

中信建投证券股份有限公司

对

《内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司

关于中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会审核意见的回复》

之核查意见

独立财务顾问



二〇一八年十一月

中国证券监督管理委员会：

2018年11月7日，经贵会于上市公司并购重组审核委员会（以下简称“并购重组委”）2018年第56次会议审核，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获有条件通过。

根据贵会审核的要求，中信建投证券股份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独立财务顾问，本着勤勉尽责、诚实守信的原则，就相关问题进行了认真核查，并出具了本核查意见，请予以审核。

若无特别说明，本回复中的简称或名词的释义与《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报告书》保持一致。

审核意见一：请申请人结合行业周期及环保政策说明标的资产业绩承诺的可实现性。

回复：

一、霍煤鸿骏业绩承诺的制定依据及合理性

（一）业绩承诺的制定依据

本次交易以资产基础法的评估结果作为定价依据，为充分保障上市公司及中小股东的利益，交易对方蒙东能源与上市公司签署了《业绩承诺补偿协议》。

蒙东能源承诺，霍煤鸿骏 2018 年、2019 年、2020 年预计可实现的净利润总数（净利润以扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润为准）不低于 131,216.14 万元。若在承诺期末，霍煤鸿骏累积实现净利润总额低于承诺的预测净利润总额，则蒙东能源应向上市公司现金支付补偿。补偿金额按照如下方式计算：

补偿金额=（预测净利润总额-累计实现净利润数）*51%。

业绩承诺期内，若因青岛市中级人民法院(2015)青执字第 353-17 号、(2015)青执字第 353-18 号执行裁定书而使霍煤鸿骏遭受损失，根据《中电投蒙东能源集团有限责任公司关于霍煤鸿骏铝电公司诉讼纠纷的承诺函》，蒙东能源已按股权转让比例对上市公司进行了补偿。在此情形下，计算补偿金额时，应扣除蒙东能源已对上市公司进行的补偿额，避免重复补偿。

上述业绩承诺，依据国友大正出具的霍煤鸿骏评估报告中收益法评估过程中的预测结果，即霍煤鸿骏 2018 年预计净利润 42,795.51 万元、2019 年预计净利润 44,476.09 万元和 2020 年预计净利润 43,944.54 万元，合计确定。

（二）业绩预测的合理性

1、霍煤鸿骏收入预测的合理性

霍煤鸿骏主营业务为利用自备电厂发电从事电解铝生产，同时提供周边供热业务。霍煤鸿骏近两年电解铝产量已基本达到最大产能，2018 年后最大产能按

照 86 万吨/年进行预测,本次评估电解铝产品的销售价格按照霍煤鸿骏 2015-2017 年电解铝平均价格 10,937.64 元/吨（不含税）进行预测。

(1) 霍煤鸿骏电解铝销售价格主要受市场价格影响

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。

2016 年以来,霍煤鸿骏电解铝产品月均售价走势如下:

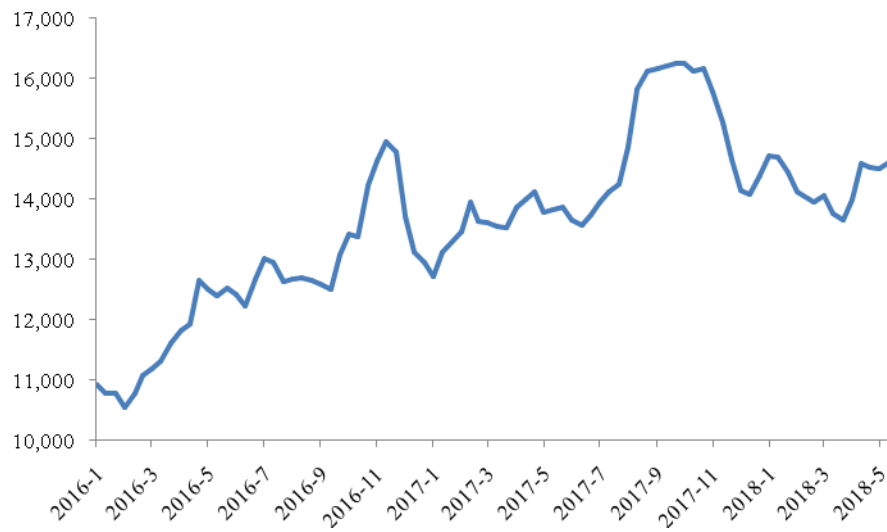
霍煤鸿骏电解铝售价走势（单位：元/吨）



数据来源：霍煤鸿骏提供

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

（2）电解铝预测价格的具备合理性和可实现性

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

如图所示，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，对于霍煤鸿骏营业收入的预测具备合理性及可实现性。

2、霍煤鸿骏毛利率预测的合理性

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。

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。

综上所述，霍煤鸿骏采用收益法进行资产评估过程中，营业收入、毛利率等参数预测合理，其预测净利润具有合理性及可实现性。

二、霍煤鸿骏 2018 年的业绩实现情况

霍煤鸿骏报告期内的盈利情况如下：

单位：万元

项目	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年
营业收入	509,278.36	1,013,816.34	889,386.70
营业成本	456,613.28	886,833.91	732,082.86
营业利润	7,517.59	38,044.02	90,392.94
利润总额	5,357.41	37,913.27	93,274.79
净利润	3,832.94	27,220.13	78,326.32
扣非后净利润	5,583.42	38,554.62	76,703.21
归属于母公司股东的净利润	3,832.94	27,220.13	78,326.32

霍煤鸿骏报告期内非经常性损益的构成主要为 2017 年度计提了一、二号机组的固定资产减值准备 14,971.06 万元，上述非经常性损益不具备持续性。

霍煤鸿骏依据青岛中院执行裁定书及山东高院的判决，在 2018 年 6 月 30 日作为资产负债表日后调整事项，将已抵偿的德正资源关联方债务 11,685.81 万元调整至其他流动资产—待追偿资产，并根据可收回性全额计提减值准备，导致当期资产减值损失 11,685.81 万元，2018 年 1-6 月净利润出现下滑。上述损失，依据蒙东能源《关于霍煤鸿骏铝电公司诉讼纠纷的承诺函》，上述判决造成霍煤鸿骏的损失，将由蒙东能源依据次交易中转让股权的比例对露天煤业进行补偿。因此若本次交易能够完成，上述损失将不会损害上市公司及中小股东的利益。如果不考虑前述计提资产减值损失的影响，则 2018 年上半年经常性业务产生的利润为 14,347.78（5,583.42+11,685.81*0.75）万元。

报告期内，霍煤鸿骏经营产生的利润，主要受电解铝市场环境的影响，出现一定幅度的波动。2018 年 5 月以来霍煤鸿骏受氧化铝价格回落的影响，经营情况明显好转。2018 年第三季度实现营业收入 280,332.90 万元，净利润 13,691.75 万元（上述数据未经审计）。

据此计算，霍煤鸿骏 2018 年 1-9 月份正常经营活动实现的净利润约为 2.8 亿元，约为 2018 年预测净利润的 65.52%。

三、霍煤鸿骏业绩预测的可实现性

铝行业属于周期性行业，是国家重要的基础产业，其产品价格随国内外宏观经济趋势呈周期性波动，同时行业周期性的表现受国家产业政策以及行业基本面状况的影响较大。

（一）行业基本面整体向好

1、原铝供需持续增长

铝产品作为基础原材料，广泛应用于交通、建筑、电力、新能源、机械制造、居民消费等下游行业。受益于中国经济的持续快速增长，电解铝产量也持续增长。据国家统计局的数据，2008 至 2017 年十年间我国原铝产量年均复合增长率为 9.72%，远超全球原铝产量增速。同时推动我国原铝产量占全球原铝含量的比重从不到 30% 增长至超过 50%。

虽然经过多年的发展，我国铝消费量增长迅速，但与发达国家相比仍存在较大差距。截止 2016 年我国人均铝消费量为 24 千克，美国、日本的人均铝消费量为 30 千克，而德国、瑞士等人均铝消费量达到 40 千克，我国铝消费量存在较大的增长空间。此外，随着我国工业和消费升级的持续推进，铝产品在高端设备制造、航空航天、汽车轻量化、包装等领域增长空间巨大。

2、一系列政策出台有利于基建对铝的需求

今年来我国实施的“一带一路”战略主要目标之一是设施联通，贸易畅通。而沿线较多发展中国家，经济尚处低级阶段，未来基础设施建设空间巨大。因此沿线铁路、电力及厂房的投资建设将有效铝等有色金属的需求，受益于“一带一路”战略的实施，国内电解铝企业的产能的对外输出有望实现。

同时，最近国家又陆续出台一系列政策，有利于基建产业的发展。如 2018 年 10 月，《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）提出，着力补齐各领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目。一系列鼓励基建的政策出台，必将拉动基建领域对建材和有色金属的需求。

3、持续去产能显著改善供需关系

电解铝产业经过若干年的快速发展，在产能、产量规模大幅增长的同时，也产生了一系列违规建设、产能过剩、无序竞争等问题。近年来，国家已经开始采取多种措施进行去产能调整。

国务院在 2013 年发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发[2013]41 号）明确提出属于产能过剩的电解铝行业要整顿清理落后产能、淘汰退出落后产能、限制产能的盲目扩张。2017 年 4 月，发改委、工信部、国土资源部、环保部联合出台《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》（发改办产业[2017]656 号），明确了电解铝违规产能的清理整顿范围、专项行动的具体时间和相关责任人的问责方式。

本轮持续的去产能政策对部分小型、违规和落后产能产生较大的影响。2011 年至今，工信部公布的落后淘汰和关停电解铝产能达数百万吨。中长期来看，电解铝行业供给收缩的预期不会改变，在当前政策背景下，无序产能扩张已被严格禁止，未来国内电解铝行业产能的天花板为当前合规产能增量加上产能置换增量与特殊地区批建产能，产能供给增长空间有限。

霍煤鸿骏目前的产能均履行了立项、环评等程序，属于合法、合规产能，根据 2014 年 4 月国家工业和信息化部公告（2014 年第[25]号）发布的符合《铝行业规范条件》企业名单（第一批），霍煤鸿骏为首批纳入名单的符合行业规范的企业。

持续的去产能政策逐步淘汰落后产能的同时，显著改善行业供需失衡的局面，有利于大型、合规和先进生产企业的生产经营。

4、环保政策趋严

2013 年 7 月，工信部颁布《铝行业规范条件》，在布局与规模、产品质量、工艺与装备、能源消耗、资源综合利用、环境保护等方面提出了具体要求。

2016 年 4 月，国务院出台《贯彻实施质量发展纲要 2016 年行动计划》，要求在电解铝等高能耗、高污染行业严格执行生产许可及其他行业准入制度，按标准淘汰落后产能和化解过剩产能。

2016 年 6 月，工信部颁布《工业绿色发展规划 2016-2020》，要求电解铝液

交流电耗由 2015 年的 13350 千瓦时/吨下降到 2020 年的 13200 千瓦时/吨。

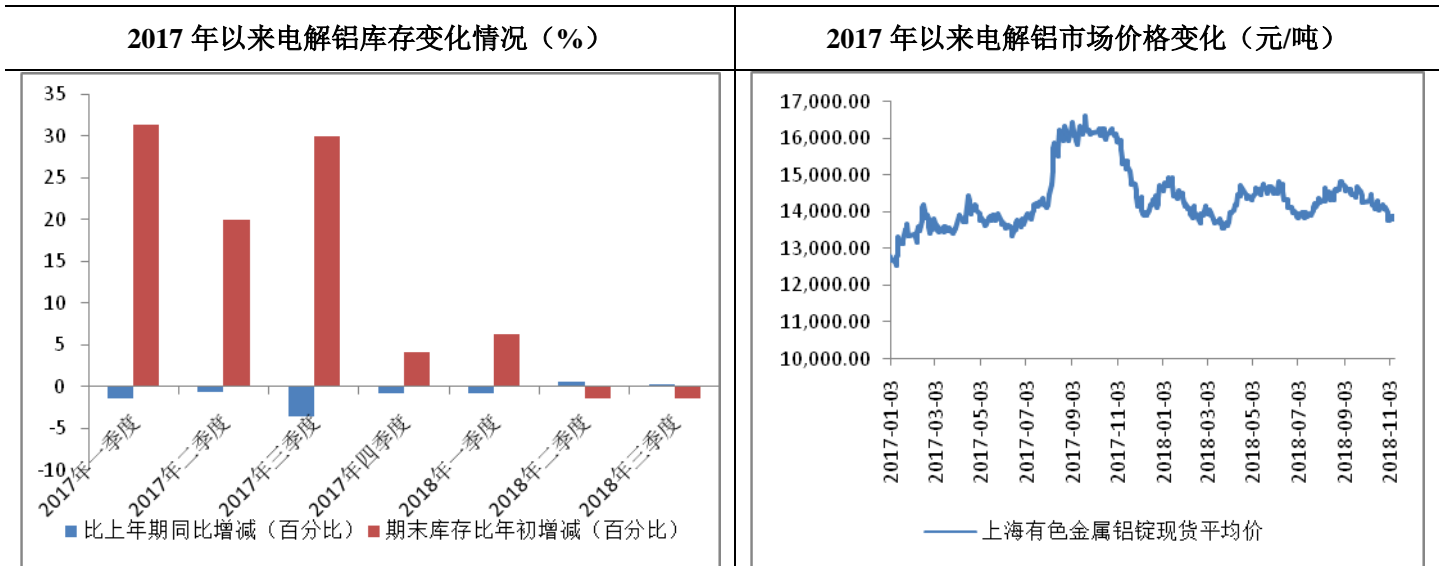
2018 年 3 月，工信部出台《2018 年工业节能监察重点工作计划》，重点监察 2017 年专项监察中发现能耗超标违规的钢铁、水泥、电解铝企业以及日产 2000 吨以下具有熟料生产线的水泥企业。

环保政策逐步趋严，使得以牺牲环境成本为代价的发展模式难以为继，成本曲线将被整体抬升，大量违规、环保不达标企业主动关停产能。小、散、乱企业有望逐步出清，我国电解铝产能和产量得到了有效控制，行业发展格局将进一步优化。

霍煤鸿骏目前电解铝设施已经在行业内率先实现了超低排放改造，自备电厂已经部分完成超低排放改造，并计划于 2019 年底前全部完成。环保政策趋严，长期来看有利于已经领先进行了环保投入的企业发展。

5、电解铝库存或继续缓慢下降

2017 年以来受供给侧改革影响，我国电解铝产能和产量得到了有效控制，国内电解铝行业供需关系得到改善。2017 年以来电解铝库基本呈现缓慢下降趋势，同时电解铝市场价格整体呈现震荡上行趋势。



数据来源：国家统计局、Choice

未来供给侧改革效果将进一步释放，同时结合电解铝行业供给增长有限、下游消费回升的预期，电解铝行业库存将缓慢去化。因此，长期来看国内电解铝行

业的库存或继续缓慢下降。

6、长期来看氧化铝成本有望回落

近年来，受到国内趋于严格的环保督查、矿山整治的影响，山西、河南等主产地铝土矿私挖滥采的现象明显减少，带来供给量的收缩，造成氧化铝上游铝土矿价格持续上升；加之国际贸易等因素影响，推动氧化铝价格的大幅上涨。

但长期来看，随着各地新增氧化铝产能的释放，氧化铝的供给将陆续扩大，从而带动氧化铝价格的回落。

综上，结合国内电解铝行业供需平衡、国内库存、成本变化等情况，国内电解铝行业基本面正逐步改善。

（二）标的公司的经营状况与竞争优势

2017 年以来，受铝行业供给侧结构性改革及日趋严格的环保政策影响，电解铝“去产能”效果显著，落后及低竞争力的产能被逐渐淘汰，新增产能增长速度逐年放缓，铝市场供需压力大幅缓解。

当前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，在国家大力实施供给侧结构性改革和更加注重生态文明建设的新形势下，我国铝行业在产能基本稳定的基础上已经由快速规模扩张向结构优化方向转变。在行业集中度不断提高与产能供给增长空间有限的背景下，我国电解铝行业企业的性质结构也将发生变化，国有企业电解铝产能占比将逐步提升，拥有合规产能的国有企业将掌握更多的主动权。

本次交易标的公司霍煤鸿骏目前实际投产的电解铝产能为 86 万吨，2016 年度、2017 年度霍煤鸿骏实际电解铝产量均超过 82 万吨，产能利用率较高，生产运营状况稳定。霍煤鸿骏拥有的 121 万吨电解铝生产线（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）、180 万千瓦火电机组与 80 万千瓦风电机组（目前风电机组实际装机容量为 30 万千瓦）按照相关国家产业政策规定均取得了立项、环评批复或备案文件，属于合规产能。同时霍煤鸿骏生产过程中排放的主要污染物及其处理符合相关环保要求，各项环保指标均达到或优于国家环保标准。

霍煤鸿骏拥有自备电厂，且位于能源富集的内蒙古地区，靠近上市公司所属的露天煤矿，具有较为明显的资源和成本优势。

（三）小结

结合对影响电解铝行业发展的重要行业政策的预期与展望，长期来看，国内电解铝行业供需关系将逐步向好，同时随着供给侧结构性改革及国家“一带一路”等重大战略的深入实施，作为优质的、轻量化的“绿色金属”，铝在基建、交通、电力等应用领域的需求和消费将保持稳定增长，铝产品价格将得到有力支撑。同时综合铝行业供需关系、国内库存、成本变化趋势等情况分析，目前电解铝行业已经处于行业发展阶段相对的低点，全行业基本面良好，未来有望迎来行业周期的上升阶段。

综上所述，结合行业周期、环保政策来看，标的资产业绩承诺具备可实现性。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为，标的资产霍煤鸿骏的业绩补偿设置合理，随着供给侧改革及环保整治力度进一步加大，落后产能将不断退出，行业竞争趋于良性。霍煤鸿骏拥有自备电厂，且靠近内蒙能源聚集地，具有较为明显的资源和成本优势。在环保方面，霍煤鸿骏已经率先进行了超低排放改造，在国家持续去产能和强化环保监督的背景下，企业的竞争优势将进一步巩固，有利于其长期健康可持续发展并提升盈利能力，其业绩承诺具有合理性及可实现性。

审核意见二：说明本次交易是否有利于避免同业竞争。

回复：

上市公司主营业务为煤炭、电力的生产及销售，业务集中于煤炭产业链的上游，业绩和未来盈利能力主要受市场煤炭供求状况和市场价格的影响。本次交易标的霍煤鸿骏以煤为原料进行火力发电，并以自己生产的电力继续从事电解铝业务。通过本次收购，上市公司煤炭产业链条得以有效延长，有利于完善产业布局，降低行业周期性波动的风险。本次交易完成后，上市公司将实现煤炭、电力、电解铝的煤电铝产业链布局，有利于增强上市公司的综合实力与可持续发展能力。

一、本次交易有利于避免上市公司与控股股东蒙东能源之间的同业竞争

除标的公司霍煤鸿骏外，蒙东能源旗下有从事电解铝业务的公司霍林河铝业，因其持续亏损，暂不具备注入条件，目前由上市公司托管，与上市公司不构成同业竞争；同时，为推进本次重组，充分保障交易完成后上市公司及全体股东的利益，蒙东能源已出具关于避免同业竞争的承诺，因此，从长期来看，本次交易有利于增强上市公司的独立性，有利于避免同业竞争。

（一）霍林河铝业基本情况

霍林河铝业位于内蒙古通辽市，主营业务为电解铝的生产与销售。蒙东能源持有其 76.89% 股权，德正资源持有其 23.11% 股权。

截止 2017 年，霍林河铝业核准产能 11.5 万吨。由于没有自备电厂及经营管理等原因，导致其历史经营业绩较差，净资产为负值。最近两年及一期的主要财务数据如下表所示：

单位：万元

项目	2018年6月30日 /2018年1-6月	2017年12月31日 /2017年	2016年12月31日 /2016年
总资产	83,861.41	79,020.61	87,817.61
净资产	-62,224.42	-50,928.17	-44,545.29
营业收入	65,027.04	139,995.05	125,491.56
净利润	-11,360.67	-6,273.44	569.17

（二）标的资产霍煤鸿骏与霍林河铝业不构成同业竞争

为了有效避免同业竞争，提高国有资本配置效率，逐步兑现蒙东能源将相关资产注入露天煤业的承诺，充分整合资源、发挥规模效应，国家电投于 2017 年初将其在内蒙古区域所属公司经营性资产的经营权和所属公司投资所形成的股权委托给露天煤业管理。托管协议的主要内容包括：

（1）委托方为国家电投内蒙古能源有限公司、中电投蒙东能源集团有限责任公司、中电投蒙西能源有限责任公司、国家电投集团内蒙古白音华煤电有限公司、元通发电有限责任公司，受托方为露天煤业。

（2）委托方将其经营性资产的经营权和投资所形成的股权（蒙东持有露天

煤业股权除外) 委托给露天煤业管理。

(3) 委托期限为 2017 年 1 月至 2019 年 12 月。

在委托期限内, 霍林河铝业将由上市公司统一进行管理, 露天煤业实际控制霍林河铝业的经营权, 上市公司与霍林河铝业在委托管理期间内不构成实质性同业竞争。

霍林河铝业处于持续亏损状态, 暂不具备注入上市公司的条件, 并且已由上市公司进行托管。未来委托期限届满后, 如霍林河铝业仍不具备注入条件, 蒙东能源将继续履行避免同业竞争的规划和承诺, 延长霍林河铝业委托管理的期限, 继续将霍林河铝业交由露天煤业托管, 保障上市公司利益。露天煤业通过延长受托管理期限, 仍实际控制霍林河铝业的经营权, 不构成实质性同业竞争。

未来, 若霍林河铝业扭亏为盈, 将其注入上市公司有利于增强上市公司持续盈利能力时, 将以公平、公允的市场价格在适当时机把霍林河铝业注入露天煤业, 增强上市公司独立性。

(三) 关于避免同业竞争的措施

蒙东能源承诺如下:

“在内蒙古区域内, 本次交易完成后, 本公司及本公司的全资子公司、控股子公司或本公司拥有实际控制权或重大影响的其他公司中, 除已被露天煤业托管的中电投霍林河煤电集团铝业股份有限公司及其他当前不适宜转让给露天煤业的煤炭、电解铝及电力资产外, 不存在与本次交易完成后露天煤业存在同业竞争的业务, 且将不会从事任何与露天煤业目前或未来所从事的业务发生或可能发生竞争的业务。

在内蒙古区域内, 如果本公司及本公司的全资子公司、控股子公司或本公司拥有实际控制权或重大影响的其他公司现有或未来经营活动可能与露天煤业发生同业竞争或与露天煤业发生利益冲突, 本公司将放弃或将促使本公司之全资子公司、控股子公司或本公司拥有实际控制权或重大影响的其他公司无条件放弃可能发生同业竞争的业务, 或将本公司之全资子公司、控股子公司或本公司拥有实际控制权或重大影响的其他公司以公平、公允的市场价格在适当时机全部注入露

天煤业或由露天煤业托管或对外转让。”

二、本次交易有利于避免上市公司与实际控制人国家电投之间的同业竞争

国家电投是我国五大发电集团之一，是国有资产经营管理的重要平台，旗下拥有多家上市公司，在多个地区拥有资本运作平台。露天煤业是国家电投集团在内蒙古区域内煤炭、火力发电及电解铝资源整合的唯一平台和投资载体。

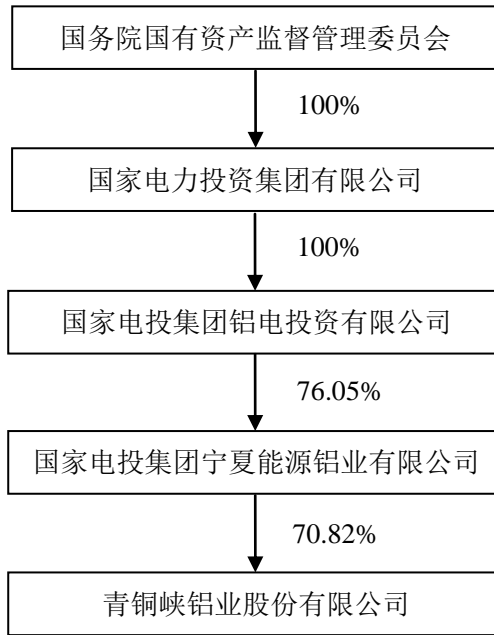
国家电投主要经营能源相关业务，包括电力生产和销售、煤炭、铝业等。电解铝业务为国家电投较为重要的业务，国家电投电解铝业务主要集中在能源较为集中的区域，包括蒙东、宁夏和青海等地区。截至 2017 年底，国家电投电解铝产能合计 253.5 万吨。除标的公司霍煤鸿骏和蒙东能源控制的霍林河铝业外，国家电投从事电解铝业务的子公司主要为青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司。

上述公司从其历史沿革、资产人员、业务开展及集团公司的管理体系等方面来看，与霍煤鸿骏不构成实质性同业竞争；同时，为推进本次重组，充分保障交易完成后上市公司及全体股东的利益，国家电投已出具关于避免同业竞争的承诺，有利于避免同业竞争。具体情况如下：

（一）青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司基本情况

1、青铜峡铝业股份有限公司

青铜峡铝业股份有限公司位于宁夏回族自治区，主营业务为电解铝的生产与销售，其股权结构如下图所示：



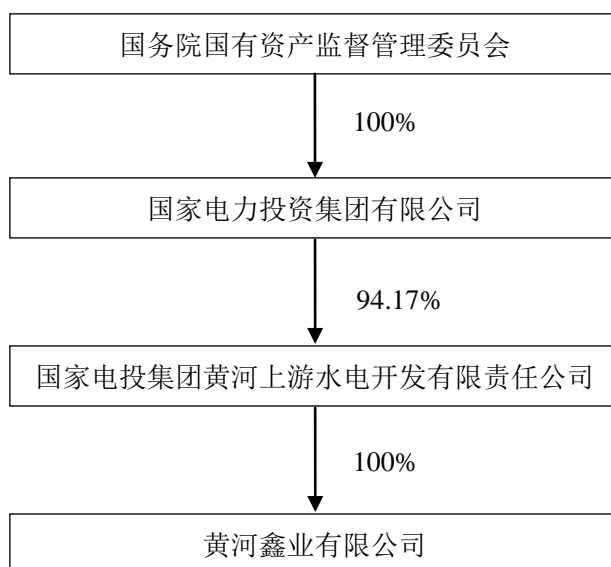
截至 2017 年底，青铜峡铝业股份有限公司电解铝产能 99 万吨/年，生产规模为青铜峡分公司 200KA 15 万吨/年，350KA 27 万吨；宁东分公司 350KA 27 万吨/年，400KA 30 万吨/年。配套火电装机权益容量 228.42 万千瓦。2017 年，青铜峡铝业股份有限公司电解铝产量 85.67 万吨，销量 89.81 万吨。由于原材料运输距离较远及经营管理原因，导致其历史经营业绩较差，目前净资产为负数。青铜峡铝业股份有限公司最近两年及一期的主要财务数据如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年 6 月 30 日 /2018 年 1-6 月	2017 年 12 月 31 日 /2017 年	2016 年 12 月 31 日 /2016 年
总资产	902,174.18	815,861.91	901,642.62
净资产	-229,827.66	-192,041.23	-227,138.12
营业收入	592,101.22	1,141,529.57	842,798.54
净利润	-36,602.89	37,680.79	13,157.29

2、黄河鑫业有限公司

黄河鑫业有限公司位于青海省，主要从事电解铝的生产与销售，其股权结构如下图所示：



截至 2017 年底，黄河鑫业有限公司电解铝产能 57 万吨/年，生产规模分别为 350KA 26 万吨/年、400KA 31 万吨/年。2017 年，电解铝产量 56.22 万吨，销量 55.38 万吨。该公司未设自备电厂，导致用电成本较高，目前经营情况较差。黄河鑫业有限公司最近两年及一期的主要财务数据如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年 6 月 30 日 /2018 年 1-6 月	2017 年 12 月 31 日 /2017 年	2016 年 12 月 31 日 /2016 年
总资产	411,067.65	399,688.94	401,717.10
净资产	-141,226.39	-121,990.69	-127,492.28
营业收入	359,066.57	710,378.09	567,053.43
净利润	-19,691.07	5,480.53	-9,938.14

（二）标的资产霍煤鸿骏与青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司不构成实质性同业竞争

本次交易完成后，霍煤鸿骏纳入上市公司，露天煤业新增电解铝业务。国家电投旗下青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司亦从事电解铝业务，但其与上市公司不构成实质性同业竞争。

1、霍煤鸿骏独立于青铜峡铝业股份有限公司和黄河鑫业有限公司

（1）从历史沿革看，霍煤鸿骏独立于青铜峡铝业股份有限公司和黄河鑫业

有限公司，不存在交叉持股的情形

霍煤鸿骏自成立以来，蒙东能源一直是其控股股东，青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司及其控股股东从未参与投资霍煤鸿骏，亦不存在交叉持股的情形。从历史沿革来看，霍煤鸿骏的成立、历次增资、股权转让过程均独立于青铜峡铝业股份有限公司和黄河鑫业有限公司。

(2) 从资产、人员看，霍煤鸿骏独立于青铜峡铝业股份有限公司和黄河鑫业有限公司，不存在资产、人员共用的情形

霍煤鸿骏的生产经营区域主要在蒙东地区，青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司的生产经营区域主要分别在宁夏、青海。霍煤鸿骏拥有独立完整的与其业务经营相关的主要生产系统、辅助生产系统和配套设施，不存在与青铜峡铝业股份有限公司和黄河鑫业有限公司资产混同的情形。霍煤鸿骏高级管理人员未在青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司任职，且霍煤鸿骏与青铜峡铝业股份有限公司和黄河鑫业有限公司拥有各自的员工队伍，不存在人员共用的情形。

(3) 从国家电投管理体系看，霍煤鸿骏独立于青铜峡铝业股份有限公司和黄河鑫业有限公司，不存在利益输送情形

霍煤鸿骏、青铜峡铝业股份有限公司和黄河鑫业有限公司分别归属于国家电投二级单位蒙东能源、国家电投集团铝电投资有限公司和国家电投集团黄河上游水电开发有限责任公司管理，各二级单位分别执行旗下公司的管理工作，不存在交叉管理的情形。国家电投对下属二级单位分别进行考核，各公司分别承担一定的综合业绩考核指标，且考核结果同企业负责人的激励约束、薪酬紧密挂钩，不存在利益输送的情形。

(4) 从业务开展情况看，霍煤鸿骏独立于青铜峡铝业股份有限公司和黄河鑫业有限公司

霍煤鸿骏独立自主开展各项业务，各项业务具有完整的业务流程和独立的经营场所，不存在需要依赖青铜峡铝业股份有限公司和黄河鑫业有限公司进行生产经营活动的情况。

2、霍煤鸿骏与青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司不构成实质性同业竞争

(1) 主要原材料采购不存在竞争替代

电解铝的原材料主要包括氧化铝、阳极炭块等，均属大宗原材料，市场供应充足，霍煤鸿骏与青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司虽然都通过国家电投集团铝业国家贸易有限公司采购氧化铝，但彼此不存在竞争替代的关系。

(2) 产品销售不存在竞争替代

①电解铝市场属于充分竞争的市场

2017年，我国电解铝产量约为3,666万吨，消费量约为3,540万吨，产销率为96.56%；2018年上半年，我国电解铝产量约为1,799万吨，消费量约为1,793万吨，产销率为99.67%。电解铝市场属于充分竞争市场，市场上有较多的需求方且市场需求较为充足，电解铝行业基本实现“产销平衡”。面对较大的市场容量，霍煤鸿骏与青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司的产销量占市场总比例都相对较小，基本不存在相互挤占市场的情形。

②报告期内霍煤鸿骏产销稳定，基本实现“产销平衡”

报告期内，霍煤鸿骏产销情况如下表所示：

项目	2018年1-6月	2017年	2016年
电解铝产量（万吨）	42.80	82.05	82.96
电解铝销量（万吨）	41.32	81.92	82.91
产销率	96.54%	99.84	99.94%

2016年以来，霍煤鸿骏电解铝的生产和销售较为稳定，基本实现“产销平衡”，且霍煤鸿骏电解铝的产量不足全国电解铝产量的3%。因此，在电解铝市场充分竞争的背景下，霍煤鸿骏相对较小的电解铝产量不存在产能过剩的情形，行业中其他电解铝生产企业的存在并未对霍煤鸿骏电解铝的销售市场形成挤占、替代。

③霍煤鸿骏与青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司的主要销售区域

不存在重叠的情形

电解铝业从产品形态上看主要为铝锭、铝液，霍煤鸿骏与青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司铝锭和铝液的主要销售区域均不存在重叠的情形。

A、铝液销售

铝液需要保持高温状态以便加工成型相关产品，一般会避免进行长距离运输，直接销往周边铝加工厂。霍煤鸿骏与青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司的铝液主要销售到各公司的周边地区，3家公司分别位于蒙东、宁夏和青海地区，因此霍煤鸿骏与青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司的铝液产品销售区域范围不同，不构成实质性同业竞争。

B、铝锭销售

2018年1-6月，霍煤鸿骏与青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司铝锭销售区域情况对比如下：

单位：万吨、%

公司	东北		华北		西北		华中		华东		华南		西南	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
霍煤鸿骏	9.62	63.75	4.58	30.35	-	-	-	-	-	-	0.89	5.90	-	-
青铜峡铝业股份有限公司	0.35	0.73	0.17	0.35	18.45	38.42	2.27	4.73	24.62	51.27	-	-	2.16	4.50
黄河鑫业有限公司	-	-	-	-	11.06	59.33	2.29	12.29	3.96	21.24	1.33	7.14	-	-

根据上表，2018年1-6月上述3家公司铝锭的主要销售区域如下：

- a、霍煤鸿骏主要集中在东北、华北地区，合计占比达94.10%；
- b、青铜峡铝业股份有限公司主要集中在西北、华东地区，合计占比达89.69%；
- c、黄河鑫业有限公司主要集中在西北、华中和华东地区，合计占比达92.86%。

铝锭的销售距离较铝液相对长，但长距离运输会增加销售成本，因此各家公

司优先选择便利区域市场以实现销售，从而保障利益最大化。因此，位于蒙东地区的霍煤鸿骏，以东北、华北地区市场为主销售铝锭，具有天然的地理优势；青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司由于距离较远，未以该俩区域作为其市场重心。因此，霍煤鸿骏与青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司在铝锭主要销售区域不存在重叠的情形，不构成实质性同业竞争。

综上所述，霍煤鸿骏与青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司在主要原材料采购和产品销售上均不存在竞争替代的情形，其在不同区域生产经营电解铝业务不构成实质性同业竞争。

（三）关于避免同业竞争的措施

国家电投已出具《关于避免同业竞争的承诺函》，具体如下：

“1.露天煤业是国家电投集团在内蒙古区域内煤炭、火力发电及电解铝资源整合的唯一平台和投资载体。

2.在内蒙古区域内，本次交易完成后，本公司及本公司的全资子公司、控股子公司或本公司拥有实际控制权的其他公司中，除已被露天煤业托管的中电投霍林河煤电集团铝业股份有限公司及其他当前不适宜转让给露天煤业的煤炭、火力发电及电解铝资产外，不存在与本次交易完成后露天煤业存在同业竞争的业务，且将不会从事任何与露天煤业目前或未来所从事的业务发生或可能发生竞争的业务。

3.如果本公司及本公司的全资子公司、控股子公司或本公司拥有实际控制权的其他公司现有或未来经营活动在内蒙古区域内可能与露天煤业发生同业竞争或与露天煤业发生利益冲突，本公司将放弃或将促使本公司之全资子公司、控股子公司或本公司拥有实际控制权的其他公司无条件放弃可能发生同业竞争的业务，或将本公司之全资子公司、控股子公司或本公司拥有实际控制权的其他公司，以公平、公允的市场价格在符合具体条件（具体参见：“5.资产注入条件”）后的五年内全部注入露天煤业，未能达到上述具体条件前直接由露天煤业托管。

4.国家电投集团在内蒙古区域外存在电解铝业务，分别为青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司，但从上述公司的历史沿革、资产人员、业务开展及

集团公司的管理体系等方面来看，上述公司与霍煤鸿骏不存在实质性同业竞争。国家电投集团承诺待青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫业有限公司符合具体条件（具体参见：“5.资产注入条件”）后的五年内全部注入上市公司。

5.资产注入条件：本着维护上市公司利益及对上市公司和中小股东负责态度，作为露天煤业的实际控制人，国家电投集团在充分考虑各相关方利益的基础上，在相关资产注入露天煤业时，需符合《上市公司重大资产重组管理办法》及国家颁布实施的国有资产、上市公司相关法律法规及规范性文件有关标准和要求。当满足以下条件时，相关资产将视为符合前述所约定的上市条件：

（1）生产经营及注入事宜符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规的规定以及证券监管相关要求，不存在重大违法违规行为；

（2）所涉及的资产权属清晰，资产过户能够履行必要的决策、审议及批准等程序或者转移不存在法律障碍；

（3）有利于提高露天煤业资产质量、改善露天煤业财务状况和增强持续盈利能力，提升露天煤业每股收益；

（4）有利于露天煤业在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定；

（5）不存在重大偿债风险，不存在影响持续经营的担保、诉讼以及仲裁等重大或有事项；

（6）有利于国有资产保值增值，符合国资监管相关要求；

（7）证券监管机构根据相关法律法规及规范性文件的其他监管要求。

国家电投集团在此承诺并保证，若违反上述承诺，将承担由此给上市公司造成的法律责任和后果。”

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为，标的资产霍煤鸿骏与上市公司控股股东、实际控制人从事电解铝业务的子公司霍林河铝业、青铜峡铝业股份有限公司、黄河鑫

业有限公司，不构成实质性同业竞争。国家电投、蒙东能源在内蒙古范围内的煤炭、火电及电解铝业务都实质上由上市公司进行统一管理，与上市公司不构成同业竞争；国家电投、蒙东能源已出具关于避免同业竞争的承诺。本次交易有利于增强上市公司的独立性，避免同业竞争。

（本页无正文，为《中信建投证券股份有限公司对〈内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司关于中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会审核意见的回复〉之核查意见》之签字盖章页）

财务顾问主办人： _____

唐 云

张钟伟

中信建投证券股份有限公司

2018年11月16日