

北京中同华资产评估有限公司关于恒力
石化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
一次反馈意见的回复



北京中同华资产评估有限公司

China Alliance Appraisal Co.,Ltd.

二〇一七年六月

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院中海地产广场西塔3层

邮编：100077 电话： 010-68090001 传真：010-68090099

中国证券监督管理委员会：

恒力石化股份有限公司（以下简称“恒力股份”）于 2017 年 6 月 1 日收到贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(170818 号)，恒力股份根据一次反馈意见提出的问题进行说明和解释。评估师就一次反馈意见中涉及评估部分的问题进行了核查，发表意见内容如下：

问题 13: 申请材料显示 1) 恒力投资 100%股权资产基础法、收益法的评估价值分别为 831,702.75 万元、839,700.00 万元, 评估增值率分别为 10.39%、11.44%。本次交易采用资产基础法评估结果作为定价依据。2) 2015 年及 2016 年, 标的公司恒力投资连续亏损, 且未分配利润为负。3) 本次交易属于关联交易, 交易对方为上市公司实际控制人范红卫及其关联方。

请你公司 1) 结合恒力投资报告期内连续亏损、未分配利润持续为负的情形以及本次交易的关联关系, 补充披露本次恒力投资资产基础法、收益法评估增值的原因以及合理性, 是否存在损害中小股东权益的情形。2) 结合资产基础法、收益法评估结果的差异情况, 补充披露本次交易定价采用资产基础法评估结果作为定价依据的原因以及合理性, 是否存在规避大股东以股份作为业绩补偿的情形, 是否有利于保护中小投资者的权益。请独立财务顾问、评估师和律师核查并发表明确意见。

答复:

一、恒力投资资产基础法、收益法评估增值的原因以及合理性

(一) 资产基础法评估结果及增值原因

中同华采用收益法和资产基础法对恒力投资100%股权进行评估, 并采用资产基础法评估值作为恒力投资的最终评估结果。截至2016年12月31日, 恒力投资100%股权按资产基础法评估值为831,702.75万元, 较母公司净资产账面价值618,091.43万元增值213,611.32万元, 增值率为34.56%; 较合并口径净资产账面价值753,405.66万元增值78,297.09万元, 增值率为10.39%。恒力投资主要持有恒力石化99.83%股权、恒力混凝土100%股权和恒力储运100%股权, 增值主要来自恒力石化评估增值。

恒力石化(大连)有限公司评估增值77,586.22万元, 具体情况如下:

1、流动资产评估增值11,008.24万元

主要为原材料和产成品评估增值, 增值原因一是企业主要原材料对二甲苯原始购置单价低于目前市场价格, 二是企业产成品PTA账面值仅反映其制造成本, 评估值中除包括完全生产成本外还含有创造的价值, 故有所增值;

2、非流动资产评估增值66,578.22万元

(1) 固定资产评估增值25,219.90万元, 其中①房屋建筑物评估减值

10,368.39万元，减值率1.74%，减值原因主要是本次评估根据国家财政部、国家税务总局颁布《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2016〕36号），2016年5月1日开始由缴纳营业税改为缴纳增值税之规定，房屋建筑物评估值是不含税价，企业房屋建筑物账面价值为含税价。另外减值幅度较小是因为企业拥有7个码头的岸线使用权，岸线使用权企业账面没有反映，本次评估考虑到岸线使用权的稀缺性、排它性，是不可再生资源，在码头的评估值中一并考虑了岸线使用权价值。②设备评估增值35,588.29万元，增值率3.99%，增值原因主要是于评估基准日，企业拥有的3条PTA生产线的进口设备和国产设备较购置时市场价格上涨。

(2) 在建工程评估减值710.20万元，部分在建设设备费用已在固定资产评估中考虑，因此，在建工程将该部分费用评估为零导致评估减值。

(3) 工程物资评估减值1.19万元，主要原因是部分工程材料的账面单价高于基准日市场价格导致评估减值。

(4) 无形资产评估增值37,314.55万元，其中①土地使用权评估增值14,021.80万元，增值率13.63%，增值主要原因是企业账面反映的是土地使用权自购入起的摊余价值，评估值反映的是目前土地使用权的市场价值。②PTA专利技术评估增值23,292.74万元，增值率139.98%；增值主要原因是目前重新获得PTA专利许可使用费用高于企业采购时的许可使用费用的市场价值。

(5) 长期股权投资评估增值4,755.16万元，增值率237.76%，增值的主要原因是其子公司——恒力海运持有的固定资产评估增值。

3、流动负债评估增值0.24万元

其他应付款有支付大连日鑫热力有限公司的取暖费，账面反映-0.24万元，该笔款已经支付并结束，形成费用资产，本次评估为零。导致流动负债评估增值0.24万元。

综上，恒力石化（大连）有限公司全部股东权益评估增值77,586.22万元。

(二) 收益法评估结果及增值原因

截至2016年12月31日，在持续经营假设条件下，采用收益法确定的恒力投资股东全部权益价值为839,700.00万元，比审计后账面净资产增值221,608.57万元，增值率为35.85%。

采用收益法评估增值的主要原因是由于企业账面长期股权投资仅反映基准日对被投资单位的投资成本,不包含其经营积累和资产增值部分,导致评估增值。另一方面,恒力投资成立于2010年,经过6年的发展,已形成了自己特有的经营理念、经营策略、经营方法,拥有固定的客户资源和优秀的人力资源,产品质量的优良、稳定市场信誉度好,获得“全国用户满意产品”,是“中国产品质量诚信企业”。上述该等资源企业账面记录无法反映,通过收益法评估得以体现也是评估增值的原因之一。

综上,本次对恒力投资采用资产基础法、收益法评估结果及增值是合理的,不存在损害中小股东利益的情形。

二、资产基础法评估结果作为定价依据的原因以及合理性

本次交易对恒力投资股东全部权益价值采用资产基础法的评估值为831,702.75万元,收益法的评估值为839,700.00万元,两种方法的评估结果差异7,997.25万元,差异率0.96%。

资产基础法是以标的资产的重置价格为基础确定评估对象的价值,是从资产构建的角度反映了企业的价值,对企业具有一定的估值支撑,同时为经济行为实施后企业的经营管理及考核提供了依据。收益法是从未来收益的角度出发,以被评估企业现实资产未来可以产生的收益,经过风险折现后的现值和确定标的资产价值。由于恒力投资近3年经营亏损,虽然管理层通过归还外币借款,减少汇率汇兑风险和贷款利息消除对经营利润产生不利的影 响,以及通过“恒力炼化2000万吨/年炼化一体化项目”2018年四季度投产后带来PTA主要原料对二甲苯采购成本的下降等盈利的途径及措施后,预计未来可实现盈利,但未来产品市场变化仍然存在不确定性。因此,本次评估确定采用资产基础法的评估结果作为恒力投资的最终评估价值。即:截至2016年12月31日,在持续经营的假设条件下,恒力投资股东全部权益的市场价值为人民币831,702.75万元。

综上,本次评估确定采用资产基础法的评估结果作为恒力投资股东全部权益最终评估价值是合理和谨慎的。

三、本次交易业绩承诺情况

根据《重组管理办法》的规定,本次交易不强制交易对方对标的资产的未来净利润进行承诺,交易对方范红卫、恒能投资出于充分保护上市公司及中小股东

利益的考虑，自愿对标的资产恒力投资未来净利润进行承诺，并承诺在净利润不能实现的情况下以现金方式补足。

根据《利润补偿协议》及其补充协议，范红卫、恒能投资承诺恒力投资 2017 年、2018 年及 2019 年净利润预测数分别不低于 60,000.00 万元、80,000.00 万元及 100,000.00 万元。恒力投资为本次交易业绩承诺核算主体。范红卫、恒能投资对恒力投资在利润补偿期间各年累计实际净利润数与累计净利润预测数的差额部分以现金形式对恒力股份进行足额补偿，为未来产品市场变化的不确定性提供了有效的保障，也有效地保护了中小股东的利益，同时也提振了投资者对上市公司的信心，不存在规避大股东以股份作为业绩补偿的情形。

四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：本次对恒力投资采用资产基础法、收益法评估结果及增值是合理的。本次评估确定采用资产基础法的评估结果作为恒力投资股东全部权益最终评估价值是合理和谨慎的。恒力投资为本次交易业绩承诺核算主体，范红卫、恒能投资自愿对恒力投资在利润补偿期间各年累计实际净利润数与各年累计净利润预测数的差额部分以现金形式对恒力股份进行足额补偿，为未来产品市场变化的不确定性提供了有效的保障，也有效地保护了中小股东的利益，同时也提振了投资者对上市公司的信心，不存在规避大股东以股份作为业绩补偿的情形。

问题 14: 申请材料显示, 恒力投资 100%股权、收益法的评估价值分别为 839, 700.00 万元。请你公司 1) 以列表形式补充披露恒力投资收益法评估中, 企业自由现金流的计算情况。2) 结合恒力报告期内财务数据情况, 补充披露上述企业自由现金流的计算依据以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复:

一、恒力投资未来自由现金流计算情况

本次采用收益法评估预测的企业自由现金流计算情况如下 (单位: 万元):

序号	项目	2017	2018	2019	2020	2021	稳定期
		预测数	预测数	预测数	预测数	预测数	预测数
1	营业收入	3,341,514.17	3,824,753.41	4,099,193.29	4,316,522.92	4,486,886.74	4,599,058.91
2	营业成本	3,081,630.20	3,529,018.80	3,774,725.95	3,981,455.76	4,165,187.01	4,269,316.68
3	税金及附加	3,566.90	8,820.97	10,587.57	9,763.04	9,519.91	9,757.91
4	销售费用	53,414.17	61,204.15	65,934.19	69,682.58	72,463.85	74,275.45
5	管理费用	19,384.49	20,037.77	20,627.10	21,246.37	21,908.62	22,456.33
6	财务费用	124,022.40	125,974.04	127,788.21	128,913.81	130,138.88	133,392.35
7	利润总额	59,496.01	79,697.69	99,530.26	105,461.36	87,668.49	89,860.20
8	减：以前年度可弥补亏损	294,933.36	235,437.35	155,739.66	56,209.39	-	-
9	应纳税所得额	-235,437.35	-155,739.66	-56,209.39	49,251.97	87,668.49	89,860.20
10	所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
11	减：所得税费用	-	-	-	12,312.99	21,917.12	22,465.05
12	净利润	59,496.01	79,697.69	99,530.26	93,148.37	65,751.36	67,395.15
13	加：税后利息	88,386.26	89,675.83	90,633.19	90,988.16	91,442.79	93,728.86
14	加：折旧摊销	88,826.49	88,826.49	88,826.49	88,826.49	88,826.49	88,826.49
15	减：资本性支出	13,323.68	17,389.01	21,454.34	25,519.66	29,584.99	88,826.49
16	减：营运资金增加	55,954.30	60,690.70	39,706.76	16,299.72	12,777.29	8,412.91
17	加：基准日可抵扣进项税	55,369.66	18,346.74	-	-	-	-
18	净现金流	222,800.44	198,467.04	217,828.85	231,143.63	203,658.36	152,711.09

二、未来自由现金流量预测依据及合理性

(一) 企业自由现金流的预测计算公式:

企业自由现金流 = 净利润+利息支出×(1-所得税率) + 折旧及摊销-一年资本性支出-一年营运资金增加额

(二) 净利润的预测计算公式:

净利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用-所得税。

1、营业收入预测

(1) 恒力石化—PTA 收入及其他业务收入

于评估基准日, 恒力石化持有年产能 660 万吨的三条 PTA 生产线, 其中 2012 年建成投产 2 条线, 2015 年建成投产 1 条线。前二年 PTA 的产能、产量、销量、销售单位如下:

产能、产量及产能利用率

项目	2016 年			2015 年		
	产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能利用率	产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能利用率
PTA	660.00	673.23	102.01%	623.33	647.49	103.88%

产量、销量及产销率

项目	2016 年			2015 年		
	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产销率	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产销率
PTA	673.23	678.08	100.72%	647.49	633.86	97.90%

注: 上述销量不包含外购 PTA 销售
平均销售单价

项目	2016 年		2015 年	
	收入 (亿元)	单价 (元/吨)	收入 (亿元)	单价 (元/吨)
PTA	290.87	3,956.29	283.12	4,015.03

近 10 年 PTA 售价曲线图



对于 PTA 产量，恒力投资加强日常生产管理，有效维护设备运行，缩短设备检修时间，在设计产能运行指标范围内企业预计实际产量可提高到 700 万吨/年。

对于 PTA 价格，从上表 PTA 售价曲线图看，报告期内的市场价格处于近年来低点，2017 年价格回升，恒力投资参考 PTA 历史售价变动趋势及对未来市场价格的判断，预计 2017 年的平均价格可达 4760 元/吨（不含税），以后每年考虑预测一定的涨幅。预测未来营业收入见下表：

产品名称	项目内容	计量单位	未来预测数据				
			2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
PTA	数量	万吨	680.00	690.00	700.00	700.00	700.00
	单价	元/吨	4,760.00	5,378.80	5,712.29	6,037.89	6,279.40
	营业收入	万元	3,236,800.00	3,711,372.00	3,998,599.92	4,226,520.12	4,395,580.92
其他业务收入		万元	1,120.00	1,120.00	1,120.00	1,120.00	1,120.00

恒力投资除 PTA 产品销售收入外，每年还有部分其他业务收入，业务内容涉及向关联方出售材料收入，征收外单位轮船的码头停泊费以及对外销售的 PTA 废品（水池料）。向关联方出售材料的售价与成本相匹配，基本没有差价因此未来不考虑该项收入与成本。2015 年、2016 年 1-4 月向外单位轮船征收的拖轮费收入，之后企业不再有拖轮费收入。向外单位轮船征收的码头停泊费每月 10 万左右。每年进料加工二甲酸产生的废品（水池料）销售约 1000 万元。

（2）恒力混凝土—混凝土收入

恒力投资之子公司恒力混凝土生产的混凝土主要供应长兴岛企业建设用，混凝土售价执行市场价格。截至 2016 年 12 月 31 日，恒力混凝土现有产能 1 万方/日混凝土搅拌能力，2014 年-2016 年平均销售 4.93 万方混凝土，混凝土需求量较以前年度有较大幅度增长，之后将趋于平缓，生产销售将与历史水平趋同。混

凝土销售价格近年来波动不大，未来售价预测在考虑通胀因素情况下参考历史平均售价确定。预测未来混凝土收入见下表：

产品名称	项目内容	计量单位	未来预测数据				
			2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
混凝土	数量	万立方	100	100	50	10	5
	单价	元/立方米	351.72	362.27	373.14	384.34	395.87
	营业收入	万元	35,172.18	36,227.35	18,657.08	3,843.36	1,979.33

(3) 恒力海运—运输收入

恒力石化之子公司恒力海运拥有 10 条载重量各为 1.5 万吨的散料运输船，主要为恒力石化提供 PTA 销售的水路运输服务。企业从 2014 年起陆续购置轮船，至 2016 年达到 10 条运输轮船，因此 2016 年营业收入高于 2015 年。根据恒力石化未来年度每年预测的 PTA 销售量预测运量，2017 年的运费单价参考目前的市场价格确定，未来年度考虑一定的增幅确定，确定未来年度营业收入。预测未来运输收入见下表：

收入项目	项目内容	计量单位	未来预测数据				
			2017	2018	2019	2020	2021
运费	运输量	万吨	532.86	540.58	540.58	540.58	540.58
	单价	元/吨	37.84	39.73	41.72	43.38	44.69
	营业收入	万元	20,162.19	21,477.12	22,550.97	23,453.01	24,156.60

(4) 恒力石化（香港）—贸易收入

恒力石化之子公司恒力石化（香港）是要从事与 PTA 相关的贸易业务。未来恒力投资仍按目前管理模式确定恒力石化（香港）收益水平。因此收入、成本预测持平且不再单独预测管理费用。对于恒力石化（香港）未来收入主要参考历史境外来料加工业务量确定。预测未来 PTA 贸易收入见下表：

收入项目	项目内容	计量单位	未来预测数据				
			2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
PTA	销售量	万吨	10.20	10.20	10.20	10.20	10.20
	单价	元/吨	4,760.00	5,378.80	5,712.29	6,037.89	6,279.40
	营业收入	万元	48,552.00	54,863.76	58,265.31	61,586.44	64,049.89
	营业成本	万元	48,552.00	54,863.76	58,265.31	61,586.44	64,049.89

2、主营业务成本预测

(1) 恒力石化—PTA 成本

恒力石化 PTA 生产成本构成为材料费、人工费、制造费用、辅助费用。其中 90%左右是对二甲苯原料成本，其他辅料、人员酬金及制造费用成本占 10%左右。

每生产一吨 PTA 产品对二甲苯耗用量约为 0.655 吨左右。对二甲苯是大宗交易产品，市场交易价格透明。未来成本预测按产品定额耗用量，以未来销量为基数，参考历史售价变动趋势及对未来市场价格确定。

近 10 年对二甲苯售价曲线图：



预测未来 PTA 营业成本见下表：

成本项目	项目内容	计量单位	未来预测数据				
			2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
PTA	PTA 销售量	万吨	680	690	700	700	700
	单位消耗成本	元/吨	3,968.87	4,484.82	4,780.82	5,089.18	5,323.28
	计算公式	单位消耗成本= 对二甲苯单价*0.655 营业成本=单位消耗成本* PTA 销售量					
	营业成本	万元	2,998,699.49	3,438,361.76	3,690,413.83	3,902,251.52	4,084,331.09
其他业务成本		万元	510.76	510.76	510.76	510.76	510.76

恒力石化其他业务成本--出售进料加工二甲酸产生的废品（水池料），由于产品不再出口境外，因此海关成本在此核算。预测未来其他业务收入—停泊费，不发生成本（码头成本在主营业务成本核算），未来也不考虑支出。

（2）恒力混凝土—混凝土成本

混凝土的成本构成：材料费、人工费、制造费用。其中原辅材料为黄沙、石子、水泥、粉煤灰、矿粉、外加剂等。

1) 材料费：按混凝土各类材料的定额耗用量，参考各类材料的历史售价变动趋势及对未来市场价格确定单位材料耗用成本。以未来销量为基数，确定未来混凝土材料成本。

2) 人员薪酬：2017 年下半年—2019 年上半年考虑“恒力炼化 2000 万吨/年炼化一体化项目”建设，混凝土需求量较以前年度有较大幅度增长，因此，2017-2019 年人员薪酬较 2016 年有较大幅度增涨，之后将趋于平缓。因此 2017-2019 年人工费用预测主要参考 2012 年恒力石化项目建设规模时的人员数量，工资水平以 2016 年为基数并考虑一定的增幅确定。之后随生产量的下降减少人员数据，但工资水平仍然考虑 5%的增长。

3) 制造费用：主要费用构成为人员工资、折旧、水电费，机物料、油耗、办公费、劳保费、车辆保险费等。

①人员工资：以基准日人员数据为基数，参照上年人员薪酬水平每年考虑 5%的增幅。后期考虑产量的下降导致人员有一定的减少。

②折旧：以基准日固定资产原值，按企业会计折旧年限及残值率，并参考企业上年折旧额确定。

③ 其他费用：参照历史平均水平并考虑一定的增长确定。

(3) 恒力海运—运输成本

恒力海运 2016 年 10 条运船全部投入营运，主要成本构成：人员薪酬、折旧费、修理费、保险费、劳保费、机物料、柴油、180 重油、船舶租赁费。

恒力海运收入占恒力投资（合并）收入比率较小，因此，预测未来运输成本按 2016 年营业成本占营业收入比例*预测的未来运输收入确定。

(4) 恒力石化（香港）—贸易成本

以预测的贸易营业收入销售量为基础，按 PTA 预测的售价确定。

3、营业税金及附加预测

根据预测的未来销售收入，按目前企业执行的增值税税率确定销项税。以预测的未来营业成本为基数，参照历史可抵扣进项税额比例确定进项税，其中恒力混凝土执行简易征收增值税，因此，营业成本中的进项税不能抵扣。按预测计算的销项税与进项税的差额作为缴纳流转税的基数确定城市维护建设税、教育费附加及地方教育费附加。其中城市维护建设税为 7%，教育费附加为 3%，地方教育费附加 2%。

除上述税费外，根据国家相关规定企业还需要交纳以下相关税费：

序号	税种	未来税费支出的预测方法
1	房产税	按上年实际缴纳的税金预测

2	土地使用税	
3	印花税	
4	车船使用税	
5	资源税	按预测的混凝土销量*1.4元/吨（目前执行价）

4、销售费用预测

企业的销售费用包括：职工工资及福利、运输费、差旅费、业务费、办公费、港口费等。

对于销售费用，均以报告期销售人员与当期营业收入比例为基础，结合预测未来的营业收入确定。其中混凝土产品直接供应给恒力石化，历史上均没有销售费用发生，未来产品也主要供给恒力石化，因此，恒力混凝土不预测销售费用支出。

5、管理费用预测

企业的管理费用包括：员工薪酬、办公费、业务招待费、差旅及交通费、折旧及摊销费、中介服务费、绿化费、环保费等其他费用。

(1) 员工薪酬：以基准日人员数据为基数，参照上年人员薪酬水平考虑 5% 的增幅预测。2019 年后恒力混凝土减产，员工考虑了相应的减少。

(2) 对于业务招待费，未来预测以报告期公司经费与当期营业收入比例为基础，结合预测未来的主营业务收入确定。

(3) 对于折旧及摊销费，以基准日固定资产原值，按企业会计折旧年限及残值率，并参考企业上年折旧及摊销额确定。

(4) 对于办公费、差旅及交通费、中介服务费、绿化费、环保费等其他费用，根据历史费用支出情并考虑一定的增长确定。

6、财务费用预测

企业的财务费用主要包括利息支出、利息收入、票据贴现及信用证费用、汇兑损益、手续费等费用。利息支出预测以 2016 年企业实际支付的长、短期贷款实际利率确定。票据贴现及信用证费用，以及手续费预测参照历史水平预测，未来不考虑利息收入和汇兑损益。

7、企业所得税预测

企业（含所属子公司）目前执行的企业所得税率均为 25%，未来预测仍按 25% 考虑企业所得税率。截止基准日企业尚有以前年度可抵扣亏损金额 294,216.84 元，因此，未来预测的经营利润在抵扣完历史亏损后再考虑按 25% 计算所得税费

用。

8、折旧及摊销的预测

参照企业目前执行的会计折旧及摊销政策，中同华对资产分类确定未来的折旧/摊销额，折旧年限如下：

资产类型	账面原值（万元）	折旧/ 摊销年限	残值率%	年折旧/摊销额（万元）
机器设备	1,153,985.30	10/20	4.50—9.00	52,383.69
运输设备	11,641.71	5	19.00	1,892.60
通用设备	9,484.43	3/5	19.00—31.67	386.06
房屋及建筑物	574,839.73	20/30	3.17—4.75	22,785.63
船舶	49,398.54	25	轻吨*预计废钢价	1,449.49
无形资产	142,211.31	10/50	3.17	4,687.72
长期待摊费用-催化剂	3,500.35	2		5,000.00
在建工程	5,189.21	20	7	241.30

9、资本性支出预测

资本性支出是为了保证企业生产经营可以正常发展的情况下，企业每年需要进行的资本性支出。中同华根据企业生产设备的运营及其维修管理的情况，以及企业日常生产的房屋维修情况，参考行业特点及企业经营现状后，认为企业的资本性支出主要是考虑用于维持现有生产能力方面的支出。

维持现有生产能力方面的支出主要考虑目前企业在用固定资产的到期更新支出。在未来有限年期内预测更新资本性支出主要考虑现有资产运维状况，报告期投入情况，资产类型的不同确定，稳定期预测考虑维持永续再生产的需要，更新资本性支出等于折旧及摊销金额。

10、营运资金增加预测

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、应收账款等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金以及正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。营运资金的预测，一般根据企业最近几年每年营运资金占用占营业收入的比例进行分析和判断。本次评估，通过对企业最近几年营运资金与营业收入

入比例的分析判断，结合报告期内企业存货情况、应收账款情况、应付账款周转情况，确定未来年度营运资金与营业收入的比例，从而预测未来年度的营运资金，并以此确定营运资金的增加额。

营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金。

综上所述，恒力投资自由现金流的计算依据充分，预测结果合理。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：本次评估，恒力投资自由现金流的计算依据充分，预测结果合理。

问题 15: 申请材料显示 1) 范红卫、恒能投资承诺恒力投资 2017 年、2018 年及 2019 年扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润预测数分别不低于 60,000 万元、80,000 万元及 100,000 万元。2) 2015 年及 2016 年, 标的公司恒力投资连续亏损, 且分配利润为负。请你公司 1) 补充披露恒力投资截至目前的业绩实现情况。2) 结合恒力投资报告期内连续亏损、未分配利润为大额负数的情形等, 量化分析并补充披露上述业绩承诺的可实现性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复:

一、补充披露恒力投资截至目前的业绩实现情况

随着 2017 年季度 PTA 行业景气度回升, 行业整体盈利能力不断增强, 根据恒逸石化和荣盛石化 2017 年 1 季度财务报告, 恒逸石化和荣盛石化 2017 年 1 季度分别实现净利润 4.50 亿元和 6.21 亿元, 较 2016 年 1 季度分别增长 196.89% 和 311.47%。

2017 年 1-4 月, 恒力投资盈利水平实现较快增长, 根据未审计财务报表(合并口径), 恒力投资实现营业收入 92.42 亿元, 归属于母公司股东的净利润 3.49 亿元, 其中营业利润 1.70 亿元, 营业外收入 1.76 亿元, 营业外收入主要为收到的政府补助。随着恒力投资生产、经营精细化管理和外汇管理的进一步加强, 恒力投资 2017 年预计能够实现业绩承诺。

二、结合恒力投资报告期内连续亏损、未分配利润为大额负数的情形等, 量化分析并补充披露上述业绩承诺的可实现性

随着下游聚酯纤维行业盈利状况的大幅改善, PTA 作为纺织行业的主要原材料, PTA 生产厂商的盈利能力不断增强, 恒力投资作为国内主要的 PTA 生产厂商, 未来盈利实现途径将体现在如下几个方面:

1、PTA 产品价格上升, 产品毛利率将增长。随着下游聚酯纤维行业盈利情况的大幅改善以及国内纺织行业整体景气度上升, 对 PTA 产品需求增强, 由于 PTA 行业的集中度较高, PTA 产品主要生产厂商的盈利状况将得到提升, 恒力石化秉承品质至上、品质致胜的经营理念, 产品质量获得客户的高度认可, 凭借良好的产品品质与国内主要聚酯纤维生产厂商建立了长期良好的合作关系。2015 年和 2016 年, 恒力石化毛利率为 4.39% 和 4.21%, 预期 2017 年 PTA 产品销售价格将较 2016

年呈现一定幅度的提升。根据相关研究报告，2017年下游聚酯的产能新增约327万吨，增加对PTA需求约255万吨，需求增速达到7%左右，而同期PTA产能预计增速为5%以下，聚酯新增产能将增加对PTA的需求量。根据Wind资讯统计数据，国内PTA产品参考标杆中石化PTA 2017年1-4月合同结算均价较2016年度增长13.97%，而同期对二甲苯均价较2016年度增长10.26%，PTA与对二甲苯价差的扩大将使得PTA主要生产厂商的盈利能力进一步增强，作为国内主要PTA生产厂商的恒力投资的毛利率水平将上升。

2、实现精细化管理，减少生产成本和期间费用。恒力投资在提升产品品质的同时，加快包括成本控制在内的精细化管理进程，利用信息技术等手段加强人员、物质等方面的管理，并通过技术更新改造以及研发创新降低能耗、材料单耗，进而使得企业的生产成本和期间费用实现最大化的节约。2016年和2015年，可比上市公司期间费用率（不含财务费用）分别为2.37%和2.78%，2016年较2015年减少0.41个百分点，降幅为14.75%。2016年和2015年恒力投资期间费用率（不含财务费用）分别为2.07%和2.20%，2016年度较2015年度减少0.13个百分点，减少幅度为5.91%。

3、减少美元借款规模和控制信用证规模，进而实现汇兑损失的较大幅度减少。由于项目建设以及日常经营的资金需求，恒力投资向银行申请美元借款以及开具美元信用证，2016年末和2015年末，恒力投资美元借款余额分别为75,279.79万美元和125,342.24万美元，美元信用证余额为33,658.31万美元和17,762.39万美元，由于人民币汇率改革以及国际外汇市场波动，人民币呈现贬值趋势，人民币汇率从2015年初的6.1190上升至2015年末的6.4936，贬值幅度为6.12%，2015年末的6.4936上升至2016年末的6.9370，贬值幅度为6.83%，导致2015年和2016年恒力投资产生汇兑净损失68,323.11万元和55,325.38万元。恒力投资已陆续开始偿还美元借款，2017年1-4月已归还美元借款3.13亿美元，预计在2017年2-3季度仍将偿还美元借款3亿美元左右。届时恒力投资的美元借款规模将大幅下降，同时恒力投资将控制美元信用证的规模，预计2017年度及以后年度的汇兑损失将实现较大幅度的减少。

4、炼化项目投产实现原料直供将大幅减少成本费用。现阶段恒力石化对外采购对二甲苯的采购价格中包含100元-150元不等的运输费用，进口对二甲苯还

需支付2%左右的关税等其他费用。按照目前恒力石化660万吨PTA产能所对应的对二甲苯需求量及60%的国外采购额计算，仅考虑关税成本一项，炼化项目投产后将直接减少恒力投资约3亿元的成本费用。2018年四季度，恒力炼化项目将实现试生产，预计在2019年一季度实现达产。项目达产后将生产450万吨对二甲苯，由于厂区相邻可以直接通过管道将对二甲苯输送给恒力石化供其生产PTA产品，恒力石化将按照市场公允价格支付货款，但是管道输送方式较传统的船舶运输方式可以大幅度减少运输费及损耗，且不会被征收关税等海关费用，将有助于减少恒力石化成本费用水平，极大增强恒力石化的业绩。

5、加大其他业务板块投入，实现业务多样化发展局面。恒力投资除持有恒力石化股权外，还持有恒力混凝土以及恒力储运100%股权，恒力石化持有恒力海运100%。大连长兴岛工业区为国家级石化产业区，随着岛内企业基础建设投入加大，对混凝土的需求增强，恒力混凝土预计将迎来较大发展机遇，提升恒力投资整体业绩水平。

6、政府补助将增厚恒力投资业绩。根据与地方政府签署的投资合作协议书，恒力投资将持续享受税收返还等扶持政策，企业一般在收到政府补助款项时进行会计处理，根据补助性质计入当期损益或其他，这会增厚恒力投资当期的业绩。

综上，恒力投资利用PTA产品价格上涨的市场行情，凭借良好的产品品质与国内主要聚酯纤维生产企业建立长期良好的合作关联，利用多种手段实现精细化管理，加强成本费用管理，同时加大其他业务板块投入，实现多样化经营。同时随着炼化项目的投产，将直接供应恒力石化生产所需的对二甲苯，有效减少运费、关税等费用。通过前述多途径实现恒力投资的业绩，提升盈利能力。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：恒力投资利用PTA产品价格修复行情，凭借良好的产品品质与国内主要聚酯纤维生产企业建立长期良好的合作关系，利用多种手段实现精细化管理，加强成本费用管理，同时加大其他业务板块投入，实现多样化经营。同时随着炼化项目的投产，将直接供应恒力石化生产所需的对二甲苯，有效减少运费、关税等费用。通过前述多途径实现恒力投资的业绩，提升盈利能力。

问题 21: 请你公司补充披露 1) 本次交易仅采取资产基础法对恒力炼化进行评估的原因以及合理性, 并说明是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的相关规定。2) 收购恒力炼化时未设置业绩补偿的原因以及合理性, 是否有利于保护中小投资者的权益。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复:

一、评估方法的选择的原因及合理性

1、评估方法的种类及选用条件

企业价值评估的基本方法包括收益法、市场法和资产基础法。收益法适用的前提条件是: (1) 被评估对象的未来预期收益可以预测并可以用货币衡量; (2) 资产所有者获得预期收益所承担的风险也可以预测并可以用货币衡量; (3) 被评估对象预期获利年限可以预测。

市场法适用的前提条件是: (1) 存在一个活跃的公开市场且市场数据比较充分; (2) 公开市场上有可比的交易案例。

资产基础法适用的前提条件是: (1) 被评估对象处于继续使用状态或被假定处于继续使用状态; (2) 能够确定被评估对象具有预期获利潜力; (3) 具备可利用的历史资料。

2、评估方法的选取

恒力炼化经审计后的资产账面价值为 352,782.75 万元, 负债为 62,617.75 万元, 净资产为 290,165.00 万元。截至 2016 年 12 月 31 日, 在持续经营假设条件下, 采用资产基础法确定的恒力炼化股东全部权益价值为 320,703.52 万元, 比净资产增值 30,538.52 万元, 增值率为 10.52%。

恒力炼化项目总投资 5,215,426 万元, 现处于项目建设初期, 截至 2016 年 12 月 31 日完成投资 190,105 万元, 占总投资比例 3.65%, 尚未形成有效的获利资产或资产包, 不适用收益法评估。采用市场法评估的前提条件是存在一个活跃的公开市场, 且市场数据比较充分, 在公开市场上有可比的交易案例。现阶段难于收集到足够的同类企业产权交易案例, 因此, 不宜采用市场法。

恒力炼化有完备的财务资料和资产管理资料, 具备可利用的历史资料, 资产的再取得成本的有关数据和信息来源较广, 因此, 本次评估采用资产基础法进行评估。

综上，根据中国证监会 2015 年 5 月发布的《会计监管风险提示第 5 号——上市公司股权交易资产评估》相关规定，对股权进行评估时，应逐一分析资产基础法、收益法和市场法等 3 种基本评估方法的适用性。在持续经营前提下，原则上应当采用两种以上方法进行评估。除被评估企业不满足其中某两种方法的适用条件外，应合理采用两种或两种以上方法进行评估。如果只采用了一种评估方法，应当有充分依据并详细论证不能采用其他方法进行评估的理由。恒力炼化正处于项目建设初级阶段，没有可以参考的历史和市场数据，盈利预测采用企业规划数据或可行性研究报告数据，收益法适用理由不充分。而且现阶段难于收集到足够的同类企业产权交易案例不宜采用市场法。因此，采取资产基础法对恒力炼化股东全部权益进行评估是合理和谨慎的，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的相关规定。

二、收购恒力炼化时未设置业绩补偿的原因以及合理性

根据《重组管理办法》的规定，采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后 3 年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。由于恒力炼化处于项目建设初期，未来预期收益及风险具有不确定性，因此本次交易按照资产基础法进行评估。根据《重组管理办法》的规定，不强制交易对方对标的资产的未来净利润进行承诺。本次交易以资产基础法定价，增值幅度较低，交易作价已客观反映了标的资产的市场价值，不存在损害上市公司利益的情形，有利于保护中小投资者的权益。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：恒力炼化正处于项目建设阶段，尚未形成有效的获利资产或资产包，不适用收益法评估。而且现阶段难于收集到足够的同类企业产权交易案例，因此，不宜采用市场法。采取资产基础法对恒力炼化股东全部权益进行评估是合理和谨慎的，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的相关规定。由于恒力炼化处于项目建设期，交易对方未设置业绩补偿措施符合相关法规规定。本次交易以资产基础法定价，增值幅度较低，交易作价已客观反映

了标的资产的市场价值，不存在损害上市公司利益的情形，有利于保护中小投资者的权益利益。

【本页无正文，为《北京中同华资产评估有限公司关于恒力石化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一次反馈意见的回复》之盖章页】

北京中同华资产评估有限公司

2017年6月24日