

中信建投证券股份有限公司
关于
深圳证券交易所《关于对江苏霞客环保
色纺股份有限公司的重组问询函》
之
专项核查意见

独立财务顾问



中信建投证券股份有限公司
CHINA SECURITIES CO., LTD.

二〇一六年一月

中信建投证券股份有限公司

关于深圳证券交易所《关于对江苏霞客环保色纺股份有限公司的 重组问询函》之专项核查意见

本问询函回复所述的词语或简称与《江苏霞客环保色纺股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案（修订稿）》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的涵义。

深圳证券交易所中小板公司管理部：

江苏霞客环保色纺股份有限公司（以下简称“霞客环保”或“公司”）于 2015 年 12 月 31 日收到贵部下发的《关于对江苏霞客环保色纺股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（需行政许可）【2015】第 70 号）。中信建投证券股份有限公司作为本次重组的独立财务顾问，现根据问询函所涉问题进行说明和解释，并出具如下核查意见：

问题 2

根据预案，朱共山控制的除香港上市公司保利协鑫能源、协鑫新能源、A 股上市公司协鑫集成外的其他企业与上市公司之间存在从事相同或相似业务的情形，但认为朱共山控制的发电业务、热力生产和销售业务与协鑫有限不构成同业竞争。请你公司认真核查认为不构成同业竞争的理由是否充分合理。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

本次交易完成后，朱共山先生控制的企业中与上市公司从事相同或相似业务的企业是否构成实质性同业竞争主要取决于以下两方面因素：一是朱共山先生控制的企业是否拥有通过定价影响上市公司经营活动的能力；二是朱共山先生控制的企业是否拥有通过调整销售数量影响上市公司正常经营活动的能力。

一、关于朱共山先生控制的发电业务、热力生产和销售业务与协鑫有限不构成同业竞争的说明

（一）关于发电业务不构成同业竞争的说明

按照《电力法》及相关法规的规定，电价实行统一政策，统一定价原则，分

级管理。上网电价实行同网同类同价。现阶段，上网电价由国家发改委核定，任何单位不得超越电价管理权限制定、调整电价。发电企业对外销售电价均由发改委依据《电力法》及其相关法律法规核定，发电企业只是价格的被动接受者，在现阶段并没有定价权。因此，朱共山先生控制的其他发电企业不存在通过价格等手段影响上市公司正常经营活动的情形。

在现有电力管理体制下，电力企业的产品销售与市场份额主要体现为机组利用小时数。机组利用小时数由各地发改委或经信委根据该区域用电量、装机容量、热电比等因素制定年度计划并由电力公司按月度分解指标。各发电企业具体上网电量由所在地的经信委或电网公司根据年度区域发电计划及机组类型，以及需求预测等因素统一调度。调度规则公开透明，并将发电计划对外公开披露，各发电企业均没有决定上网电量的能力。因此，朱共山先生控制的其他发电企业不存在通过调整销售数量影响上市公司正常经营活动的情形。

综上所述，由于电力行业的原因，朱共山先生控制的其他发电企业虽然在经营范围、经营区域、主要产品等方面与上市公司之间存在形式上重合的情形，但是该种情形不会对上市公司业务产生不利影响，不构成法律意义及上市规则所述的同业竞争。

（二）关于供热业务不构成同业竞争的说明

根据国家发改委和原建设部制定的《热电联产和煤矸石综合利用发电项目建设管理暂行规定》，以热水为供热介质的热电联产项目覆盖的供热半径一般按 20 公里考虑，在 10 公里范围内不重复规划建设此类热电项目；以蒸汽为供热介质的一般按 8 公里考虑，在 8 公里范围内不重复规划建设此类热电项目。故热力产品具有较强的地方性和区域性，在一定的供热半径内不会存在两家热电联产项目。

上市公司与朱共山先生控制的其他热电联产企业在从事热力生产和销售相关业务时其实际供热范围不存在重叠和交叉，公司的供热业务不存在处于不利地位的情形，不构成实质性同业竞争。

（三）关于煤炭贸易业务不构成同业竞争的说明

苏州共能能源有限公司和苏州协鑫能源科技有限公司主要为协鑫集团火电业务提供燃料并从事煤炭贸易。

协鑫有限已承诺下属燃料公司只为协鑫有限下属热电联产企业提供燃料，不从事煤炭贸易。因此，上市公司与苏州共能能源有限公司及苏州协鑫能源科技有限公司不存在同业竞争。

（四）关于电力投资业务不构成同业竞争的说明

江苏协鑫电力有限公司、江苏协鑫风电有限公司、协鑫新能科技（深圳）有限公司（国华荣伟太仓能源有限公司与国华太仓能源有限公司之股东）均已出具关于避免和消除公司及其控制的企业未来与协鑫有限及其控制的企业之间形成同业竞争可能性的承诺。

（五）上海其辰、朱共山先生关于避免同业竞争的承诺

本次重组后上市公司的控股股东上海其辰、上市公司的实际控制人朱共山先生已签署《关于避免同业竞争的承诺函》。

二、独立财务顾问的核查意见

经核查，独立财务顾问认为：本次重组完成后，由于电力行业的原因，朱共山先生控制的发电企业不具有通过定价影响上市公司经营活动的能力，不拥有通过调整销售数量影响上市公司正常经营活动的能力；朱共山先生控制的其他热电联产企业在从事热力生产和销售相关业务时其实际供热范围与上市公司不存在重叠和交叉；上海其辰和朱共山先生已经做出切实可行的避免同业竞争的承诺函。因此，朱共山先生控制的发电业务、热力生产和销售业务与协鑫有限不构成同业竞争。

问题 3

根据预案，本次交易对手方上海其辰投资管理有限公司（以下简称“上海其辰”）承诺协鑫有限 2016 年至 2018 年扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 4.063 亿元、4.168 亿元和 4.242 亿元。协鑫有限 2012 年、2013 年、2014 年及 2015 年 1-11 月的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别为 1.72 亿元、1.70 亿元、2.03 亿元和 1.97 亿元。协鑫有限的历史业绩与承诺未来业绩之间存在较大差异，请补充披露上述业绩承诺的具体依据及合理性。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、协鑫有限的历史业绩与承诺未来业绩之间的差异分析

协鑫有限扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润的历史业绩与承诺未来业绩之间存在较大差异的主要原因为：（1）兰溪热电、南京污泥发电、广州蓝天燃机、常隆有限等因同一控制下企业合并形成的子公司自报告期期初至合并日的当期净损益确认为非经常性损益，2012年、2013年、2014年及2015年1月至合并日影响扣非后归母净利润金额分别为0.75亿元、1.15亿元、1.09亿元、0.70亿元。在业绩承诺期间，上述同一控制下企业合并形成的子公司当期净损益属于经常性损益。（2）2015年9-12月协鑫有限购买东台热电等18家公司少数股东股权。这部分少数股权在2012年、2013年、2014年及2015年1月至合并日享有的扣非后少数股东损益分别为1.33亿元、1.66亿元、1.87亿元、1.70亿元。在业绩承诺期间，上述少数股东损益将成为扣非后归属于母公司所有者的净利润。（3）广州蓝天燃机、无锡蓝天燃机将于2016年实现并网发电，上述两家公司未在报告期内产生收入和利润。（4）2015年10月收购合营公司阜宁热电25%股权，上述25%股权在2012年、2013年、2014年及2015年1月至合并日享有的投资收益分别为-0.033亿元、0.008亿元、0.003亿元、0.010亿元。

上述因素对协鑫有限报告期扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润模拟影响情况如下：

单位：亿元

	2012年	2013年	2014年	2015年1月至合并日
同一控制下企业合并的影响(A)	0.75	1.15	1.09	0.70
收购少数股权的影响(B)	1.33	1.66	1.87	1.70
收购合营公司25%的影响(C)	-0.033	0.008	0.003	0.010
上述因素合计影响(D=A+B+C)	2.047	2.818	2.963	2.410
实际扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润(E)	1.72	1.70	2.03	1.97
模拟扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润(F=D+E)	3.77	4.52	4.99	4.38

上海其辰在承诺协鑫有限2016年至2018年扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润时已经考虑了上网电价下调对协鑫有限盈利预测的影响。

因此，上海其辰的上述业绩承诺是合理的。

二、独立财务顾问的核查意见

经核查，独立财务顾问认为：协鑫有限的历史业绩与承诺未来业绩之间存在差异主要取决于：1、兰溪热电、南京污泥发电、广州蓝天燃机、常隆有限等因

同一控制下企业合并形成的子公司自报告期期初至合并日的当期净损益确认为非经常性损益，在业绩承诺期间，上述同一控制下企业合并形成的子公司当期净损益属于经常性损益；2、2015年9-12月协鑫有限购买东台热电等18家公司少数股东股权，在业绩承诺期间，上述少数股东损益将成为扣非后归属于母公司所有者的净利润；3、广州蓝天燃机、无锡蓝天燃机将于2016年实现并网发电，上述两家公司未在报告期内产生收入和利润。4、收购合营公司股权对投资收益的影响。因此，协鑫有限的历史业绩与承诺未来业绩之间存在的差异依据合理。上海其辰业绩承诺已经考虑了上网电价下调对协鑫有限盈利预测的影响。因此，上海其辰的上述业绩承诺是合理的。

问题 4

预案披露，以2015年11月30日为评估基准日，协鑫有限100%股权以收益法评估的预估值为45.38亿元，较未经审计的合并财务报表中归属于母公司所有者权益增值11.9亿元，增值率35.56%。请结合协鑫有限所处行业发展趋势、同行业可比公司的市盈率等指标，详细说明本次评估增值的合理性，并请独立财务顾问、资产评估机构核查并发表明确意见。

答复：

一、本次评估增值的合理性分析

（一）电力行业发展趋势

电力行业是整个国民经济的基础和命脉。经过多年的建设，我国电力工业取得了巨大的成就，电源和电网的规模分别跃居世界第二和第一位，电力供需形势经历了从过去的严重短缺到目前的基本平衡的发展历程。近十年来我国电力装机容量和发电量的情况如下表所列：

年份	装机容量 (万千瓦)	装机容量增长率 (%)	发电量 (亿千瓦时)	发电量增长率 (%)
2004	44,070	14.62	21,870	14.79
2005	50,841	14.90	24,747	13.16
2006	62,200	20.30	28,344	14.54
2007	71,329	14.36	32,777	15.64
2008	79,523	10.34	34,669	5.77
2009	87,407	10.23	36,812	6.67
2010	96,641	10.56	42,278	14.85
2011	105,600	9.27	47,217	11.68
2012	114,491	8.42	49,774	5.42
2013	124,738	8.95	53,474	7.43

数据来源：《中国电力年鉴》及历年《全国电力工业统计快报》

目前，在我国电力结构中，火电仍然占据着主导地位。经过多年的发展，我国水电、核电、风电、光伏发电、垃圾发电、生物质发电等清洁能源技术和相关产业也取得了巨大进步，正在加快实现电源结构多元化和电力生产清洁化的进程。截至 2014 年 12 月 31 日，我国全口径发电装机容量已达 13.6 亿千瓦，近五年复合增长率为 9.30%；全国全口径发电量已达 55,459 亿千瓦时，近五年复合增长率为 8.64%。在此期间，电源结构调整效果明显，水电、核电、风电、光伏发电等非火电装机增速逐年上升，2014 年末非火电装机比重已达全口径装机容量的 32.6%，2013 年非火电发电量已占我国全口径发电量的 24.8%。尽管如此，由于我国人口众多，起步较晚，能源分布与需求存在逆向分布以及电源结构性的矛盾，人均享有的电力资源仍然十分有限。随着中国经济从高速增长向中高速增长的“新常态”过渡，未来电力行业装机增长及发电量增长也将保持平稳，能源结构将迎来调整。

报告期内，协鑫有限专注于热电联产及清洁能源等环保电力项目的开发、投资和运营管理。公司现已成为中国最大型的民营清洁能源热电联产运营商之一。在为电网公司、工业园区和城市提供电、热、冷等能源产品的同时，协鑫有限稳步涉足能源服务领域，为企业客户提供节能降耗服务。协鑫有限持续主动前瞻性地对能源结构调整，得以享受行业增长及能源结构调整带来的机遇，具备良好的成长性。

（二）可比公司市盈率及市净率情况

根据申银万国行业分类中的“热电”分类，同行业可比上市公司的市盈率、市净率水平如下表所示：

证券代码	证券名称	市盈率 (截止 2015 年 11 月 30 日)	市净率 (截止 2015 年 11 月 30 日)
000301.SZ	东方市场	35.45	2.28
000692.SZ	惠天热电	79.41	2.83
000695.SZ	滨海能源	637.18	14.46
000958.SZ	东方能源	48.42	11.05
600167.SH	联美控股	29.95	4.83
600396.SH	金山股份	66.77	2.85
600509.SH	天富能源	24.04	1.92
600578.SH	京能电力	12.52	1.83

证券代码	证券名称	市盈率 (截止 2015 年 11 月 30 日)	市净率 (截止 2015 年 11 月 30 日)
600719.SH	大连热电	149.73	4.40
600758.SH	红阳能源	1,571.46	2.21
600864.SH	哈投股份	17.92	1.82
600982.SH	宁波热电	48.99	2.39
平均值		226.82	4.40
平均值(注)		40.38	3.53

注：平均值（剔除极端值）为剔除滨海能源、红阳能源及大连热电的市盈率及市净率后的平均值。

本次协鑫有限 100%股权的预估值所对应的的市盈率及市净率情况如下：

项目	2015 年度
100%股权价值	453,800.00 万元
归属母公司净利润（注）	41,040.00 万元
市盈率	11.06
项目	2015 年 11 月 30 日
100%股权价值	453,800.00 万元
净资产	334,768.17 万元
市净率	1.36

注：2015 年归属母公司净利润为模拟归母净利润，即协鑫有限 2015 年完成的股权收购/增资视同年初完成，按最终的股权比例模拟形成的净利润。

经上述表格对比可见，本次对协鑫有限 100%股权的预评估值对应的市盈率、市净率均低于市场平均水平，本次协鑫有限 100%股权预评估值合理，增值合理。

二、独立财务顾问的核查意见

经核查，独立财务顾问认为：从协鑫有限所处行业的发展趋势、同行业可比公司的市盈率等角度进行分析，本次评估增值是合理的。

问题 5

预案披露，以 2015 年 8 月 31 日为评估基准日，仲量联行出具《协鑫有限市场法评估报告》，协鑫有限 100%股权以市场法进行评估的评估值为 28.07 亿元；银信资产评估有限公司出具《上海其辰投资管理有限公司拟股权收购所涉及的保利协鑫有限公司股权全部权益价值评估报告》，协鑫有限 100%股权以收益法进行评估的评估值为 32.24 亿元，两次评估相差 4.17 亿元。请你公司补充披露两次评估的的评估参数和依据，详细说明两次评估产生差异的原因，并说明是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第三条的规定，请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、两次评估产生差异的合理性分析

2015年9月14日，香港上市公司保利协鑫能源下属子公司璟轩有限作为卖方、上海其辰作为买方、江苏协鑫作为买方担保人签署《股权转让协议》，买方将以32亿元的价格购买卖方持有的协鑫有限100%股权。

以2015年8月31日为评估基准日，仲量联行以联交所可比上市公司的市盈率作为比较的基准，对协鑫有限100%股权的估值为28.07亿元。仲量联行采用市场法对协鑫有限100%股权价值进行评估，选取香港联交所上市公司的市盈率剔除明显更高的市场倍率后的平均市场比率为9.23，考虑流通性折扣及控股权溢价后的市盈率倍数为8.92。

以2015年8月31日为评估基准日，银信评估以收益法对协鑫有限100%股权进行评估，计算协鑫有限整体未来经营现金净流量，采用中国A股市场可比公司计算折现率，经计算得出协鑫有限100%股权评估值为32.24亿元。

根据保利协鑫能源股东会通函附件，香港财务顾问百德能证券有限公司对可比公司市盈率及市净率进行比较分析如下：

可比公司（联交所）	股份代码	市盈率（注1）	市净率（注2）
北京京能清洁能源电力股份有限公司	00579 HK	13.1	1.2
中国电力新能源发展有限公司	00735 HK	18.8	0.7
华润电力控股有限公司	00836 HK	8.7	1.1
华能国际电力股份有限公司	00902 HK	9.1	1.3
能源电力集团股份有限公司	00916 HK	18.8	1.4
大唐国际发电股份有限公司	00991 HK	17.4	0.7
华电国际电力股份有限公司	01071 HK	7.7	1.4
中国电力国际发展有限公司	02380 HK	10.3	1
最大值		18.8	1.4
最小值		7.7	0.7
平均值		13.0	1.1
协鑫有限（注3）		14.0	1.1

注1：可比公司市盈率是根据各可比公司截止股东会通函签署日2015年11月6日的市值除以各可比公司2014年净利润计算。

注2：可比公司市净率是根据各可比公司截止股东会通函签署日2015年11月6日的市值除以各可比公司2014年年报或2015年中报净资产计算。

注3：协鑫有限的市盈率根据32亿元价格除以2014年未经审计的净利润计算；协鑫有限的市净率根据32亿元价格除以2015年6月30日未经审计的净资产计算。

百德能证券有限公司认为：以32亿元成交价格计算，协鑫有限市盈率及市

净率均在可比公司区间范围内。

综上所述，由于选取的评估方法不同，两次评估结果存在一定的差异，考虑到收益法的评估结果 32.24 亿元对应的市盈率及市净率基本均在市场法可比公司区间范围内，该等差异为合理差异。同时，根据评估结果，上海其辰以 32 亿元收购协鑫有限 100%股权的收购价格是合理的。上海其辰收购协鑫有限 100%股权符合《上市公司重大资产重组管理办法》第三条的规定情形，即“任何单位和个人不得利用重大资产重组损害上市公司及其股东的合法权益。”

二、独立财务顾问的核查意见

经核查，独立财务顾问认为：由于选取的评估方法不同，两次评估结果存在一定的差异，考虑到收益法的评估结果 32.24 亿元对应的市盈率及市净率基本均在市场法可比公司区间范围内，该等差异为合理差异。同时，根据评估结果，上海其辰以 32 亿元收购协鑫有限 100%股权的收购价格是合理的。上海其辰收购协鑫有限 100%股权符合《上市公司重大资产重组管理办法》第三条的规定情形，即“任何单位和个人不得利用重大资产重组损害上市公司及其股东的合法权益。”

问题 6（2）

协鑫有限于2015年9月-12月购买了东台苏中环保热电有限公司等23家公司股权，请补充披露该23家参控股子公司最近3年以来实际控制人的变化情况，说明协鑫有限购买前述股权后是否导致其主营业务发生重大变化，详细说明是否符合《首次公开发行股票并上市管理办法》的有关规定。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、23 家参控股子公司最近 3 年以来实际控制人变化情况

2015年9月-12月，协鑫有限购买了23家公司股权，主要分为购买少数股权、同一控制下企业合并、非同一控制下企业合并、购买合营公司股权。

（一）购买少数股权

协鑫有限于2015年9月-12月以向香港上市公司保利协鑫能源下属香港持股公司收购少数股权的形式收购了东台热电50.1%股权、沛县热电25%股权、昆山热电25%股权、丰县鑫源热电25%股权、扬州污泥发电25%股权、海门热电25%股权、如东热电25%股权、宝应生物质发电75.71%股权、湖州热电25%股权、嘉

兴热电25%股权、苏州蓝天燃机25%股权、连云港生物质发电25%股权、燃料公司12.46%股权、徐州垃圾发电80%股权、国泰风电25%股权。

协鑫有限通过常隆有限以向香港上市公司保利协鑫能源下属香港持股公司收购少数股权的形式间接收购了太仓垃圾发电25%股权、连云港污泥发电25%股权、濮院热电52%股权。

上述18家公司最近三年的实际控制人均为朱共山先生。

（二）同一控制下的企业合并

2015年12月，协鑫有限通过同一控制下的企业合并收购了南京污泥发电100%股权、兰溪热电100%股权、广州蓝天燃机92%股权。

上述三家公司最近三年的实际控制人均为朱共山先生。

（三）非同一控制下的企业合并

2015年12月，协鑫有限收购了非同一控制下的苏州智电75%股权。由于收购前苏州智电的股权相对分散，收购前最近三年苏州智电无实际控制人，2015年12月后朱共山先生成为苏州智电的实际控制人。

（四）购买合营公司股权

2015年10月，协鑫有限以向香港上市公司保利协鑫能源下属香港持股公司购买合营公司阜宁热电25%股权。阜宁热电最近三年均为朱共山先生的合营公司。

综上所述，除控股公司苏州智电、合营公司阜宁热电外，其他21家公司最近三年的实际控制人与协鑫有限一致，均为朱共山先生。

二、协鑫有限最近三年的主营业务变化情况

除苏州智电外，上述22家公司最近三年的主营业务均为热电联产及清洁能源发电。上述股权购买未导致协鑫有限最近三年主营业务发生重大变化。

三、独立财务顾问的核查意见

经核查，独立财务顾问认为：2015年9月-12月的上述股权转让未导致协鑫有限主营业务和实际控制人发生变化，符合《首次公开发行股票并上市管理办法》的有关规定。

（本页无正文，为《中信建投证券股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对江苏霞客环保色纺股份有限公司的重组问询函>之专项核查意见》之盖章页）

中信建投证券股份有限公司

2016 年 1 月 8 日