

**沃克森（北京）国际资产评估有限公司**  
**关于**  
**《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》**  
**（210883 号）**  
**资产评估相关反馈意见回复的核查意见**

中国证券监督管理委员会：

新疆天山水泥股份有限公司收到贵会于 2021 年 5 月 19 日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[210883 号]（以下简称“《一次反馈意见》”）。沃克森（北京）国际资产评估有限公司评估项目组就《一次反馈意见》所列问题进行了认真核查和逐项落实，并就资产评估相关问题的回复出具了本核查意见。现对《一次反馈意见》涉及评估师发表意见的问题回复如下，请予审核。

如无特别说明，本反馈回复中的简称或名词的释义均与《重组报告书》（修订稿）中相同。本反馈回复中涉及补充披露的内容已以楷体加粗文字在《重组报告书》（修订稿）中显示。

本反馈回复所涉数据的尾数差异或不符系四舍五入所致。

问题 13、申请文件显示，标的资产及其下属公司合计拥有 233 项采矿权，其中部分矿山取得采矿权后多年未开采，部分采矿权已到期或即将到期。请你公司：1) 补充披露上述采矿权的开采方式、矿区面积、开采深度、权利取得方式和价款支付的具体情况。2) 结合各矿山具体情况，披露部分矿山取得采矿权后多年未开采的原因。3) 补充披露对已到期或即将到期的采矿权的续期计划与进展，是否存在续期障碍。4) 结合尚不具备开采条件、已到期或即将到期的采矿权对应的业务收入情况，补充披露前述情况对本次交易和交易完成后上市公司生产经营的影响，以及拟采取的应对措施。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、第 4 小题回复

(四) 结合尚不具备开采条件、已到期或即将到期的采矿权对应的业务收入情况，补充披露前述情况对本次交易和交易完成后上市公司生产经营的影响，以及拟采取的应对措施。

#### 1、未能开采的采矿权

截至本反馈回复之日，标的公司及其下属全资、控股子公司拥有的 19 项采矿权未能实际开采，74 项采矿权因处于基建期、为备采矿山、尚未办毕开采相关手续等原因暂未开采，该等采矿权在报告期内的收入情况如下：

#### (1) 未能实际开采的采矿权

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-2 月
1	四川省绵竹澳东水泥有限责任公司	四川省绵竹澳东水泥有限责任公司安子坡矿石灰岩矿	C510700200 90571200154 50				
2	中材安徽水泥有限公司	中材安徽水泥有限公司巢湖市小黄山水泥配料用砂岩矿	C340000201 50871101395 06				

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018年	2019年	2020年	2021年1-2月
3	中材安徽水泥有限公司	安徽省巢湖市犁头尖水泥用石灰岩矿	C3400002009057110018964				
4	沂南中联水泥有限公司	沂南中联水泥有限公司张家峪子矿区水泥用灰岩矿	C3700002013017130128466				
5	平邑中联水泥有限公司	山东平邑黑泉庄水泥石灰岩采矿权	C3700002012087130126711				
6	江西九江南方水泥有限公司	彭泽县雪山洼矿区水泥用灰岩	C3604002009127130050217				
7	桐庐南方水泥有限公司	桐庐南方水泥有限公司梓芳坞砂岩矿	C3300002011087120117567				
8	黔西南州森垚实业有限公司	兴义市木贾办木贾社区三组砂石矿	C5223012012047130124202				
9	四川雅安西南水泥有限公司	四川雅安西南水泥有限公司天全县大石沟石灰岩矿	C5118002010047130062760				
10	元江栋梁水泥有限责任公司	元江栋梁水泥有限责任公司滴奶山石灰石矿	C5304282013087120130990				
11	淮海中联水泥有限公司	淮海中联水泥有限公司焦山水泥灰岩矿	C3200002010037120058311	1,872.54	1,495.59		
12	淮海中联水泥有限公司	淮海中联水泥有限公司青龙山石灰岩矿	C3200002009107220040000	2,533.67	3,080.44		
13	中材汉江水泥股份有限公司	中材汉江水泥股份有限公司上梁山水泥灰岩	C6100002011077120116274				
14	正镶白旗双力实业有限公司	内蒙古自治区正镶白旗道西庙石灰岩矿	C1525002011017130104373				
15	正镶白旗双力实业	内蒙古自治区正镶白旗道西	C15250020120171301233				

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018年	2019年	2020年	2021年1-2月
	有限公司	庙A矿区石灰岩矿	08				
16	贵州织金西南水泥有限公司	贵州织金西南水泥有限公司荷花硅石矿	C522400201 01271200973 60				
17	云浮市中材新发矿业有限公司	云浮市中材新发矿业有限公司罗定市莘塘石场	C445300201 01271300886 42				
18	广西金鲤水泥有限公司	广西金鲤水泥有限公司横县谢圩矿区水泥用灰岩矿	C450000201 20771101269 67				
19	四川资中西南水泥有限公司	四川资中西南水泥有限公司天宫庙采区	C511025201 01271300952 02				
	<b>合计</b>			<b>4,406.21</b>	<b>4,576.03</b>	-	-

根据上表，该等未开采的采矿权 2018 年度、2019 年度、2020 年度及 2021 年 1-2 月营业收入占同期标的公司营业收入合计金额的比例分别为 0.03%、0.02%、0% 及 0 %。整体上该等采矿权收入比例较低，不会对标的公司的整体生产经营造成重大不利影响。

## (2) 暂未实际开采的采矿权

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018年	2019年	2020年	2021年1-2月
1	东平中联水泥有限公司	东平中联水泥有限公司东平县梯门镇北陈庄矿区建筑石料用灰岩矿	C3709232014 01713013264 7				
2	莒县中联水泥有限公司	莒县中联水泥有限公司东莞镇前花泉沟矿区水泥用灰岩矿	C3711002011 11713012041 3				
3	莒县中联水泥有限公司	莒县中联水泥有限公司前石固后矿区水泥	C3711002010 12713008879 7				

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018年	2019年	2020年	2021年1-2月
		用灰岩矿					
4	日照中联水泥有限公司	日照中联水泥有限公司莒县大石河矿区水泥用灰岩矿	C3711002011117130120409				
5	日照中联水泥有限公司	日照中联水泥有限公司莒县小野场矿区水泥用灰岩矿	C3711002011117130120412				
6	泌阳中联新材料有限公司	河南省泌阳县李木林饰面花岗岩矿	C4117002020097100150577				
7	泌阳中联新材料有限公司	河南省泌阳县刘庄饰面花岗岩矿	C4117002020097100150575				
8	安阳中联水泥有限公司	安阳县下庄矿区建筑石料用灰岩矿	C4105222020127100151158				
9	泌阳中联新材料有限公司	河南省泌阳县黑石板沟饰面花岗岩矿	C4117002020097100150576				
10	贵州德隆水泥有限公司	贵州德隆水泥有限公司石灰石矿	C5223002010037120059369				
11	贵州德隆水泥有限公司	册亨县者楼街道办高寨村秧坪1号砂石矿	C5223272020077130150196				
12	贵州思南西南水泥有限公司	贵州省思南县孙家坝镇野猪池水泥用灰岩矿	C5222002017027130143795				
13	贵州紫云西南水泥有限公司	紫云自治县猫营镇黄土村老磅砂石矿	C5204252020037130149457				
14	贵州瑞溪水泥发展有限公司	贵州省正安县瑞溪镇水泥用含硅页岩矿	C5203002020057130149833				
15	云南普洱天恒水泥有限责任公司	云南普洱天恒水泥有限责任公司宁洱县宁洱镇民政村大	C5308002011117130127917				

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018年	2019年	2020年	2021年1-2月
		风箱岩子石灰岩矿					
16	丽江古城西南水泥有限公司	云南永保特种水泥有限责任公司金山分公司石灰石矿	C5307002019107120148730				
17	四川成实天鹰水泥有限公司	四川成实天鹰水泥有限公司桐子湾采区	C5110252009057130018691				
18	四川成实天鹰水泥有限公司	四川成实天鹰水泥有限公司喻家沟采区	C5110252009057130018686				
19	四川省泸州沱江水泥有限公司	四川省泸州沱江水泥有限公司富顺尖山建材分公司	C5103002009067130025467				
20	广元市高力水泥实业有限公司	广元市高力水泥实业有限公司古桥采石场	C5108002010127130091831				
21	四川东森集团峨边马嘶溪水水泥有限责任公司	四川东森集团峨边马嘶溪水水泥有限责任公司新场乡新风砖瓦用页岩矿	C5111322009067130022569				
22	四川利森建材集团有限公司	四川利森建材集团有限公司冰川镇赵家沟水泥配料用页岩矿	C5106002017057130144462				
23	四川省女娲建材有限公司	安县雒水镇大宝水泥用石灰岩矿	C5107002013127130132249				
24	重庆石柱西南水泥有限公司	重庆石柱西南水泥有限公司大歇镇龙王村砂岩矿山	C5002402019057100148086				
25	贵州遵义建安混凝土有限公司	遵义市红花岗区深溪镇龙爪窝建筑石料用灰岩	C5203022020117130150849				
26	铜仁西南水泥有限公司	玉屏侗族自治县田坪镇迷路	C522223202011713015098				

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018年	2019年	2020年	2021年1-2月
		村红岩坡建筑石料用灰岩矿	1				
27	云南普洱西南水泥有限公司	云南普洱西南水泥有限公司思茅区官房后山北段石灰岩矿	C5308002009027130007216				
28	云南普洱西南水泥有限公司	云南普洱西南水泥有限公司三架岩子采石场石灰岩矿	C5308002008117120001355				
29	四川省沽竹水泥有限责任公司	四川沽竹水泥有限责任公司（冒鼓天石灰岩矿）	C5117002011127120128350				
30	四川省绵竹澳东水泥有限责任公司	四川省绵竹澳东水泥有限责任公司白溪口水泥矿	C15000020101271120102529				
31	中材天山（云浮）水泥有限公司	中材天山（云浮）水泥有限公司云安区六都镇大庆石场	C4453002021027100151392				
32	抚州市东乡区南方新材料有限公司	抚州市东乡区南方新材料有限公司霸王山凝灰岩矿	C3610292019117100149283				
33	抚州市东乡区上陈新材料有限公司	抚州市东乡区上陈矿区建筑用闪长岩矿	C3610292019127100149278				
34	湖南桃江南方水泥有限公司	湖南桃江南方水泥有限公司新塘坡水泥石灰岩矿	C4309002010117120083284	4,119.18	3,418.58		
35	涟源市金铃建材有限公司	涟源市金铃建材有限公司金铃采石场	C4313822009097120036951				
36	合肥南方水泥有限公司	安徽大江股份有限公司石山水泥用石灰岩矿	C3400002017067130144524				

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018年	2019年	2020年	2021年1-2月
37	江西兴国南方水泥有限公司	江西兴国南方水泥有限公司梅窖大石岭石灰岩矿	C3607002010127120102075				
38	广西金鲤水泥有限公司	广西横县黄村矿区水泥配料用粘土质原料矿	C4501272016097130142967				1,072.69
39	安徽广德南方水泥有限公司	广德县青岭石灰石矿区鼻家山石灰石矿	C3400002010067120067491				
40	日照中联水泥有限公司	日照中联水泥有限公司莒县后花泉沟矿区水泥用灰岩矿	C3711002011117130120410				
41	常山南方水泥有限公司	常山县宋畈乡湖背石灰岩矿	C3308222011087130116910				
42	四川资中西南水泥有限公司	四川资中西南水泥有限公司穿山洞采区	C5110252009127130046513				
43	四川资中西南水泥有限公司	四川资中西南水泥有限公司九道拐采区	C5110252010127130095200				
44	云南兴建水泥有限公司	砚山县盘龙乡拖支白建筑石料用灰岩矿	C5326222021017100151360				
45	四川川煤水泥股份有限公司	四川省剑阁县下寺镇大梁扁水泥配料用页岩矿	C5108002010097130076234				
46	四川川煤水泥股份有限公司	四川省剑阁县下寺镇雷打石水泥配料用砂岩矿	C5108002010097130076203				
47	四川广旺能源发展(集团)有限责任公司	四川广旺能源发展(集团)有限责任公司铁佛山石灰石矿	C5100002010057110066447				
48	乌兰察布中联水泥有限	内蒙古乌兰水泥有限责任公	C150000201101712010567				



序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018年	2019年	2020年	2021年1-2月
	公司	司粘土岩矿	3				
49	四川华菱西南水泥有限公司	凉水井矿山	C5116812010 12712009038 4				
50	巴彦淖尔中联水泥有限公司	巴彦淖尔中联水泥有限公司红贵沟石灰石矿	C1500002017 12711014559 5				
51	安徽郎溪南方水泥有限公司	郎溪县凌笪独山水泥用灰岩矿	C3418002020 08713015036 7				
52	常山南方水泥有限公司	常山南方水泥有限公司源口砂岩矿	C3308222009 06713002222 8				
53	中建材新材料有限公司	江西省瑞昌市邓家山矿区建筑石料用灰岩矿	C3604812019 11710014893 6				
54	南阳中联水泥有限公司	河南省镇平县老庄镇凉水泉水泥用大理岩矿	C4100002021 07160151287				
55	四川峨边西南水泥有限公司	峨边彝族自治县毛坪镇银祥口水泥用石灰岩	C5111002021 03710015166 0				
56	禹州市成磊建材有限公司	禹州市成磊建材有限公司	C4110812010 27120099857				
57	禹州市丰磊建材有限公司	禹州市丰磊建材有限公司二采区	C4110812010 12712009624 3				
58	湖南耒阳南方水泥有限公司	湖南耒阳南方水泥有限公司花桥分公司王家山矿	C4304002011 08713011872 6				
59	遵义恒聚水泥有限公司	贵州省遵义县大坡矿区水泥用灰岩矿	C5203002015 04713013772 2				
60	安县银河矿产资源开发	安县银河矿产资源开发有限	C5107002009 03712000626				

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018年	2019年	2020年	2021年1-2月
	有限责任公司	公司青岩窝石灰石矿	7				
61	四川成实天鹰水泥有限公司	四川成实天鹰水泥有限公司狮子山采区	C5110252009057130018587				
62	广西金鲤水泥有限公司	广西金鲤水泥有限公司横县云表镇马壮山矿区水泥灰岩矿	C4500002014027110133132				
63	四川利森建材集团有限公司	四川利森建材集团有限公司冰川镇雷打坪水泥配料用页岩矿	C5106002017057130144463				
64	云南普洱天恒水泥有限责任公司	云南普洱天恒水泥有限责任公司白石岩水泥用石灰岩矿	C5308212011047130110329				
65	四川资中西南水泥有限公司	四川资中西南水泥有限公司下湾采区	C5110252010127130095203				
66	四川资中西南水泥有限公司	四川资中西南水泥有限公司玄天观采区	C5110252009117130042158				
67	湖州南方矿业有限公司	湖州南方矿业有限公司小石山石灰石矿	C3305222013057130129973				
68	中材湘潭水泥有限责任公司	中材湘潭水泥有限责任公司日新石灰石矿	C4303212010127120100062				
69	江西九江南方水泥有限公司	彭泽县傅家店矿区水泥用灰岩矿	C3604002009117130044134				
70	徐州中联水泥有限公司	徐州中联水泥有限公司鹰屋山水泥用灰岩矿	C3200002015027110137322				
71	江西丰城南方水泥有限公司	江西丰城南方水泥有限公司梅林矿	C3609002009077120027980				

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018年	2019年	2020年	2021年1-2月
72	中材常德水泥有限责任公司	中材常德水泥有限责任公司魏家湾钙质泥岩矿	C4307002009087130033591				
73	云浮市中材新发矿业有限公司	云浮市中材新发矿业有限公司云安宝岩石场	C4453002010097130074874				
74	云南芒市西南水泥有限公司	云南芒市西南水泥有限公司拱岭石场	C5331032010127120100150	1,410.77	1,573.66	1,039.25	188.63
	合计			5,529.95	4,992.24	1,039.25	1,261.32

根据上表，该等暂未开采的采矿权 2018 年度、2019 年度、2020 年度及 2021 年 1-2 月营业收入占同期标的公司营业收入合计金额的比例分别为 0.04%、0.03%、0.01% 及 0.08%。整体上该等采矿权收入比例较低，不会对标的公司的整体生产经营造成重大不利影响。

## 2、已到期或即将到期的采矿权

### (1) 已办理取得续期的采矿权

截至本反馈回复之日，标的公司及其下属全资、控股子公司有 5 项已到期或即将到期的采矿权已办理取得续期后的采矿权许可证，后续可正常开采，对本次交易和交易完成后上市公司生产经营没有影响。

### (2) 正在办理续期的采矿权

截至本反馈回复之日，标的公司及其下属全资、控股子公司有 11 项已到期或即将到期的采矿权正在办理续期。该等采矿权 2018-2021 年 2 月的收入情况如下表：

金额单位：万元

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018年	2019年	2020年	2021年1-2月
1	涟源市金	涟源市金铃建	C4313822009				

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018年	2019年	2020年	2021年 1-2月
	铃建材有限公司	材有限公司金铃采石场	09712003695 1				
2	四川资中西南水泥有限公司	四川资中西南水泥有限公司九道拐采区	C5110252010 12713009520 0	-	-	-	-
3	四川资中西南水泥有限公司	四川资中西南水泥有限公司穿山洞采区	C5110252009 12713004651 3	-	-	-	-
4	云南普洱西南水泥有限公司	云南普洱西南水泥有限公司思茅区官房后山北段石灰岩矿	C5308002009 02713000721 6	-	-	-	-
5	云南芒市西南水泥有限公司	云南芒市西南水泥有限公司拱岭石场	C5331032010 12712010015 0	1,405.88	1,887.00	1,757.15	54.34
6	华坪县定华能源建材有限公司	华坪县定华能源建材有限公司石灰石矿	C5307002009 09712003888 5	1,189.95	1,143.20	943.5	178.5
7	临沂中联水泥有限公司	临沂中联水泥有限公司用石灰岩矿水泥用灰岩矿	C3700002011 02713010697 7	2,032.04	2,009.71	2,453.66	-
8	四川省绵竹澳东水泥有限责任公司	四川省绵竹澳东水泥有限责任公司白溪口水泥矿	C1500002010 12711201025 29	-	-	-	-
9	云南普洱西南水泥有限公司	云南普洱西南水泥有限公司三架岩子采石场石灰岩矿	C5308002008 11712000135 5	-	-	-	-
10	巴彦淖尔中联水泥有限公司	巴彦淖尔中联水泥有限公司小南梁石灰石矿	C1508002009 08711003418 6	884.08	1,394.28	1,550.08	
11	安徽郎溪南方水泥有限公司	郎溪县凌笪独山水泥用灰岩矿	C3418002020 08713015036 7	-	-	-	-
<b>合计</b>				<b>5,511.95</b>	<b>6,434.19</b>	<b>6,704.39</b>	<b>232.84</b>

根据上表，该等到期尚未办理续期的采矿权 2018 年度、2019 年度、2020

年度及 2021 年 1-2 月营业收入占同期标的公司营业收入合计金额的比例分别为 0.04%、0.04%、0.04% 及 0.01%。整体上该等采矿权收入占比较低，不会对标的公司的整体生产经营造成重大不利影响。

### (3) 暂未办理续期手续的采矿权

截至本反馈回复之日，标的公司及其下属全资、控股子公司有 15 项已到期或即将到期的采矿权已停采，暂未办理续期手续。该等采矿权在报告期内的业务收入情况如下：

金额单位：万元

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-2 月
1	淮海中联水泥有限公司	淮海中联水泥有限公司焦山水泥灰岩矿	C3200002010037120058311	1,872.54	1,495.59	-	-
2	淮海中联水泥有限公司	淮海中联水泥有限公司青龙山石灰岩矿	C3200002009107220040000	2,533.67	3,080.44	-	-
3	平邑中联水泥有限公司	山东平邑黑泉庄水泥石灰岩采矿权	C3700002012087130126711				
4	沂南中联水泥有限公司	沂南中联水泥有限公司张家峪子矿区水泥用灰岩矿	C3700002013017130128466	-	-	-	-
5	正镶白旗中联水泥有限公司	正镶白旗中联水泥有限公司西庙 A 矿区石灰岩矿	C1525002011017130104373	-	-	-	-
6	正镶白旗中联水泥有限公司	正镶白旗中联水泥有限公司西庙石灰岩矿	C1525002012017130123308	-	-	-	-
7	中材湘潭水泥有限责任公司	中材湘潭水泥有限责任公司日新石灰石矿	C4303212010127120100062				
8	桐庐南方水泥有限公司	桐庐南方水泥有限公司梓芳坞砂岩矿	C3300002011087120117567				
9	江西九江南方水泥有限公司	彭泽县雪山洼矿区水泥用灰岩	C3604002009127130050217				

序号	证载权利人	矿山名称	权利证号	2018年	2019年	2020年	2021年 1-2月
10	四川资中西南水泥有限公司	四川资中西南水泥有限公司玄天观采区	C5110252009117130042158				
11	四川资中西南水泥有限公司	四川资中西南水泥有限公司天宫庙采区	C5110252010127130095202	-	-	-	-
12	四川川煤水泥股份有限公司	四川省剑阁县下寺镇大梁扁水泥配料用页岩矿	C5108002010097130076234	-	-	-	-
13	四川省绵竹澳东水泥有限责任公司	安子坡矿石灰岩矿	C5107002009057120015450	-	-	-	-
14	贵州织金西南水泥有限公司	贵州织金西南水泥有限公司荷花硅石矿	C5224002010127120097360	-	-	-	-
15	云南普洱天恒水泥有限责任公司	元江栋梁水泥有限责任公司滴奶山石灰石矿	C5304282013087120130990	-	-	-	-
<b>合计</b>				<b>4,406.21</b>	<b>4,576.03</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

由于该等采矿权大部分在 2020 年前已停采，其在 2018 年度、2019 年度、2020 年度及 2021 年 1-2 月的营业收入占同期标的公司营业收入合计金额的比例分别为 0.03%、0.03%、0%及 0%，占比很低，故对本次交易定价和交易完成后上市公司的生产经营没有重大不利影响。

就应对措施而言，对于因处于基建期、为备采矿山等原因未开采的采矿权，标的公司后续将结合生产经营需要，在基建期完成后等满足开采条件情况下进行开采。对于上述采矿权所对应矿山因坐落位置不宜开采等原因的，后续是否实际开采具有不确定性，标的公司将结合矿山的实际情况决定开采计划。总体上，尚不具备开采条件、已到期或即将到期的采矿权对应的业务收入较小，占标的资产经营规模比例较低。

## 二、评估师核查意见

综上，评估师认为：

1、截至本反馈回复之日，除 15 项已停采暂未办理续期的采矿权及 5 项已办理续期的采矿权外，根据标的公司提供的资料或主管机关开具的证明，标的公司及其下属全资、控股子公司 11 项正在办理续期手续的采矿权在递交的续期资料经主管机关审核无异议后预计办理续期不存在实质性障碍。

2、截至本反馈回复之日，标的公司及其下属全资、控股子公司尚不具备开采条件、已到期或即将到期的采矿权对应的业务收入近三年及一期占比其标的公司及其下属全资、控股子公司的年营业收入总额占比较小，对本次交易和交易完成后上市公司生产经营不会造成实质性重大不利影响。

**问题 28、申请文件显示，1) 本次采用市场法及收益法进行评估，并以市场法评估结果作为最终评估结论。2) 企业价值评估中的市场法，应当根据所获取可比企业经营和财务数据的充分性和可靠性、可收集到的可比企业数量，考虑市场法的适用性。请你公司：1) 结合水泥行业上市公司相关交易案例及评估惯例，补充披露本次交易以市场法评估结果作为最终评估结论的原因及合理性，是否符合水泥行业交易案例的评估惯例，是否存在规避业绩承诺的情形。2) 结合同行业上市公司经营数据及财务数据的差异性，补充披露本次交易采用市场法评估的适用性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

答复：

#### 一、问题回复

(一) 结合水泥行业上市公司相关交易案例及评估惯例，补充披露本次交易以市场法评估结果作为最终评估结论的原因及合理性，是否符合水泥行业交易案例的评估惯例，是否存在规避业绩承诺的情形

#### 1、结合水泥行业上市公司相关交易案例及评估惯例分析市场法评估的适用性

经统计，2017 年至 2020 年水泥行业上市公司相关交易案例如下：

序号	上市公司	评估目的	标的名称	评估机构	评估方法	最终方法
1	冀东水	出资组建	金隅水泥经贸等 10	北京天健兴业资产	资产基础法	资产基础

序号	上市公司	评估目的	标的名称	评估机构	评估方法	最终方法
	水泥	合资公司	家公司的股权	评估有限公司	和收益法	法
2	华新水泥	股权收购	重庆拉法基瑞安参天水水泥有限公司	开元资产评估有限公司	资产基础法和收益法	资产基础法
3	上峰水泥	股权收购	九江市盘石水泥有限公司	坤元资产评估有限公司	资产基础法	资产基础法
4	浙江富润	股权转让	杭州航民上峰水泥有限公司	杭州萧审房地产资产评估有限公司	资产基础法	资产基础法
5	尖峰集团	股权收购	贵州黄平谷陇铭川水泥有限公司	坤元资产评估有限公司	资产基础法	资产基础法
6	福建水泥	股权转让	福建省建福南方水泥有限公司	北京国友大正资产评估有限公司	资产基础法	资产基础法
7	中粮糖业	股权转让	新疆屯河水泥有限责任公司	上海东洲资产评估有限公司	资产基础法和市场法	资产基础法

从上表可看出，同行业上市公司并购案例中，采用的评估方法为资产基础法、资产基础法及收益法、资产基础法和市场法的，最终评估结论选取均为资产基础法的评估结论。

本次交易采用收益法及市场法，并最终以市场法评估结果作为最终评估结论，与过往同行业上市公司的并购案例存在一定差异。本次评估方法的选择及分析过程如下：

#### （1）评估方法选择的依据

1)《资产评估基本准则》第十六条，“确定资产价值的评估方法包括市场法、收益法和成本法三种基本方法及其衍生方法。资产评估专业人员应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集等情况，分析上述三种基本方法的适用性，依法选择评估方法。”

2)《资产评估执业准则——企业价值》第十七条，“执行企业价值评估业务，应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集等情况，分析收益法、市场法、成本法（资产基础法）三种基本方法的适用性，选择评估方法。”

3)《资产评估执业准则——企业价值》第十八条，“对于适合采用不同评估方法进行企业价值评估的，资产评估专业人员应当采用两种以上评估方法进行评估。”

#### （2）评估方法适用条件分析



### 1) 资产基础法

企业价值评估中的资产基础法，是指以被评估单位评估基准日的资产负债表为基础，评估表内及可识别的表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。当存在对评估对象价值有重大影响且难以识别和评估的资产或者负债时，应当考虑资产基础法的适用性。

### 2) 市场法

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。资产评估专业人员应当根据所获取可比企业经营和财务数据的充分性和可靠性、可收集到的可比企业数量，考虑市场法的适用性。

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

### 3) 收益法

企业价值评估中的收益法，是指将预期收益资本化或折现，确定评估对象价值的评估方法。资产评估专业人员应当结合被评估单位的历史经营情况、未来收益可预测情况、所获取评估资料的充分性，恰当考虑收益法的适用性。

收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。

股利折现法是将预期股利进行折现以确定评估对象价值的具体方法，通常适用于缺乏控制权的股东部分权益价值评估；现金流量折现法通常包括企业自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型。资产评估专业人员应当根据被评估单位所处行业、经营模式、资本结构、发展趋势等，恰当选择现金流折现模型。

### (3) 评估方法的选择

本项目三种评估方法适用性分析：

#### 1) 资产基础法适用性分析

本次被评估单位的财务报表已经过专业的审计机构审计，评估专业人员能够比较容易识别被评估单位资产负债表的各项表内及表外资产、负债，且在评估程序上各类资产负债能够履行现场勘查程序、并满足评定估算的资料要求。

因此，本次适合采用资产基础法进行评估。

#### 2) 市场法适用性分析

我国资本市场经过多年发展，在上市公司数量、质量、信息披露等方面均已逐步完善和成熟。特别是与被评估单位相同行业的上市公司数量较多，业务相对比较单一，在全国范围内水泥行业发展趋势、市场行情基本相同的情况下，水泥行业上市公司与被评估单位的可比性较好。本次在可比公司的可比性、数量，以及可比公司经营和财务数据的充分性和可靠性上，能够满足市场法评估的需要。

因此，本次适合采用市场法进行评估。

#### 3) 收益法适用性分析

被评估单位成立时间较长、生产经营情况与水泥行业的波动基本一致，能够独立产生现金流，且其现金流能够根据其产能规模、市场需求情况、周期市场价格波动情况等进行合理预测。同时，资本市场有适合的可比企业，通过分析比较、测算可比企业的风险情况，能够合理衡量被评估单位获取未来收益所承担的风险情况。

因此，本次适合采用收益法进行评估。

#### 4) 评估方法的选取

资产基础法是以被评估单位资产负债表为基础对评估对象市场价值进行评定估算，受被评估单位资产重置成本、资产负债程度等影响较大。市场法则是根据与被评估单位相同或相似的可比上市公司进行比较，通过分析可比公司与被评估单位各自特点并进行适当修正后得到评估对象市场价值，受可比公司流通股股价波动影响较大。收益法主要从被评估单位未来经营活动所产生的净现金流角度估算其价值，受被评估单位未来盈利能力、资产质量、企业经营能力、经营风险

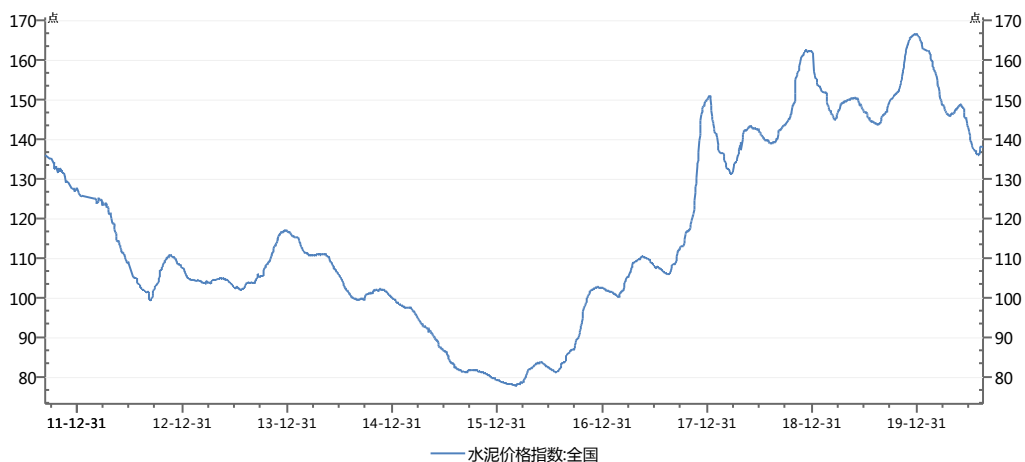
的影响较大。

首先，纳入本次评估范围的标的公司主要通过下设的子公司经营业务，资产基础法下，需对标的公司各子公司的各项单项资产进行逐项评估，主要反映资产的自身价值，无法体现标的公司各子公司区域协同对评估对象整体市场价值的影响，因此本次评估未采用资产基础法。对于持续经营企业来说，其价值主要体现在持续盈利能力和持续发展能力；收益法评估时综合考虑了被评估单位的资本结构、资源配置、经营状况、收益状况、所在行业相关经济要素等多种因素对评估对象市场价值的影响；市场法则通过可比公司流通股股价综合反应了评估基准日资本市场对水泥行业、可比公司的评价，在一定程度上即体现了各项资产的自身价值（通过资产价值比率），又体现了未来收益获取的能力及所承担的风险（通过盈利价值比率、收入价值比率）。

综上，评估师综合分析三种基本资产评估方法的适用性以及被评估单位实际情况，本次选取市场法和收益法进行评估。

#### （4）最终定价方法的选择

被评估单位所处行业—水泥行业具有周期性强的特点，水泥行业的发展对经济发展、相关政策的敏感度比较高，导致水泥价格波动幅度较大，近十年全国水泥价格指数情况如下图：



数据来源：Wind

受水泥周期性价格波动的影响，被评估单位近年收益情况波动幅度也较大，导致收益法评估中主要参数选取的准确性、合理性要稍逊于市场法。从行业特点

鲜明的角度出发，评估人员结合行业特性选取可比上市公司、分析评估方法的适用性。本次评估选取可比上市公司比较法，在剔除非经营资产、非经常性损益数据后进行分析、对比、修正具有一定的合理性；从水泥行业具有周期性强的特点来看，并考虑到同行业的上市公司数量满足市场法需求，可比公司披露的经营和财务数据充分、可靠，因此，评估师认为相较于收益法，选取市场法评估结果作为最终评估结论更具有合理性。

## 2、市场法评估过程合理性分析

### (1) 可比上市公司的选择合理

本次评估根据被评估单位的业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素选择与被评估单位较为可比的上市公司。

### (2) 可比上市公司及被评估单位财务数据同口径调整，可比性较强

在选定可比上市公司后，收集可比公司相关财务数据，并对其进行调整，使可比公司与被评估单位财务数据建立在一个相对可比的基础上。本次将溢余货币资金、交易性金融资产、应收利息、应收股利、买入返售金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、递延所得税资产等作为非经营性资产；交易性金融负债、应付利息、应付股利、专项应付款、递延所得税负债、递延收益-非流动负债等作为非经营性负债；公允价值变动收益、其他收益、投资收益、资产处置收益等科目作为非经常性损益。并根据调整后的财务数据测算可比上市公司市盈率。

调整后经计算，各可比上市公司市盈率如下：

#### ①西南水泥

单位：万元

项目	天山股份	宁夏建材	祁连山
	2020/6/30	2020/6/30	2020/6/30
	000877.SZ	600449.SH	600720.SH
股价(元)-30日	13.55	12.98	16.60
股本合计	104,872.30	47,818.10	77,629.03

项目	天山股份	宁夏建材	祁连山
	2020/6/30	2020/6/30	2020/6/30
	000877.SZ	600449.SH	600720.SH
股权市值	1,421,019.61	620,678.99	1,288,641.87
减：非经营性资产净值	100,168.85	57,389.46	90,353.38
近 12 个月原始归属于母公司所有者的净利润	164,181.99	92,213.48	146,431.07
减：非经常性损益	1,552.16	12,112.34	1,185.86
近 12 个月扣除非经常性损益的归属于母公司所有者的净利润	162,629.83	80,101.14	145,245.21
市盈率 P/E	8.12	7.03	8.25

②南方水泥

单位：万元

项目	塔牌集团	海螺水泥	福建水泥
	2020/6/30	2020/6/30	2020/6/30
	002233.SZ	600585.SH	600802.SH
股价(元)-30 日	12.36	56.37	11.22
股本合计	119,227.50	529,930.26	38,187.37
股权市值	1,473,651.92	29,872,168.64	428,462.25
减：非经营性资产净值	494,179.58	7,128,917.94	79,372.63
近 12 个月原始归属于母公司所有者的净利润	195,172.80	3,440,229.81	45,717.80
减：非经常性损益	27,196.17	203,145.39	-12,308.50
近 12 个月扣除非经常性损益的归属于母公司所有者的净利润	167,976.63	3,237,084.42	58,026.30
市盈率 P/E	5.83	7.03	6.02

③中联水泥

单位：万元

项目	上峰水泥	天山股份	海螺水泥
	2020/6/30	2020/6/30	2020/6/30
	000672.SZ	000877.SZ	600585.SH
股价(元)-30 日	24.30	13.55	56.37
股本合计	81,361.99	104,872.30	529,930.26
股权市值	1,977,096.29	1,421,019.61	29,872,168.64
减：非经营性资产净值	227,754.17	100,168.85	7,128,917.94

项目	上峰水泥	天山股份	海螺水泥
	2020/6/30	2020/6/30	2020/6/30
	000672.SZ	000877.SZ	600585.SH
近 12 个月原始归属于母公司所有者的净利润	238,993.75	164,181.99	3,440,229.81
减：非经常性损益	35,857.52	1,552.16	203,145.39
近 12 个月扣除非经常性损益的归属于母公司所有者的净利润	203,136.23	162,629.83	3,237,084.42
市盈率 P/E	8.61	8.12	7.03

#### ④中材水泥

单位：万元

项目	上峰水泥	海螺水泥	祁连山
	2020-06-30	2020-06-30	2020-06-30
	000672.SZ	600585.SH	600720.SH
股价(元)-30 日	24.30	56.37	16.60
股本合计	81,361.99	529,930.26	77,629.03
股权市值	1,977,096.29	29,872,168.64	1,288,641.87
减：非经营性资产净值	227,754.16	7,128,917.94	90,353.38
近 12 个月原始归属于母公司所有者的净利润	238,993.75	3,440,229.81	146,431.07
减：非经常性损益	35,857.52	203,145.39	1,185.86
近 12 个月扣除非经常性损益的归属于母公司所有者的净利润	203,136.23	3,237,084.42	145,245.21
市盈率 P/E	8.61	7.03	8.25

#### (3) 对可比公司价值比率修正系数计算过程合理

本次评估主要从盈利能力、运营能力、债务风险、经营情况等四个模块所包含的各个因子对被评估企业与可比公司间的差异进行量化，以被评估单位为基准，相应指数为 100，将可比上市公司相应因子与其进行比较，确定出相应的指数。具体为将可比上市公司和被评估单位各因子最大值、最小值差异等分为 5 个级别，以被评估单位相应因子指数为 100，可比上市公司与之相比，每上升或下降一个级别，该指数增加或减小 1 个单位；各项能力下各因子得分的算术平均值作为该项能力得分，将该分值与被评估企业对比，得出各项能力的调整系数，并据此对价值比率进行调整。

综上，本次评估选取的可比上市公司在业务结构、经营模式等方面与被评估

单位具有可比性，且与可比公司差异调整过程、修正后市盈率合理，最终评估结论与可比上市公司相比处于平均值范围。

### 3、中国建材股份已与上市公司签订减值补偿协议及业绩补偿协议

《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条规定，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。

本次交易最终以市场法评估结果作为定价依据。根据上述规定，若使用收益法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据，则需进行业绩承诺；若未使用收益法作为定价参考依据，则《上市公司重大资产重组管理办法》并未强制要求交易对方作出业绩承诺。过往以市场法作为最终定价依据的重大资产重组案例中，亦存在未进行业绩承诺的情形。

2021 年 3 月 2 日，上市公司与中国建材签署了《减值补偿协议》。根据上述协议，于本次重组的交割日后连续三个会计年度内，上市公司对标的资产的合计价值在每个会计年度进行减值测试。如减值测试标的资产在减值补偿期间任何一个会计年度的合计期末价值（具体为该会计年度期末减值测试标的资产的评估价值）较本次重组中减值测试标的资产的合计交易作价发生减值，则中国建材就该等减值额以其本次重组中所获得的天山股份的股份进行补偿，补偿股份由天山股份以 1 元总价回购并予以注销。

在上述减值补偿承诺的基础上，出于进一步保护上市公司中小股东利益的考虑、上市公司大股东对市场负责的态度，中国建材与天山股份签订了业绩承诺补偿协议（以下简称“《业绩承诺补偿协议》”）自愿作出业绩补偿承诺。作为中国建材对《减值补偿协议》项下的减值补偿义务的补充，《业绩承诺补偿协议》充分保障了标的资产未来盈利能力变化的不确定性对上市公司及中小股东的影响。

综上，本次交易不存在规避业绩承诺的情形。

## （二）同行业上市公司经营数据及财务数据的差异性，补充披露本次交易采用市场法评估的适用性

根据《资产评估执业准则——资产评估方法》（中评协〔2019〕35号）第五条：资产评估专业人员选择和使用市场法时应当考虑市场法应用的前提条件：（一）评估对象的可比参照物具有公开的市场，以及活跃的交易；（二）有关交易的必要信息可以获得。

纳入本次评估范围的四家标的公司主营业务均为水泥制造业，其根据 wind 资讯统计结果，水泥行业的上市公司较多，因此业务结构可比的上市公司数量满足要求。再加上对于上市公司来讲，进行各项分析比较的企业经营和财务方面的相关数据，包括企业规模、经营状况、资产状况和财务状况以及与所采用价值比率相关的数据较为完备，能够满足评估需要。上市公司年报，国家监管部门及权威专业机构发布的数据一般而言是比较可靠的。因此本次采用市场法对四家标的公司进行评估。

根据《资产评估执业准则——企业价值》第三十三条 资产评估专业人员应当关注业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素，恰当选择与被评估单位进行比较分析的可比企业。

资产评估专业人员所选择的可比企业与被评估单位应当具有可比性。可比企业应当与被评估单位属于同一行业，或者受相同经济因素的影响。

评估师分析统计了与标的公司主营业务较为可比的上市公司财务及经营数据，具体如下：

单位：万元

股票代码	股票简称	总资产	所有者权益合计	营业收入	水泥产能 (万吨)	水泥产量 (万吨)
		2020/6/30	2020/6/30	2019/12/31	2019年	2019年
000401.SZ	冀东水泥	5,998,157.92	2,855,344.12	3,450,703.20	17,000.00	8,415.00
000672.SZ	上峰水泥	938,924.12	608,712.59	741,206.26	1,350.00	1,134.00
000789.SZ	万年青	1,344,367.89	785,004.86	1,139,043.07	2,500.00	2,425.47
000877.SZ	天山股份	1,565,400.69	1,036,940.81	968,821.68	3,866.00	1,657.00



股票代码	股票简称	总资产	所有者权益合计	营业收入	水泥产能 (万吨)	水泥产量 (万吨)
		2020/6/30	2020/6/30	2019/12/31	2019年	2019年
000935.SZ	四川双马	549,641.19	456,476.20	181,046.09	400.00	400.00
002233.SZ	塔牌集团	1,149,066.11	995,051.58	689,070.24	1,800.00	1,928.38
600326.SH	西藏天路	1,212,317.80	568,293.97	562,129.57	425.00	648.24
600425.SH	青松建化	835,651.13	470,730.44	313,949.11	1,500.00	665.69
600449.SH	宁夏建材	774,475.94	608,294.68	479,046.76	2,100.00	1,435.13
600585.SH	海螺水泥	18,329,456.81	14,882,122.14	15,703,032.81	35,900.00	29,438.00
600720.SH	祁连山	1,094,489.54	780,863.69	693,132.65	2,800.00	2,129.35
600801.SH	华新水泥	4,025,770.98	2,307,479.98	3,143,921.46	10,000.00	7,499.00
600802.SH	福建水泥	414,598.59	162,391.09	304,378.33	1,164.00	891.43
600883.SH	博闻科技	72,893.84	67,577.72	3,172.66	32.00	8.80
<b>标的公司</b>						
1	西南水泥	6,223,093.50	1,527,362.57	1,430,317.63	12,200.00	9,107.80
2	中材水泥	1,126,097.69	638,699.08	984,696.96	2,500.00	2,193.00
3	中联水泥	8,237,343.59	2,079,284.23	5,055,317.48	10,599.23	6,351.06
4	南方水泥	9,095,364.57	3,136,784.11	6,852,902.97	14,600.00	11,070.33

根据上表中各标的的企业财务数据：从规模来看，参考《统计上大中小微型企业划分办法》划分标准，营业收入及总资产在 8 亿以上的划分为大型企业，根据上表，除博闻科技外，上述水泥行业上市公司与纳入本次评估范围的四家标的公司均为大型企业，其在规模上具有一定的可比性；从经营发展阶段来看，标的公司与上市公司均已经成立多年，业务已处于成熟阶段，其在发展阶段方面具有一定的可比性。

考虑到水泥制造行业具有一定的区域性，四家标的公司的主要销售区域具有差异性，因此本次评估针对四家标的公司根据销售区域差异选取了不同的可比公司。考虑到标的公司与上市公司在财务数据及经营情况方面有一定的差异，本次评估针对该类差异进行了修正，修正指标包括了盈利情况、运营情况、发展状况及经营数据方面，使得可比上市公司与标的公司更具有可比性。

## 二、补充披露

本问题回复补充披露于重组报告书“第五节标的资产的评估情况”之“二、市

场法评估方法介绍”之“（一）评估方法的合理性及适用性分析”。

### 三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：同行业上市公司并购案例中，采用的评估方法为资产基础法、资产基础法及收益法、资产基础法和市场法的，最终评估结论选取均为资产基础法的评估结论。本次交易采用收益法及市场法进行评估，并最终以市场法评估结果作为最终评估结论，与过往同行业上市公司的并购案例存在一定差异。本次以市场法评估结果作为最终评估结论符合评估准则要求，评估方法的选择及评估结果具有合理性，此外，中国建材自愿与上市公司签署了《业绩补偿协议》，因此不存在规避业绩承诺的情形。

**问题 29、申请文件显示，1) 中联水泥、南方水泥、西南水泥、中材水泥经市场法调整后的归母净利润。其中中联水泥、南方水泥、西南水泥经市场法调整后的归母净利润均高于 2019 年度归母净利润。2) 按交易价格测算，中联水泥、南方水泥 2019 年度市盈率远高于同行业上市公司水平。请你公司：1) 补充披露经市场法调整后的归母净利润的调整过程及调整合理性。2) 补充披露各标的资产 2020 年度归母净利润与调整后的归母净利润的差异，并披露中联水泥、南方水泥、西南水泥经市场法调整后的归母净利润均高于 2019 年度归母净利润的原因及合理性。3) 结合以上情况，补充披露中联水泥、南方水泥按交易价格测算的 2019 年度市盈率远高于同行业上市公司水平的原因及合理性。4) 结合标的资产行业地位和市场占有率，补充披露相关标的资产的估值是否合理。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

答复：

#### 一、问题回复

##### （一）市场法调整后的归母净利润的调整过程及调整合理性

根据《资产评估准则——企业价值》第十三条 采用收益法或者市场法进行企业价值评估时，可以根据评估对象、评估假设、价值类型等相关条件，在与委托人和其他相关当事人协商并获得有关信息的基础上，对被评估单位和可比企业

财务报表进行分析和必要的调整,以使评估中采用的财务数据以及相关参数适用、可比。根据评估业务的具体情况,分析和调整事项通常包括:

- (一) 财务报表编制基础;
- (二) 非经常性收入和支出;
- (三) 非经营性资产、负债和溢余资产及其相关的收入和支出。

根据准则,本次评估采用的是评估基准日近 12 个月扣除非经常性损益的净利润进行测算,将公允价值变动收益、其他收益、投资收益、资产减值损失、信用减值损失以及资产处置收益等科目作为非经常性损益进行剔除。本次非经常性损益科目的剔除参考中国证监会发布的《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益(2008)》,将公允价值变动收益、其他收益、投资收益、资产处置收益等科目作为非经常性损益进行剔除,考虑到各公司资产减值损失、信用减值损失计提标准不一致,可能导致价值比率可比性不强,因此本次评估对可比上市公司及标的公司同口径剔除资产减值损失、信用减值损失科目。各个标的公司调整过程具体如下:

### 1、中联水泥调整后的归母净利润计算过程

单位:万元

项目		2019-12-31	2019-6-30	2020-6-30	最近 12 个月
归属于母公司所有者的净利润原始报表数		128,173.29	60,307.95	31,075.11	98,940.44
非经常性损益	公允价值变动收益	18,336.00	19,200.00	-4,800.00	-5,664.00
	其他收益	38,582.89	10,254.96	15,530.69	43,858.62
	投资收益	36,574.96	10,356.52	23,217.25	49,435.68
	资产减值损失	-102,383.35	-52,405.50	-3,275.30	-53,253.15
	信用减值损失	-320,176.99	-102,452.58	-120,612.55	-338,336.97
	资产处置收益	3,192.97	717.98	-8,966.51	-6,491.52
	营业外收入	14,183.38	3,655.46	2,425.49	12,953.42
	营业外支出	16,469.69	7,284.29	25,822.64	35,008.03
非经常性损益合计		-328,159.83	-117,957.44	-122,303.57	-332,505.96
调整后的归属于母公司所有者的净利润		456,333.12	178,265.40	153,378.67	431,446.40

注:最近 12 个月调整后的归属于母公司所有者的净利润=“2020-06-30 调整后的归属于母公

司所有者的净利润”+“2019-12-31 调整后的归属于母公司所有者的净利润”-“2019-06-30 调整后的归属于母公司所有者的净利润”

## 2、南方水泥调整后的归母净利润计算过程

单位：万元

项目		2019/12/31	2019/6/30	2020/6/30	最近 12 个月
归属于母公司所有者的净利润原始报表数		544,283.38	236,228.65	339,632.82	647,687.55
非经常性损益	公允价值变动收益	4,764.49	1,788.09	-23,661.28	-20,684.89
	其他收益	42,578.73	17,004.98	29,894.74	55,468.48
	投资收益	87,883.09	33,913.75	45,678.55	99,647.90
	资产减值损失	-562,937.57	-151,925.50	-145,608.82	-556,620.89
	信用减值损失	-23,738.75	-33,312.93	-24,133.34	-14,559.15
	资产处置收益	-26,088.72	-8028.23362	96,991.72	78,931.24
	营业外收入	16,747.13	6,108.06	10,015.33	20,654.41
	营业外支出	18,471.35	5,712.67	7,235.96	19,994.65
非经常性损益合计		-479,262.95	-140,164.46	-18,059.06	-357,157.55
调整后的归属于母公司所有者的净利润		1,023,546.33	376,393.11	357,691.88	1,004,845.10

注：最近 12 个月调整后的归属于母公司所有者的净利润=“2020-06-30 调整后的归属于母公司所有者的净利润”+“2019-12-31 调整后的归属于母公司所有者的净利润”-“2019-06-30 调整后的归属于母公司所有者的净利润”

## 3、西南水泥调整后的归母净利润计算过程

单位：万元

项目		2019/12/31	2019/6/30	2020/6/30	最近 12 个月
归属于母公司所有者的净利润原始报表数		117,310.05	131,161.32	31,437.89	17,586.62
非经常性损益	公允价值变动收益	10.62	5,771.20	3.05	-5,757.53
	其他收益	34,326.72	9,129.75	10,343.32	35,540.29
	投资收益	26,215.39	3,829.79	77,137.15	99,522.75
	资产减值损失	-200,054.77	-231.43	-90,713.62	-290,536.96
	信用减值损失	-63,732.56	-17,511.12	-70,804.13	-117,025.56
	资产处置收益	-618.50	-203.612215	5,687.98	5,273.10
	营业外收入	10,764.89	1,809.43	7,424.73	16,380.19
	营业外支出	9,362.52	5,483.07	20,543.09	24,422.54

项目	2019/12/31	2019/6/30	2020/6/30	最近 12 个月
非经常性损益合计	-202,450.73	-2,889.07	-81,464.60	-281,026.26
调整后的归属于母公司所有者的净利润	319,760.77	134,050.39	112,902.50	298,612.88

注：最近 12 个月调整后的归属于母公司所有者的净利润=“2020-06-30 调整后的归属于母公司所有者的净利润”+“2019-12-31 调整后的归属于母公司所有者的净利润”-“2019-06-30 调整后的归属于母公司所有者的净利润”

#### 4、中材水泥调整后的归母净利润计算过程

单位：万元

项目	2019/12/31	2019/6/30	2020/6/30	最近 12 个月	
归属于母公司所有者的净利润原始报表数	178,526.82	101,437.07	83,636.51	160,726.26	
非经常性损益	公允价值变动收益	1,507.41	1,440.83	6.00	72.58
	其他收益	2,462.36	981.23	2,702.08	4,183.21
	投资收益	4,374.99	2,305.32	1,584.07	3,653.74
	资产减值损失	-8,177.76	0.00	-104.14	-8,281.90
	信用减值损失	121.65	226.60	-660.58	-765.53
	资产处置收益	-149.03	-65.775924	1.24	-82.01
	营业外收入	949.42	749.13	312.95	513.25
	营业外支出	1,198.98	98.59	1,289.58	2,389.97
非经常性损益合计	-109.93	5,538.75	2,552.04	-3,096.64	
调整后的归属于母公司所有者的净利润	178,636.75	95,898.32	81,084.47	163,822.89	

注：最近 12 个月调整后的归属于母公司所有者的净利润=“2020-06-30 调整后的归属于母公司所有者的净利润”+“2019-12-31 调整后的归属于母公司所有者的净利润”-“2019-06-30 调整后的归属于母公司所有者的净利润”

(二) 补充披露各标的资产 2020 年度归母净利润与调整后的归母净利润的差异，并披露中联水泥、南方水泥、西南水泥经市场法调整后的归母净利润均高于 2019 年度归母净利润的原因及合理性

##### 1、各标的资产 2020 年度归母净利润与调整后的归母净利润数据

根据 2020 年审计报告，各标的资产 2020 年度归母净利润与调整后的归母净利润数据差异统计如下：

单位：万元

项目	中联水泥	南方水泥	西南水泥	中材水泥

项目		中联水泥	南方水泥	西南水泥	中材水泥
归属于母公司所有者的净利润原始报表数		141,204.44	911,170.98	86,454.54	166,259.06
非经常性损益	公允价值变动收益	8,486.40	-23,623.75	-2.16	-501.19
	其他收益	51,342.21	46,744.75	28,641.37	8,337.25
	投资收益	52,165.60	125,992.31	77,627.22	-127.64
	资产减值损失	-109,564.44	-333,319.59	-163,812.98	-21,145.09
	信用减值损失	-155,468.46	24,438.71	-58,075.78	-5,882.70
	资产处置收益	-11,458.01	103,307.00	8,396.12	15.28
	营业外收入	15,219.14	17,697.64	20,030.29	1,736.17
	营业外支出	32,775.75	32,441.66	32,163.96	1,484.80
非经常性损益合计		-182,053.32	-71,204.58	-119,359.89	-19,052.72
调整后的归属于母公司所有者的净利润		323,257.76	982,375.57	205,814.42	185,311.78

## 2、中联水泥、南方水泥、西南水泥经市场法调整后的归母净利润均高于 2019 年度归母净利润的原因及合理性

经核实，中联水泥、南方水泥、西南水泥经市场法调整后的归母净利润与 2019 年度归母净利润数值如下：

单位：万元

单位名称	2019 年度归母净利润	2019 年扣非后的归母净利润	2020.6 近 12 个月扣非后的归母净利润
南方水泥	544,283.38	1,023,546.33	1,004,845.10
西南水泥	117,310.05	319,760.77	298,612.88
中联水泥	128,173.29	456,333.12	431,446.40

本次中联水泥、南方水泥、西南水泥市场法经调整后的归母净利润均高于 2019 年度归母净利润的原因为计算口径不一致，为保持被评估单位与可比上市公司价值比率计算的一致性，本次市场法评估采用的是扣除非经常性损益的归属于母公司净利润指标。其中，本次市场法非经常性损益调整指标包括如下科目：公允价值变动收益、其他收益、投资收益、资产减值损失、信用减值损失、资产处置收益、营业外收入、营业外支出。其中，中联水泥、南方水泥、西南水泥资产减值损失科目与信用减值损失科目金额较大，导致经调整后的归母净利润与 2019 年度归母净利润账面数差异较大。

### (三) 结合以上情况，补充披露中联水泥、南方水泥按交易价格测算的 2019

## 年度市盈率远高于同行业上市公司水平的原因及合理性

### 1、中联水泥、南方水泥按交易价格测算的 2019 年度市盈率

经计算，中联水泥、南方水泥按交易价格测算的 2019 年度市盈率如下表：

单位：万元

单位名称	2019 年度归母净利润	2019 年扣非后的归母净利润	交易价格	市盈率（按账面归母净利润计算）	市盈率（按调整后的归母净利润计算）
中联水泥	128,173.29	456,333.12	2,196,451.38	17.14	4.81
南方水泥	544,283.38	1,023,546.33	4,880,498.55	8.97	4.77

### 2、中联水泥、南方水泥按交易价格测算的 2019 年度市盈率远高于同行业上市公司水平的原因及合理性

中联水泥、南方水泥的主营业务为水泥、商品混凝土及骨料等生产及销售，水泥制造行业上市公司共计 18 家，剔除上市时间不足两年、水泥销售业务收入占总收入不足 50% 等上市公司后，尚余 14 家上市公司，剔除剩余的可比上市公司市盈率及市净率具体如下：

序号	股票代码	公司名称	市盈率 PE (扣非处理后)	市盈率 PE (原始报表数)	市净率 PB (原始报表数)
1	000401.SZ	冀东水泥	9.73	8.00	1.41
2	000672.SZ	上峰水泥	8.04	8.24	3.54
3	000789.SZ	万年青	7.10	7.50	2.03
4	000877.SZ	天山股份	9.65	9.68	1.64
5	000935.SZ	四川双马	13.80	13.45	2.33
6	002233.SZ	塔牌集团	7.35	8.27	1.47
7	600326.SH	西藏天路	17.02	14.21	1.69
8	600425.SH	青松建化	24.36	24.94	1.18
9	600449.SH	宁夏建材	6.34	7.60	1.05
10	600585.SH	海螺水泥	8.15	8.35	2.04
11	600720.SH	祁连山	8.61	10.22	1.85
12	600801.SH	华新水泥	9.15	7.84	2.33
13	600802.SH	福建水泥	9.07	8.88	2.97

序号	股票代码	公司名称	市盈率 PE (扣非处理后)	市盈率 PE (原始报表数)	市净率 PB (原始报表数)
14	600883.S H	博闻科技	-129.15	310.48	3.36
	平均值		<b>10.64</b>	<b>10.55</b>	<b>2.06</b>
	中位数		<b>9.07</b>	<b>8.35</b>	<b>1.94</b>
	中联水泥		4.81	17.14	1.32
	南方水泥		4.77	8.97	1.73

注 1: 可比上市公司市盈率=2020 年 6 月 30 日收盘市值/2019 年度归属母公司所有者净利润;  
可比上市公司市净率=2020 年 6 月 30 日收盘市值/2019 年 12 月 31 日归属母公司所有者权益

注 2: 上述市盈率中平均值、中位数、最大值、最小值均为剔除异常值上市公司博闻科技相关数据计算结果。

根据上表, 水泥行业上市公司市盈率(原始报表数)平均值为 10.55, 中位数为 8.35, 市盈率(扣非处理后)平均值为 10.64, 中位数为 9.07; 可比上市公司市净率平均值为 2.06, 中位数为 1.94。

标的公司南方水泥按交易价格测算的 2019 年市盈率略高于可比上市公司中位数(原始报表数), 低于可比上市公司平均数(原始报表数), 低于可比上市公司市盈率(扣非处理后)平均数及中位数, 市净率水平均低于可比上市公司市净率平均值及中位数, 综合来看, 本次交易的总体评估值较为公允。

标的公司中联水泥市盈率高于可比上市公司市盈率平均值及中位数(原始报表数), 主要原因为该计算口径为根据被评估单位审定报表账面数进行计算, 中联水泥在 2019 年计提了较大金额的固定资产及商誉减值损失, 致其未经调整的净利润报表数减少, 根据该净利润计算出的市盈率数据较大。由于上述非经常性损益均为一次性的非现金流出, 不影响实际价值, 且考虑到各公司资产减值损失、信用减值损失计提标准不一致, 可能导致价值比率可比性不强, 因此本次评估根据《资产评估准则——企业价值》第十三条的相关规定, 对可比上市公司及标的公司同口径剔除固定资产及商誉减值损失等科目的影响。计算中联水泥 2019 年剔除该类非经常性的损益科目后, 其市盈率水平为 4.81, 中联水泥调整后的市盈率水平低于可比上市公司市盈率(扣非处理后)的平均数及中位数。此外, 结合中联水泥市净率水平分析, 其市净率远低于可比上市公司市净率平均值及中位数水平。综上, 本次中联水泥交易的总体评估值较为公允。

#### (四) 结合标的资产行业地位和市场占有率, 补充披露相关标的资产的估



## 值是否合理

### 1、标的资产行业地位和市场占有率

各标的公司的控股股东均为中国建材。中国建材是全球最大的水泥生产商、全球最大的商品混凝土生产商、全球最大的石膏板生产商、中国最大的风电叶片制造商，世界领先的玻璃纤维生产商、国际领先的玻璃和水泥生产线设计及/或工程总承包服务供应商。截至 2019 年末，中国建材水泥产能约 5.21 亿吨，位居世界第一；商品混凝土产能约 4.6 亿立方米，位居世界第一；石膏板产能 27.52 亿平方米，位居世界第一；风机叶片产能 15.85GW，位居中国第一。

在水泥及熟料的生产和销售方面，目前市场上权威机构发布的水泥行业统计数据，一般以中国建材集团或中国建材作为统一口径进行统计排名，没有对本次交易标的公司进行单独统计排名。根据中国水泥网发布的 2019 年全国水泥熟料产能规模排名情况，中国建材集团位居全国第一名，各标的公司合计熟料产能达到近 3 亿吨，各标的公司的水泥、熟料产能在国内处于领先地位。中联水泥在淮海地区、山东省、河南省位居市场前三位，南方水泥在浙江、湖南、江西等省份位居市场前三位，西南水泥在四川、重庆、云南等省份位居市场前三位，各标的公司整合后，在各区域市场的话语权有望持续增强。

截至 2019 年底，中国（不含港澳台）前 50 家大企业集团的水泥熟料设计产能共计 13.8 亿吨，占全国总产能的 76%，前 10 家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的 58%，其中，中国建材集团有限公司列居第一，占全国总产能约 21%。目前标的资产是中国建材主要的产能主体，按照 2020 年底产能计算，本次注入的标的公司产能之和占中国建材集团有限公司合计总产能 74%。

排名	集团企业名称	水泥熟料产能（亿吨/年）
1	中国建材集团有限公司	4.01
2	安徽海螺水泥股份有限公司	2.09
3	唐山冀东水泥股份有限公司（含金隅）	1.05
4	华润水泥控股有限公司	0.65
5	华新水泥股份有限公司（含拉豪）	0.61
6	山东山水水泥集团有限公司	0.55
7	红狮控股集团有限公司	0.54

排名	集团企业名称	水泥熟料产能（亿吨/年）
8	台湾水泥股份有限公司	0.41
9	天瑞水泥集团有限公司	0.35
10	亚洲水泥（中国）控股公司	0.22

数据来源：数字水泥网

在商品混凝土的生产和销售方面，全国商品混凝土市场高度分散，2019年全国前十大商品混凝土企业的销量仅占全国销售总量的10%左右。各标的公司合计商品混凝土产能达到近4亿立方米，目前市场上权威机构发布的商品混凝土企业的统计数据，一般以中国建材集团或中国建材作为统一口径进行统计排名，没有对本次交易标的公司进行单独统计排名。根据中国混凝土网推选出的2020年度中国商品混凝土企业十强，中国建材集团排名第一位。具体如下：

排名	公司名称	混凝土产能（万立方米）	混凝土产量（万立方米）	全国占比	产能利用率
1	中国建材	27,450	11,153	3.85%	40.63%
2	中建西部建设	10,082	5,173	1.78%	51.31%
3	上海建工建材	6,000	4,246	1.46%	70.77%
4	金隅冀东	3,600	1,597	0.55%	44.36%
5	华润水泥	3,600	1,339	0.46%	37.18%
6	云南建投混凝土	2,134	1,140	0.39%	53.45%
7	重庆富普	1,000	952	0.33%	95.23%
8	广西大都	1,650	728	0.25%	44.12%
9	华西律舍	850	668	0.23%	78.55%
10	江苏诚意	810	648	0.22%	80.00%

## 2、相关标的资产的估值合理

经查询统计，与标的公司主营业务相对可比的上市公司市盈率具体如下：

可比公司统计			
序号	股票代码	公司名称	市盈率 PE（扣非处理后）
1	000401.SZ	冀东水泥	9.73
2	000672.SZ	上峰水泥	8.04
3	000789.SZ	万年青	7.10
4	000877.SZ	天山股份	9.65
5	000935.SZ	四川双马	13.80

可比公司统计			
6	002233.SZ	塔牌集团	7.35
7	600326.SH	西藏天路	17.02
8	600425.SH	青松建化	24.36
9	600449.SH	宁夏建材	6.34
10	600585.SH	海螺水泥	8.15
11	600720.SH	祁连山	8.61
12	600801.SH	华新水泥	9.15
13	600802.SH	福建水泥	9.07
14	600883.SH	博闻科技	-129.15
	平均值		<b>10.64</b>
	中位数		<b>9.07</b>
标的公司			
序号	公司名称	市盈率 PE (扣非处理后)	
1	南方水泥	4.86	
2	西南水泥	5.63	
3	中材水泥	6.91	
4	中联水泥	5.09	

注 1: 可比上市公司市盈率根据上市公司 2019 年 6 月至 2020 年 6 月进行非经常性损益及非经营性资产负债调整后的报表进行测算。

注 2: 上述平均值、中位数、最大值、最小值均为剔除异常值上市公司博闻科技相关数据计算结果。

根据上表，水泥行业上市公司按照扣非后计算的市盈率平均值为 10.64，中位数为 9.07，考虑流动性折扣的影响后，平均值为 7.98，中位数为 6.80。经过计算，各标的公司市盈率平均值及中位数水平均略低于可比上市公司市盈率平均值及中位数。综合来看，从相对估值角度分析，本次交易的总体评估值较为公允。

## 二、补充披露

本问题回复补充披露于重组报告书“第五节标的资产的评估情况”之“二、市场法评估方法介绍”之“（四）标的资产的估值结果的合理性”。

## 三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

经市场法调整后的归母净利润的调整过程具备合理性；中联水泥、南方水泥、西南水泥经市场法调整后的归母净利润均高于 2019 年度归母净利润主要系计算口径不一致所致，具备合理性；标的资产按交易价格测算的 2019 年度市盈率具备公允性；标的资产的估值结果公允。

**问题 30、**申请文件显示，本次交易对每家标的资产分别选取三家水泥行业上市公司作为可比公司，但每家标的资产选取的可比公司均有差异，同一家标的的可比公司在业务构成上均有差异。请你公司补充披露：1) 评估基准日水泥行业全部上市公司 PE 数据。2) 各标的资产可比公司的选取标准及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、问题回复

(一) 评估基准日水泥行业全部上市公司 PE 数据

评估基准日水泥行业全部上市公司 PE 数据如下表：

证券代码	证券简称	市盈率 PE (按照原始报表数据计算)	市盈率 PE (按照扣非调整后)
000401.SZ	冀东水泥	9.10	9.03
000546.SZ	金圆股份	15.25	17.71
000672.SZ	上峰水泥	8.32	7.10
000789.SZ	万年青	7.31	8.29
000877.SZ	天山股份	10.98	7.50
000935.SZ	四川双马	14.09	16.60
002233.SZ	塔牌集团	8.79	9.83
600326.SH	西藏天路	16.39	12.77
600425.SH	青松建化	25.26	37.62
600449.SH	宁夏建材	7.24	7.74
600585.SH	海螺水泥	8.65	8.82
600668.SH	尖峰集团	6.87	7.60
600720.SH	祁连山	10.22	8.51
600801.SH	华新水泥	8.74	8.38

证券代码	证券简称	市盈率 PE (按照原始报表数据计算)	市盈率 PE (按照扣非调整后)
600802.SH	福建水泥	8.82	12.35
600881.SH	亚泰集团	-48.31	-47.24
600883.SH	博闻科技	236.08	248.82
601992.SH	金隅集团	9.59	10.28
最大值		<b>236.08</b>	<b>248.82</b>
最小值		<b>-48.31</b>	<b>-47.24</b>
平均值		<b>20.19</b>	<b>21.76</b>
中位数		<b>8.96</b>	<b>8.93</b>

注 1：可比上市公司市盈率根据上市公司 2019 年 6 月至 2020 年 6 月报表数据进行测算。

## (二) 各标的资产可比公司的选取标准及合理性

### 1、可比上市公司选择总体范围以及筛选指标合理性分析

根据《资产评估准则——企业价值》第三十三条 资产评估专业人员应当关注业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素，恰当选择与被评估单位进行比较分析的可比企业。

考虑到四家标的公司均为水泥制造企业，其业务结构如下表：

序号	公司名称	主营业务构成
1	中联水泥	水泥:50%;商品混凝土:45%
2	南方水泥	水泥:62%;商品混凝土:37%
3	西南水泥	水泥:98%;
4	中材水泥	水泥:89%;

本次从 wind 终端导出水泥制造行业上市公司共计 18 家，具体如下：

股票代码	公司名称	上市日期	主营业务构成
000401.SZ	冀东水泥	1996-06-14	水泥:78.64%;熟料:9.34%;
000546.SZ	金圆股份	1993-12-15	固废危废资源化综合利用:60.96%;水泥:22.22%;
000672.SZ	上峰水泥	1996-12-18	水泥:58.21%;熟料:23.01%;
000789.SZ	万年青	1997-09-23	水泥:70.06%;混凝土:24.44%;
000877.SZ	天山股份	1999-01-07	水泥:69.77%;熟料:13.94%;混凝土:9.06%;

股票代码	公司名称	上市日期	主营业务构成
000935.SZ	四川双马	1999-08-24	水泥:74.16%;私募股权投资管理:20.7%;
002233.SZ	塔牌集团	2008-05-16	水泥:95.68%;混凝土:3.15%;
600326.SH	西藏天路	2001-01-16	水泥销售:61.04%;公路工程:24.15%;
600425.SH	青松建化	2003-07-24	水泥:85.24%;水泥制品:7.46%;
600449.SH	宁夏建材	2003-08-29	水泥及熟料:82.2%;商品混凝土:12.21%;
600585.SH	海螺水泥	2002-02-07	42.5 级水泥:50.38%;建材行业(贸易业务):24.42%;
600668.SH	尖峰集团	1993-07-28	水泥:47.46%;医药工业:25.17%;医药商业:16.46%;
600720.SH	祁连山	1996-07-16	水泥:86.81%;商品混凝土:8.41%;商品熟料:4.11%;
600801.SH	华新水泥	1994-01-03	水泥:84.2%;混凝土:5.76%;
600802.SH	福建水泥	1994-01-03	水泥:90.67%;其他业务:6.97%;商品熟料:2.35%
600881.SH	亚泰集团	1995-11-15	建材行业:38.55%;房地产业:23.48%;
600883.SH	博闻科技	1995-12-08	32.5 级水泥:65.88%;42.5 级水泥:22.3%;
601992.SH	金隅集团	2011-03-01	产品销售:47.01%;房屋销售:23.6%;

本次选取可比上市公司法对被评估单位进行评估,考虑到新上市公司由于交易时间较短,交易数据较少,股价的波动可能会比较大,股价的不稳定可能导致股价计算所得的价值比率指标无法准确反映企业的价值,因此本次选择至评估基准日上市时间需在两年以上。

停牌、重大资产重组等事项会对上市公司的股价产生较大影响,导致上市公司的股价可能包含了对该类重大事项的预期,无法准确反映企业当期的价值,因此本次选择基准日前(两年)没有停牌、发生重大资产重组、股票价格无异动波动的上市公司。其中,股票价格无异动波动,指相关上市公司股价连续大幅上涨或下跌,明显偏离同期相关指数的涨幅或跌幅,且上市公司无重大事项公告。

由于被评估单位主营业务即为水泥生产销售,为保证可比上市公司主营业务与被评估单位具有可比性,本次选取收入、利润结构(按产品)与被评估单位产品类似(大于 50% 以上的比重)。

根据上述筛选标准,金圆股份、尖峰集团、亚泰集团水泥销售业务收入占总收入不足 50%,予以剔除;根据公开信息,上市公司金隅集团为上市公司冀东水泥的实际控制人,金隅集团主营构成中的水泥板块业务大部分源于冀东水泥,除水泥业务外,金隅集团主营中还包括房屋土地销售、租赁收入等,主营构成较为

复杂，因此将金隅集团予以剔除。

剔除后，尚余 14 家上市公司，考虑到水泥制造行业具有一定的区域性，因此本次对 14 家上市公司的主要销售区域进行了统计，具体如下：

股票代码	公司名称	主要销售区域
000401.SZ	冀东水泥	华北、东北等
000672.SZ	上峰水泥	华东
000789.SZ	万年青	江西等
000877.SZ	天山股份	新疆、华东等
000935.SZ	四川双马	四川、贵州、西藏等
002233.SZ	塔牌集团	华南、华东
600326.SH	西藏天路	西部
600425.SH	青松建化	西部
600449.SH	宁夏建材	西部
600585.SH	海螺水泥	华中、华东、华南等
600720.SH	祁连山	陇南、天水、兰州
600801.SH	华新水泥	湖北、云南、湖南、重庆等
600802.SH	福建水泥	华南
600883.SH	博闻科技	云南

## 2、中联水泥选取可比上市公司具体过程

标的公司中联水泥评估基准日资产总额 7,793,834.04 万元，2019 年水泥产量 6,351.06 万吨，销售区域主要集中在山东、江苏、河北、山西、内蒙古等华东及北方区域。

前述剩余的 14 家可比上市公司中，冀东水泥、上峰水泥、天山股份、海螺水泥 4 家上市公司主要销售区域与被评估单位类似，均在北方区域或华东区域。本次对上述 4 家上市公司的经营数据及市盈率水平进行了统计，具体如下：

股票代码	公司名称	总资产（万元）	2019 年水泥产量（万吨）	市盈率倍数
000401.SZ	冀东水泥	5,998,157.92	8,415.00	9.82
000672.SZ	上峰水泥	938,924.12	1,134.00	8.61
000877.SZ	天山股份	1,565,400.69	1,657.00	8.12
600585.SH	海螺水泥	18,329,456.81	29,438.00	7.03

股票代码	公司名称	总资产（万元）	2019年水泥产量（万吨）	市盈率倍数
平均值				8.40
中位数				8.37

根据上述统计，四家上市公司市盈率有所差异，为避免因市盈率差异过大导致可比性较差，本次评估参考有关评估技术规范，确定本次选取的可比公司市盈率差异不超过 30%。

为使选取的可比公司市盈率倍数的差异率不超过 30%，本次评估将与平均数及中位数差异相对较大的上市公司冀东水泥予以剔除。

通过分析市盈率分布区间、销售区域等筛选指标，初步确定上峰水泥、天山股份和海螺水泥三家上市公司作为可比公司。本次评估采用 wind 金融终端对上述上市公司进行了 T 检验，具体如下：

代码	000672.SZ	000877.SZ	600585.SH
简称	上峰水泥	天山股份	海螺水泥
原始 Beta	0.7156	1.1815	0.9427
调整 Beta	0.8094	1.1216	0.9616
剔除杠杆原始 Beta	—	—	—
剔除杠杆调整 Beta	—	—	—
Alpha	2.2505	1.4286	2.1034
R 平方	0.0812	0.219	0.4269
误差值标准偏差	14.582	13.516	6.6174
Beta 标准偏差	0.3161	0.293	0.1434
观察值点数	60	60	60
T 检验(原始 Beta/Beta 标准偏差，大于 2 为检验通过)	2.264	4.032	6.574

注：上表中，误差值标准偏差、Beta 标准偏差数值均来源于 wind 金融终端软件。

T 检验的过程即为将原始 beta 值/beta 值的标准偏差，如所得值大于 2 即视为检验通过，其中原始 beta、beta 值标准偏差均根据 wind 金融终端软件输出得到。经检验，其原始 Beta/Beta 标准偏差均大于 2，由此上市公司通过了 T 检验。

综上，本次选取上峰水泥、天山股份和海螺水泥作为中联水泥的可比上市公司，具体如下：



序号	股票代码	股票简称	首发上市日期	申银万国行业	2019年收入结构（按产品）
1	000672.SZ	上峰水泥	1996-12-18	建筑材料-水泥制造II-水泥制造III	水泥:58.21%;熟料:23.01%;房地产:9.11%;砂石骨料:6.2%;商品混凝土:2.52%;其他业务:0.95%
2	000877.SZ	天山股份	1999-01-07	建筑材料-水泥制造II-水泥制造III	水泥:69.77%;熟料:13.94%;混凝土:9.06%;电商类:5.66%;其他业务:1.57%
3	600585.SH	海螺水泥	2002-02-07	建筑材料-水泥制造II-水泥制造III	42.5 级水泥:50.38%;建材行业(贸易业务):24.42%;32.5 级水泥:13.02%;熟料:5.81%;其他业务:5.68%;骨料及石子:0.65%;商品混凝土:0.05%

### 3、南方水泥选取可比上市公司具体过程

标的公司南方水泥评估基准日资产总额 9,095,364.57 万元，2019 年水泥产量 11,386.90 万吨，销售区域主要集中在华中、华东、华南区域。

前述剩余的 14 家可比上市公司中，上峰水泥、万年青、塔牌集团、海螺水泥、华新水泥、福建水泥 6 家上市公司销售区域与被评估单位类似，均在中部及东部区域，本次对上述 6 家上市公司的经营数据及市盈率水平进行了统计，具体如下：

股票代码	公司名称	总资产（万元）	2019年水泥产量（万吨）	市盈率水平
000672.SZ	上峰水泥	938,924.12	1,134.00	8.61
000789.SZ	万年青	1,344,367.89	2,425.47	5.72
002233.SZ	塔牌集团	1,149,066.11	1,928.38	5.83
600585.SH	海螺水泥	18,329,456.81	29,438.00	7.03
600801.SH	华新水泥	4,025,770.98	7,499.00	9.30
600802.SH	福建水泥	414,598.59	891.43	6.02
平均值				7.09
中位数				6.53

为使选取的可比公司市盈率倍数的差异率不超过 30%，同时保证四家标的公司选取的可比公司数量的一致性，本次评估将与平均值及中位数差异相对较大的上市公司上峰水泥、万年青、华新水泥予以剔除。

通过分析市盈率分布区间、销售区域等筛选指标，初步确定塔牌水泥、海螺水泥、福建水泥为可比上市公司。评估机构对选定的可比公司进行了 T 检验。T

检验过程具体如下：

代码	002233.SZ	600585.SH	600802.SH
简称	塔牌集团	海螺水泥	福建水泥
原始 Beta	1.0138	0.9427	1.4333
调整 Beta	1.0092	0.9616	1.2903
剔除杠杆原始 Beta	—	—	—
剔除杠杆调整 Beta	—	—	—
Alpha	0.5683	2.1034	1.4946
R 平方	0.3817	0.4269	0.3915
误差值标准偏差	9.5286	6.6174	10.3239
Beta 标准偏差	0.1694	0.1434	0.2346
观察值点数	60	60	60
T 检验(原始 Beta/Beta 标准偏差, 大于 2 为检验通过)	5.985	6.574	6.110

注：上表中，误差值标准偏差、Beta 标准偏差数值均来源于 wind 金融终端软件。

经检验，其原始 Beta/Beta 标准偏差均大于 2，由此上市公司通过了 T 检验。

综上，本次选取塔牌集团、海螺水泥和福建水泥作为南方水泥的可比上市公司，具体如下：

序号	股票代码	股票简称	首发上市日期	申银万国行业	2019年收入结构（按产品）
1	002233.SZ	塔牌集团	2008-05-16	建筑材料-水泥制造II-水泥制造III	水泥：95.68%；混凝土：3.15%；其他业务：0.77%；管桩：0.35%；石灰石：0.05%
2	600585.SH	海螺水泥	2002-02-07	建筑材料-水泥制造II-水泥制造III	42.5 级水泥:48.07%;建材行业(贸易业务):20.75%;其他业务:15.57%;32.5 级水泥:8.18%;熟料:6.68%;骨料及石子:0.64%;商品混凝土:0.11%
3	600802.SH	福建水泥	1994-01-03	建筑材料-水泥制造II-水泥制造III	水泥：90.67%；其他业务：6.97%；商品熟料：2.35%

#### 4、西南水泥选取可比上市公司具体过程

标的公司西南水泥评估基准日资产总额 6,223,093.50 万元，2019 年水泥产量 9,107.80 万吨，销售区域主要集中在西南区域。

前述剩余的 14 家可比上市公司中，天山股份、四川双马、西藏天路、青松建化、宁夏建材、祁连山、博闻科技 7 家上市公司销售区域与被评估单位类似，

均分布在西部区域。本次对上述 7 家上市公司的经营数据及市盈率水平进行了统计，具体如下：

股票代码	公司名称	总资产（万元）	2019年水泥产量（万吨）	市盈率水平
000877.SZ	天山股份	1,565,400.69	1,657.00	8.12
000935.SZ	四川双马	549,641.19	400.00	13.05
600326.SH	西藏天路	1,212,317.80	648.24	23.73
600425.SH	青松建化	835,651.13	665.69	28.28
600449.SH	宁夏建材	774,475.94	1,435.13	7.03
600720.SH	祁连山	1,094,489.54	2,129.35	8.25
600883.SH	博闻科技	70,518.44	8.80	-186.65
中位数				8.25

为使选取的可比公司市盈率倍数的差异率不超过 30%，本次评估将与中位数差异相对较大的上市公司四川双马、西藏天路、青松建化和博闻科技予以剔除。

通过分析市盈率分布区间、销售区域等筛选指标，初步确定天山股份、宁夏建材和祁连山三家上市公司作为可比公司。评估机构对选定的可比公司进行了 T 检验。T 检验过程具体如下：

代码	000877.SZ	600449.SH	600720.SH
简称	天山股份	宁夏建材	祁连山
原始 Beta	1.0201	1.0827	1.3991
调整 Beta	1.0135	1.0554	1.2674
剔除杠杆原始 Beta	—	—	—
剔除杠杆调整 Beta	—	—	—
Alpha	1.5316	1.203	2.2473
R 平方	0.2426	0.2915	0.4599
误差值标准偏差	13.3106	9.7524	8.7599
Beta 标准偏差	0.2367	0.2217	0.1991
观察值点数	60	60	60
T 检验(原始 Beta/Beta 标准偏差, 大于 2 为检验通过)	4.310	4.884	7.027

注：上表中，误差值标准偏差、Beta 标准偏差数值均来源于 wind 金融终端软件。

经检验，其原始 Beta/Beta 标准偏差均大于 2，由此上市公司通过了 T 检验。

综上，本次选取天山股份、宁夏建材和祁连山作为西南水泥的可比上市公司，具体如下：

序号	股票代码	股票简称	首发上市日期	申银万国行业	2019 年收入结构（按产品）
1	000877.SZ	天山股份	1999-01-07	建筑材料-水泥制造 II-水泥制造 III	水泥:69.77%;熟料:13.94%;混凝土:9.06%;电商类:5.66%;其他业务:1.57%
2	600449.SH	宁夏建材	2003-08-29	建筑材料-水泥制造 II-水泥制造 III	水泥及熟料:82.2%;商品混凝土:12.21%;骨料:3.17%;其他业务:2.42%
3	600720.SH	祁连山	1996-07-16	建筑材料-水泥制造 II-水泥制造 III	水泥:86.81%;商品混凝土:8.41%;商品熟料:4.11%;其他业务:0.52%;骨料:0.15%

### 5、中材水泥选取可比上市公司具体过程

标的公司中材水泥评估基准日资产总额 1,126,097.69 万元，2019 年水泥产量 2,193.00 万吨，销售区域主要集中在广东、陕西、安徽和湖南等地。

前述剩余的 14 家可比上市公司中，上峰水泥、塔牌集团、海螺水泥、祁连山 4 家上市公司销售区域与被评估单位更具有可比性。本次对上述 4 家上市公司的经营数据进行了统计，具体如下：

股票代码	公司名称	总资产（万元）	2019 年水泥产量（万吨）	市盈率倍数
000672.SZ	上峰水泥	938,924.12	1,134.00	8.61
002233.SZ	塔牌集团	1,149,066.11	1,928.38	5.83
600585.SH	海螺水泥	18,329,456.81	29,438.00	7.03
600720.SH	祁连山	1,094,489.54	2,129.35	8.25
平均值				7.43
中位数				7.64

为使选取的可比公司市盈率倍数差异率不超过 30%，本次评估将与平均值及中位数差异相对较大的上市公司塔牌集团予以剔除。

通过分析市盈率分布区间、销售区域等筛选指标，初步确定上市公司上峰水泥、海螺水泥和祁连山为被评估单位可比公司。评估机构对上述选定的可比公司进行了 T 检验，具体如下：

代码	000672.SZ	600585.SH	600720.SH
简称	上峰水泥	海螺水泥	祁连山
原始 Beta	0.7156	0.9427	1.2497
调整 Beta	0.8094	0.9616	1.1673
剔除杠杆原始 Beta	—	—	—
剔除杠杆调整 Beta	—	—	—
Alpha	2.2505	2.1034	1.5668
R 平方	0.0812	0.4269	0.4034
误差值标准偏差	14.582	6.6174	9.2064
Beta 标准偏差	0.3161	0.1434	0.1995
观察值点数	60	60	60
T 检验(原始 Beta/Beta 标准偏差, 大于 2 为检验通过)	2.264	6.574	6.264

注：上表中，误差值标准偏差、Beta 标准偏差数值均来源于 wind 金融终端软件。

经检验，其原始 Beta/Beta 标准偏差均大于 2，由此上市公司通过了 T 检验。

综上，本次选取上峰水泥、海螺水泥和祁连山作为中材水泥的可比上市公司，具体如下：

序号	股票代码	股票简称	首发上市日期	申银万国行业	2019 年收入结构（按产品）
1	000672.SZ	上峰水泥	1996-12-18	建筑材料-水泥制造 II-水泥制造 III	水泥：58.21%；熟料：23.01%；房地产：9.11%；砂石骨料：6.2%；商品混凝土：2.52%；其他业务：0.95%
2	600585.SH	海螺水泥	2002-02-07	建筑材料-水泥制造 II-水泥制造 III	42.5 级水泥:50.38%;建材行业(贸易业务):24.42%;32.5 级水泥:13.02%;熟料:5.81%;其他业务:5.68%;骨料及石子:0.65%;商品混凝土:0.05%
3	600720.SH	祁连山	1996-07-16	建筑材料-水泥制造 II-水泥制造 III	水泥:86.81%;商品混凝土:8.41%;商品熟料:4.11%;其他业务:0.52%;骨料:0.15%

## 二、补充披露

本问题回复补充披露于重组报告书“第五节标的资产的评估情况”之“二、市场法评估方法介绍”之“（二）可比公司的选取标准及合理性”。

## 三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：本次交易可比公司选择符合《资产评估准则——企业

价值》的相关规定，具有合理性。

**问题 31、申请文件显示，1) 本次交易仅对可比公司的财务指标进行修正，计算得出修正后的 PE，且相关财务指标的权重完全相同。2) 本次交易中，所有标的资产的流动性折扣均为 25.06%。请你公司补充披露：1) 修正因素选取的充分性，财务指标权重完全相同的原因，与近期 A 股市场法评估案例是否一致。2) 流动性折扣的选取标准及计算过程，所有标的资产均采用相同流动性折扣的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

答复：

#### 一、问题回复

**(一) 修正因素选取的充分性，财务指标权重完全相同的原因，与近期 A 股市场法评估案例是否一致**

本次评估采用的修正过程如下：

本次评估参考《企业绩效评价标准值（2020）》，反映企业经营绩效情况的包括企业盈利能力状况、资产质量状况、债务风险状况、经营增长状况等四个方面。本次评估采用的修正体系即盈利能力、营运能力、债务风险、经营情况四个模块进行修正。考虑到被评估单位属于水泥制造行业，其水泥产能产量指标对企业的价值相关性较强，因此增加了产能利用率指标作为修正指标。上述修正体系包含了水泥企业的财务指标及经营指标，因此本次修正因素选取较为充分。

评估师查阅了近期 A 股市场法评估案例，并对该类市场法评估案例中针对财务指标修正情况进行了分析统计，具体如下：

上市公司名称	评估目的	基准日	评估方法	修正指标	权重情况
紫光股份	股权转让	2020/7/31	资产基础法和市场法	盈利能力、成长能力、营运能力、偿债能力	加权
长源电力	发行股份及支付现金购买资产	2020/9/30	收益法和市场法	净资产收益率、收入增长率、资产负债率、装机结构	无权重，相乘
广州酒家	股权收购	2018/9/30	资产基础法和市场法	盈利能力、成长能力、营运能力、偿债能力	无权重，算术平均
中钢国际	股权转让	2018/6/30	资产基础法	盈利能力、成长能力、营	无权重，算

上市公司名称	评估目的	基准日	评估方法	修正指标	权重情况
			和市场法	运能力、偿债能力	术平均
深纺织 A	股权转让	2017/12/31	资产基础法和市场法	资产管理规模：权重为 30%。 盈利能力：反映企业价值的核心方面，因此权重为 35%。 风险管理能力：关系到房地产公司合法合规合理运行的重要能力，因此权重为 25%。 创新能力：涉及房地产公司未来利润增长点及优势发展的重要能力，因此权重为 10%。	加权
哈工智能	增资扩股	2017/12/31	资产基础法和市场法	盈利能力、成长能力、营运能力、偿债能力	加权
南京新百	发行股份购买资产	2017/9/30	收益法和市场法	盈利能力、成长能力、营运能力、偿债能力	无权重，算术平均
荣之联	发行股份及支付现金购买资产	2017/3/31	收益法和市场法	盈利能力、成长能力、营运能力、偿债能力	单项指标逐项相乘
洛阳钼业	股权收购	2016/9/30	收益法和市场法	盈利能力、成长能力、营运能力、偿债能力	无权重，算术平均
海南橡胶	股权收购	2016/6/30	收益法和市场法	盈利能力、成长能力、营运能力、偿债能力	加权平均
白云山	股权收购	2017/9/30	收益法和市场法	医药批发公司核心竞争力评价指标体系，修正指标，资产管理规模、经营能力、盈利能力、成长能力、风险管理能力、创新能力六个方面	无权重，相乘
上海贝岭	股权收购	2019/6/30	收益法和市场法	盈利能力指标、成长能力指标、营运能力指标及偿债能力指标、研发投入比例	无权重，相乘

综上，其修正系数计算方法基本分为以下几种：

方法 1：分析影响企业估值的主要因素包括以下四个维度：企业盈利能力、企业营运能力、债务风险状况和企业成长能力，因此市场法修正时针对上述四个维度进行修正。在计算修正指标时，按照四个维度分别测算修正系数，并取四个维度修正系数的乘积作为综合修正系数。

案例一：博晖创新：北京博晖创新生物技术股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金项目

### (1) 案例简介:

上市公司拟向珠海奥森发行股份购买其持有的上海博森 100% 的股权。根据估值机构出具的《北京博晖创新生物技术股份有限公司发行股份购买资产项目涉及上海博森管理咨询有限公司股东全部权益价值估值报告》，估值机构采取了市场法和收益法对上海博森进行了估值，并选取了市场法估值结果。

### (2) 市场法修正体系

根据《博晖创新:发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》，该报告中采用可比上市公司法进行评估，价值比率采用 EV/EBITDA，修正系数确定方式如下：

分析影响企业估值的主要因素，本次对比因素共分为四项：企业盈利能力、企业营运能力、债务风险状况和企业成长能力，每项对比因素的指标设置时，充分考虑了行业特有的体现盈利、营运、债务风险、成长等相关行业指标。

标的公司作为比较基准和调整目标，因此将标的公司各指标系数均设为 100，可比企业各指标系数与标的公司比较后确定，低于标的公司指标系数的则调整系数小于 100，高于标的公司指标系数的则调整系数大于 100。根据上述对调整因素的描述及调整系数确定的方法，从而确定各影响因素调整系数。再由各影响因素调整系数相乘确定综合修正系数。

方法 2：与方法 1 一致，针对上述四个维度进行修正，区别为在计算修正指标时，按照四个维度分别测算修正系数，并取四个维度修正系数的算数平均值作为综合修正系数。

### 案例二：江丰电子:发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金

#### 案例简介:

本次交易江丰电子拟以发行股份及支付现金的方式购买交易对方共创联盈持有的标的公司 Silverac Stella 100% 股权。根据中联评估出具的《宁波江丰电子材料股份有限公司拟发行股份及支付现金购买资产所涉及的 Silverac Stella (Cayman) Limited 股东全部权益资产评估项目资产评估报告》，中联评估根据标的资产的特性以及评估准则的要求，确定采用市场法和收益法两种方法对标的



资产进行评估，最终采用了收益法评估结果作为本次交易标的股权的最终评估结论。

## （2）市场法修正体系

根据中联评估出具的《宁波江丰电子材料股份有限公司拟发行股份及支付现金购买资产所涉及的 Silverac Stella (Cayman) Limited 股东全部权益资产评估项目资产评估说明》，该报告中采用的价值比率为 EV/EBITDA；其财务指标修正体系共分为四个维度：盈利能力、成长能力、营运能力、偿债能力，本次被评估单位及可比公司各项指标打分以被评估单位财务指标为基准，对被评估单位指标波动区间-20%至+20%之间进行档次划分并进行打分，根据标准值表列示的优秀、良好、平均、较低、较差五个档次分别对被评估单位及可比公司打分；根据计算得出的可比公司及被评估单位财务指标各维度得分，采用被评估单位各维度财务指标得分/可比公司各维度财务指标得分，从而确定各维度调整系数，再计算各维度调整系数平均值作为综合修正系数。

方法 3：与方法 1、方法 2 一致，针对四个维度进行修正，区别为在计算修正指标时，按照四个维度分别测算修正系数，并取四个维度修正系数的加权平均值作为综合修正系数。

案例三：紫光股份：关于拟收购紫光云技术有限公司控股权暨关联交易

### （1）案例简介：

紫光股份有限公司拟以自有资金收购西藏紫光长青通信投资有限公司（以下简称“紫光长青”）直接持有的紫光云技术有限公司（以下简称“紫光云”）46.67% 股权。

根据北京国融兴华资产评估有限责任公司出具并经国有资产监督管理机构备案的《西藏紫光长青通信投资有限公司拟转让其持有的紫光云技术有限公司 46.67% 股权涉及的紫光云技术有限公司股东全部权益价值项目资产评估报告》，本次评估机构采用资产基础法和市场法进行评估，选用市场法评估结果作为评估结论。

### （2）市场法修正体系

根据紫光股份披露的《紫光股份：西藏紫光长青通信投资有限公司拟转让其持有的紫光云技术有限公司 46.67% 股权涉及的紫光云技术有限公司股东全部权益价值评估说明》，该报告中采用可比上市公司法进行评估，价值比率采用剔除非经营等的企业价值/营业收入（即 EV/S）；修正体系如下：

本次对比修正因素共分为四项：盈利能力、成长能力、营运能力、偿债能力，根据可比公司及被评估单位平均财务指标，采用区间打分后，加权平均获得各可比公司的最终得分，然后以目标公司为基准计算各家可比公司的修正系数。

综上所述，上市公司并购案例中市场法的修正指标体系有一定的差异，但总体来看，修正指标均由体现企业盈利能力状况、资产质量状况、债务风险状况、经营增长状况等四个方面的财务指标，因此本次评估修正体系中财务指标的选取具有充分性。

在计算综合修正系数时，本次评估与方法 1 一致，采用各维度修正系数乘积的形式确定，因此无需考虑各维度权重对综合修正系数的影响。

由此，本次市场法评估采用的修正系数计算方式与近期 A 股市场法评估案例一致。

本次评估主要从等四个模块所包含的各个因子对被评估企业与可比公司间的差异进行量化。以被评估单位为基准，相应指数为 100，将可比上市公司相应因子与其进行比较，确定出相应的指数。具体为将可比上市公司和被评估单位各因子最大值、最小值差异等分为 5 个级别，以被评估单位相应因子指数为 100，可比上市公司与之相比，每上升或下降一个级别，该指数增加或减小 1 个单位；各项能力下各因子得分的算术平均值作为该项模块得分，将该分值与被评估企业对比，得出各模块的调整系数，将四个模块的调整系数相乘作为各个可比上市公司的整体调整系数，并据此对价值比率进行调整。具体如下：

①西南水泥

可比上市公司打分情况如下表：

项目	被评估公司	天山股份	宁夏建材	祁连山
----	-------	------	------	-----

项目	被评估公司	天山股份	宁夏建材	祁连山
<b>盈利能力</b>				
销售毛利率	100.00	105.00	105.00	105.00
净资产收益率	100.00	98.00	95.00	97.00
总资产净利率	100.00	104.00	104.00	105.00
成本费用利润率	100.00	105.00	103.00	104.00
<b>营运能力</b>				
存货周转率	100.00	105.00	102.00	101.00
总资产周转率	100.00	103.00	105.00	105.00
应收账款周转率	100.00	95.00	95.00	96.00
<b>债务风险</b>				
全部债务资本化比率	100.00	104.00	105.00	105.00
流动比率	100.00	102.00	105.00	102.00
资产负债率	100.00	104.00	105.00	104.00
<b>经营情况</b>				
净利润增长率	100.00	97.00	95.00	96.00
资本保值增值率	100.00	95.00	95.00	96.00
销售收入	100.00	96.00	95.00	96.00
水泥产能利用率	100.00	95.00	98.00	99.00

由上述打分体系计算的修正系数如下：

项目	天山股份	宁夏建材	祁连山
盈利能力	0.97	0.98	0.97
营运能力	0.99	0.99	0.99
债务风险	0.97	0.95	0.96
经营情况	1.04	1.04	1.03
<b>修正系数</b>	<b>0.97</b>	<b>0.97</b>	<b>0.96</b>

## ②南方水泥

被评估单位及可比上市公司打分情况如下表：

项目	被评估公司	塔牌集团	海螺水泥	福建水泥
----	-------	------	------	------

项目	被评估公司	塔牌集团	海螺水泥	福建水泥
<b>盈利能力</b>				
销售毛利率	100.00	105.00	101.00	101.00
净资产收益率	100.00	99.00	100.00	104.00
总资产净利率	100.00	104.00	105.00	102.00
成本费用利润率	100.00	105.00	104.00	102.00
<b>营运能力</b>				
存货周转率	100.00	96.00	101.00	98.00
总资产周转率	100.00	102.00	105.00	102.00
应收账款周转率	100.00	105.00	101.00	105.00
<b>债务风险</b>				
全部债务资本化比率	100.00	104.00	103.00	99.00
流动比率	100.00	100.00	103.00	98.00
资产负债率	100.00	104.00	104.00	99.00
<b>经营情况</b>				
净利润增长率	100.00	98.00	98.00	95.00
资本保值增值率	100.00	95.00	96.00	99.00
销售收入	100.00	98.00	103.00	98.00
水泥产能利用率	100.00	104.00	100.00	99.00

由上述打分体系计算的修正系数如下：

项目	塔牌集团	海螺水泥	福建水泥
盈利能力	0.97	0.98	0.98
营运能力	0.99	0.98	0.98
债务风险	0.97	0.97	1.01
经营情况	1.01	1.01	1.02
<b>修正系数</b>	<b>0.95</b>	<b>0.93</b>	<b>1.00</b>

### ③中联水泥

被评估单位及可比上市公司打分情况如下表：

项目	被评估公司	上峰水泥	天山股份	海螺水泥
<b>盈利能力</b>				

项目	被评估公司	上峰水泥	天山股份	海螺水泥
销售毛利率	100.00	105.00	102.00	102.00
净资产收益率	100.00	104.00	99.00	101.00
总资产净利率	100.00	105.00	101.00	105.00
成本费用利润率	100.00	105.00	102.00	103.00
<b>营运能力</b>				
存货周转率	100.00	98.00	102.00	103.00
总资产周转率	100.00	103.00	100.00	105.00
应收账款周转率	100.00	104.00	101.00	105.00
<b>债务风险</b>				
全部债务资本化比率	100.00	104.00	104.00	105.00
流动比率	100.00	101.00	101.00	105.00
资产负债率	100.00	103.00	104.00	105.00
<b>经营情况</b>				
净利润增长率	100.00	96.00	99.00	95.00
资本保值增值率	100.00	100.00	97.00	95.00
销售收入	100.00	101.00	98.00	96.00
水泥产能利用率	100.00	103.00	98.00	103.00

由上述打分体系计算的修正系数如下：

项目	上峰水泥	天山股份	海螺水泥
盈利能力	0.95	0.99	0.97
营运能力	0.98	0.99	0.96
债务风险	0.97	0.97	0.95
经营情况	1.00	1.02	1.01
<b>修正系数</b>	<b>0.92</b>	<b>0.97</b>	<b>0.89</b>

#### ④中材水泥

被评估单位及可比上市公司打分情况如下表：

项目	被评估公司	上峰水泥	海螺水泥	祁连山
<b>盈利能力</b>				
销售毛利率	100.00	104.00	99.00	100.00
净资产收益率	100.00	103.00	100.00	98.00
总资产净利率	100.00	103.00	103.00	98.00

项目	被评估公司	上峰水泥	海螺水泥	祁连山
成本费用利润率	100.00	104.00	101.00	99.00
<b>营运能力</b>				
存货周转率	100.00	95.00	99.00	96.00
总资产周转率	100.00	101.00	103.00	98.00
应收账款周转率	100.00	104.00	105.00	104.00
<b>债务风险</b>				
全部债务资本化比率	100.00	98.00	103.00	103.00
流动比率	100.00	100.00	105.00	100.00
资产负债率	100.00	100.00	105.00	104.00
<b>经营情况</b>				
净利润增长率	100.00	98.00	95.00	97.00
资本保值增值率	100.00	100.00	95.00	97.00
销售收入	100.00	100.00	105.00	100.00
水泥产能利用率	100.00	98.00	98.00	95.00

由上述打分体系计算的修正系数如下：

项目	上峰水泥	海螺水泥	祁连山
盈利能力	0.97	0.99	1.01
营运能力	1.00	0.98	1.01
债务风险	1.01	0.96	0.98
经营情况	1.01	1.02	1.03
<b>修正系数</b>	<b>0.98</b>	<b>0.95</b>	<b>1.02</b>

(二) 流动性折扣的选取标准及计算过程，所有标的资产均采用相同流动性折扣的合理性

### 1、流动性折扣的选取标准及计算过程

本次市场法评估选取的非流动性折扣计算方法主要参考《上市公司并购重组市场法评估研究》（作者：赵立新、刘萍，P124）非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式。采用非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式估算非流动性折扣比例的基本思路是收集、分析、计算非上市公司并购案例市盈率，然后与上市公司市盈率进行对比分析，通过上述两类市盈率的差异来估算非流动性折扣比例。

计算非流动性折扣比例时，评估机构自全国各产权交易所搜集了近两年的非上市公司并购案例，涉及建筑业并购案例 90 个，其中：北京产权交易所并购案例 18 个，安徽产权交易所并购案例 2 个，北部湾产权交易所并购案例 1 个，佛山南方产权交易所并购案例 1 个，福建产权交易所并购案例 2 个，广州产权交易所并购案例 2 个，杭州产权交易所并购案例 2 个，河南产权交易所并购案例 3 个，湖南产权交易所并购案例 1 个，江苏产权交易所并购案例 5 个，江西产权交易所并购案例 3 个，南方联合产权交易所并购案例 2 个，内蒙古产权交易所并购案例 3 个，山东产权交易所并购案例 8 个，上海产权交易所并购案例 8 个，深圳联交所并购案例 1 个，沈阳产权交易所并购案例 1 个，台州市产权交易所并购案例 1 个，天津产权交易所并购案例 1 个，西部产权交易所并购案例 1 个，新疆产权交易所并购案例 14 个，浙江产权交易所并购案例 1 个，重庆产权交易所并购案例 9 个。

非上市公司并购案例市盈率的计算以标的交易价值为权重计算平均市盈率指标值，上市公司市盈率以市值为权重计算平均市盈率指标值，最终计算得出建筑业非流动折扣比例，计算结果如下：

序号	行业名称	非上市公司并购市盈率		上市公司市盈率		非流动性折扣 (%)
		样本点数量	平均值市盈率	样本点数量	平均值市盈率	
1	建筑业	90	10.42	84	13.90	25.06

## 2、所有标的资产均采用相同流动性折扣的合理性

经核实，纳入本次评估范围的标的资产为中联水泥、南方水泥、西南水泥和中材水泥，该四家标的主营业务均为水泥制造业，隶属于同一行业，其业务具有相似性，因此本次评估对涉及的标的采用相同流动性折扣。

## 二、补充披露

本问题回复补充披露于重组报告书“第五节标的资产的评估情况”之“二、市场法评估方法介绍”之“（三）修正因素及流动性折扣选择的合理性”。

## 三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

本次评估采用的修正体系包含了水泥企业的财务指标及经营指标，修正因素选取较为充分，本次市场法评估采用的修正系数计算方式与近期 A 股市场法评估案例一致。纳入本次评估范围的标的资产主营业务均为水泥制造业，其业务具有相似性，本次评估对涉及的标的采用相同流动性折扣具有合理性。



（本页无正文，为《沃克森（北京）国际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>（210883号）资产评估相关反馈意见回复的核查意见》之公司盖章页）

沃克森（北京）国际资产评估有限公司

年 月 日

（本页无正文，为《沃克森（北京）国际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>（210883号）资产评估相关反馈意见回复的核查意见》之资产评估师签字页）

**签字资产评估师：**

---

成 本 云

---

尹 远

年 月 日

（本页无正文，为《沃克森（北京）国际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>（210883号）资产评估相关反馈意见回复的核查意见》之资产评估师签字页）

**签字资产评估师：**

---

姜海城

---

卢江

年 月 日

（本页无正文，为《沃克森（北京）国际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>（210883号）资产评估相关反馈意见回复的核查意见》之资产评估师签字页）

**签字资产评估师：**

---

邓士丹

---

崔媛媛

年 月 日

（本页无正文，为《沃克森（北京）国际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>（210883号）资产评估相关反馈意见回复的核查意见》之资产评估师签字页）

**签字资产评估师：**

---

王 玉 林

---

吴 春 梅

年 月 日



