



上海凯鑫分离技术股份有限公司

(中国(上海)自由贸易试验区张江路 665 号三层)

关于对上海凯鑫分离技术股份有限公司 创业板上市委审议意见的 落实函的回复

保荐机构(主承销商)



长江证券承销保荐有限公司
CHANGJIANG FINANCING SERVICES CO., LIMITED

二〇二〇年八月

深圳证券交易所：

根据贵所出具的《关于创业板上市委审议意见的落实函》（审核函〔2020〕010280 号）的要求，上海凯鑫分离技术股份有限公司（以下简称“上海凯鑫”、“发行人”或“公司”）、本次首次公开发行股票并在创业板上市的保荐机构长江证券承销保荐有限公司（以下简称“保荐机构”）、申报会计师大华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“申报会计师”）就有关问题进行了进一步核查，并出具本落实函回复。

如无特别说明，本落实函回复中的简称或名词释义与《上海凯鑫分离技术股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书（注册稿）》（以下简称“招股说明书”）一致。

1、请发行人提供雅泰生物的估值报告，并在招股说明书中补充披露雅泰生物基本情况，对雅泰生物的投资在2019年12月31日的公允价值，若其按公允价值计量对发行人财务报表的影响。请保荐人、申报会计师发表明确意见。

回复如下：

一、发行人所持雅泰生物股权的估值报告

根据发行人出具的《上海凯鑫分离技术股份有限公司关于所持宜宾雅泰生物科技有限公司16.75%股权的估值报告》，其主要内容如下：

（一）估值对象及估值方法的选取

1、估值对象

本次估值对象为公司持有的雅泰生物16.75%的股权。

2、估值基准日

本次估值的基准日为2019年12月31日。

3、估值方法的选取

公司分别对市场法、收益法、资产基础法三种估值方法的适用性进行了分析判断，并采用市场法对雅泰生物全部股权的价值进行估值，再根据公司持有雅泰生物的股权比例，计算得出公司持有的雅泰生物股权的价值。

（1）收益法适用性分析

从所有者角度进行被评估单位所有者全部权益价值的评估，是把由多个或多种单项资产组成的资产综合体所具有的整体获利能力作为评估对象，据此来判断被评估单位所有者全部权益价值。

公司仅持有雅泰生物 16.75%的股权，对其生产经营无法进行控制或者产生重大影响，无法对其未来的盈利情况作出合理预计。因此，公司认为对雅泰生物股权价值的估值不宜采用收益法。

（2）资产基础法适用性分析

资产基础法是指在合理评估企业各分项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估思路，即将构成企业的各种要素资产的评估值加总减去负债评估值求得企业股东权益价值的方法。

资产基础法是以资产或生产要素的重置为价值标准，且仅对各单项有形资产和可确指的无形资产进行评估，但不能完全体现各个单项资产组合对企业价值的贡献，也不能完全衡量各单项资产间的互相匹配和有机组合因素可能产生出来的整合效应。同时，雅泰生物拥有的各类资质、服务、管理团队等人力资源及商誉等无形资产难以在资产基础法中逐一计量和量化反映。此外，公司仅持有雅泰生物 16.75%的股权，对其生产经营无法进行控制或者产生重大影响，亦难以获取采用资产基础法进行估值所需的详细资料。因此，公司对雅泰生物股权价值的估值未采用资产基础法。

（3）市场法适用性分析

市场法是指将评估对象与参考企业、在市场上已有交易案例的企业、股东权益、证券等权益性资产进行比较以确定评估对象价值的评估思路，反映了企业各项资产的综合能力及综合价值。这种能力和价值是企业所有环境因素和内部条件共同作用的结果。市场法评估结果不仅与企业账面反映的资产存在关联，也体现了企业具备的管理能力、创新能力、客户关系、声誉等综合因素形成的各种资产的价值。市场法中常用的两种方法是交易案例比较法和上市公司比较法。

目前国内证券市场暂时没有和雅泰生物从事相同业务的上市公司，且雅泰生物为非上市公司，故本次估值选择交易案例比较法。

综上所述，本次对雅泰生物的全部股权价值的估值采用市场法中的交易案例比较法进行。

（二）雅泰生物主要情况

1、基本情况

雅泰生物的基本情况如下表所示：

公司名称	宜宾雅泰生物科技有限公司
------	--------------

成立日期	2014 年 6 月 25 日	
法定代表人	邓传东	
注册资本	6,500.00 万元人民币	
实收资本	6,500.00 万元人民币	
注册地址	四川省宜宾市叙州区莱茵河畔月光半岛独幢商业 1 幢	
主要生产经营地址	四川省宜宾市叙州区莱茵河畔月光半岛独幢商业 1 幢	
股权结构	股东名称	认缴出资比例
	唐孝兵	37.63%
	宜宾丝丽雅集团有限公司	20.00%
	上海凯鑫分离技术股份有限公司	16.75%
	莫世清	10.10%
	宜宾信雅股份有限公司	8.42%
	上海利是投资管理有限公司	7.10%
	合计	100.00%

2、业务情况

（1）主营业务及主要产品情况

雅泰生物的主营业务为生产及销售饲料添加剂及半纤维素等产品，具体产品情况如下：

低聚木糖：又称木寡糖，是一种由 2-7 个木糖分子通过 β -1,4 糖苷键连接而成的功能性聚合糖。它可以选择性地促进肠道双歧杆菌、乳酸杆菌等有益菌的增殖活性，是一种“超强双歧因子”。其双歧因子功能是其它聚合糖类的 10-20 倍。可提高动物免疫力，是抗生素的理想替代品。目前已广泛应用于养殖、饲料、兽药等领域。

膳食纤维：是指不能被动物消化道酵素分解的多糖类及木质素，被学界称为除蛋白质、脂肪、碳水化合物、维生素、矿物质、水等六大营养素之外的“第七大营养素”，主要应用于母（仔）猪调节肠道防止便秘等。

半纤维素：是低聚木糖、木糖等功能性糖的优质生产原料。

（2）所属行业

根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引（2012年修订）》，雅泰生物属于农副食品加工业（C13）。

根据Wind行业分类标准，雅泰生物属于“食品加工与肉类”行业。

3、主要财务数据

雅泰生物最近两年经审计的主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2019.12.31 /2019 年度	2018.12.31 /2018 年度
总资产	10,992.42	9,913.01
净资产	7,622.91	6,986.32
营业收入	5,398.34	4,796.99
净利润	2,456.59	1,415.94

（三）估值过程及结果

1、估值步骤

（1）明确雅泰生物的基本情况，如：企业性质、业务范围、营业规模、资产及盈利状况等。

（2）通过公开渠道搜索雅泰生物同行业公司被收购少数股权但不构成控制权变更的案例。

（3）参考相关案例中标的公司交易时的市盈率水平，用以计算雅泰生物股权价值的市盈率。

（4）根据用以计算雅泰生物股权价值的市盈率与雅泰生物的净利润，计算出雅泰生物全部股权的价值。

（5）根据计算得出的雅泰生物全部股权的价值，以及公司持有雅泰生物的股权比例，最终得出公司持有雅泰生物股权的价值。

2、交易案例的选择

（1）交易案例的选择方法

根据如下标准对 Wind 资讯中国并购库中的“并购事件”进行筛选：

- ①交易标的所属行业为“食品”；
- ②交易完成日期在 2019 年 10 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日之间；
- ③交易不会导致交易标的的控制权发生变更；
- ④剔除标的公司市盈率异常的案例。

（2）交易案例的选择结果

按照上述选择标准，筛选出的案例情况如下：

收购方	交易标的	交易完成日期	标的公司性质	标的公司代码
江苏盐业	百味斋 3.7%股权	2019-12-03	新三板公司	833410.OC
陈训银	雅琪生物 2%股权	2019-11-23	新三板公司	872169.OC
封全林	兴光可可 1.04%股权	2019-10-17	新三板公司	837256.OC

3、市盈率的估算

（1）交易案例的标的资产市盈率情况

收购方	交易标的	标的公司市盈率（倍）
江苏盐业	百味斋 3.7%股权	10.01
陈训银	雅琪生物 2%股权	8.04
封全林	兴光可可 1.04%股权	7.77
案例均值		8.61

（2）雅泰生物市盈率确定

上述交易案例标的公司均为新三板挂牌公司，而雅泰生物为非上市公司，亦非新三板挂牌公司，考虑到流动性溢价的影响，确定雅泰生物本次估值的市盈率为按照上述交易案例标的公司市盈率的平均值乘以 70%，即 6.03 倍。

5、估值结果

采用市场法市盈率估值模型确定的雅泰生物全部股权价值如下：

雅泰生物 2019 年度净利润（万元）	2,456.59
---------------------	----------

市盈率（倍）	6.03
雅泰生物全部股权价值（万元）	14,813.24

根据上述雅泰生物全部股权价值，以及公司持有雅泰生物的股权比例 16.75%，计算得出公司持有的雅泰生物 16.75%股权的价值为 2,481.22 万元。

二、雅泰生物基本情况及补充披露情况

关于雅泰生物的基本情况，发行人已在招股说明书“第五节 发行人基本情况”之“五、发行人控股子公司和参股公司情况”之“（五）雅泰生物”中予以了补充披露，具体情况如下：

1、基本情况

雅泰生物的基本情况如下表所示：

公司名称	宜宾雅泰生物科技有限公司	
成立日期	2014 年 6 月 25 日	
法定代表人	邓传东	
注册资本	6,500.00 万元人民币	
实收资本	6,500.00 万元人民币	
注册地址	四川省宜宾市叙州区莱茵河畔月光半岛独幢商业 1 幢	
主要生产经营地址	四川省宜宾市叙州区莱茵河畔月光半岛独幢商业 1 幢	
股权结构	股东名称	认缴出资比例
	唐孝兵	37.63%
	丝丽雅集团	20.00%
	上海凯鑫	16.75%
	莫世清	10.10%
	宜宾信雅股份有限公司	8.42%
	上海利是投资管理有限公司	7.10%
	合计	100.00%
主营业务及与发行人主营业务的关系	主营业务为生产及销售饲料添加剂及半纤维素等产品，与公司主营业务无关联关系	

2、主营业务及主要产品情况

雅泰生物的主营业务为生产及销售饲料添加剂及半纤维素等产品，具体情况如下：

低聚木糖：又称木寡糖，是一种由 2-7 个木糖分子通过 β -1,4 糖苷键连接而成的功能性聚合糖。它可以选择性地促进肠道双歧杆菌、乳酸杆菌等有益菌的增殖活性，是一种“超强双歧因子”。其双歧因子功能是其它聚合糖类的 10-20 倍。可提高动物免疫力，是抗生素的理想替代品。目前已广泛应用于养殖、饲料、兽药等领域。

膳食纤维：是指不能被动物消化道酵素分解的多糖类及木质素，被学界称为除蛋白质、脂肪、碳水化合物、维生素、矿物质、水等六大营养素之外的“第七大营养素”，主要应用于母（仔）猪调节肠道防止便秘等。

半纤维素：是低聚木糖、木糖等功能性糖的优质生产原料。

3、主要财务数据

雅泰生物最近两年经审计的主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2019.12.31 /2019 年度	2018.12.31 /2018 年度
总资产	10,992.42	9,913.01
净资产	7,622.91	6,986.32
营业收入	5,398.34	4,796.99
净利润	2,456.59	1,415.94

三、发行人对雅泰生物的投资在2019年12月31日的公允价值情况

根据发行人出具的估值报告，雅泰生物 16.75%股权于 2019 年 12 月 31 日采用市场法估值的结果为 2,481.22 万元。

（一）估值的敏感性分析

基于上述估值报告中市场法估值所选取的市盈率水平，我们在上下变动 10% 的范围内对估值结果进行了敏感性分析，具体情况如下：

项目	市盈率（倍）				
	5.43	5.73	6.03	6.33	6.63
变动比例	-10%	-5%	-	5%	10%
雅泰生物 2019 年度净利润(万元)	2,456.59				
雅泰生物全部股权价值（万元）	13,331.91	14,072.58	14,813.24	15,553.90	16,294.56
公司持有的雅泰生物 16.75%股权的价值（万元）	2,233.10	2,357.16	2,481.22	2,605.28	2,729.34
与其他权益工具投资 2019 年末余额的差异金额（万元）	1,144.10	1,268.16	1,392.22	1,516.28	1,640.34
差异金额占发行人 2019 年末总资产的比例	3.74%	4.15%	4.55%	4.96%	5.37%

由上表可见，市场法估值结果会随着选取的市盈率变化而变化，且其对估值结果的影响较大。

（二）公司未采用该估值报告结果计量其他权益工具投资的原因

发行人在对所持雅泰生物 16.75%股权进行会计处理时，未采用上述估值报告结果计量“其他权益工具投资”，主要基于以下方面考虑：

1、采用市场法中的“交易案例比较法”估值可以参考的样本案例较少；

2、食品行业新三板挂牌公司股权估值波动较大，如安徽富博医药化工股份有限公司、李云政于2020年8月1日完成收购同属食品行业的雪郎生物（830821.OC）18.58%股权，交易作价对应的标的公司市盈率为56.49倍，与上述样本估值差异很大；

3、雅泰生物为非上市公司，亦非新三板挂牌企业，股权流动性弱于新三板同行业公司，在估值过程中，对于流动性折价比例的估算具有一定的主观性。

综上，考虑到上述估值报告的估值过程本身具有局限性，公司未采用上述估值结果计量其所持的雅泰生物16.75%股权，在按照新金融工具准则将其从“可供出售金融资产”重分类至“其他权益工具投资”时，按照会计核算谨慎性的原则，仍然按照投资成本进行估计。

四、发行人对雅泰生物的投资若按公允价值计量对财务报表的影响

公司已在 2019 年按照新金融工具准则相关规定，将原计入“可供出售金融资产”的对雅泰生物投资，重分类至“其他权益工具投资”进行核算。

若将上述估值报告的结果作为公司持有的雅泰生物 16.75%股权的公允价值，则公司其他权益工具投资应为 2,481.22 万元，2019 年度应确认其他综合收益 1,392.22 万元，公司 2019 年 12 月 31 日总资产和净资产同时增加 1,392.22 万元，但对公司净利润等经营成果指标不会产生影响。

五、保荐机构及申报会计师的核查意见

保荐机构及申报会计师对发行人所持雅泰生物 16.75%股权的财务处理及本次编制的估值报告进行了核查。经核查，保荐机构及申报会计师认为：

1、2019 年发行人对雅泰生物的投资从“可供出售金融资产”科目调整到“其他权益工具投资”科目列示，符合新金融工具准则的规定。

2、上述估值报告分别对市场法、收益法、资产基础法三种估值方法的适用性进行了分析判断，并采用市场法对雅泰生物 16.75%股权的价值进行估值，估值结果为 2,481.22 万元；该估值结果与发行人“其他权益工具投资”期末余额 1,089.00 万元之间差额为 1,392.22 万元。

3、根据发行人提供的“其他权益工具投资”估值测算及其敏感性分析情况，若采用该估值结果，不会对发行人报告期末的财务状况构成重大不利影响，也不影响发行人净利润等经营成果指标，不会对本次发行构成实质性障碍。

4、发行人对所持雅泰生物 16.75%股权形成的“其他权益工具投资”按照投资成本来估计其账面余额，延续了新金融工具准则实施之前“可供出售金融资产”的账面余额，符合谨慎性原则。

关于发行人“其他权益工具投资”的具体情况和保荐机构及申报会计师的核查意见，发行人已在招股说明书“第八节 财务会计信息与管理层分析”之“十三、资产质量分析”之“（一）资产构成及变动分析”之“2、非流动资产构成及变动分析”之“（1）可供出售金融资产及其他权益工具投资”中予以了补充披露，具体情况如下：

报告期各期末，公司的可供出售金融资产和其他权益工具投资系对雅泰生物的股权投资，截至 2019 年末，公司持有雅泰生物 16.75%的股权。2019 年，公司根据最新的会计准则要求，将对雅泰生物的股权投资，列示于其他权益工具投资科目。

公司对市场法、收益法、资产基础法三种估值方法的适用性进行了分析判断，并采用市场法中的交易案例比较法对雅泰生物 16.75%股权的价值进行估值，估值结果为 2,481.22 万元。但考虑到在采用市场法中的交易案例比较法进行估值的过程中可参考的样本案例较少、交易案例估值市盈率波动较大、雅泰生物股权与交易案例股权流动性存在差异等因素，估值过程本身具有局限性，公司未采用上述估值结果计量其所持的雅泰生物 16.75%股权，在按照新金融工具准则将其从“可供出售金融资产”重分类至“其他权益工具投资”时，按照会计核算谨慎性的原则，仍然按照投资成本进行估计。

保荐机构及申报会计师认为：

①2019 年发行人对雅泰生物的投资从“可供出售金融资产”科目调整到“其他权益工具投资”科目列示，符合新金融工具准则的规定；

②发行人分别对市场法、收益法、资产基础法三种估值方法的适用性进行了分析判断，并采用市场法对雅泰生物 16.75%股权的价值进行估值，估值结果为 2,481.22 万元；该估值结果与发行人“其他权益工具投资”期末余额 1,089.00 万元之间差额为 1,392.22 万元；

③根据发行人提供的“其他权益工具投资”估值测算及其敏感性分析情况，若采用该估值结果，不会对发行人报告期末的财务状况构成重大不利影响，也不影响发行人净利润等经营成果指标，不会对本次发行构成实质性障碍；

④发行人对所持雅泰生物 16.75%股权形成的“其他权益工具投资”按照投资成本来估计其账面余额，延续了新金融工具准则实施之前“可供出售金融资产”的账面余额，符合谨慎性原则。

2、请发行人在招股说明书中补充披露发行人项目制业务模式的风险及应对措施。请保荐人发表明确意见。

回复如下：

一、项目制业务模式带来的业绩波动风险

关于公司项目制业务模式可能带来的业绩波动风险，发行人已在招股说明书“第四节 风险因素”之“二、经营风险”之“（七）项目制业务模式带来的业绩波动风险”中予以了补充披露，具体情况如下：

公司主要根据工业客户在工业流体分离、废水处理领域的差异化需求，依托众多自主研发的膜分离应用技术，向其提供定制化膜分离技术应用整体解决方案。由于不同行业、不同客户的生产工艺有所不同，其对于工业流体分离及废水处理的需求也存在差异，因此，公司一般采取项目制的形式开展业务。

但在项目制业务模式下，发行人营业收入易受到项目规模大小、实施难易程度、客户项目主体工程施工进度等因素的影响，出现一定的波动，由此可能会带来公司经营业绩出现波动。

二、项目制业务模式风险的应对措施

关于公司项目制业务模式的风险应对措施，发行人已在招股说明书“第六节 业务和技术”之“一、主营业务、主要产品或服务情况”之“（二）发行人主要经营模式”之“3、生产模式”中予以了补充披露，具体情况如下：

（1）生产组织模式

公司向工业客户提供量身定制的工业流体分离整体解决方案，实体上体现为膜分离系统集成装置。由于不同行业、不同客户对工业流体分离及废水处理的需求往往千差万别，因此，不同项目的方案设计、规模大小、实施周期均会存在较大差异，且产品定制化特点较为明显。为了满足不同客户的特定需求，公司一般采取项目制的方式为客户提供工业流体分离解决方案，并就每个项目组织项目组独立开展方案研究设计、工业化集成、指导安装调试等工作。

为了有效应对项目制业务模式可能带来的业绩波动风险，公司通过采取“纵向深耕、横向拓展”的发展战略，不断扩充项目资源，提高业务规模，以尽可能降低因此带来的业绩波动风险。

①深耕优质客户和优势行业

公司通过过硬的技术实力与优质的售前和售后服务，不断深耕优势行业和优质客户，深度介入客户主生产工艺，深入挖掘优质客户的潜在需求，帮助客户实现技术升级及效益提升，并与其形成长期的合作伙伴关系，从而不断做精、做细优势行业，确保公司业务能够保持持续、稳定增长。近年来，公司不仅围绕核心客户持续开发新业务，同时，也在不断拓展同行业中的其他客户，使其成为新的核心客户，从而努力实现“开发一个行业，就深耕一个行业”的目标。

②持续开发新行业及新应用领域

公司通过持续的膜分离技术研发，积极储备新技术和新工艺，努力开拓新的行业领域。近年来，公司在围绕传统优势行业不断发展外，又进一步开辟了石化、造纸等行业，并与中石化下属公司建立了项目合作关系；此外，在冶金、煤化工、盐化工等行业，公司也已积累了较多专利技术，形成了丰富的技术储备，为未来的业务开拓和订单落地打下坚实的基础。在开辟新行业和新客户以后，公司还会不断跟进客户新需求，从而又从“横向拓展”转变为“纵向深耕”。

③不断拓展国内、国际两个市场

除国内工业水处理市场以外，公司也在不断开辟海外新市场，目前公司已成功开发了马来西亚市场，与 Ramatex 建立了密切的合作关系，近些年 Ramatex 在我国、越南等地持续新建工厂扩大产能，公司也在持续为其提供整体解决方案；同时，公司也已经将海外业务拓展到非洲埃塞俄比亚，并通过当地成功实施的项目与意大利企业的埃塞俄比亚项目建立了合作关系。此外，公司还在和巴基斯坦、印尼等国家的客户洽谈业务。因此，公司通过不断开辟新市场，扩充项目资源，在努力避免因个别市场相关行业周期性波动对公司业务发展带来的不利影响的同时，也可以尽可能降低项目制业务模式带来的业绩波动风险。

三、保荐机构的核查意见

（一）保荐机构履行的核查程序

对于公司项目制业务模式的风险及应对措施，保荐机构执行了以下核查程序：

- 1、查阅了发行人报告期内的审计报告；
- 2、查阅了发行人报告期内与主要客户签订的销售合同；
- 3、对发行人高管人员进行访谈，了解公司的业务模式以及风险应对措施。

（二）保荐机构的核查意见

经核查，保荐机构认为：

1、发行人采取项目制的业务模式符合发行人当前的发展阶段和业务特点，但项目制下发行人可能会因项目执行周期等原因造成业务收入出现一定幅度的波动，发行人已补充披露“项目制业务模式带来的业绩波动风险”；

2、发行人已经充分考虑到项目制业务模式可能会导致的业绩波动风险，并采取了相应的应对措施，有助于巩固与客户的合作关系，不断拓展新的业务领域和新的市场，有助于发行人未来业务的持续稳定增长。

（本页无正文，为《关于对上海凯鑫分离技术股份有限公司创业板上市委审议意见的落实函的回复》之上海凯鑫分离技术股份有限公司签章页）

上海凯鑫分离技术股份有限公司

2020年8月8日



（本页无正文，为《关于对上海凯鑫分离技术股份有限公司创业板上市委审议意见的落实函的回复》之长江证券承销保荐有限公司签章页）

保荐代表人： 
程荣峰


陆亚锋

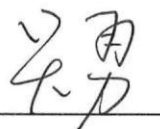
长江证券承销保荐有限公司
2020年8月8日



保荐机构董事长声明

本人已认真阅读上海凯鑫分离技术股份有限公司本次落实函回复报告的全部内容，了解报告涉及问题的核查过程、本公司的内核和风险控制流程，确认本公司按照勤勉尽责原则履行核查程序，落实函回复报告不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对上述文件的真实性、准确性、完整性、及时性承担相应法律责任。

长江证券承销保荐有限公司董事长：_____



吴 勇

长江证券承销保荐有限公司



保荐机构总经理声明

本人已认真阅读上海凯鑫分离技术股份有限公司本次落实函回复报告的全部内容，了解报告涉及问题的核查过程、本公司的内核和风险控制流程，确认本公司按照勤勉尽责原则履行核查程序，落实函回复报告不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对上述文件的真实性、准确性、完整性、及时性承担相应法律责任。

长江证券承销保荐有限公司总经理：

王承军

王承军

长江证券承销保荐有限公司

2020年8月8日