（上接B53版）

（1）元贵资产投资派思项目公司主要系基于看好燃气行业及目标公司的发展前景，经独立判断作出的投资行为，派思股份未对元贵资产出资派思项目公司提供资金支持，同时派思股份对元贵资产持有的派思项目公司股权不存在回购或保底收益等安排；

（2）经核查，本次交易由派思股份和元贵资产合资设立派思项目公司来具体实施，以出资款项及并购贷款等筹资的资金支付本次交易价款。基于派思股份现有的可支配资金状况，控股股东水发众兴集团已与派思股份签署了借款协议，派思股份股东大会审议通过本次交易后，水发众兴集团将向派思股份提供借款用于派思股份向实施主体派思项目公司出资。若水发众兴集团与上市公司合资设立派思项目公司实施本次交易，根据上交所《股票上市规则》及派思股份《公司章程》等相关规定，本次交易将构成关联交易，派思股份董事会需按照关联交易审议程序重新审议本次交易相关议案，关联董事回避表决；派思股份股东大会审议本次交易时，控股股东水发众兴集团将回避表决。此外，水发众兴集团的出资需履行水发众兴集团内部审议机构及其主管单位水发集团的审批程序。

问题3、草案显示，本次交易的标的资产为美源辰能源100%股权、豪迈新能源100%股权（简称标的资产），两公司均为持股型公司。标的资产于2020年4月由目标公司出资入及其一致行动人通过合伙企业等主体出资设立，通过认缴新增注册资本方式持有目标公司80%股权。前期，目标公司多次增资价格为每单位注册资本1元，股权转让也以低溢价或平价进行，远低于本次交易作价。请公司补充披露：（1）说明本次交易新设交易对手及目标公司持股平台的主要考虑；（2）结合前期目标公司转让或增资价格，说明本次交易定价与前期差异的原因及合理性；（3）结合上述问题说明本次交易作价是否公允，是否有利于保护公司及中小股东利益。请财务顾问发表意见。

（一）说明本次交易新设交易对手及目标公司持股平台的主要考虑

本次交易新设交易对手及目标公司持股平台的主要考虑如下：

1、新设交易对手主要基于税务筹划考虑。交易对方均在本次交易前成立，与目标公司所在地的纳税政策相比，交易对方注册地的税负较低。所以目标公司各最终出资人出于税务筹划考虑，按照对目标公司的原始出资比例在税负较低的地区设立投资主体，投资主体通过标的公司向目标公司出资的方式将本次交易的纳税地点转移至税负较低的地区。

2、新设目标公司持股平台主要是为了减少交易影响考虑。为了避免目标公司层面直接股权变动在当地引起较多的关注，交易对方提前成立控股平台、调整目标公司股权结构，并在持股平台层面实施本次交易。

（二）结合前期目标公司转让或增资价格，说明本次交易定价与前期差异的原因及合理性

1、豪佳燃气前期股权转让或增资价格、本次交易定价与前期差异的原因及合理性

（1）豪佳燃气前期股权转让或增资情况

序号	时间	事件	内容	作价情况	作价依据
1	2010.12	股权转让	宏佳燃气将持有的豪佳燃气40万元股权以40万元价格转让给张赤远	每单位注册资本1元	豪佳燃气设立之初，尚未开展实际经营活动，按平价转让
2	2011.08	股权转让	张赤远将持有的豪佳燃气100万元股权以100万元价格转让给蒙迈集团	每单位注册资本1元	非市场化交易行为，系同一控制下的股权转让，张赤远由直接持股转为通过其控制的蒙迈集团间接持股
3	2011.08	增资	蒙迈集团、锐狮投资、陆作智分别认缴豪佳燃气新增注册资本435万元、445万元、20万元，豪佳燃气注册资本增至1,000万元	每单位注册资本1元	增资时，豪佳燃气尚未开展实际经营活动，以平价增资
4	2020.04	增资	蒙迈新能源认缴豪佳燃气新增注册资本4,000万元，豪佳燃气注册资本增至5,000万元	每单位注册资本1元	非市场化交易行为，系由绿周能源的最终出资人（及其一致行动人）通过蒙迈新能源按照对绿周能源的原始出资比例进行的增资

（2）本次交易定价与前期差异原因及合理性

上市公司本次通过收购蒙迈新能源100%股权间接受让豪佳燃气80%股权的交易对价为54,240.00万元，该价格是以评估机构出具的以2020年4月30日为评估基准日并经上市公司国资主管部门备案的《资产评估报告》确定的评估价值（即55,252.77万元）为定价依据，并经交易各方协商确定的。

豪佳燃气前期大部分股权转让或增资行为距离本次交易已超过3年，且前期股权转让或增资均发生在豪佳燃气设立前期，尚未开展实际经营活动，因此，股权转让或增资均以平价实施，与本次交易定价的差异存在合理性。豪佳燃气最近三年的股权转让、增资情况主要为2020年4月，蒙迈新能源认缴豪佳燃气新增注册资本4,000万元，取得豪佳燃气80%股权，本次增资价格为每单位注册资本1元，与本次交易不同的是，蒙迈新能源的上述增资为非市场化的交易行为，系由豪佳燃气的最终出资人（及其一致行动人）通过蒙迈新能源按照对豪佳燃气的原始出资比例进行的增资，因此，两次交易价格存在差异具有合理性。

综上，鉴于豪佳燃气前期的股权转让、增资行为与本次交易的交易时间、交易背景、交易主体及交易时目标公司的业务规模、盈利情况均存在显著差异，本次交易定价与前期交易作价存在差异具有合理性。

2、分立前绿周燃气及绿周能源前期股权转让或增资价格、本次交易定价与前期差异的原因及合理性

（1）分立前绿周燃气及绿周能源前期股权转让或增资情况

序号	时间	事件	内容	作价情况	作价依据
1	2007.10	增资	居冠丽、赵颖、华信实业分别认缴绿周燃气新增注册资本40.5万元、1.5万元、28万元，绿周燃气注册资本增至220万元	每单位注册资本1元	绿周燃气设立之初，尚未开展实际经营活动，以平价增资
2	2007.12	增资	居冠丽、房师良、赵颖分别认缴绿周燃气新增注册资本184.55万元、57.25万元、38.2万元，绿周燃气注册资本增至500万元	每单位注册资本1元	绿周燃气内部股东增资行为，经内部全体股东认可
3	2008.04	股权转让	居冠丽将其持有的绿周燃气301.55万元股权以301.55万元价格转让给山东美源丞；赵颖将其持有的绿周燃气68.2万元股权以68.2万元转让给山东美源丞	每单位注册资本1元	绿周燃气设立前期经营业绩不佳，结合股权转让时绿周燃气净资产情况并经协商一致确认
4	2009.05	增资	山东美源丞认缴绿周燃气新增注册资本500万元，绿周燃气注册资本增至1,000万元	每单位注册资本1元	绿周燃气内部股东增资行为，经内部全体股东认可
5	2012.04	股权转让	房师良将其持有绿周燃气102.25万元股权以102.25万元的价格转让给山东美源丞	结合股权转让时绿周燃气账面净资产情况并经协商一致确认	绿周燃气内部股东间比例增资行为
6	2013.03	增资	山东美源丞、华信实业分别认缴绿周燃气新增注册资本1,944万元、56万元，绿周燃气注册资本增至3,000万元	每单位注册资本1元	绿周燃气内部股东同比例增资行为
7	2016.04	股权转让	华信实业将其持有的绿周燃气44万元股权以168万元的价格转让给山东美源丞	每单位注册资本2元	结合股权转让时绿周燃气账面净资产情况并经协商一致确认
8	2020.04	增资	美源辰能源认缴绿周能源新增注册资本4,000万元，绿周能源注册资本增至5,000万元	每单位注册资本1元	非市场化交易行为，系由绿周能源的最终出资人（及其一致行动人）通过美源辰能源按照对绿周能源的原始出资比例进行的增资

（2）本次交易定价与前期差异原因及合理性

上市公司本次通过收购美源辰能源100%股权间接受让绿周能源80%股权的交易对价为55,200.00万元，该价格是以评估机构出具的以2020年4月30日为评估基准日并经上市公司国资主管部门备案的《资产评估报告》确定的评估价值（即55,252.77万元）为定价依据，并经交易各方协商确定的。

分立前的绿周燃气及绿周能源前期大部分股权转让或增资行为距离本次交易已超过3年，且前期多数股权转让或增资行为系基于当时公司实际经营或账面净资产情况开经各方协商一致确定的，或为绿周燃气内部股东增资行为，因此，股权转让或增资均以平价或低溢价实施。距离本次交易最近的一次股权转让情况为2016年4月，华信实业将其持有的绿周燃气84万元股权以168万元的价格转让给山东美源丞。2016年4月股权转让时，绿周燃气上一年度（2015年度）未经审计的营业收入为9,311.64万元，净利润为307.27万元，鉴于绿周燃气当时经营状况欠佳，转让双方结合股权转让时绿周燃气每单位注册资本净资产1.26元，经协商一致确定交易价格为每单位注册资本2元。与前次股权转让不同的是，近年来受益于“煤改气”政策，绿周能源的业务规模、经营业绩已实现大幅提升，2019年度实现营业收入39,235.07万元，较2015年度增长321.36%，净利润为4,517.53万元，盈利能力大幅提高。基于绿周能源良好的经营业绩，评估机构选择收益法确定绿周能源的评估价值，并在此基础上，经交易双方协商确定本次交易对价，因此，两次交易价格存在差异具有合理性。

分立前的绿周燃气及绿周能源最近三年的股权转让、增资情况主要为2020年4月，美源辰能源认缴绿周能源新增注册资本4,000万元，取得绿周能源80%股权，本次增资价格为每单位注册资本1元，与本次交易不同的是，美源辰能源的上述增资为非市场化的交易行为，系由绿周能源的最终出资人（及其一致行动人）通过美源辰能源按照对绿周能源的原始出资比例进行的增资，因此，两次交易价格存在差异具有合理性。

综上，鉴于分立前的绿周燃气及绿周能源前期的股权转让、增资行为与本次交易的交易时间、交易背景、交易主体及交易时目标公司的业务规模、盈利情况均存在显著差异，本次交易定价与前期交易作价存在差异具有合理性。

（三）结合上述问题说明本次交易作价是否公允，是否有利于保护公司及中小股东利益

如前所述，目标公司绿周能源（以及分立前的绿周燃气）、豪佳燃气前期股权转让、增资多发生在距离本次交易3年前，当时目标公司业务规模相较小、盈利能力相对较差，因此，股权转让或增资均以平价或低溢价实施；随着目标公司管网建设的不断完善，其业务规模和盈利能力大幅提高，基于目标公司良好的经营业绩情况，评估机构选择收益法确定目标公司的评估价值，并在此基础上，经交易双方协商确定本次交易对价，交易对价反映了评估基准日目标公司的公允价值。

目标公司2020年4月增资系目标公司最终出资人（及其一致行动人）通过标的公司按照对目标公司的原始出资比例进行的增资，属于非市场化的交易行为，而本次交易系市场化的并购行为，因此，虽两次交易时间间隔较短但价格存在差异具有合理性。

综上，本次交易作价公允，有利于保护公司及中小股东利益。

（四）补充披露情况

本次交易新设交易对手及目标公司持股平台的主要考虑等内容已在《大连派思燃气系统股份有限公司重大资产购买报告书（草案）（修订稿）》“重大事项提示”之“一、本次交易方案概述”之“（一）交易概述”及“第一节本次交易概述”之“二、本次交易方案概述”之“（一）交易概述”进行了补充披露。

结合前期目标公司转让或增资价格，说明本次交易定价与前期差异的原因及合理性，及结合上述问题说明本次交易作价是否公允，是否有利于保护公司及中小股东利益等内容已在《大连派思燃气系统股份有限公司重大资产购买报告书（草案）（修订稿）》“第四节交易标的基本情况”之“二、标的资产基本情况”之“（二）淄博绿周能源有限公司”之“8、前期的股权转让、增资、资产评估情况”及“（四）高密豪佳燃气有限公司”之“8、前期的股权转让、增资、资产评估情况”进行了修改、补充披露。

（五）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、本次交易新设交易对手、目标公司持股平台主要基于税务筹划及减少交易影响考虑；

2、鉴于目标公司前期的股权转让、增资行为与本次交易的交易时间、交易背景、交易主体及交易时目标公司的业务规模、盈利情况均存在显著差异，本次交易定价与前期交易作价存在差异具有合理性；

3、本次交易作价公允，有利于保护公司及中小股东利益。

上述内容已在《大连派思燃气系统股份有限公司重大资产购买报告书（草案）（修订稿）》进行了修改或补充披露。

问题4、草案显示，本次交易作价以评估值为基础确定，其中对标的资产持有的目标公司80%股权选用收益法结果作为长期股权投资的评估价值。本次交易设置业绩承诺，标的资产评估增值率759.65%，交易完成后预计新增商誉9.45亿元，2019年公司亏损1.2亿元。评估预测绿周能源营业收入在2025年前保持增长并于之后进入永续期，预测豪佳燃气营业收入在特许经营期限内，即至2041年4月15日前，保持持续增长；预测绿周能源净利润率均高于前期实际数，预测豪佳燃气净利润率高于2018年及2020年1-4月实际数。此外，公司未披露资本性构建、资本性支出及营运资金变动相关预测依据。请公司：（1）结合天然气价格管控的行业特点、不同类型客户历史销售、在手订单及未来规划，说明目标公司收入增幅预测的依据及合理性；（2）结合成本、费用变化及其依据，说明净利润率预测的合理性；（3）补充披露资本性构建、资本性支出及营运资金变动相关预测依据；（4）结合前述问题分析，说明业绩承诺是否具有可实现性；（5）结合可比公司及可比案例情况，说明本次交易作价的公允性；（6）说明后续应对商誉减值风险的主要措施。请财务顾问、评估师发表意见。

（一）结合天然气价格管控的行业特点、不同类型客户历史销售、在手订单及未来规划，说明目标公司收入增幅预测的依据及合理性

根据我国目前的天然气价格机制，上游天然气的门站价格为政府指导价，由国家发改委发布，具体价格由供需双方在国家规定的最高价格上限范围内协商确定。目标公司的天然气采购价均按照上述原则与供气单位协商确定。目标公司天然气供应商主要为中石油天然气销售山东分公司及中石化天然气分公司华北营业部，采购价格通常根据其天然气生产成本或者采购成本、目标公司客户的构成情况以及中石油、中石化内部定价标准确定，实际浮动空间较小。

长期以来我国天然气行业一直受到政府或天然气供应商的价格管控，历史年度的定价模式可以为未来燃气定价提供参考。本次评估中对于未来的燃气定价，以2019年供暖季及非供暖季的价格为基础，并综合考虑了受新冠肺炎疫情影响导致的采购、销售价格下降等因素，采购、销售价格的预测具有合理性。

1、绿周能源情况

绿周能源的特许经营区域主要集中在淄博市地区，其中2018年客户结构主要以工业户为主，2019年和2020年1-4月客户结构主要以工业户和分销客户为主。报告期内，绿周能源客户结构中居民户和商业用户相对较少。绿周能源经历16年的“煤改气”、2017年的“去产能”等一系列政策洗礼，“小散乱污”和产品低附加值的企业已被淘汰，沉淀到现在的用气企业多为优质用户，并且大多数用户全年连续生产，绿周能源全年供气量平稳，用气企业涵盖耐火材料、铸造、纺织、造纸、石墨电极、化工等行业。

2019年度，绿周能源历史年度及预测的收入结构详见下表所示：

单位：万元

收入金额	2018年	2019年	2020年1-4月	2020年5-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
工业用户	25,787.60	22,911.07	7,578.34	17,342.38	27,232.07	29,526.30	33,416.88	37,367.57	38,872.05
分销客户	487.64	13,486.41	4,132.03	8,820.53	12,382.94	13,002.09	13,652.19	13,925.24	14,064.49
民商户	889.84	894.62	480.77	553.65	995.39	1,060.88	1,125.82	1,190.06	1,215.13
接驳收入	1,362.26	1,942.96	–	907.87	662.20	698.99	545.87	569.72	247.71
合计	28,527.34	39,235.06	12,191.14	27,624.43	41,272.60	44,198.26	48,740.76	53,052.59	54,399.38
收入增长率		37.53%	1.48%		3.66%	7.09%	10.28%	8.85%	2.54%
工业用户增长率		−11.15%	8.77%		9.27%	8.42%	13.18%	11.82%	4.03%
分销客户增长率		2665.65%	−3.96%		−4.40%	5.00%	5.00%	2.00%	1.00%

绿周能源2019年工业客户收入下降的主要原因为：①受当地环保政策影响，部分客户因开工时间减少导致用气量减少；②2018年前五大客户之一因厂区失火而临时停产。2019年工业客户下降具有一定的偶然性，考虑到城市燃气企业的特许经营政策，随着当地招商引资的推进、原有客户生产线的投产，未来绿周能源的工业客户用气量将保持平稳提升。

其中，2020年-2025年，分销客户邹平嘉睿收入占比分别为32.53%、30.00%、29.42%、28.01%、26.25%、25.85%，呈逐年下降趋势。绿周能源未来预测收入增长情况详见下表所示：

单位：万元

年份	收入预测金额	预测收入增长	预测收入增幅（%）	预测依据
2019年（基准年度）	39,235.07	–	–	
2020年1-4月	12,191.14			
2020年5-12月	27,624.42	580.49	1.48%	1、山东嘉和耐火材料有限责任公司，属于老客户扩产改造，该客户2020年改造1只隧道窑，产量约3.6万吨，2020年日增用量约0.5万方，预计新增收入210万元，已取得用户提报的用气申请； 2、山东耐火材料集团有限公司王耐分公司，属于老客户扩产改造，该客户2020年改造1只隧道窑，产量约3.6万吨，2020年日增用量约0.8万方，预计新增收入330万元；已取得用户提报的用气申请； 3、山东耐火材料集团有限公司，属于老客户扩产，该客户2020年扩建1只隧道窑，产量约2万吨，2020年日增用量约0.7万方，预计新增收入290万元；已取得用户提报的用气申请。
2021年	41,272.60	1,457.04	3.66%	山东金隆新材料有限公司为园区原有企业，属于老客户扩产改造，生产规模：15只竖窑，4只回转窑（竖窑6.4万方/只，回转窑1.5万方/只）。现用以建燃气站为产的燃气，折合天然气日用量约12万方左右，根据淄博市环保要求，计划逐步或一次性削减该公司煤炭指标，截至2021年底削减20-30%煤炭指标，预计增加日用量2万方，新增收入1,500万元。
2022年	44,198.26	2,925.66	7.09%	1、山东八三石墨新材料有限公司计划在2021年底完成扩产改造，属于老客户扩产，新增生产规模：4条车窑窑，日用气量约1.5万方，预计新增收入1,100万元，已取得用气意向书。 2、淄博宏飞特种耐火材料有限公司计划建设一条隧道窑，日用气量约0.7万方，预计新增收入600万元。 3、山东金隆新材料有限公司预计新增日用气0.6万方，预计新增收入500万元。 4、邹平嘉睿预计新增用气250万方/年，预计新增收入600万元。
2023年	48,740.76	4,542.50	10.28%	1、山东嘉新新材料有限公司投资5.8亿元，属于新增客户，一期项目建设基本完成4只竖窑，4只隧道窑（竖窑0.3万方/只，隧道窑1.0万方/只），已陆续投产，预计二期项目在2022年底建成投产，日用气量约3万方，预计新增收入2,200万元。 2、山东和光新材料有限公司拟投资1.5亿元，建设高岭土深加工项目，4只竖窑，1只隧道窑，预计2023年投产，日用气量约2万方，预计新增收入1,600万元，已取得配套费缴纳凭证。 3、邹平嘉睿预计新增用气280万方，预计新增收入650万元。
2024年	53,052.59	4,311.83	8.88%	1、淄博金辉城乡建设有限公司装配式建筑产业示范项目，属于新增客户，规划占地150亩，新建生产厂房2万平方米、装配式建筑工程与材料重点实验室中试车间5000平方米，商品条件、仓储物流等仓库2.5万平方米，建设优科房屋系列板材生产线、专用结构构件组装加工生产线、装配式内外墙一体化板生产线各2条，预计2023年底投产，日用气量约1.6万方，预计新增收入1,300万元。 2、山东金隆新材料有限公司继续削减剩余煤炭指标，最大日用量约2.5万方，预计新增收入1,900万元。 3、山东八三石墨新材料有限公司继续扩产，预计新增日用气量约1万方，预计新增收入800万元。 4、邹平嘉睿预计新增用气120万方，预计新增收入270万元。
2025年	54,399.37	1,346.78	2.54%	1、山东嘉新新材料有限公司，投资5.8亿元，预计三期项目在2024年底建成投产，日用气量约1万方，预计新增收入800万元。 2、山东金隆新材料有限公司继续削减剩余煤炭指标，新增日用量0.5万方，预计新增收入400万元。 3、邹平嘉睿预计新增用气60万方，预计新增收入140万元。

评估人员在收益法评估时，查阅了当地相关政策文件、客户用气需求及配套费协议，并对目标公司管理层、主要客户进行访谈。并基于谨慎、保守的方式对未来增量收入进行预测，未来收入增幅具有合理性和可实现性。

2、豪佳燃气情况

豪佳燃气的主要客户类型是劳保用品企业，高密市为中国劳保之都，劳保企业密集，主要劳保企业均成立于2000年-2004年左右，在2017年煤改气之后基本全部开始用气。截至评估基准日，豪佳燃气的客户群体中劳保企业均为燃气导热油锅炉用气，单体用气量不大，但优势在于企业数量多且地域集中，在其经营范围内共计190多家劳保企业，用气稳定。除此以外，豪佳燃气的最大客户为豪迈集团及山东长盛泰玻璃制品股份有限公司，豪迈集团为高密地区龙头企业，且为制造业，热辐射器、热处理炉、工业窑炉、锻造、铸造环节用气量大；山东长盛泰玻璃制品股份有限公司是玻璃制造业，其熔烧炉，淬火炉，供料道，烤花线，环保二次燃烧处理等环节均需用气，两家企业均发展态势良好，也是未来的稳定增长点。

豪佳燃气的特许经营区域主要位于高密市东部的新城区和工业区，其客户结构以工业用户为主，居民户和商业用户相对较少。豪佳燃气收入结构详见下表所示：

单位：万元

收入金额	2019年	2020年1-4月	2020年5-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
工业用户	18,781.69	4,717.15	14,534.53	25,441.44	27,248.59	28,825.71	30,514.64	32,196.36
其他用户	866.91	177.06	914.60	1,625.58	2,557.36	3,502.31	4,115.16	4,795.87
其他业务收入（接驳及燃气具产品）	2,119.92	101.58	1,572.36	1,497.03	1,134.36	794.62	709.77	726.69

从上表可以看出，豪佳燃气未来收入增长主要为工业用户收入增长，未来预测详见下表所示：

单位：万元

年份	收入预测金额	预测收入增长	预测收入增幅（%）	预测依据
2019年	21,715.69	–		
2020年1-4月	4,984.14			
2020年5-12月	17,021.49	289.94	1.34%	1、山东鸢通集团股份有限公司属于2020年新增客户，承揽公路市政工程等，预拌沥青混凝土等，使用天然气为沥青、石子烘烤加热，预计日用气量0.3万方，2020年4月份已投产运营，预计2020年实现用气100万方，预计新增收入300万元。上述客户已在2020年4月通气。 2、山东鸿基生物科技股份有限公司属于2020年新增客户，使用天然气蒸汽锅炉，预计日用气量0.1万方，2020年1月份已投产运营，预计2020年实现用气20万方，预计新增收入60万元。 3、高密市非金属贸易有限公司属于2020年新增客户，使用天然气烘干乳胶手套，冬季使用天然气取暖，预计日均用气量0.1万方，2020年6月份已投产运营，预计2020年实现用气20万方，预计新增收入60万元。 4、高密市招商引资用品有限公司属于老客户扩产，该客户新增1条生产线，预计2020年9月份投产，日新增气量0.08万方，预计2020年实现用气8万方，预计新增收入24万元。 5、山东德康食品有限公司属于2020年新增客户，预计2020年10月份投产，预计2020年实现用气7万方，预计新增收入21万元。 6、根据高密市人民政府办公室发布的《关于印发〈高密市炼油2019生态环境攻坚行动方案〉的通知》（高政办字[2019]52号）及中共潍坊市委办公室发布的《关于印发〈关于2020年污染防治攻坚方案〉的通知》（潍办字[2020]10号）两文件的精神，豪佳燃气特许经营权范围内5家企业需拆除439吨燃煤锅炉，6个窑炉，预计最大新增用气量20万方/日，2020年下半年各老用户初步开始拆除燃煤锅炉，属于老客户改造，预计会增加200万方左右的用气量，预计实现收入600万元，已取得政府相关文件。 7、部分内销客户在1-4月受疫情影响低于去年同期，5月份开始恢复生产后内销部分客户的产量开始恢复。
2021年	28,564.04	6,558.41	29.80%	1、山东泰迅装配式建筑科技有限公司属于2020年底新增客户，装养工艺环节用气，预计2020年底建成通气，预计日用气量0.2万方，预计2021年新增用气量70万方，预计2021年新增收入210万元。 2、高密又成新能源有限公司属于2020年底新增客户，锂电池加温定型，截化等环节用气，预计2020年12月份投产运营，预计日用气量0.3万方，预计2021年实现用气100万方，预计2021年新增收入300万元。 3、山东星手手套有限公司属于老客户扩产，该客户新建二期厂房，日用气量0.3万方左右，预计2021年中投产运营，预计2021年增加用气量50万方，预计增加收入150万元。 4、根据高密市环保要求，继续削减煤炭指标，继续拆除达茶吨小时以下燃煤锅炉。高密市雕活玻璃有限公司预计2021年比2020年增加用气量200万方，收入增长600万元。已取得政府相关文件。 5、山东长盛泰玻璃制品股份有限公司拟拆除4个窑炉，预计2021年全部拆除剩余的窑炉，预计新增用气量6万方/日，预计2021年新增收入3,000万元。已取得政府相关文件。 6、山东鲁升安防科技有限公司拟拆除燃煤锅炉，预计2021年新增用气量300万方，新增收入900万元。已取得政府相关文件。 7、山东华瑞投资控股有限公司（由豪迈集团与政府合资成立的，为红和化工园提供能源供应的公司，以下简称“华瑞投资”）在红和化工园的第一台燃气锅炉预计2021年2月投产，为有蓝化学提供蒸汽，预计增加400万方，预计增加收入1,000万元。该客户属于新增客户，已取得华瑞投资与豪佳燃气的双方盖章确认投资备忘录及规划书。 8、2020年新增客户山东怡盛集团股份有限公司，山东鸿基生物科技股份有限公司，高密市丰安劳保有限公司，山东德康食品有限公司等客户金额投产，预计比2020年增加50万方左右，预计增加收入150万元。 9、豪迈制造扩产计划及计划总投资60亿元的豪迈第三装备产业园部分区域投产及冬季取暖用气，预计增加300万方/年用气量，预计增加收入900万元。 10、经营区域内受疫情影响的外销部分客户产量开始恢复，预计对比2020年增加150万用气量，增加收入450万元。
2022年	30,940.31	2,376.27	8.32%	1、部分老用户锅炉玻璃、长盛泰玻璃受环保政策影响，持续拆除燃煤锅炉，属于老客户改造，煤改气后预计增加500万方，预计增加收入1,500万元。已取得政府相关煤改气指导文件。 2、高密宏勤产业园将打造3000亩的劳保产业园，总投资50亿元，建筑面积60万方。目前已经在投资商洽谈，包括目前商务客户数家劳保公司（星宇劳保三期、益鑫劳保二期、鸿丰劳保二期、非安劳保二期等）扩产新建厂房及新增客户（康正劳保、未来之星用品、富源劳保等）。分两期建设，一期规划劳保生产线150条，预计最终形成年日用气量5万方，本次预估2022年预计增加100万方，预计增加收入300万元，目前已取得高密经济开发区管理委员会出具关于高密市临港经济区、安防产业园、本器产业园规划文件。 3、高密本器产业园总投资2亿元，占地200亩，主要以燃煤导热油炉或自建燃煤热风炉用于烘干甜木，目前已有数家本器企业正在引进，将分两期建设，一期预计进驻企业百余家，预计2022年左右开始投产，最终将达到2万方/日，本次预估2022年预计增加年用气量100万方，预计增加收入300万元。已取得高密市经济开发区管理委员会出具关于高密市临港经济区、安防产业园、本器产业园规划文件。
2023年	33,122.65	2,182.33	7.05%	1、山东星宇手套有限公司拟除燃煤锅炉需陆续拆除1台800万大卡、2台1600万大卡燃煤锅炉，全部拆除天然气日需求量为2万方/日，预计2023年新增用气量400万方，新增收入1,200万元，已取得政府相关煤改气指导文件。 2、高密市临港经济区、安防产业园、高密本器产业园一期预计建社企业大部分在2023年投产，预计增加天然气4万方/日，本次预估2023预计增加年用气量200万方，预计增加收入600万元，已取得高密市经济开发区管理委员会出具关于高密市临港经济区、安防产业园、本器产业园规划文件。 3、松盛泰、鼎活玻璃按环保要求全面煤改气完成后，预计增加年用气量100万方，增加收入300万元。
2024年	35,339.57	2,216.92	6.69%	1、安防产业园及本器产业园一期全面投产增加收入，预计可增加年用气量200万方，预计增加收入600万元。 2、能惠化纤有限公司需逐步拆除5台35吨燃煤锅炉，全部拆除可新增用气40万方/日，预计2024年可新增用气300万方，新增收入900万元。已取得政府相关煤改气指导文件。 3、华瑞投资（由豪迈集团与政府合资成立的，为红和化工园提供能源供应的公司）第一台6F燃燃气分布式能源系统建设预计建成使用，属于新增客户，预计增加收入1,000万元。已取得华瑞投资及豪佳燃气投资备忘录及相关规划意见书。 4、临港经济区预计招商引资预计有一定用气量增加。
2025年及以后	37,718.93	2,379.36	6.73%	1、安防产业园及本器产业园，二期将开始投产增加收入，安防产业园预计二期新增100条生产线，预计可增加年用气量400万方，预计增加收入1,200万元。 2、华瑞投资第二台6F燃燃气分布式能源系统建设预计建成使用，属于新增客户，预计增加收入1,000万元。已取得华瑞投资及豪佳燃气投资备忘录及相关规划意见书。 3、2025年后考虑各产业园、化工园、临港工业园等老客户的轻度增长；2025年后续有限年期收入均考虑随着GDP增长及通胀因素影响，不再考虑新增客户影响。

豪佳燃气的关联企业为豪迈集团下属相关企业，其历史及前六年预测数据收入占豪佳燃气总收入如下表所示：

单位：万元

收入金额	2018年	2019年	2020年1-4月	2020年5-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
豪佳燃气总收入	20,271.50	21,715.69	4,984.14	17,021.49	28,564.04	30,940.31	33,122.65	35,339.57	37,718.93	39,444.45
豪迈集团相关企业用气收入	3,161.21	3,985.07	1,380.97	2,653.82	4,933.49	5,426.84	5,751.67	7,098.10	8,441.84	8,777.91
占比	15.59%	18.35%	27.71%	16.47%	17.97%	17.86%	17.79%	20.50%	22.82%	22.25%

注：豪佳燃气的主要客户集中在机械加工、劳保用品、玻璃制造、建材等行业领域，其中部分劳保用品客户（2019年收入占比约37%）疫情期间转型从事口罩生产，天然气使用量降低，玻璃、建材行业部分客户因新冠肺炎疫情期间阶段性停产，减少了用气需求，导致豪佳燃气2020年1-4月天然气销售收入受疫情影响较大。而绿周能源下游客户主要处于耐火材料、石墨电极材料行业，其中耐火材料客户收入占比最大，由于生产耐火材料的窑炉停火成本较高，疫情期间主要耐火材料客户保持正常生产，故疫情期间绿周能源收入影响较小。

2018年度、2019年度，对豪迈集团销售收入占豪佳燃气全部营业收入比重低于20%，2020年1-4月，受疫情期间其他客户停产影响，豪佳燃气对豪迈集团销售收入占比超过20%，但全面复工复产后，豪佳集团收入占比逐渐降低至20%以下，未来仁和化工园投产后，豪迈集团收入占比将小幅增加，但预计豪迈集团未来销售收入将保持在25%以下。

评估人员在收益法评估时，查阅了当地相关政策文件、客户用气需求及配套费协议、合作备忘录、当地招商引资等文件，并对目标公司管理层、主要客户进行访谈。并基于谨慎、保守的方式对未来增量收入进行预测，未来收入增幅具有合理性和可实现性。

（二）结合成本、费用变化及其依据，说明净利润率预测的合理性

1、绿周能源净利率预测合理性

绿周能源历史年度及预测年度成本费用占收入的比重如下：

项目	2019年	2020年1-4月	2020年5-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
毛利率	16.17%	14.53%	16.94%	17.66%	17.73%	18.00%	18.42%	18.28%
销售费用率	0.09%	0.06%	0.11%	0.12%	0.14%	0.14%	0.15%	0.15%
管理费用率	0.57%	0.33%	0.63%	0.73%	0.74%	0.80%	0.80%	0.84%
营业利润率	15.38%	13.86%	15.97%	16.57%	16.60%	16.81%	17.22%	17.05%
净利润率	11.51%	10.27%	11.97%	12.42%	12.45%	12.60%	12.91%	12.78%

从上表可以看出，绿周能源预测期毛利率、管理费用率和销售费用率逐年上升，净利润率略有提高。

绿周能源预测期的销售费用率、管理费用率均高于基准年度，主要原因是预测期内的销售费用、管理费用可分为可变费用（与收入同比例增长）和固定费用（与收入无关，保持稳定或者固定比例增长）。固定费用主要为人员工资、折旧摊销、租赁费等，可变费用主要为办公费、修理费等。由于绿周能源销售费用或管理费用主要为人员工资，本次预测参考淄博地区平均工资涨幅，同时也针对收入增加考虑了人员增加，使得工资涨幅略超收入涨幅，导致固定费用增长超过了可变费用。

绿周能源预测期毛利率较基准年度略有上升，主要原因包括预测期收入结构调整、固定变化成本占比下降。具体情况如下：

（1）收入结构变化

收益法预测期，绿周能源收入增长主要为普通工业用户增长，而直供用户收入占比逐年降低。由于工业用户天然气毛利率约为22.53%，高于直销用户的毛利率（直销用户毛利率约为6.20%），导致绿周能源综合毛利率逐年上升。预测期绿周能源工业用户占比详见下表所示：

单位：万元

年份	收入预测金额	其中工业用户收入金额	工业用户占比
2019年（基准年度）	39,235.07	22,911.07	58.39%
2020年1-4月	12,191.14	7,578.34	62.16%
2020年5-12月	27,624.42	17,342.38	62.78%
2021年	41,272.60	27,232.07	65.98%
2022年	44,198.26	29,526.30	66.80%
2023年	48,740.76	33,416.88	68.56%
2024年	53,052.59	37,367.57	70.43%
2025年	54,399.37	38,872.05	71.46%

由上表可见，绿周能源预测期工业用户收入占比逐年增加，导致毛利率略有上升。

（2）固定变化成本占比降低

单位：万元

项目	2019年	2020年1-4月	2020年5-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
主营成本金额	31,696.40	10,419.31	22,482.34	33,741.83	36,138.07	39,767.76	43,070.80