱慈祥、何红梅、杜亚妮	一种自粘型医用纸的制备方法及其物料搅拌装置	ZL201610427145.9	发明专利	2018-12-18	原始取得	授权
11	凯丰新材	张琦、王幸、濮杰、杨静、杜亚妮、安田田、蓝鸿	一种砂皮基材的制备方法及其所制备的砂皮基材	ZL201610297939.8	发明专利	2018-08-07	原始取得	授权
12	凯丰新材	张琦、濮杰、王幸、杨静、杜亚妮、康向博、高星驰、何红梅	一种组合式加工纸涂布机及其生产方法	ZL201610027226.X	发明专利	2017-09-29	原始取得	授权
13	凯丰新材	计皓、张琦、刘佳文、濮杰、邱慈祥、沈国频、周雪萍	一种耐热不锈钢垫纸的施涂装置	ZL201510611625.6	发明专利	2017-07-21	原始取得	授权
14	凯丰新材	计皓、张琦、刘佳文、濮杰、邱慈祥、沈国频、周雪萍	一种不锈钢垫纸的施涂装置	ZL201510608179.3	发明专利	2017-06-09	原始取得	授权
15	凯丰新材	计皓、张琦、王幸、蓝鸿、何红梅、林龙、邱慈祥、康向博、周雪萍、沈国频	一种砂皮基材的制备设备	ZL201620968314.5	实用新型	2017-05-10	原始取得	专利权的终止

16	凯丰新材	计皓、张琦、詹素忠、刘佳文、何红梅、王幸、陈玉斌、高星驰、周雪萍、沈国频	一种用于医用透析纸制备的搅拌装置	ZL201620968334.2	实用新型	2017-05-10	原始取得	专利权的终止
17	凯丰新材	计皓、王建波、何红梅、邱慈祥、康向博、高星驰、胡晓进	一种用于长网多缸纸机提高纸页平滑度的组合式压辊装置	ZL201620572552.4	实用新型	2017-05-10	原始取得	授权
18	凯丰新材	计皓、张琦、王大望、王建波、刘佳文、唐坚、林龙	一种长网纸机双摇振装置	ZL201520737806.9	实用新型	2016-04-13	原始取得	授权
19	凯丰新材	张琦、计皓、刘佳文、王晓琴、沈国频	一种 CTP 版垫纸及其制备方法	ZL201310224260.2	发明专利	2015-08-26	原始取得	授权
20	凯丰新材	计皓、张琦、林龙、刘佳文、王建波	一种 CTP 版垫纸的生产制造系统	ZL201310223479.0	发明专利	2015-07-29	原始取得	授权
21	凯丰新材	张琦、计皓、刘佳文、王晓琴、林龙	一种造纸白水的循环处理方法和处理装置	ZL201310438142.1	发明专利	2015-07-15	继受取得	专利权的转移
22	凯丰新材	计皓、张琦、雷荣、陶慧贤、周振宇	一种用于双向组合式造纸增强工艺的装置	ZL201110187717.8	发明专利	2012-07-25	继受取得	专利权的转移
23	凯丰新材	计皓、张琦、雷荣、陶慧贤、周振宇	一种双向组合式造纸增强工艺	ZL201010141752.1	发明专利	2012-04-18	继受取得	专利权的转移
24	凯丰新材	计皓、张琦、陈万平、王大望、毛仁华	一种阻然安全型烟用接装原纸及其制备方法	ZL201010141780.3	发明专利	2012-01-04	继受取得	专利权的转移
25	凯丰新材	计皓、张琦、林龙、刘佳文、王建波	一种除尘去静电的造纸复卷装置	ZL201310224266.X	发明专利	2016-12-28	原始取得	专利权维持

26	凯丰新材	计皓、何红梅、邱慈祥、康向博、高星驰、詹素忠、杨金忠	一种用于长网多缸纸机中的压辊装置	ZL201620401901.6	实用新型	2016-11-30	原始取得	授权
----	------	----------------------------	------------------	------------------	------	------------	------	----

6、商标权

序号	商标	注册号	注册人/申请人	有效期限	类别	核定使用商品/服务项目	取得方式
1		63588762	凯丰新材	2022年10月28日至2032年10月27日	34-烟草烟具	香烟过滤嘴；香烟滤嘴；小本卷烟纸；烟斗吸水纸；卷烟纸；烟用过滤丝束；香烟接装纸；烟草过滤嘴；过滤嘴；	原始取得
2		4461591	凯丰新材	2017年08月14日至2027年08月13日	34-烟草烟具	水松纸；香烟过滤嘴；香烟滤嘴；小本卷烟纸；烟斗吸水纸；卷烟纸；	原始取得
3		4459816	凯丰新材	2018年04月14日至2028年04月13日	16-办公用品	木浆纸；印刷纸(包括胶版纸、新闻纸、书刊用纸、证券纸、凹版纸、凸版纸)；制版纸；描图纸；防锈纸；卫生纸；木纹纸；白纸板；包装纸；糖果包装纸；	原始取得

相关资产置出后，上市公司所从事的业务具备相关业务资质、专利技术和品牌，不存在依赖置出资产的相关业务资质、专利技术和品牌的情况。

五、独立财务顾问意见

经核查，本次重组独立财务顾问认为：

1、将凯恩特纸股份转让给交易对手方，同时将其他交易标的转让给凯恩特纸是基于双方商业谈判的结果，有利于促成本次交易，具有合理性；该种交易方式不影响评估及作价；两种交易方式下，交易对手有所区别，因本次交易金额较大，无论采取哪种交易方式通常均需分期付款方式，如采用分期付款则两种交易方式对交易价款支付安排影响较小；两笔股份转让互为前提，不存在部分实施的可能性。

2、艾华集团、海立电子和汇然投资已就各自受让凯恩特纸的比例达成一致，本次交易的相关协议清晰、可执行，不存在其他协议或约定。在本次交易完成后，

陈珏将成为第一大股东，陈珏为王白浪先生之配偶，同时汇然投资持有 15.20% 股权，本次出资以王白浪先生为主导，其拥有出资份额的主导权，凯恩特纸的实际控制方为王白浪先生，王白浪担任公司董事职务，为上市公司关联方。

3、本次出让 60% 股权是交易双方商业谈判结果；上市公司目前暂无计划对凯恩新材剩余 40% 的股权进行出售，不排除未来出售的可能性，本次交易与后续出售不构成一揽子交易，后续出售时结合交易情况判定是否构成一揽子交易；本次出售凯恩新材相关协议均已披露，未与其他任何人员及机构签署未经披露的其他协议或约定。

4、相关资产置出后，上市公司所从事的业务具备相关业务资质、专利技术和品牌，不存在依赖置出资产的相关业务资质、专利技术和品牌的情况。

问题 2

你公司 2021 年年度报告显示：你公司目前已成为全球销量第一的电解电容器纸龙头企业，拥有全球最大的电解电容器纸生产基地。近年来，随着电解电容器应用领域不断扩展，电解电容器纸也迎来了前所未有的发展机遇。你公司在国内电解电容器纸领域处于相对垄断地位并维持了较高的毛利水平，在超级电容隔膜纸领域技术全国领先。凯恩特纸主要从事电气及工业用配套材料的销售，主要产品包括电解电容器纸、超级电容器隔膜和绝缘纸等。凯恩新材主要从事电气及工业用配套材料的生产，主要产品包括电解电容器纸、超级电容器隔膜和绝缘纸等。

报告书显示，你公司将通过出售电解电容器纸相关资产获得现金 4.8 亿元。根据天健会计师出具的你公司 2021 年度审计报告（天健审〔2022〕1388 号）和《上市公司备考审阅报告》（天健审〔2022〕10393 号），你公司 2021 年营业收入备考数较实际数减少了 63,338.03 万元，变动幅度 34.62%；归属于母公司股东的净利润较少了 3,115.55 万元，变动幅度 33.13%；每股收益由 0.20 元下降至 0.13 元。其中凯恩特纸 2021 年度和 2022 年 1—7 月实现营业收入分别为 64,210.28 万元和 31,417.54 万元，净利润分别为-94.50 万元和 439.94 万元；凯恩新材 2021 年度和 2022 年 1—7 月实现营业收入分别为 21,537.03 万元和 31,434.83 万元，净

利润分别为 623.36 万元和 1,695.60 万元；八达纸业从 2020 年开始停止生产经营；二级电站 2021 年度和 2022 年 1—7 月实现营业收入分别为 954.06 万元和 657.80 万元，净利润分别为 466.08 万元和 304.36 万元。另外，你公司截至 2022 年三季度货币资金余额为 4.39 亿元，资产负债率为 22.33%。

请你公司：

（1）结合凯恩特纸、凯恩新材、二级电站业绩稳步增长且盈利，占你公司营业收入和净利润的比重达三分之一，凯恩特纸、凯恩新材在我国电解电容器纸垄断领先地位，你公司货币资金充足，资产负债率较低，尚未披露短期存在大额支出等情况，说明本次交易的原因及必要性，在此基础上说明本次交易是否有利于你公司增强持续经营能力，是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（五）项“有利于上市公司增强持续经营能力”的规定；

（2）说明报告书所述“凯恩新材所在行业景气度不高，整体经济效益不佳，资产收益率较低”与你公司 2021 年报相关表述是否存在矛盾，报告书对于该行业的描述是否符合真实情况，如是，请说明该行业短期发生巨大变化的原因及合理性；

（3）说明本次交易取得的转让价款具体用途，是否存在增强主营业务竞争力、提高盈利能力的资金使用计划、具体措施及可行性研究情况。

请独立财务顾问对上述问题进行核查并发表明确意见。

回复：

一、结合凯恩特纸、凯恩新材、二级电站业绩稳步增长且盈利，占你公司营业收入和净利润的比重达三分之一，凯恩特纸、凯恩新材在我国电解电容器纸垄断领先地位，你公司货币资金充足，资产负债率较低，尚未披露短期存在大额支出等情况，说明本次交易的原因及必要性，在此基础上说明本次交易是否有利于你公司增强持续经营能力，是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（五）项“有利于上市公司增强持续经营能力”的规定

（一）特种纸行业增长放缓

标的公司主营业务为纸基功能材料。纸基功能材料包括电气及工业用配套材料（电解电容器纸、超级电容器隔膜和绝缘纸等）、过滤材料和特种包装材料。根据中国造纸协会发布的中国造纸工业年度报告，2020 年，特种纸及纸板的产量为 405 万吨，占纸生产总量的 3.60%；特种纸及纸板的消费量为 330 万吨，占纸消费总量的 2.79%。2021 年，特种纸及纸板的产量为 395 万吨，占纸生产总量的 3.26%；特种纸及纸板的消费量为 312 万吨，占纸消费总量的 2.47%。特种纸的生产量和消费量绝对值较小，且 2021 年比 2020 年有小幅降低，与纸张行业小幅增长态势相背离，特种纸行业增长放缓。

近年来电解电容器纸的下游需求量相对稳定，缺乏明显增长空间。原材料价格波动、环保政策压力增大、劳动力成本提高，给电解电容器纸市场带来不确定性，对公司生产经营带来了较大压力。

（二）维持或扩大再生产需较大投入

凯恩新材生产设备使用年限较久，陆续进入更新改造期，截至 2022 年 7 月 31 日，凯恩新材专用设备账面原值为 60,327.93 万元，账面净值为 7,691.43 万元，其成新率约为 12.75%，为维持现有生产规模或提升生产能力，需进行较大金额生产投入。

电解电容器纸缺乏明显增长空间，维持或扩大再生产需较大投入，公司通过出售电解电容器纸相关资产获得现金，将集中精力与资源寻求业务转型机会，进而增加公司持续盈利能力。

（三）造纸行业环保压力陡增。

造纸行业是我国碳排放八大行业之一，在国家“碳达峰、碳中和”战略目标下，面临深化整治，转型升级要求。造纸行业的发展主要有技术密集与资金密集并存、对资源依赖度较大、市场集中度低、资源消耗较高和污染防治任务艰巨的特点，因此造纸行业要实现碳达峰和碳中和目标，面临的挑战是史无前例的，需要不断加大资金投入，寻找替代能源、现有技术装备突破，确定新的能耗标准及淘汰落后产能等问题。根据公司战略发展的整体经营安排，提高公司可持续发展能力，战略转型势在必行。

（四）提升市值、增加并购其他产业的可能性

公司近年来市值一直在 20-30 亿区间波动。各行业中，造纸行业 PE 平均值 16.31，在制造业中位列倒数。公司管理团队近年来一直在寻求战略转型、接洽优秀标的资产，期望通过现金加股份支付方式对其他高 PE 高回报率的优秀标的进行收购，从而做强做大公司市值，保护各方股东尤其是中小投资者的利益。若保留造纸产业资产，公司整体市盈率和市值会被拖累。因此，上市公司体内保留造纸资产不利于在并购市场中的商业谈判，拖累了公司对外合作的进度。

综上所述，本次交易可获得 4.8 亿元交易对价，加之上市公司本身现金储备与股份支付能力，未来在标的收购方面将有充分的自主选择能力及谈判弹性空间，早日助力凯恩股份突破市值增长瓶颈，在推进高质量发展中迈出跨越式的一大步，更好地保护股东，尤其是中小股东的利益。因此本次交易根据公司实际情况出售电解电容器纸业务，是上市公司优化业务布局、提高可持续发展能力的积极举措，有利于切实提高上市公司的持续经营能力，符合上市公司和全体股东的利益，符合《重组办法》第十一条第（五）项的规定。

二、说明报告书所述“凯恩新材所在行业景气度不高，整体经济效益不佳，资产收益率较低”与你公司 2021 年报相关表述是否存在矛盾，报告书对于该行业的描述是否符合真实情况，如是，请说明该行业短期发生巨大变化的原因及合理性；

（一）上市公司 2021 年年度报告中关于电解电容器纸行业及公司地位相关的主要表述如下：

1、“第三节、管理层讨论与分析”之“一、报告期内公司所处的行业情况”之“（一）高附加值纸基功能材料”：我国在纸基功能材料的研发和生产领域有了长足的进步，在一些品种方面已经逐步取代国外产品占据国内市场的主导地位。近几年来，随着电解电容器应用领域不断扩展，在某些新的领域呈现出高速增长，电解电容器纸也迎来了前所未有的发展机遇。

2、“第三节、管理层讨论与分析”之“二、报告期内公司从事的主要业务”之“（一）主要产品情况”之“1、电气及工业用配套材料”之“（1）电解电容器

纸”：市场容量与电解电容器的市场容量同步。电解电容器被广泛应用于家电、工业控制、新能源、航空航天、轨道交通、电动汽车、军工等领域。公司是国内唯一能够系列化生产电解电容器纸的企业，是国内重要的电子元器件材料生产配套企业，电解电容器纸的销量排名全球第一。因电解电容器纸具备电子元件特征，公司曾被中国电子元件行业协会多次评为“中国电子元件百强企业”。

上市公司年报中所述公司在国内电解电容器纸行业占主导地位；电解电容器应用领域广泛且不断扩展，在某些新的领域呈现出高速增长；电解电容器纸也随之迎来更多发展机遇。以上主要是对上市公司在电解电容器纸这个细分行业中的地位的表述，以及对于该细分行业未来的发展基于下游产品发展情况而得出的一定程度上的预测。

根据观研报告网《2022 年中国电解电容器纸业分析报告—产业竞争现状与发展商机前瞻》数据，2015—2020 年国内电解电容器纸行业每年的产量均在 1.6—1.7 万吨之间，产量相对稳定，未形成重大突破，行业空间有限。上市公司电解电容器纸业务若要迎合下游行业应用领域的扩张而拓展新业务领域并形成一定规模的收益，需要以更多的研发投入并成功产出完善的、市场认可度高的新产品作为前提。达成上述前提条件需付出较大的资金投入并且具有很强的不确定性。标的公司目前已有电解电容器纸相关产品所处行业未来发展对上市而言想象空间有限。因此报告中所述“凯恩新材所在行业景气度不高”是基于标的公司近年来电解电容器纸产品所处行业发展的实际情况得出的结论。与报告书中所预测的未来下游产品发展情况的角度不同，不存在冲突。

根据天健会计师出具的凯恩股份 2021 年度《审计报告》（天健审〔2022〕1388 号）和《上市公司备考审阅报告》（天健审〔2022〕10393 号），本次交易标的的资产收益率与上市公司资产收益率对比如下：

项目	标的公司	上市公司
资产收益率	2.09%	6.20%

注：资产收益率=标的公司净利润/标的公司总资产；标的公司净利润=上市公司 2021 年净利润-上市公司备考报表 2021 年净利润；标的公司总资产=四家标的公司 2021 年审计值加总

由上表可见，本次出售的标的资产的资产收益率低于上市公司资产收益率的整体水平。报告书中所述“整体经济效益不佳，资产收益率较低”符合实际情况。

综上，上市公司年报与本次重组报告书中的表述差异主要因分析的角度不同所致。标的公司之于电解电容器纸行业的地位毋庸置疑，上市公司 2021 年年报中发展机遇需要以更多的研发投入并成功产出完善的、市场认可度高的新产品作为前提，报告书中基于标的公司现有业务情况为基准，两者形成差异主要基于前提存在差异，相关表述不存在矛盾，报告书对于该行业的描述符合真实情况。

三、说明本次交易取得的转让价款具体用途，是否存在增强主营业务竞争力、提高盈利能力的资金使用计划、具体措施及可行性研究情况。

上市公司针对本次交易转让款尚无明确的资金使用计划。目前上市公司在稳固目前主营业务的前提下，仅对该笔资金的使用制定了基本方向和目标，预计公司会利用该笔资金积极寻求新的业务发展及转型机会，拓展新的业务增长点，探索新的企业定位以应对不断变化的市场情况，提升公司的利润水平，保护投资者的利益。

综上，上市公司本次交易取得的转让价款尚无明确具体用途，不存在增强主营业务竞争力、提高盈利能力的资金使用计划、具体措施及可行性研究情况。

四、独立财务顾问意见

经核查，本次重组独立财务顾问认为：

1、本次交易根据公司实际情况转让电解电容器纸业务，是上市公司优化业务布局、提高可持续发展能力的积极举措，将切实提高上市公司的持续经营能力，符合《重组办法》第十一条第（五）项的规定。

2、上市公司年报与本次重组报告书中的表述差异主要因分析的角度不同所致。标的公司之于电解电容器纸行业的地位毋庸置疑，上市公司 2021 年年报中发展机遇需要以更多的研发投入并成功产出完善的、市场认可度高的新产品作为前提，报告书中基于标的公司现有业务情况为基准，两者形成差异主要基于前提存在差异，相关表述不存在矛盾，报告书对于该行业的描述符合真实情况。

3、上市公司本次交易取得的转让价款尚无明确具体用途，不存在增强主营业务竞争力、提高盈利能力的资金使用计划、具体措施及可行性研究情况。

问题 3

本次交易相关标的资产评估值为 49,520.39 万元，交易价格为 48,000.00 万元。其中，凯恩特纸采用资产基础法的评估结果 6,731.27 万元，增值率为 2.97%；凯恩新材采用资产基础法和收益法的评估结果分别为 73,078.79 万元和 61,300.00 万元，选取资产基础法作为评估结果，增值率为 13.96%，收益法预测 2023 年至 2026 年研发费用分别为 5,455.11 万元、5,825.14 万元、5,989.18 万元、6,159.86 万元，永续期研发费用为 6,063.03 万元，2023 年至 2026 年资本性支出分别为 6,757.75 万元、13,286.09 万元、13,600.20 万元、13,015.54 万元，永续期研发费用为 4,797.24 万元，收益法估值选取加权平均资本成本折现率，标的资产预期折现率为 10.80%，其中确定权益资本成本选取的无风险报酬率为 3.00%；二级电站采用资产基础法和收益法的评估结果分别为 1,945.02 万元和 2,360.00 万元，选取收益法作为评估结果，增值率为 31.61%；八达纸业采用资产基础法的评估结果为 1,384.25 万元，增值率为 1162.46%。王白浪于 2016 年 4 月前为你公司实际控制人之一，目前担任你公司董事，本次交易王白浪以自有及自筹资金通过汇然投资参与本次收购，本次出资以王白浪先生为主导，其拥有出资份额的主导权。

请你公司：

（1）凯恩特纸作为销售平台，仅采用资产基础法进行评估的原因及合理性，凯恩特纸以其拥有的 38 张未到期的应收票据（合计金额 47,198,812.57 元）为质押物，为其向浙商银行股份有限公司衢州龙游支行申请开具票据提供担保事项在资产评估中难以考虑的原因及可能产生的影响；

（2）说明凯恩新材预测产销量自 2023 年起基本持平与报告书称“我国电解电容器纸市场需求仍将有所上升，国内产量不足以满足日渐增长的市场需求”是否存在矛盾，预测营业收入年均增长率与凯恩新材 2021 年和 2022 年营业收入增长率是否匹配，凯恩新材预测毛利率在 27%—29%之间与你公司 2021 年年度报

告电气及工业用配套材料毛利率 33.55%是否吻合；

（3）说明凯恩新材在预测相关业务未来营业收入不会发生大幅增长的情况下，每年新增大额研发费用的必要性和合理性，并说明相关研发费用拟投向领域，在预测产能未来不会发生大幅增长且报告书称未来只会产生“零星技改支出”的情况下，连续多年产生大额资本性支出的必要性、合理性，并列表说明旧产能拟报废清退的预计时间和预计新增资本性支出的具体投向；

（4）说明资本结构、贝塔系数、特有风险超额收益率、债权回报率等指标详细计算过程，并结合近期可比案例、凯恩新材具体行业分类情况等，说明收益法评估折现率相关参数选取的合理性，折现率相关参数的确定是否符合《监管规则适用——评估类第 1 号》的有关规定，确定方式及最终值是否与可比交易存在重大差异，如是，说明原因及合理性；

（5）结合上述问题（2）（3）（4）的回复、凯恩新材报告期及未来预测的相关情况、所处行业地位、行业发展趋势、行业竞争、同行业可比公司等因素，说明预测期内凯恩新材各类产品销量、价格、毛利率预测依据及合理性；

（6）结合王白浪担任你公司董事期间实际履行的职责说明本次交易是否构成管理层收购，拟置出标的是否存在利润调节等情形，是否存在低价转让交易标的给原实际控制人等利益输送的情形；

（7）结合前述问题说明交易标的是否存在显著低估标的价值的情形，本次交易定价是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（三）项“重大资产重组所涉及的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形”的规定，并说明本次交易的实际交易价格较评估价格偏低的原因及合理性。请独立财务顾问、评估师对上述问题进行核查并发表明确意见。

请独立财务顾问对上述问题进行核查并发表明确意见。

回复：

一、凯恩特纸作为销售平台，仅采用资产基础法进行评估的原因及合理性，凯恩特纸以其拥有的 38 张未到期的应收票据（合计金额 47,198,812.57 元）为质押物，为其向浙商银行股份有限公司衢州龙游支行申请开具票据提供担保事项

在资产评估中难以考虑的原因及可能产生的影响

（一）凯恩特纸作为销售平台，仅采用资产基础法进行评估的原因及合理性

根据现行资产评估准则及有关规定，企业价值评估的基本方法有资产基础法、市场法和收益法。本次评估时，对凯恩特纸仅采用资产基础法进行评估，主要系从以下几方面角度考虑：

1、市场法的适用性

由于凯恩特纸作为销售平台的特殊性和我国目前产权交易市场的信息化程度不够高，难于搜集到足够的同类企业产权交易案例，更无法在公开渠道获取影响交易价格的各项因素情况，进而难以将各种因素量化成修正系数来对交易价格进行修正，因而采用市场法评估存在评估技术上的缺陷，故本次凯恩特纸企业价值评估不宜采用市场法。

2、收益法的适用性

凯恩特纸为凯恩新材特种纸产品的销售平台，仅销售凯恩新材的产品，并无其他外单位的产品销售，凯恩特纸产品的采购价格受凯恩新材的影响，凯恩新材在凯恩特纸产品售价扣减销售费用支出的基础上确定双方交易价格，凯恩特纸对外销售后基本处于盈亏平衡，产品主要利润留于凯恩新材。本次对凯恩新材收益法评估时已根据上述实际经营情况考虑其产品利润，故不再对凯恩特纸采用收益法评估。

3、资产基础法的适用性

由于凯恩特纸各项资产、负债能够根据会计政策、企业经营等情况合理加以识别，评估中有条件针对各项资产、负债的特点选择适当、具体的评估方法，并具备实施这些评估方法的操作条件，故本次评估适宜采用资产基础法。

综上，根据本次资产评估的对象、评估目的和评估师所收集的资料，最终采用资产基础法对委托评估的凯恩特纸的股东全部权益价值进行评估，具备合理性。

(二)凯恩特纸以其拥有的 38 张未到期的应收票据(合计金额 47,198,812.57 元)为质押物,为其向浙商银行股份有限公司衢州龙游支行申请开具票据提供担保事项在资产评估中难以考虑的原因及可能产生的影响

当相关资产处于质押状态,倘若该质押项下的负债未能及时清偿,可能会对该质押物的价值造成损害,但因该等事项是否将造成损害存在较大的不确定性,具体对质押物可能产生的影响程度更难以准确估计,因而在资产评估中通常会在资产评估报告中披露相关质押事项,以便报告使用者能够更为准确地使用评估结论。故本次在凯恩特纸的资产评估报告对相关资产的质押事项作了相应披露。

凯恩特纸以其拥有的应收票据为质押物向银行融资,属于经营活动中正常的担保方式。凯恩特纸目前经营正常,现金流充足,未来持续经营不存在障碍,上述质押项下的负债到期时应能及时清偿,故不会对相关质押物的价值造成损害。

二、说明凯恩新材预测产销量自 2023 年起基本持平与报告书称“我国电解电容器纸市场需求仍将有所上升,国内产量不足以满足日渐增长的市场需求”是否存在矛盾,预测营业收入年均增长率与凯恩新材 2021 年和 2022 年营业收入增长率是否匹配,凯恩新材预测毛利率在 27%—29%之间与你公司 2021 年年度报告电气及工业用配套材料毛利率 33.55%是否吻合

(一)说明凯恩新材预测产销量自 2023 年起基本持平与报告书称“我国电解电容器纸市场需求仍将有所上升,国内产量不足以满足日渐增长的市场需求”是否存在矛盾,预测营业收入年均增长率与凯恩新材 2021 年和 2022 年营业收入增长率是否匹配

1、本次预测收入增长率情况

本次收益法测算中,凯恩新材 2022 年 8-12 月至 2026 年各预测期收入增长率、产能利用率数据具体如下表所示:

项目	2022 年 8-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
收入增长率	11.83%	9.68%	2.86%	2.78%	3.24%
产能利用率	84.28%	86.76%	89.23%	91.71%	94.69%

2、与凯恩新材 2021 年和 2022 年营业收入增长率相比情况

凯恩新材的主要经营性资产系 2021 年从凯恩股份划转而来，因凯恩新材在完成资产划转后 2021 年仅经营 4 个月，故本次结合凯恩股份历史年度经营数据，视同凯恩新材自 2020 年 1 月 1 日开始经营，并在此基础上进行分析。因其他业务收入主要为材料销售收入和蒸汽销售收入，规模较小，本次主要对主营业务收入，即特种纸产品销售收入进行分析。

凯恩新材 2020 年、2021 年、2022 年 1-7 月特种纸产品的产销量、收入具体如下表所示：

产品/年度		2020 年	2021 年	2022 年 1-7 月
电解纸等特种纸	年设计产能（吨）	24,206.00	24,206.00	24,206.00
	当期产量（吨）	20,705.00	21,387.00	11,949.00
	产能利用率	85.54%	88.35%	84.62%
	当期销量（吨）	20,158.00	23,382.00	10,641.00
	不含税单价（元/吨）	24,823.78	27,579.19	29,315.27
	当期销售收入（万元）	50,039.79	64,485.66	31,194.38
	收入增长率	-	28.87%	-17.07%

注：2022 年 1-7 月的产能利用率和收入增长率已年化处理

2021 年凯恩新材收入增长较大，一方面系产量和产品售价得到提升，另一方面，2020 年新冠疫情对产品销售造成较大影响，凯恩新材于 2021 年销售了部分 2020 年生产的产品，剔除上述影响后其 2021 年实际产品产量增幅仅为 3.29%；2022 年 1-7 月凯恩新材收入有所下滑，主要受公司 2022 年产品提价以及国内外经济形势影响，市场需求有所下降，产品产量和销量下滑所致。

凯恩新材目前拥有 9 条产线，已运行多年，其各年实际产能利用率的波动主要系受到环保政策、市场需求以及宏观经济形势波动等因素的影响，目前凯恩新材产线的产能利用率已经较高，且基本相对稳定，在不增长产线的前提下未来凯恩新材收入增长空间不大。

本次收益法测算时已充分考虑市场情况，预测其产能利用率进一步提高，由 2022 年 1-7 月 84.62%逐年上升至 2026 年的 94.69%，预测期各年收入增长率介于 2.78%-11.83%之间，较 2022 年 1-7 月销售情况有所回升，与 2021 年相比处于合理范围内。

3、与行业的市场空间相比情况

凯恩新材主营业务为纸基功能材料。纸基功能材料包括电气及工业用配套材料（电解电容器纸、超级电容器隔膜和绝缘纸等）、过滤材料和特种包装材料。根据中国造纸协会发布的中国造纸工业年度报告，2020 年，特种纸及纸板的生产量为 405 万吨，占纸生产总量的 3.60%；特种纸及纸板的消费量为 330 万吨，占纸消费总量的 2.79%。2021 年，特种纸及纸板的生产量为 395 万吨，占纸生产总量的 3.26%；特种纸及纸板的消费量为 312 万吨，占纸消费总量的 2.47%。特种纸的生产量和消费量绝对值较小，且 2021 年比 2020 年有小幅降低，与纸张行业小幅增长态势相背离，特种纸行业增长放缓。

另外，根据观研报告网《2022 年中国电解电容器纸业分析报告—产业竞争现状与发展商机前瞻》数据，2015—2020 年国内电解电容器纸行业每年的产量均在 1.6—1.7 万吨之间，产量相对稳定，未形成重大突破，缺乏明显增长空间。

结合上述行业市场数据，本次预测时预计未来特种纸及电解电容纸市场空间仍将有所增长，但增速将有所下滑。本次收益法测算中预测期各年收入增长率介于 2.78%-11.83%之间，与凯恩新材所处行业的市场需求增速相比处于合理范围内，与报告书中所述“我国电解电容器纸市场需求仍将有所上升，国内产量不足以满足日渐增长的市场需求”不存在矛盾。

（二）凯恩新材预测毛利率在 27%—29%之间与你公司 2021 年年度报告电气及工业用配套材料毛利率 33.55%是否吻合

凯恩股份 2021 年年度报告中披露的毛利率数据具体如下表所示：

单位：万元

项目		营业收入	营业成本	毛利率
分客户所处行业	纸基功能材料	132,901.16	96,358.71	27.50%
	信息科技服务	37,673.21	29,321.24	22.17%
分产品	电气及工业用配套材料	74,356.11	49,410.14	33.55%
	特种食品包装材料	37,818.34	26,830.40	29.05%
	信息科技服务	37,673.21	29,321.24	22.17%

本次收益法预测中特种纸产品毛利率涵盖凯恩新材各类产品，包括电解电容

纸、特种食品包装用纸、过滤纸等各类特种纸，凯恩新材 2021 年（含资产转让之前凯恩股份 2021 年 1-7 月经营数据）主营业务具体细分产品类别的毛利率数据如下表所示：

单位：万元

项目		主营业务收入	主营业务成本	毛利率
产品类别	电气及工业用配套材料	50,226.55	33,149.35	34.00%
	特种食品包装材料	1,282.63	1,327.24	-3.48%
	过滤纸等其他纸	12,976.48	12,567.90	3.15%
	合计	64,485.66	47,044.49	27.05%

注：2021 年，凯恩股份的特种食品包装材料产品营业收入总计约 3.8 亿元，其中凯恩新材约 1,283 万元，占比较小。凯恩新材特种食品包装材料与凯恩股份其他的特种食品包装材料产品类别不同，售价较低。凯恩新材在特种食品包装材料经营方面缺乏规模优势，无法形成规模效应，单位生产成本较高，因此毛利率较低。

本次收益法预测中凯恩新材特种纸产品的预测毛利率介于 27%—29%之间，与凯恩新材 2021 年实际毛利率水平相比处于合理范围内，同时电气及工业用配套材料毛利率与上市公司 2021 年年度报告中毛利率吻合。

三、说明凯恩新材在预测相关业务未来营业收入不会发生大幅增长的情况下，每年新增大额研发费用的必要性和合理性，并说明相关研发费用拟投向领域，在预测产能未来不会发生大幅增长且报告书称未来只会产生“零星技改支出”的情况下，连续多年产生大额资本性支出的必要性、合理性，并列表说明旧产能拟报废清退的预计时间和预计新增资本性支出的具体投向

（一）说明凯恩新材在预测相关业务未来营业收入不会发生大幅增长的情况下，每年新增大额研发费用的必要性和合理性，并说明相关研发费用拟投向领域

1、本次研发费用的预测与凯恩新材历史研发费用的支出相比具有合理性

单位：万元

项目	历史期			预测期					
	2020 年	2021 年	2022 年 1-7 月	2022 年 8-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	永续期
研发费用	4,801.80	5,422.09	2,899.56	2,159.59	5,455.11	5,825.14	5,989.18	6,159.86	6,063.03

项目	历史期			预测期					
	2020 年	2021 年	2022 年 1-7 月	2022 年 8-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	永续期
特种纸收入	50,039.79	64,485.66	31,194.38	25,097.60	61,992.59	63,750.94	65,509.29	67,619.32	67,619.32

本次收益法测算中，预测期各年研发费用占预测特种纸收入的比重与历史期基本接近，处于合理水平，历史年度收入虽然未见大幅增长，但凯恩新材仍持续投入研发支出，本次研发费用的预测与凯恩新材历史研发费用的支出相比具有合理性。

2、研发费用系维持凯恩新材产品市场竞争力及市场份额的必要支出

凯恩新材的主要产品为电解电容器纸，该产品具有批量小、品种多、技术含量较高、行业壁垒较高等特点，虽然凯恩新材目前具有较高的市场份额，但如果研发投入不足，产品市场竞争力下滑将导致市场份额下降。故凯恩新材需持续进行研发投入和创新，方可维持凯恩新材产品的市场竞争力并保持现有市场份额。

3、凯恩新材研发费用投向领域

凯恩新材目前研发的方向主要聚焦于产品性能提升以及产品更新迭代两方面。

在产品性能提升方面，凯恩新材需结合市场和客户运用情况、生产制程、生产效率、质量检验过程等方面进行细分研究，特别是在产品产出率和综合效能的提高、杂质含量和不合格率的降低、产品粘性的提升等方面，维持市场竞争力。

在产品更新迭代方面，因电解电容器品种繁多，用途各异，不同类型的电解电容器往往要求不同品种的电解电容器纸配套，因此电解电容器纸具有广泛的系列，每个系列又有许多品种，不同产品对原材料和制造工艺的要求有所不同，故凯恩新材需持续进行研发投入和创新，及时踪研究世界最新的电气用纸以及其他特种纸的技术动态，通过加大研发投入，做深、做细电解电容器纸产品，提高系列化多品种的生产能力，不断提升的产品快速迭代能力，满足众多客户多样性、差异化的需求。

（二）在预测产能未来不会发生大幅增长且报告书称未来只会产生“零星技改支出”的情况下，连续多年产生大额资本性支出的必要性、合理性，并列表明旧产能拟报废清退的预计时间和预计新增资本性支出的具体投向

1、本次资本性支出预测概况

资本性支出包括追加投资和更新支出。其中追加投资主要为公司产能扩张需要发生的资本性支出，更新支出是指为维持企业持续经营而发生的资产更新支出，主要包括固定资产、无形资产更新支出等。凯恩新材预测期各年追加投资和更新支出的具体数据如下表所示：

单位：万元

项目	2022 年 8-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	永续期
追加投资	500.00	200.00	200.00	200.00	200.00	-
更新支出	921.79	6,557.75	13,086.09	13,400.20	12,815.54	4,797.24
未付工程设备款	780.47	-	-	-	-	0.00
资本性支出合计	2,202.26	6,757.75	13,286.09	13,600.20	13,015.54	4,797.24

凯恩新材未来无扩建产能计划，本次评估追加投资主要为提升工艺先进性、维持产品竞争力需要的零星技改支出。

预测期内凯恩新材的资本性支出主要为更新支出，更新支出是指为维持企业持续经营而发生的资产更新支出，主要为资产经济耐用年限到期后的更新投入，对于预测年度需要更新的相关资产，评估人员经过与企业管理层和设备管理人员沟通了解，按照企业现有资产状况和能力以及各资产的耐用年限，对以后可预知的年度进行了更新测算，形成各年资本性支出。对于永续期资本性支出以年金化金额确定。

因凯恩新材的机器设备购入时间较早，设备总体成新率较低，截止 2022 年 7 月 31 日，凯恩新材专用设备账面原值为 60,327.93 万元，账面净值为 7,691.43 万元，其账面综合成新率约为 12.75%，为维持现有生产规模需对机器设备不断进行更新，故预测期内的机器设备更新支出较大。

2、本次资本性支出预测与凯恩新材的主要固定资产成新率具有匹配性

截至评估基准日，凯恩新材经营性固定资产的评估成新率情况如下：

单位：万元

项目	评估成新率/资产账面原值				
	0-25%	25-50%	50-75%	75-100%	综合成新率
房屋建筑物	4,690.44	14,087.27	5,388.60	4,187.88	45.72%
设备类固定资产	39,816.85	3,477.47	1,424.51	3,051.90	15.24%
合计	44,507.29	17,564.74	6,813.11	7,239.77	26.60%

由上表数据可知，凯恩新材机器设备购入时间较早，设备总体成新率较低，预测期内为维持现有生产规模需对机器设备不断更新，故预测期内的更新支出较大，本次预测中，2022年8-12月至2026年需更新替换的固定资产合计46,781.36万元，凯恩新材固定资产评估成新率介于0-25%的评估原值为44,507.29万元，本次凯恩新材的更新支出与主要固定资产成新率具有匹配性。

四、说明资本结构、贝塔系数、特有风险超额收益率、债权回报率等指标详细计算过程，并结合近期可比案例、凯恩新材具体行业分类情况等，说明收益法评估折现率相关参数选取的合理性，折现率相关参数的确定是否符合《监管规则适用——评估类第1号》的有关规定，确定方式及最终值是否与可比交易存在重大差异，如是，说明原因及合理性

（一）说明资本结构、贝塔系数、特有风险超额收益率、债权回报率等指标详细计算过程，折现率相关参数的确定是否符合《监管规则适用——评估类第1号》的有关规定

1、折现率计算模型

本次收益法评估采用企业自由现金流折现模型，企业自由现金流评估值对应的是企业所有者的权益价值和债权人的权益价值，对应的折现率是企业资本的加权平均资本成本(WACC)。

加权平均资本成本(WACC)计算公式如下：

式中：WACC——加权平均资本成本；

Ke——权益资本成本；

K_d ——债务资本成本；

T ——所得税率；

D/E ——企业资本结构。

权益资本成本按国际通常使用的 CAPM 模型求取，计算公式如下：

式中：——权益资本成本

——无风险报酬率

——权益的系统风险系数

ERP ——市场风险溢价

——企业特定风险调整系数

2、WACC 模型中有关参数的计算过程

（1）无风险报酬率的确定

国债收益率通常被认为是无风险的。评估人员查询了中评协网站公布的由中央国债登记结算公司(CCDC)提供的截至评估基准日的中国国债收益率曲线，取得国债市场上剩余年限为 10 年和 30 年国债的到期年收益率，将其平均后作为无风险报酬率。中国国债收益率曲线是以在中国大陆发行的人民币国债市场利率为基础编制的曲线。经计算无风险报酬率为 3.00%。

（2）资本结构的确定

经分析凯恩新材的资金情况，公司现金流状况较好，预计未来基本上无需借款，故取目标资本结构 D/E 为 0。

（3）权益的系统风险系数 $Beta$ 的确定

通过“同花顺 iFinD 金融数据终端”查询沪、深两市同行业上市公司含财务杠杆的调整后 $Beta$ 系数后，通过公式 $Beta_U = Beta_L / [1 + (1 - T) \times (D/E)]$ (公式中， T 为税率，为含财务杠杆的 $Beta$ 系数，为剔除财务杠杆因素的 $Beta$ 系数， D/E 为资本结构) 对各项 $Beta$ 调整为剔除财务杠杆因素后的 $Beta$ 系数，具体计算见下表：

剔除财务杠杆因素后的 Beta 系数表

序号	证券代码	证券简称	D/E	BETA	T	修正 BETA
1	600963.SH	岳阳林纸	46.68%	1.0799	15%	0.7731
2	002235.SZ	安妮股份	1.95%	1.0466	25%	1.0316
3	600966.SH	博汇纸业	74.08%	1.0363	25%	0.6662
4	002078.SZ	太阳纸业	52.59%	1.0110	25%	0.7250
5	600433.SH	冠豪高新	7.60%	0.9359	15%	0.8792
6	603863.SH	松炆资源	27.45%	0.9097	15%	0.7376
7	600308.SH	华泰股份	35.90%	0.8762	15%	0.6713
8	600793.SH	宜宾纸业	72.19%	0.8674	15%	0.5376
9	603165.SH	荣晟环保	8.25%	0.8496	15%	0.7939
10	600103.SH	青山纸业	7.83%	0.8377	25%	0.7913
11	002067.SZ	景兴纸业	36.34%	0.8288	15%	0.6332
12	603733.SH	仙鹤股份	17.01%	0.8216	15%	0.7178
13	600235.SH	民丰特纸	33.73%	0.8198	15%	0.6371
14	002012.SZ	凯恩股份	7.57%	0.8131	15%	0.7639
15	600356.SH	恒丰纸业	16.06%	0.7928	15%	0.6976
16	002521.SZ	齐峰新材	18.95%	0.7374	25%	0.6456
17	000815.SZ	美利云	6.41%	0.7293	15%	0.6916
平均			-			0.7290

通过公式 $\beta_i' = \beta_u \times [1 + (1-t) D/E]$ ，计算企业带财务杠杆系数的 Beta 系数。

其中： β_u 取同类上市公司平均数 0.7290；2022 年及以后年度企业所得税率按 25.00% 计算；资本结构 D/E 按 0.00 计算。

故公司 Beta 系数 $= 0.7290 \times [1 + (1 - 25.00\%) \times 0.00] = 0.7290$

（4）计算市场的风险溢价

1) 衡量股市 ERP 指数的选取：估算股票市场的投资回报率首先需要确定一个衡量股市波动变化的指数，中国目前沪、深两市有许多指数，评估专业人员选用沪深 300 指数为 A 股市场投资收益的指标。

2) 指数年期的选择：本次对具体指数的时间区间选择为 2012 年到 2021 年。

3) 指数成分股及其数据采集

由于沪深 300 指数的成分股是每年发生变化的,因此评估专业人员采用每年年末时沪深 300 指数的成分股。

4) 年收益率的计算方式: 采用算术平均值和几何平均值两种方法。

5) 计算期每年年末的无风险收益率 R_{fi} 的估算: 为估算每年的 ERP, 需要估算计算期内每年年末的无风险收益率 R_{fi} , 评估专业人员采用国债的到期收益率作为无风险收益率。

6) 估算结论

经上述计算分析调整, 几何平均收益率能更好地反映股市收益率的长期趋势, 故采用几何平均收益率估算的 ERP 的算术平均值作为目前国内股市的风险溢价, 即市场风险溢价为 7.30%。

(5) 企业特定风险调整系数 R_c 的确定

企业特定风险调整系数反映企业的非系统性风险, 是由于企业特定因素而要求的风险回报。

本次测算企业风险系数 Beta 时选取了同行业可比上市公司, 因此通过分析凯恩新材在风险特征、企业规模、发展阶段、市场地位、核心竞争力、内控管理、对主要客户及供应商的依赖度、融资能力等方面与可比上市公司的差异, 以评估师的专业经验判断量化确定凯恩新材的企业特定风险调整系数。具体风险因素的分析及量化取值见下表:

风险因素	对比差异情况分析	风险调整取值
风险特征	与可比上市公司相比, 凯恩新材产品种类较为集中, 风险控制成本较高	0.40%
企业规模	凯恩新材的企业规模与可比上市公司相比基本接近	0.20%
发展阶段	可比上市公司普遍在扩建产能, 凯恩新材目前经营已进入稳定发展阶段, 风险较低	0.10%
市场地位	凯恩新材在细分领域的市场占有率较高	0.10%
核心竞争力	凯恩新材拥有多项专利, 深耕特种纸行业多年, 具备较强的核心竞争力	0.20%

风险因素	对比差异情况分析	风险调整取值
内控管理	凯恩新材为上市公司子公司，建立了较为完善的内控制度	0.20%
对主要客户的依赖度	凯恩新材对主要客户具有一定的依赖性	0.30%
对主要供应商的依赖度	凯恩新材对主要供应商具有一定的依赖性	0.30%
融资能力	凯恩新材的信用较好，不动产较多，可获取的授信额度较高，融资能力较强	0.20%
小计		2.00%

（6）加权平均成本的计算

1) 权益资本成本 K_e 的计算

$$\begin{aligned}
 K_e &= R_f + Beta \times ERP + R_c \\
 &= 3.00\% + 0.7290 \times 7.30\% + 2.00\% \\
 &= 10.80\%
 \end{aligned}$$

2) 债务资本成本 K_d 计算

债务资本成本 K_d 采用基准日适用的一年期 LPR 利率 3.70%。

3) 加权资本成本计算

$$\begin{aligned}
 WACC &= K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - T) \times \frac{D}{E + D} \\
 &= 10.80\% \times 100.00\% + 3.70\% \times (1 - 25.00\%) \times 0.00\% \\
 &= 10.80\%
 \end{aligned}$$

3、与《监管规则适用——评估类第 1 号》对比情况

参数	《监管规则适用——评估类第 1 号》监管要求	本次评估情况	是否符合
----	------------------------	--------	------

参数	《监管规则适用——评估类第 1 号》监管要求	本次评估情况	是否符合
无风险报酬率	一是应当关注国债剩余到期年限与企业现金流时间期限的匹配性，持续经营假设前提下应当选择剩余到期年限 10 年期或 10 年期以上的国债。二是应当选择国债的到期收益率作为无风险利率，并明确国债的选取范围。三是应当在资产评估报告中充分披露国债选取的期限、利率、范围、确定方式、数据来源等。	本次评估人员查询了中评协网站公布的由中央国债登记结算公司 (CCDC)提供的截至评估基准日的中国国债收益率曲线，取得国债市场上剩余年限为 10 年和 30 年国债的到期年收益率，将其平均后作为无风险报酬率	符合
市场风险溢价	一是如果被评估企业主要经营业务在中国境内，应当优先选择利用中国证券市场指数的历史风险溢价数据进行计算。二是计算时应当综合考虑样本的市场代表性、与被评估企业的相关性，以及与无风险利率的匹配性，合理确定样本数据的指数类型、时间跨度、数据频率、平均方法等。三是应当在资产评估报告中充分披露市场风险溢价的计算方法、样本选取标准、数据来源等。	本次市场风险溢价测算时，计算方法参照中国证券市场数据计算，样本数据采用沪深 300 指数，时间跨度确定为 10 年，数据频率采用年数据，平均方法采用几何平均	符合
贝塔系数	一是应当综合考虑可比公司与被评估企业在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段等多方面的可比性，合理确定关键可比指标，选取恰当的可比公司，并应当充分考虑可比公司数量与可比性的平衡。二是应当结合可比公司数量、可比性、上市年限等因素，选取合理时间跨度的贝塔数据。三是应当在资产评估报告中充分披露可比公司的选取标准及公司情况、贝塔系数的确定过程及结果、数据来源等。	本次贝塔系数计算时，可比公司选用凯恩新材同行业的相关可比上市公司，可比公司数量共选取了 17 家，贝塔周期确定为 4 年，数据调整采用布鲁姆调整法	符合

参数	《监管规则适用——评估类第 1 号》监管要求	本次评估情况	是否符合
资本结构	一是如果采用目标资本结构，应当合理分析被评估企业与可比公司在融资能力、融资成本等方面的差异，并结合被评估企业未来年度的融资情况，确定合理的资本结构；如果采用真实资本结构，其前提是企业的发展趋于稳定；如果采用变动资本结构，应当明确选取理由以及不同资本结构的划分标准、时点等；确定资本结构时，应当考虑与债权期望报酬率的匹配性以及在计算模型中应用的一致性。二是应当采用市场价值计算债权和股权的比例；采用账面价值计算的，应当在资产评估报告中充分说明理由。如果被评估企业涉及优先股、可转换债券等，应当予以特别关注。三是应当在资产评估报告中充分披露资本结构的确定方法、分析过程、预测依据等。	本次资本结构确定时，考虑到凯恩新材近年资产负债率较低，其主要资产均系凯恩股份出资而来，经分析凯恩新材的资金情况，现金流状况较好，公司目前经营基本无需借款，且已经处于稳定经营阶段，故取目标资本结构 D/E 为 0，资格结构按照凯恩新材真实资本结构确定	符合
特定风险报酬率	一是应当明确采用的具体方法，涉及专业判断时应当综合考虑被评估企业的风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素，确定合理的特定风险报酬率。二是应当综合考虑特定风险报酬率的取值，其在股权折现率整体中的权重应当具有合理性。三是应当在资产评估报告中充分披露特定风险报酬率的确定方法、分析过程、预测依据等。	本次特定风险报酬率确定时，充分分析了凯恩新材风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素，逐项与可比上市公司进行了比较确定，加计后作为凯恩新材的特定风险报酬率	符合
债权期望报酬率	一是如果参考银行贷款市场利率（LPR），应当充分考虑被评估企业的经营业绩、资本结构、信用风险、抵质押以及第三方担保等因素；如果采用非市场利率，应当综合考虑被评估企业的融资渠道、债务成本、偿债能力以及与市场利率的偏差等因素，确定合理的债权期望报酬率。二是应当在资产评估报告中充分披露债权期望报酬率的确定方法、分析过程、数据来源等。	本次债权期望报酬率确定时，结合凯恩新材资本结构、信用风险、目前现不动产情况，抵质押等因素，最终确定采用基准日适用的一年期 LPR 利率	符合

经与《监管规则适用——评估类第 1 号》监管要求对比，本次折现率相关参数的确定符合《监管规则适用——评估类第 1 号》的有关规定。

（二）结合近期可比案例、凯恩新材具体行业分类情况等，说明收益法评估折现率相关参数选取的合理性，是否与可比交易存在重大差异，如是，说明原因及合理性

凯恩新材主要从事特种纸生产相关业务，近年 A 股市场无业务与凯恩新材完全一致的可比案例，本次选取与凯恩新材产品及业务具有一定关联性的可比交易案例进行比较，各可比交易案例的折现率参数如下表所示：

序号	证券代码	上市公司名称	标的公司名称	折现率	标的公司主要产品
1	603687	大胜达	四川中飞	11.05%	包装材料
2	600596	新安股份	华洋化工	10.20%	造纸化学品
3	600727	鲁北化工	金海钛业	11.08%	造纸化学品
4	002254	泰和新材	民士达	9.73%	芳纶纸
5	002240	盛新锂能（原威华股份）	广东威利邦	10.84%	木制品、纤维板
可比案例最高值				11.08%	
可比案例最低值				9.73%	
可比案例平均值				10.58%	
6	——	——	凯恩新材	10.80%	特种纸

从上表可以看出，选取的可比交易案例中收益法评估折现率的平均值为 10.58%，最高值为 11.08%，最低值为 9.73%，本次凯恩新材收益法评估时选取的折现率为 10.80%，与可比交易案例折现率相比处于合理的区间范围内。

综上，结合近期可比交易案例情况，本次收益法评估折现率取值具有合理性，与可比交易不存在重大差异。

五、结合上述问题（2）（3）（4）的回复、凯恩新材报告期及未来预测的相关情况、所处行业地位、行业发展趋势、行业竞争、同行业可比公司等因素，说明预测期内凯恩新材各类产品销量、价格、毛利率预测依据及合理性

（一）行业发展趋势

凯恩新材主营业务为纸基功能材料。纸基功能材料包括电气及工业用配套材料（电解电容器纸、超级电容器隔膜和绝缘纸等）、过滤材料和特种包装材料。根据中国造纸协会发布的中国造纸工业年度报告，2020 年，特种纸及纸板的生

产量为 405 万吨，占纸生产总量的 3.60%；特种纸及纸板的消费量为 330 万吨，占纸消费总量的 2.79%。2021 年，特种纸及纸板的产量为 395 万吨，占纸生产总量的 3.26%；特种纸及纸板的消费量为 312 万吨，占纸消费总量的 2.47%。特种纸的生产量和消费量绝对值较小，且 2021 年比 2020 年有小幅降低，与纸张行业小幅增长态势相背离，特种纸行业增长放缓。

另外，根据观研报告网《2022 年中国电解电容器纸业分析报告—产业竞争现状与发展商机前瞻》数据，2015—2020 年国内电解电容器纸行业每年的产量均在 1.6—1.7 万吨之间，产量相对稳定，未形成重大突破，缺乏明显增长空间。

结合上述行业市场数据，本次预测时预计未来特种纸及电解电容纸市场空间仍将有所增长，但增速将有所下滑。

（二）公司产品产能情况及报告期产销情况

根据凯恩新材近年项目建设报批的相关文件及目前实际建设情况，凯恩新材现有特种纸生产线共 9 条，设计年生产能力 2.42 万吨，故本次预测时按 2.42 万吨/年作为凯恩新材预测期特种纸产品的年最大产能。

因凯恩新材在完成资产划转后 2021 年仅经营 4 个月，故本次结合凯恩股份历史年度经营数据，评估假设凯恩新材 2020 年 1 月 1 日开始经营，并在此基础上进行分析凯恩新材报告期产销情况。

凯恩新材 2020 年、2021 年、2022 年 1-7 月特种纸产品的产销量、收入具体如下表所示：

产品/年度		2020 年	2021 年	2022 年 1-7 月
电解纸等特种纸	年设计产能（吨）	24,206.00	24,206.00	24,206.00
	当期产量（吨）	20,705.00	21,387.00	11,949.00
	产能利用率	85.54%	88.35%	84.62%
	当期销量（吨）	20,158.00	23,382.00	10,641.00
	不含税单价（元/吨）	24,823.78	27,579.19	29,315.27
	当期销售收入（万元）	50,039.79	64,485.66	31,194.38

根据上述产销数据，凯恩新材近年产能利用率较高，但未达到满产，主要原因包括：①造纸产业受环保政策的影响较大，难以全年连续生产；②凯恩新材目

前的产线购置时间较早，设备较为老旧，需不停的进行技改维护，使得产能难以完全发挥。2022 年 1-7 月产能利用率及产品销量略有下滑，主要受公司 2022 年产品提价以及国内外经济形势影响，市场需求有所下降。

近年特种纸产品平均售价有所上升，主要原因系：①产品结构有所变化；②因原料及能耗成本上升较大，2021 年开始凯恩新材的产品开始陆续提价。

凯恩新材的相关产线已运行多年，各年实际产能利用率的波动主要系受到环保政策、市场需求以及宏观经济形势波动等因素的影响，目前凯恩新材产线的产能利用率已经较高，且基本相对稳定，未来凯恩新材收入增长空间较小。

（三）凯恩新材竞争优势

在技术水平方面，公司在电气用纸和特殊长纤维纸领域拥有独特的技术理论、产品配方和生产工艺，产品技术标准与国际上主要生产厂家标准相当，技术水平在行业内较为领先。

在市场领域方面，我国已经成为世界上最大的消费类电子产品的生产国和装配国，国内廉价的劳动力等因素将加快我国成为国际电子信息产品制造基地的进程。电子元件就近就地配套，始终是电子产品生产的最好模式。作为电子元件重要原材料电解电容器纸的供应商，凯恩新材与国际主要竞争对手相比有一定的市场优势。

凭借凯恩新材的技术优势、创新能力以及多年的客户和业绩积累，有利于凯恩新材持续获取订单，维持现有的市场份额及利润率水平。

（四）同行业可比公司情况

同行业可比上市公司近年收入增长情况与毛利率水平具体如下表所示：

序号	证券代码	证券名称	2020 年销售毛利率%	2021 年销售毛利率%	2022 年 1-6 月销售毛利率%	2021 年营收增长率%	2022 年上半年营收增长率%
1	600103.SH	青山纸业	13.49	20.10	22.63	14.90	10.56
2	600235.SH	民丰特纸	21.38	17.85	13.33	12.76	-1.28
3	600308.SH	华泰股份	13.95	13.23	11.31	21.09	6.04
4	600356.SH	恒丰纸业	30.59	20.50	16.11	10.55	9.70

序号	证券代码	证券名称	2020 年销售毛利率%	2021 年销售毛利率%	2022 年 1-6 月销售毛利率%	2021 年营收增长率%	2022 年上半年营收增长率%
5	600793.SH	宜宾纸业	4.11	11.30	8.47	13.41	9.19
6	600963.SH	岳阳林纸	18.97	15.11	17.85	10.15	-1.34
7	600966.SH	博汇纸业	17.06	22.93	17.00	16.41	8.98
8	603165.SH	荣晟环保	15.69	15.44	7.69	42.42	7.21
9	603733.SH	仙鹤股份	20.47	19.98	12.96	24.24	19.60
10	603863.SH	松炆资源	21.24	10.87	-5.15	19.67	63.44
11	000815.SZ	美利云	11.37	7.60	6.96	6.04	-19.62
12	002067.SZ	景兴纸业	12.78	14.91	6.30	27.70	-2.30
13	002078.SZ	太阳纸业	19.44	17.37	16.49	48.21	24.11
14	002235.SZ	安妮股份	22.84	23.31	16.57	17.62	17.93
15	002521.SZ	齐峰新材	14.39	10.87	9.43	31.70	-10.67
平均值			17.18	16.09	11.86	21.12	9.44
凯恩新材			27.71	27.65	27.45	28.87	-17.07

注 1：上述数据取自各上市公司定期报告；

注 2：冠豪高新因 2021 年完成与粤华包 B 的换股吸收合并，相关指标可参考性较低，故未将其列入比较。

与同行业可比上市公司相比，凯恩新材 2022 年营收下滑较大，一方面因凯恩新材所在的特种纸市场需求与纸张行业整体小幅增长态势相背离，特种纸行业增长放缓；另一方面，因原料及能源成本上升较大，凯恩新材进行了调价，导致销量有所下滑。

凯恩新材近年毛利率基本维持稳定，且高于行业平均水平，主要原因系凯恩新材在电解电容器纸行业的市场地位较高，具有一定的议价能力，能够维持相对较高且稳定的毛利率水平。

（五）凯恩新材预测期产品销量、售价、毛利率预测过程

凯恩新材的收入包括销售特种纸产品的收入、销售材料的收入、销售废品的收入以及销售蒸汽的收入，其中材料销售的毛利率极低，对利润的贡献极小，且具有一定的不确定性，故本次预测时不予考虑；废品收入规模相对较小，按占特种纸产品收入的一定比重预测，废品成本已经在特种纸成本中体现，故不再预测；对蒸汽收入结合历史收入情况按一定金额预测，蒸汽销售成本结合近年的毛利率

水平及预测的蒸汽收入计算确定。因特种纸产品收入为公司主要收入来源，现将特种纸产品销量、售价、毛利率预测过程具体说明如下：

1、特种纸产品销量

公司特种纸产品销售较为稳定，近年产销率均接近 100%，不存在产品积压的情况，因此本次评估假设预测期内产品的产量和销售量一致。

凯恩新材特种纸以电解电容纸为主，另外还包括少量成形纸等特种食品包装用纸、茶叶滤纸等过滤纸以及其他类别的特种纸，各类别特种纸近年产销量占比基本稳定，且生产所使用的产线并未严格区分，故本次预测时将凯恩新材各类别特种纸产品一并进行预测。

因凯恩新材预测期无扩建产能计划，故凯恩新材预测期产线最大产能并未发生变化。本次特种纸产品产量预测时，在现有设计产能的基础上，结合行业发展趋势、报告期产销情况、竞争优势、产能利用率的提升空间等情况，对凯恩新材预测期特种纸产量进行预测。具体预测数据如下表所示：

产品/年度		2022 年 8-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	永续期
电解纸等特种纸	年设计产能（吨）	24,206.00	24,206.00	24,206.00	24,206.00	24,206.00	24,206.00
	当期产量（吨）	8,500.00	21,000.00	21,600.00	22,200.00	22,920.00	22,920.00
	产能利用率	84.28%	86.76%	89.23%	91.71%	94.69%	94.69%
	当期销量（吨）	8,500.00	21,000.00	21,600.00	22,200.00	22,920.00	22,920.00

2、特种纸产品售价

凯恩新材 2020 年、2021 年和 2022 年 1-7 月每吨特种纸产品的平均售价为 24,823.78 元、27,579.19 元、29,315.27 元，近年有所上升，近年特种纸产品平均售价有所上升，主要原因系：①产品结构有所变化；②因原料及能耗成本上升较大，2021 年开始凯恩新材的产品开始陆续提价。

根据上述售价变动原因分析，2022 年 1-7 月售价更接近目前市场环境下的售价，故本次产品售价预测时参考 2022 年 1-7 月的平均售价确定。

预测期特种纸售价具体预测数据如下表：

单位：万元/吨

项目/年度	2022 年 8-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	永续期
特种纸产品售价	29,300.00	29,300.00	29,300.00	29,300.00	29,300.00	29,300.00

3、特种纸产品毛利率

本次预测时结合历史年度特种纸产品营业成本数据，在充分考虑预测期人工费、折旧费和材料费等成本变动的基础上，对预测期的特种纸产品成本逐项进行预测，具体过程如下：

（1）材料费、能耗费等变动成本

凯恩新材的特种纸产品主要原材料为木浆，能耗费主要包括电费、蒸汽费等，本次材料费、能耗费等变动成本预测时结合历史年度发生额与收入的占比情况，并结合未来产品预测的收入进行测算。

（2）折旧费

对于折旧费，除了现有存量资产外，以后各年为了维持正常经营，随着业务的增长，需要每年投入资金对原有资产进行更新，根据固定资产的未来投资计划测算折旧。永续期内固定资产折旧以年金化金额确定。

（3）人工成本

对于人工成本，主要为生产部门所发生的工资及社保等，结合职工数量及人均薪酬水平进行预测，其中职工数量结合未来产销量情况确定。

根据预测的营业收入和营业成本，凯恩新材预测期毛利率数据如下表所示：

单位：万元

项目	2022 年 8-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	永续期
营业收入	25,097.60	61,992.59	63,750.94	65,509.29	67,619.32	67,619.32
营业成本	17,646.40	44,169.15	46,268.15	47,670.90	49,299.13	48,981.54
毛利率	29.69%	28.75%	27.42%	27.23%	27.09%	27.56%

凯恩新材 2020 年、2021 年和 2022 年 1-7 月特种纸产品的毛利率为 27.71%、27.05%、27.45%，基本维持稳定，预测期毛利率水平与凯恩新材报告期毛利率基本接近，处于合理范围内，毛利率预测具有合理性。

六、结合王白浪担任你公司董事期间实际履行的职责说明本次交易是否构成管理层收购，拟置出标的是否存在利润调节等情形，是否存在低价转让交易标的给原实际控制人等利益输送的情形；

（一）王白浪担任董事履职情况

王白浪先生，2020年以来担任凯恩股份董事，未担任其他职务。在工作中，认真履行职责，具体情况如下：

1、关注公司生产经营、财务资金、投资融资等情况，及时了解公司的日常经营状态和可能产生的经营风险，积极在董事会上发表意见；

2、积极出席相关会议，认真审议董事会各项议案，深入了解有关议案起草情况；

3、持续关注公司的信息披露工作，关注媒体对公司的报道，将相关信息及时反馈给公司，促进双方互动；

4、加强同公司董事会、监事会、经营管理层之间的沟通与合作，为公司董事会提供决策参考建议，增强公司董事会的决策能力和领导水平，提高公司的经营业绩，努力维护公司整体利益及全体股东的合法权益。

（二）本次交易不构成管理层收购

1、本次交易为上市公司将所持凯恩特纸 47.20%的股权转让给艾华集团、海立电子、汇然投资，同时将所持凯恩新材 60%股权、八达纸业 100%股权、二级电站 47.11%股权转让给凯恩特纸。

2、根据《上市公司收购管理办法》，“上市公司董事、监事、高级管理人员、员工或者其所控制或者委托的法人或者其他组织，拟对本公司进行收购或者通过本办法第五章规定的方式取得本公司控制权（以下简称管理层收购）的，该上市公司应当具备健全且运行良好的组织机构以及有效的内部控制制度，公司董事会成员中独立董事的比例应当达到或者超过 1/2。公司应当聘请符合《证券法》规定的资产评估机构提供公司资产评估报告，本次收购应当经董事会非关联董事作出决议，且取得 2/3 以上的独立董事同意后，提交公司股东大会审议，经出席股

东大会的非关联股东所持表决权过半数通过。独立董事发表意见前，应当聘请独立财务顾问就本次收购出具专业意见，独立董事及独立财务顾问的意见应当一并予以公告。上市公司董事、监事、高级管理人员存在《公司法》第一百四十八条规定情形，或者最近 3 年有证券市场不良诚信记录的，不得收购本公司。”

本次交易为上市出售资产，因本次交易拟出售资产总额占上市公司资产总额的比例超过 50%，根据《重组管理办法》的规定，本次交易构成重大资产重组。本次交易非出让上市公司控制权，故本次交易不构成管理层收购。

（三）拟置出标的不存在利润调节等情形，不存在低价转让交易标的给原实际控制人等利益输送的情形。

1、上市公司建立了完善的内部控制制度，上市公司 2020 年和 2021 年连续两年在深交所信息考核披露中考核为 A，上市公司治理规范并得到监管机构认可。

2、上市公司与其主要客户、供应商不存在关联关系。上市公司采购、销售及各项成本费用报销等均需经过内部审批流程，同时，报告期内上市公司发生的关联交易较少，不存在调节利润的空间。

3、报告期内，上市公司 2021 年度内部控制经过具有证券期货市场从业资格的会计师事务所鉴证。同时，报告期内，上市公司年度报告均经过有证券期货市场从业资格的会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见审计报告。

4、报告期内，交易标的凯恩新材从上市公司采购纸浆，上述交易以成本进行定价，不存在调节利润的空间。存在上述交易主要是由于凯恩新材 2021 年 9 月从上市公司中剥离，上市公司采购原材料开具的信用证尚未到期，为了保持业务稳定性，凯恩新材从上市公司采购纸浆。随着信用证到期，上述交易已逐渐减少。

综上所述，上市公司不存在调节利润的情况，故拟置出标的不存在调节利润从而降低本次交易作价的情形，不存在低价转让交易标的给原实际控制人等利益输送的情形。

七、结合前述问题说明交易标的是否存在显著低估标的价值的情形，本次

交易定价是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（三）项“重大资产重组所涉及的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形”的规定，并说明本次交易的实际交易价格较评估价格偏低的原因及合理性。请独立财务顾问、评估师对上述问题进行核查并发表明确意见。

（一）结合前述问题说明交易标的是否存在显著低估标的价值的情形，本次交易定价是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（三）项“重大资产重组所涉及的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形”的规定

根据前述回复分析，本次收益法测算相关参数选取准确，真实反应了凯恩新材在目前经营环境的估值情况，凯恩新材股东全部权益价值采用资产基础法的评估结果为 730,787,887.41 元，收益法的评估结果为 613,000,000.00 元，资产基础法估值高于收益法。

经分析，评估人员认为上述两种评估方法的实施情况正常，参数选取合理。鉴于凯恩新材所在行业景气度不高，整体经济效益不佳，资产收益率较低，收益预测是基于对未来宏观政策和行业的预期及判断的基础上进行的，导致收益法中所预测数据的质量和数量劣于资产基础法，因此评估人员认为，本次采用资产基础法的评估结果更适用于本次评估目的，故取资产基础法的评估结果作为凯恩新材股东全部权益的评估值，交易标的不存在显著低估的情形。

标的资产的最终交易价格以上市公司聘请的具有证券业务资格的评估机构坤元评估出具的评估结果为基础，由交易双方协商确定。坤元评估及其经办评估师与标的公司、交易双方均不存在利益冲突，出具的评估报告符合客观、公正、独立、科学的原则。

本次交易方案已经公司及中介机构充分论证，相关中介机构已针对本次交易出具了相关专业报告。整个交易严格履行法律程序，充分保护全体股东利益，尤其是中小股东的利益，不存在损害上市公司及全体股东利益的情形。

综上所述，本次交易所涉及的标的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益 的情形，符合《重组管理办法》第十一条第（三）项的规定。

（二）说明本次交易的实际交易价格较评估价格偏低的原因及合理性

根据坤元评估出具的《资产评估报告》，以 2022 年 7 月 31 日为评估基准日，标的公司净资产账面价值合计 72,601.87 万元，评估值 83,554.31 万元，评估增值率为 15.09%。对应本次拟出售公司股权比例的评估总价值为 49,520.39 万元，经双方协商，实际交易价格确定为 48,000.00 万元。

本次股权转让定价过程中，交易双方遵循平等自愿、充分协商的原则，在评估结果的基础上达成的交易价格。本次交易的实际交易价格较评估价格有所折让，主要原因如下：

1、交易双方的诉求体现

近年来电解电容器纸的下游需求量相对稳定，缺乏明显增长空间。同时，截至 2022 年 7 月 31 日，公司专用设备账面成新率较低，成新率仅为 12.75%，维持现有生产规模或提升生产能力，需进行较大金额生产投入。原材料价格波动、环保政策压力增大、劳动力成本提高等，亦给电解电容器纸市场带来不确定性，对公司生产经营带来了较大压力。公司存在出售电解电容器纸相关资产并获得现金，集中精力与资源寻求业务转型机会，进而提升公司竞争能力的需求。

本次交易的收购团队，包括公司原创始人王白浪先生在内的公司管理人员，该团队对交易标的资产状况和所处业务较为熟悉，在适当交易条件下，存在承接标的资产进行持续运营的意愿。

通过本次交易，上市公司可以进一步优化业务布局，利用现金资源寻求业务发展机会，拓展新的业务范围，对保障公司中小股东的利益具有积极意义。

2、标的资产具有一定的行业特殊性

本次交易的标的资产主要为电解电容器纸业务，该宗资产的评估值约占全部交易资产评估值的 89%。电解电容器纸业务属于资金与人力密集型产业，近年来，行业需求增幅处于较低水平，标的资产业务规模较大但净资产收益率不高。公司决策层经慎重考虑后，拟进行业务升级，寻求新的利润增长点。由于从事电解电容器纸相关业务且具备资金实力的潜在购买方较少，公司难以寻找多家收购方进行竞争性谈判。在此情况下，王白浪等收购团队表达了收购意愿并提出了较为切

实可行的收购方案，经公司与收购方的多轮谈判达成的股权转让协议，在以评估值为基础、给予收购方一定的优惠，即在评估值基础上总体折让率 3.07%，基本符合交易双方的价格预期。

3、适当折让的交易价格符合标的资产的经营性特点

本次交易标的的主要资产凯恩新材，采用了两种评估方法：成本法和收益法。

以收益法评估结果来看，拟交易的凯恩新材股权价值为 36,780 万元，以成本法评估的该宗股权价值则为 43,847.27 万元。本次交易，凯恩新材股权价值最终是以成本法评估的结果为准，较收益法的评估值高出约 19.21%。

收益法是以企业未来若干年的收益流量为基础，更为适合具有持续经营、稳定带来现金收入特点的资产业务。本次交易谈判过程中，双方虽然同意凯恩新材以成本法评估结果作为估值基础，但在最终的交易定价中也考虑到了收益法评估的因素，所以在不低于收益法评估值的前提下给予了购买方一定折让。

八、独立财务顾问意见

经核查，本次重组独立财务顾问认为：

（1）凯恩特纸作为销售平台，仅采用资产基础法进行评估具有合理性；凯恩特纸以其拥有的应收票据为质押物向银行融资，属于经营活动中正常的担保方式，凯恩特纸目前经营正常，现金流充足，未来持续经营不存在障碍，质押项下的负债到期时应该能及时清偿，不会对相关质押物的价值造成损害。

（2）预测营业收入年均增长率与凯恩新材 2021 年和 2022 年营业收入增长率匹配，与报告书所述“我国电解电容器纸市场需求仍将有所上升，国内产量不足以满足日渐增长的市场需求”不存在矛盾；凯恩新材预测毛利率在 27%—29% 之间与凯恩股份 2021 年年度报告电气及工业用配套材料毛利率 33.55%不矛盾。

（3）研发费用系维持凯恩新材产品市场竞争力及市场份额的必要支出，具有必要性及合理性；凯恩新材目前研发的方向主要聚焦于产品性能提升以及产品更新迭代两方面；因凯恩新材的机器设备总体成新率较低，为维持现有生产规模需对机器设备不断进行更新，故预测期内的机器设备更新支出较大。

(4) 收益法评估折现率相关参数选取合理，折现率相关参数的确定符合《监管规则适用——评估类第 1 号》的有关规定。

(5) 凯恩新材各类产品销量、价格、毛利率预测具有合理性。

(6) 本次交易不构成管理层收购，拟置出标的的不存在利润调节等情形，不存在低价转让交易标的给原实际控制人等利益输送的情形。

(7) 交易标的的不存在显著低估标的的价值的情形，本次交易定价符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第（三）项“重大资产重组所涉及的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形”的规定；本次交易的实际交易价格较评估价格偏低是根据本次交易的背景，综合考虑标的业务的行业特性和资产属性，以评估值为基础，上市公司对本次交易的实际交易价格做了一定折让且折让率较小，符合公司的长远发展战略，具有合理性。

问题 6

报告书显示，本次交易对价 4.8 亿元均采用现金方式支付，交易对方本次交易所需资金主要来源于自有资金及并购贷款。股权转让款分三期支付，首期订金 4000 万元已支付，第二期转让款在协议生效后 3 日内支付不低于 2 亿元，第三期转让款在协议生效之日起 2 个月内支付剩余款项。

请你公司：

(1) 结合交易对方自有资金情况、资金筹措计划的具体内容及可行性说明是否具备足够的现金履约能力；

(2) 说明本次交易实施完成及标的资产出表日的认定标准和判断依据，是否符合企业会计准则的有关要求；

(3) 说明本次交易双方是否存在其他未披露的兜底协议安排，说明如资产交割完成后交易对方未能如约履行付款义务，你公司拟采取的应对措施，本次交易是否设置相应的履约保障措施，如否，说明该等设置是否有利于维护上市公司利益和中小股东合法权益，并披露重大风险提示。

请独立财务顾问对上述问题进行核查并发表明确意见。

回复：

一、结合交易对方自有资金情况、资金筹措计划的具体内容及可行性说明是否具备足够的现金履约能力

（一）截至回函日交易对方后续需支付的转让价款如下：

交易对方支付的订金 4,000 万元将在凯恩特纸支付全部股权转让款后自动转为凯恩特纸的转让价款，超出部分由凯恩股份收到凯恩特纸全部股权转让款后 5 日内退回交易对方，因此凯恩特纸需支付其余三家标的的股权转让款合计为 45,050 万元。

（二）根据 2022 年 11 月 8 日中国工商银行出具的汇然投资的资金证明，汇然投资在该行银行账户余额为 90,021,189.34 元，系汇然投资自筹资金，其于 11 月底已向凯恩股份支付 1,000 万元订金。其余由凯恩特纸出资，其中 1 亿元为凯恩特纸自有资金，根据 2022 年 11 月 8 日中国工商银行出具的凯恩特纸的资金证明，凯恩特纸在该行银行账户余额为 100,665,413.77 元，其余 2.7 亿元计划申请并购贷款，已取得中国工商银行股份有限公司浙江省分行出具的贷款承诺函。

中国工商银行股份有限公司浙江省分行出具的承诺函主要内容如下：

1、中国工商银行愿意向公司安排并全面承担最高不超过人民币 2.7 亿元的贷款承诺以为收购项目所需资金与相关费用提供融资支持。

2、该授信融资获得必须满足以下前提条件：公司与目标公司股东就本次收购项目已签署股权转让协议，本授信融资已获得工商银行内部信贷批准，本收购项目已获得中国政府相关部门批准。

3、本承诺函的承诺有效期截止到 2023 年 3 月 31 日。

结合上述资金证明及贷款承诺函，在本次收购通过股东大会审核后将具备向银行申请并购贷款的基础条件。

上述金额合计超过 45,050 万元，足够支付本次交易的转让价款，交易对方具备现金履约能力。

（三）根据股权转让协议，如凯恩特纸未按照协议约定支付标的股权的股权

转让款，则上市公司有权单方解除本协议，上市公司有权不予退还已收到的订金；如凯恩特纸未按照协议的约定支付完毕标的股权的股权受让款，则上市公司有权单方解除本协议，上市公司有权不予退还已收到的订金和标的股权受让款。如凯恩特纸未能获得银行并购贷款并支付全部股权转让价款，那么本次股权转让将取消，上市公司利益将不会受损。

二、说明本次交易实施完成及标的资产出表日的认定标准和判断依据，是否符合企业会计准则的有关要求

（一）会计准则及相关规定

根据《企业会计准则第 20 号—企业合并》应用指南的相关规定，企业应当在合并日或购买日确认因企业合并取得的资产、负债。按照本准则第五条和第十条规定，合并日或购买日是指合并方或购买方实际取得对被合并方或被购买方控制权的日期，即被合并方或被购买方的净资产或生产经营决策的控制权转移给合并方或购买方的日期。

同时满足下列条件的，通常可认为实现了控制权的转移：

- 1、企业合并合同或协议已获股东大会等通过。
- 2、企业合并事项需要经过国家有关主管部门审批的，已获得批准。
- 3、参与合并各方已办理了必要的财产权转移手续。
- 4、合并方或购买方已支付了合并价款的大部分（一般应超过 50%），并且有能力、有计划支付剩余款项。
- 5、合并方或购买方实际上已经控制了被合并方或被购买方的财务和经营政策，并享有相应的利益、承担相应的风险。

（二）本次交易实施完成及标的资产出表日的认定标准和判断依据

公司将以控制权的转移作为本次交易实施完成及标的资产出表日的认定标准和判断依据，具体为：

- 1、《股权转让协议》已获股东大会等通过。

2、已满足《股权转让协议》约定的股权转让的先决条件，包括《股权转让协议》已生效；全部股权转让款已支付完毕。

3、交易双方约定的资产交割先决条件已达成且双方已签署标的资产交割确认书。

4、标的公司股权的工商登记变更完成。

5、全部股权转让款已支付完毕。

6、交易对方实际上已经控制了标的资产的财务和经营政策，并享有相应的利益、承担相应的风险。

（三）公司对标的资产过户与出表的确认

标的资产已满足《股权转让协议》约定的资产交割先决条件，即可办理股权转让手续：《股权转让协议》已经生效；全部股权转让款已支付完毕。标的资产的控制权已转移至交易对方，方可确认出表。

2022 年 11 月 23 日，上市公司召开第九届董事会第六次会议，审议通过本次重大资产出售事项的相关议案，后续尚需上市公司股东大会审议通过关于本次重大资产出售事项的相关议案，结算交易对价全部款项，完成标的公司经营管理决策权的交接及工商登记变更登记，双方签订交割确认书，方视为标的资产的控制权转移，确认标的公司的出表。

预计 2023 年能够履行完毕上述所有程序，结算相关股权转让款项，完成标的资产交割等。

三、说明本次交易双方是否存在其他未披露的兜底协议安排，说明如资产交割完成后交易对方未能如约履行付款义务，你公司拟采取的应对措施，本次交易是否设置相应的履约保障措施，如否，说明该等设置是否有利于维护上市公司利益和中小股东合法权益，并披露重大风险提示。

（一）根据交易双方出具的说明，本次交易双方不存在其他未披露的兜底协议安排。

（二）根据《股权转让协议》约定，全部股权转让款支付完毕之日起 20 个

工作日内完成标的股权的工商变更登记。同时,《股权转让协议》约定如未按照本协议约定支付标的股权的股权转让款,则上市公司有权单方解除本协议,且有权不予退还已收到的订金;如未按照本协议的约定支付完毕标的股权的股权转让款,则上市公司有权单方解除本协议,且有权不予退还已收到的订金和标的股权转让款。

综上,上市公司在《股权转让协议》中已设置了相应的履约保障措施,有利于维护上市公司利益和中小股东合法权益。

四、独立财务顾问意见

经核查,本次重组独立财务顾问认为:

(一) 交易对方资金筹措计划具有可行性,具备足够的现金履约能力。

(二) 本次交易实施完成及标的资产出表日的认定标准和判断依据,符合企业会计准则的有关要求。

(三) 本次交易双方不存在其他未披露的兜底协议安排,上市公司在《股权转让协议》中已设置了相应的履约保障措施,有利于维护上市公司利益和中小股东合法权益。

问题 7

报告书显示,自评估基准日起至交割日止为本次交易的过渡期,凯恩特纸股权产生的盈利或亏损均由艾华集团、海立电子、汇然投资按其持股比例享有或承担,凯恩新材、二级电站、八达纸业产生的盈利或亏损均由凯恩特纸按其持股比例享有或承担。

请你公司结合前述标的资产的历史业绩和预期情况,说明本次交易的过渡期损益安排的原因及合理性,是否符合你公司利益和中小股东合法权益。请独立财务顾问进行核查并发表明确意见。

回复:

一、标的资产的历史业绩和预期情况如下:

单位：万元

项目	2022 年 1-7 月	2021 年度	2020 年度
营业收入	29,070.74	63,338.02	54,185.97
营业成本	18,734.32	43,894.91	36,600.17
利润总额	1,593.89	3,159.15	2,052.22
净利润	1,438.55	3,093.25	1,893.66

本次交易基准日为 2022 年 7 月 31 日，按交易进程预判交易交割约在 2023 年 3 月底。标的公司 2022 年 8 月至 2022 年 11 月数据未经审计，另外，基准日以来标的公司所处行业原材料采购价格、能源采购价格均出现了上升的情况，2022 年 12 月至 2023 年 3 月标的公司损益无法准确预计。上市公司与交易对方进行谈判时，已充分考虑标的公司历史经营情况、过渡期经营情况及损益情况，并在此基础上签署了股权转让协议。

二、本次交易的过渡期损益安排的原因及合理性

上市公司本次交易过渡期损益安排主要基于以下考虑：

1、根据《监管规则适用指引—上市类第 1 号》之“过渡期损益安排及相关时点认定”，上市公司重大资产重组中，对以收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法作为主要评估方法的，拟购买资产在过渡期间（自评估基准日至资产交割日）等相关期间的收益应当归上市公司所有，亏损应当由交易对方补足。具体收益及亏损金额应按收购资产比例计算。本次交易系上市公司出售资产，不适用上述规定，过渡期间损益的安排主要基于双方商业谈判的结果。

2、如过渡期损益从交割日起算，则还需对标的资产进行审计，并根据审计结果进行损益划分，将增加交割时间及相关费用，为推进交割进度，本次过渡期损益从基准日起算。

3、本次交易基准日为 2022 年 7 月 31 日，按交易进程预判交易交割约在 2023 年 3 月底，从基准日到交割日约 8 个月。交易定价是交易双方商业谈判的结果，最终定价时已考虑过渡期损益。

综上，上市公司在交易价格谈判中已考虑了本次交易的过渡期损益，不存在损害公司利益和中小股东合法权益的情形。

三、独立财务顾问意见

经核查，本次重组独立财务顾问认为：

上市公司在交易价格谈判中已考虑了本次交易的过渡期损益，不存在损害公司利益和中小股东合法权益的情形。

问题 8

报告书显示，本次重大资产出售完成后凯恩特纸、八达纸业和二级电站不再是你公司的子公司，凯恩新材成为你公司参股公司。

请你公司：

（1）说明是否截至回函日你对凯恩特纸、八达纸业、二级电站和凯恩新材存在担保和财务资助，本次交易后是否可能形成违规关联担保和财务资助，以及你公司拟采取的应对措施（如有），同时做出特别风险提示（如适用）；

（2）说明截至回函日凯恩特纸、八达纸业、二级电站和凯恩新材对你公司应付账款、其他应付款的金额、账期及付款安排，是否存在超过协议约定付款期限的情形，如是，说明交易背景、超期未支付的原因、拟支付时间。

请独立财务顾问对上述问题核查并发表明确意见。

回复：

一、说明是否截至回函日你对凯恩特纸、八达纸业、二级电站和凯恩新材存在担保和财务资助，本次交易后是否可能形成违规关联担保和财务资助，以及你公司拟采取的应对措施（如有），同时做出特别风险提示（如适用）；

（一）截至回复出具日，公司对凯恩特纸、八达纸业、二级电站和凯恩新材不存在担保和财务资助。

（二）本次交易后不会形成违规关联担保和财务资助

截至回复出具日，上市公司对标的公司之一凯恩新材存在 15,000 万元担保额度，具体情况如下：

上市公司 2022 年 3 月 25 日召开第九届董事会第二次会议审议通过了《关于对外提供担保的议案》，授予凯恩新材担保额度 15,000 万元，经上市公司 2022 年 4 月 19 日召开的 2021 年度股东大会审议通过，上述担保于 2022 年 4 月 19 日正式生效，有效期至 2023 年 4 月 18 日。截至回复出具日，凯恩新材尚未使用该额度。

（三）公司拟采取的应对措施

根据《股权转让协议》上述担保后续安排如下：“①自《股权转让协议》签署之日起至股权交割日，若凯恩新材确因生产经营需要使用该笔担保额度的，应提前 10 日书面通知上市公司并说明用途。②若凯恩新材在交割日前使用上述担保额度，上市公司有权暂停尚未完成过户的土地使用权及房屋产权手续办理，直至凯恩新材按约还款。若因凯恩新材逾期还款导致上市公司财产被执行的，上市公司有权处分上述土地使用权及房屋产权以弥补上市公司损失，不足部分上市公司有权向凯恩新材追偿，汇然投资承担连带赔偿责任。③若凯恩新材在交割日前未使用上述担保额度，上市公司将于交割日起，配合凯恩新材完成上述土地使用权及房产产权的过户手续。④若前述土地使用权及房屋产权在交割日前完成过户，则上市公司授予凯恩新材的担保额度自动失效。”

（四）重大风险提示

公司已在更新后的重组报告书“重大风险提示”补充披露如下内容：

上市公司 2022 年 3 月 25 日召开第九届董事会第二次会议审议通过了《关于对外提供担保的议案》，授予凯恩新材担保额度 15,000 万元，经上市公司 2022 年 4 月 19 日召开的 2021 年度股东大会审议通过，上述担保于 2022 年 4 月 19 日正式生效，有效期至 2023 年 4 月 18 日。截至回复出具日，凯恩新材尚未使用该额度。根据《股权转让协议》上述担保后续安排如下：“①自《股权转让协议》签署之日起至股权交割日，若凯恩新材确因生产经营需要使用该笔担保额度的，应提前 10 日书面通知上市公司并说明用途。②若凯恩新材在交割日前使用上述担保额度，上市公司有权暂停尚未完成过户的土地使用权及房屋产权手

续办理，直至凯恩新材按约还款。若因凯恩新材逾期还款导致上市公司财产被执行的，上市公司有权处分上述土地使用权及房屋产权以弥补上市公司损失，不足部分上市公司有权向凯恩特纸追偿，汇然投资承担连带赔偿责任。③若凯恩新材在交割日前未使用上述担保额度，上市公司将于交割日起，配合凯恩新材完成上述土地使用权及房产产权的过户手续。④若前述土地使用权及房屋产权在交割日前完成过户，则上市公司授予凯恩新材的担保额度自动失效。”

虽然交易双方及汇然投资已就上述担保事项作出约定，但若凯恩新材未履行上述债务的偿还义务且凯恩新材及汇然投资无法履行上述约定及承诺，上市公司可能面临承担连带责任的风险。以上风险，提请投资者注意。

二、说明截至回函日凯恩特纸、八达纸业、二级电站和凯恩新材对你公司应付账款、其他应付款的金额、账期及付款安排，是否存在超过协议约定付款期限的情形，如是，说明交易背景、超期未支付的原因、拟支付时间。

截至回函日凯恩特纸、八达纸业、二级电站和凯恩新材对凯恩股份公司应付账款、其他应付款余额为 0 元，不存在超过协议约定付款期限的情形。

三、独立财务顾问意见

经核查，本次重组独立财务顾问认为：

1、截至回复出具日，公司对凯恩特纸、八达纸业、二级电站和凯恩新材不存在担保和财务资助。

2、本次交易后不会形成违规关联担保和财务资助。

3、根据《股权转让协议》，上市公司对于可能发生的担保采取了相应的措施，并在重组报告书重大风险提示部分进行了披露。

4、截至回函日凯恩特纸、八达纸业、二级电站和凯恩新材对凯恩股份公司应付账款、其他应付款余额为 0 元，不存在超过协议约定付款期限的情形。

（本页无正文，为《长城证券股份有限公司关于深圳证券交易所〈关于对浙江凯恩特种材料股份有限公司的重组问询函〉之核查意见》之签章页）

项目主办人签名：_____

程 峰

相 峥

长城证券股份有限公司

2022 年 月 日