

**上海东洲资产评估有限公司**  
**关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见**  
**通知书》及附件的回复说明**

**中国证券监督管理委员会：**

我司于 2020 年 3 月 10 日收到贵方第 200239 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》及附件的要求后，立即组织了项目组负责人员、签字评估师以及公司相关管理人员对审核意见进行了认真阅读和分析，在此基础上形成了本次审核意见回复。

现将回复内容具体汇报如下：

注：如无特别说明，本专项说明中的词语和简称与《江苏三房巷实业股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》中各项词语和简称的含义相同。

八、申请文件显示：1) 标的资产收益法评估预测中主要产品销售单价稳定并略有上涨，永续期保持在过去 5 年的季度均值的水平上。预测期各年度销量均保持稳定不变。2) 预测期毛利率低于报告期毛利率，但自 2020 年起逐年增长。3) 标的资产瓶级聚酯切片产品主要原材料为 PX、MEG、IPA，各原材料预测价格均低于报告期实际价格。4) 标的资产预测期财务费用占营业收入的比例均低于 1%，远低于报告期占比情况（1.29%、3.74%和 3.42%）。其中，汇兑损益金额自 2020 年起预测值为 0。5) 截至评估基准日，标的资产存在大额货币资金、应收票据、应收账款、固定资产、无形资产等重要资产受限情况，除货币资金外其他资产均为抵质押而受限；而本次评估仅考虑货币资金受限对评估值的影响（在营运资金中考虑），未考虑应收票据、应收账款质押及固定资产、无形资产抵押对评估值的影响。请你公司：1) 列表显示标的资产预测期营业收入、净利润及毛利率各期增长率。2) 补充披露标的资产预测期毛利率自 2020 年起逐年增长的原因及合理性，说明未来保持毛利率稳定增长的具体措施。3) 结合同行业可比公司竞争产品价格和产能产量变动情况，补充披露标的资产预测期选取的各产品预测基准价格的依据及合理性；预测各年度销量保持稳定不变的合理性，瓶级聚酯切片预测销量远高于报告期实际销量的合理性及可实现性。4) 结合 PX、MEG、IPA 等原材料价格历史周期及供需变化情况，补充披露标的资产瓶级聚酯切片产品原材料预测期价格低于报告期的原因及合理性。结合评估结果对产品材料价格差敏感度较高的情况，说明标的资产产品及原材料价格预测合理性对收益法评估结果的影响。5) 结合标的资产报告期财务费用占营业收入比例情况，补充披露预测期财务费用占比较报告期大幅下降的原因及合理性，对盈利预测中净利润预测金额的影响比例，汇兑损益金额自 2020 年起预测值为 0 的合理性，说明预测期财务费用预测是否充分。6) 补充披露收益法评估中未考虑标的资产应收票据、应收账款质押及固定资产、无形资产抵押对评估值的影响的合理性。结合上述资产对标的资产生产经营的影响情况，说明如抵质押资产被第三方执行对标的资产未来经营及评估值的具体影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一) 列表显示标的资产预测期营业收入、净利润及毛利率各期增长率

单位：万元

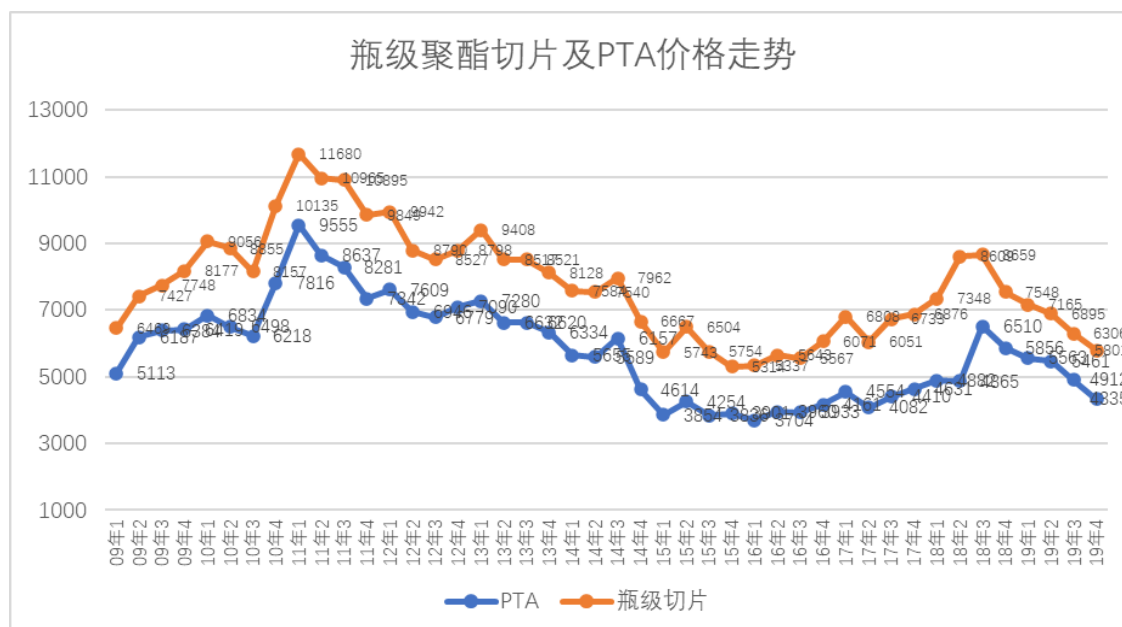
序号	项目\年份	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
1	营业收入	2,058,522.14	1,918,418.71	1,909,625.44	1,928,067.44	1,966,928.77	1,964,321.49
2	增长率	-8.86%	-6.81%	-0.46%	0.97%	2.02%	-0.13%
3	净利润	70,751.27	57,051.95	68,347.43	73,290.77	86,127.09	82,521.65
4	增长率	1.64%	-19.36%	19.80%	7.23%	17.51%	-4.19%
5	毛利率	9.89%	6.91%	7.78%	8.10%	8.90%	8.73%
6	增长率	-1.25%	-30.08%	12.54%	4.10%	9.85%	-1.87%

(二) 补充披露标的资产预测期毛利率自 2020 年起逐年增长的原因及合理性，说明未来保持毛利率稳定增长的具体措施

1、标的资产预测期毛利率自 2020 年起逐年增长的原因及合理性

(1) 标的资产技术改进等，有利于毛利率的增长；

单位：元/吨（不含税）



数据来源：Wind

按照上图标的公司产品价格波动的规律，海伦石化预计 2021 的产品价格仍旧处于下降的趋势，即 2020 年、2021 年下降，2022 年开始恢复增长。按照该等

预测，2021 年的毛利率应略有下降。2021 年毛利率 7.78% 比 2020 年稍有增长的主要原因系技改完成，未来用料的比例下降所致。

标的公司投入技改约为 9.7 亿元，预计在 2020 年底完成技改。按照技改设计，未来生产环节的原料节省约 1.12%，盈利预测按照保守估计节约 1% 计算；燃料和动力设计节省约 33%，盈利预测按照节省 30% 计算。因此预计 2021 年毛利率相对于 2020 年稍有增加具备合理性。

预计标的资产 2022 年、2023 年的毛利率（分别为 8.1%、8.9%）相对于 2021 年的毛利率（为 7.78%）逐年增加，主要系预计 2022、2023 年标的资产的主要产品在经历了前两年的价格低谷之后开始逐年增加且预计产品平均销售单价增长幅度大于单位平均成本的增加所致。

#### （2）标的资产具备规模化及产业链完整优势，有利于毛利率的增长

标的资产可实现 PTA 和瓶级聚酯切片年产量分别为 290 万吨、215 万吨，规模位居行业前列，具备较强的国际竞争力。

此外，经过多年的发展和完善，标的资产抓住了产业调整中的机遇实现了快速增长，成为国内少数“PTA—瓶级聚酯切片”一体化布局的优势企业。标的资产在产业链各环节实施全面、严格的产品质量控制，充分保证产品品质。同时标的资产化工产业链上下游的协同效应可以实现规模效应，有利于降低生产成本，有助于提高标的资产的毛利率和抗风险能力。

#### （3）标的资产具备的区域优势有利于毛利率的增长

标的资产位于江苏省江阴市，江阴地处长三角地区，是我国经济最发达的地区之一，亦是我国目前化工行业发展最为成熟的区域之一。江苏也是我国聚酯产品、PTA 的主要生产地，优越的地理位置为产品购销提供有利保障。同时，江阴紧邻长江，航运发达，标的资产生产厂区北侧配套了完善的液体化工码头和储罐区，为标的资产液体原辅料的进出提供了便利。标的资产具备的天然区位优势，有利于毛利率的提升。

## 2、未来保持毛利率稳定增长的具体措施

在未来销量基本稳定的情况下，保持毛利的稳定主要依靠于控制产品销售单价和单位平均成本（包括原材料、人工和制造费用）的价差。标的资产可通过控制优质产品的供给、加大技改、优化管理水平等措施保持毛利率的稳定增长。具体措施如下：

### （1）保证优质产品供给

虽然标的主要产品价格周期性变化明显，价格存在一定的波动，但是标的资产仍可通过专注于自身产品优势，利用多年来的经验积累，确保产品质量的长期优质，以及和下游客户建立的良好客户关系，树立的业界口碑等来稳定和提高其议价能力。

### （2）加大技改力度

标的资产将在发掘现有产线装置的潜能，提高运行效率和稳定性的基础上，进一步加大对现有产品生产线的技术改进，逐步提升相关产品的生产工艺技术水平，提高产品原材料和辅料产品的废料回收利用率，降低能耗，以提升标的资产的利润水平。

### （3）加大人才储备

标的资产一直是国内聚酯化纤行业的领跑人，拥有先进成熟的 PTA 和瓶级聚酯切片生产技术及建设、生产经验，积累了大量具有多年相关工作经验的专业技术人员。标的资产将利用现有的综合优势进一步广纳专业技术人员，加强人才储备为节能降耗、保持毛利率的稳定增长提供有力的保障。

### （4）提高管理水平

标的资产将进一步加大管理措施，通过积极、有创造性的管理创新，提升管理能力。同时，标的资产将会进一步完善采购管理和库存管控等相关制度，着力推进供应商筛选，确保原料的质量、价格和交付时间优化配置，与上游供应商建立良好优质的合作关系等，通过此等措施来保持毛利率的稳定增长。

(三) 结合同行业可比公司竞争产品价格和产能产量变动情况，补充披露标的资产预测期选取的各产品预测基准价格的依据及合理性；预测各年度销量保持稳定不变的合理性，瓶级聚酯切片预测销量远高于报告期实际销量的合理性及可实现性

1、结合同行业可比公司竞争产品价格和产能产量变动情况，补充披露标的资产预测期选取的各产品预测基准价格的依据及合理性

(1) 标的资产主要产品为瓶级聚酯切片和 PTA，同行业可比公司瓶级聚酯切片和 PTA 产品价格变动情况

1) 同行业可比公司瓶级聚酯切片价格变动情况

单位：含税价，元/吨

序号	公司名称/年度	2017 年	2018 年	2019 年
1	华润	7,940.58	9,537.89	7,696.44
2	珠海华润	7,941.83	9,586.72	7,746.84
3	浙江万凯	7,953.46	9,602.34	7,650.00
4	广东泰宝聚合物有限公司	7,915.96	9,596.09	7,652.17
5	普什	8,621.73	9,731.46	7,798.62
6	腾龙	7,911.54	9,532.03	7,605.93
7	远纺	7,938.46	9,621.29	7,645.45
8	均值	8,031.94	9,601.12	7,685.06
	海伦石化	7,886.05	9,557.62	7,625.49
	价格差异率	-1.82%	-0.45%	-0.78%

备注：上述数据来源于 Wind，列示数据系各公司每年的日出厂价（含税价）的均值。

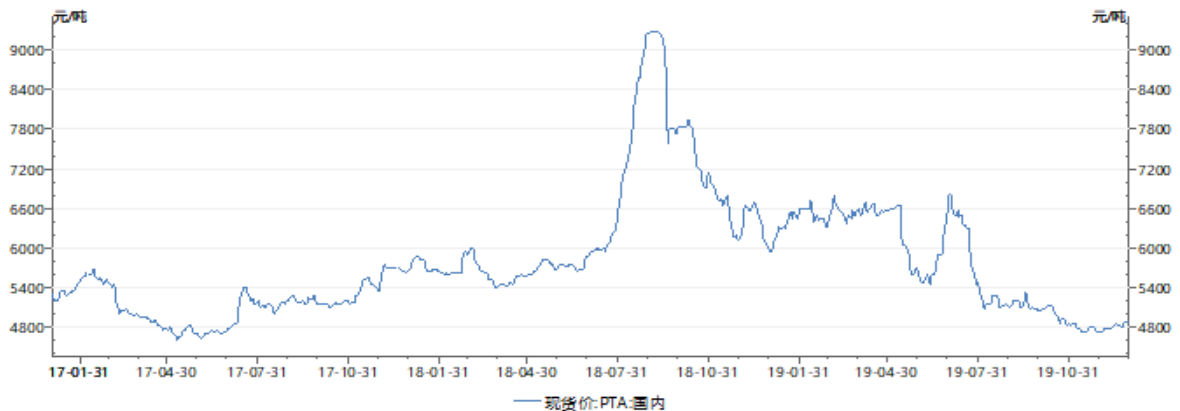
通过上表对比分析，海伦石化与同行业可比公司（系分布在华东华南市场主流厂商，出厂单价数据已公布）的瓶级聚酯切片每年的均值在变化趋势和数量上基本一致。

盈利预测中，瓶级切片预计的 2019 年的销售不含税均价约为 6,837.89 元/吨。其中 1-8 月份按照实际销售收入计算，9-12 月份的预计销售不含税价格均值为 5,960 元/吨，折算含税价格（增值税率 13%）约为 6,734.8 元/吨，和海伦石化 9-12 月份实际销售的价格 6,798.8 元/吨（日均价，对外报价）差异只有 64 元/吨，差异不到 1%。因此 2019 年的销售均价（瓶级聚酯切片预测基准价格）的预计基

本合理。

## 2) 同行业可比公司 PTA 价格变动情况

鉴于 PTA 是大宗商品，各家公司的报价一般是统一的公开透明价格，2017、2018、2019 年 PTA 国内年度平均单价（含税价）分别为 5,167.59 元/吨、6,448.24 元/吨、5,750.32 元/吨，变动较大，且每日价格均有波动，日单价变动趋势见下图：



数据来源：Wind

盈利预测中，PTA 预计的 2019 年的销售不含税均价约为 5,110.96 元/吨。其中 1-8 月份按照实际销售收入计算，9-12 月份的预计销售不含税价格均值为 4,450 元/吨，折算含税价格（增值税率 13%）约为 5,028.50 元/吨，和 PTA 公开市场 9-12 月份的销售含税价格 4,935.50 元/吨（日均价，含税）相比，差异 93.0 元/吨，差异率只有 1.8%。因此对于 PTA 的 2019 年销售均价（PTA 预测基准价格）的预计基本合理。

综上产品预测期选取的预测基准价格具备合理性。

2、结合同行业可比公司竞争产品价格和产能产量变动情况，补充披露标的资产预测各年度销量保持稳定不变的合理性

(1) 标的资产的瓶级聚酯切片预测期各年度销量保持稳定不变的合理性

1) 整个行业内需稳步增长

就整个行业来看：近几年，瓶级聚酯切片的内需量稳步增长，2015 年瓶级聚酯切片内需量为 387 万吨，2018 年内需量已超 500 万吨。瓶级聚酯切片出口量一般占总需求的 30% 以上，从出口量来看，近几年瓶级聚酯切片出口量快速增长。虽然近两年中国瓶级聚酯切片出口市场面临各种反倾销反补贴及海运费大涨等问题，但现阶段正处于全球瓶级聚酯切片生产企业洗牌期，全球供应出现阶段性紧缺，故 2017 年四季度开始，出口市场表现较为活跃，且 2018 年我国瓶级聚酯切片在欧盟取消征收反倾销税等利好因素影响下，出口大幅增长。总体来看，瓶级聚酯切片总需求在不断增长。

在全球食品饮料包装用的瓶级聚酯切片中，软饮料用的瓶级聚酯切片消费量最大，约占其整个消费量的 60-70%，其中，瓶装水消费占据主导位置。瓶级聚酯切片需求量的变化趋势主要看下游饮料行业的发展情况。总体来看，瓶级聚酯切片下游饮料行业中瓶装水、功能饮料等软饮料细分行业增长潜力较大，且除去饮料行业，瓶级聚酯切片在新兴领域也正呈现高速发展，后期片材市场上对瓶级聚酯切片需求量将加速增长。因此，瓶级聚酯切片整体未来的市场需求上涨潜力较大。

## 2) 在可比公司中，标的资产的产能产量处于行业首位

如前所述，目前国内拥有超过百万吨瓶级聚酯切片产能的工厂主要有四家，海伦石化总产量、产能位于全国瓶级聚酯切片厂家之首，华润化学材料科技控股有限公司（分常州和珠海两个厂区）位居第二，海南逸盛石化有限公司保持在第三位，2018 年前五大行业集中度已经达到了 64.75%。从前五大瓶级聚酯切片工厂未来规划来看，预计未来前五大的产能标准将抬升至 200 万吨以上，产能覆盖比重将超过 80%。处于行业首位的海伦石化，历史年度瓶级聚酯切片一直满载生产和销售。

鉴于未来年度市场需求上涨潜力较大，而海伦石化无论在技术、生产、销售、运输、管理、规模等方面均占据较大优势，同时考虑到未来海伦石化的瓶级聚酯切片的产能预计无较大幅度的增减变化，因此，预计未来年度瓶级聚酯切片各年度产销量保持稳定不变。



## （2）标的资产的 PTA 预测期各年度销量保持稳定不变的合理性

### 1) 就行业需求方面来看

PTA 的下游行业主要为聚酯产品，约 91.5% 的 PTA 消费用于生产聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET），其中 66.6% 的 PTA 用来生产涤纶长丝和涤纶短纤，17.1% 的 PTA 用来生产瓶级聚酯切片。根据 Wind 资讯的统计，近几年我国 PTA 工厂库存状况目前已处于历史较低水平。2016 年我国 PTA 平均库存天数为 2.69 天，2017 年下降至 2.38 天。PTA 工厂库存下降的主要原因为下游聚酯行业的稳步发展，下游聚酯行业补库存的强烈需求带动了 PTA 的需求。此外，在 2019 年 3 月召开的两会会议中，中央政府提出 2019 年 GDP 增长速率 6.0%-6.5% 以及人均可支配收入与经济发展基本同步的目标，预计聚酯下游消费需求将持续平稳增长，进而带动原材料 PTA 的需求稳步增长。

### 2) 同行业可比公司方面

PTA 行业集中度较高，呈现两级分化的格局，主要产能基本集中在部分企业，PTA 的前五大行业集中度达到 59.56%。2018 年，逸盛石化股份有限公司（逸盛大化石化有限公司、浙江逸盛石化有限公司、海南逸盛石化有限公司）有效产能 1,285 万吨、恒力石化股份有限公司 660 万吨，仍然是我国最大的两家 PTA 生产企业。排列产能第三位的是翔鹭石化股份有限公司，去掉其已经两年以上未运行的 165 万吨 1 线装置，仍有一套 450 万吨 PTA 大型生产线；第四和第五分别为嘉兴石化有限公司和汉邦（江阴）石化有限公司，有效产能分别为 370 万吨和 290 万吨。海伦石化的 PTA 首先用于其瓶级聚酯切片的生产，多余的部分用于对外销售。2017、2018 年总销量均达到了 290 万吨左右，2019 年 1-8 月总销量约为 200 万吨。

考虑到 PTA 需求稳步增长，而海伦石化由于在技术积累、高效节能、规模优势、区位优势、客户规模等方面具有优势，PTA 基本都是三房巷集团内配套使用，剩余对外销售的客户均为下游行业内的龙头企业，故预计未来年度海伦石化 PTA 均可实现满载生产和销售。鉴于未来年度海伦石化的 PTA 预计无较大

的产能变化，因此预计预测期各年度销量保持稳定不变具备合理性。

3、结合同行业可比公司竞争产品价格和产能产量变动情况，补充披露标的资产瓶级聚酯切片预测销量远高于报告期实际销量的合理性及可实现性

2017、2018、2019年1-8月海伦石化的瓶级聚酯切片销量分别为156.04万吨、175.69万吨、154.36万吨，而预测期海伦石化每年能达到满载生产与销售，销量达到215万吨，远高于报告期的实际销量，主要原因为：

#### 1) 新增产能释放

考虑到瓶级聚酯切片总需求在不断增长，2018年海伦石化新增50万吨瓶级聚酯切片产能，预计2019年之后将会逐渐释放产能，达到满载生产与销售。

#### 2) 在手订单充足

凭借多年的客户积累和综合服务能力，以及下游良好的市场需求状况，标的公司的在手订单充足。截至2019年8月末，海伦石化下属子公司瓶级聚酯切片业务尚未确认收入的订单，以及2019年9月1日至11月30日新取得的内销订单量合计约为50万吨、订单金额合计约30亿元（不含税），出口订单量合计约为16.6万吨、订单金额合计约为10.3亿元。按照标的公司平均订单执行周期测算，上述订单将在3个月内执行完毕。因此，预计2019年实现瓶级聚酯切片215万吨的生产与销售具备合理性。

#### 3) 发挥行业领先优势

瓶级聚酯切片主要产能集中在行业前几大公司中（华润化学材料科技控股有限公司、海南逸盛石化有限公司等），预计未来年度行业集中度或将持续提升。预计未来年度前五大公司的产能覆盖率将达到行业80%。

因此，竞争将主要集中在同行业前几大公司，作为行业首位的海伦石化将会凭借其先进的技术、逐步更新改造的生产装置、较优的产能利用率以及规模效应，预计未来年度的瓶级聚酯切片将能实现满载生产与销售。

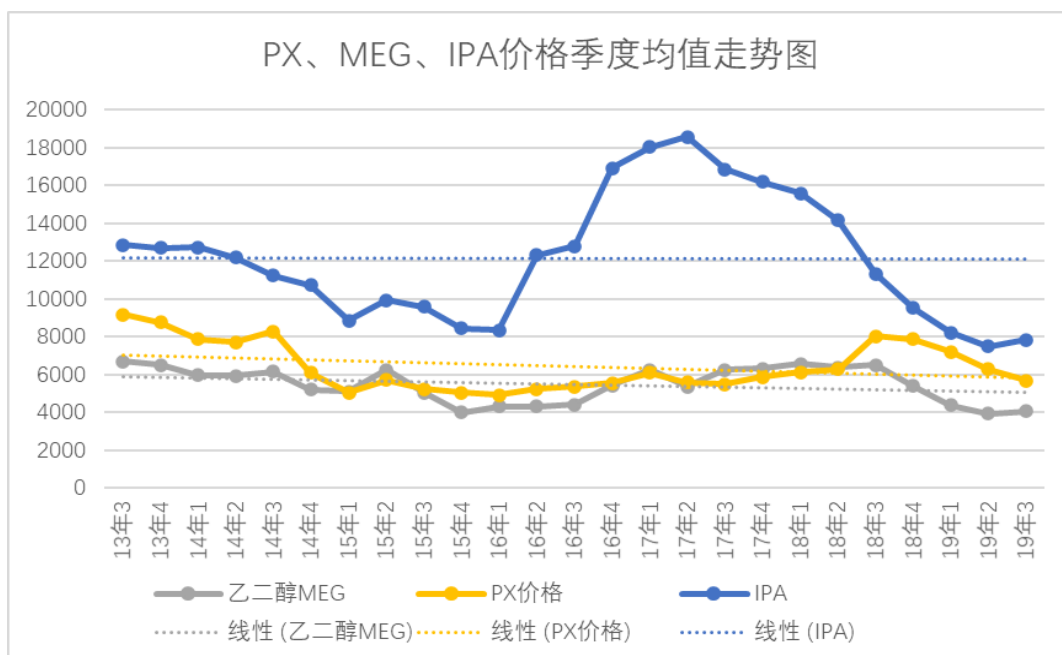
(四) 结合 PX、MEG、IPA 等原材料价格历史周期及供需变化情况，补充披露标的资产瓶级聚酯切片产品原材料预测期价格低于报告期的原因及合理性。结合评估结果对产品材料价格差敏感度较高的情况，说明标的资产产品及原材料价格预测合理性对收益法评估结果的影响

1、结合 PX、MEG、IPA 等原材料价格历史周期及供需变化情况，补充披露标的资产瓶级聚酯切片产品原材料预测期价格低于报告期的原因及合理性。

(1) PX、MEG、IPA 等原材料价格历史周期情况

由下图可知，PX、MEG、IPA 等原材料价格历史年度具有明显的周期性变化，各季度单家变化幅度较大，但是整体呈现下滑的趋势，因此，标的资产瓶级聚酯切片产品原材料预测期价格低于报告期具备合理性。

单位：元/吨（不含税）



数据来源：Wind

(2) PX、MEG、IPA 等原材料供需变化情况

PX 为 PTA 的主要原材料,PTA 和 MEG 为生产瓶级聚酯切片的主要原材料，因此瓶级聚酯切片的原料实际主要为 PX、MEG，另有少量的 IPA。PX、MEG

部分通过进口，部分通过国内大型化工企业来满足需求。

我国瓶级聚酯切片需求增加，拉动相应的原材料的需求，带动上游 PX、MEG、IPA 等原材料国内厂商的投产。随着国内 PX、MEG 产线的大幅度增加及产能的逐渐释放，PX、MEG 国内的市场供应将更加充足，致使该等材料竞争的加剧，进一步推动 PX、MEG 等原材料价格下滑。

(3) 原材料价格的波动根据产品的销售价格的波动同方向进行

此次盈利预测对材料价格的波动根据产品的销售价格的波动同方向进行，即波动弹性为正值且小于 1，因此在预计产品的价格下降的同时，材料价格也呈同向下降，但是下降的幅度少于产品。因此，标的资产瓶级聚酯切片产品原材料预测期价格低于报告期具备合理性。

2、结合评估结果对产品材料价格差敏感度较高的情况，说明标的资产产品及原材料价格预测合理性对收益法评估结果的影响。

海伦石化的产品和原材料都是大宗商品，市场的价格每天都在更新。而产品材料价格差较为敏感，但是产品的售价波动率和原材料的采购价格的波动幅度并不完全一致，因此为了避免人为的过多判断各种材料的价格波动，造成价差的不合理，本次通过采用类似贝塔系数的方法，来计算价格波动弹性，解决产品价格波动和原材料价格波动对价差的影响。

$\beta$  系数也称为贝塔系数 (Beta coefficient)，是一种风险指数，用来衡量个别股票或股票基金相对于整个股市的价格波动情况。 $\beta$  系数是一种评估证券系统性风险的工具，用以度量一种证券或一个投资证券组合相对总体市场的波动性，在股票、基金等投资术语中常见。

贝塔系数是统计学上的概念，它所反映的是某一投资对象相对于大盘的表现情况。其绝对值越大，显示其收益变化幅度相对于大盘的变化幅度越大；绝对值越小，显示其变化幅度相对于大盘越小。如果是负值，则显示其变化的方向与大盘的变化方向相反；大盘涨的时候它跌，大盘跌的时候它涨。全体市场本身的  $\beta$  系数为 1，若基金投资组合净值的波动大于全体市场的波动幅度，则  $\beta$  系数大于

1。反之，若基金投资组合净值的波动小于全体市场的波动幅度，则  $\beta$  系数就小于 1。 $\beta$  系数越大之证券，通常是投机性较强的证券。

此次评估中，东洲评估采用相同的方法，以瓶级聚酯切片单价变动为基准，通过最近 5 年的单价做进行分析和计算（分别计算了 5 年、4 年、3 年、2 年的数据，最终选择了 4 年的计算结果），PTA 单价变动偏离度系数接近于 1（0.94）。即从统计上来讲，两者有近似的波动率。所以未来 PTA 单价增减预计与瓶级聚酯切片一致，未来年度 PTA 的单价变化按照和瓶级聚酯切片一致来预测。而 MEG 则为 0.7，PX 为 0.5。IPA 的单价走势相对独立，过去几年和瓶级聚酯切片的变动率无对应关系，考虑到标的公司的用料很少，且总体上和瓶片一样处于相对低点，未来的变动趋势也考虑按照 0.5 计算。

通过上述计算，盈利预测只对未来的瓶级聚酯切片产品的价格波动进行分析和估计，而对于其他产品的价格波动，根据确定的弹性指数和销售产品的价格波动联动（弹性指数是根据较长的历史年度的客观值计算的）预测，不再主观判断，能够最大程度的避免随意性和人为估计，保证最大的盈利预测的合理性。

**（五）结合标的资产报告期财务费用占营业收入比例情况，补充披露预测期财务费用占比较报告期大幅下降的原因及合理性，对盈利预测中净利润预测金额的影响比例，汇兑损益金额自 2020 年起预测值为 0 的合理性，说明预测期财务费用预测是否充分**

财务费用的大幅度下降主要系标的资产清理大股东资金占用，回收资金，提前偿还银行贷款所致。按照预计，标的资产的贷款将由评估基准日时的 78.7 亿元，下降到合理的贷款水平 23.4 亿元。因此预测期财务费用大幅度下降，具备合理性。

汇兑损益预测值为零，基于以下几个因素：

（1）汇兑损益涉及的是人民币相对于外币的升值或者贬值的幅度。2017 年标的资产汇兑损益为-29,502.10 万元（收益），2018 年为 23,194.59 万元（损失）。由于对于人民币是升值还是贬值的判断，超出了标的资产管理层和评估师的能力

范围，因此对于汇兑损益，在实践中一般不予分析预测，而是用折现率来考虑。

(2) 收益法评估中，预计资产的未来现金流量时已经对资产特定风险的影响作了调整，折现率不能重复考虑。实践中，由于无法对汇兑损益进行合理的估计，因此评估人员往往通过折现率来考虑其风险。本次在个别风险上，考虑了材料价格变动挤压毛利、技改的效果和实施、汇兑损益等风险，综合确定标的资产特定风险 $\epsilon$  的确定为 4.4%，因此在盈利预测中不再考虑汇兑损益。

**(六) 补充披露收益法评估中未考虑标的资产应收票据、应收账款质押及固定资产、无形资产抵押对评估值的影响的合理性。结合上述资产对标的资产生产经营的影响情况，说明如抵质押资产被第三方执行对标的资产未来经营及评估值的具体影响**

1、未考虑应收票据、应收账款质押以及固定资产、无形资产抵押对评估值的影响的合理性

(1) 海伦石化经营情况良好，营业收入与净利润持续增长，盈利能力较强，具备偿还贷款的能力。

报告期内海伦石化实现收入分别为 1,767,740.12 万元、2,258,586.83 万元和 1,501,193.46 万元，净利润为-2,086.40 万元、69,608.75 万元和 65,714.71 万元，经营活动现金流净额分别为-22,195.50 万元、312,022.37 万元和 480,199.22 万元，2019 年 8 月 31 日净资产为 379,289.05 万元，海伦石化具备一定的偿还债务的能力。

(2) 收益法体系下，该等质押的应收票据、应收账款以及抵押的固定资产、无形资产等都是作为投入（成本）来考虑，系为了获得未来的收益而进行的必要的投入。一方面不管是否抵押，处理方式都是一致的，都作为投入考虑，另一方面，固定资产、无形资产的抵押正常情况下，不影响企业的实际占用和使用。

(3) 这些质押和抵押行为本身系正常的融资行为，而正常的融资风险系企业正常经营风险的一部分，在收益法体系下，折现率（行业普遍存在，贝塔系数已经体现）已经考虑了相应的风险。

## 2、抵质押资产被第三方执行对标的资产未来经营及评估值的具体影响

截止 2019 年 8 月 31 日，海伦石化应收账款及固定资产、无形资产所有权或使用权受到限制的资产如下：

单位：万元

项目	余额	受限原因
应收账款	8,177.57	融资质押
固定资产	170,484.63	融资抵押
无形资产	24,887.90	融资抵押

从上表可以看出，抵押的资产主要为房屋和土地，系标的公司生产所必要的场地，如果被第三方执行，会对经营造成一定影响。

报告期内，海伦石化短期借款、长期借款、长期应付款明细如下：

单位：万元

项目	2019 年 8 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
短期借款	564,906.90	1,026,370.65	1,044,258.37
长期借款	109,951.25	167,955.89	173,436.65
长期应付款	9,801.00	9,962.00	10,284.00
合计	<b>684,659.15</b>	<b>1,204,288.54</b>	<b>1,227,979.02</b>

报告期内海伦石化实现收入分别为 1,767,740.12 万元、2,258,586.83 万元和 1,501,193.46 万元，净利润为-2,086.40 万元、69,608.75 万元和 65,714.71 万元，经营活动现金流净额分别为-22,195.50 万元、312,022.37 万元和 480,199.22 万元，2019 年 8 月 31 日净资产为 379,289.05 万元，由此可见，海伦石化经营情况良好，营业收入与净利润持续增长，具有较强的盈利能力和偿还贷款的能力。因此出现抵质押资产被第三方执行而对标的资产未来经营产生影响的可能性极低。

### （七）中介机构核查意见

评估师东洲评估认为：

“结合标的资产自身生产装置的技改、规模化及产业链一体化优势、区域优势等方面，标的资产预测期毛利率自 2020 年起逐年增长具备合理性；标的资产可通过保证优质产品供给、加大技改力度、加大人才储备、进一步提高提高管理

水平等具体措施来保持未来毛利率稳定增长。

结合同行业可比公司竞争产品价格和产能产量变动情况，标的资产预测期选取的各产品预测基准价格具备合理性；预测各年度销量保持稳定不变具备合理性，瓶级聚酯切片预测销量远高于报告期实际销量具备合理性及可实现性。

结合 PX、MEG、IPA 等原材料价格历史周期及供需变化情况，表明标的资产瓶级聚酯切片产品原材料预测期价格低于报告期具备合理性；本次盈利预测只对未来的瓶级切片产品的价格波动进行分析和估计，而对于其他产品的波动，有客观参数赋值，不再主观判断，能够最大程度的避免随意性和人为估计，能够保证最大的盈利预测的合理性以及对收益法评估结果的影响最小化。

财务费用的大幅度下降主要是标的资产清理股东占款，回收资金提前偿还银行贷款造成的。按照预计，标的资产的贷款将有基准日的 78.7 亿元，下降到合理的贷款水平 23.4 亿元。因此预测期财务费用大幅度下降，是具备合理性的。由于人民币是升值还是贬值的判断，超出了企业管理层和评估师的能力范围，收益法评估中，预计资产的未来现金流量时已经对资产特定风险的影响作了调整的，折现率不能重复考虑。因此在盈利预测中不再考虑汇兑损益。

标的资产具备偿还贷款的能力，经营情况良好，出现抵质押资产被第三方执行而对标的资产未来经营产生影响的可能性极低，收益法评估中未考虑标的资产应收票据、应收账款质押及固定资产、无形资产抵押对评估值的影响的具备合理性。



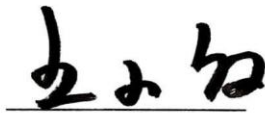
(本页无正文，为《上海东洲资产评估有限公司关于<中国证监会行政许可项目  
审查一次反馈意见通知书>及附件的回复说明》之签章页)

签字资产评估师：

  
孙业林

  
才业敏

法定代表人：



王小敏

上海东洲资产评估有限公司  
2022年3月31日