（上接B29版）

单位：万元

上市公司	标的公司	收购股权比例	评估基准日	评估价格	标的公司承诺的当年净利润	市盈率（评估价格/标的公司承诺的当年净利润）	市净率（评估价格/标的公司基准日净资产）
利安隆	凯亚化工	100%	2018年8月31日	60,165.60	5,000.00	12.03	5.03
楚江新材	江苏天鸟	90%	2018年6月30日	118,020.00	6,000.00	19.67	5.27
万华化学	万华化工	100%	2018年1月31日	5,221,758.20	434,291.87	4.51[注1]	1.86
恒逸石化	嘉兴逸鹏、太仓逸枫、双兔新材	100%、100%、100%	2017年12月31日	450,539.04	44,300.00	10.17	1.49
中矿资源	东鹏新材	100%	2017年9月30日	181,402.16	14,596.35	12.43	5.09
东方盛虹	国望高科	100%	2017年6月30日	1,273,300.00	124,412.00	10.23	2.20
华源控股	瑞杰科技	93.54%	2017年6月30日	40,096.59	2,800.00	14.32	2.29
金冠股份	鸿图隔膜	100%	2017年4月30日	148,000.00	5,000.00	29.60	5.14
雅克科技	科美特	90%	2017年3月31日	147,363.71	10,000.00	14.74	2.97
广信材料	江苏宏泰	100%	2016年9月30日	66,057.76	4,800.00	13.76	8.98
飞凯材料	和成显示	100%	2016年6月30日	103,467.41	6,500.00	15.92	4.73
道明光学	华威新材料	100%	2016年6月30日	35,100.00	2,700.00	13.00	5.75
诚志股份	惠生能源	99.60%	2016年6月30日	980,209.54	67,127.00	14.60	3.33
天际股份	新泰材料	100%	2016年3月31日	270,052.53	18,700.00	14.44	18.95
江苏吴中	响水恒利达	100%	2015年12月31日	59,619.63	7,800.00	7.64	3.63
雅本化学	补脑化学	100%	2015年7月31日	16,455.00	1,050.00	15.67	6.12
平均值						13.92	5.18

数据来源：WIND资讯

注1：参与业绩承诺的资产包括BC公司、BC展示、万华宁波、万华氣體热电，对应的评估值为1,960,328.90万元，对应的盈利承诺为434,291.87万元。

本次交易中，华峰新材100%股权的交易作价对应当年承诺净利润计算的动态市盈率为12.31倍，对应评估基准日的市净率为3.22倍。市场可比交易的动态市盈率、市净率均值分别为13.92倍和5.18倍。华峰新材本次交易评估值相关指标均低于同行业平均水平。

2、交易规模相近的案例比较

本次交易标的资产华峰新材100%股权的评估值为1,200,401.68万元，上述可比交易对比分析中，选取交易规模相类似的案例“东方盛虹”和“诚志股份”进行分析，相关案例情况如下表所示：

单位：万元

上市公司	标的公司	收购股权比例	评估价格	评估基准日	标的公司承诺的当年净利润	市盈率（评估价格/标的公司承诺的当年净利润）	标的公司基准日净资产（合并报表）	市净率（评估价格/标的公司基准日净资产）
东方盛虹	国望高科	100%	1,273,300.00	2017年6月30日	124,412.00	10.23	577,898.06	2.20
诚志股份	惠生能源	99.60%	980,209.54	2016年6月30日	67,127.00	14.60	294,040.61	3.33
平均值						12.42	435,969.34	2.77
华峰氨纶	华峰新材	100%	1,200,401.68	2019年4月30日	97,500.00	12.31	373,140.57	3.22

数据来源：WIND资讯

根据上表，可比交易的动态市盈率和市净率值分别为12.42倍和2.77倍。本次交易的动态市盈率水平低于可比交易的水平，市净率水平略高于可比交易的水平，主要系国望高科净资产规模较高所致。

（三）未选择恒力石化收购恒力投资、恒力炼化作为可比交易分析的原因

2016年1月1日以来完成的“化工”行业并购重组事件中，未选取恒力石化收购恒力投资和恒力炼化、北化股份收购新华化工等案例，主要系上述两项收购案例中，均采用资产基础法作为确定交易标的最终评估值的方法。

资产基础法是在持续经营基础上，以重置各项生产要素为假设前提，根据要素资产的具体情况采用适宜的方法分别评定估算企业各项要素资产的价值并累加求和，再扣减相关负债评估价值，得出资产基础法下股东全部权益的评估价值，反映的是企业基于现有资产的重置价值。由于资产基础法固有的特性，采用该方法是通过对被评估单位申报的资产及负债进行评估来确定企业的股东全部权益价值，而对于企业未来相关的生产经营资源、行业竞争力、人力资源、客户资源、商誉等无形资产或资源，由于难以对上述各项无形资产或资源对未来收益的贡献进行分割，故未对其单独进行评估，资产基础法评估结果未能涵盖企业的全部资产的价值，由此导致资产基础法与收益法两种方法下的评估结果会产生差异，故本将上述案例作为可比交易进行分析。

（四）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问东方花旗、东海证券认为：可比交易对比分析中，选取了2016年1月1日以来完成的“化工”行业并购重组事件中以收益法作为确定交易标的最终评估值的案例，可比交易样本量充分。未选取恒力石化收购恒力投资、恒力炼化作为可比交易案例，主要原因系恒力石化评估方法采用资产基础法，不具有可比性。

经核查，资产评估机构坤元评估认为：可比交易对比分析中，选取了2016年1月1日以来完成的“化工”行业并购重组事件中以收益法作为确定交易标的最终评估值的案例，可比交易样本量充分。未选取恒力石化收购恒力投资、恒力炼化作为可比交易案例，主要原因系恒力石化评估方法采用资产基础法，不具有可比性。

（五）补充披露情况

上述相关内容已在重组报告书“第六节 标的资产评估情况”之“八、上市公司董事会对本次交易标的评估合理性以及定价公允性的分析”之“（六）交易定价的公允性”之“2、可比交易对比分析”中补充披露。

六、请价公司补充披露收益法评估中原材料价格变动、主要产品售价变动对本次评估值的敏感性分析，请独立财务顾问和资产评估机构对上述事项核查并发表意见。

（一）原材料价格变动对本次评估值的敏感性分析

原材料价格变动与股东全部权益价值变动的相关性分析如下表：

单位：万元

变动幅度	−10%	−5%	0%	5%	10%
股权价值	1,382,333.14	1,291,367.41	1,200,401.68	1,109,436.00	1,018,470.88
价值变动率	15.16%	7.58%	0%	−7.58%	−15.16%

由上述分析可见，原材料价格变动与股东全部权益价值存在正相关变动关系，原材料价格每波动5%，股东全部权益价值将变动约7.58%。

（二）主要产品售价变动对本次评估值的敏感性分析

主要产品售价变动与股东全部权益价值变动的相关性分析如下表：

单位：万元

变动幅度	−10%	−5%	0%	5%	10%
股权价值	1,061,245.63	1,130,823.79	1,200,401.68	1,269,979.68	1,339,557.29
价值变动率	−11.59%	−5.80%	0%	5.80%	11.59%

由上述分析可见，主要产品售价与股东全部权益价值存在正相关变动关系，主要产品售价每波动5%，股东全部权益价值将变动约5.80%。

（三）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问东方花旗、东海证券认为：原材料价格变动与股东全部权益价值存在负相关变动关系，原材料价格每波动5%，股东全部权益价值将变动约7.58%；主要产品售价与股东全部权益价值存在正相关变动关系，主要产品售价每波动5%，股东全部权益价值将变动约5.80%。

经核查，资产评估机构坤元评估认为：原材料价格变动与股东全部权益价值存在负相关变动关系，原材料价格每波动5%，股东全部权益价值将变动约7.58%；主要产品售价与股东全部权益价值存在正相关变动关系，主要产品售价每波动5%，股东全部权益价值将变动约5.80%。

（四）补充披露情况

上述相关内容已在重组报告书“第六节 标的资产评估情况”之“八、上市公司董事会对本次交易标的评估合理性以及定价公允性的分析”之“（四）评估结果敏感性分析”中补充披露。

问题2、《报告书》显示，华峰新材2019年、2020年、2021年的预测净利润（以扣除非经常性损益前后孰低者为准，且扣除募集配套资金投入带来的收益）分别为97,500万元、124,500万元和141,000万元。华峰集团、尤小平、尤金焕、尤小华4名业绩承诺补偿方承诺，华峰新材2019年、2020年、2021年累计实际净利润将不低于。上述预测净利润总额，即363,000万元。

（1）请价公司补充说明本次交易设置累计业绩补偿安排的原因及合理性，是否符合《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》第八条的规定，是否有利于保护中小股东权益，你公司本次财务顾问是否勤勉尽责。

（2）标的公司2018年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润为136,727.45万元，标的资产2019年、2020年承诺净利润较2018年标的公司实际净利润水平的原因及合理性。请结合本次交易标的资产评估增值率较高的情况，补充披露承诺业绩低于2018年标的公司实际净利润的情形是否存在降低大股东业绩承诺实现压力，向大股东输送利益的情形。

（一）2019年和2020年承诺业绩均低于2018年标的公司实际净利润水平的原因及合理性

报告期内，标的公司业绩增长主要系标的公司2018年产能扩张及市场拓展措施成效，原材料价格回升促使产品价格提升、宏观经济周期性波动促进下游市场需求回暖，标的公司工艺技术水平提升从而降低单位成本等因素共同作用下所致。

本次评估系立足审慎，剔除了行业周期波动对以往业绩带来的影响，通过综合考量聚氨酯原液、聚酯多元醇、己二酸等标的公司主要产品的市场价格、标的公司自身扩产计划、行业波动等因素，客观对未来预测期间的经营业绩进行预测。

预期期间，标的公司聚氨酯原液产品销售单价从2018年度的16,603.58元/吨下降至永续期的14,049.90元/吨，降幅为15.38%；聚酯多元醇产品销售单价从2018年度的11,621.88元/吨下降至永续期的10,259.55元/吨，降幅11.72%；己二酸产品销售单价从2018年度的8,784.11元/吨下降至永续期的7,239.69元/吨，降幅17.58%。毛利率从29.03%下降至永续期的25.04%。

综上，为最大程度保护中小投资者的利益，本次标的公司的收益法评估中，立足谨慎性、充分考虑市场周期波动导致的价格回落因素是预测期间盈利水平下滑的主要原因，具有合理性。

（二）结合本次交易标的资产评估增值率较高的情况，补充披露承诺业绩低于2018年标的公司实际净利润的情形是否存在降低大股东业绩承诺实现压力，向大股东输送利益的情形

本次交易标的公司100%股权的评估值为1,200,401.68万元，与净资产账面价值373,140.57万元相比评估增值827,261.11万元，增值率221.70%，但对比同行业可比收购案例评估增值率，本次交易标的资产的评估增值率相对合理，详见本回复之“问题1”之（1）相关内容。

本次承诺业绩低于2018年标的公司实际净利润主要系充分考虑了市场周期波动对标的公司经营业绩的影响，不存在降低大股东业绩承诺实现压力，向大股东输送利益的情形。

（三）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问东方花旗、东海证券认为：本次评估基于审慎性原则，剔除了行业周期波动对以往业绩带来的影响，考虑综合因素客观对未来预测期间的经营业绩进行预测。因此，2019年和2020年承诺业绩均低于2018年标的公司实际净利润水平具有合理性。本次承诺业绩低于2018年标的公司实际净利润主要系充分考虑了市场周期波动对标的公司经营业绩的影响，不存在降低大股东业绩承诺实现压力，向大股东输送利益的情形。

（四）补充披露情况

上述相关内容已在重组报告书之“第一节 本次交易概述”之“三、本次交易的具体方案”之“（二）发行股份及支付现金购买资产”之“12、盈利承诺补偿及减值测试补偿安排”中补充披露承诺业绩低于2018年标的公司实际净利润的原因及是否存在降低大股东业绩承诺实现压力，向大股东输送利益的情形。

三、请你公司补充说明承诺利润数是否不低于以收益法评估时对应期间的税后净利润。如是，请说明承诺利润的设定依据及合理性，是否存在损害上市公司和中小股东利益的情形。请独立财务顾问对上述事项核查并发表意见。

（一）承诺利润数不低于以收益法评估时对应期间的税后净利润

根据以收益法评估时的相关盈利预测，2019年、2020年及2021年预测的净利润分别为97,167.38万元、124,342.93万元和140,799.55万元（其中2019年净利润扣除了2019年1-4月非经常性损益），参与业绩承诺的交易对方承诺华峰新材2019年度、2020年度、2021年度实现的净利润（以扣除非经常性损益前后孰低者为准，且扣除募集配套资金投入带来的收益）分别不低于97,500万元、124,500万元和141,000万元。因此，本次评估测算的净利润数不低于以收益法评估时对应期间的税后净利润。

（二）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问东方花旗、东海证券认为：本次承诺利润数不低于收益法评估时对应期间的税后净利润，不存在损害上市公司和中小股东利益的情形。

问题3、根据《报告书》，预测期内，标的公司2019年5月-12月和2020年追加投资金额分别为63,192.76万元和30,597.40万元。

（4）根据《报告书》显示，标的公司的主要产品聚氨酯原液和己二酸投告期内均存在超产能的情况，请你公司补充披露标的资产超产能生产是否存在安全隐患，以及对本次交易有无障碍，长期超产能生产可能面临的风险及拟采取的措施。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

（2）请你公司详细披露报告期内主要设备更新支出情况、各项投资项目的进展情况、投产时间安排，并结合现有生产设备利用程度、未来投产情况等，补充披露预测期内销售数量与产能水平的匹配性以及资本性支出的合理性。请独立财务顾问核查并发表意见。

（3）请你公司结合主要产品在当地的供需分析、行业新增产能情况、行业竞争情况等说明你公司新增5万吨聚氨酯原液、5万吨聚酯多元醇、25.5万吨己二酸、32万吨环己醇、20万吨环己酮产能的必要性，是否存在产能过剩情形，并补充披露上述扩建项目是否已全面取得生产经营所必备的批复、许可、资质。请独立财务顾问核查并发表意见。

【回复】

一、《报告书》显示，标的公司的主要产品聚氨酯原液和己二酸报告期内均存在超产能的情况，请你公司补充披露标的资产超产能生产是否存在安全隐患，以及对本次交易有无障碍，长期超产能生产可能面临的风险及拟采取的措施。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

（一）标的公司的超产能情况

2019年1-4月，标的公司聚氨酯原液产品产能利用率为100.77%，略超过设计产能，主要是根据营销决胜手段灵活做出的生产计划调整，超产能持续时间短、幅度低。

2019年1-4月，标的公司己二酸产品的产能利用率分别为110.70%、112.34%和103.92%，均存在超产能的情况，主要原因包括：1、生产线正式验收投产之前，需试生产运行一段时间，试生产阶段亦有相关产品的产出；2、标的公司己二酸产品的需求较高，适当增加了己二酸产量。

（二）超产能的生产不存在安全隐患

基于化工企业实际运行的经验，化工企业因生产设备实际运行产品收率和设计存在偏差等原因，设计能力按行业惯例存在20%的操作弹性空间，因此实际产量变动幅度在设计产能的20%以内均属于合理变动幅度。

标的公司的聚氨酯原液和己二酸产品在报告期内存在产量超产能情况，但均产格限制在20%的合理变动幅度内，由于工艺合理幅度内的实际产量变动不会增加设备的使用强度，因此仍然属于设备的正常使用，设备在正常运行参数内不存在安全风险，不会因产量的合理增加造成安全隐患。同时，标的公司产格保证定期检修并依法接受压力容器检定，因此不会因为超产能而增加安全隐患。

（三）超产能对本次交易不构成障碍

鉴于标的公司超产能的情况不会对资产的生产设备造成不利影响，亦不会对标的公司的估值及日后的持续经营造成影响，所以对本次交易不构成障碍。

（四）超产能生产可能面临的风险及拟采取的措施

如前所述，标的公司在合理幅度内超产能不会新增安全隐患，针对超产能生产可能面临的风险，标的公司已及时扩建相关产品的生产产能，其中：新建年产5万吨聚氨酯原液和5万吨聚酯多元醇项目，目前该项目正进入试生产及验收中；新建年产25.5万吨己二酸、32万吨环己醇、20万吨环己酮项目，预计将于2019年末开始试生产并进行验收。随着上述相关项目的逐步投产，标的公司产能将有所提高，未来超产能的现象将随之消除。

此外，就超产能可能带来的风险，交易对方承诺：“如华峰新材及其子公司因超产能而受到行政机关的处罚，或因超产能而导致标的公司资产损失和经营损失，承诺人将替代标的公司缴纳相关罚款及因此产生的资产损失和经营方面的损失，且承担上述罚款和损失后不再向标的公司追偿。各承诺人承诺将对罚款和损失承担连带责任。”

（五）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问东方花旗、东海证券认为：标的公司超产能生产的情况不会新增安全隐患，标的公司已采取有效的措施解决超产能生产的问题，且交易对方亦作出承诺对相关损失进行承担，因此不构成本次交易的障碍。

经核查，法律顾问海润天睿认为：标的公司超产能生产不存在增加安全隐患风险，交易对方作出承担相关的承诺合法、有效，因此超产能生产对本次交易不构成障碍。

（六）补充披露情况

上述相关内容已在重组报告书“第四节 标的资产基本情况”之“十三、主营业务情况”之“（六）主要产品产销情况”之“1、主要产品的产能、产量、销量及产能利用率和产销率情况”中补充披露。

二、请你公司详细披露报告期内主要设备更新支出情况、各项投资项目的进展情况、投产时间安排，并结合现有生产设备利用程度、未来投产情况等，补充披露预测期内销售数量与产能水平的匹配性以及资本性支出的合理性。请独立财务顾问核查并发表意见。

（一）主要设备更新支出情况、各项投资项目的进展情况、投产时间安排

1、报告期内主要设备更新支出情况

报告期内，标的公司进行的专用设备更新支出如下表所示：

单位：万元

项目	2019年1-4月	2018年	2017年
更新支出	425.81	1,802.00	1,024.87

其中，2018年设备更新支出较多，主要系标的公司更新了烧水分离器、较多数量的单吨罐等专用设备所致。报告期内，由于标的公司主要产能所对应的生产设备使用情况正常，尚未进入更新期，不存在大规模更新的情形。

2、各项投资项目的进展情况及投产时间

标的公司规有尚在运行的主要投资项目及投产时间如下表所示：

项目名称	生产的产品	投产时间	主要产能情况
聚氨酯新材料32万吨/年项目	聚氨酯原液、聚酯多元醇	2017年之前	32万吨/年聚氨酯原液 32万吨/年聚酯多元醇
聚氨酯新材料扩能改造项目（一期、二期）	聚氨酯原液、聚酯多元醇	2017年	10万吨/年聚氨酯原液 10万吨/年聚酯多元醇
己二酸项目（一期）	己二酸	2017年之前	16万吨/年己二酸
己二酸项目（二期）	己二酸	2017年之前	16万吨/年己二酸
己二酸项目（三期）	己二酸	2018年	16万吨/年己二酸

（二）现有生产设备利用程度、未来投产情况

1、报告期内主要产品产能利用率

报告期内，标的公司主要产品产能及产能利用率情况如下表：

单位：万吨

产品大类	项目	2019年1-4月	2018年	2017年
聚氨酯原液	产能	14.00	42.00	42.00
	产量	14.11	33.56	30.08
	产能利用率	100.77%	79.91%	71.63%
聚酯多元醇	产能	14.00	42.00	42.00
	产量	12.22	32.16	28.65
	产能利用率	87.30%	76.56%	68.21%
己二酸	产能	16.00	48.00	32.00
	产量	16.63	53.92	35.42
	产能利用率	103.92%	112.34%	110.70%

由上表，报告期内，标的公司聚氨酯原液、聚酯多元醇产能相对宽裕，但产能利用率亦呈现不断上升趋势，2019年1-4月，聚氨酯原液实际产量略超过设计产能，主要是根据营销决胜手段灵活做出的生产计划调整，超产能持续时间短、幅度低。标的公司己二酸产品持续超产能生产，产能利用率较高。

2、标的公司固定资产成新率

截至2019年4月30日，标的公司各类固定资产的成新率如下：

单位：万元

项目	账面原值	累计折旧	减值准备	账面价值	成新率
房屋建筑物	119,845.54	28,739.40	−	91,106.14	76.02%
通用设备	3,699.73	2,708.43	−	991.30	26.79%
专用设备	290,609.83	127,519.73	246.49	162,843.60	56.04%
运输工具	3,682.25	2,764.87	−	917.38	24.91%
合计	417,837.35	161,732.44	246.49	255,858.42	61.23%

标的公司固定资产综合成新率为61.23%，专用设备成新率为56.04%，表明标的公司主要资产状况良好。

3、标的公司未来主要项目投产情况

标的公司预测期内将新增的主要产品产能如下表所示：

项目名称	生产的产品	投产时间	截至报告期末工程进度	主要产能情况
聚氨酯新材料扩能改造项目（三期）	聚氨酯原液、聚酯多元醇	2019年	已完工准备试生产	5万吨/年聚氨酯原液 5万吨/年聚酯多元醇
己二酸项目（四期）	己二酸、环己酮	2020年	40.66%	25.5万吨/年己二酸 32万吨/年环己醇[注1] 20万吨/年环己酮

注：环己醇为中间产品，不对外销售。

（三）标的公司预测期内销售数量与产能水平的匹配性以及资本性支出的合理性

1、标的公司预测期内销售数量与产能水平的匹配性

预测期内的主要产品销售数量及与产能的匹配情况如下表所示：

单位：万吨

产品	项目	2019年5-12月[注1]	2020年[注2]	2021年	2022年	2023年	2024年及以后
聚氨酯原液	销量	21.31	36.26	38.08	40.01	42.04	42.04
	产能	31.33	47.00	47.00	47.00	47.00	47.00
聚酯多元醇[注3]	销量	6.34	6.96	7.79	8.59	9.40	9.40
	产能	31.33	47.00	47.00	47.00	47.00	47.00
己二酸	销量	23.82	45.80	49.59	52.79	51.55	51.55
	自用数量	12.09	18.20	19.41	20.71	21.95	21.95
	小计	35.92	64.00	69.00	73.50	73.50	73.50
	产能	32.00	73.50	73.50	73.50	73.50	73.50
环己酮	销量	−	8.50	19.50	20.00	20.00	20.00
	产能	−	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00

注1：2019年5-12月份的产能系年产能乘以2/3计算。

注2：2020年新增产能未按照月份进行换算。

注3：聚酯多元醇主要作为调剂自用量。报告期各期，聚酯多元醇自用量占聚氨酯原液产量的比例分别为57.16%、57.87%和57.97%，因此，预计聚酯多元醇实际产量不会超过产能。

2020年至永续期，标的公司各主要产品销售数量与产能水平匹配性良好，预计销量均低于当期产能，不存在超产能生产的情况。

2、标的公司预测期内资本支出的合理性

标的公司预测期内资本性支出包括追加投资和更新支出，具体如下表所示：

单位：万元

项目	2019年5-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年及以后
追加投资	63,192.76	30,597.40	−	−	−	−
更新支出	7,358.62	4,652.57	1,624.17	1,700.47	14,270.97	32,261.87
合计	70,551.38	35,249.97	1,624.17	1,700.47	14,270.97	32,261.87

（1）预期期内追加投资对应的项目具体情况如下：

单位：万元

项目名称	对应的主要产能情况	投产时间	截至报告期末工程进度	预计追加投资额
己二酸项目（四期）	25.5万吨/年己二酸 32万吨/年环己醇 20万吨/年环己酮	2020年	40.66%	86,884.88
华峰员工宿舍楼	与产能无关			1,420.83
重庆化工材腐项目及生活小区项目	与产能无关			2,441.10
其他技改及零星工程项目	与产能无关			3,043.36
追加投资合计				93,790.17

（2）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，包括固定资产更新支出、无形资产更新支出和长期待摊费用的更新支出等。对于预测期内需要更新的标的资产，标的公司按照现有设备状况和生产能力对以后可预知的年度进行了设备和长期待摊费等更新测算，形成各年度资本性支出。永续期的资产更新支出以年化金化金额确定。2019年、2020年更新支出有所增加主要系标的公司部分机器设备进入更新周期所致。

综上所述，预测期内，标的公司的资本性支出合理，评估收益法中未来年度的预测销售数量与标的公司产能水平相匹配。

（四）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问东方花旗、东海证券认为：报告期内，标的公司主要设备更新支出合理，投资项目进展情况、投产时间与产能、产量增长情况相匹配。预测期内，标的公司的资本性支出合理，评估收益法中相关产品的预测销售数量与标的公司产能水平相匹配。

（五）补充披露

上述相关内容已在重组报告书“第六节 标的资产评估情况”之“八、上市公司董事会对本次交易标的评估合理性以及定价公允性的分析”之中补充披露“（九）预测期内销售数量与产能水平的匹配性以及资本性支出的合理性”。

三、请你公司结合主要产品在当地的供需分析、行业新增产能情况、行业竞争情况等说明你公司新增5万吨聚氨酯原液、5万吨聚酯多元醇、25.5万吨己二酸、32万吨环己醇、20万吨环己酮产能的必要性，是否存在产能过剩情形，并补充披露上述扩建项目是否已全面取得生产经营所必备的批复、许可、资质。请独立财务顾问核查并发表意见。

华峰新材新增5万吨聚氨酯原液、5万吨聚酯多元醇、25.5万吨己二酸、32万吨环己醇、20万吨环己酮产能，其中5万吨聚酯多元醇产能为配套聚氨酯原液的中间产品，32万吨环己醇产能为配套己二酸和环己酮的中间产品，新增对外销售的主要产品为5万吨聚氨酯原液、25.5万吨己二酸和20万吨环己酮。

（一）新增聚氨酯原液产能的必要性

1、聚氨酯原液供需分析

根据来捷咨询的数据，鞋底原液国内市场2016年至2018年产能分别为111万吨、117万吨、127万吨，保持稳定增长趋势，受出口、替代传统鞋材及国内聚氨酯制品等下游需求带动，未来仍将保持稳定需求量。

2、行业新增产能分析

根据来捷咨询的数据，聚氨酯鞋底原液近年来下游需求保持稳定，行业内新增产能较少，2018年，仅标的公司利用厂区预留生产车间，在现有年产10万吨聚氨酯原液项目基础上进行扩建，新增5万吨/年的聚氨酯原液产能，目前，本项目正在试生产及验收中。

3、行业竞争格局

我国聚氨酯鞋底原液市场呈现明显的寡头垄断，华峰新材为行业龙头，在国内聚氨酯鞋底原液市场占据绝对优势地位，市场占有率达到60%以上。行业内其他企业竞争剩余的市场份额，在中高端市场，除标的公司外，主要是大型跨国公司如巴斯夫、旭川化学等在华投资的公司及国内拥有一定规模的企业之间的竞争；在中低端市场，主要是本土企业特别是众多小型和微型生产企业之间的竞争。

随着聚氨酯原液行业不断发展与成熟，行业内企业的成败和发展不仅取决于规模和成本，更将依赖技术的研发、创新和品质的提升，行业内龙头企业的优势将更加突出。同时，由于受安观经济下行、行业竞争激烈、原材料价格上涨、劳动力成本上升等因素影响，国内下游终端鞋企也正面临产业转型，部分制鞋企业逐步向东南亚地区转移。此外，贸易保护主义、同质化竞争加大、政府支持减弱、国际市场需求增速下降等因素也制约了鞋企的发展，导致下游鞋企对聚氨酯鞋底原液的需求量增速有所减缓。聚氨酯鞋底原液行业内规模较小的厂家同时要承受激烈的市场竞争和环保要求的压力，来自鞋企的新增订单量主要集中于行业内如华峰新材等有竞争优势的大型生产企业，未来鞋底原液行业集中度将进一步加强。

4、聚氨酯原液产能新增的必要性

国内聚氨酯鞋底原液在鞋材中所占比例不到10%，远远低于发达国家20%的水平，华峰新材在聚氨酯鞋底原液领域占据绝对领先优势，市占率60%以上，随着聚氨酯鞋底不断替代传统鞋材，未来市场空间巨大。报告期内，国内市场鞋底原液需求量保持稳定，华峰新材聚氨酯原液的销售收入不断增加，未来随着鞋底原液行业集中度进一步加强，鞋企新增订单量将更加集中于华峰新材等龙头企业。

此外，聚氨酯制品原液的下游应用领域和发展空间广阔。华峰新材的制品原液目前主要用于制造低速轮胎、汽车垫片、运动器材、记忆枕、家具等，未来在保持鞋底原液稳步发展同时，华峰新材将凭借成本和技术优势，大力发展制品原液，不断实现创新突破，提升产品附加值，开拓下游应用领域，增加新的收入增长点。

因此，华峰新材新增聚氨酯原液产能具有必要性。

（二）新增己二酸产能的必要性

1、己二酸供需分析

根据来捷咨询的数据，己二酸国内市场表观需求量2016年至2018年分别为92.7万吨、102.4万吨、109.7万吨，保持稳定增长态势，2016-2018年国内己二酸产量亦随着下游需求的增加而维持稳步增长，受出口及国内鞋底原液、聚酯多元醇、尼龙66、TPU等下游需求带动，未来仍将保持稳定增长态势。

2、行业新增产能情况

根据来捷咨询，近年来行业内新增产能较少，国内仅有重庆化工、河南神马、华鲁恒升等三家未来存在扩产计划。

3、行业竞争格局

己二酸在国内市场发展较为成熟、竞争较为激烈，呈现多强的寡头垄断局面，主要企业为重庆化工、河南神马、华鲁恒升、山东海力、唐山中浩等大型企业，其中，重庆化工、河南神马等厂家产量规模较大，自身有下游产业支撑，且海外出口较多，有较强的竞争优势。根据来捷咨询的统计数据，重庆化工2018年己二酸产量在中国地区己二酸生产企业产量中占比约为31%左右。

根据来捷咨询，2018年，重庆化工、河南神马、华鲁恒升三家企业开工较为平稳，己二酸产量较大，且未来存在扩产计划，将成为国内己二酸行业龙头。近年来由于国内环保要求提高，监管力度加强，且市场竞争不断加剧、下游对品质要求提高，行业内不符合环保要求或缺乏竞争优势的厂商迫于压力停产或减产，己二酸行业正经历优胜劣汰、产能集中化的过程，未来己二酸行业集中度将进一步加强。

4、己二酸产能新增的必要性

己二酸行业整体处于供应充分、竞争激烈状态，其中重庆化工生产的己二酸品质较高、客户认同度高，同时着重发力国际市场，产品处于供不应求状态，2018年产能利用率达到112.34%。己二酸产能不足已成为重庆化工目前经营规模及业绩增长的瓶颈。

目前己二酸产能既可以保证华峰新材、华峰集团及其关联方自用，又可以用于对国内外知名化工企业供应。未来产能扩大后，依托产业配套优势和成本优势，聚氨酯原液、尼龙66、TPU、聚酯多元醇等下游需求可充分保证己二酸产能消化。

通过新增己二酸25.5万吨产能并采用先进的生产工艺，重庆化工可以通过规模效应和技术工艺升级进一步降低己二酸单位成本，巩固自身在国内己二酸市场的行业领先地位和竞争优势，增大经营规模、增厚经营业绩。

因此，重庆化工新增己二酸产能具有必要性。

（三）新增环己酮产能的必要性

1、环己酮供需分析

根据来捷咨询的数据，随着下游己内酰胺和己二酸市场需求逐步增加，2014-2018年环己酮产品需求维持增长趋势。2018年国内环己酮行业总需求量355.3万吨，同比增幅17.2%，其中下游己内酰胺市场占比72.2%，己二酸市场占比24.3%，溶剂市场占比3.5%。由于后期己内酰胺和己二酸产能仍有计划新增产能，预计2019年我国环己酮总需求量将达到420万吨，同比增加18.2%。

根据卓创资讯的数据，2014-2018年国内环己酮市场产量亦随着下游需求的增加而维持稳步增长，2018年，国内总产能约500万吨，产量为359.6万吨，与需求量相适应。

2、行业新增产能情况

根据卓创资讯的数据，受己内酰胺和己二酸新增产能影响，预计2019年国内环己酮总产能将达到605万吨，相比较2018年增加105万吨，其中已经合了重庆化工新增20万吨环己酮产能。

3、行业竞争格局

环己酮下游主要用于生产己内酰胺和己二酸，主要厂商为配套了环己酮装置的重庆化工、河南神马、华鲁恒升、山东海力等己二酸生产企业和福建中远新材料有限公司、岳阳巴陵华兴石化有限公司、浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司、鲁西化工集团股份有限公司等己内酰胺生产企业，以及部分未配套下游产业链的环己酮厂商。由于行业内中大型厂商往往配套下游产业链，仅少量对外销售，行业竞争相较其他产品没那么激烈。但随着近年来己内酰胺市场需求增长较快，己内酰胺消耗环己酮较多，国内部分己内酰胺厂家无环己酮装置或存在原料需求缺口，环己酮市场存在一定供应缺口。

4、环己酮产能新增的必要性

受己内酰胺行业发展及环保因素对于落后环己酮产能淘汰影响，环己酮近年来呈现较高的盈利水平，且未来的将保持较为稳定的需求增长态势。

重庆化工新增环己酮产能，是在已有打通苯-环己醇-己二酸生产工艺基础上，利用现有技术优势和成熟生产工艺，进入环己酮行业，寻找新的业务增长点，并且由此打通聚酰胺产业链，增强下游应用领域的多元化，加强抗风险能力和减少周期性波动的影响。

目前，标的公司已开始积极布局环己酮的销售团队进行市场开拓，未来有望依托原有己二酸生产的经验积累，发挥产品协同优势、成本优势、品质优势，实现新增环己酮的市场消化。

因此，标的公司新增环己酮产能具有必要性。

（四）是否在产能过剩情形

根据前述分析，华峰新材新增5万吨聚氨酯原液、5万吨聚酯多元醇、25.5万吨己二酸、32万吨环己醇、20万吨环己酮产能具有必要性，未来下游需求预计能消化新增产能，不存在标的公司新增产能过剩的情形。

（五）上述扩建项目是否已全面取得生产经营所必备的批复、许可、资质。

上述新增产能的扩建项目已取得生产经营所必备的批复、许可、资质如下：

项目名称	立项	环保	安全	职业病
25.5万吨/年己二酸、32万吨/年环己醇、20万吨/年环己酮生产线	重庆市企业投资项目备案证（No.0087084）	《重庆市涪陵区建设项目环境影响评价文件批准书》（涪（涪）环准[2019]6号）	《危险化学品建设项目安全条件审查意见书》（渝危化项目安条审查字[2018]第13号）	建设项目职业病防护设施“三同时”报告回执单（2018-59）
5万吨/年聚氨酯原液、5万吨/年聚酯多元醇生产线	重庆市企业投资项目备案证（No.0