

**北京中企华资产评估有限责任公司**  
**对深圳证券交易所《关于对河南豫能控股股份有限公司的**  
**重组问询函》的回复**

**深圳证券交易所：**

根据贵所 2016 年 3 月 10 日下发的《关于对河南豫能控股股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函【2016】第 20 号）的要求，北京中企业资产评估有限责任公司（以下简称“中企华”）会同相关中介机构就上述重组问询函所提问题逐项进行了认真核查及分析说明，并回复如下，请贵所予以审核。

本重组问询函回复中的词语或简称与河南豫能控股股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易公告文件中所定义的词语或简称具有相同的涵义。

问题 1、请你公司补充说明在重组预案中采用收益法、在重组报告书中采用资产基础法作为交易标的最终评估方法的原因及合理性，是否存在规避业绩补偿义务的情形，是否损害上市公司及中小股东利益。请独立董事、独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

## 一、本次交易标的评估方法的选择原因及合理性

根据《关于加强企业国有资产评估管理工作有关问题的通知》，中企华对本次重组交易标的均采取了收益法和资产基础法两种方法进行了评估。重组预案中采取收益法评估结果、重组报告书中采用资产基础法评估结果作为交易标的最终评估方法的原因及合理性分析如下：

### （一）电力行业指导政策影响最终评估方法的选择

公司公告重组预案后至公告重组报告书前，国家发改委、国家能源局推出一系列涉及电力行业改革相关政策性文件，具体包括：

#### 1、电力体制改革配套文件

2015 年 11 月 26 日，国家发改委、国家能源局发布《关于印发电力体制改革配套文件的通知》（发改经体[2015]2752 号），其中，《关于推进电力市场建设的实施意见》提出将有序放开发用电计划、竞争性环节电价，不断扩大参与直接交易的市场主体范围和电量规模，逐步建立市场化的跨省跨区电力交易机制，在具备条件的地区取消销售电价和上网电价的政府定价。《关于有序放开发用电计划的实施意见》提出在保证电力供需平衡、保障社会秩序的前提下，实现电力电量平衡从计划手段为主平稳过渡到以市场手段为主，并促进节能减排。促进建立电力市场体系，逐步取消部分上网电量的政府定价，组织符合条件的电力用户和发电企业通过双边或多边交易等方式，确定交易电量和交易价格。

#### 2、煤电价格联动完善机制的推出

2015 年 12 月 31 日，国家发改委印发《关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》（发改价格[2015]3169 号），自 2016 年 1 月 1 日起按照中国电煤价格

指数完善煤电价格联动机制。

### 3、火电上网电价下调

2015年12月30日，经国务院批准，根据煤电价格联动机制有关规定，国家发改委发布了《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》(发改价格[2015]3105号)，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约3分钱(含税)。2016年1月5日，河南省发展和改革委员会下发《河南省发展和改革委员会关于转发国家发改委降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》(豫发改价管〔2016〕7号文)，自2016年1月1日起对河南省燃煤发电机组上网电价下调0.0446元/千瓦时(含税)。

本次电价调整系国务院以减轻企业负担为出发点，旨在促进节能减排和产业结构调整而实施的政策，较以前年度第一季度末调整电价的预期更为提前，且调整幅度较大，体现了新常态经济环境下，电价调整成为国家和行业监管部门推动产业升级、支持实体经济发展的一项手段。

综上，鉴于电力行业的发展受国家经济发展、社会用电量、机组平均利用小时、上网电价和煤价等因素的影响较大，国家经济政策、电力行业指导政策等因素都在一定程度上影响收益法中采用的主要技术参数、指标判断并最终影响收益法评估结果。

上述电价政策的调整及其释放的信号加大了标的资产收益法评估参数选取的难度，降低了评估参数的可靠性。结合这种政策的变化，根据评估专业判断，对标的资产评估方法进行了调整。

#### (二) 选取资产基础法作为交易标的最终评估方法具有合理性

从评估结论看，资产基础法与收益法评估结果有一定差异，本次评估的目的是确定本次重组标的资产于评估基准日的市场价值，为河南豫能控股股份有限公司拟收购河南投资集团有限公司所持部分电力企业股权提供价值参考依据。

目前我国电力市场价格还受制于国家主管部门，导致发电企业短期内还难以充分体现企业的价值。一方面，从未来电力供应竞价上网的趋势、国家经济长期持续健康发展的预期看，本次收购的鹤壁同力、鹤壁丰鹤、华能沁北未来的收益

能力可能会有所增加，但这些因素存在较大的不确定性，导致企业未来具体投资和经营战略及实施的考量存在较大的不确定性。另一方面，火电行业作为重资产行业，资产基础法可以体现企业内在价值，避免了由于政府指导上网电价对未来盈利能力产生的不确定性及采用收益法评估估值偏离内在价值的差异。本次收购选取资产基础法作为最终评估方法具有合理性。

因此，选择资产基础法评估结果为本次标的资产产权转让的价值参考依据更为可靠、合理。

## **二、本次交易不存在规避业绩补偿义务的情形，不会损害上市公司及中小股东利益**

本次收购的鹤壁同力、鹤壁丰鹤、华能沁北均为经营业绩优良的发电企业，其未来获利能力不因本次交易评估方法的选择而变化。

根据中企华出具的标的公司评估报告，采用资产基础法评估结果的交易作价低于采用收益法交易作价约 2.84 亿元。本次评估选取资产基础法作为最终评估方法，有利于上市公司以较低的交易价格取得标的资产，夯实上市公司资产价值，有利于上市公司长远发展及股东整体利益。同时，为进一步支持上市公司发展，体现控股股东对上市公司发展信心，交易对方投资集团扩大了股份支付比例。

综上，本次交易最终评估方法的选择是根据标的资产所属行业特点所作出的最终评估结果，经商洽后交易双方认可本次资产评估结果，并作为评估定价依据。选取资产基础法作为最终评估方法不存在规避业绩补偿义务的情形，不会损害上市公司及中小股东利益。

## **三、评估师核查意见**

资产评估师认为：豫能控股在重组报告书中采用资产基础法作为交易标的最终评估方法系根据行业主管部门相应政策导向作出的合理选择，收益法评估参数取得难度大、可靠性低，影响收益法评估结果可靠性。选取资产基础法评估结果作为本次资产评估结果符合火力发电行业重资产的特点，资产评估结果和交易定价依据更为可靠、谨慎。

问题 2、请你公司结合重组预案至重组报告书期间电价的调整变化，详细说明重组报告书和重组预案中交易标的对应收益法、资产基础法下评估过程和评估结果的主要差异、原因及其合理性，并分析电价调整变化导致本次重组方案发生重大调整的依据及合理性；同时请结合重组预案电价敏感性分析数据，说明重组报告书中交易标的鹤壁丰鹤评估结果与重组预案电价敏感性分析数据是否存在重大差异及其合理性。请独立财务顾问及评估师核查并发表意见。

回复：

## 一、标的资产评估过程和评估结果分析

### （一）标的资产评估过程

重组预案和重组报告书中，标的资产均采用资产基础法和收益法两种方法进行了评估，资产基础法和收益法原理和评估过程分别列示如下

#### 1、资产基础法评估过程

资产基础法即成本加和法，是指企业价值评估中，在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估思路。

资产基础法评估过程即为逐项分析公司资产负债表各个科目，包括流动资产、房屋建筑物、机器设备、在建工程、无形资产、长期待摊费用、递延所得税、负债项目，并采取相应的评估方法确认各科目在评估基准日的评估价值，最终得出标的资产股权评估价值。

#### 2、收益法评估过程

运用收益法对标的资产进行评估时，具体采用的企业自由现金流量模型，评估过程如下：

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

##### （1）企业整体价值

企业整体价值是指股东全部权益价值和付息债务价值之和。根据被评估单位的资产配置和使用情况，企业整体价值的计算公式如下：

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产负债价值+长期股权投资价值

①经营性资产价值

经营性资产是指与被评估单位生产经营相关的，评估基准日后企业自由现金流量预测所涉及的资产与负债。经营性资产价值的计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} + \frac{F_{n+1}}{r \times (1+r)^n}$$

其中：P：评估基准日的企业经营性资产价值；

$F_i$ ：评估基准日后第  $i$  年预期的企业自由现金流量；

$F_{n+1}$ ：预测期末年预期的企业自由现金流量；

$r$ ：折现率(此处为加权平均资本成本,WACC)；

$n$ ：预测期；

$i$ ：预测期第  $i$  年；

其中，企业自由现金流量计算公式如下：

企业自由现金流量=息前税后净利润+折旧与摊销-资本性支出-营运资金增加额。

其中，折现率（加权平均资本成本，WACC）计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

其中： $k_e$ ：权益资本成本；

$k_d$ ：付息债务资本成本；

$E$ ：权益的市场价值；

$D$ ：付息债务的市场价值；

t: 所得税率。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。计算公式如下：

$$K_e = r_f + MRP \times \beta_L + r_c$$

其中：rf：无风险收益率；

MRP：市场风险溢价；

$\beta$ ：权益的系统风险系数；

rc：企业特定风险调整系数。

### ②溢余资产价值的确定

溢余资产是指与企业收益无直接关系的，超过企业经营所需的多余资产，本次主要采用成本法评估。

### ③非经营性资产价值的确定

非经营性资产是指与企业收益无直接关系的，不产生效益的资产，本次主要采用成本法评估。

### ④长期股权投资价值的确定

对于具有控制权的长期股权投资，对被投资企业进行整体评估，按股东全部权益价值乘以持股比例得出长期投资的评估值。

## 2、有息债务价值的确定

有息债务指基准日企业需要付息的债务，包括短期借款、长期借款等，采用成本法评估确认评估值。

## (二) 评估结果的主要差异、原因及合理性分析

重组预案和重组报告书中标的资产采用资产基础法和收益法评估结果如下表所示：

项目	评估方法	鹤壁同力	鹤壁丰鹤	华能沁北	集团权益合计
重组预案	资产基础法	11.20	14.20	51.00	35.83

	收益法	10.00	20.37	86.00	50.00
重组报告书	资产基础法	11.36	15.25	54.71	37.81
	收益法	7.44	19.70	67.33	40.65
差异	资产基础法	0.16	1.05	3.71	1.98
	收益法	-2.56	-0.67	-18.67	-9.35

## 1、资产基础法评估结果差异、原因及合理性分析

资产基础法下，标的资产最终评估结果与重组预案中预估结果差异为 1.98 亿，占最终评估值 5.24%。造成上述差异的主要原因包括：

(1) 重组预案中对标的资产采用资产基础法预估时，由于评估基准日审计工作尚未完成，导致资产基础法评估基础数据及预估结果有差异；

(2) 重组报告书中对标的资产采用资产基础法评估是在评估基准日审计工作已完成的基础上开展的，同时，标的资产土地出让工作已完成，并取得土地使用权证，确定了重置价值、建筑安装费用等重要固定资产评估参数。重组报告书的评估结果是在评估师尽职调查取得更多依据、掌握更多信息的情况下取得的，因此在合理范围内与重组预案评估结果存在一定的差异。

## 2、收益法评估结果差异、原因及合理性分析

收益法下，标的资产评估结果与重组预案中预估结果差异较大，较最终评估值下降幅度为-24.73%。造成上述差异的主要是上网电价调整，2016年1月5日，河南省发展和改革委员会下发《河南省发展和改革委员会关于转发国家发改委降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（豫发改价管〔2016〕7号文），自2016年1月1日起对河南省燃煤发电机组上网电价下调0.0446元/千瓦时（含税），下降幅度为11.16%。尽管根据电力企业经营特征，评估过程中已考虑到上网电价下调的影响将部分传导给燃煤供应商，但是，标的资产上网电价大幅下降仍使标的资产收益法评估结果大幅下降，并且降低了收益法评估结果的可靠性。

## 二、电价调整变化导致重组方案重大调整的依据及合理性

### （一）交易方案及交易作价调整

本次交易标的资产定价原则为以具有证券期货从业资格的资产评估机构出

具的并经河南省国资委备案同意的《评估报告》所确定的评估结果为依据，由交易双方协商确定。

重组预案中，交易标的预估值为 50 亿，预计发行股份购买资产交易价格为 25 亿，预计本次募集配套资金金额上限不超过 25 亿元。股份对价与现金对价的比例约 50%：50%。

重组报告书中，根据资产评估机构中企华对标的资产进行评估，并出具的资产评估结果，截至 2015 年 9 月 30 日，拟购买资产的评估值为 37.81 亿元。本次豫能控股收购投资集团持有的鹤壁同力 97.15% 股权、鹤壁丰鹤 50.00% 股权和华能沁北 35.00% 股权交易作价 37.81 亿，较原定价降幅超过 20%。同时，为进一步支持上市公司发展，本次交易对方投资集团提高股份支付比例，股份对价与现金对价的比例调整至约 60%：40%，配套募集资金部分由预计 25 亿元调整为约 15.75 亿元。

## （二）以上调整构成对本次方案的重大调整的依据及合理性

### 1、《上市公司重大资产重组管理办法》的规定

《上市公司重大资产重组管理办法》第二十八条规定，“股东大会作出重大资产重组的决议后，上市公司拟对交易对象、交易标的、交易价格等作出变更，构成对原交易方案重大调整的，应当在董事会表决通过后重新提交股东大会审议，并及时公告相关文件。中国证监会审核期间，上市公司按照前款规定对原交易方案作出重大调整的，还应当按照本办法的规定向中国证监会重新提出申请，同时公告相关文件。”

### 2、证监会相关规定

根据《中国证监会上市部关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》，上市公司公告重大资产重组预案后，对重组方案的重大调整问题明确审核要求如下：

“拟对标的资产进行变更，如同时满足以下条件，可以视为不构成重组方案重大调整。

1) 拟增加或减少的交易标的的交易作价、资产总额、资产净额及营业收入占原标的资产相应指标总量的比例均不超过 20%；

2) 变更标的资产对交易标的的生产经营不构成实质性影响，包括不影响标的资产及业务完整性等。”

上市公司公告预案后，对重组方案进行调整达到上述调整范围的，需重新履行相关程序。

### 3、豫能控股交易作价调整构成方案的重大调整的合理性

根据评估机构出具的标的公司评估报告，本次交易作价由预计 50 亿元调整为约 37.81 亿元，拟减少交易标的的作价占相应指标总量调整幅度超过 20%。虽然上述调整对交易标的的生产经营不构成实质性影响，亦不影响标的资产及业务完整性，但交易作价的变动幅度超过 20%，根据证监会的规定构成对重组方案的重大调整。

综合上述分析，豫能控股公告预案后，根据政策、市场条件的变化，对重组预案所载方案进行了较多项调整，其中，拟减少的交易作价占相应指标总量调整幅度超过 20%，根据证监会的规定，部分调整变动幅度达到了构成重组方案重大调整的范围，豫能控股需重新履行相关程序审议重组方案。

### 三、鹤壁丰鹤评估结果与敏感性分析数据对比分析

根据重组预案，标的资产预估值及敏感性分析如下表所示：

标的资产	预估值及变动比例	发电利用小时数		上网电价		煤价	
		+10%	-10%	+0.01 元	-0.01 元	+10%	-10%
鹤壁同力	预估值（亿元）	12.59	6.89	10.95	8.53	7.64	11.84
	变动比例	29.27%	-29.27%	12.46%	-12.46%	-21.53%	21.53%
鹤壁丰鹤	预估值（亿元）	25.94	15.18	23.04	18.09	16.72	24.40
	变动比例	26.16%	-26.15%	12.03%	-12.03%	-18.68%	18.68%
华能沁北	预估值（亿元）	108.58	64.69	96.93	76.34	68.76	104.51
	变动比例	25.33%	-25.33%	11.88%	-11.88%	-20.63%	20.63%

收益法下，鹤壁丰鹤预估值为 20.37 亿元，评估报告中收益法评估结果为 19.70 亿元，降低 0.67 亿元。

与重组预案敏感性分析数据相比，在上网电价大幅下调的情况下，鹤壁丰鹤

收益法评估结果变动幅度较小，主要原因如下：

(1) 重组预案中对鹤壁丰鹤采用收益法预估时，由于评估基准日审计工作尚未完成，导致资产收益法评估基础数据及预估时点数据有所差异，该差异对收益法中相关参数的预测造成一定影响；

(2) 重组预案至重组报告书期间鹤壁丰鹤正常运营，其当年实际经营数据与原预算数据存在一定差异。本次评估根据鹤壁丰鹤 2015 年度实际经营情况对收益预测进行了核对、调整，进而影响到对未来预期收益相关参数的调整；

(3) 重组预案至重组报告书期间，煤价持续下跌。2015 年 9 月 30 日秦皇岛海运煤炭交易市场发布的环渤海动力煤价格指数环渤海地区发热量 5500 大卡动力煤的综合平均价格报收于 396 元/吨；2016 年 1 月 6 日，秦皇岛海运煤炭交易市场发布的环渤海动力煤价格指数环渤海地区发热量 5500 大卡动力煤的综合平均价格报收于 371 元/吨，该期间累计下跌 25 元/吨。随着电价的下调，市场预期煤价将会持续下跌，火力发电企业根据市场行情降低了采购煤价，鹤壁丰鹤根据自身购煤结构将上网电价下调的影响部分传导给燃煤供应商。

(4) 随着国民经济增速放缓，社会用电需求不足，发电装机容量逐年增加，水电、风能、太阳能、生物质能等高效、清洁、低碳能源快速发展挤压等因素的影响，发电机组设备利用小时数持续下降。随着电力体制改革的深入，在保证电力供需平衡、保障社会秩序的前提下，实现电力电量平衡从计划手段为主平稳过渡到以市场手段为主，并促进节能减排。小机组(如 300MW 机组)在争电量方面处于劣势；大机组(如 1000MW 机组)在设备利用小时数持续下降前提下，由于投资规模大、维修运营成本高等原因，导致生产效益相对偏低。鹤壁丰鹤装机容量为 2×600MW，其近年来发电设备平均利用小时数均高于河南省统调公用燃煤机组平均利用小时数，各项生产指标较好，生产效益相对偏高。

(5) 资产基础法与收益法评估是相关联的，随着资产基础法估值的合理调整，收益法估值也会相应变化；

(6) 随着经营环境的变化，除上述主要因素外，收益法还会受到其他相关因素的综合影响。

重组预案至重组报告书期间，随着审计工作的完成、经营环境的变化、评估人员尽职调查取得更多依据、掌握更多信息及企业对原预期的合理修正，重组报告中交易标的鹤壁丰鹤评估结果能够更谨慎、合理的反映其市场价值，与重组预案电价敏感性分析数据不存在重大差异。

#### 四、评估师核查意见

经核查，评估师认为：收益法、资产基础法评估原理及过程未发生变化，重组预案至重组报告书期间电价的调整变化导致交易标的对应收益法评估结果差异较大，资产基础法评估结果的变化是评估师在尽职调查掌握更详尽的依据基础上形成的，具有合理性。

重组预案至重组报告书期间，随着审计工作的完成、经营环境的变化、评估人员尽职调查取得更多依据、掌握更多信息及企业对原预期的合理修正，重组报告中交易标的鹤壁丰鹤评估结果能够更谨慎、合理的反映其市场价值，与重组预案电价敏感性分析数据不存在重大差异。

**问题 3、重组报告书显示，在不考虑本次重组的情况下，你公司预计 2016 年度扣非后净利润为 54,531.18 万元，2015 年度为 52,509.75 万元，即预计 2016 年扣非后净利润相比 2015 年度增加 2021.43 万元。而你公司 2016 年 1 月 13 日披露的《关于公司控股子公司上网电价调整的公告》预计电价调整将减少你公司 2016 年度售电收入约 4.7 亿元。请你公司说明本次重组预计数据是否与 2016 年 1 月 13 日公告数据存在不一致的情形，并复核说明评估报告预计数据的准确性。请独立财务顾问和评估师核查并发表意见。**

回复：

##### 一、公司本次重组预计数据与临时公告数据不存在不一致的情形

2016年1月13日，公司披露了《关于公司控股子公司上网电价调整的公告》，自2016年1月1日起，河南省燃煤发电机组上网电价降低 0.0446 元/千瓦时(含税，下同)，下调后燃煤发电机组标杆上网电价(含脱硫、脱硝、除尘电价)为 0.3551 元/千瓦时。经初步测算，预计本次电价调整将减少本公司 2016 年度售电收入

约 4.7 亿元。

2016年3月2日，公司披露了《重组报告书》，在不考虑本次重组的情况下，公司预计2016年度扣非后净利润为54,531.18万元，2015年度为52,509.75万元，即预计2016年扣非后净利润相比2015年度增加2021.43万元。

在上网电价下调的情况下，公司预计营业收入大幅下降，而净利润未大幅下降反而呈增长态势主要原因如下：

### （一）上网电价下降直接影响发电企业营业收入，但不直接影响公司净利润变动趋势

上网电价与发电企业的盈利能力直接相关，但由于火电资产的盈利能力同时还要受到燃料价格、毛利率等因素的影响，上网电价下降并不必然导致盈利能力的降低。

报告期内，国家发改委均有相应的调低电价的指导政策，公司营业收入逐年降低，但是由于燃煤价格的下降，公司利润总额、净利润、经营活动现金流量净额均呈现上升趋势，盈利能力水平增强。报告期内，公司经营成果主要指标如下：

项目	2015年1-9月	2014年度	2013年度	2012年度
营业收入	263,104.06	335,595.03	350,581.23	380,324.33
利润总额	65,763.16	59,339.02	39,415.92	5,030.87
归属于母公司所有者净利润	43,763.02	37,036.01	29,057.90	4,258.44
扣除非经常性损益后净利润	42,292.23	35,428.81	23,205.46	4,588.50
经营活动产生的现金流量净额	107,553.11	112,650.64	95,246.45	96,614.33

根据上述分析，上网电价逐年下降直接影响公司营业收入，但与公司盈利能力水平无必然联系。

### （二）2016年，公司募投项目鹤壁鹤淇建成投产，对净利润带来正面影响

2015年12月末，公司2014年度非公开发行股份募集资金投资项目鹤壁鹤淇2台600MW超超临界发电机组顺利通过168小时试运行，具备投产条件。鹤壁鹤淇发电机组为新投产机组，执行标杆上网电价，由于项目建设采用了超低排放技术，超低排放补贴电价将于河南省环保厅验收合格、河南省发展改革委确认后取得。鹤壁鹤淇项目投产将对公司2016年经营净利润起到增厚作用。

综上，公司本次重组预计数据与临时公告数据均为公司经营计划预计数据，采用的口径一致，不存在不一致的情形。

## 二、评估报告预计数据的准确性

中企华评估师对本次收购的标的资产进行了资产评估，其中收益法评估参数预计数据系在与标的公司、公司现有下属发电企业、公司财务部门和业务部门充分沟通的基础上取得的，经核对，评估报告参数选取合理，预计数据准确。

## 三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：上网电价下降直接影响发电企业营业收入，但净利润同时受到燃料价格、毛利率等因素影响，变动趋势不一定与上网电价一致，同时，公司2016年度净利润受到募集资金投资项目新增产能释放的正面影响，因此公司预测营业收入下降、净利润增长具有合理性。

综上，公司披露本次重组预计数据与2016年1月13日公告数据不存在不一致的情形。经核对，评估报告参数选取合理，预计数据准确。

（本页无正文，为北京中企华资产评估有限责任公司对深圳证券交易所《关于对河南豫能控股股份有限公司的重组问询函》的反馈意见回复之签章页）

北京中企华资产评估有限责任公司

2016年3月16日