证券代码:600328 证券简称:中盐化工 公告编号:(临)2021-055

中盐内蒙古化工股份有限公司关于上海证券交易所《关于对中盐内蒙古化工股份有限公司收购发投碱业100%股权事项的问询函》之回复公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

风险提示:

1、发投碱业资金风险。截至2021年5月31日,发投碱业受限资金余额为3.52亿元,受限原因为开具银行承兑汇票的保证金和质押的定期存单,不存在损失货币资金或主要经营性资产的风险。同时,交易对方青海国投及其关联方对发投碱业存在非经营性资金占用,截至2021年5月31日,尚未偿还的资金占用余额为2.07亿元;公司与青海国投签署的《产权交易合同》约定,合同成立之日起10个工作日内,青海国投及其控制的关联方所欠发投碱业的债务全部清偿完毕。

2、发投碱业业绩波动风险及评估增值率较高的风险。本次交易标的资产采用收益法评估,评估增值率较高,为100.25%。发投碱业重质纯碱(营收占比约为80%)2022年及以后的预测销售价格为1,200.95元/吨,略高于最近四年的平均价格,如后续实际销售价格未达预期,可能导致发投碱业无法实现评估预测的经营业绩。同时,发投碱业最近两年及一期存在盈亏交替的情况,业绩波动性较大,后续能否持续盈利及实现预测的业绩存在一定不确定性。

3、商誉减值风险。本次交易完成后,根据《备考合并审阅报告》,上市公司合并资产负债表中将形成约6.74亿元的商誉。若标的公司未来业务经营状况未达预期等,存在商誉减值迹象,上市公司需计提商誉减值损失,商誉减值损失将减少上市公司的当期利润,对上市公司的经营业绩产生不利影响。

4、本次收购的财务风险。公司本次收购发投碱业100%股权的对价为28.30亿元,公司拟非公开发行股票募集资金不超过28.00亿元,扣除发行费用后的净额用于支付本次收购对价。目前公司已预先支付保证金8.49亿元,剩余待支付价款为19.81亿元。若本次非公开发行募集资金金额不足乃至募集失败,将无法置换以自有资金或银行并购贷款预先投入的资金。在不考虑非公开发行股票募集资金的情况下,本次收购完成后,以公司2021年5月末的财务数据测算,公司资产负债率将由47.51%提升至58.94%,从而给公司带来一定的财务风险。

根据上海证券交易所于2021年7月29日下发的《关于对中盐内蒙古化工股份有限公司收购发投碱业100%股权事项的问询函》(上证公函[2021]0794号)的相关要求,中盐内蒙古化工股份有限公司(以下简称"公司"、"上市公司"或"中盐化工")及相关中介机构对有关问题进行了认真分析及回复,具体答复如下(如无特别说明,本回复公告中所涉及的简称与《中盐内蒙古化工股份有限公司2021年非公开发行A股股票预案》中一致):

一、关于标的资产财务状况

1.审计报告显示,发投碱业存在大量所有权或使用权受限的资产。2020年末,受限货币资金账面价值为5.14亿元、固定资产为1.03亿元、无形资产为2130.73万元,合计6.38亿元。其中,货币资金受限金额占账面资金总额的87%,原因系资金冻结、保证金;固定资产及无形资产受限原因为抵押。2021年5月末受限资产账面价值合计为4.72亿元。请公司补充披露:(1)发投碱业账面大额资金受限的具体原因,包括资金冻结涉及的具体事项、冻结申请人、冻结发生时间及期限等,保证金涉及的具体业务、发生时间等;(2)结合日常经营需求,说明大额货币资金冻结对发投碱业日常经营等方面的具体影响;(3)上述资产受限的具体解决措施,以及是否存在损失货币资金或主要经营性资产的风险,并说明交易估值是否充分考虑相关风险。请会计师与评估师发表意见。

回复:

(一)发投碱业账面大额资金受限的具体原因,包括资金冻结涉及的具体事项、冻结申请人、冻结发生时间及期限等,保证金涉及的具体业务、发生时间等

最近两年及一期,发投碱业受限制的货币资金明细如下:

单位:万元

项目	2021年5月31日	2020年12月31日	2019年12月31日
银行承兑汇票保证金	15,585.74	24,523.56	–
质押借款(定期存单等)	19,590.00	6,800.00	–
银行存款其他冻结	–	20,053.47	19,982.27
合计	35,175.74	51,377.03	19,982.27

1、银行承兑汇票保证金

银行承兑汇票保证金为发投碱业向银行申请开具银行承兑汇票所存入的活期银行存款,开具的银行承兑汇票用于购买石灰石、原盐、原煤等原材料,为企业日常持续发生的业务。2020年度、2021年1-5月,发投碱业通过开立银行承兑汇票结算的采购金额分别为32,556.16万元、16,791.07万元。

单位:万元

期间	当期开立票据金额	截至2021年5月末已到期金额	2021年5月末后到期金额
2020年度	32,556.16	13,366.00	19,190.16
2021年1-5月	16,791.07	–	16,791.07
合计	49,347.23	13,366.00	35,981.23

注:上表中的票据金额包括质押定期存单开立的银行承兑汇票金额。

最近两年及一期,发投碱业主要房产和土地等不动产抵押于关联方,故未向银行申请授信,导致开立银行承兑汇票的保证金比例较高。虽然保证金比例较高,但使用银行承兑汇票可以减少现金流出,增加利息收入。

2、质押借款(定期存单等)

质押借款(定期存单等)系发投碱业因业务需要向中国民生银行股份有限公司西宁分行(以下简称"民生银行西宁分行")申请办理银行承兑汇票而向民生银行西宁分行质押的的定期存单,与银行承兑汇票保证金性质相同。

截至2020年12月31日、2021年5月31日质押的定期存款明细如下:

单位:万元

银行账号	2021年5月31日	2020年12月31日	存单起始日期	存单终止日期
708422277	3,200.00	–	2020-12-10	2021-12-10
708493739	5,584.00	–	2021-01-13	2022-01-13
708540843	3,733.00	–	2021-02-04	2022-02-09
720019173	1,471.00	–	2021-04-12	2021-12-18
720018993	2,278.00	–	2021-04-12	2022-04-07
720075985	3,324.00	–	2021-05-17	2022-05-12
707646167	–	3,200.00	2020-01-10	2021-01-10
707646167	–	3,600.00	2020-01-10	2021-01-10
合计	19,590.00	6,800.00	–	–

3、银行存款其他冻结

2019年末、2020年末,发投碱业银行存款其他冻结资金分别为19,982.27万元、20,053.47万元。发投碱业银行存款其他冻结资金系存放于青海银行股份有限公司五一路支行101320100005862O账户的资金,为发投碱业作为青海碱业有限公司资产承接主体尚未支付的资产购买对价款及孳息。该账户资金系按照青海省海西州中级人民法院指令暂存于发投碱业账户,权利人为青海碱业有限公司。2021年5月,该账户资金已由海西州中级人民法院解冻并全部转出以发投碱业名义开具的账户。

(二)结合日常经营需求,说明大额货币资金冻结对发投碱业日常经营等方面的具体影响

银行承兑汇票保证金及质押的定期存单系发投碱业为日常经营开立票据所需而受限。银行承兑汇票作为短期融资工具可以减少现金流出,节省财务费用,对发投碱业日常经营不会产生重大不利影响。

银行存款其他冻结涉及的账户资金不属于发投碱业,发投碱业从未使用过该账户及账户内资金,该账户资金已由海西州中级人民法院解冻并全部转出。银行存款其他冻结对发投碱业日常经营无影响。

因此,上述货币资金受限或冻结对发投碱业日常经营的无重大不利影响。

(三)上述资产受限的具体解决措施,以及是否存在损失货币资金或主要经营性资产的风险,并说明交易估值是否充分考虑相关风险

1、上述资产受限的具体解决措施,及是否存在损失货币资金或主要经营性资产的风险

(1)受限货币资金

上述受限资金中银行存款其他冻结资金,截至2021年5月末已由海西州中级人民法院解冻并全部转出以发投碱业名义开具的账户。银行承兑汇票保证金及质押的定期存单系发投碱业日常经营所需无需解除,不存在损失货币资金或主要经营性资产的风险。

(2)受限固定资产和无形资产

发投碱业设立后,青海国投以委托借款方式向发投碱业提供资金支持。自2019年初,前述委托借款的余额为12亿元,年利率为9%。2019年10月28日,根据青海省国资委出具的《关于青海省国有资产管理投资管理有限公司向青海省发展投资管理有限公司无偿划转权益类资产事宜的批复》(青国资产(2019)246号),青海国投将对发投碱业的12亿元债权(包括项下担保物权)无偿划转至青海发投。2019年11月12日,青海发投、国臻公司与发投碱业签署《债权无偿划转协议》,约定青海发投向其全资子公司国臻公司转让其对发投碱业拥有的12亿元债权。2021年5月27日,发投碱业已使用青海国投缴纳的12亿元现金增资款偿还了所欠国臻公司的12亿元债务。

根据发投碱业和青海国投提供的资料,2015年6月,发投碱业以不动产和动产为青海国投的委托借款提供抵押担保,其中抵押的不动产包括169,015.65平方米房屋建筑物和1,319,445.21平方米土地使用权,抵押的动产包括当时评估价值为11.15亿元的机器设备及评估价值为18.52亿元的管道沟槽及构筑物等。2019年9月,前述动产抵押已注销。根据青海省国资委《关于青海省国有资产管理投资管理有限公司向青海省发展投资管理有限公司无偿划转权益类资产事宜的批复》(青国资产(2019)246号),不动产的抵押权人已于2020年10月由青海国投变更为青海发投。

①受限固定资产

截至2021年5月31日,发投碱业受限固定资产为抵押的房屋建筑物,具体如下:

序号	产权证编号	建筑物名称	使用权面积(m2)	位置
1	青房权证德令哈字第00001491号	大袋成品储存及装车库	27,862.20	德令哈市工业园区长江路东侧
2	青房权证德令哈字第00001492号	成品包装楼成品包装楼传输带	3,857.10	德令哈市工业园区长江路东侧
3	青房权证德令哈字第00001493号	重灰工段	12,337.30	德令哈市工业园区长江路东侧
4	青房权证德令哈字第00001496号	轻灰凉碱,凉碱(东),凉碱通道	3,544.40	德令哈市工业园区长江路东侧
5	青房权证德令哈字第00001497号	冷却塔吸水井	2,210.60	德令哈市工业园区长江路东侧
6	青房权证德令哈字第00001500号	软化水车间	914.9	德令哈市工业园区长江路东侧
7	青房权证德令哈字第00001501号	液氨站	72.64	德令哈市工业园区长江路东侧
8	青房权证德令哈字第00001505号	热电站主控楼	1,924.50	德令哈市工业园区长江路东侧
9	青房权证德令哈字第00001506号	盐水工段	1,479.47	德令哈市工业园区长江路东侧
10	青房权证德令哈字第00001507号	盐水工段主厂房	1,310.72	德令哈市工业园区长江路东侧
11	青房权证德令哈字第00001508号	变配电室	201.1	德令哈市工业园区长江路东侧
12	青房权证德令哈字第00001509号	泵及钛厂房	633.6	德令哈市工业园区长江路东侧
13	青房权证德令哈字第00001510号	二闪工段	632.8	德令哈市工业园区长江路东侧
14	青房权证德令哈字第00001511号	蒸吸工段	11,621.10	德令哈市工业园区长江路东侧
15	青房权证德令哈字第00001512号	碳化工段1碳化工段2	14,521.70	德令哈市工业园区长江路东侧
16	青房权证德令哈字第00001513号	轻灰工段轻灰工段通道1-2	10,216.04	德令哈市工业园区长江路东侧
17	青房权证德令哈字第00001514号	食堂一层	1,751.90	德令哈市工业园区长江路东侧
18	青房权证德令哈字第00001515号	主门卫	97.08	德令哈市工业园区长江路东侧
19	青房权证德令哈字第00001516号	机修车间办公室	868.2	德令哈市工业园区长江路东侧
20	青房权证德令哈字第00001517号	电仪修车间	1,056.40	德令哈市工业园区长江路东侧
21	青房权证德令哈字第00001518号	东侧门卫A	12.5	德令哈市工业园区长江路东侧
22	青房权证德令哈字第00001519号	小五金库1,2,3	3,434.30	德令哈市工业园区长江路东侧
23	青房权证德令哈字第00001520号	机修车间	770.8	德令哈市工业园区长江路东侧
24	青房权证德令哈字第00001521号	大五金库1,2,3	3,436.80	德令哈市工业园区长江路东侧
25	青房权证德令哈字第00001524号	石焦储运7-13	1,316.70	德令哈市工业园区长江路东侧
26	青房权证德令哈字第00001525号	压缩工段	3,297.80	德令哈市工业园区长江路东侧
27	青房权证德令哈字第00001526号	中央控制室	3,245.60	德令哈市工业园区长江路东侧
28	青房权证德令哈字第00001527号	石灰工段石灰工段配电室	8,520.60	德令哈市工业园区长江路东侧
29	青房权证德令哈字第00001528号	脱盐水站房屋	2,022.00	德令哈市工业园区长江路东侧
30	青房权证德令哈字第00001529号	空压站热电循环水泵房	1,479.90	德令哈市工业园区长江路东侧
31	青房权证德令哈字第00001531号	热电站主厂房	22,966.80	德令哈市工业园区长江路东侧
32	青房权证德令哈字第00001532号	烟囱工段引风机间	7,376.50	德令哈市工业园区长江路东侧
33	青房权证德令哈字第00001533号	上煤系统破碎间,上煤系统	4,179.20	德令哈市工业园区长江路东侧
34	青房权证德令哈字第00001534号	煤场铲车维修间	1,007.10	德令哈市工业园区长江路东侧
35	青房权证德令哈字第00001535号	厂前排水泵房盐水工段化验区	1,200.40	德令哈市工业园区长江路东侧
36	青房权证德令哈字第00001536号	东侧食堂二层,行政办公楼	7,635.10	德令哈市工业园区长江路东侧

②受限无形资产

截至2021年5月31日,发投碱业受限无形资产为抵押的土地使用权,具体如下:

序号	权证编号	土地座落	面积(m2)
1	德市国用(2014)第0167号	德令哈市工业园区以南(编织袋厂)	20,651.21
2	德市国用(2014)第0168号	德令哈市东山出口(水源地)	18,400.00
3	德市国用(2014)第0170号	德令哈市火车站铁路桥以南(全厂)	1,170,017.00
4	德市国用(2014)第0169号	德令哈市工业园区(铁路专用线)	110,377.00

截至本回复公告日,发投碱业受限固定资产和无形资产已全部解除抵押。前述抵押解除后,发投碱业不存在其他资产抵押的情形,不存在损失货币资金或主要经营性资产的风险。

2、说明交易估值是否充分考虑相关风险

银行承兑汇票保证金及质押的定期存单系发投碱业日常经营所需,在企业正常经营情况下,风险较低;发投碱业抵押的固定资产和无形资产系以自有资产为发投碱业在其关联方的委托借款提供担保,截至评估基准日委托借款已清偿,截至本回复公告日相关受限资产已全部解押完毕。因此不对交易估值产生影响。

(四)中介机构意见

1、会计师意见

(1)核查程序

①了解和评价发投碱业货币资金相关的关键内部控制设计的有效性,测试了关键控制流程运行的有效性;

②获取发投碱业《已开立银行结算账户清单》并实施银行函证程序,将银行回函信息与账面记录进行核对;

③获取发投碱业《企业信用报告》,核对《企业信用报告》中列示的担保、融资等情况与账面记录是否一致;

④对发投碱业开立银行承兑汇票等合同签订及履约情况进行查验,并与发投碱业披露的受限资金情况进行比对;

⑤对发投碱业所有银行账户的余额、资金受限情况进行函证,检查货币资金受限披露的及时性和完整性。

(2)核查意见

①经核查,会计师认为,公司对于上述货币资金的列报及披露相关信息,与我们在执行发投碱业2019年度、2020年度、2021年1-5月财务报表审计过程中获取的信息在所有重大方面是一致的。上述受限资产不存在损失货币资金或主要经营性资产的风险。

②上述受限资金中银行存款其他冻结资金,截至2021年5月末已由海西州中级人民法院解冻并全部转出以发投碱业名义开具的账户;银行承兑汇票保证金及质押的定期存单系发投碱业日常经营所需,在企业正常经营情况下,风险较低;发投碱业抵押的固定资产和无形资产系以自有资产为发投碱业在其关联方的委托借款提供担保,截至评估基准日委托借款已清偿,截至本回复公告日相关受限资产已全部解押完毕。

2、评估师意见

评估师认为,上述受限资产不存在损失货币资金或主要经营性资产的风险。上述受限资金中银行存款其他冻结资金,截至2021年5月31日已由海西州中级人民法院解冻并全部转出以发投碱业名义开具的账户;银行承兑汇票保证金及质押的定期存单系发投碱业日常经营所需,在企业正常经营情况下,风险较低;发投碱业抵押的固定资产和无形资产系以自有资产为发投碱业在其关联方的委托借款提供担保,截至评估基准日委托借款已清偿,截至本回复公告日相关受限资产已全部解押完毕。因此不对交易估值产生影响。

2.审计报告显示,2020年末和2021年5月末,发投碱业其他应收款账面价值为2.51亿元和2.05亿元。其中,前三名欠款方均为交易对手方青海国投及其关联方,欠款金额占比约99%,性质为借款或往来款。同时,发投碱业相关资产存在为青海国投及其关联方提供抵押担保的情况。合同约定上述欠款及抵押将在合同成立之日起10个工作日内解决。请公司补充披露:(1)上述款项的形成时间、原因、主要协议内容、交易对方等信息;(2)结合交易对手方主要财务数据、偿还资金来源等情况,评估前述其他应收款的回收风险及相关保障措施是否充分;(3)发投碱业是否存在其他资金被关联方占用、对外担保等情形,如有,说明相关解决措施及进度安排。请会计师发表意见。

回复:

(一)上述款项的形成时间、原因、主要协议内容、交易对方等信息

发投碱业按欠款方归集的2021年5月31日、2020年12月31日期末余额前三名其他应收款情况如下:

单位:万元

单位名称	款项性质	2021年5月31日余额	2020年12月31日余额
青海省国有资产投资管理有限公司	往来款	12,667.29	4,157.37
青海省绿色发电集团股份有限公司	借款	5,000.00	–
青海信禾氟业有限责任公司	借款	3,006.78	3,006.78
青海国投天路物流有限公司	往来款	–	18,295.00
合计		20,674.07	25,459.15

上述款项的形成时间、原因、主要协议内容、交易对方等信息如下:

单位:万元

交易对方	2021年5月31日		2020年12月31日		形成原因	主要协议内容
	余额	形成时间	余额	形成时间		
青海国投	12,667.29	持续形成	4,157.37	持续形成	资金归集等形成的非经营性资金占用	无
信禾氟业	2,672.21	2018年9月	2,672.21	2018年9月	向发投碱业借款形成的非经营性资金占用	双方签订《借款合同》约定:借款本金2,672.21万元,借款期间2018年9月17日至2019年9月16日,年利率6.4%,到期一次还本付息;该借款尚未偿还
	50.00	2018年11月	50.00	2018年11月		双方签订《借款合同》约定:借款期限自2018年11月20日至2019年1月19日,年利率4.35%;该借款尚未偿还
	224.57	2019年12月	224.57	2019年12月		无协议,系发投碱业计提的借款利息
	10.00	2020年2月	10.00	2020年2月		无
	50.00	2020年3月	50.00	2020年3月		无
青海省绿色发电集团股份有限公司	5,000.00	2021年3月	–	–	向发投碱业借款形成的非经营性资金占用	双方签订《借款合同》约定:借款本金5,000.00万元,借款期限自实际借款之日至2021年5月19日,无息;该借款尚未偿还
青海国投天路物流有限公司	–	–	18,295.00	2020年12月	资金往来款形成的非经营性资金占用	无
合计	20,674.07	–	25,459.15	–	–	–

因青海国投对发投碱业资金进行归集管理,发投碱业期末未受限货币资金余额相对较小。根据公司与青海国投签署的《产权交易合同》,青海国投保证于合同签订之日起不再对发投碱业的资金进行归集管理;青海国投保证青海国投及其控制的关联方于合同签订之日起不与标的公司发生非经营性往来。

(二)结合交易对手方主要财务数据、偿还资金来源等情况,评估前述其他应收款的回收风险及相关保障措施是否充分

根据Wind资讯,青海国投2020年及2021年一季度主要财务数据如下:

单位:万元

项目	2021年3月31日	2020年12月31日
货币资金	846,431.28	712,992.00
资产总额	14,531,984.84	14,315,837.56
归属于母公司所有者权益	5,359,396.55	5,363,027.30
营业收入	836,710.35	3,549,629.08
净利润	88,283.05	113,096.79

从财务数据上看,青海国投作为青海省属国有独资企业,资产规模及经营规模较大,具备以自有或自筹资金偿还非经营性占用发投碱业资金的能力;根据公司与青海国投签署的《产权交易合同》第四条,在合同成立之日起10个工作日内,青海国投及其控制的关联方所欠发投碱业的债务全部清偿完毕。公司已通知青海国投根据《产权交易合同》在约定期限内完成发投碱业关联方非经营性占用资金的偿还。前述资金偿还系公司支付剩余交易价款的前提条件。

因此,公司认为发投碱业收回其他应收款的保障措施是充分的。

(三)发投碱业是否存在其他资金被关联方占用、对外担保等情形,如有,说明相关解决措施及进度安排

除以上资金占用外,发投碱业不存在其他资金被关联方占用、对外担保等情况。

(四)中介机构意见

1、会计师意见

(1)核查程序

①了解与公司货币资金、投资与筹资活动相关的关键内部控制,评价这些控制的设计,确定其是否得到执行,并测试相关内部控制的运行有效性;

②查阅相关合同,检查公司具体会计处理及列报是否准确;

③获取公司账户明细表及银行流水,检查关联往来发生额的增减变动,获取相关合同,并核对至银行回单等支持性文件,检查相关会计处理是否正确;

④对上述关联往来实施函证程序以验证其期末余额的存在性和准确性;

⑤通过公开资料查询关联往来方的信誉情况等影响还款能力的相关信息。

(2)核查意见

经核查,会计师认为,发投碱业已真实、准确、完整披露关联方的非经营性资金占用情况;关联方的非经营性占用资金偿还系公司支付剩余交易价款的前提条件,前述资金占用款不存在回收风险。

3.公告披露,发投碱业2020年实现营业收入11.59亿元,同比下降28.5%;实现净利润-4,540.86万元,2019年同期为2.24亿元,同比大幅下滑。2021年1-5月,公司实现营业收入7.15亿元、净利润6,293.27万元。请公司补充披露:(1)量化说明发投碱业2020年业绩大幅下滑以及2021年1-5月业绩增长的主要原因;(2)结合同行业可比公司的业绩表现,说明发投碱业业绩波动较大的合理性。请会计师发表意见。

回复:

(一)量化说明发投碱业2020年业绩大幅下滑以及2021年1-5月业绩增长的主要原因

最近两年及一期,发投碱业纯碱销售单价及销量情况如下:

项目	2019年	2020年	2021年1-5月
平均价格(元/吨)	1,232.15	943.03	1,141.48
销量(万吨)	127.25	118.27	58.05

注:上表中的平均价格为剔除运费后的价格。

2020年,受疫情影响,发投碱业纯碱销售价格及销量均出现下滑,导致业绩大幅下滑:

纯碱价格下滑对发投碱业2020年业绩的税前影响=(2020年平均销售价格-2019年平均销售价格)*2020年销量=-34,195.33万元;

纯碱销量下滑对发投碱业2020年业绩的税前影响=(2020年销量-2019年销量)*2020年平均销售价格=-8,464.23万元。

具体分析如下:

1、2020年疫情期间纯碱下游企业开工不足、运输受限,导致存货积压、供需失衡

2020年上半年,受疫情影响,纯碱下游企业开工不足;下半年,下游企业陆续复工复产,纯碱市场有所回暖,但受疫情以来宏观经济形势低迷的影响,需求总体呈萎缩态势。同时,疫情期间产品运输受到明显影响,部分产品无法运达下游客户。纯碱生产企业整体库存快速攀升,市场供求失衡,纯碱价格迅速下滑。纯碱企业低价抛售现象相对较多,纯碱市场持续低迷。发投碱业的纯碱库存量情况如下:

期间	2019年末	2020半年末	2020年年末	2021年5月末
期末库存量(万吨)	7.95	15.81	12.58	6.80

2、2020年受疫情影响纯碱价格一度下跌至历史低位,2021年以来纯碱市场受疫情影响已逐步消除

2020年初以来的新冠肺炎疫情对纯碱市场形成较大的冲击,尤其是下游需求受到疫情影响明显,带动纯碱价格走势较为低迷,以重质纯碱为例,价格创最近十年以来新低。2021年,随着下游复工复产的推进及行业供需格局的好转,光伏玻璃迎来扩产对纯碱用量延续增长态势,销售价格出现一定增长。

数据来源:Wind资讯

发投碱业价格表现与市场总体趋势保持一致,即受疫情影响2020年上半年尤其是二季度纯碱销售价格低迷,下半年随着复工复产逐步推进纯碱价格有所回升;2021年随着下游生产恢复正常,纯碱市场回暖,受疫情影响逐步消除。

(二)结合同行业可比公司的业绩表现,说明发投碱业业绩波动较大的合理性

2019-2020年度报告中,披露纯碱业务收入和成本的上市公司如下:

单位:万元

序号	证券代码	证券简称	纯碱业务收入			纯碱业务毛利		
			2019年度	2020年度	变动率	2019年度	2020年度	变动率
1	000822.SZ	山东海化	403,393.53	308,673.57	-23.48%	52,006.83	5,405.58	-89.61%
2	600586.SH	金晶科技	238,246.16	166,177.16	-30.25%	58,021.48	23,954.23	-58.71%
3	600409.SH	三友化工	526,042.35	418,981.95	-20.35%	182,293.15	77,637.73	-57.41%
4	603299.SH	苏盐井神	101,975.51	87,956.18	-13.75%	29,604.21	8,878.95	-70.01%
5	000683.SZ	远兴能源	249,869.54	163,945.74	-34.39%	142,632.22	73,243.83	-48.65%
6	002274.SZ	华昌化工	96,410.56	83,537.81	-13.35%	18,607.20	4,820.09	-74.10%
发投碱业			161,223.89	115,612.55	-28.29%	45,881.03	2,582.33	-94.37%

根据上表,发投碱业2019-2020年业绩波动趋势相较于同行业上市公司具有一致性。

A股上市公司中,主营产品主要为纯碱的上市公司为山东海化。2019年、2020年、2021年上半年,山东海化的营业总收入分别为46.21亿元、36.88亿元、25.21亿元,净利润分别为1.63亿元、-2.52亿元、2.53亿元。

综上,根据与同行业上市公司的业绩趋势比较,发投碱业的业绩波动具有合理性。

(三)中介机构意见

1、会计师意见

(1)核查程序

①与发投碱业管理层进行访谈,了解疫情对公司的生产经营的影响情况;

②查询行业信息及市场价格数据,了解疫情对纯碱价格的影响;

③对比与同行业可比公司,分析公司业绩波动的合理性。

(2)核查意见

发投碱业2020年业绩大幅下滑、2021年1-5月业绩增长符合行业趋势,与同行业对比波动合理。

二、关于标的资产评估过程

4.公告及评估报告显示,公司作为摘牌受让方,聘请评估机构对发投碱业股东全部权益价值进行了评估,最终评估结果采用收益法,评估值28.33亿元,评估增值率为100.25%,预计交易完成后将产生大额商誉。同时,评估报告中未披露具体评估过程及主要评估参数及选取依据。请公司补充披露:(1)收益法评估的具体测算过程,包括营业收入、营业成本、费用、净利润、现金流量、增长率、折现率等主要参数的选取情况、依据及合理性;(2)结合标的公司经营情况、行业情况、可比公司情况、近期可比交易情况,说明本次收购评估增值较大的依据和合理性,本次评估是否审慎;(3)预估本次交易产生的商誉金额,并结合预测业绩的可实现性等情况,说明后续是否存在商誉减值风险。如有,充分提示风险,并说明对公司的具体影响以及相关保障措施。请评估师发表意见。

回复:

(一)收益法评估的具体测算过程,包括营业收入、营业成本、费用、净利润、现金流量、增长率、折现率等主要参数的选取情况、依据及合理性

收益法评估的具体测算过程、主要参数的选取如下表所示:

项目	历史期				未来预测					
	2018年	2019年	2020年	2021年1-5月	2021年6-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	稳定期
一、营业收入	165,185.93	162,135.70	115,925.14	71,538.21	100,842.22	165,004.63	165,004.63	165,004.63	165,004.63	165,004.63
减:营业成本	109,372.49	115,899.64	113,202.28	60,033.90	73,026.39	125,493.97	125,962.55	125,484.21	124,938.17	128,589.46
营业税金及附加	1,617.95	1,392.41	946.32	829.37	1,021.63	1,786.18	1,785.85	1,785.81	1,785.58	1,664.84
销售费用	8,989.83	8,124.13	1,331.94	545.16	866.08	1,436.90	1,465.95	1,484.34	1,515.27	1,377.01
管理费用	6,351.81	5,598.50	3,628.21	1,522.33	2,719.77	4,118.62	4,174.91	4,220.46	4,288.60	4,170.18
研发费用	–	453.73	445.40	205.62	320.72	542.37	557.06	570.30	582.02	582.02
财务费用	12,341.60	-96.83	217.66	1.38	-26.50	-102.20	-127.65	-139.34	-151.74	-151.49
信用减值损失		-252.01	-223.89	-8.96						
资产减值损失	175.16	-211.13	-2,240.30							
加:公允价值变动收益										
其他收益	449.15	62.87	305.09	27.03						
资产处置收益										
投资收益	259.16	-16.20	-81.72	-74.69						
二、营业利润	27,395.72	30,347.65	-6,087.49	8,343.83	22,914.12	31,728.79	31,185.97	31,598.84	32,046.73	28,772.62
加:营业外收入	148.86	156.96	176.10	28.35						
减:营业外支出	72.20	131.17	101.55	6.68						
三、利润总额	27,472.38	30,373.44	-6,012.93	8,365.50	22,914.12	31,728.79	31,185.97	31,598.84	32,046.73	28,772.62
减:所得税费用	5,071.14	7,931.29	-1,472.07	2,072.24	2,565.59	7,936.35	7,800.79	7,904.15	8,016.28	7,197.75
四、净利润	22,401.24	22,442.16	-4,540.86	6,293.27	20,348.53	23,792.44	23,385.18	23,694.69	24,030.46	21,574.87
加:折旧摊销					5,167.38	9,366.15	9,408.30	8,466.28	7,475.31	10,869.92
扣税后利息支出					–	–	–	–	–	–
五、经营现金流 1					25,515.91	33,158.59	32,793.48	32,160.97	31,505.77	32,444.79
减:资本性支出 2					8,958.64	1,411.30	1,416.40	1,393.27	1,387.29	12,364.13
营运资金增加(减少) 3					17,076.54	17.21	32.20	54.33	56.35	
净现金流 4=1-2-3					-519.26	31,730.08	31,344.88	30,713.37	30,062.13	20,080.66
折现年限 5					0.29	1.08	2.08	3.08	4.08	
折现率 6					11.05%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%
折现系数 7					0.9699	0.8926	0.8038	0.7238	0.6518	5.8970

注:历史期中,2018年的财务数据经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)青海分所审计,并出具瑞华青审字[2019]63050018号无保留意见审计报告,假设发投碱业在2018年初已完成12亿元债务转为权益,2018年净利润为3.06亿元;2019、2020、2021年1-5月的模拟报表财务数据经天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具天职业字[2021]33438号无保留意见审计报告。具体预测过程如下:

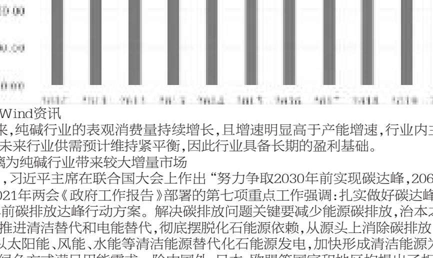
1、营业收入的预测

(1)市场情况分析

①纯碱需求侧稳步增长,增速明显高于产能增速,行业供需预计维持紧平衡

目前,纯碱行业新增产能受到严格控制。纯碱行业为国民经济的基础行业,其产品应用场景包括玻璃、氧化铝、无机盐、医药、味精等诸多行业,国民经济对纯碱行业的需求长期稳定存在。

除了现有的应用领域外,纯碱产品仍在不断拓宽应用领域,适应消费升级的需求。受益于整体经济平稳发展及消费升级等有利因素,2010年以来纯碱行业的整体需求情况如下:



数据来源:Wind资讯

2010年以来,纯碱行业的表观消费量持续增长,且增速明显高于产能增速,行业内主要企业产销量维持较高水平,未来行业供需预计维持紧平衡,因此行业具备长期的盈利基础。

②光伏玻璃为纯碱行业带来较大增量市场

2020年9月,习近平主席在联合国大会上作出"努力争取2030年前实现碳达峰,2060年前实现碳中和"的承诺。2021年两会《政府工作报告》部署的第七项重点工作强调:扎实做好碳达峰、碳中和各项工作,制定2030年前碳排放达峰行动方案。解决碳排放问题关键要减少能源碳排放,治本之策是转变能源发展方式,加快推进清洁替代和电能替代,彻底摆脱化石能源依赖,从源头上消除碳排放。清洁替代即在能源生产环节以太阳能、风能、水能等清洁能源替代化石能源发电,加快形成清洁能源为主的能源供应体系,以清洁和绿色方式满足用能需求。除中国外,日本、欧盟等国家和地区均提出了相应的减排政策,以光伏发电为代表的可再生能源行业的发展将上升至空前的战略高度。

在当前"碳达峰、碳中和"大目标背景下,"十四五"期间我国光伏市场有望迎来市场化建设高峰,从而对相关产业提供较大发展助力。受益于光伏产业的高速发展,预计光伏玻璃将成为纯碱行业最大的增量市场。

(2)产品销量的预测

①产能情况

发投碱业自2018年起的对设备进行增质提效改造,2018年、2019年和2020年达到了130万吨左右的产能,2021年继续对产能进行改造,预计2021年生产线可达到核定的设计产能140万吨,并在此之后年度,产能每年可达到140万吨。

②销量的分析和预测

在销量方面,发投碱业历史期2018年-2020年销量分别为136.02万吨、127.25万吨、118.27万吨。2020年销量较前两年下降,是由于当年疫情致使下游市场受到影响,如小化工小玻璃厂处于半停工状态,需求减少,从而导致销量下降。

根据上述纯碱行业的市场分析,历史年度纯碱市场需求量稳中有增,未来年度,特别是"十四五"期间我国光伏市场有望迎来建设高峰,光伏玻璃将成为纯碱行业最大的增量市场,且下游应用领域不断拓展,纯碱下游市场的增量逐步扩大,纯碱需求将会增加。从发投碱业来看,2020年8月,政府部门要求发投碱业采用地下水对应的产量不超过104万吨,发投碱业接到通知后按照要求落实限产措施。在此基础上,发投碱业为节约采用地下水,同时保证生产并提高产量,采用其他措施获取水源。发投碱业与当地污水处理厂签署了购买中水协议,并建设了一条供水管道,每年可供用水对应产量为18万吨;由于输水管道口径较小,发投碱业计划今年下半年改造输水管道,将输水能力扩大一倍,同时发投碱业自身产生的污水进行处理后回收使用,结合各项措施,预计2021年产能可达到130万吨,2022年及之后可达到设计产能140万吨。

发投碱业2018年-2020年销量分别为136.02万吨、127.25万吨、118.27万吨,2018年和2019年平均销量为131.6万吨/年,由于受到市场波动、产能改造等影响,虽然存在一定的波动,但销量基本稳定。2020年由于受到新冠疫情的影响,销量略有降低。2021年随着国内新冠疫情的逐步好转,发投碱业提质增效产能改造的完成(发投碱业纯碱生产线提质增效产能改造的完成后的产能为140万吨/年)管理层预测2021年的销量为130万吨(考虑2020年的库存量),2022年及之后销量基本达到设计产能,但本次评估出于谨慎考虑,未来年度预测按照设计产能的95%预测,即纯碱销量为133万吨/年。各产品销售量结构参考2020年度各产品销量结构进行预测。

销售量预测表

单位:万吨

项目	2021年6-12月	2022年及以后年度
重质纯碱	58.09	107.37
轻质纯碱	11.87	21.94
食用碱	2.00	3.69
合计	71.95	133.00

注:2021年1-5月份的实际销量为58.05万吨,2021年6-12月份的预测销量为71.95万吨,合计为130万吨。

预测期销量与历史期销量接近(剔除2020年疫情影响年份影响),说明销量预测具有合理性。

(3)销售单价的预测

①历史期销售单价情况

历史期销售价格表

单位:元/吨

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年1-5月
重质纯碱	1,277.27	1,158.75	1,219.34	930.32	1,148.45
轻质纯碱	1,296.72	1,231.68	1,290.79	975.94	1,070.64
食用碱	1,347.72	1,254.11	1,271.89	1,116.86	1,133.69

注:上述单价均为剔除运费后的单价。

从上表可以看出,各产品2017年-2019年的销售价格有所波动,但价格波动相对变化不大,而2020年由于受疫情影响,价格相对较低,2021年1-5月价格由于市场行情转好,较2020年又有所回升。

②2021年6-12月销售单价的预测

未来销量单价与市场相关,历史期除2020年因受疫情影响价格产生下降外,其他年度相对较为稳定,对预测期的价格,根据对当前的市场调查了解,本次预测时已获得前五个月的实际销售情况,2021年1-5月,发投碱业签署的合同销售价格(不含税价)情况如下:

单位:元/吨

月份	重质纯碱	轻质纯碱	食用碱
1月	1,014.22	1,022.92	1,063.83
2月	1,026.73	1,139.54	1,091.61
3月	1,217.44	1,125.23	1,195.47
4月	1,275.89	1,249.60	1,389.05
5月	1,556.77	1,339.94	1,512.33

从上表可以看出,评估基准日近五个月价格上升较快,自2021年1月到5月,月复合增长率达到11.31%,增长率较高,主要是受益于供需关系改善,纯碱市场持续稳中向好。根据公开资料,重质纯碱方面,下游的浮法玻璃、光伏玻璃行业需求保持增长态势;轻碱方面,下游需求也在逐步恢复,泡花碱、日用玻璃、味精等产品行情向好。同时,受益于国家实施十四五规划,其中有对下游光伏玻璃的生产规划,该规划对纯碱市场影响较大,由于下游增加了光伏玻璃的需求,下游玻璃市场扩大,玻璃生产线增加。

2020年上半年浮法玻璃产能基数低,2021年仍有部分浮法线有新点火及复产计划。光伏玻璃是2021年纯碱最大的增量市场,预计光伏玻璃在纯碱的下游消费占比将会提升。结合市场行情和参考纯碱的期货价格,本次认为2021年1-3月份的价格仍处于起步阶段,难以反映市场行情,随着价格上涨,2021年4月份和5月份平均价格较为符合市场情况,未来2021年6-12月份参考2021年4月份和5月份的平均价格预测。

销售单价预测表

单位:元/吨

项目	2021年6-12月预测价格
重质纯碱	1,328.59
轻质纯碱	1,206.68
食用碱	1,362.60

③2022年以后销售单价的预测

2022年度及之后,由于价格的波动性,参考历史期价格预测,综合考虑分析后认为,供给侧改革以来,2017年-2019年为正常经营期,可以采用,2020年价格受疫情影响不能反映正常市场情况,因此本次按照各产品历史期2017年-2019年和2021年1-5月份的平均价格预测。

2022年及之后年度销售单价预测表

单位:元/吨

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
重质纯碱	1,200.95	1,200.95	1,200.95	1,200.95	1,200.95
轻质纯碱	1,173.16	1,173.16	1,173.16	1,173.16	1,173.16
食用碱	1,224.85	1,224.85	1,224.85	1,224.85	1,224.85

2022年及之后年度的销售单价主要采用历史期平均价格预测,未考虑随着经济发展下游需求的持续增长和行业新增产能受到严格控制的因素,预测体现了一定谨慎性。

(4)主营业务收入

综合上述分析,通过预测的销售单价和销售量来确定收入,青海发投碱业有限公司收入预测如下表:

序号	项目		2021年6-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	稳定期
1	重质纯碱	平均单价(元/吨)	1,328.59	1,200.95	1,200.95	1,200.95	1,200.95	1,200.95
		数量(万吨)	58.09	107.37	107.37	107.37	107.37	107.37
		销售收入(万元)	77,172.35	128,947.28	128,947.28	128,947.28	128,947.28	128,947.28
		收入增长率	–	-6%	0%	0%	0%	0%
2	轻质纯碱	平均单价(元/吨)	1,206.68	1,173.16	1,173.16	1,173.16	1,173.16	1,173.16
		数量(万吨)	11.87	21.94	21.94	21.94	21.94	21.94
		销售收入(万元)	14,319.32	25,733.76	25,733.76	25,733.76	25,733.76	25,733.76
		收入增长率	–	30%	0%	0%	0%	0%
3	食用碱	平均单价(元/吨)	1,362.60	1,224.85	1,224.85	1,224.85	1,224.85	1,224.85
		数量(万吨)	2.00	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69
		销售收入(万元)	2,722.69	4,524.08	4,524.08	4,524.08	4,524.08	4,524.08
		收入增长率	–	45%	0%	0%	0%	0%
4	代垫运费收入		6,338.37	5,359.65	5,359.65	5,359.65	5,359.65	5,359.65
5	主营业务收入合计(万元)		100,552.73	164,564.76	164,564.76	164,564.76	164,564.76	164,564.76
	收入增长率		–	-4.28%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

2、营业成本

营业成本包括原辅材料、燃料、动力、包装物、职工薪酬、制造费用,主要费用具体预测如下:

(1)对于直接费用(包括原辅材料、辅助材料、燃料动力):目前投入产出略有波动,价格随市场有所变动,2021年6-12月份预测按照历史1-5月份水平预测,2022年及之后按照历史年度单位能耗平均水平进行测算;

(2)直接人工和相关费用:根据目前发投碱业所执行的工资核算政策及地区经济发展水平,考虑每年按照工资的一定增长水平进行测算;

(3)制造费用中的折旧摊销费用:根据基准日发投碱业的固定资产存量和未来考虑的资本性支出,按照发投碱业实际执行的折旧摊销政策进行预测;

(4)装卸费、运杂费、机物料消耗:2021年6-12月份预测按照历史1-5月份水平预测,2022年及之后参考历史年度单位平均产品运费水平测算。

(5)维修费:维修费主要是对资产的更新维护,2021年6-12月份预测按照历史1-5月份水平预测,2022年及之后本次按照历史期平均水平预测。

根据上述测算方法并结合我们在对历年营业成本进行分析的基础上,对发投碱业的主营业务成本预测如下:

单位:万元

项目	历史数据				
	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年1-5月
不含运费主营业务成本	104,050.21	111,519.66	117,768.00	108,949.81	54,781.88
毛利率	30.37%	30.16%	24.89%	2.32%	17.33%

承接上表

项目	预测期数据					
	2021年6-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	稳定期
不含运费主营业务成本	66,511.20	119,870.62	120,339.20	119,860.87	119,314.82	122,966.11
毛利率	29.40%	24.71%	24.41%	24.71%	25.06%	22.76%

注:根据新收入准则,自2020年起运费和装卸费开始计入营业成本。为便于在同一口径下比较历史期和预测期成本数据,上表中历史期和预测期主营业务成本数据均包含装卸费,并剔除了运费,主要是运费属于代垫费用,运费等额影响收入和成本,不影响未来净利润和现金流的预测,因此以不含运费的数据进行分析。

毛利率的合理性分析:历史期(剔除2020年受新冠疫情的影响)2017年-2019年毛利率平均为28.47%,本次预测毛利率2021年6-12月份与历史期接近,2022年之后年度低于历史年度平均毛利率,说明预测具有谨慎性。

3、费用的预测

(1)销售费用的预测

销售费用主要根据发投碱业历史发生额,根据项目发生明细进行分类,对不同分类费用项采用不同的处理方式进行测算。主要费用具体预测如下:

①工资、福利费、五险一金:以发投碱业目前的职工总人数及工资水平为基础,结合对未来的发展规划,确定工资、福利费、五险一金的预期增长比例,进而计算预测期工资、福利费、五险一金发生额。

②折旧、摊销费:根据基准日发投碱业的计入销售费用的固定资产存量和未来考虑的资本性支出,按照发投碱业实际执行的折旧摊销政策进行预测;

③办公、会务、差旅费、劳动保护费、短期劳务等:2021年6-12月预测在2020年基础上考虑一定的增长率扣减2021年1-5月份已发生费用预测或按照2021年1-5月发生额推算确定,2022年及之后年度按照历史年度正常期间的水平或考虑一定的增长率预测。

④机物料消耗:参考历史期单位消耗水平结合未来年度销售情况预测未来年度消耗水平。

综上所述,未来年度销售费用预测如下表:

单位:万元

项目	历史数据				
	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年1-5月
销售费用合计	1,027.20	2,053.39	1,261.89	1,331.94	545.16
销售费用/营业收入	0.68%	1.24%	0.78%	1.15%	0.76%

承接上表

项目	预测期数据					
	2021年6-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	稳定期
销售费用合计	866.08	1,436.90	1,465.95	1,484.34	1,515.27	1,377.01
销售费用/营业收入	0.86%	0.87%	0.89%	0.90%	0.92%	0.83%

注:根据新收入准则,自2020年起运费和装卸费开始计入营业成本,为便于在同一口径下比较数据,2017年至2019年的销售费用均调整为不含运费和装卸费的口径。

销售费用的合理性分析:历史期费用率有所波动,2017年至2021年1-5月份的平均费率为0.92%,预测期费率与历史期平均费率接近,具有合理性。

(2)管理费用的预测

管理费用主要根据发投碱业历史发生额,根据项目发生明细进行分类,对不同分类费用项采用不同的处理方式进行测算。主要费用预测如下:

①工资、福利费、五险一金:以发投碱业目前的职工总人数及工资水平为基础,结合对未来的发展规划,确定工资、福利费、五险一金的预期增长比例,进而计算预测期工资、福利费、五险一金发生额。

②折旧、摊销费:根据基准日发投碱业的计入管理费用的固定资产存量和未来考虑的资本性支出,按照发投碱业实际执行的折旧摊销政策进行预测;无形资产摊销按照摊销政策进行预测,对长期待摊,由于未来年度不再持续性发生,预测期内摊销完后不再预测。

③差旅费、办公费、业务招待费、保险费、发投碱业宣传费、修理费、机物料消耗、短期劳务等:未来年度按照历史年度正常期间的水平或考虑一定的增长率预测。其中2021年6-12月份按照预测的全年费用扣减2021年1-5月份数据确定或者按照2021年1-5月份数据推算确定。

④水电费、车辆使用费、评估咨询费、教育培训、其他费用等:历史期有所波动,参考历史期平均水平预测或考虑一定的增长率预测。

综上所述,未来年度管理费用预测如下表:

单位:万元

项目	历史数据				
	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年1-5月
管理费用	5,613.94	6,351.81	5,598.50	3,628.21	1,522.33
管理费用/营业收入	3.71%	3.85%	3.45%	3.13%	2.13%

承接上表

项目	2021年6-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	稳定期
合计	2,719.77	4,118.62	4,174.91	4,220.46	4,288.60	4,170.18
管理费用/营业收入	2.70%	2.50%	2.53%	2.56%	2.60%	2.53%

管理费用合理性分析:从上表中可以看出,历史期管理费用占收入比利较为平稳,略有波动。历史期费率相对较高,主要是修理费较高所致,由于办公楼和食堂重新修缮和装修,及相关的办公类房屋改造等导致费用较高,未来预测期由于不再需要较高的修理费用,费率下降,管理费用在2020年已呈下降趋势,发生额为历年最低,费率较历史期有所降低,但由于当年收入较低,导致费率相对预测期的费率仍较高;虽然预测期的费用发生额高于2020年,但由于预测期收入高,导致管理费率仍相对较低。

(3)研发费用的预测

由于发投碱业的研发费用从2019年才开始单独列示,因此本次历史期数据从2019年开始,本次根据项目发生明细进行分类并预测。未来年度预测如下:

材料费、劳务费、差旅、其他费用:2021年6-12月份的预测数据以2021年1-5月份数据为参考年化考虑确定,或以历史期数据为依据,考虑增长率扣减2021年1-5月份数据确定;2022年及之后数据以历史期发生额为基础,结合对未来的发展规划,在历史期合理发生额的基础上考虑一定的增长率进行预测。

综上所述,未来年度研发费用预测如下表:

单位:万元

项目	历史数据				
	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年1-5月
研发费用合计	–	–	453.73	445.40	205.62
研发费用/营业收入	0.00%	0.00%	0.28%	0.38%	0.29%

承接上表

项目	预测期数据					
	2021年6-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	稳定期
研发费用合计	320.72	542.37	557.06	570.30	582.02	582.02
研发费用/营业收入	0.32%	0.33%	0.34%	0.35%	0.35%	0.35%

研发费用的合理性分析:从上述数据可以看出,自2019年度发生后,费用相对较为稳定,预测期与历史期基本持平,未呈现大的波动。

4、未来年度净利润的预测

根据上述各项预测,收入减去费用后,发投碱业未来各年度净利润预测如下:

单位:万元

项目	2021年6-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	稳定期
净利润	20,348.53	23,792.44	23,385.18	23,694.69	24,030.46	21,574.87

5、资本性支出的预测

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。该项支出包括为了维持生产能力对于现有的固定资产的更新支出和未来新增资产的资本性支出,评估人员调查了解了相关固定资产的建造(购置)时间、维修保养情况以及目前的现状,更新支出考虑资产的重置成本,经济使用年限和尚可使用年限等因素进行测算,新增支出参考企业预计未来新增的资产支出预算等进行预测,资本性支出的预测如下表:

单位:万元

项目	2021年6-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	稳定期
资本性支出	8,958.64	1,411.30	1,416.40	1,393.27	1,387.29	12,364.13

资本性支出的合理性分析:

历史期资本性支出如下表所示:

单位:万元

年份	2018年	2019年	2020年	2021年1-5月
资本性支出	2,940.00	9,141.37	4,670.14	5,948.00

历史期资本性投入较多主要是由于发投碱业于2018年获得50万吨增质提效的产能批复,因此自2018年起,发投碱业不断的对设备进行增质提效改造,导致资本性支出较大,提质增效改造预计2021年基本完成。

预测期2021年6-12月份的资本性支出也是增质提效改造后继工程和环保需要而增加的改造工程所需要的投入。2021年6-12月需要投入的支出项目如下所示:

单位:万元

序号	资本化项目	2021年预算(不含税价)
1	新增4#吸氨塔后续支出	156.00
2	110KV变配电站EPC工程项目	4,055.05
3	热电车间锅炉烟囱内部防腐处理	3,302.75
4	中水回收项目(管道、土建)	366.97
5	合计	7,880.77

2022年及之后年份由于改造基本完成,不需再大规模投入,因此支出减少,仅维持资产更新支出和少量新增支出即可。根据发投碱业的预测,预计每年资本性支出为1,400.00万元(不含税)左右。而永续期则考虑了整体资产的使用年限到期后的更新情况,导致资本性支出增加。

综上,本次认为资本性支出变化差异是由企业正常经营所需导致的,是正常情况,具有合理性。

6、营运资金预测、营运资金增加额的确定

营运资金增加额=本期需营运资金-期初营运资金

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下,为维持正常经营而需新增投入的营运性资金,即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。如正常经营所需保持的现金、产品存货购置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,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。具体预测结果如下:

单位:万元

项目	2021年6-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	稳定期
营运资金增加	17,076.54	17.21	32.20	54.33	56.35	–

营运资金的合理性分析:

营运资金是与企业营业收入密切相关的指标,2021年发投碱业营业收入较2020年大幅增加,导致2021年营运资金大幅增加。2022年之后,由于标的公司预测收入不再增加,经营进入稳定经营期,因此营运资金保持稳定,不再增加。

经分析,营运资金的追加与企业经营情况和市场变化相关,其变动具有合理性。

7、未来年度企业自由现金流量的预测

通过净利润,考虑营运资金和资本性支出,确定企业自由现金流量为:

项目	2021年6-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	稳定期
净利润	20,348.53	23,792.44	23,385.18	23,694.69	24,030.46	21,574.87
加:折旧摊销	5,167.38	9,366.15	9,408.30	8,466.28	7,475.31	10,869.92
扣税后利息支出	–	–	–	–	–	–
减:资本性支出	8,958.64	1,411.30	1,416.40	1,393.27	1,387.29	12,364.13
营运资金增加(减少)	17,076.54	17.21	32.20	54.33	56.35	–
企业自由现金流量	-519.26	31,730.08	31,344.88	30,713.37	30,062.13	20,080.66

8、折现率

(1)折现率的模型

按照收益额与折现率协调配比的原则,本次评估收益额口径为企业自由现金流量,则折现率选取加权平均资本成本(WACC)。其基本公式为:

$$WACC = R_e \times \frac{E}{D+E} + R_d \times \frac{D}{D+E} \times (1-T)$$

式中:Re为权益资本成本;Rd为付息负债资本成本;T为所得税率。

权益资本成本Re采用资本资产定价模型(CAPM)计算,其计算公式为:

$Re = Rf + \beta \times ERP + Rs$

式中:Re为股权回报率;Rf为无风险回报率;β为风险系数;ERP为市场风险超额回报率;Rs为公司特有风险超额回报率

(2)模型中有关参数的选取过程

A. 无风险报酬率Rf的确定

选取国债市场上剩余期为10年以上的平均到期收益率(考虑复利)4.05%(数据来源:Wind)作为无风险报酬率的近似,即Rf=4.05%。

B. 所得税率T

发投碱业所得税按照25%税率征收。

C. 对比公司的选取

由于被评估单位主营业务为纯碱化工业务,因此在本次评估中,评估师采用以下基本标准作为筛选对比公司的选择标准:

a.对比公司主营业务为纯碱化工业务或含有纯碱业务;

b.对比公司近两年为盈利公司;

c.对比公司必须为至少有两年上市历史;

d.对比公司只发行人民币A股;

评估师利用Wind数据系统进行筛选,最终选取3家上市公司作为对比公司,分别为华昌化工、中盐化工、和邦生物。

D. 企业风险系数β

计算对比公司Unlevered β和估算被评估单位Unlevered β

根据以下公式,我们可以分别计算对比公司的Unlevered β:

Unlevered β=Levered β/[1+(1-T)×D/E]

式中:D-债权价值;E-股权价值;T-适用所得税率。

将对比公司的Unlevered β计算出来后,取其平均值作为被评估单位的Unlevered β,确定被评估单位的资本结构比率。

在确定被评估单位目标资本结构时我们参考了以下两个指标:

对比公司资本结构平均值;

被评估单位自身账面价值计算的资本结构。

基准日发投碱业无付息负债,且经营稳定,但未来未有明确的投融资计划,因此本次采用发投碱业自身的资本结构;即D/E=0.00。

估算被评估单位在上述确定的资本结构比率下的Levered β

我们将已经确定的被评估单位资本结构比率代入到如下公式中,计算被评估单位Levered β:

Levered β=Unlevered β×[1+(1-T)×D/E]

式中:D-债权价值;E-股权价值;T:适用所得税率;

β系数的Blume调正

我们估算β系数的目的是估算折现率,该折现率是用来折现未来的预期收益,因此折现率应该是未来预期的折现率,因此要求估算的β系数也应该是未来的预期β系数。

我们采用的β系数估算方法是采用历史数据,因此我们实际估算的β系数应该是历史的β系数而不是未来预期的β系数。为了估算未来预期的β系数,我们需要采用布鲁姆调整法(BlumeAdjustment)。

(下转B060版)