

北京中企华资产评估有限责任公司  
关于中国证券监督管理委员会  
《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》  
[220950]号相关问题之回复

北京中企华资产评估有限责任公司

二〇二二年十一月



**中国证券监督管理委员会：**

贵会于 2022 年 10 月 8 日下发了《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》[220950]号（以下简称“《反馈意见》”），北京中企华资产评估有限责任公司作为福达合金材料股份有限公司本次重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易的拟置入资产评估机构，对有关问题进行了认真分析，现就《反馈意见》中相关问题的核查回复如下，请予审核。如无特别说明，本反馈意见回复中所述的词语或简称与重组报告书中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。本回复中涉及补充披露的内容已在重组报告书中显示。

除非文义另有所指，本回复中的简称与《福达合金材料股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易（草案）（修订稿）》中的释义具有相同涵义。

问题四：申请文件及一次反馈回复显示，1) 置入资产预测期权益法核算的投资收益为 5.8 亿元、6.6 亿元、6.7 亿元、6.8 亿元、7.5 亿元，较置入资产 2021 年（13.23 亿元）下降 50%以上，较 2019—2020 年两年均值（约 3 亿元）增长近一倍。2) 前述投资收益增长较快主要是由于内蒙古锦联铝材有限公司（以下简称锦联铝材）、贵州华仁新材料有限公司（以下简称华仁新材）、贵州华锦铝业有限公司（以下简称华锦铝业）和宁夏宁创新材料科技有限公司（以下简称宁创新材）的利润较高所致。2021 年、2022 年 1—4 月，置入资产对以上四家联营企业投资收益合计分别为 12.86 亿元和 4.71 亿元，分别占当期投资收益的 87.37% 和 85.00%。3) 2022 年，华锦铝业毛利率为 19%，华仁新材毛利率为 13%，锦联铝材毛利率为 9%。4) 宁创新材收益法估值为 17.8 亿元，其中预测期经营价值 2.7 亿元，非经营性资产 22.8 亿元，溢余资产 2.9 亿元。请你公司：1) 结合预测期置入资产氧化铝预测价格、被投资企业报告期及预测期盈利变化情况，补充披露置入资产 2021 年权益法核算投资收益的具体过程、大幅上涨的原因及合理性；置入资产预测期权益法核算投资收益较 2021 年大幅下降以及较 2019 年、2020 年大幅上涨的原因及合理性；并进一步说明置入资产预测期投资收益预测的合理性。2) 结合 2019—2021 年及 2022 年 1—6 月置入资产实际盈利情况和投资收益情况，补充披露本次交易业绩补偿设置的合理性。3) 结合置入资产参股公司关联方认定核查情况、投资收益的预测情况、参股公司盈利预测增速、参股公司毛利率和置入资产毛利率对比等，补充披露置入资产参股公司经营业绩对锦江集团等关联方是否存在重大依赖，以及置入资产长期股权投资估值的合理性。4) 结合报告期置入资产权益法核算投资收益构成，补充披露在置入资产投资收益主要依赖关联方经营业绩（如有）的情形下，如何保证后续投资收益测算的准确性和客观性。5) 补充披露置入资产是否存在收购参股公司剩余股权的相关安排。6) 补充披露宁创新材、锦联铝材等参股公司非经营资产、溢余资产等评估的具体过程，进一步说明相关估值是否合理。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、标的公司 2021 年权益法核算投资收益增加的原因及计算过程

### （一）标的公司 2021 年权益法核算投资收益增加具有合理性

标的公司 2021 年权益法核算投资收益 13.2 亿元，相比 2020 年增加约 13 亿元。增加的主要原因为：（1）标的公司分别在 2020 年 12 月末和 2021 年 7 月收购了锦联铝材参股权，2021 年之前锦联铝材未向标的公司贡献投资收益，而 2021 年贡献了 6.8 亿元投资收益。（2）标的公司在 2021 年 3 月分别收购了华仁新材和华锦铝业参股权，2021 年之前华仁新材和华锦铝业未向标的公司贡献投资收益，而 2021 年合计贡献了 4.7 亿元投资收益。（3）标的公司 2020 年 12 月 30 日取得宁创新材股权，2021 年之前宁创新材未向标的公司贡献投资收益，而 2021 年贡献了 1.4 亿元投资收益。上述事项使得标的公司 2021 年合计新增投资收益 12.9 亿元。具体列示如下。

单位：万元

公司名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-7 月
<b>权益法核算长期股权投资收益 (A)</b>	<b>3,500.44</b>	<b>3,013.62</b>	<b>132,256.53</b>	<b>84,650.72</b>
其中：锦联铝材	-	-	67,650.93	31,386.60
华仁新材	-	-	27,741.71	15,005.77
华锦铝业	-	-	19,073.85	14,228.19
宁创新材	-	-	14,121.72	7,690.47
其他参股公司	3,500.44	3,013.62	3,668.32	16,279.68
<b>其他投资收益 (B)</b>	<b>31,194.97</b>	<b>29,360.45</b>	<b>14,917.44</b>	-
<b>投资收益合计 (A+B)</b>	<b>34,695.41</b>	<b>32,374.07</b>	<b>147,173.97</b>	<b>84,650.72</b>

## （二）标的公司 2021 年权益法核算投资收益计算过程准确合理

标的公司 2021 年权益法核算的投资收益共计 13.2 亿元，相关计算过程准确合理，具体列示如下：

单位：万元

序号	被投资单位	取得日	主营业务	持股比例	其他方持股情况	2021年度 持股期间净 利润	2021年投资 收益金额
1	锦联铝材	2020.12.31及 2021.7.29分 两次取得	电解铝生产 销售	42.36%	宁波佳裕持股 12.35%，内蒙古赛诺投资管理中心（有限合伙）持股 43.99%，内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司持股 1.30%（均按实缴计算，不考虑芜湖长宝明股实债）	178,928.87	67,650.93
2	华仁新材	2021.3.30	电解铝生产 销售	30.00%	中国铝业（601600.SH）持股 40%，贵州成黔企业（集团）有限公司持股 15%，清镇市工业投资有限公司持股 15%	92,472.35	27,741.71
3	华锦铝业	2021.3.30	氧化铝生产	40.00%	中国铝业（601600.SH）持股 60%	47,684.61	19,073.85
4	宁创新材	2020.12.30	电解铝生产 销售	30.00%	锦江集团持股 70%（不考虑芜湖华融明股实债）	47,072.42	14,121.72
5	锦亿科技	2018.12.25	氯碱化工生产	20.17%	鲁北化工（600727.SH）持股 51.00%，衢州善亿化工科技有限公司持股 28.82%	22,136.11	4,465.93
6	龙州新翔	2021.2.8	氧化铝生产	34.00%	神火股份（000933.SH）持股 36%，广西龙州县工业交通投资有限公司持股 30%	1,042.92	354.59
7	锦腾炭素	2021.10.18	炭素生产	30.00%	锦江集团持股 70%（不考虑芜湖华融明股实债）	1,118.88	335.66
8	焦作万方	2021.8.12	电解铝生产 销售	11.87%	截至 2022 年 6 月末，焦作万方（000612.SZ）第一大股东为樟树市和泰安成投资管理中心（有限合伙）持股 17.30%，此外还有其他上市公司公众股东。	-13,695.72	-1,625.86
9	百色新铝	2014.6.4	电力业务	5.00%	吉利百矿集团有限公司持股 53%，中铝广西投资发展有限公司持股 16%，广西信发铝电有限公司持股 13%，广西赤源投资股份有限公司持股 5%，广西广投银海铝业集团有限公司持股 8%	3,542.73	177.14
10	其他单位	-	-	-	-	-	-34.84
<b>合计</b>							<b>132,256.53</b>

**（三）业绩比较口径一致情况下，预测期权益法核算投资收益与 2019-2020 年的均值接近，具有合理性**

标的公司在 2020 年末-2021 年陆续收购了锦联铝材、华仁新材、华锦铝业、宁创新材等公司的参股权，导致预测期贡献投资收益的参股公司范围大于 2019-2020 年。为了保持业绩比较口径一致，假设标的公司自 2019 年 1 月 1 日即取得上述公司参股权，并享有其投资收益。则计算的标的公司的投资收益如下表：

单位：万元

项目	2019 年 (模拟)	2020 年 (模拟)	2021 年 (实际)	2022 年 1-7 月(实 际)	2022 年 (预测)	2023 年 (预测)	2024 年 (预测)
权益法核算长期股权投资收益	49,993.11	81,937.02	147,173.97	84,650.72	57,858.61	65,957.25	67,486.64

2019-2021 年标的公司投资收益不断提升，主要原因有两方面：（1）2020 年电解铝价格上涨，参股电解铝企业锦联铝材、华仁新材贡献了较多的投资收益；（2）2021 年铝行业景气度持续提升，参股电解铝、氧化铝公司及其同行业公司均业绩向好。

预测期内，参股公司盈利预测谨慎考虑行业景气度的提升，主要参考 2019 年和 2020 年行业较低景气度下的经营数据进行预测，具有谨慎性和可实现性。2019-2020 年权益法核算投资收益均值为 65,965.07 万元，2022 年-2024 年权益法核算投资收益均值为 63,767.50 万元，预测期权益法核算投资收益与 2019-2020 年的均值接近。

**（四）预测期权益法核算投资收益较 2021 年下降，主要系考虑到参股公司产品价格波动而进行的谨慎预测，具有合理性**

标的公司权益法核算投资收益的参股公司主要包括氧化铝企业华锦铝业，以及电解铝企业锦联铝材、宁创新材、华仁新材。

预测期权益法核算投资收益较 2021 年下降，主要系考虑产品价格周期波动因素而进行了谨慎预估。预测期氧化铝和电解铝的销售价格均低于 2021 年高景气度下的市场价格。具体情况是，2021 年，贵州地区氧化铝三网均价约为 2,442.90 元/吨，预测期华锦铝业（位于贵州地区）的氧化铝销售单价为 2,257.63 元/吨；

2021年，长江有色网电解铝平均单价约16,723.99元/吨，预测期锦联铝材、宁创新材、华仁新材的电解铝平均销售单价为13,166.81~13,778.56元/吨。

综上所述，标的公司预测期投资收益具有谨慎性和合理性。

## 二、业绩承诺包含主营业务净利润和投资收益，具有合理性

标的公司的业绩承诺以归母净利润为基础，包括两部分：一是归母净利润（不含投资收益），即主营业务净利润，二是投资收益。具体如下：

单位：万元

项目	2022年 (E)	2023年 (E)	2024年 (E)	2025年 (E)	2026年 (E)
归母净利润（不含投资收益）(A)	101,850.26	109,358.15	116,907.33	122,936.80	125,916.42
投资收益(B)	57,858.61	65,957.25	67,486.64	68,162.54	75,452.48
归母净利润(C=A+B)	159,708.87	175,315.40	184,393.97	191,099.34	201,368.90
标的公司承诺净利润	159,710.00	175,320.00	184,400.00	-	-

归母净利润（不含投资收益）的合理性分析参见问题一第一小问的回复，投资收益的合理性分析参见问题四第一小问之（三）（四）的回复。标的公司业绩承诺与报告期实际盈利情况可比，具有合理性。

## 三、参股公司的投资收益预测和长期股权投资估值具有合理性，经营业绩对锦江集团关联方不存在重大依赖

### （一）标的公司的总体估值和业绩承诺情况

本次评估中采用收益法，以企业未来自由现金流量为基础，采用适当折现率折现后加总计算得出经营性资产价值，再加减其他项，最后得出归属母公司股东全部权益价值155.68亿元。标的公司评估的具体计算过程如下：

单位：万元

项目	评估价值	相关评估过程
一、预测期经营性资产总价值	1,686,748.06	系标的公司合并范围内的氧化铝、烧碱及金属镓业务构成，采用收益法计算，并折现后得出该部分业务的经营价值，其中折现现金流为息前净利润，折现值含了有息负债价值。

项目	评估价值	相关评估过程
减：有息负债价值	829,582.34	主要系向金融机构的借款。
二、预测期经营性净资产价值	857,165.72	标的公司合并范围内的氧化铝、烧碱及金属稼业务价值。对应 2022 年、2023 年、2024 年的业绩承诺为 10.19 亿元、10.94 亿元和 11.70 亿元。
加：长期股权投资	823,253.78	系标的公司持有参股公司的价值，相关的 2022 年、2023 年、2024 年业绩承诺分别为 5.79 亿元、6.60 亿元、6.75 亿元。
加：非经营性资产负债净额	-75,534.98	主要为与被评估单位生产经营无关的，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产及负债。
加：溢余资产	87,959.75	主要为超过企业生产经营所需多余的货币资金。
三、股东全部权益价值	1,692,844.27	-
减：少数股东权益	136,058.57	标的公司合并范围内非全资子公司对应的少数股东权益金额。
四、归属母公司的所有者权益	1,556,800.00	最终估值数字。

针对上述长期股权投资价值 82.33 亿元，相关的 2022 年、2023 年、2024 年业绩承诺分别为 5.79 亿元、6.60 亿元、6.75 亿元。下文将详细说明相关估值和投资收益的合理性。

## （二）标的公司参股公司估值的总体情况

参股公司对应的长期股权投资价值及投资收益承诺明细如下：

单位：亿元

序号	被投资单位	持股比例	评估价值	2022 年投资收益业绩承诺	2023 年投资收益业绩承诺	2024 年投资收益业绩承诺	业绩承诺简要说明	评估价值对应的评估方法
1	锦联铝材	42.36%	36.05	2.31	2.51	2.43	收益法测算的扣非归母净利润确定业绩承诺	收益法 - 企业自由现金流量模型
2	宁创新材	30.00%	5.37	-0.12	0.05	0.22		
3	华仁新材	30.00%	11.87	1.62	2.00	1.99		收益法 - 股利折现模型
4	华锦铝业	40.00%	11.72	1.85	1.84	1.84		



序号	被投资单位	持股比例	评估价值	2022年投资收益业绩承诺	2023年投资收益业绩承诺	2024年投资收益业绩承诺	业绩承诺简要说明	评估价值对应的评估方法
5	焦作万方	11.87%	11.65	0.12	0.12	0.12	自愿业绩承诺	股票收盘价乘以持股数量
6	锦亿科技	20.17%	0.92	0.20	0.20	0.20		账面净资产乘以持股比例
7	龙州新翔	34.00%	3.73	0.51	0.51	0.51		
8	百色新铝	4.79%	0.23	-	-	-		
9	百益矿业	27.50%	0.33	-	-	-		
10	五门沟矿业	50.00%	0.41	-	-	-		
11	天朗润德	10.98%	0.06	-	-	-	-	根据清算资料中的可分配金额确定评估值
12	折旧摊销影响金额	-	-	-0.71	-0.64	-0.56	-	-
合计			<b>82.33</b>	<b>5.79</b>	<b>6.60</b>	<b>6.75</b>		-

上表中，焦作万方采用评估基准日的股票收盘价乘以持股数量评估作价；锦亿科技、龙州新翔、百色新铝、百益矿业、五门沟矿业采用账面净资产评估作价；天朗润德根据清算资料中的可分配金额确定评估值。上述7家公司均未采用收益法进行估值和收益预测，估值均基于客观的净资产数字或股票市值，其长期股权投资估值具备客观性和合理性。

长期股权投资估值的合理性主要分析采用收益法评估的4家公司：锦联铝材、华仁新材、华锦铝业、宁创新材。

**（三）锦联铝材的投资收益预测和长期股权投资估值具有合理性，经营业绩对锦江集团关联方不存在重大依赖**

**1、结合锦联铝材投资收益的预测情况，锦联铝材对应的长期股权投资估值具有合理性**

锦联铝材采用收益法评估，对应的评估模型总体情况如下：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	永续期
一、营业收入	1,290,347.38	1,356,181.43	1,356,181.43	1,356,181.43	1,356,181.43	1,356,181.43
加：其他业务利润	1,958.55	1,960.29	1,949.07	1,968.41	1,975.58	2,040.43
减：营业成本	1,177,412.17	1,239,196.28	1,242,524.43	1,241,286.78	1,233,059.36	1,192,395.39
二、营业利润	73,821.92	80,276.32	77,659.97	78,783.13	86,828.10	128,571.01
三、利润总额	72,565.24	78,961.12	76,344.77	77,467.93	85,512.90	127,255.81
减：所得税费用	18,141.31	19,740.28	19,086.19	19,366.98	21,378.22	31,813.95
四、净利润	54,423.93	59,220.84	57,258.58	58,100.95	64,134.67	95,441.86
五、息前税后净利润	67,328.89	69,476.50	66,858.58	67,700.95	73,734.67	105,041.86
加：折旧及摊销	113,937.79	115,872.34	115,908.77	112,724.86	103,558.65	60,966.37
减：资本性支出	59,920.51	6,600.00	6,600.00	6,600.00	6,600.00	38,748.22
营运资金需求净增加	15,139.66	-3,633.92	-313.61	222.02	945.99	0.00
六、企业自由现金流量	106,206.52	182,382.76	176,480.95	173,603.79	169,747.34	127,260.01

经核查，锦联铝材上述收益法评估的收入成本及相关假定具有合理性。在上述企业自由现金流的基础上，采用合理的折现率计算的预测期经营价值合计为125亿元，在此基础上按照评估原则，加上溢余资产等因素，最终计算的锦联铝材归属母公司股东的全部权益价值为106.75亿元，三门峡铝业持有锦联铝材认缴出资比例为24.82%，因此最终估值为36.05亿元（截至评估基准日，三门峡铝业已对锦联铝材足额出资，其他股东尚有38.48亿元未足额出资。长期股权投资评估结果=（评估基准日全部股东权益价值评估值106.75亿元+未缴出资额38.48亿元）×该股东认缴的出资比例24.82%-该股东未缴出资额0元）。

根据上述企业自由现金流的计算，2022-2024年锦联铝材的预测净利润分别为：54,423.93万元、59,220.84万元、57,258.58万元，按照三门峡铝业持有锦联铝材42.36%的实缴股权比例计算，对应的投资收益承诺为23,054.09万元、25,086.07万元、24,254.85万元。

综上所述，锦联铝材的投资收益预测和长期股权投资估值具有合理性。

## 2、锦联铝材的盈利预测增速及估值具有合理性

锦联铝材盈利预测增速情况总体稳定，具有合理性。锦联铝材 2023 年因新增 4.7 万吨产能指标投产导致净利润增加（投产后产能共计 105 万吨）。2026 年随着折旧摊销减少，净利润进一步增加。具体如下：

单位：万元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
净利润	54,423.93	59,220.84	57,258.58	58,100.95	64,134.67
净利润增长率	-	8.81%	-3.31%	1.47%	10.38%

### 3、结合锦联铝材毛利率与同行业上市公司对比，锦联铝材的毛利率及估值具有合理性

锦联铝材 2019-2021 年毛利率持续提升，原因系 2020 年 9 月-2021 年电解铝价格显著上涨，特别是 2021 年电解铝价格持续处于高位。同行业上市公司毛利率在同期亦显著提升（据上市公司年报，中国铝业、天山铝业、云铝股份、神火股份四家电解铝上市公司 2019-2021 年的平均销售毛利率分别为 8.88%、14.40% 和 22.32%）。

在锦联铝材的毛利率预测中谨慎考虑上述价格上涨因素，预测期电解铝价格采用了较低的 15 年长周期均价，成本预测则采用了较高的近 2 年平均成本，致使预测期毛利率低于近三年毛利率水平，更具有谨慎性和可实现性。永续期毛利率较预测期略有上升主要系永续期折旧摊销减少所致。具体如下：

2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	永续期
9.87%	16.69%	22.18%	8.75%	8.63%	8.38%	8.47%	9.08%	12.08%

锦联铝材系电解铝生产企业，与标的公司氧化铝产品的毛利率不具可比性，因此采用电解铝行业上市公司的毛利率进行对比：

项目	毛利率对比情况
中国铝业	原铝板块 2006 年至 2021 年平均毛利率为 6.98%，公司整体销售毛利率 2006 年至 2021 年平均为 8.64%，与锦联铝材预测期毛利率接近。
天山铝业	天山铝业于 2019 年完成重组上市，曾披露预测期（2019 年-2026 年）的毛利率数据。由于天山铝业位于新疆，电力成本较低，预测期每度

项目	毛利率对比情况
	电单位成本为 0.12 元左右，锦联铝材预测期每度电单位成本为 0.33 元，如天山铝业预测期每度电单位成本参照锦联铝材的计算，调整后天山铝业 2019 年—2026 年平均毛利率为 7.71%，与锦联铝材预测期毛利率接近。
云铝股份	铝锭板块 2009 年至 2021 年平均毛利率为 10.58%，与锦联铝材预测期毛利率接近。
神火股份	铝锭板块 2006 年至 2021 年平均毛利率为 10.88%，公司整体销售毛利率 2006 年至 2021 年平均为 10.70%，与锦联铝材预测期毛利率接近。

综上所述，锦联铝材预测期毛利率在同行业上市公司平均水平范围内，具有合理性。

#### 4、锦联铝材经营业绩对锦江集团关联方无重大依赖，锦联铝材的盈利预测及估值具有合理性

锦江集团持有锦联铝材 12.35% 股权<sup>1</sup>，通过标的公司间接持有锦联铝材 42.36% 的股权，无法对锦联铝材实施控制（具体论证详见问题六第二小问之回复）。国资股东内蒙古矿业方面（实际控制人为山东省国资委）和霍林河煤业方面（实际控制人为通辽市国资委）合计持有锦联铝材 45.29% 股权。国有股东对锦联铝材建立了完善的国资监督和审计机制，因此锦江集团无法通过调节锦联铝材的利润来影响标的公司的经营业绩。

从行业政策方面来看，我国电解铝产能实行“指标制”总量管理，电解铝产能指标限定不超过 4,500 万吨。锦联铝材拥有电解铝产能指标 105 万吨/年，在生产经营的核心资源上不依赖第三方和锦江集团。从电解铝的生产工艺来看，电解铝生产工艺成熟，不存在专利或壁垒。锦联铝材掌握了通行的电解生产技术，在生产经营的核心技术和设备上不依赖第三方和锦江集团。

从采购端来看，电解铝的成本结构中主要为氧化铝（约占 40%）、电力（约占 40%）、其余为人工、折旧和阳极碳素等少量辅料。其中电力采购系通过当地电网统一定价或采购煤炭自发电，不存在对锦江集团的依赖。氧化铝采购方面，根据关联方认定，锦联铝材存在采购标的公司生产的氧化铝的情况，但因运输成

<sup>1</sup> 按实缴比例计算，不考虑芜湖长宝明股实债。

本不经济，所占比例较小。具体如下：

单位：万吨

氧化铝最终货源地	2019年		2020年		2021年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
三门峡铝业	8.33	4.90%	6.25	3.41%	14.53	7.28%
其他氧化铝厂商	161.64	95.10%	177.07	96.59%	185.18	92.73%
合计	169.97	100.00%	183.32	100.00%	199.71	100.00%

氧化铝系大宗标准化商品，产品流动性强，采购渠道广泛，市场报价透明，采购价格公允（参照“三网”均价结算），锦联铝材不存在依赖锦江集团进行采购的情况。

从销售端来看，根据关联方的认定情况，锦联铝材向锦江集团下属企业销售了部分电解铝，锦江集团下属企业参与交易的目的系发挥大型贸易商的物流优势，将电解铝运输至华东等地区后实现向终端客户的销售。上述交易价格均参考长江有色网等公开报价确定，具有公允性，且所有产品均实现了向最终客户（第三方铝加工企业或知名大型贸易商）的销售，业绩具有真实性。

锦联铝材的最终销售客户主要情况如下（内蒙古联晟新能源材料有限公司、内蒙古晟源铝业有限公司、内蒙古锦泰新材料有限公司、内蒙古超今新材料有限公司等当地铝加工铝业为锦联铝材直接销售的客户）：

年份	终端客户	客户类别	销量占比
2022年1-7月	内蒙古联晟新能源材料有限公司	铝加工企业	23.49%
	内蒙古晟源铝业有限公司		10.44%
	内蒙古锦泰新材料有限公司		9.95%
	内蒙古超今新材料有限公司		8.59%
	内蒙古天硕铝业有限公司		7.83%
	小计		60.30%
2021年	内蒙古联晟新能源材料有限公司	铝加工企业	20.38%
	内蒙古晟源铝业有限公司		11.32%
	内蒙古锦泰新材料有限公司		10.21%

年份	终端客户	客户类别	销量占比
	内蒙古超今新材料有限公司		9.71%
	托克投资（中国）有限公司	知名大型贸易商	7.61%
	小计		<b>59.23%</b>
2020 年	内蒙古联晟新能源材料有限公司	铝加工企业	18.60%
	通辽市津和双金属线材有限公司		11.26%
	内蒙古超今新材料有限公司		7.84%
	深圳市物产国际贸易有限公司	知名大型贸易商	7.47%
	嘉能可有限公司		5.93%
	小计		<b>51.10%</b>
2019 年	内蒙古联晟新能源材料有限公司	铝加工企业	18.52%
	内蒙古超今新材料有限公司		9.75%
	托克投资（中国）有限公司	知名大型贸易商	7.19%
	杭州市金融投资集团有限公司		5.79%
	内蒙古天硕铝业有限公司	铝加工企业	5.78%
	小计		<b>47.03%</b>

锦联铝材生产的“兰江”牌铝锭属于上海期货交易所认证的大宗商品交割品牌，可作为标准化的大宗商品进行流通和交易，销售价格根据长江有色网或上海有色网或南储商务网等报价确定，交易价格公允透明。由于铝锭具有流通性强，变现能力强的特征，电解铝生产商属于“以产定销”的销售模式，不存在依赖锦江集团进行销售的情况。

电解铝为重量大、运输费用高，不存在品质差异的大宗标准化产品，其交易活跃，有规范的期货市场，变现能力极强，且均按照公开报价进行结算，价格透明，是工业生产领域类似“黄金”的硬通货。电解铝的生产单位行业集中度高，下游加工行业散布于国民经济各个方面，行业集中度极低。

结合上述特点，经过产业发展演变，电解铝逐步形成了“集市”交易模式：

（1）在加工企业云集的珠三角、长三角形成了有公信力的交割仓库；（2）将电解铝生产企业的产品运输到仓库；（3）各方转移货权时，以仓单的形式予以交割。具体操作安排为，卖方向仓库发出将货物交割至买方的指令，仓库返回信息

明确其已经将货物产权转移至买方，仓库收取每吨 1-5 元的服务费；（4）买方根据生产需求和资金安排，结合价格预期，决定自仓库拉回货物用于生产或予以出售。

经过多年的发展，该市场已经成熟，交易已经标准化，吸引了不少公司参与交易，其目的主要为预判价格涨跌盈利、赚取资金收益、运输协同、套利和套保等。

结合上述业务特点，电解铝生产商不会对相关销售渠道和客户形成依赖。

（四）华仁新材的投资收益预测和长期股权投资估值具有合理性，经营业绩对锦江集团关联方不存在重大依赖

1、结合华仁新材投资收益的预测情况，华仁新材对应的长期股权投资估值具有合理性

华仁新材采用股利折现模型，以未来年度可分配股利为依据进行折现，对应的评估模型总体情况如下：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年-永续期
一、主营业务收入	551,142.58	661,371.10	661,371.10	661,371.10	661,371.10	661,371.10	661,371.10	661,371.10	661,371.10	661,371.10
加：其他业务利润	2,535.52	2,773.17	2,766.03	2,766.03	2,766.03	2,766.03	2,766.03	2,766.03	2,766.03	2,766.03
减：主营业务成本	481,430.45	577,716.54	577,716.54	577,716.54	577,716.54	577,716.54	577,716.54	577,716.54	577,716.54	577,716.54
二、营业利润	63,157.83	78,246.85	78,164.18	78,086.38	78,217.38	78,217.38	78,217.38	78,217.38	78,217.38	78,217.38
三、利润总额	63,157.83	78,246.85	78,164.18	78,086.38	78,217.38	78,217.38	78,217.38	78,217.38	78,217.38	78,217.38
四、净利润	54,029.15	66,609.30	66,489.53	66,423.65	66,532.38	66,532.38	66,532.38	66,532.38	66,532.38	58,742.38
五、提取法定盈余公积及专项储备	7,038.69	8,127.07	8,225.32	8,218.74	8,229.61	4,022.18	1,576.37	1,576.37	1,576.37	1,576.37
当期新增未分配利润	46,990.47	58,482.22	58,264.21	58,204.92	58,302.77	62,510.20	64,956.01	64,956.01	64,956.01	57,166.01
期末未分配利润余额	162,269.97	187,858.86	205,185.51	222,605.48	240,164.81	261,863.07	283,061.94	302,548.74	322,035.54	333,732.34
分配比例	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
预计可分配股利	32,893.33	40,937.56	40,784.95	40,743.44	40,811.94	43,757.14	45,469.20	45,469.20	45,469.20	40,016.20
标的公司可分配股利	9,868.00	12,281.27	12,235.49	12,223.03	12,243.58	13,127.14	13,640.76	13,640.76	13,640.76	12,004.86

经核查，华仁新材上述收益法-股利折现评估的重要要素具有合理性。根据

华仁新材《公司章程》第四十七条，公司弥补亏损和提取公积金后所余的不低于当年税后利润的 70%按照股东实缴出资形成的股权比例向股东进行分配。本次评估中分红比例按最低的 70%确定，并按照凯曼新材（标的公司全资子公司）持有华仁新材 30%股权计算分红金额。在上述分红金额预测的基础上，采用合理的折现率计算的预测期华仁新材 30%股权的经营价值合计为 118,671.05 万元。

根据上述分红计算过程，2022-2024 年华仁新材的预测净利润分别为：54,029.15 万元、66,609.30 万元和 66,489.53 万元，按照三门峡铝业持有华仁新材 30.00%的股权比例计算，对应的投资收益承诺为 16,208.75 万元、19,982.79 万元和 19,946.86 万元。

综上所述，华仁新材的投资收益预测和长期股权投资估值具有合理性。

## 2、华仁新材的盈利预测增速及估值具有合理性

2023 年华仁新材因中国铝业调剂给华仁新材 10 万吨电解铝产能指标用于生产，故产量和净利润将有所增长，以后年度保持稳定。因享受西部大开发税收优惠政策（政策执行期限至 2030 年末结束），故收益法中未来年度所得税税率按 15%预测，自 2031 年开始恢复 25%的所得税税率，因此 2030 年以后净利润减少。具体如下：

单位：万元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年-2030 年	2031 年-永续期
净利润	54,029.15	66,609.30	66,489.53	66,423.65	66,532.38	58,742.38
净利润增长率	-	23.28%	-0.18%	-0.10%	0.16%	-11.71%

## 3、结合华仁新材毛利率与同行业上市公司毛利率对比，华仁新材的毛利率及估值具有合理性

华仁新材 2019-2021 年毛利率持续提升，原因系 2020 年 9 月-2021 年电解铝价格显著上涨，特别是 2021 年电解铝价格持续处于高位。同行业上市公司毛利率在同期亦显著提升。同时，华仁新材成立于 2017 年，2019 年处于投产初期，产品销量、生产规模尚不稳定，也会导致毛利率相对较低。



华仁新材盈利预测中未来毛利率采用企业 2019 年、2020 年度的平均毛利率 12.65%谨慎预测，预测期毛利率低于近三年平均毛利率水平，具有谨慎性和可实现性。具体如下：

2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	永续期
9.32%	15.97%	21.80%	12.65%	12.65%	12.65%	12.65%	12.65%	12.65%

华仁新材预测期毛利率高于同行业可比上市公司平均毛利率（可比上市公司毛利率参见上节“3、结合锦联铝材毛利率与同行业上市公司对比，锦联铝材的估值具有合理性”），主要是因为华仁新材与其氧化铝主要供应商华锦铝业的厂区较近，原材料的运输成本相对较低，且产品中铝水占比较大，销售时产生的运输成本和包装费相对较低。综上所述，华仁新材毛利率的预测具有合理性。

#### 4、华仁新材经营业绩对锦江集团关联方无重大依赖，华仁新材的投资收益预测及估值具有合理性

华仁新材系中国铝业(601600.SH)控制的电解铝企业，标的公司仅参股 30%。报告期内华仁新材与锦江集团下属企业交易金额及占比较低（各期前十大客户中不存在锦江集团下属企业，前十大供应商中锦江集团下属企业交易金额占比低于 5%）。华仁新材的经营业绩不存在对锦江集团控制关联方的重大依赖。

#### （五）华锦铝业的投资收益预测和长期股权投资估值具有合理性，经营业绩对锦江集团关联方不存在重大依赖

##### 1、结合华锦铝业投资收益的预测情况，华锦铝业对应的长期股权投资估值具有合理性

华锦铝业采用股利折现模型，以未来年度可分配股利为依据进行折现，对应的评估模型总体情况如下：

单位：万元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年-永续期
一、主营业务收入	361,221.03	361,221.03	361,221.03	361,221.03	361,221.03	361,221.03	361,221.03	361,221.03	361,221.03	361,221.03

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年-永续期
减：主营业务成本	291,227.24	291,227.24	291,227.24	291,227.24	291,227.24	291,227.24	291,227.24	291,227.24	291,227.24	291,227.24
<b>二、营业利润</b>	<b>54,450.25</b>	<b>54,219.61</b>	<b>54,013.65</b>	<b>53,797.45</b>	<b>53,797.45</b>	<b>53,797.45</b>	<b>53,797.45</b>	<b>53,797.45</b>	<b>53,797.45</b>	<b>53,797.45</b>
<b>三、利润总额</b>	<b>54,450.25</b>	<b>54,219.61</b>	<b>54,013.65</b>	<b>53,797.45</b>	<b>53,797.45</b>	<b>53,797.45</b>	<b>53,797.45</b>	<b>53,797.45</b>	<b>53,797.45</b>	<b>53,797.45</b>
减：所得税费用	8,167.54	8,132.94	8,102.05	8,069.62	8,069.62	8,069.62	8,069.62	8,069.62	8,069.62	13,449.36
<b>四、净利润</b>	<b>46,282.71</b>	<b>46,086.67</b>	<b>45,911.60</b>	<b>45,727.83</b>	<b>45,727.83</b>	<b>45,727.83</b>	<b>45,727.83</b>	<b>45,727.83</b>	<b>45,727.83</b>	<b>40,348.08</b>
<b>五、提取法定盈余公积及专项储备</b>	<b>909.82</b>	<b>876.22</b>	<b>876.22</b>	<b>876.22</b>	<b>876.22</b>	<b>876.22</b>	<b>876.22</b>	<b>876.22</b>	<b>876.22</b>	<b>876.22</b>
当期新增未分配利润	45,372.89	45,210.44	45,035.38	44,851.61	44,851.61	44,851.61	44,851.61	44,851.61	44,851.61	39,471.86
期末未分配利润余额	139,350.04	150,285.14	161,167.88	171,999.09	182,969.13	193,939.17	204,909.21	215,879.25	226,849.29	232,439.58
分配比例	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76
预计可分配股利	34,275.35	34,152.64	34,020.40	33,881.57	33,881.57	33,881.57	33,881.57	33,881.57	33,881.57	29,817.63
标的公司可分配股利	13,710.14	13,661.06	13,608.16	13,552.63	13,552.63	13,552.63	13,552.63	13,552.63	13,552.63	11,927.05

经核查，华锦铝业上述收益法-股利折现评估的重要要素具有合理性。本次评估中分红比例按华锦铝业近三年最低分配比例 75.54%确定，并按照凯曼新材（三门峡铝业全资子公司）持有华锦铝业 40%股权计算分红金额。在上述分红金额预测的基础上，采用合理的折现率计算的预测期华锦铝业 40%股权的经营价值合计为 117,208.02 万元。

根据上述分红计算过程，2022-2024 年华锦铝业的预测净利润分别为：46,282.71 万元、46,086.67 万元和 45,911.60 万元，按照标的公司持有华锦铝业 40%的股权比例计算，对应的投资收益承诺为 18,513.08 万元、18,434.67 万元和 18,364.64 万元。

综上所述，华锦铝业的投资收益预测和长期股权投资估值具有合理性。

## 2、华锦铝业的盈利预测增速及估值具有合理性

华锦铝业盈利预测增速情况总体稳定，具有合理性。因享受西部大开发税收优惠政策（政策执行期限至 2030 年末结束），故收益法中未来年度所得税税率按 15%预测，自 2031 年开始恢复 25%的所得税税率，因此 2030 年以后净利润减少。具体如下：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年-2030年	2031年-永续期
净利润	46,282.71	46,086.67	45,911.60	45,727.83	45,727.83	40,348.08
净利润增长率	-	-0.42%	-0.38%	-0.40%	0.00%	-11.76%

### 3、结合华锦铝业毛利率与与同行业公司毛利率对比，华锦铝业的毛利率及估值具有合理性

报告期内华锦铝业生产规模、原料来源、产能指标均保持稳定。本次预测中未来毛利率采用其 2019 年度和 2020 年度的平均毛利率 19.38%进行预测，且预测期毛利率低于近三年毛利率水平，具有谨慎性和可实现性。具体如下：

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
华锦铝业毛利率	19.53%	19.22%	22.20%	19.38%	19.38%	19.38%	19.38%	19.38%
标的公司自产氧化铝毛利率	11.81%	13.33%	20.45%	12.87%	13.13%	13.50%	13.65%	13.72%
标的公司广西氧化铝工厂锦鑫化工的毛利率	21.50%	19.93%	22.16%	20.95%	20.86%	20.79%	21.76%	22.02%

华锦铝业预测期毛利率高于标的公司毛利率，原因系华锦铝业位于贵州地区，而标的公司工厂位于河南、山西、广西省，资源状况和市场环境存在差异。总体上南方贵州、广西地区的工厂毛利率要高于北方河南、山西地区的工厂。主要原因如下：（1）贵州、广西地区的铝土矿品位好且价格低，原材料成本要低于山西、河南；（2）贵州、广西铝土矿的铝硅比含量较高，导致烧碱耗用量较低，生产单位氧化铝耗用的烧碱成本要低于山西、河南。因此，华锦铝业与锦鑫化工（标的公司广西工厂）的毛利率接近，更具有可比性。

综上所述，考虑到华锦铝业的区位优势，华锦铝业毛利率的预测具有合理性。

### 4、华锦铝业经营业绩对锦江集团关联方无重大依赖，华锦铝业的盈利预测及估值具有合理性

华锦铝业系中国铝业（601600.SH）控制的氧化铝生产企业，标的公司仅参股 40%。报告期内华锦铝业与锦江集团下属企业交易金额及占比较低（各期前十大供应商中不存在锦江集团下属企业，2021 年起前十大客户中锦江集团下属企

业交易金额占比低于 5%)，华锦铝业的经营业绩不存在对锦江集团控制关联方的重大依赖。

**(六) 宁创新材的投资收益预测和长期股权投资估值具有合理性，经营业绩对锦江集团关联方不存在重大依赖**

**1、结合宁创新材投资收益的预测情况，宁创新材对应的投资收益预测和长期股权投资估值具有合理性**

宁创新材采用收益法评估，对应的评估模型总体情况如下：

单位：万元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	永续期
一、营业收入	279,504.27	279,504.27	279,504.27	279,504.27	279,504.27	279,504.27
减：营业成本	273,453.70	268,774.60	263,247.27	264,225.52	265,201.62	264,251.50
二、营业利润	-3,956.99	1,772.85	9,051.82	8,744.13	7,583.61	8,627.15
三、利润总额	-3,956.99	1,772.85	9,051.82	8,744.13	7,583.61	8,627.15
四、净利润	-3,956.99	1,772.85	7,334.90	6,558.10	5,687.71	6,470.36
扣税后财务费用	3,452.90	2,756.53	1,616.36	999.49	999.49	999.49
五、息前税后净利润	-504.09	4,529.38	8,951.27	7,557.58	6,687.20	7,469.85
加：折旧及摊销	19,574.70	16,166.47	10,710.58	12,095.62	12,874.15	11,878.18
减：资本性支出	22,258.81	22,258.81	22,258.81	16,968.54	3,365.00	9,671.08
营运资金需求净增加	-2,087.83	663.22	887.20	-153.64	-142.24	0.00
六、企业自由现金流量	-1,100.37	-2,226.17	-3,484.16	2,838.30	16,338.59	9,676.95

经核查，宁创新材上述收益法评估的重要要素具有合理性。在上述企业自由现金流的基础上，采用合理的折现率计算的预测期经营价值合计为 27,167.72 万元，在此基础上按照评估原则，加上溢余资产等因素，最终计算的宁创新材归属母公司股东的全部权益价值为 178,920.06 万元，三门峡铝业持有宁创新材 30% 股权，因此最终估值为 53,676.02 万元。

根据上述企业自由现金流的计算，预测宁创新材的净利润分别为：-3,956.99 万元、1,772.85 万元、7,334.90 万元，按照三门峡铝业持有宁创新材 30% 股权计

算，对应的投资收益承诺为-1,187.10万元、531.85万元、2,200.47万元。

综上所述，宁创新材的投资收益预测和长期股权投资估值具有合理性。

## 2、宁创新材的盈利预测增速及估值具有合理性

宁创新材盈利预测增速情况总体稳定，具有合理性。2022年-2024年宁创新材净利润有所提升，主要系宁创新材对电解槽进行大修技改，电解电耗出现下降，折旧摊销也逐年减少。2025-2026年因预测期新增电解槽大修技改支出导致折旧摊销有所增加，净利润有所下降。具体如下：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
净利润	-3,956.99	1,772.85	7,334.90	6,558.10	5,687.71
净利润增长率	-	144.80%	313.74%	-10.59%	-13.27%

## 3、结合宁创新材毛利率与同行业上市公司的毛利率对比，宁创新材的毛利率及估值具有合理性

宁创新材2019-2021年毛利率持续提升，原因系2020年9月-2021年电解铝价格显著上涨，特别是2021年电解铝价格持续处于高位。同行业上市公司毛利率在同期亦显著提升。

在宁创新材的毛利率预测中谨慎考虑上述价格上涨因素，预测期电解铝价格采用了较低的15年长周期均价，成本预测则采用了较高的近2年平均成本，致使预测期毛利率低于近三年毛利率水平，更具有谨慎性和可实现性。具体如下：

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	永续期
宁创新材自产铝锭销售毛利率	3.53%	6.07%	22.50%	2.16%	3.84%	5.82%	5.47%	5.12%	5.46%

与同行业上市公司相比，宁创新材预测期毛利率低于电解铝上市公司平均毛利率水平，主要原因系宁创新材位于宁夏，煤炭资源和电价优势不及内蒙古、新疆地区，且电力均从电网采购，因此预测期电单位成本相对较高。

以天山铝业为例进行对比，天山铝业位于新疆，电力成本相对较低，历史期

电单位成本为 0.11-0.12 元/千瓦时，预测期电单位成本为 0.12 元/千瓦时。宁创新材历史期电单位成本为 0.33-0.34 元/千瓦时，预测期电单位成本为 0.38 元/千瓦时，若天山铝业预测期电单位成本参照宁创新材进行计算调整，则天山铝业预测期 2019-2026 年平均毛利率为 4.05%，与宁创新材预测期 2022-2026 年平均毛利率 4.48%相接近。天山铝业毛利率及调整后情况如下：

项目	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
天山铝业毛利率	16.55%	18.73%	21.12%	22.42%	23.30%	23.52%	23.52%	23.52%
天山铝业毛利率-电单位成本调整后	-2.69%	0.34%	3.38%	5.31%	6.07%	6.65%	6.65%	6.65%

综上所述，宁创新材预测期毛利率与同行业上市公司相比具有合理性。

#### 4、宁创新材经营业绩对锦江集团关联方无重大依赖，宁创新材的盈利预测及估值具有合理性

从行业政策方面来看，我国电解铝产能实行“指标制”总量管理，电解铝产能指标限定不超过 4,500 万吨。宁创新材拥有电解铝产能指标 20 万吨/年，在生产经营的核心资源上不依赖第三方和锦江集团。从电解铝的生产工艺来看，电解铝生产工艺成熟，不存在专利或壁垒。宁创新材均掌握了通行的电解生产技术，在生产经营的核心技术和设备上不依赖第三方和锦江集团。

从采购端来看，电解铝的成本结构中主要为氧化铝（约占 40%）、电力（约占 40%）、其余为人工、折旧和阳极碳素等少量辅料。其中宁创新材电力采购系通过当地电网统一定价，不存在对锦江集团的依赖。氧化铝采购方面，根据关联方的认定情况，宁创新材存在采购标的公司氧化铝的情况，主要原因为宁创新材所在的宁夏地区距离三门峡铝业的山西、河南氧化铝工厂距离较近，运输费用具有经济性。氧化铝系大宗标准化商品，产品流动性强，采购渠道广泛，市场报价透明，上述采购亦价格公允（参照“三网”均价结算），宁创新材不存在依赖锦江集团进行采购的情况。

从销售端来看，根据关联方的认定情况，宁创新材向锦江集团下属企业销售了部分电解铝，锦江集团下属企业参与交易的目的系发挥物流优势，将电解铝运输至华东等地区后实现向终端客户的销售。上述交易价格均参考长江有色网等公

开报价确定，具有公允性，且所有产品均实现了向最终客户的销售，业绩具有真实性。

宁创新材的最终销售客户主要情况如下（宁夏铭岛铝业有限公司、宁夏今飞轮毂有限公司等当地铝加工企业系宁创新材直接销售的客户）：

年份	终端客户	客户类别	占比
2022年1-7月	宁夏铭岛铝业有限公司	铝加工企业	59.03%
	宁夏今飞轮毂有限公司		12.38%
	中信金属宁波能源有限公司	知名大型贸易商	11.34%
	广西海亿贸易有限公司	铝加工企业	3.76%
	天津国信矿产资源经营有限公司	知名大型贸易商	2.69%
	小计		
2021年	宁夏铭岛铝业有限公司	铝加工企业	22.35%
	宁夏今飞轮毂有限公司		10.71%
	托克投资（中国）有限公司	知名大型贸易商	10.63%
	厦门振丰能源有限公司		10.14%
	中信金属宁波能源有限公司		8.41%
	小计		
2020年	深圳市物产国际贸易有限公司	知名大型贸易商	32.78%
	中信金属宁波能源有限公司	知名大型贸易商	17.38%
	宁夏铭岛铝业有限公司	铝加工企业	16.09%
	宁夏今飞轮毂有限公司		9.44%
	上海诺昉国际贸易有限公司	知名大型贸易商	9.36%
	小计		
2019年	宁夏铭岛铝业有限公司	铝加工企业	25.19%
	深圳市物产国际贸易有限公司	知名大型贸易商	19.31%
	广西广投银海铝业集团有限公司	铝加工企业	9.17%
	宁夏今飞轮毂有限公司		8.15%
	上海勒韦国际贸易有限公司		5.76%
	小计		

宁创新材生产的“JJYS”牌铝锭属于上海期货交易所认证的大宗商品交割品

牌，可作为标准化的大宗商品进行流通和交易，销售价格根据长江有色网等公开报价确定，交易价格公允透明。由于铝锭具有流通性强，变现能力强的特征，电解铝生产商属于“以产定销”的销售模式，不存在需要依赖锦江集团进行销售的情况。

#### **四、结合报告期标的公司权益法核算投资收益构成，补充披露在标的公司投资收益主要依赖关联方经营业绩（如有）的情形下，如何保证后续投资收益测算的准确性和客观性**

标的公司权益法核算投资收益构成参见本题第一小问的回复内容，权益法核算投资收益的合理性、参股公司不存在主要依赖关联方经营业绩的情况参见本题第三小问的回复内容。预测期标的公司投资收益主要来自锦联铝材、华仁新材、华锦铝业、宁创新材四家公司（占比达95%以上），现就上述四家公司投资收益测算的准确性和客观性说明下：

##### **（一）锦联铝材和宁创新材可保障后续投资收益测算的准确性和客观性**

锦联铝材、宁创新材系电解铝生产企业，电解铝生产企业成本、收入透明，可保证后续投资收益测算的准确性和客观性。具体说明如下：

从成本端来看，氧化铝和电力约占80%以上。氧化铝采购价格参考三网均价采购，定价机制透明。电力来自自备电厂发电（锦联铝材）或电力公司外购（宁创新材），定价机制公允。生产1吨电解铝需消耗约1.95吨氧化铝、13700度电，原材料单耗固定。整个成本核算过程清晰透明。

从收入端来看，电解铝的销售定价系参考长江有色网等公开报价，产量依据国家核发的产能指标确定，不存在操纵收入和利润的可能性。

锦联铝材拥有105万吨电解铝产能指标，存在外部国资股东内蒙古矿业（实际控制人为山东省国资委），霍林河煤业（实际控制人为通辽市国资委），对企业建立了完善的国资监督和审计机制。在上述条件下，能够保障后续投资收益核算的准确性和客观性。宁创新材拥有20万吨电解铝产能指标，未来预测投资收益较小，根据上述业务特点，也可以保障其投资收益测算的准确性和客观性。



## （二）华仁新材和华锦铝业可保障后续投资收益测算的准确性和客观性

华仁新材和华锦铝业系我国大型央企中国铝业（601600.SH）控股的企业，作为上市公司的控股子公司，其内部控制制度较为完善，建立了严格的国资监督和定期审计制度，能够保障后续投资收益核算的准确性和客观性。

## 五、补充披露标的公司是否存在收购参股公司剩余股权的相关安排

标的公司目前不存在收购参股公司剩余股权的明确安排。在满足一定外部条件后，标的公司将积极争取部分参股公司剩余股权的收购，具体说明如下：

参股公司名称	是否存在收购意向	存在收购意向的原因
锦联铝材	是	<p>锦联铝材系标的公司下游的电解铝企业，在满足一定外部条件以及合适时机的情况下，对其股权进行收购将有利于上市公司减少关联交易，增强盈利能力和抗风险能力。标的公司将积极争取收购相关股权，但尚未就收购事项达成一致的交易意向或协议。若标的公司未能完成收购，锦江集团将择机出售锦联铝材股权，以达到标的公司降低与与锦江集团持股公司的关联交易的目的。</p> <p>锦联铝材股东中存在部分国资股东（内蒙矿业、霍林河煤业），该等国资股东是否具有出售股权的意向以及能否通过国资审批有不确定性。</p> <p>在上述目标达成前，标的公司承诺将确保与锦联铝材的关联交易价格公允，充分保障上市公司及广大投资者权益。</p>
宁创新材、锦腾炭素	是	<p>宁创新材系标的公司下游的电解铝企业，锦腾炭素系其配套的阳极炭块工厂，在满足一定外部条件以及合适时机的情况下，对其股权进行收购将有利于上市公司减少关联交易，增强盈利能力和抗风险能力。标的公司将积极争取收购相关股权，但尚未就收购事项达成一致的交易意向或协议。若标的公司未能完成收购，锦江集团将择机出售宁创新材、锦腾炭素股权，以达到标的公司降低与锦江集团持股公司的关联交易的目的。</p> <p>在上述目标达成前，标的公司承诺将确保与宁创新材的关联交易价格公允，充分保障上市公司及广大投资者权益。</p>
龙州新翔、华锦铝业、华仁新材、焦作万方、百益矿业、锦亿科技、孝义矿业、百色新铝、五门沟矿业	否	<p>标的公司目前暂无收购相关股权的计划，亦未就收购事项达成一致的交易意向或协议。</p>

六、补充披露宁创新材、锦联铝材等参股公司非经营资产、溢余资产等评估的具体过程，进一步说明相关估值是否合理

本次评估中，仅锦联铝材和宁创新材两家参股公司采用收益法（企业自由现金流模型），该评估方法涉及非经营资产、负债及溢余资产的评估，其具体过程及估值合理性的分析如下：

（一）锦联铝材非经营性资产、负债和溢余资产的评估过程及合理性

1、锦联铝材非经营性资产、负债的评估过程及合理性

本次评估中合理确定了锦联铝材非经营性资产、负债的范围，并采用了合适的评估方法确定其评估价值。截至评估基准日，锦联铝材的非经营性资产评估值 331,147.07 万元，非经营性负债评估值 254,844.36 万元。具体说明如下：

单位：万元

序号	科目	业务内容	评估价值	估值合理性说明
一	非经营性资产			
1	固定资产、在建工程	6号机组	90,681.28	6号机组建设正在推进，盈利预测未考虑6号机组收益，以成本法确认评估值。
2	在建工程	铝合金项目	60,703.78	该项目处于建设中，盈利预测未考虑铝合金项目收益，以核实的账面值确认评估值。
3	其他应收款	关联方往来	61,352.66	为关联方往来，以核实后的账面值确认评估值，期后已收回。
4	工程物资、其他非流动资产	工程材料、工程款	40,981.25	以核实后的账面值确认评估值。
5	其他应收款	芜湖长宝明股实债归还的本金	25,000.00	以经核实后的账面值确认。
6	其他应收款	关联方往来	22,889.54	锦联铝材与下属子公司往来款，盈利预测未采用合并口径计算，以经核实后的账面值确认评估值。
7	固定资产	期后转让的机器设备	16,999.09	根据资产买卖合同确定评估值，期后相关款项已收回。
8	其他流动资产、长期应收款	融资租赁保证金	8,390.00	以核实后的账面值确认评估值。

序号	科目	业务内容	评估价值	估值合理性说明
9	其他应收款	税收返还款等	3,816.01	主要为与霍林郭勒市财政局的税收返还款等，以核实后的账面值确认。
10	其他	递延所得税资产、其他流动资产、其他应收款等	333.47	以核实后的账面值确认评估值。
合计			<b>331,147.07</b>	
二	非经营性负债			
1	应付账款	工程款	176,064.99	以核实后的账面值确认评估值，盈利预测时已单独考虑后续资本性支出。
2	应付股利	应付股利	29,622.95	以核实后的账面值确认评估值。
3	应付利息	应付利息	25,888.02	
4	其他应付款	非经营性往来款	11,855.10	
5	其他流动负债	预提费用	9,869.09	以核实后的账面值确认评估值，系已入成本的费用。
6	长期应付款	融资费用	1,544.19	以核实后的账面值确认评估值。
合计			<b>254,844.36</b>	

## 2、锦联铝材溢余资产的评估过程及合理性

溢余资产为扣除最低现金保有量后的货币资金，即评估基准日货币资金扣除生产经营所需的最低现金保有量后的余额。最低现金保有量通过对历史营运资金的现金持有量与付现成本情况进行的分析确定。同时，为维持经营需在银行存放的应付票据保证金等也需作为最低现金保有量进行预测。

截至评估基准日，锦联铝材溢余资产为 0 万元，已充分考虑锦联铝材日常经营所必须支出的付现成本，具备合理性，具体评估过程如下：

单位：万元

序号	项目	金额
1	年付现成本（2021 年 1-9 月）	147,024.36
1-1	其中：营业成本	18,697.67
1-2	税金及附加	13,310.86
1-3	期间费用	47,050.23
1-4	所得税	67,965.60

序号	项目	金额
2	对应月数	9.00
3	月付现成本((1)÷(2))	16,336.04
4	周转月数	1.00
5	付现周转现金保有量((3)*(4))	16,336.04
6	应付票据保证金	72,284.28
7	现金保有量((5)+(6))	88,620.32
8	货币资金账面价值	86,663.94
9	溢余资产((8)-(7))	0.00

## (二) 宁创新材非经营性资产、负债和溢余资产的评估过程及合理性

### 1、宁创新材非经营性资产、负债的评估过程及合理性

截至评估基准日，宁创新材的非经营性资产评估值 228,014.74 万元，非经营性负债评估值 23,165.67 万元，相关评估具有合理性。具体说明如下：

单位：万元

序号	科目	业务内容	评估价值	估值合理性说明
一	非经营性资产			
1	其他应收款	一般单位往来	178,960.97	系与关联方的往来款，期后已全部收回。
2	应收账款	产能指标转移款	45,600.00	电解铝产能指标转让款，账面计提了 2,400 万坏账准备，期后已全部收回 48,000.00 万元。
3	长期应收款	融资租赁保证金	1,350.00	以核实后的账面值确认评估值。
4	其他非流动资产	预付工程款	656.11	以核实后的账面值确认评估值，盈利预测时已单独在资本性支出中考虑。
5	其他应收款	政府欠款	500.00	账面计提了 500.00 万元坏账准备，期后 500.00 万已全部收回，评估按期后收回金额确定。
6	其他	递延所得税资产、待认证进项税额等	947.66	以核实后的账面值确认评估值。
合计			<b>228,014.74</b>	
二	非经营性负债			

序号	科目	业务内容	评估价值	估值合理性说明
1	应付股利	应付股利	19,427.68	以前年度应付股利，期后已支付，以核实后的账面值确认评估值。
2	应付账款	应付工程款、设备款等	1,292.38	以核实后的账面值确认评估值，盈利预测时单独考虑后续资本性支出。
3	其他应付款	长期股权投资成本	1,000.01	期后已支付，以核实后的账面值确认评估值。
4	其他	其他流动负债、应付利息等	1,445.61	以核实后的账面值确认评估值。
合计			23,165.67	

## 2、宁创新材溢余资产的评估过程及合理性

截至评估基准日，宁创新材溢余资产为 29,203.27 万元，已充分考虑宁创新材日常经营所必须支出的付现成本，具备合理性，具体评估过程如下：

单位：万元

序号	项目	金额
1	年付现成本（2021 年 1-9 月）	29,310.16
1-1	其中：营业成本	4,569.49
1-2	税金及附加	2,083.68
1-3	期间费用	7,370.97
1-4	所得税	15,286.02
2	对应月数	9.00
3	月付现成本((1)÷(2))	3,256.68
4	周转月数	1.00
5	付现周转现金保有量((3)*(4))	3,256.68
6	应付票据保证金	27,500.00
7	信用证保证金	3,375.00
8	现金保有量((5)+(6)+(7))	34,131.68
9	货币资金账面价值	63,334.95
10	溢余资产((9)-(8))	29,203.27

## 七、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

标的公司 2021 年权益法核算投资收益上升，以及预测期权益法核算投资收益较 2019 年、2020 年上涨，主要系标的公司于 2020 年末起新收购了参股公司股权，该等参股公司在 2021 年及预测期内持续贡献投资收益；预测期权益法核算投资收益预测具有合理性；本次交易业绩补偿的设置具有合理性；标的公司参股公司经营业绩对锦江集团等关联方不存在重大依赖；标的公司长期股权投资估值具有合理性；标的公司投资收益的测算具有准确性和客观性；标的公司对部分参股公司在满足一定外部条件的情况下存在收购意向；已补充披露宁创新材、锦联铝材等参股公司非经营资产、溢余资产等评估的具体过程，相关估值具有合理性。

## 八、补充披露情况

上述内容已在重组报告书“第八章 本次交易评估情况”处进行了补充披露。

问题十一：申请文件及一次反馈回复显示，广西那坡百益矿业开发投资有限公司（以下简称百益矿业）系置入资产参股公司，百益矿业负责向锦鑫化工提供铝土矿。2）因铝土矿矿权转让，受让方不再向置入资产供应铝土矿，且不允许百益矿业开采铝土矿后直接销售给置入资产。3）截至 2021 年末，置入资产对该等供矿保证金及利息合计计提了 10,241.90 万元减值准备。请你公司：1）补充披露置入资产和百益矿业供矿权纠纷的具体进展，百益矿业未来会否继续向置入资产供矿，如否，量化分析对置入资产生产经营的具体影响及应对措施。2）补充披露截至报告期末，置入资产是否需要且已经对百益矿业的其他应收款计提全部减值准备，相关事项对本次交易评估作价的具体影响。请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、补充披露标的公司和百益矿业供矿权纠纷的具体进展，百益矿业未来会否继续向标的公司供矿，如否，量化分析对标的公司生产经营的具体影响及应对措施。

### 1、具体进展：标的公司与百益矿业、当地政府等积极协商推动

2022 年 9 月，在广西百色市政府主持下，广西田东县政府、标的公司、百益矿业、百工投、吉利科技集团（铝土矿矿权受让方百矿集团之控股股东）等各方

召开协调会专题商议，并尽快推动百益矿业向标的公司恢复供矿事宜。

在上述协调会后，各方就细节事项进一步谈判，目前谈判仍在进行中，暂未恢复供矿。

## **2、根据目前仍然有效的约定，广西百矿、百益矿业仍需履行对标的公司的供矿义务**

2010年，锦鑫化工与百工投签署合作协议，约定那坡龙合铝土矿矿权归属于百工投，但该等矿权指定开采方为双方成立的合资公司百益矿业，且百益矿业开采的铝土矿主要供给锦鑫化工，每年不低于100万吨，供矿期限不低于23年。目前该协议仍然有效。

2020年10月，百工投将其持有的那坡龙合铝土矿采矿权证及探矿权证变更至广西百矿氧化铝有限公司（以下简称“广西百矿”），且广西壮族自治区自然资源厅核发的变更后的采矿权证上注明：“需按照政府要求继续履行与广西田东锦鑫化工有限公司的供矿责任和义务”。该等约定仍然有效。

因此尽管矿权发生变更不符合百工投与标的公司的约定，但根据目前仍然有效的协议、采矿权证的约定，广西百矿、百益矿业仍需履行对标的公司的供矿义务。

## **3、标的公司铝土矿矿源丰富，在极端情况下若百益矿业持续不履行约定，不会对标的公司生产经营产生重大影响**

### **（1）广西地区矿源丰富，锦鑫化工生产经营情况正常**

百益矿业之前主要向标的公司广西地区子公司锦鑫化工供矿，锦鑫化工除了向百益矿业采购铝土矿外，还向田阳锦淳、中铝物流等采购铝土矿，矿源丰富。同时自2022年9月之后，锦鑫化工开始逐步使用进口铝土矿，进一步扩大铝土矿矿源，即使在极端情况下百益矿业持续不履行约定，也不会对百益矿业的正常生产经营造成不利影响。

### **（2）对标的公司整体毛利率影响有限**

氧化铝的主要生产原材料为铝土矿、烧碱及石灰，其中不同品质的铝土矿因其铝氧含量、硅含量的差别，导致单吨氧化铝生产所耗用的铝土矿、烧碱及石灰的耗用量会存在差异，标的公司广西地区子公司锦鑫化工过往主要以百益矿业供给的那坡矿为主，加上从广西其余地区及贵州地区采购的铝土矿。

根据标的公司生产工艺，并结合 2022 年实际情况，在其他情况不变仅考虑不使用那坡矿的情况下，因不使用那坡矿导致锦鑫化工生产每吨氧化铝的铝土矿、烧碱、石灰的消耗量均有所增加，同时铝土矿单价也有所上升，最终导致生产成本上升约 139.55 元/吨。具体如下：

类别	生产每吨氧化铝的原材料消耗量		原材料单价		对生产成本影响 (b*a-B*A) (元/吨)
	使用那坡矿的消耗 (吨) A	不使用那坡矿的消耗 (吨) a	使用那坡矿 (元/吨) B	不使用那坡矿 (元/吨) b	
铝土矿	2.49	2.58	267.39	274.17	42.86
烧碱	0.09	0.10	2,078.62	2,078.62	32.62
石灰	0.29	0.46	371.57	371.57	64.08
合计	-	-	-	-	<b>139.55</b>

注：上述不使用那坡矿的铝土矿单价系锦鑫化工 2022 年 1-7 月的实际采购单价；

若完全不使用那坡矿，则锦鑫化工的生产成本预计增加 139.55 元/吨，预计会降低锦鑫化工毛利率 4.56%，降低标的公司氧化铝整体毛利率 0.66%，具体如下：

类别	2021 年	假设 2021 年不使用那坡矿	变动比例
锦鑫化工成本	205,953.80	218,112.53	5.90%
锦鑫化工毛利率	22.85%	18.29%	-4.56%
标的公司自产氧化铝成本	1,503,213.15	1,515,371.88	0.81%
标的公司氧化铝毛利率	17.93%	17.27%	-0.66%

另外 2022 年 1-7 月，虽然百益矿业未向锦鑫化工供矿，但锦鑫化工生产经营情况仍然维持向好态势；2022 年 1-7 月锦鑫化工实现净利润 2.28 亿元，毛利率为 21.49%，相较 2021 年全年下降 1.36%，经营业绩相对平稳。

二、补充披露截至报告期末，标的公司是否需要且已经对百益矿业的其他应



收款计提全部减值准备，相关事项对本次交易评估作价的具体影响。

**（一）百益矿业、百工投具有还款能力，标的公司无需对百益矿业其他应收款计提全部减值准备**

标的公司对于百益矿业及其股东百工投的其他应收款余额 26,796.77 万元，已计提 10,241.89 万元，账面价值 16,554.88 万元；百益矿业、百工投具有较强还款能力，标的公司无需对百益矿业其他应收款计提全部减值准备。

单位：万元

公司	款项用途	剩余未还金额	已计提减值准备	还款能力
百益矿业	采矿项目建设及日常运营	3,610.12	1,805.06	截至报告期末，百益矿业净资产 1.02 亿元，具有较强的还款能力。
百工投	购买矿权、百工投对百益矿业的投入	23,186.65	8,436.83	百工投系广西百色国资委，2021 年全年营业收入 161 亿元，位列广西企业 100 强第 27 位，具有较强的还款能力。
<b>合计</b>		<b>26,796.77</b>	<b>10,241.89</b>	-

百益矿业及百工投均具有较强的还款能力，标的公司无需对百益矿业、百工投的其余应收款全部计提减值准备。

**（二）对于本次交易评估作价的影响**

三门峡铝业以 2022 年 4 月 30 日为评估基准日进行加期评估，在加期评估报告中已对百益矿业、百工投的其他应收款充分考虑了已计提的减值情况，加期评估结果为 166.53 亿元，进一步验证了三门峡铝业以 2021 年 9 月 30 日为基准日的评估结果并未发生减值。

综上，百益矿业相关事项未对本次交易评估作价产生不利影响。

**三、中介机构核查意见**

经核查，评估师认为：

标的公司与百益矿业供矿权纠纷仍在继续推进，在极端情况下若百益矿业持续不履行约定，不会对标的公司生产经营产生重大影响；百益矿业、百工投具有

还款能力，标的公司无需对百益矿业其他应收款计提全部减值准备；百益矿业相关事项不会对本次交易评估作价产生影响。

#### **四、补充披露情况**

上述内容已经在重组报告书“第十一章管理层讨论与分析/二、拟置入资产的财务状况与盈利能力分析/（一）财务状况分析/1、资产结构分析/（8）长期应收款”中补充披露。

（本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于中国证券监督管理委员会〈中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书〉[220950]号相关问题之回复》的签章页）

北京中企华资产评估有限责任公司



2022年11月15日