

北京国友大正资产评估有限公司

对

内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司

关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通

知书》的回复

之核查意见

二〇一八年十月

中国证券监督管理委员会：

贵会于2018年9月4日对内蒙古霍林河露天煤业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申请文件出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（181086号）收悉。北京国友大正资产评估有限公司作为内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司本次重大资产重组的评估机构，现将本次反馈意见中需要评估师核查的问题回复如下，请审阅。

问题 3: 申请文件显示, 由于电解铝行业属于周期性行业, 电解铝价格容易随市场环境的变化呈现周期性波动, 从而会对公司及标的资产的利润水平产生较大影响。同时, 铝加工产品生产使用的主要原材料为氧化铝, 电力产品生产使用的主要原材料为煤炭。报告期内, 氧化铝与煤炭的价格存在较大波动, 如果未来原材料价格大幅波动, 可能对标的资产的生产经营产生不利影响。请你公司: 1) 补充披露报告期内标的资产主要产品和原材料价格波动的趋势和原因。2) 补充披露标的资产应对产品和原材料价格波动风险的措施及实施效果。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、报告期内标的资产主要产品、原材料价格波动的趋势和原因

霍煤鸿骏以自备电厂从事电解铝的生产及销售, 其主要产品为电解铝, 主要原材料为氧化铝、阳极炭块、煤炭等, 其中氧化铝是构成电解铝成本的最大部分。

(一) 电解铝的价格波动情况

2016 年, 电解铝价格整体呈震荡上行趋势。国际市场方面, 2016 年以来全球大宗商品基本面整体向好, 包括电解铝在内的有色金属价格从年初开始低位反弹。国内市场方面, 受国际市场的带动, 加之国内供需基本面持续向好, 铝价虽在春节过后小幅回落, 但之后迅速反弹。9 月中下旬, 受《超限运输车辆行驶公路管理规定》实施的影响, 国内电解铝的公路运输成本大幅提高, 铁路运力趋于饱和, 导致铝锭存货下降, 现货不断趋紧, 铝价呈现强劲上涨态势, 并带动资金大量涌入期货市场; 直至年末, 资金获利了结, 铝价回落。

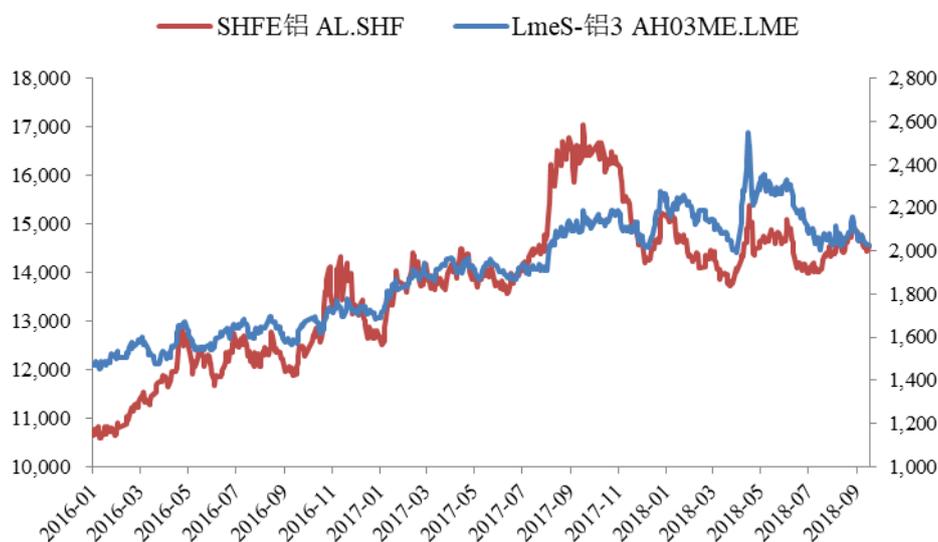
2017 年, 全球铝市场供需关系进一步改善, 电解铝价格整体仍呈现出震荡上行趋势。国际市场方面, 在宏观面消息向好及全球电解铝供需紧缺预期加剧等因素提振下, 保持强劲上涨。国内市场方面, 电解铝行业供给侧结构性改革不断深化, 2017 年 4 月, 国家发改委、工信部、环保部、国土资源部联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》, 加之以《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》为代表的环保政策趋严, 部分违规、落后产

能陆续关停，政策效果不断显现。在上述因素影响下，铝价上涨。2017 年四季度，由于国内铝锭库存增加等原因，铝价回落。

2018 年以来，在供给侧结构性改革政策持续影响及相关国际事件的影响下，铝价保持震荡。国际市场方面，受美联储加息、美国对俄铝等国际铝业巨头实施制裁政策及中美贸易摩擦等因素影响，国际铝价宽幅震荡。国内市场方面，一季度受春节等因素影响，需求疲软，铝价走低；二季度，国内铝价在国际铝价的带动下，价格重心上移。

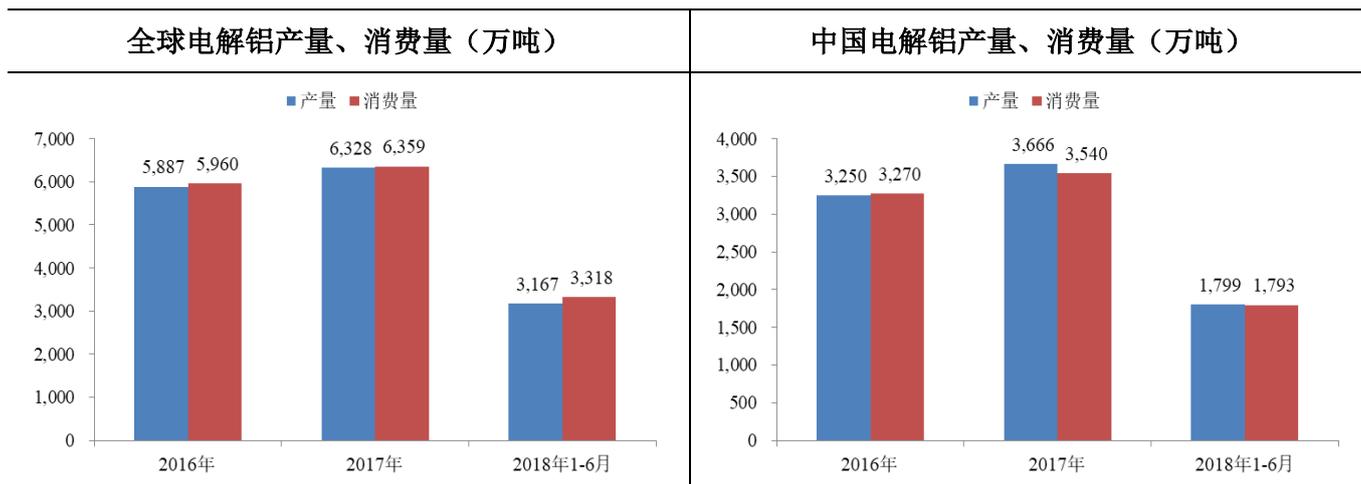
2016 年以来，上海期货交易所、伦敦金属交易所铝期货收盘走势如下：

SHFE 铝（左，元/吨）、LmeS-铝 3（右，美元/吨）期货走势



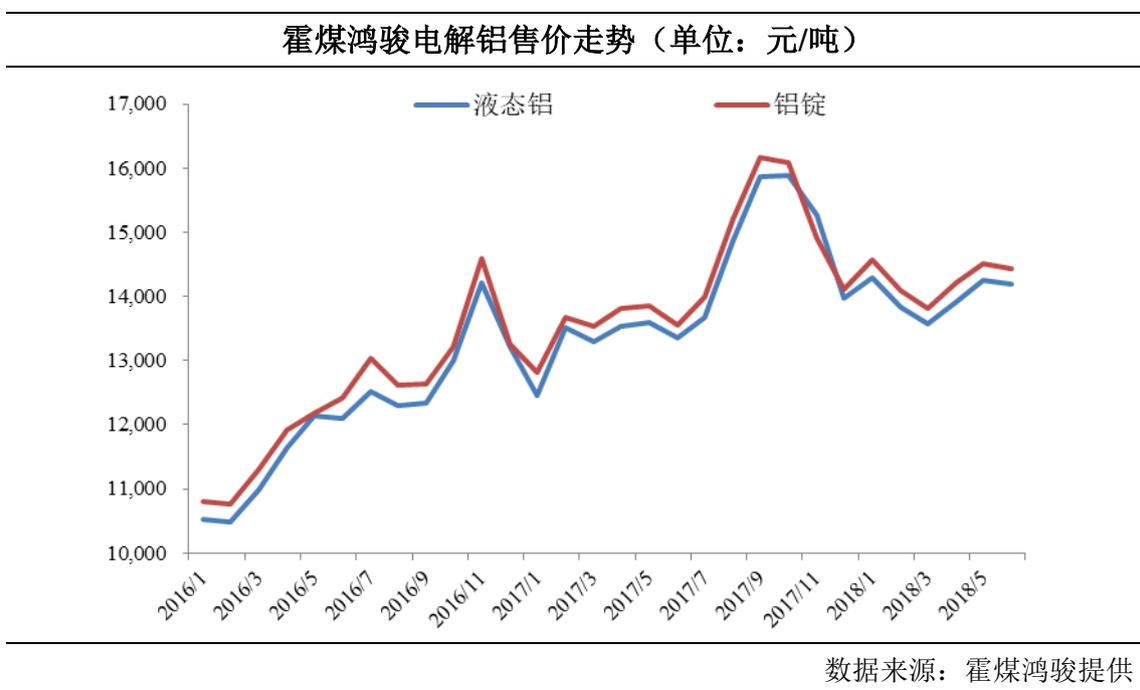
数据来源：Wind

2016 年以来，全球及中国电解铝产量、消费量整体保持增长态势，且各期基本维持供需平衡状态。具体情况如下：



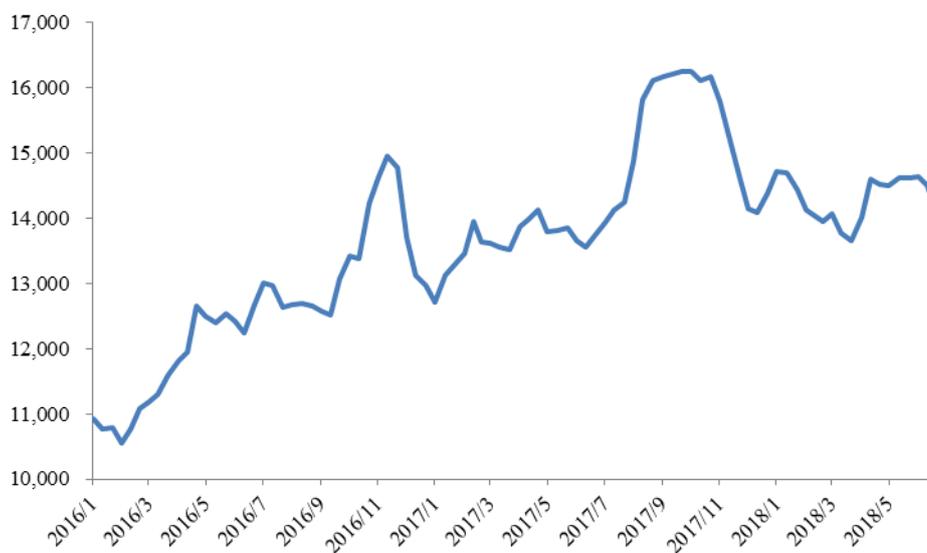
数据来源：根据中国铝业年报、半年报公告数据整理

2016年以来，霍煤鸿骏电解铝产品月均售价走势如下：



2016年以来，电解铝市场价格走势如下：

铝价市场走势（市场价:铝锭:A00:全国，单位：元/吨）



数据来源：Wind

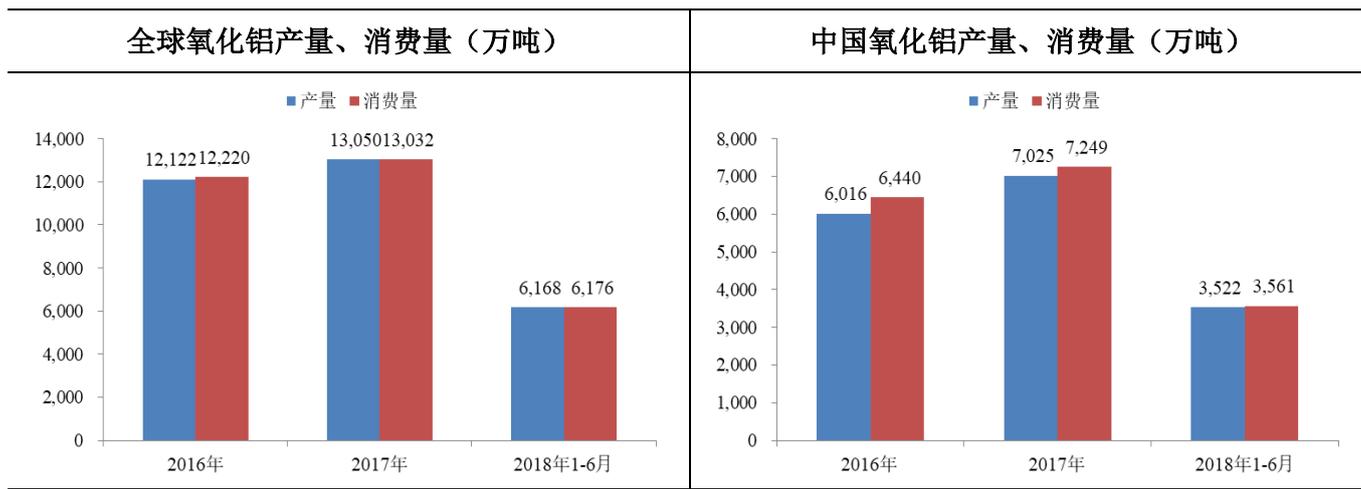
作为铝工业产业链基础产品，电解铝为大宗产品，国内外生产厂家均能广泛参与市场竞争，市场价格较透明。霍煤鸿骏销售电解铝以市场价格为基础，主要参考电解铝长江现货月均价、上海期货月度结算价，并考虑一定升贴水。

整体来看，报告期内霍煤鸿骏电解铝售价走势与市场走势基本一致，霍煤鸿骏电解铝价格波动的主要原因为市场因素。

（二）氧化铝的价格波动情况

2016-2017年，得益于国际、国内电解铝价格震荡上行，带动氧化铝价格整体震荡向上。2016年以来，全球铝市场供需关系持续改善，特别是在国内供给侧改革的影响下，进一步支撑氧化铝价格向高位运行，直至达到2017年底的高点后回落。2018年上半年，随着美国出台一系列贸易保护主义措施及全球货币政策收紧，加之国际市场突发事件和中美贸易摩擦等因素的影响，氧化铝价格波动较大。年初氧化铝价格延续去年的下行趋势，后至海德鲁巴西氧化铝厂减产和俄铝被制裁两件突发事件影响，国际、国内氧化铝价格快速上涨；之后，随着俄铝被制裁事件的缓和，以及中国氧化铝出口缓解了国际市场供应紧张的局面，国际、国内氧化铝价格出现下滑。

2016年以来，全球及中国氧化铝产量、消费量整体保持增长态势，全球各期基本维持供需平衡状态，中国2016、2017年略有缺口。具体情况如下：



数据来源：根据中国铝业年报、半年报公告数据整理

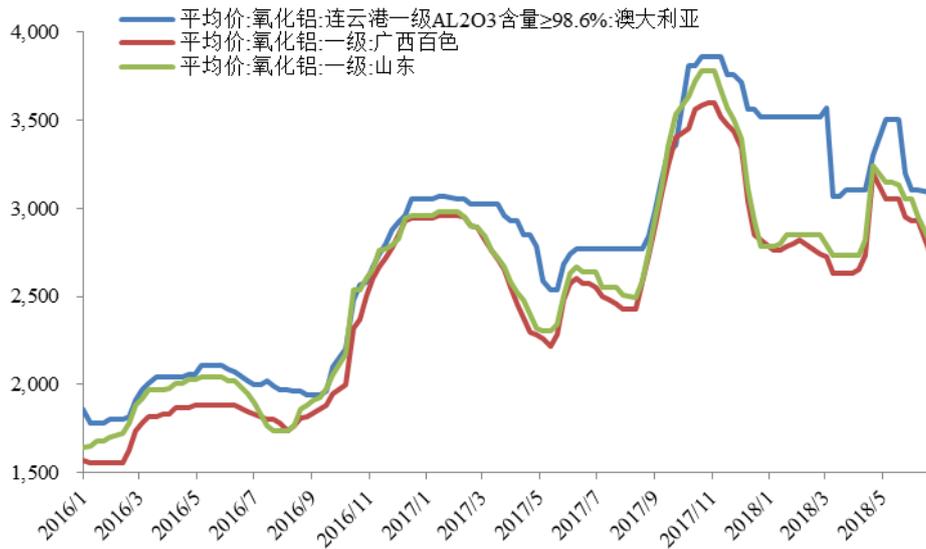
2016年以来，霍煤鸿骏氧化铝月均采购价格走势如下：



数据来源：霍煤鸿骏提供

2016年以来，氧化铝市场价格走势如下：

氧化铝价格市场走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind

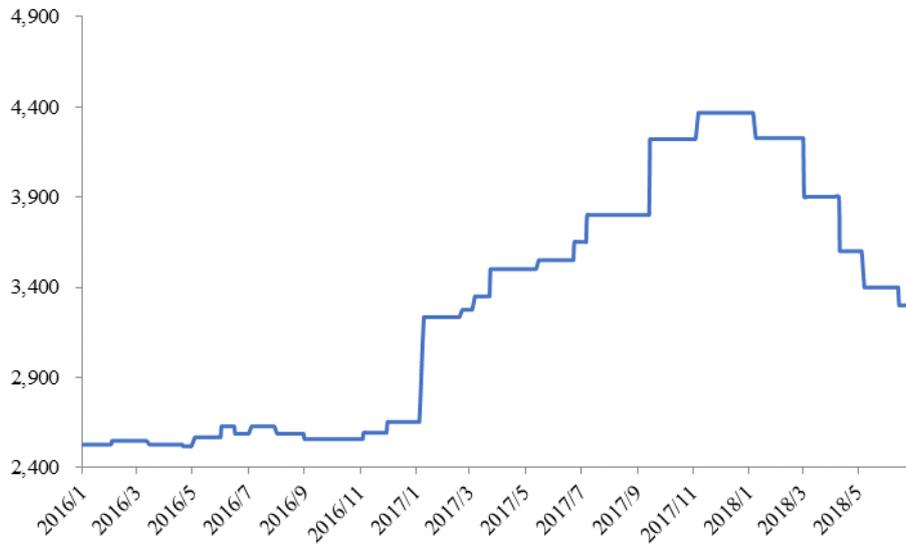
氧化铝为大宗商品，国际国内供货主体较多，市场货源充足，亦为充分竞争行业，市场价格较透明。霍煤鸿骏氧化铝主要通过国家电投集团铝业国际贸易有限公司采购，同时也直接面向嘉能可有限公司、托克投资（中国）有限公司等大型氧化铝供应商采购，其采购价格主要随行就市。

整体来看，报告期内霍煤鸿骏氧化铝采购价格走势与市场走势基本一致。2016年以来，原材料氧化铝价格上涨，主要系下游产品电解铝价格上涨后，逐渐传导至上游所致；同时也受国际贸易环境等因素影响。

（三）阳极炭块的价格波动情况

2016年以来阳极炭块价格呈现较大幅度波动，2016年价格相对较低，进入2017年以后，价格呈现持续上涨趋势，并于2017年底达到高点。2018年以来，价格呈现回落态势。

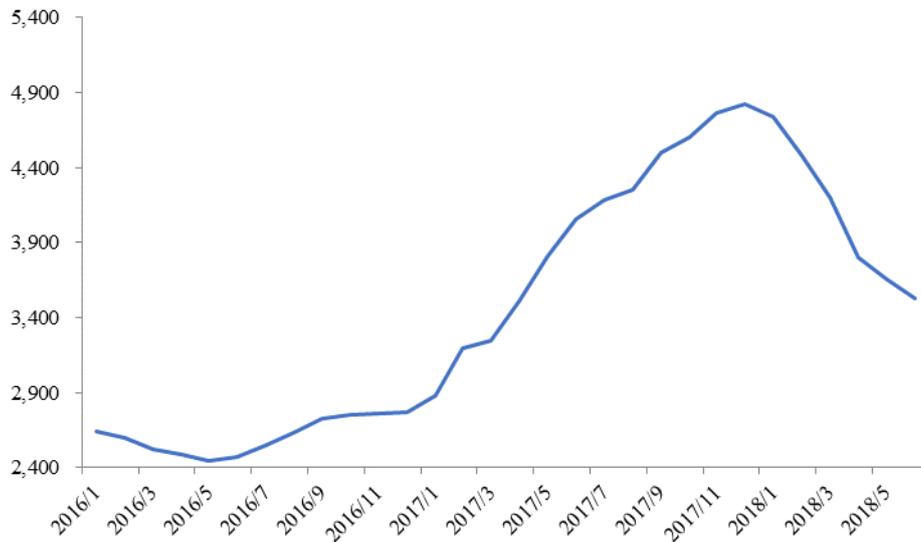
阳极炭块价格市场走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind

2016 年以来，霍煤鸿骏阳极炭块月均采购价格走势如下：

霍煤鸿骏采购阳极炭块价格走势（单位：元/吨）



数据来源：霍煤鸿骏提供

霍煤鸿骏采购阳极炭块的价格与市场价格变动趋势较为一致。

除上述氧化铝、阳极炭块等主要原材料之外，霍煤鸿骏自备电厂发电用煤从露天煤业采购，主要为低热值煤，为露天煤业煤炭开采过程中的伴生产品，非市场主流品种。报告期内，霍煤鸿骏自露天煤业采购煤炭的价格稳中略升。

二、标的资产应对产品和原材料价格波动风险的措施及实施效果

（一）措施

1、密切关注市场动态，加强分析研判

霍煤鸿骏下设采购中心等部门，并配备专业人员负责跟踪市场，密切关注市场动态，搜集整理行业信息及专业机构研究报道等，不定期向上级领导汇报市场情况，方便决策使用。同时，相关部门对月度的生产经营状况形成经营活动分析，决策层在充分获取市场信息及公司的实际经营状况后，加强分析研判，择机在市场上调整产、供、销安排。

2、充分利用集团公司贸易公司平台提供专业的采购、销售服务

国家电投集团铝业国际贸易有限公司和国家电投集团东北铝业国际贸易有限公司系国家电投旗下的铝业贸易服务平台，采用集约化、专业化和市场化的运作方式，为集团内铝业企业提供集中采购和销售服务。在原材料采购中，通过化零为整，将小批量采购转化为大批量采购，从而获得更优的产品结构、更稳定的采购渠道和更及时的供货保障，同时提高议价能力。在产品销售环节，通过提供专业的销售服务，从而使霍煤鸿骏能将更多精力集中于电解铝的生产。

3、积极签署定价机制合理的长单合同

霍煤鸿骏积极优化采购合同结构，通过签署定价机制合理的长单合同，充分保障氧化铝供应，同时也一定程度上分散市场价格大幅波动的风险。目前，霍煤鸿骏与国家电投集团铝业国际贸易有限公司签订了两个与市场挂钩的氧化铝长单合同，分别为：① 36万吨长单，交货期2018年3月-2019年2月，定价方式为： $\text{沪铝} \times 18\% \times 0.5 + \text{山东三网均价} \times 0.5 + \text{运费}$ ，约占全年需求总量21.56%；② 24万吨长单，交货期2018年3月-2019年2月，定价方式为： $\text{沪铝} \times 17.9\% \times 0.6 + \text{山东三网均价} \times 0.4 + \text{运费}$ ，约占全年需求总量14.37%。此外，霍煤鸿骏还与嘉能可有限公司、托克投资（中国）有限公司等全球大型氧化铝供应商签订了长期供货合同，以保障原材料及时供应并获得相对合理的价格。

4、积极拓展长期稳定的供货渠道

近年来，生产电解铝的主要原材料氧化铝价格波动较大，从而影响了电解铝企业的盈利。为拓展长期稳定的供货渠道，霍煤鸿骏主动与国内大型氧化铝供应商探讨长期稳定的合作方式，尝试建立长期全面的互惠战略合作关系，以共同应对市场大幅波动所带来的不利影响。

（二）实施效果

通过采取上述措施，霍煤鸿骏产品销售、原材料采购价格走势与市场走势基本一致，未出现明显异常波动的情形，充分保障了霍煤鸿骏的生产经营及持续盈利。报告期内，霍煤鸿骏生产所需氧化铝能以合理市场价格充分供应，生产经营活动有序进行；霍煤鸿骏电解铝产品顺利实现销售，未出现产品大量积压或存货贬值的情形。最近两年，在成本端氧化铝价格快速上涨的情况下，霍煤鸿骏持续盈利，分别实现扣非后的净利润为 76,703.21 万元、38,554.62 万元，盈利情况良好。

三、评估师核查意见

经核查，评估师认为，电解铝、氧化铝和阳极炭块等均为大宗产品，其市场为充分竞争市场，报告期内霍煤鸿骏电解铝销售和氧化铝、阳极炭块的采购价格与市场走势基本一致。在日常生产经营中，霍煤鸿骏积极加强市场走势研判，不断优化采购方式和结构，充分保障了其生产经营稳定；报告期内，在氧化铝、阳极炭块等主要原材料价格大幅波动的情况下，霍煤鸿骏仍保持了良好的经营业绩。

问题 12: 申请文件显示, 报告期内, 标的资产电解铝业务毛利率呈现下降趋势。收益法评估中, 预测期内标的资产的毛利率维持在 12%以上, 请你公司: 1) 结合标的资产产品和原材料价格波动情况, 量化分析报告期毛利率变动原因。2) 结合同行业可比公司报告期毛利率变动情况, 补充披露标的资产毛利率变动的合理性。3) 补充披露预计标的资产 2018 年 3-12 月毛利率水平高于 2018 年 1-2 月实际毛利率水平的原因及合理性。4) 结合标的资产历史业绩、行业发展趋势、行业地位等, 补充披露收益法评估中, 毛利率预测数据的可实现性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、结合标的资产产品和原材料价格波动情况, 量化分析报告期毛利率变动原因

(一) 霍煤鸿骏主营业务突出, 主要从事电解铝的生产及销售

报告期内, 霍煤鸿骏营业收入构成情况如下:

单位: 万元

项目	2018 年 1-6 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	506,133.29	99.38%	1,001,470.64	98.78%	879,376.06	98.87%
其中: 电解铝	500,430.62	98.26%	992,953.90	97.94%	871,270.10	97.96%
供热	5,702.67	1.12%	8,516.74	0.84%	8,105.96	0.91%
其他业务收入	3,145.06	0.62%	12,345.70	1.22%	10,010.64	1.13%
合计	509,278.36	100.00%	1,013,816.34	100.00%	889,386.70	100.00%

如上表所示, 霍煤鸿骏主营业务突出, 报告期内主营业务收入占比均在 98% 以上。霍煤鸿骏的主营业务为电解铝生产、销售, 附带少量供热业务。

报告期内, 霍煤鸿骏的毛利及毛利率情况如下:

单位: 万元

项目	2018 年 1-6 月		2017 年		2016 年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
主营业务	51,714.75	10.22%	123,836.72	12.37%	155,068.73	17.63%
其中: 电解铝	50,016.72	9.99%	123,017.16	12.39%	153,967.04	17.67%

供热	1,698.02	29.78%	819.56	9.62%	1,101.69	13.59%
其他业务	950.33	30.22%	3,145.71	25.48%	2,235.11	22.33%
合计	52,665.08	10.34%	126,982.43	12.53%	157,303.84	17.69%

从上表可知，电解铝业务贡献了霍煤鸿骏毛利的绝大部分，电解铝业务毛利率的波动是霍煤鸿骏毛利率波动的核心原因。

（二）霍煤鸿骏主要产品和原材料价格波动情况

详见问题 3 回复。

（三）霍煤鸿骏电解铝业务毛利率变动的原因

报告期内，霍煤鸿骏年电解铝产、销量保持相对稳定，其毛利率的变动主要源于电解铝产品销售单价、单位成本随市场情况变动而变动。

1、分产品来看，报告期内铝锭、铝液的毛利率均呈下降趋势

霍煤鸿骏所生产电解铝从形态上看，主要分为铝锭、铝液。报告期内，霍煤鸿骏铝锭、铝液销售情况如下：

单位：吨、元/吨

产品	时间	销售单价	销售单位成本	毛利率
铝锭	2016 年	10,381.86	9,040.07	12.92%
	2017 年	12,235.97	11,216.99	8.33%
	2018 年 1-6 月	12,269.15	11,403.04	7.06%
铝液	2016 年	10,495.53	8,462.41	19.37%
	2017 年	12,060.03	10,432.51	13.50%
	2018 年 1-6 月	12,018.73	10,594.34	11.85%

霍煤鸿骏报告期内电解铝业务的毛利率分别为 17.67%、12.39%和 9.99%，与主要产品铝锭、铝液的走势一致，符合霍煤鸿骏生产经营实际情况。

2、报告期内，由于氧化铝价格的快速上涨，霍煤鸿骏电解铝销售单位成本的涨幅大于销售单价的涨幅

单位：元/吨

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
----	--------	--------	--------------

		金额	同比	金额	同比	金额	增幅
铝锭	销售单价	10,381.86	0.96%	12,235.97	17.86%	12,269.15	0.27%
	销售单位成本	9,040.07	-6.62%	11,216.99	24.08%	11,403.04	1.66%
铝液	销售单价	10,495.53	4.48%	12,060.03	14.91%	12,018.73	-0.34%
	销售单位成本	8,462.41	-5.43%	10,432.51	23.28%	10,594.34	1.55%

注：2018年1-6月增幅为较2017年平均值

2016年铝业整体较为景气，霍煤鸿骏电解铝产品毛利率相对较高。2017年，随着电解铝产品价格的上涨，氧化铝、阳极炭块等的价格也快速上涨，且同比涨幅更快于售价端，因此2017年毛利率较上年度有所下降。2018年上半年，铝产品销售均价与2017年基本持平，但受成本上涨的影响，霍煤鸿骏毛利率较2017年度仍有所下降。

二、结合同行业可比公司报告期毛利率变动情况，补充披露标的资产毛利率变动的合理性

同行业可比公司报告期毛利率情况比较：

公司	产品名称	2018年1-6月	2017年	2016年
中国铝业	原铝	7.38%	6.72%	12.83%
神火股份	铝锭	7.73%	18.62%	22.00%
南山铝业	合金锭	19.44%	16.08%	16.25%
中孚实业	电解铝	-3.20%	9.65%	18.32%
云铝股份	铝锭	9.75%	11.78%	15.95%
平均	-	8.22%	12.57%	17.07%
霍煤鸿骏	铝锭、铝液	9.99%	12.39%	17.67%

注：中国铝业、南山铝业在其2018年半年度报告中未单独披露原铝、合金锭的毛利率，此处以其2018年上半年主业业务毛利率代替。

经查阅同行业可比上市公司2017年年度报告和2018年半年度报告，2016年以来电解铝产品毛利率随行业走势均呈现不同程度下降，霍煤鸿骏毛利率走势与行业走势一致，电解铝产品毛利率水平与行业同比上市公司电解铝产品毛利率平均水平相当。

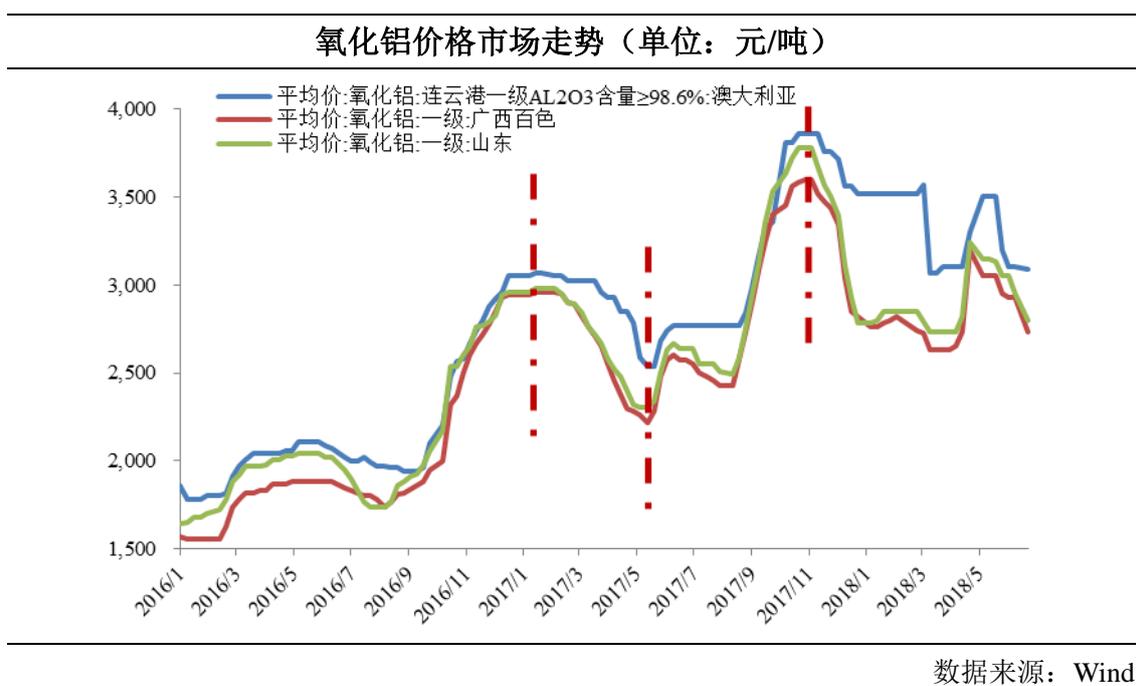
三、补充披露预计标的资产 2018 年 3-12 月毛利率水平高于 2018 年 1-2 月实际毛利率水平的原因及合理性

(一) 行业周期性运行特点导致电解铝价格的变动先于氧化铝

2016 年以来，电解铝市场价格走势如下：



2016 年以来，氧化铝市场价格走势如下：



报告期内，电解铝、氧化铝的价格波动主要呈现如下几个阶段：

1、自 2016 年初上涨以来，2016 年 11 月，电解铝价格达到年内高点；缘于向上游传导的时滞效应，2017 年 1 月氧化铝价格达到该轮上涨的高点。

2、自 2016 年 11 月下跌以来，2017 年 1 月，电解铝价格达到年内低点；2017 年 5 月，氧化铝价格达到该轮下跌的低点。

3、2017 年 1 月以后，电解铝价格持续上涨，并于 2017 年 9 月达到本轮上涨的高点；2017 年 11 月，氧化铝价格达到该轮上涨的高点。

4、2017 年 10 月以来，电解铝价格快速下降；2017 年 11 月之后，氧化铝价格才开始下行。

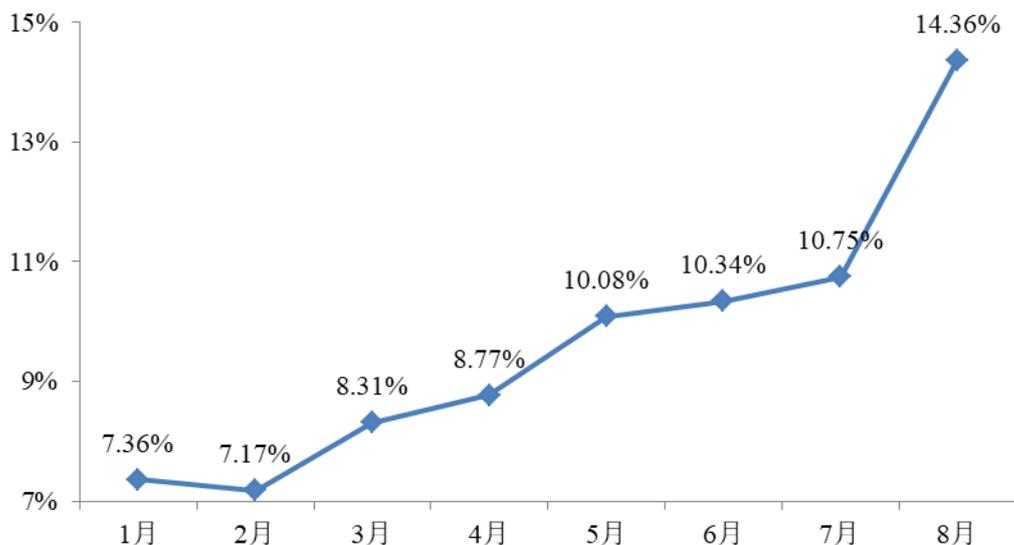
整体来看，电解铝价格的变动往往先于氧化铝价格的变动。

此外，考虑到电解铝生产企业原材料具有一定的库龄，产品价格快速下降后，其生产领料所结转的原材料成本对应为稍早前的价格，从而导致在下行前期电解铝生产企业的毛利率偏低。随着电解铝、氧化铝价格逐步企稳，毛利率水平逐渐修复。因此，在预测时 2018 年 3-12 月的毛利率水平高于 2018 年 1-2 月水平。

（二）实际运行情况与预测相符

从实际经营情况来看，2018 年以来霍煤鸿骏毛利率整体呈改善趋势，实际运行情况与预测相符。

2018 年以来霍煤鸿骏各月毛利率



数据来源：霍煤鸿骏提供

四、结合标的资产历史业绩、行业发展趋势、行业地位等，补充披露收益法评估中，毛利率预测数据的可实现性

（一）霍煤鸿骏历史业绩

霍煤鸿骏 2015-2017 年母公司财务报表营收、毛利率情况如下：

单位：万元

项目	2015 年	2016 年	2017 年	合计
营业收入	862,437.65	889,274.30	1,013,587.34	2,765,299.29
营业成本	788,905.74	732,129.51	887,142.82	2,408,178.07
毛利率	8.53%	17.67%	12.47%	12.91%

历史数据与预测数据对比如下：

	时间	毛利率
历史数据	2015 年	8.53%
	2016 年	17.67%
	2017 年	12.47%
	2018 年 1-2 月	7.28%
预测数据	2018 年 3-12 月	13.23%
	2019 年	12.45%
	2020 年	12.41%
	2021 年	12.46%
	2022 年	12.53%
	2023 年至永续	12.53%

2015-2017 年，霍煤鸿骏平均毛利率为 12.91%。基于历史经营情况，预测期间各整年毛利率水平均未超过 12.91%，具有合理性。

（二）行业发展趋势

铝行业是国家重要的基础产业，氧化铝和原铝作为重要的基础原材料，与机电、电力、航空航天、造船、汽车制造、包装、建筑、交通运输、日用百货、房地产等行业密切相关，其产品价格随国内外宏观经济波动呈周期性变动规律。

中国是铝工业大国，产量和消费量连续 16 年位居世界第一。近年来，中国政府通过推进供给侧结构性改革，不断淘汰落后产能，鼓励和引导低竞争力产能退出市场。2017 年，更是以前所未有的力度，启动清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动，并利用环境整治行动，使得违规、环保不达标企业主动关停产能，有效改善了市场供需状况，对铝行业的有序、健康发展起到了积极的促进作用。受供给侧改革的影响，电解铝小企业与落后产能将被逐步淘汰，我国电解铝行业的集中度将大幅提升，行业格局进一步优化，龙头企业的优势将更加明显。

综上，随着行业的健康可持续发展，霍煤鸿骏将凭借其竞争优势进一步巩固行业地位，具备持续盈利能力。长期以来，霍煤鸿骏生产经营、产销情况稳定，本次收益法评估预测中相关参数选取合理，霍煤鸿骏未来毛利率具有可实现性。

（三）行业地位

由于电解铝行业产品同质性较强、销售价格趋于统一、生产技术差别相对较小，因此电解铝行业竞争力主要体现在生产成本以及销售运距等方面。中国电解铝的主要生产地区为山东、新疆、内蒙古、河南等省，上述电解铝产能分布地区通常包括下属特点：（1）电力成本低；（2）靠近氧化铝产地；（3）交通便利、靠近下游市场。

标的公司霍煤鸿骏拥有121万吨电解铝产能（实际已运营投产的产能为86万吨，另外35万吨产能尚在建设中），是国家电投电解铝业务中的重要组成部分。目前，国内产能在100万吨以上的电解铝企业的产能情况如下表所示：

单位：万吨

序号	企业名称	电解铝产能	备注
1	中国宏桥集团有限公司	590	电解铝产能主要集中在山东，在山东省拥有四个生产基地：邹平本部、魏桥、滨州、惠民。
2	中国铝业股份有限公司	394	其中山东 22.5 万吨，山西 64.4 万吨
3	信发集团有限公司	342	山西阳泉 110 万吨，新疆 80 万吨
4	国家电力投资集团有限公司	253.5	电解铝产能主要分布在内蒙古东部、宁夏、青海地区，霍煤鸿骏隶属于国家电投。
5	东方希望集团有限公司	235	-

6	杭州锦江集团有限公司	219	-
7	云南铝业股份有限公司	193	国内唯一水电铝上市公司，产能集中在云南。
8	酒泉钢铁（集团）有限责任公司	170	下属全资子公司甘肃东兴铝业有限公司主营电解合金铝。
9	湖南省曾氏企业有限公司	160	-
10	河南神火集团有限公司	156	所属电解铝厂分布于河南的永城、商丘和沁阳。
11	四川其亚铝业集团有限公司	132	-

数据来源：东北证券研究所《原材料挤压电解铝利润，全产业链覆盖大势所趋》、公开资料查询。

根据相关数据，拥有 100 万吨以上产能的电解铝企业的合计产能占全国电解铝总产能超过 60%。受供给侧改革的影响，电解铝小企业与落后产能将被逐步淘汰，我国电解铝行业的集中度将大幅提升，行业格局进一步优化，龙头企业的优势将更加明显。此外，随着供给侧改革的推进，我国电解铝行业企业的性质结构也将发生变化，国有企业将掌握更多的主动权，国有企业电解铝产能占比将逐步提升，而民营企业的占比将有所下降。

未来，霍煤鸿骏将充分把握行业发展趋势，积极优化生产、管理水平，不断提升盈利能力。

综上，霍煤鸿骏以历史实际经营情况为基础，收益法评估预测各整年的毛利率水平低于 2015-2017 年的平均毛利率，具有合理性。随着供给侧改革和落后产能的退出，行业优势产能将进一步巩固，利好霍煤鸿骏长期健康可持续发展、提升盈利能力，预测期间毛利率水平具有可实现性。

五、评估师核查意见

经核查，评估师认为，报告期内霍煤鸿骏毛利率的波动主要受电解铝、氧化铝等价格波动影响所致，其价格走势符合行业相关产品的实际运行情况，同时霍煤鸿骏毛利率与同行业可比上市公司电解铝产品毛利率平均水平相当。霍煤鸿骏以历史实际经营情况为基础，收益法评估预测各整年的毛利率水平低于 2015-2017 年的平均毛利率，具有合理性。随着供给侧改革和落后产能的退出，行业优势产能将进一步巩固，利好霍煤鸿骏长期健康可持续发展，提升盈利能力，预测期间毛利率水平具有合理性。

问题 16：申请文件显示，资产基础法评估中，房屋建筑物增值 7.48 亿元，增值率 19.12%。同时针对未办理房屋所有权证的房屋建筑物 41 项，建筑面积约为 1.66 万平方米。本次对房屋建筑物的评估是在假定其产权完整的前提下作出，未考虑将来办理产权时需要支付的费用。请你公司补充披露上述评估假设的合理性以及是否符合资产评估准则相关规定。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、上述评估假设具有合理性，符合评估准则规定

截至本回复出具日，内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司尚有 41 处房屋建筑物尚未取得权属证书，上述房屋于评估基准日的评估值合计占标的资产总评估值的比例为 2.22%；上述房屋面积合计占内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司全部房屋面积的比例为 1.42%，占比相对较小。具体情况如下：

序号	建筑物名称	面积（平方米）	占房屋总面积的比例	评估基准日评估值（万元）	占总评估值的比例
1	集中控制楼	310.85	0.03%	574.59	0.20%
2	采暖加热站	55.12	0.00%	9.27	0.00%
3	500kV 落地变扩建 220kV 出线间隔二次保护小室	260.00	0.02%	124.34	0.04%
4	铝厂二期扩建 220kV 出线间隔 220kV GIS 室	594.00	0.05%	375.81	0.13%
5	铝厂二期扩建 220kV 出线间隔管母线室	143.00	0.01%	65.60	0.02%
6	铝厂二期扩建 220kV 出线间隔保护小室	160.00	0.01%	70.45	0.02%
7	铝厂二期扩建 220kV 出线间隔彩钢板房	120.44	0.01%	38.18	0.01%
8	铝厂三期扩建 220kV 出线间隔 220kV GIS 室	1,265.00	0.11%	729.60	0.25%
9	铝厂三期扩建 220kV 出线间隔管母线室	600.00	0.05%	267.06	0.09%
10	铝厂三期扩建 220kV 出线间隔二次保护小室	290.00	0.02%	163.47	0.06%
11	警卫传达室	109.00	0.01%	26.09	0.01%

12	集中办公室	2,045.00	0.17%	363.68	0.13%
13	南区 208-6-101	51.94	0.00%	12.36	0.00%
14	南区 209-4-102	51.94	0.00%	12.36	0.00%
15	南区 209-6-101	51.94	0.00%	12.36	0.00%
16	南区 210-2-102	51.94	0.00%	12.36	0.00%
17	南区 210-5-101	51.94	0.00%	12.36	0.00%
18	南区 211-2-101	53.62	0.00%	12.76	0.00%
19	空压站循环水（二期）	375.00	0.03%	134.21	0.05%
20	超浓相输送三系统贮仓（二期）	25.76	0.00%	65.96	0.02%
21	超浓相输送四系统贮仓（二期）	25.76	0.00%	67.33	0.02%
22	烟气净化配电所	1,701.40	0.15%	191.76	0.07%
23	增压风机房	1,130.84	0.10%	194.01	0.07%
24	汽车衡	90.00	0.01%	14.11	0.00%
25	铝厂站冷水制备间	309.00	0.03%	170.41	0.06%
26	五栋房站综合楼	609.19	0.05%	180.60	0.06%
27	净水处理间	1,460.13	0.12%	412.37	0.14%
28	厂外给水加压泵房	218.05	0.02%	86.27	0.03%
29	厂外水源井泵房（一）	16.73	0.00%	40.52	0.01%
30	厂外水源井泵房（二）	16.73	0.00%	40.53	0.01%
31	厂外水源井泵房（三）	16.73	0.00%	40.51	0.01%
32	厂外水源井泵房（四）	16.73	0.00%	40.53	0.01%
33	食堂	120.00	0.01%	136.94	0.05%
34	训练厂房	480.00	0.04%	546.96	0.19%
35	北大门	113.92	0.01%	196.01	0.07%
36	西大门	135.25	0.01%	194.89	0.07%
37	铝厂站清扫房	12.43	0.00%	6.82	0.00%
38	增压风机房	312.00	0.03%	87.83	0.03%
39	220kV 动力站	184.44	0.02%	56.92	0.02%
40	1#循环泵房及吸收塔保温间	1,475.00	0.13%	289.69	0.10%
41	2#循环泵房及吸收塔保温间	1,475.00	0.13%	289.69	0.10%
合计		16,585.82	1.42%	6,367.56	2.22%

本次交易中，霍煤鸿骏尚未取得产权证的房屋建筑物均为其出资建设取得，不存在任何权属纠纷，亦未受到行政主管部门提出异议或行政处罚，霍煤鸿骏对其享有占有、使用、收益及处分的权利。目前，霍煤鸿骏正积极履行办证相关前置程序，以期在解决相关问题后进一步完善手续。

鉴于：

1、上述房屋建筑屋不涉及关键生产用房，其面积、评估值占比均较小，其暂时未办毕产权证书的情况并未影响霍煤鸿骏的正常生产经营；

2、霍煤鸿骏已对上述权属不完备的资产出具产权不存在纠纷或争议的声明，同时蒙东能源也已出具承诺函，承诺未来因上述资产的使用、权属等引起的任何问题，对上市公司产生任何经济损失，由蒙东能源根据本次交易中转让股权的比例对上市公司进行补偿；

3、上述房屋客观上具有使用价值，但其后续具体办证费用难以准确预计。

综上，本次评估假设其产权完整的前提下作出，未考虑将来办理产权时需要支付的费用，不会对本次交易霍煤鸿骏的评估值产生重大不利影响，相关假设具有合理性，不存在违背评估准则规定的情形。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为，霍煤鸿骏 41 项暂未办理产权证书的房屋建筑物占其总面积、评估值的比例较小，不会对本次评估值产生重要影响。同时，霍煤鸿骏正积极履行相关办证前置程序，暂未办证的情形不会对其生产经营产生重大不利影响，霍煤鸿骏及蒙东能源的相关承诺也有利于保护本次交易后上市公司的利益。本次评估在其产权完整的前提下作出，充分考虑了该 41 项房屋建筑物客观上具有使用价值，同时其具体办证费用难以准确预计，具有合理性，不存在违背评估准则规定的情形。

问题 17：申请文件显示，资产基础法评估中，房屋建筑物类资产账面净值合计 391,191.95 万元，评估值 466,007.05 万元，评估增值 74,815.10 万元，增值率 19.12%；无形资产账面价值合计 33,760.84 万元，评估值 41,422.08 万元，评估增值 7,661.24 万元，增值率 22.69%。请你公司结合房屋建筑和土地使用权所在地区、市场可比案例情况等，补充披露房屋建筑物和无形资产评估增值的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、房屋建筑物类固定资产评估增值的合理性

（一）房屋建筑物类固定资产评估基本情况

截至2018年2月28日，霍煤鸿骏房屋建筑物类固定资产的评估结果如下：

单位：万元

科目名称	账面价值	评估价值	增减值	增值率
房屋建筑物	229,567.89	286,559.26	56,991.37	24.83%
构筑物及其他辅助设施	161,624.06	179,447.79	17,823.73	11.03%
房屋建筑物类合计	391,191.95	466,007.05	74,815.10	19.12%

霍煤鸿骏的房屋建筑物类固定资产主要分为两类：房屋建筑物、构筑物。房屋建筑物主要为电解车间、阳极组装车间、生产运营监控中心、铝厂厂前区办公楼、东氧化铝仓库、综合仓库、主厂房本体、综合楼、碎煤机室、集中控制综合楼、工业废水处理站等；构筑物主要为厂区道路、地下转运站、烟囱、空冷平台、灰坝、综合管网电缆沟、铁路专用线、余热发电烟囱、储煤筒仓、输煤栈桥等。

根据本次评估房屋建筑物类固定资产的特点，采用成本法及市场法进行评估：

1、成本法

对无收益、无成交实例的生产用房屋，按房地分估的原则，采用成本法进行评定估算。成本法是指按评估时点的市场条件和被评估房产的结构特征计算重置同类房产所需投资（简称重置价格）乘以综合评价的房屋建筑物的成新率确定被评估房产价值的一种方法。

评估值=重置全价×综合成新率

重置全价=建筑安装成本+前期及其他费用+资金成本-可抵扣增值税

综合成新率=理论成新率×权重+勘察成新率×权重

2、市场法

对于评估范围内的住宅及商业性质的房产，同区域同类型房屋市场交易活跃，市场可比交易案例容易收集，本次评估中按照房地合一的原则，采用市场法进行评估，计算出房屋建筑物（含地价）的评估价值。

市场法是指在求取待估房地产价格时，将待估房地产与在评估基准日附近已经成交的同一供需圈内类似房地产加以比较，依照这些已经成交的房地产价格，通过多项因素的修正而得出待估房地产价格的一种估价方法。

市场法估算房地产价值的计算公式为：

待估房地产的评估价格=交易案例房地产成交价格×交易情况修正系数×交易日期修正系数×区位因素修正系数×个别因素修正系数

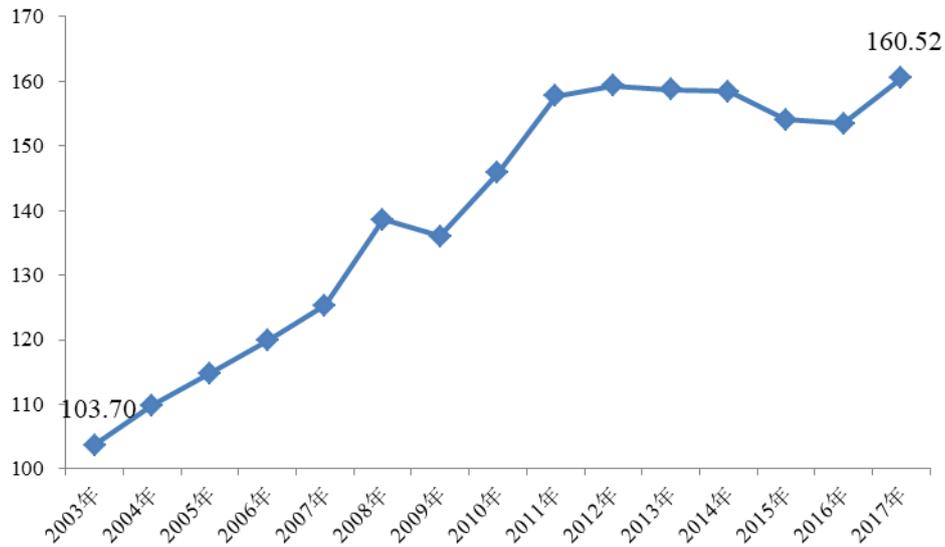
（二）增值的合理性分析

1、建安工程成本持续上涨

本次评估的建筑物，部分建成较早，随着我国社会经济的不断发展，构成建筑物建安工程成本的综合人工费、机械费、材料费价格也在不断上涨，使得建筑物建筑成本上升，总体重置成本提高，引起评估增值。

霍煤鸿骏的房屋建筑物自2003年以来陆续建成投产，根据国家统计局公布的内蒙古固定资产投资价格指数（建筑安装工程）整理，2002年基础价格指数为100，2017年价格指数平均为160.52，整体呈上涨趋势。2003年以来内蒙古固定资产投资价格指数（建筑安装工程）走势如下：

固定资产投资价格指数:建筑安装工程:内蒙古



数据来源：根据国家统计局公布数据整理

2、房屋建筑物会计折旧年限普遍短于其经济耐用年限，维护保养良好，成新率较高

霍煤鸿骏采用的房屋建筑物会计折旧年限普遍短于其经济耐用年限，致使房屋建筑物理论成新率高于资产账面净值与账面原值比率。同时，经评估人员对现场房屋建筑物的勘查核实，建筑物资产维护保养良好，房屋建筑物成新率较高。受此影响，房屋建筑物账面净值评估增值。

霍煤鸿骏房屋建筑物会计折旧年限如下：

序号	类别	折旧年限(年)	预计净残值率(%)	年折旧率(%)
1	房屋及建筑物	8-40	3.00	2.43-12.13

评估采用的经济耐用年限如下：

结构	用途	年限(年)
钢结构	生产用房	50
	受腐蚀的生产用房	40
	非生产用房	60
钢筋混凝土结构	生产用房	50
	受腐蚀的生产用房	35
	非生产用房	60

砖混结构一等	生产用房	40
	受腐蚀的生产用房	30
	非生产用房	50
砖混结构二等	生产用房	40
	受腐蚀的生产用房	30
	非生产用房	50
砖木结构一等	生产用房	30
	受腐蚀的生产用房	20
	非生产用房	40
砖木结构二等	生产用房	30
	受腐蚀的生产用房	20
	非生产用房	40
砖木结构三等	生产用房	30
	受腐蚀的生产用房	20
	非生产用房	40
简易结构	-	10

3、住宅及商品房随周边房屋市场价格的上涨而上涨

霍煤鸿骏的住宅及商品房购买时间较早，随着社会经济的不断发展，周边房屋市场价格整体上涨，该部分房屋采用市场法进行评估，评估结果增值。

评估人员经市场调查，收集霍林郭勒市楼房售价的基础资料，主要选取邻近地区同一供需圈内类似的三个相似项目的销售价格作为比较案例，并以估价对象的各因素条件为基础与比较案例进行比较，编制比较因素条件指数表，从而确定修正系数和比准价格。以南区305-4-102（铝总公司）房屋为例，其与相关比较案例的主要情况如下：

因素	待估房屋	实例 A	实例 B	实例 C
位置	南区 305-4-102	霍林郭勒鑫隆商务综合	绿洲花园	华典贡苑
	霍林郭勒市沙尔呼热街道乌兰哈达大街 19 号 305 栋 4 单元 102 号	霍林郭勒市鑫隆商务综合楼	内蒙古自治区通辽市霍林郭勒市圣金白钢门窗西北(哲里木大街西)	霍林郭勒市滨河北段华典贡苑

交易价格 (元/m ²)	待估	2,500.00	2,711.00	2,703.00
交易时间	2018年2月	2018年2月	2018年2月	2018年2月
交易情况	正常	正常	正常	正常
房地产用途	住宅	住宅	住宅	住宅
面积(m ²)	59.02	50	59	51.79
修正系数	-	0.8975	0.9163	0.8975
比准单价 (元/m ²)	-	2,244.00	2,484.00	2,426.00
综合比准价格(元/m²)		2,380.00		
待估房屋评估值(元)		140,500.00		

注：比准单价=交易价格*修正系数，综合比准价格为比准单价的算术平均数，待估房屋评估值=综合比准价格*面积，数值经取整后录得。

综上，本次评估的房屋建筑物自2003年以来陆续建成投产，随着建安工程成本的持续上涨，房屋建筑物重置成本增加；霍煤鸿骏房屋建筑物会计折旧年限普遍短于其经济耐用年限，维护保养良好，资产成新率较高；同时，随着社会经济的不断发展，周边房屋市场价格整体上涨。综合考虑上述因素，本次评估房屋建筑物类资产增值具有合理性。

二、无形资产评估增值的合理性

(一) 无形资产评估基本情况

截至2018年2月28日，霍煤鸿骏无形资产的评估结果如下：

单位：万元

科目名称	账面价值	评估价值	增减值	增值率
土地使用权	32,647.42	40,207.75	7,560.33	23.16%
其他无形资产	1,113.43	1,214.33	100.90	9.06%
无形资产合计	33,760.84	41,422.08	7,661.24	22.69%

霍煤鸿骏无形资产主要为土地使用权、软件等其他无形资产，根据上表所示，霍煤鸿骏无形资产评估增值主要来自土地使用权。

霍煤鸿骏共10宗土地，总面积501.16万平方米，具体情况如下：

单位：万平方米

序号	土地权证编号	取得日期	用地性质	土地用途	面积
1	蒙（2017）扎鲁特旗不动产权第 0003889 号	2010/1/22	出让	工业	142.72
2	不动产权证	2001/11/23	授权经营	工业	97.94
3	不动产权证	2001/11/23	授权经营	工业	81.36
4	不动产权证	2001/11/23	授权经营	工业	70.76
5	蒙（2017）扎鲁特旗不动产权第 0003891 号	2017/11/1	出让	工业	50.80
6	蒙（2017）扎鲁特旗不动产权第 0003563 号	2017/11/20	出让	工业	30.12
7	蒙（2017）扎鲁特旗不动产权第 0003544 号	2013/8/23	出让	工业	17.91
8	蒙（2018）扎鲁特旗不动产权第 0000847 号	2018/2/8	出让	工业	8.86
9	蒙（2017）霍林郭勒不动产权第 0001356 号	2015/8/14	出让	工业	0.49
10	扎国用（2004）字第 001	2004/2/2	划拨	工业	0.21
合计					501.16

在遵循估价原则的基础上，根据待估宗地的实际情况和被评估单位提供的资料、评估人员的现场勘查及调查收集的有关资料，经综合分析比较，委估土地使用权所在区域土地交易活跃，地价稳定，获取资料的可靠性较高，采用市场法评估可以最合理的反映土地的市场价值，故采用市场法评估。

市场法是指将估价对象与在估价时点近期有过交易的类似宗地进行比较，对这些类似宗地的交易价格作适当的修正，以此估算估价对象的客观合理价格或价值的方法。

土地比准价格=可比案例交易价格×交易情况修正系数×交易期日修正系数×区域因素修正系数×个别因素修正系数

评估值=（案例A比准价格+案例B比准价格+案例C比准价格）÷3

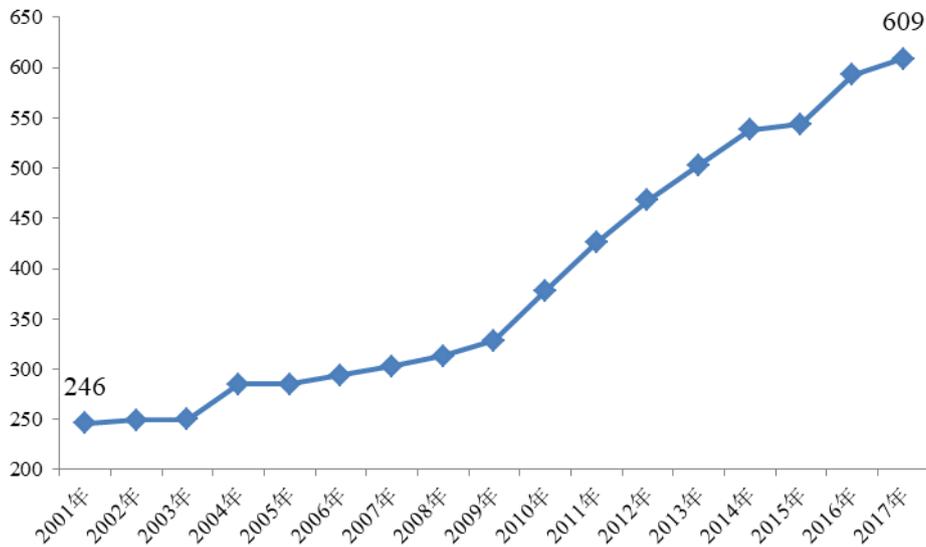
（二）增值的合理性分析

1、土地价格的自然上涨

霍煤鸿骏相关土地使用权增值的主要原因系土地取得时间较早，取得价格较低，近几年随着周边配套设施逐步完善，土地价格上涨，因此本次土地评估增值。

根据中国地价动态监测网显示，呼和浩特市（内蒙古地区距霍林郭勒市及扎鲁特旗较近的地价样本检测城市）工业用地 2001 年地价水平值为 246，2017 年已增长至 609，增长较快。呼和浩特市 2001 年以来工业用地地价水平统计如下：

呼和浩特市工业用地地价水平值



数据来源：中国地价动态监测网

2、可比交易案例成交价情况

霍煤鸿骏在霍林郭勒市的铝厂、电厂两个厂区土地使用权为 2001 年取得，取得成本单价为 24 元/m²。经查询，评估基准日附件该区域同类土地使用权成交均价为 45 元/m²，相关成交案例如下：

案例	宗地名称	土地位置	土地用途	面积(m ²)	出让方式	开发程度	单价(元/m ²)
案例 A	霍林郭勒市双成土石方工程有限责任公司粉煤灰中转站项目用地	南露天矿北侧 矿山路南	工业用地	9,845.49	挂牌	六通一平	45

案例 B	内蒙古名哲伟业新能源科技有限公司年产 750 吨醇基燃料用地	霍林郭勒市中小企业园区天美建材北侧	工业用地	2,920.86	挂牌	六通一平	45
案例 C	霍林郭勒宝能煤炭加工有限责任公司 100 万吨/年洗煤厂建设项目用地	中小企业创业园区煤化工区	工业用地	33,029.2	挂牌	六通一平	45
平均							45

扎鲁特旗铝厂三期土地使用权取得成本为 92 元/m²。经查询，评估基准日附件该区域同类土地使用权成交均价为 134.33 元/m²，相关成交案例如下：

案例	宗地名称	土地位置	土地用途	面积(m ²)	出让方式	开发程度	单价(元/m ²)
案例 A	扎哈淖尔工业园区内蒙古超今材料有限公司铝后深加工项目用地	扎鲁特旗西北部，距扎鲁特旗中心 170 公里，距霍林郭勒中心 30 公里	工业用地	301,166.96	挂牌	六通一平	140.01
案例 B	扎哈淖尔工业园区内蒙古超今材料有限公司铝后深加工项目用地	扎鲁特旗西北部，距扎鲁特旗中心 170 公里，距霍林郭勒中心 30 公里	工业用地	507,969.81	挂牌	六通一平	146.00
案例 C	扎哈淖尔工业园区霍林河循环经济示范工程 2*35 万千瓦火电项目用地	扎鲁特旗西北部，距扎鲁特旗中心 170 公里，距霍林郭勒中心 30 公里	工业用地	33,793.56	挂牌	三通一平	117.00
平均							134.33

综上，本次评估无形资产的增值主要来自土地，其增值主要系随着周边配套设施逐步完善，土地价格自然上涨；同时，本次土地评估采用市场法进行评估，参考了可比交易案例的成交价格，土地评估值较取得成本增值。综合考虑上述因素，本次评估无形资产增值具有合理性。

三、评估师核查意见

经核查，评估师认为，本次评估的房屋建筑物自 2003 年以来陆续建成投产，随着建安工程成本的持续上涨，房屋建筑物重置成本增加；霍煤鸿骏房屋建筑物会计折旧年限普遍短于其经济耐用年限，维护保养良好，资产成新率较高；同时，随着社会经济的不断发展，周边房屋市场价格整体上涨。本次评估无形资产的增值主要来自土地，其增值主要系随着周边配套设备逐步完善，土地价格自然上涨；同时，本次土地评估采用市场法进行评估，参考了可比交易案例的成交价格，土地评估值较取得成本增值。综上，本次评估的房屋建筑物类固定资产、无形资产增值具有合理性。

问题 18：申请文件显示，霍煤鸿骏 2015-2017 年电解铝平均不含税价格分别为 10,160.46 元/吨、10,493.43 元/吨、12,159.05 元/吨，平均价格为 10,937.64 元/吨，故未来预测按 10,937.64 元/吨预测。请你公司结合电解铝产品供需情况和产品价格波动周期特征，说明收益法评估中电解铝产品预测价格的合理性及可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

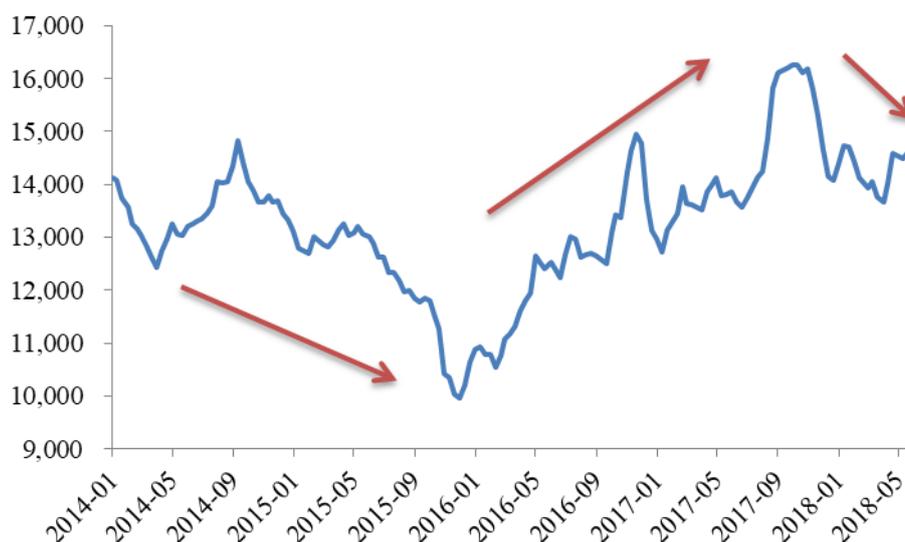
一、电解铝产品供需情况

详见问题 3 回复之“一、报告期内标的资产主要产品、原材料价格波动的趋势和原因”之“（一）电解铝的价格波动情况”。

二、电解铝产品价格波动特征

2015 年以来，铝锭价格走势如下：

铝价市场走势（市场价:铝锭:A00:全国，单位：元/吨）



数据来源：Wind

不难发现，电解铝产品价格表现出较为明显的周期性特点。2015年初以来，电解铝价格先持续下跌到2016年初最低点；之后震荡上扬，电解铝价格于2017年9月达到本轮上涨周期的最高点；再之后，电解铝价格震荡下行。

三、预测价格的合理性和可实现性

从行业来看，2015-2017年3个完整年度，行业出现了一个较为完整的运行周期，覆盖了电解铝价格的最低点和最高点。为更好预测企业的平均盈利能力，主要产品电解铝的价格选用企业2015-2017年度平均水平进行预测，具有合理性。

将时间跨度拉长，我们选取近10年电解铝价格走势，情况如下：

铝价市场走势



数据来源：亚洲金属网

不难发现，最近 10 年内电解铝价格中位数应在 14,000.00 元/吨（含税）左右。2015 年以来，电解铝价格先下探到最低点后震荡上行，出现了阶段性低点和高点。本次收益法评估预测选取近 3 年电解铝价格平均值为 10,937.64 元/吨（不含税），对应含税价为 12,797.04 元/吨，低于近 10 年平均水平，选取较谨慎。

2018 年以来，霍煤鸿骏电解铝产品月均含税售价在 14,000 元左右，即不含税价在 12,000 元左右，高于本次收益法评估预测水平。具体情况如下：

单位：元/吨

时间	铝液平均单价	铝锭平均单价
1 月	14,291.20	14,574.96
2 月	13,839.43	14,096.50
3 月	13,583.46	13,814.47
4 月	13,921.95	14,207.80
5 月	14,245.06	14,511.80
6 月	14,196.40	14,428.34
7 月	13,681.04	13,852.97
8 月	14,098.82	14,453.79

综上,本次收益法评估中,以霍煤鸿骏最近三年的电解铝平均售价进行预测,有企业历史数据作支撑。同时,从行业 10 年的长期运行情况来看,预测价格相对谨慎,具备合理性及可实现性。

四、评估师核查意见

经核查,评估师认为,本次收益法评估中,以霍煤鸿骏最近三年的电解铝平均售价进行预测,有企业历史数据作支撑。同时,从行业 10 年的长期运行情况来看,预测价格相对谨慎,具备合理性及可实现性。

(以下无正文)

(本页无正文，为《北京国友大正资产评估有限公司对内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司关于〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉的回复之核查意见》之签字盖章页)

法定代表人或授权代表：_____

陈冬梅

经办资产评估师：_____

夏洪岩

臧雪立

北京国友大正资产评估有限公司

年 月 日