

国信证券股份有限公司关于上海证券交易所
《关于对唐山港集团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预案信息披露的问询函》的
专项核查意见

上海证券交易所：

2016年2月2日，唐山港集团股份有限公司（以下简称“唐山港”或“上市公司”）收到上海证券交易所《关于对唐山港集团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预案信息披露的问询函》（上证公函【2016】0132号）（以下简称“《问询函》”），作为唐山港本次重组的独立财务顾问，就《问询函》中提出的意见，我公司会同唐山港、唐山港口实业集团有限公司（以下简称“唐港实业”）、资产评估机构中和资产评估有限公司（以下简称“中和资产评估”）、土地评估机构唐山兰德资产评估有限公司（以下简称“兰德资产评估”）等进行了认真调查及核实，形成了本专项核查意见（如无特别说明，本回复内容中出现的简称均与《唐山港集团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预案》中的释义内容相同）。

唐山港根据《问询函》的要求对《唐山港集团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预案》进行了修订，本次修订不构成对2016年1月23日已披露预案的实质修改。

一、关于标的资产的行业信息

1、预案披露，标的资产之一唐港铁路公司下辖迁曹线、栾港线为大秦铁路向港区分流的铁路线路，运输的货种结构主要为煤炭和铁矿石。近期国务院对煤炭及钢铁总量的市场需求提出设定“天花板”。请结合上述煤炭及钢铁总量“天花板”及河北省制定的钢铁去产能五年规划，定量分析对唐港铁路的盈利能

力可能产生的影响。请财务顾问发表意见。

回复：

（1）唐港铁路公司主营业务情况

唐港铁路公司属于铁路运输企业，业务管辖地区包括：迁曹线（迁安北站至曹妃甸西站），滦菱线（滦县站至菱角山站），京唐港线（滦南站至京唐港站），东港线（聂庄站至东港站），曹南线（曹妃甸北站至曹妃甸南站），作为大秦铁路的分流线路，运输的主要货种为煤炭。

2013 年、2014 年和 2015 年，唐港铁路公司分别完成货运量 2.09 亿吨、2.15 亿吨和 1.76 亿吨，其中分别完成煤炭货运量 1.70 亿吨、1.74 亿吨和 1.40 亿吨，煤炭货运量占比分别为 81.52%、80.48%和 79.47%。

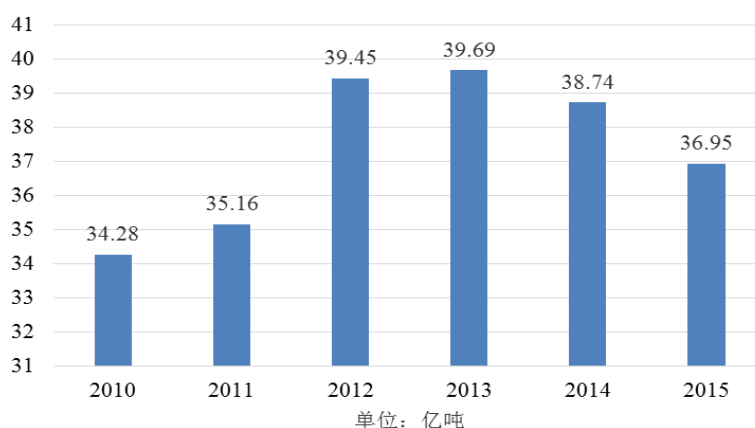
唐港铁路公司分货种的运量具体构成情况如下：

货种	2015 年		2014 年		2013 年	
	运量 (万吨)	占比 (%)	运量 (万吨)	占比 (%)	运量 (万吨)	占比 (%)
煤炭	14,018	79.47	17,357	80.48	17,002	81.52
剥岩土	2,858	16.20	3,464	16.06	3,142	15.07
钢铁	287	1.63	236	1.09	185	0.89
铁矿石	190	1.08	150	0.70	167	0.80
其它	287	1.63	360	1.67	360	1.73
合计	17,640	100.00	21,567	100.00	20,856	100.00

（2）煤炭产量对唐港铁路盈利能力可能产生的影响

① 煤炭行业现状

2013 年以前，我国原煤产量逐年增长，在 2013 年达到 39.69 亿吨后开始逐年下降，2014 年和 2015 年，分别同比下降 2.4%和 4.6%。下图为 2010-2015 年我国原煤产量情况：



与原煤产量变化趋势相同，2013 年、2014 年和 2015 年，全国铁路煤炭发运量分别为 23.2 亿吨、22.9 亿吨和 20 亿吨，其中处于国内煤运骨干地位的大秦铁路煤炭运量分别为 4.45 亿吨、4.50 亿吨和 3.97 亿吨。

2016 年 1 月 4 日，中共中央政治局常委、国务院总理李克强在太原主持召开钢铁煤炭行业化解过剩产能、实现脱困发展工作座谈会。提出“根据市场需求，设定钢铁和煤炭全国总量‘天花板’。国家 2013 年以来已停止备案新增产能的钢铁项目，要加强督查落实，严格问责。原则上停止审批新建煤矿、新增产能技术改造和煤矿生产能力核增项目。”

2016 年 2 月 5 日，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右；3 年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目，确需新建煤矿的一律实行减量置换；稳妥推动国有煤炭企业发展混合所有制经济，大型煤炭企业兼并重组中小型企业，力争单一煤炭企业生产规模全部达到 300 万吨/年以上；鼓励发展煤电一体化，引导大型火电企业与煤炭企业之间参股；加强奖补支持，做好职工安置，加大金融支持。

伴随宏观经济增速放缓，经济结构调整持续推进，能源消费总量实施控制，煤炭产量下降将对铁路煤炭运量造成一定不利影响。

② “西煤东送”和“北煤南运”的格局将长期存在

根据国家能源局和国家统计局发布的数据，2014 年和 2015 年，全社会用电量均保持增长，分别同比增长 3.8%和 0.5%，全国火电发电量占全国发电量

的比例分别为 75.20%和 74.94%。

我国资源禀赋和经济布局决定了我国能源运输“西煤东送”和“北煤南运”的格局将长期存在，尽管国家积极推进太阳能、风能、核能等清洁能源逐步替代煤炭，煤电占比虽然有所下降，但仍占有相当大的比重。煤炭提供了约 65%的一次能源和约 75%的电力，煤炭作为主体能源地位没有发生改变。短期内，“西煤东送”和“北煤南运”的国内煤运大格局不会出现大的变化。

“北煤南运”的大部分煤炭运输还将由主要运煤铁路和煤炭下水港口承担，东南沿海地区煤炭海上调入量仍主要来自北方港口。

③ 铁路运输大通道无变化

大秦铁路主要运输晋煤、蒙西煤，是我国运输距离最短、效率最高、竞争力最强的煤炭货运铁路，仍然是“西煤东送”尤其山西煤炭下水的最佳选择。“十三五”期间，我国将把控制能源消费总量作为重要任务，特别是煤炭消费比重将从 66%降至 60%以下。而 2015 年我国煤炭消费比重已下降至 63.3%，我国能源结构将不断优化，这在一定程度上会抑制煤炭消费。但是大秦铁路、朔黄铁路等主干线具有良好的规模优势，煤炭大通道地位短期内难以动摇。

唐山港京唐港区和曹妃甸港区由于具有较好的区位优势，是承担我国“北煤南运”的重要港口。由于大秦铁路的运量远超过秦皇岛港区的吞吐能力，唐港铁路作为大秦铁路的分流线路，实现了大秦铁路与唐山港两个港区铁路的运输的“无缝连接”。目前，大秦铁路设计年运输能力 4.5 亿吨，唐港铁路每年从大秦铁路分流运往唐山港京唐港区和曹妃甸港区的煤炭约 1.4 亿吨至 1.8 亿吨。因此，唐港铁路公司的煤炭运量主要取决于大秦铁路煤炭运量的变化。2013-2015 年，大秦铁路煤炭运量分别为 4.45 亿吨、4.50 亿吨和 3.97 亿吨，唐港铁路运量分别为 2.09 亿吨、2.15 亿吨和 1.76 亿吨，两条铁路 2014 年运量分别增长 1.11%和 2.87%，2015 年运量分别下降 11.78%和 18.13%。

2015 年 11 月，大秦铁路公告，拟收购控股股东太原铁路局持有的山西太兴铁路有限责任公司（简称“太兴公司”）70%股权，并以太古岚铁路既有线资产向太兴公司增资。太兴公司主要负责太兴铁路的建设及运营，该铁路是中长

期铁路网规划的组成部分，正线全长 163.4 公里，国铁 I 级标准，由太原至静游、静游至兴县两部分组成。太兴铁路所经区域是山西能源基地建设的重点地区，将有效填补山西中西部腹地纵深区域的路网空白，形成晋西北货物外运新通道。在我国控制煤炭消费总量和原煤产量下降的背景下，增加铁路运输经济腹地将进一步增加大秦铁路的煤炭货源。

④ 对盈利能力的影响

唐港铁路公司盈利水平主要受运量和运价因素影响。

运量主要取决于大秦铁路煤炭运量的变化，受控制煤炭能源消费总量及 2015 年原油价格大幅下跌导致的一部分铁路运输货物转为公路运的影响，2015 年大秦铁路运量由 2014 年的 4.5 亿吨下降至 3.97 亿吨，同比下降 11.78%，但是大秦铁路作为我国“西煤东送”和“北煤南运”铁路运输大通道的地位没有动摇，而且向山西中西部腹地延伸线路网络将增加大秦铁路的煤炭货源。由于我国经济仍将处于 6.5-7.0%的中高速增长区间，在煤炭能源消费总量受控的经济形势下，对主要能源消费的刚性需求依然存在，未来煤炭运量有望处于较为稳定的状态。

我国铁路执行统一的运价政策，由国家统一制定和调整。2015 年 1 月，国家发改委公布《关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》，决定自 2015 年 2 月 1 日起，国家铁路货物统一运价率平均每吨公里提高 1 分钱。该通知称，大秦、京秦、京原、丰沙大铁路本线运输煤炭（指发、到站均在本线的煤炭）运价率每吨公里同步提高 1 分钱，即由现行 9.01 分提高到 10.01 分；以调价后的国家铁路货物统一运价率、实行特殊运价的国铁线路及国铁控股合资铁路以国家规定的运价为基准价，允许上浮不超过 10%，下浮不限。在上述浮动范围内，铁路运输企业可以根据市场供求状况自主确定具体运价水平，其中运价上浮政策自 2015 年 8 月 1 日起实行。受运价上调因素影响，虽然 2015 年大秦铁路、唐港铁路运量有所下降，但盈利水平下降幅度均小于运量下降幅度。

根据大秦铁路披露的 2015 年三季报数据，2015 年 1-9 月实现净利润 111.89 亿元，同比增长 0.22%；根据唐港铁路公司未经审计的 2015 年 1-10 月数据，

2015 年 1-10 月实现净利润 10.43 亿元，同比下降约 15%。

(3) 钢铁产量“天花板”对唐港铁路盈利能力可能产生的影响

2016 年 1 月 8 日，河北省第十二届人民代表大会第四次会议政府工作报告中提出，河北省将加快淘汰落后技术工艺、生产设备，坚决化解过剩产能，到“十三五”末，即 2020 年，河北省钢铁产能将控制在 2 亿吨左右。

2014 年、2015 年，河北省实际粗钢产量分别为 1.85 亿吨、1.88 亿吨。因此，河北省 2 亿吨钢铁产能“天花板”将加速无效、停滞、落后钢铁产能的淘汰，河北省当前粗钢产量尚不足 2 亿吨，对当前实际有效产能不会进行大规模削减，对铁矿石、钢材运输不会产生重大不利影响，随着我国经济回落到 6.5-7.0%中高速增长区间，钢铁产量将趋于稳定。

2013 年、2014 年和 2015 年，唐港铁路公司分别完成铁矿石和钢铁货运量 352 万吨、386 万吨和 477 万吨，占全部货种运量的比例分别为 1.69%、1.79% 和 2.70%，占比很小。

目前，唐山港京唐港区和曹妃甸港区铁矿石年吞吐量超过 2 亿吨，基本通过汽车运输，两个港区均在完善港区内的铁路设施，以增加矿石货种的疏港量。2014 年，唐港铁路公司（30%）、唐山港（20%）、大秦铁路股份有限公司（15%）、河北钢铁集团九江线材有限公司（12%）、河北钢铁集团燕山钢铁有限公司（12%）、山西大秦物流有限公司（6%）、迁安市公共交通运输总公司（5%）共同出资设立了迁安路港国际物流有限公司，该公司主要负责建设经营唐山港迁安矿石铁路综合物流项目，主要包括建设与迁曹铁路（注：迁曹铁路为唐港铁路公司管辖的线路之一）连接、途经滦县和迁安两县市至迁安市北方钢铁（省级）物流产业聚集区的矿石铁路专用线等设施。上述铁路设施建成后，将打通唐山港两大港区与核心经济腹地迁安地区之间的“快车道”，实现港口货源铁路运输的“重去重回”，增加唐港铁路的运量和盈利能力。该项目建成后，每年将增加矿石铁路疏港量 3,000-4,000 万吨。

综上，钢铁总量“天花板”及河北省制定的钢铁去产能五年规划对唐港铁路盈利能力不会产生重大不利影响。同时，集装箱、矿石、钢材等货种对唐港

铁路的运输需求还将进一步增长。

财务顾问意见：伴随宏观经济增速放缓，经济结构调整持续推进，能源消费总量实施控制，煤炭产量下降将对铁路煤炭运量造成一定不利影响。但我国“西煤东送”和“北煤南运”的格局将长期存在，大秦铁路作为煤炭运输主干线，具有良好的规模效应，铁路运输大通道的地位无变化，唐港铁路作为大秦铁路的分流线路，未来运量有望处于较为稳定的状态。因此，煤炭消费总量控制可能对唐港铁路公司铁路煤炭运量和盈利能力造成一定不利影响，但不会产生重大不利影响。

河北省 2 亿吨钢铁产能“天花板”将加速无效、停滞、落后钢铁产能的淘汰。河北省当前粗钢产量尚不足 2 亿吨，因此对当前实际有效产能不会进行大规模削减，对铁矿石、钢材运输不会产生重大不利影响。2013-2015 年，唐港铁路公司铁矿石和钢铁货运量占比分别为 1.69%、1.79%和 2.70%，占比很小，钢铁总量“天花板”及河北省制定的钢铁去产能五年规划不会对唐港铁路盈利能力产生重大不利影响。

2、预案披露，标的资产之一津航疏浚公司的主营业务为港口及航道疏浚。2008 年至 2013 年，我国疏浚工程的市场规模不断扩大。同时，标的资产近两年连续亏损。请补充披露：（1）在我国疏浚市场规模不断扩大的背景下，标的资产近两年连续出现亏损的原因；（2）上市公司向关联方收购亏损资产的原因及必要性。请财务顾问发表意见。

回复：

（1）津航疏浚公司近两年连续出现亏损的原因

津航疏浚公司主营业务为港口及航道疏浚、吹填造地、船舶出租、港口水工施工等，其业务区域基本在环渤海地区。2013-2015 年，津航疏浚公司先后完成天津港大港港区 10 万吨航道、唐山港曹妃甸港区一港池航道、潍坊港中港区 3.5 万吨级航道疏浚工程一标段、黄骅港综合港区、散货港区 20 万吨级航道一期工程一标段、黄骅港 20 万吨级航道二期等疏浚工程。

2014 年、2015 年 1-10 月，津航疏浚公司未经审计的净利润为负，主要原因是：

津航疏浚公司主要作业设备仅为一艘自建 5,000 方自航耙吸船，作业能力和公司自身规模有限，承接的工程量有限，因此作业区域基本在环渤海地区，虽然我国疏浚工程的整体市场规模不断扩大，但其工程量受环渤海地区港口建设的影响较大。

2014 年，环渤海沿海各港口经过几年的建设高潮，当年新建航道数量不多且多为等级较低的航道，津航疏浚公司业务量有所下降，当年净利润为-318.72 万元。

2015 年，津航疏浚公司承接了黄骅港 20 万吨级航道二期维护工程，业务量有所增加并实现盈利，全年未经审计的净利润为 359.55 万元。2015 年 1-10 月，津航疏浚公司未经审计的净利润为-604.36 万元主要是船舶租费结算不及时造成的，由于公司的工程项目按照有效的挖泥时间计费，计费时间需由津航疏浚公司、用船单位、业主、监理各方签字认可后确认并结算。2015 年 1-10 月，津航疏浚公司对 1-10 月已完工的收入尚未完成结算，导致处于亏损状态。

（2）上市公司向关联方收购亏损资产的原因及必要性

① 津航疏浚公司 2015 年实现盈利并具备持续盈利能力

根据未经审计的财务数据，津航疏浚公司 2015 年实现的净利润为 359.55 万元。该公司自成立以来，已分别在钦州港、天津港、营口港、京唐港、曹妃甸港、石岛港、莱州港、黄骅港等港区施工，尤其与环渤海地区港口建立起了良好的合作关系，如黄骅港由于特殊的地理和水文环境的影响，其航道回淤量很大，需要挖泥船常年进行维护，公司过去三年一直与黄骅港有稳定的合作关系。未来，京唐港区东南防波堤、25 万吨级航道建设等环渤海地区港口的建设使疏浚业务依然存在较好的市场空间。

因此，津航疏浚公司具备持续盈利能力。

② 疏浚是港口的一项主要功能

津航疏浚公司主营业务为疏通、扩宽或挖深港口及航道，港口疏浚对保持和改善通航条件，保护航道安全，维护航道网络完整和畅通起到至关重要的作用，是大型港口不可缺少的一项功能。

③ 推动唐港实业拥有的港口主业及延伸领域相关经营性资产整体上市

本次重组是唐山港控股股东唐港实业推动其持有的港口主业及延伸领域相关的经营性资产整体上市的具体措施之一。重组完成后，唐港实业不再从事泊位经营，将主要从事公益性资产建设、维护以及非港口业务经营。

津航疏浚公司主营业务为疏通、扩宽或挖深港口及航道，对保持和改善通航条件，保护航道安全，维护航道网络完整和畅通起到重要作用，属于与港口主业及延伸领域密切相关的经营性资产，因此将其纳入本次交易范围。

2013 年、2014 年和 2015 年，津航疏浚公司实现净利润分别为 151.38 万元、-318.72 万元和 359.55 万元，按 30%股权比例计算，对净利润的影响额分别为 45.41 万元、-95.62 万元和 107.87 万元，本次交易完成后对上市公司净利润影响较小。

财务顾问意见：津航疏浚公司 2015 年实现盈利并具备持续盈利能力，本次收购津航疏浚公司是唐山港控股股东唐港实业推动其持有的港口主业及延伸领域相关的经营性资产整体上市的具体措施之一。津航疏浚公司主营业务为疏通、扩宽或挖深港口及航道，对保持和改善通航条件，保护航道安全，维护航道网络完整和畅通起到重要作用，本次交易完成后对上市公司净利润影响较小，因此，将其纳入本次交易范围是必要、合理的。

二、关于标的资产的评估作价

3、预案披露，对唐港铁路公司、曹妃甸实业公司的股权评估以市场法预估值作为最终预估结论，并分别选取了三家上市公司作为可比公司。请结合评估标的资产规模、经营模式、业务构成、盈利情况，以及股权流动性等，与可比公司进行量化分析比对，详细说明可比公司选取的依据是否充分，并说明评

估主要参数假设的选取和修正过程。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

（1）评估模型的选取

本次对唐港铁路公司、曹妃甸实业公司的股权以市场法评估具有如下特点：

①由于本次评估基准日为 2015 年 10 月 31 日，目前可获得的最新数据为上市公司 2015 年三季报数据，可比公司收益类数据与被评估公司 2015 年 1-10 月数据的可比性存在一定时间差；

②被评估公司与各可比公司之间在适用税率、资本结构等方面差异很小，采用股权价值为基础的模型估值不会受到该类因素的较大影响。

③被评估公司近年来净资产相对比较稳定。

④大宗商品运输类企业属周期性较强的行业。对于周期性较强的行业来说，目前国内估值主要依据市净率（P/B），因此本次采取了以股权价值为基础的市净率模型（P/B）。

市净率评估模型如下：

被评估企业的价值乘数=可比公司价值乘数×规模调整系数×盈利能力调整系数×成长性调整系数

（2）唐港铁路公司

唐港铁路公司在 Wind 资讯行业分类中属于铁路运输行业。经 Wind 资讯行业分类筛选沪深两市上市的铁路运输行业共计 3 家，分别为铁龙物流、大秦铁路、广深铁路，唐港铁路公司与上述可比上市公司量化分析情况如下：

① 经营模式及业务构成分析

唐港铁路为大秦铁路的分流线路，且唐港铁路公司经营模式及业务构成与大秦铁路具有较强的可比性；广深铁路除货运外，客运收入也是其主营业务之一；铁龙物流委托加工贸易占比较大，铁路货运收入约占总收入的 1/5；被评估单位经营的线路以运输煤炭为主，其运输的货物类别与经营模式与大秦铁路可

比性更强。因此本次评估在可比公司权重的选取上对大秦铁路取 50%的权重，对于铁龙物流、广深铁路各取 25%的权重。

② 资产规模及盈利情况分析

影响价值乘数的因素主要有收益指标、资本成本、增长率、公司规模等指标，因此，本次选取了公司规模、盈利能力（资产收益率/资本成本）、净利增长率指标对可比公司价值乘数进行修正。

对于以股权价值为基础的市净率模型（P/B），资本成本采用股权风险报酬率（COE）。

其中，COE 的确定采用 CAPM 模型，CAPM 模型可用下列公式表示：

$$E[Re]=Rf1+\beta\times(E[Rm]-Rf2)+Alpha$$

其中：E[Re]=权益期望回报率，即权益资本成本

Rf1=长期国债期望回报率

β =贝塔系数

E[Rm]=市场期望回报率

Rf2=长期市场预期回报率

Alpha=特别风险溢价

（E[Rm]-Rf2）为股权市场超额风险收益率，称 ERP

本次长期国债期望回报率截至 2015 年 10 月 31 日经汇总计算取值为 4.10%；股权市场超额风险收益率（E[Rm]-Rf2）经计算取值为 6.31%；可比公司的风险系数 β 根据每家可比公司在距评估基准日 36 个月期间的采用周指标计算归集的相对与沪深两市（采用沪深 300 指数）的风险系数 β （数据来源：wind 资讯），被评估企业风险系数 β 参考行业同类上市公司的风险系数进行财务杠杆调整后确定。

唐港铁路公司 2015 年 1-10 月与可比上市公司 2015 年 1-9 月财务指标比较情况如下：

企 业		总资产(万元)	ROE	ROA	COE	WACC	增长率 g
被评估企业	唐港铁路公司	995,356.03	31%	17%	14.69%	14.66%	0.34%
600125.SH	铁龙物流	703,184.52	9.17%	7%	12%	12%	-4.15%
601006.SH	大秦铁路	10,809,200.69	17.98%	13%	9%	9%	0.43%
601333.SH	广深铁路	3,072,450.79	4.75%	4%	11%	11%	65.44%

根据目标公司的 ROE/COE、ROA/WACC、增长率修正和可比公司的相应指标，计算的比值得出调整系数。

经整理，被评估企业与可比上市公司对比指标如下：

企 业		规模修正	ROE/COE 修正	ROA/WACC 修正	增长率修正
600125.SH	铁龙物流	1.02	1.05	1.06	1.04
601006.SH	大秦铁路	0.89	1.00	0.98	1.00
601333.SH	广深铁路	0.95	1.08	1.12	0.70

可比公司于评估基准日的比率乘数如下

证券代码	证券简称	P/B
600125.SH	铁龙物流	3.20
601006.SH	大秦铁路	2.42
601333.SH	广深铁路	1.44

数据来源：Wind 资讯

综上，计算得出可比公司综合修正后的 P/B 乘数：

证券代码	证券简称	修正后 P/B
600125.SH	铁龙物流	3.77
601006.SH	大秦铁路	2.11
601333.SH	广深铁路	1.16

由于唐港铁路公司运营的线路是大秦铁路的分流线路，两者可比性更强，故本次对于大秦铁路取 50%的权重，对于铁龙物流、广深铁路各取 25%的权重。经计算，确定被评估企业 P/B 乘数为 2.29。

③ 股权流动性折扣情况分析

由于所评估的股权价值应该是在非上市前提条件下的价值，而如果所有其它方面都相等，那么可在市场上流通的一项股权投资的价值要高于不能在市场上流通的价值。为此，评估人员需要对评估结果进行缺乏流动性折扣调整，国内外关于流动性折扣的相关研究情况如下：

A. 国外关于流动性折扣的研究

目前，国外现有文献对证券流动性价值具体的研究方法主要分为两类：一类是限制股票交易研究(Restricted Stock Studies); 另一类是 IPO 前研究(Pre-IPO Studies)。

a. 限制股票交易研究 (Restricted Stock Studies)

该类研究的思路是通过研究销售存在限制性的股票的交易价与同一公司销售没有限制的公司股票的交易价之间的差异来估算缺少流通性折扣；在美国的上市公司中，存在一种转让具有限制性的股票，这些股票通常有一定的限制期，在限制期内不能进入股票市场交易，或者需要经过特别批准才能进场交易，但这些股票可以进行场外交易。

限制性股票交易价格研究结论如下：

序号	研究名称	覆盖年份	折扣率平均值 (%)
1	SEC Overall Average	1966-1969	25.8
2	SEC Non-reporting OTC Companies	1966-1969	32.6
3	Gelman	1968-1970	33
4	Trout	1968-1972	33.5
5	Moroney	—	35.6
6	Maher	1969-1973	35.4
7	Standard Research Consultants	1978-1982	45
8	Willamette Management Associates	1981-1984	31.2
9	Silber Study	1981-1988	33.8
10	FMV Study	1979-1992.4	23
11	FMV Restricted Stock Study	1980-2001	22.1
12	Management Planning, Inc.	1980-1995	27.7
13	Bruce Johnson	1991-1995	20
14	Columbia Financial Advisors	1996-1997.2	21
15	Columbia Financial Advisors	1997.5-1998	13

从结论中可以看出利用上世纪 90 年代前交易的限制股研究缺少流通折扣率大约在 30%左右；利用 90 年代后的数据研究的结论则在 20%左右，这个差异主要是由于限制股的限制期由 2 年将为 1 年的原因。

b. IPO 前研究 (Pre-IPO Studies)

该类研究的思路是通过公司 IPO 前股权交易价格与后续上市后股票交易价格对比来研究缺少流通折扣。根据美国证券市场的一些规定，公司在进行 IPO 时需要向美国证监会（SEC）报告公司前 2 年的所有股权交易情况，因此 IPO 前研究一般是根据公司 IPO 前 2 年内发生的股权交易的价格与 IPO 后上市交易的价格差异来估算缺少流通折扣的。

● Robert W.Baird & Company 的研究

研究对比分析了公司 IPO 后公司可交易的股票价格与其在 IPO 之前不可上市交易的股票价格之间的关系。研究涉及了 1980 年到 2000 年超过 4,000 个 IPO 项目以及 543 项满足条件的 IPO 前交易数据，研究结果表明从 1980 年到 2000 年缺少流通折扣率的中位值和平均值分别为 47%和 46%。

Robert W.Baird & Company 研究结论表如下：

研究涵盖日期	IPO 项目数量	符合条件的交易案例数量	折扣率平均值	折扣率中位值
1997-2000	1,847	266	50%	52%
1995-1997	732	84	43%	41%
1994-1995	318	45	45%	47%
1991-1993	443	49	45%	43%
1990-1992	266	30	34%	33%
1989-1990	157	17	46%	40%
1987-1989	98	21	43%	43%
1985-1986	130	19	43%	43%
1980-1981	97	12	59%	68%
1980-2000	4,088	543	46%	47%

● Valuation Advisor 研究

研究收集并编辑了大约 3,200 个交易 IPO 前的案例建立一个 IPO 前研究缺少流通折扣率的数据库，这些数据包含各个年份的折扣率并且可以通过网址 bvmarketdata.com 和 valuationpros.com 在线搜索；研究包括的数据主要是公司 IPO 前 2 年内普通股、可转换债券、优先股以及股票期权等的交易价格。

Valuation Advisor 研究结论表如下：

IPO 前交易时间	1-90 天	91-180 天	181-270 天	271-365 天	1-2 年
1999 折扣率中位值	30.8%	53.9%	75.0%	76.9%	82.0%

IPO 前交易时间	1-90 天	91-180 天	181-270 天	271-365 天	1-2 年
2000 折扣率中位值	28.7%	45.1%	61.5%	68.9%	76.6%
2001 折扣率中位值	14.7%	33.2%	33.4%	52.1%	51.6%
2002 折扣率中位值	6.2%	17.3%	21.9%	39.5%	55.0%
2003 折扣率中位值	28.8%	22.3%	38.4%	39.7%	61.4%
2004 折扣率中位值	16.7%	22.7%	40.0%	56.3%	57.9%
2005 折扣率中位值	14.8%	26.1%	41.7%	46.1%	45.5%
2006 折扣率中位值	20.7%	20.8%	40.2%	46.9%	57.2%
2007 折扣率中位值	11.1%	29.4%	36.3%	47.5%	53.1%
2008 折扣率中位值	20.3%	19.2%	45.8%	40.4%	49.3%

这些研究成果都用非常充分的论据说明了缺乏流通性的股权，相对于上市交易的股票的价格应该有很大的折扣。

B. 我国关于流动性折价的研究

a. 法人股交易价格研究

所谓“法人股”是指早年在我国上市公司中存在的一种不可以进入证券市场交易的上市公司国家股和法人股的总称。国家股和法人股不能在证券交易市场上竞价交易，但可以进行场外转让。这种协议转让的价格与同一公司流通股的交易价格存在差异，通过这个差异研究缺少流通性折扣。

法人股交易价格研究结论表如下：

序号	法人股交易年度	案例数量	法人股价格/流通股价格 平均值 (%)	缺少流通折扣率 (%)
1	1998 年度	70	19.3	80.7
2	1999 年度	74	24.27	75.73
3	2000 年度	189	18.5	81.5
4	2001 年度	1,100	23.6	76.4
5	2002 年度	252	21.75	78.25
6	2003 年度	259	26.54	73.46
7	2004 年度	363	36.5	63.5
8	2005 年度	107	36.2	63.8
合计/平均		2,414	25.83	74.2

从上述统计数据可以看出缺少流通性折扣非常高，原因分析如下：法人股与限制股相比，法人股从流通性上说是完全不可流通的，这种股票“流通性”要比限制股的流通性更弱，因此法人股的缺少流通性折扣应该更高；2005 年以

前的法人股/国家股交易很多由于内部重组的关联交易，致使法人股的交易价格偏低。

2005 年的法人股交易多为大宗的股票一次性交易，因此在缺少流通折扣方面存在两个方面的因素：I 股票本身不能流通造成流通差异大；II 股票交易的规模大，实际还存在一个大宗交易影响流通性的折扣；而作为对比的股票交易价格是少数股权的交易价格，因此利用上述法人股交易的数据研究缺少流通折扣的数字就会比较高。

b. 股权分置改革对价研究

股权分置改革实质是非流通股东向流通股东支付对价换取在一定限制期后流通。通过估算非流通股东向流通股东支付对价数量方式估算由完全不可流通到具有一定期限限制的流通的缺少流通折扣率 ξ_1 ，通过期权定价模型估算由具有一定时间限制流通到完全可以流通的折扣率 ξ_2 ，最终的缺少流通折扣率 $\xi_3 = 1 - (1 - \xi_1) \times (1 - \xi_2)$

● 利用股权分置改革支付对价方式估算缺少流通折扣率 ξ_1

$$\begin{aligned}\text{缺少流通折扣率 } \xi_1 &= \frac{\text{非流通股每股支付给流通股的对价}}{\text{股权分置改革基准日流通股收盘价}} \\ &= \text{非流通股份每股支付对价占流通股价的比率} \\ &= \text{非流通股东每股送出率}\end{aligned}$$

● 采用股票期权定价模型(Black-Scholes 模型) 估算缺少折扣率 ξ_2

具有一定期限流通限制的股票可以采用一个对冲策略购买一个与限制期时间长度相当，行权价格的现值与现行股票价格相当的一个美式看跌期权 (American Put Option)，实际计算按欧式期权替代。

$$\xi_2 = \frac{\text{卖期权价值 } P}{\text{股票现行价值}}$$

综上，缺少流通折扣率问题的中国研究股权分置改革/期权定价模型 (B-S 模型) 结论为：股权不可流通折扣率为 22%~32% 左右。

C. 我国关于流动性折价的研究

所谓新股发行定价就是研究国内上市公司新股 IPO 的发行定价与该股票正式上市后的交易价格之间的差异来研究缺少流通折扣的方式。新股发行的价格一般都要低于新股上市交易的价格，它不是一个股票市场的交易价，但是一个公平交易价。我们可以通过研究新股发行价与上市后的交易价之间的差异来定量研究缺少流通折扣。

当新股上市后这种有效的交易市场机制就形成了，因此我们可以认为在这两种情况下价值的差异就是由于有和没有形成有效市场交易机制的因素造成的。

评估人员收集了从 2002-2011 年 1,241 个新股的发行价分别研究其与上市后第一个交易日收盘价、上市后 30 个交易日均价、60 个交易日均价以及 90 个交易日的均价之间的关系。

2002 年至 2011 年新股发行价方式估算缺少流通折扣率情况如下：

发行价 平均值	第一天交 易价	30 日 交易 均价	60 日 交易 均价	90 日 交易 均价	缺少流通折扣率（%）				
					第一天 交易价 计算	30 日 交易均 价计算	60 日 交易均 价计算	90 日 交易均 价计算	平均值
18.02	26.77	26.00	25.86	25.28	33.28	31.15	30.20	27.77	30.60

注：以上数据为 1,241 个样本对应的均价

综合上述情况，本次市场法评估确定股权价值缺乏流动性折扣率为 35%。

（3）曹妃甸实业公司

曹妃甸实业公司在 Wind 资讯行业分类中属于港口行业。经 Wind 资讯行业分类筛选沪深两市上市的铁路运输行业共计 17 家，本次选择同一区域（都是渤海湾）、相同腹地、经营业务相同、货种类似的可比公司，经筛选处于渤海湾的港口行业上市公司共计 4 家，分别为天津港、唐山港、营口港以及锦州港，但由于锦州港主要货种为油品，与曹妃甸实业的主要货种存在较大差异，因此选取天津港、唐山港、营口港三家上市公司作为本次上市公司比较法的可比对象。

曹妃甸实业公司与上述可比上市公司量化分析情况如下：

① 经营模式及业务构成分析

由于曹妃甸实业公司与唐山港业务相同、经营产品相同都是以煤炭、铁矿石为主，且曹妃甸港与京唐港同属于唐山港港区，地理位置相近，因此两者可比性更强，故本次对于唐山港取 40%的权重；由于天津港的销售业务占其营业收入的比例较大，营口港所处区位离曹妃甸港区存在一定距离，因此对于同属渤海湾的天津港和营口港各取 30%权重。

② 资产规模及盈利情况分析

市净率模型请参见唐港铁路公司所用模型。

曹妃甸实业公司 2015 年 1-10 月与可比上市公司 2015 年 1-9 月财务指标如下：

企 业		总资产(万元)	ROE	ROA	COE	WACC	增长率 g
被评估企业	曹妃甸实业公司	768,211.30	6%	5%	13.99%	12.05%	-1%
600317.SH	营口港	1,666,633.38	3.40%	3%	10%	9%	0%
600717.SH	天津港	3,338,871.83	6.15%	5%	11%	9%	11%
601000.SH	唐山港	1,660,770.78	9.76%	8%	13%	12%	12%

根据目标公司的 ROE/COE、ROA/WACC、增长率修正和可比公司的相应指标，计算的比值得出调整系数。

经整理，曹妃甸实业公司与可比上市公司对比指标如下：

企 业		规模修正	ROE/COE 修正	ROA/WACC 修正	增长率修正
600317.SH	营口港	0.96	1.01	1.01	—
600717.SH	天津港	0.93	0.99	0.97	0.77
601000.SH	唐山港	0.96	0.97	0.95	0.77

可比公司于评估基准日的比率乘数如下

证券代码	证券简称	P/B
600317.SH	营口港	2.58
600717.SH	天津港	1.23
601000.SH	唐山港	1.88

数据来源：Wind 资讯

综上，计算得出可比公司综合修正后的 P/B 乘数：

证券代码	证券简称	修正后 P/B
600317.SH	营口港	2.54
600717.SH	天津港	0.84

601000.SH	唐山港	1.29
-----------	-----	------

由于曹妃甸实业公司与唐山港业务相同、经营货种都是以煤炭、铁矿石为主，两者可比性更强，故本次对于唐山港取 40%的权重，对于天津港、营口港各取 30%的权重。经计算，确定被评估企业 P/B 乘数为 1.53。

③ 股权流动性折扣情况分析

股权流动性折扣情况分析请参见上述股权流动性折扣分析情况。本次评估确定股权价值缺乏流动性折扣率为 35%。

中和资产评估意见：本次对唐港铁路公司及曹妃甸实业公司采取市场法进行评估，评估模型充分考虑了评估标的的资产规模、经营模式、业务构成、盈利情况，以及股权流动性等情况，并对相关参数进行了修正，所得出的评估结论依据充分。

财务顾问意见：本次对唐港铁路公司及曹妃甸实业公司采取市场法进行评估，评估模型充分考虑了评估标的的资产规模、经营模式、业务构成、盈利情况，以及股权流动性等情况，并对相关参数进行了修正，所得出的评估结论依据充分。

4、预案披露，对唐港实业下属 6 宗土地使用权分别采用市场比较法和成本逼近法进行了预估，并采用两种方法的简单算术平均值作为最终估价结果。同时，预案披露，上述六宗土地取得时间较早、土地取得成本较低，周边土地成交价格大幅上升，导致 6 宗土地价值涨幅较大。请补充披露：（1）采用市场比较法时，选取的类似宗地、交易价格，以及将其作为可比交易的依据；（2）采用成本比较法时，参与评估的土地取得成本、开发费用、利息费用、以及利润等，并详细说明计算过程；（3）对两种方法做简单算术平均的依据和合理性；（4）6 宗土地的取得时间、取得成本、周边土地成交价格、成交量情况和变动趋势。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

（1）采用市场比较法时，选取的类似宗地、交易价格，以及将其作为可

比交易的依据

土地估价师调查、收集待估宗地所在区域的近期已经发生交易的土地市场交易实例，与待估宗地估价期日接近，用途相同或相近，土地条件基本一致，并且属同一供需圈内的三宗实例，以它们的价格作比较，并结合影响工矿仓储用地、码头用地、铁路用地地价的因素，进行因素修正。

实例 A：河北宁富石油设备安装工程有限公司用地

该实例是河北宁富石油设备安装工程有限公司所使用的位于唐山海港开发区海靖路以东、海强路以西、港盛街以北的土地，用途为工业用地，用地面积 100,001.75 平方米，土地使用权类型为出让，土地使用权年限为 50 年，交通条件为西临海靖路、东临海强路、南临港盛街，对外交通便利，宗地形状规则、有利于宗地利用，宗地地质条件良好，目前规划无限制。成交日期为 2014 年 10 月 13 日，基础设施开发程度达到宗地红线外“五通”（即通路、通电、供水、排水、通讯）及红线内“地面平整”的土地使用权交易总价为 2,196.0385 万元，地面单价为 219.6 元/平方米。

实例 B：唐山海港鑫兴模板制造有限公司用地

该实例是唐山海港鑫兴模板制造有限公司所使用的位于唐山海港开发区港盛街以北、海华路以东的土地，用途为工业用地，用地面积 13,870.01 平方米，土地使用权类型为出让，土地使用权年限为 50 年，交通条件为南临港盛街、西临海华路，对外交通便利，宗地形状规则、有利于宗地利用，宗地地质条件良好，目前规划无限制。成交日期为 2014 年 10 月 13 日，基础设施开发程度达到宗地红线外“五通”（即通路、通电、供水、排水、通讯）及红线内“地面平整”的土地使用权交易总价为 301.6728 万元，地面单价为 217.5 元/平方米。

实例 C：唐山东风重工实业集团有限公司用地

该实例是唐山东风重工实业集团有限公司所使用的位于唐山海港开发区海宁路以东、港福街以南的土地，工业用地，用地面积 28,196.75 平方米，土地使用权类型为出让，土地使用权年限为 50 年，交通条件为西临海宁路、北临港福街，对外交通便利，宗地形状规则、有利于宗地利用，宗地地质条件良好，目

前规划无限制。成交日期为 2014 年 11 月 13 日，基础设施开发程度达到宗地红线外“五通”（即通路、通电、供水、排水、通讯）及红线内“地面平整”的土地使用权交易总价为 609.0498 万元，地面单价为 216.0 元/平方米。

待估宗地位于唐山海港开发区港区内，实际用途为港口码头及后方集装箱堆场用地，待估宗地与比较实例的用途不一致，故需对比较实例进行用途修正。考虑到港口码头及后方堆场用地资源的稀缺性和垄断性，且投资回报率较高，同时港区内仓储用地和港口码头用地较工业用地的市场价格高，经综合分析，确定待估宗地的用途修正系数为 100/85。

待估宗地唐山港-港口实业-06 的设定用途为铁路用地，选取的三个案例均为工业用途，依据调查收集资料，海港开发区铁路用地价格与工业用地价格无明显差异，因此土地用途因素不作修正。

对待估宗地与比较案例进行交易情况、交易方式、交易期日、土地使用年期、区域因素、个别因素可比修正后，得到各待估宗地市场比较法评估比准价格，经过比较分析，三个比准价格比较接近，均能反应待估宗地的地价水平，取三个比准价格的简单算术平均值作为市场比较法评估待估宗地的最终价格，详见下表：

宗地编号	宗地名称	面积 (m ²)	市场比较法测算结果 (元/平方米)
唐山港-港口实业-01	二港池堆场一期工程-1	30,009.99	306.4
唐山港-港口实业-02	二港池堆场一期工程-2	52,7927.70	306.4
唐山港-港口实业-03	二港池堆场二期工程	43,551.30	306.6
唐山港-港口实业-04	京唐港区 16#—19#泊位工程	410,620.92	314.4
唐山港-港口实业-05	31#泊位堆场工程	456,689.82	314.4
唐山港-港口实业-06	液体化工区铁路用地	57,687.03	214.8

（2）采用成本逼近法时，参与评估的土地取得成本、开发费用、利息费用、以及利润等，并详细说明计算过程

①基本原理

成本逼近法是以取得和开发土地所耗费的各项客观费用之和为主要依据，

加上客观的利润、利息、应缴纳的税金和土地增值收益来确定土地价格的方法。并对待估宗地区域及个别因素状况、土地使用年期进行修正。成本逼近法的基本计算公式如下：

$$P = (PE + R_3) \times K_1 \times K_2$$

$$PE = (E_a + E_d + T + R_1 + R_2)$$

式中：

P—估价价格

PE—土地成本价格

E_a—土地取得费及税费

E_d—土地开发费

T—税费

R₁—利息

R₂—利润

R₃—土地增值收益

K₁—待估宗地区位及个别因素修正系数

K₂—年期修正系数

②土地取得费（E_a）

土地取得费是指用地单位为取得土地使用权而支付的各项客观费用，待估宗地位于海港经济开发区港区内，为填海造地新开发土地，土地取得费包括为取得建设用海而支付的海域使用金以及为取得海域使用权所支付的养殖用海征用清理补偿费。因此，本次估价以取得建设用海海域使用权的方式确定待估宗地的取得成本，土地取得费主要指取得建设用海的相关费用。

养殖用海征用清理补偿费主要是指取得建设用海海域使用权过程中所发生的费用，主要包括对所征用海域养殖户的补偿费、地上附着物补偿费、劳动力

安置补助费。不发生相关税费。

A、土地取得费

土地取得费是指征用待估宗地所在区域同类土地所支付的平均费用，海港开发区港区为沿海滩涂以及填海造地新开发土地，土地取得费即为取得建设用海所支付的费用，根据唐山市国土资源局海港经济开发区分局提供的该地区建设用海实际情况得出费用由养殖用海征用清理补偿费、海域使用金等构成。因所在海域区位的不同，海域使用权取得费也有所不同。唐山市海港经济开发区建设用海使用金收取标准依据财政部、国家海洋局联合发布的《关于加强海域使用金征收管理的通知》中对海域使用金的征收标准，唐山市海港经济开发区所处海域建设用海一次性收取海域使用金 3 万元/亩，合 45 元/平方米。

B、养殖用海征用清理补偿费

唐山市海港经济开发区海域的自然条件适合各种贝类生长，是贝类养殖密集区，近岸区域为池塘养殖区，根据收集到的港区内平均用海补偿费用情况，确定海港经济开发区港区养殖用海的平均征用补偿标准为 3 万元/亩，合 45 元/平方米。

土地取得费=建设用海海域使用金+养殖用海补偿费=45+45=90(元/平方米)

③税费 (T)

A、征地管理费

根据财政部、国家发展改革委《关于取消、停征和免征一批行政事业性收费的通知》(财税[2014]101 号)文件的规定，自 2015 年 1 月 1 日起，取消征地管理费，本次评估征地管理费按 0 元/平方米计算。

B、海港开发区港区为沿海滩涂以及填海造地新开发土地，所以不涉及耕地占用税和耕地开垦费。

T=0 (元/平方米)

④土地开发费用 (E_d)

土地开发费包括宗地外土地开发费和宗地内土地开发费。依据本次评估的地价内涵和土地估价时设定的土地开发条件,待估宗地唐山港-港口实业 01—05 本次评估设定的基础设施开发程度为宗地外五通(通路、通电、通上水、通下水、通讯及宗地内场地平整)。

根据收集到的海港经济开发区港区基础设施开发费用资料以及《海港经济开发区土地定级与基准地价报告》,待估宗地所处区域土地开发费用为基础设施费用、围海造地成本。

A、围海造地成本

根据收集到的港区内造地成本资料,经核算,港区每公顷围海造地成本为 60 万元,合 60 元/平方米,因此港区的造地成本为 60 元/平方米,合 4 万元/亩。

B、基础设施费用

待估宗地唐山港-港口实业 01—05 土地开发程度为宗地外五通(通路、通电、通上水、通下水、通讯),根据收集到的唐山海港经济开发区港区基础设施开发费用资料,确定基础设施配套费为 88 元/平方米,则估价对象的土地开发费用为: $E_d=60+88=148$ (元/平方米),详见下表;

待估宗地唐山港-港口实业-06:液体化工区铁路用地,为液体化工铁路专线,开发程度为宗地外“三通”(通路、通电、通讯),宗地内场地满足铁路建设运营需要。根据收集到的唐山市海港经济开发区铁路用地的铁轨地基处理费用为 40 元/平方米,故待估宗地开发程度为宗地外“三通”(通路、通电、通讯)及宗地内场地满足铁路建设运营需要的开发费用为 108 元/平方米,详见下表。

基础设施费用一览表(单位:元/平方米)

通路	通电	通讯	上水	下水
28	25	15	10	10

⑤投资利息 (R_1)

根据待估宗地的开发程度和开发规模,确定土地开发周期为一年,投资利息率按评估期日中国人民银行公布的一年期贷款利息率 4.35%计。假设土地取得费及相关税费在征地时一次投入,开发费用在土地开发周期内均匀投入,单

利计息，故：

$$\begin{aligned} R_1 &= \text{土地取得费及相关税费} \times 4.35\% + \text{土地开发费} \times 4.35\% \times 1/2 \\ &= (90+0) \times 4.35\% + 148 \times 4.35\% \times 1/2 \\ &= 7.13 \text{ (元/平方米)} \end{aligned}$$

⑥投资利润 (R_2)

唐山港京唐港区为河北省唯一一个综合性港口，货种涵盖煤炭、水泥、钢材、矿石、原盐、纯碱、液化石油气、集装箱、散件等十多大类数十个品种。待估宗地唐山港-港口实业-01—05 为码头后方堆场用地，预期收益较高，通过调查港区土地一级开发市场的开发投资回报情况，同时结合港区经济增长率及估价对象的实际用途等因素，本次评估取土地开发的投资回报率为 20%；待估宗地唐山港-港口实业-06 为通港区内液体化工铁路专线，本次评估取土地开发的投资回报率为 15%。则：

$$R_2 = (\text{土地取得费及相关税费} + \text{土地开发费}) \times \text{投资回报率}$$

⑦土地成本价格 (P_E)

$$\text{通过上述测算，待估宗地成本价格 } P_E = E_a + T + E_d + R_1 + R_2$$

⑧土地增值收益 (R_3)

土地增值收益的确定方法及计算公式：

$$\begin{aligned} R_3 &= \text{土地成本价格} \times \text{土地增值收益率} \\ &= P_E \times \text{土地增值收益率} \end{aligned}$$

土地增值包括土地资源和土地资本的双重增值，是指因土地用途改变或进行土地开发，达到建设用地利用条件而发生的价值增加，是土地开发后市场价格与成本价格之间的差额。土地增值的形式主要为两种：（1）土地用途转换型增值；（2）外部投资作用型增值。由于京唐港区近几年连续加大对港区基础设施的投入，良好的基础设施条件为京唐港区经济发展奠定了基础。京唐港区域码头后方堆场用地土地成本价格与市场价格的差额约占土地成本价格的 10%～

30%。同时考虑到码头仓储用地、港口用地土地资源的稀缺性，故本次土地估价土地增值率为：唐山港-港口实业-01—05 为 20%；唐山港-港口实业-06：液体化工区铁路用地土地增值率为 15%。

⑨区位及个别因素修正 K_1

A、确定区位因素修正

成本逼近法测算过程中土地取得费和相关税费、土地开发费、利息、利润等是宗地所在区域的客观、平均价格，没有对宗地的区位做出修正，因此需要对评估出的待估宗地所在区域相同开发程度土地使用权价格进行基础设施状况、产业集聚度、交通条件等实际情况的区位修正，估价师经过综合分析，确定区位因素修正系数，详见下表。

B、确定个别因素修正

待估宗地为港口码头及后方堆场用地、铁路用地，影响其地价的个别因素主要有宗地形状、环境条件等因素，估价师经过综合分析，确定个别因素修正系数见下表。

区位及个别因素修正系数表—1

影响因素	唐山港-港口实业 01—03 因素说明	修正系数
基础设施状况	一般	0%
产业集聚状况	港区内相关产业集聚度高	2.80%
交通条件	临港区内道路，可与交通主干道通达，水运、陆运交通条件较好	1.00%
宗地形状	基本规则、不影响宗地利用	1.00%
城市规划要求	无限制	1.40%
环境条件	污染程度一般	0%
合计	——	6.20%

区位及个别因素修正系数表—2

影响因素	唐山港-港口实业 04—05 因素说明	修正系数
基础设施状况	一般	0%
产业集聚状况	港区内相关产业集聚度高	2.80%
交通条件	临码头、临港区内道路，可与交通主干道通达，水运、陆运交通条件良好	1.90%
宗地形状	基本规则、不影响宗地利用	1.00%

城市规划要求	无限制	1.40%
环境条件	污染程度一般	0%
合计	——	7.10%

区位及个别因素修正系数表—3

影响因素	唐山港-港口实业06因素说明	修正系数
基础设施状况	较差	-2.0%
产业集聚状况	港区内相关产业集聚度较高	0%
交通条件	为液体化工铁路专线，临运煤路，交通条件良好	1.00%
宗地形状	基本规则、不影响宗地利用	0.4%
城市规划要求	无限制	1.40%
环境条件	污染程度一般	0%
合计	——	0.80%

⑩ 确定年期修正系数 K_2

以上测算的 P_E 为无限年期土地成本价格。由于待估宗地评估设定土地使用年限为有限年期，因此需要进行年期修正，根据年期修正系数计算公式，确定年期修正系数详见下表。

$$\text{年期修正公式: } K_2 = 1 - 1 / (1 + r)^n$$

式中：

r —土地还原利率（土地还原率按估价期日时中国人民银行公布的一年期（含一年）存款利率 1.5%，综合考虑通货膨胀，再加上一定的风险因素调整值，按 6.04% 计）

n —待估宗地设定使用年期

$$k_2 = 1 - 1 / (1 + r)^n = 1 - 1 / (1 + 6.04\%)^n$$

设定土地使用年限及修正系数表

宗地编号	唐山港-港口实业-01	唐山港-港口实业-02	唐山港-港口实业-03	唐山港-港口实业-04	唐山港-港口实业-05	唐山港-港口实业-06
剩余年期(年)	36.8	36.8	36.9	41.2	41.2	45.0
年期修正系数	0.8845	0.8845	0.8851	0.9107	0.9107	0.9286

⑪ 确定待估宗地土地价格（ P ）

$$\text{待估宗地土地价格 (P)} = (\text{P}_E + \text{R}_3) \times \text{K}_1 \times \text{K}_2$$

成本逼近法估价结果详见下表

待估宗地成本逼近法估价结果表

序号	宗地编号	估价期日土地使用者	土地取得费	税费	土地开发费	投资利息	投资利润	土地增值收益	无限年期土地使用权价格	因素修正系数	年期修正系数	有限年期土地使用权价格
01	唐山港-港口实业-01、02	唐港实业	90	0	148	7.13	47.6	58.55	351.28	1.062	0.8845	330.0
02	唐山港-港口实业-03	唐港实业	90	0	148	7.13	47.6	58.55	351.28	1.062	0.8851	330.2
03	唐山港-港口实业-04、05	唐港实业	90	0	148	7.13	47.6	58.55	351.28	1.071	0.9107	342.6
04	唐山港-港口实业-06	唐港实业	90	0	108	6.26	29.7	35.09	269.05	1.008	0.9286	251.8

(3) 对两种方法做简单算术平均的依据和合理性

经估价人员现场查勘和当地地产市场情况分析，按照地价评估的基本原则和估价程序，本次评估选择市场比较法和成本逼近法两种估价方法进行了评估：

市场比较法是根据替代原理，将待估宗地与具有替代性的，且在估价期日近期市场上交易的类似地产进行比较，对类似地产成交价格作适当修正，以此得到待估宗地比准价格的一种方法。由于该方法选择的比较案例是在市场上搜集的比较客观的真实交易，修正体系是根据估价师多年实践经验编制而成，因此，该方法的测算结果能够比较真实的反映待估宗地客观合理的市场价格。

成本逼近法是以土地取得费、土地开发所耗费的各项费用之和为主要依据，再加上一定的利润、利息和应缴纳的税金来确定土地价格的估价方法。由于该方法在测算过程中土地取得费和相关税费、土地开发费、利息、利润等是宗地所在区域的客观、平均价格，因此，该方法的测算结果具有较高的可信度。

据前述，市场比较法和成本逼近法的测算结果均能客观反映待估宗地的地价水平，两种方法测算结果相近，根据待估宗地所在区域同类建设用地的市场价格水平，经评估人员综合分析认为，市场比较法的估价结果权重值取 0.5，成本逼近法的估价结果取 0.5 作为估价对象的价格较为合理，故本次评估采用两

种方法的简单算术平均值作为最终估价结果。各种方法的测算结果及最终估价结果详见下表。

待估宗地出让土地估价结果确定表

宗地编号	宗地名称	面积 (m ²)	市场比较法 测算结果		成本逼近法 测算结果		单价 (元/ 平方米)	总价 (万元)
			价格	权重	价格	权重		
唐山港-港口 实业-01	二港池堆场 一期工程-1	30,009.99	306.4	0.5	330.0	0.5	318	954.32
唐山港-港口 实业-02	二港池堆场 一期工程-2	527,927.70	306.4	0.5	330.0	0.5	318	16,788.10
唐山港-港口 实业-03	二港池堆场 二期工程	43,551.30	306.6	0.5	330.2	0.5	318	1,384.93
唐山港-港口 实业-04	京唐港区 16 #—19#泊 位工程	410,620.92	314.4	0.5	342.6	0.5	329	13,509.43
唐山港-港口 实业-05	31#泊位堆 场工程	456,689.82	314.4	0.5	342.6	0.5	329	15,025.10
唐山港-港口 实业-06	液体化工区 铁路用地	57,687.03	214.8	0.5	251.8	0.5	233	1,344.11

(4) 6 宗土地的取得时间、取得成本、周边土地成交价格、成交量情况和变动趋势

6 宗待估宗地取得时间、取得成本如下表所示：

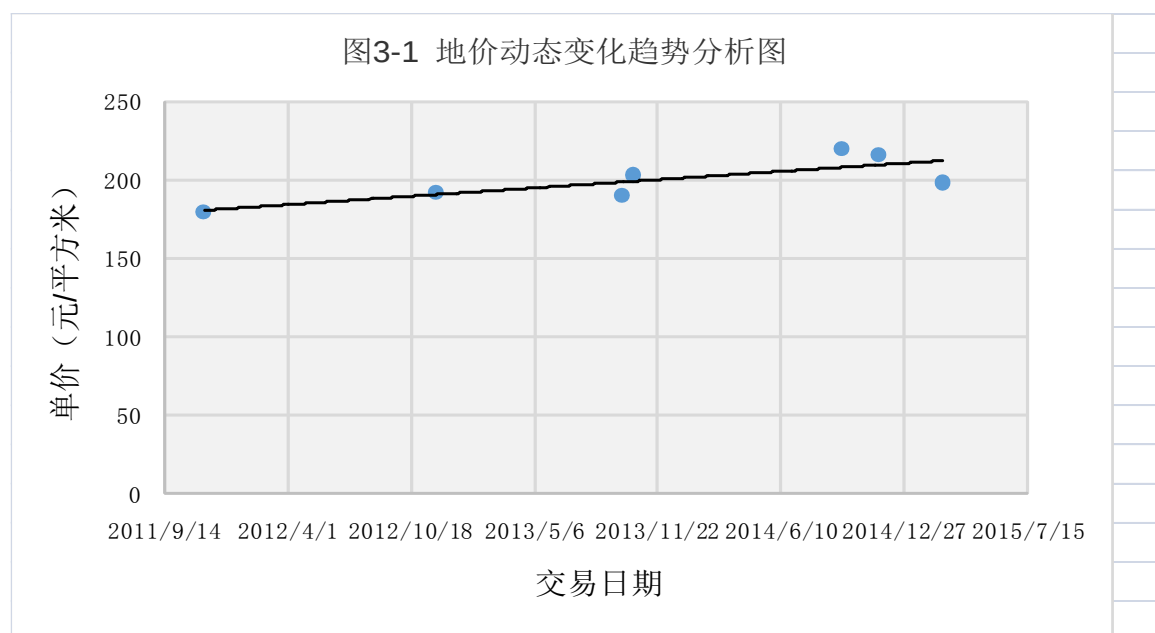
宗地编号	宗地名称	面积 (m ²)	取得时间	取得成本		备注
				单价 (元/平方米)	总价 (万元)	
唐山港-港口 实业-01	二港池堆场一期工 程-1	30,009.99	2002 年 8 月 26 日	47.15	141.49	为取得 海域使 用权成 本，不 含吹沙 造地费
唐山港-港口 实业-02	二港池堆场一期工 程-2	527,927.70	2002 年 8 月 26 日	47.15	2,489.06	
唐山港-港口 实业-03	二港池堆场二期工 程	43,551.30	2002 年 9 月 23 日	47.15	205.33	
唐山港-港口 实业-04	京唐港区 16#—19 #泊位工程	410,620.92	2006 年 12 月 30 日	156.63	6,431.39	—
唐山港-港口 实业-05	31#泊位堆场工程	456,689.82	2006 年 12 月 29 日	17.64	805.51	—
唐山港-港口 实业-06	液体化工区铁路用 地	57,687.03	2010 年 11 月 9 日	169.51	977.85	—

估价人员搜集了待估宗地所在区域近三年的工业用地交易案例（详见下

表)，并对影响工业用地地价的各因素（道路类型、基础设施保证率、相关企业配套协作程度、环境质量影响度、宗地形状、开发程度）进行修正，修正到除期日以外的可比价格，利用 excel 软件的图标功能对交易案例的进行了地价水平动态分析（详见下图），测定地价的变化趋势。

唐山市海港开发区工业用地交易案例统计表

序号	土地使用权人	坐落	交易时间	宗地面积 (公顷)	成交总价 (万元)
1	唐山港兴实业总公司	海港 7#路南侧、9#路北侧、规划海保路西侧	2011/11/18	35.242379	5,656.4019
2	唐山海港大华再生资源加工仓储有限公司	唐山海港开发区港盛街（5#路）南侧	2012/11/27	6.32	1,213.44
3	唐山中浩化工有限公司	唐山海 100-++9+港开发区 7#路南侧、海明路东侧	2013/9/24	58.4849	8,772.74
4	唐山海港博成钢材加工有限公司	海港开发区 25 号路以南、7 号路以北、14 号路以西	2013/10/12	3.724	633.4598
5	河北宁富石油设备安装工程有限公司	唐山海港开发区海靖路以东、海强路以西、港盛街以北	2014/9/15	10.000175	2,196.0385
6	唐山东风重工实业集团有限公司	海宁路以东、港福街以南	2014/11/13	2.819675	609.0498
7	唐山海港浩林科技有限公司	港盛街以北、海靖路以东、海强路以西	2015/2/25	8.127364	1,612.8754



此外，估价师通过对海港开发区的社会经济发展情况、产业及供地政策调整情况的分析，得出随着海港开发区铁矿石、煤、原油、杂货等专业码头的投

入使用以及一批重大产业项目的引入、开工建设，自 2012 年以来，海港开发区工业用地需求增加，工业用地市场逐渐活跃，工业用地地价保持平稳上涨势头。

兰德资产评估意见：本次对唐港实业下属 6 宗土地使用权分别采用市场比较法和成本逼近法进行评估，两种方法的测算结果均能客观反映待估宗地的地价水平，且测算结果相近。根据待估宗地所在区域同类建设用地的市场价格水平，本次评估采用两种方法的简单算术平均值作为最终估价结果是合理的。

财务顾问意见：本次对唐港实业下属 6 宗土地使用权分别采用市场比较法和成本逼近法进行评估，两种方法的测算结果均能客观反映待估宗地的地价水平，且测算结果相近。根据待估宗地所在区域同类建设用地的市场价格水平，本次评估采用两种方法的简单算术平均值作为最终估价结果是合理的。

三、其他

5、预案披露，本次交易完成之后，上市公司将拥有唐港铁路公司 18.58% 股权及曹妃甸实业公司 10% 的股权，上述公司股权的收益主要来源于标的公司的当期分红。请补充披露：（1）唐港铁路公司及曹妃甸实业公司有关分红的政策，并说明上市公司的未来收益是否可以得到保障；（2）上述两家公司历史分红情况；（3）如本次交易完成后，上市公司的收益无法得到保障，请补充说明上市公司收购前述公司股权的必要性。请财务顾问发表意见。

回复：

（1）唐港铁路公司及曹妃甸实业公司有关分红的政策

唐港铁路公司章程中分红相关条款主要有：

①“第二十三条 股东按照实缴的出资比例分取红利；公司新增资本时，股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资”；

②“第七十一条 公司当年税后利润按如下顺序分配：弥补亏损—提取法定公积金—经股东会决议，从税后利润中提取任意公积金—法律另有规定的其他用途—按照股东出资比例分配利润”。

曹妃甸实业公司章程中分红相关条款主要有：

①“第四十五条 税后利润按下列顺序进行分配：弥补亏损—提取法定公积金—提取任意公积金—支付股利”；

②“第四十六条 每年的公积金和利润分配比例由总经理提出，经董事会审议后报股东会批准”。

（2）唐港铁路公司及曹妃甸实业公司历史分红情况

最近三年，唐港铁路公司及曹妃甸实业公司分红情况如下：

① 唐港铁路公司

2013 年 6 月 7 日，唐港铁路公司召开股东会，同意将 2012 年结余利润的 50%共计 26,159 万元，按股东股权比例进行分配。

2013 年 11 月 20 日，唐港铁路公司召开股东会，同意将 2013 年上半年实现可供分配利润的 50%共计 38,961.60 万元，按股东股权比例进行分配。

2014 年 5 月 13 日，唐港铁路公司召开股东会，同意将 2013 年下半年实现净利润的 50%共计 35,718 万元，按股东股权比例进行分配。

2014 年 10 月 16 日，唐港铁路公司召开股东会，同意将 2014 年上半年实现净利润的 50%共计 42,276.17 万元，按股东股权比例进行分配。

2015 年 6 月 17 日，唐港铁路公司召开股东会，同意将 2014 年度实现可供分配利润的 60%共计 90,926 万元（扣除 2014 年已预分 42,276.17 万元，本次分配 48,650 万元）按股东股权比例进行分配。

2015 年 11 月 19 日，唐港铁路公司召开股东会，同意将 2015 年上半年实现可供分配净利润的 60%共计 37,365 万元，按股东股权比例进行分配。

② 曹妃甸实业公司

2013 年 1 月 18 日，曹妃甸实业公司召开股东会，同意对 2012 年度实现的可供分配利润 3.84 亿元中的 3.8 亿元按股东股权比例进行分配。

2014 年 4 月 10 日，曹妃甸实业公司召开股东会，同意对 2013 年度实现的

可供分配利润 3.25 亿元中的 3 亿元按股东股权比例进行分配。

2015 年 3 月 27 日，曹妃甸实业公司召开股东会，同意对 2014 年度实现的可供分配利润 4.58 亿元中的 4 亿元按股东股权比例进行分配。

(3) 上市公司的未来收益是否可以得到保障

本次交易完成后，上市公司将拥有唐港铁路公司 18.58% 股权及曹妃甸实业公司 10% 的股权，上述公司股权的收益主要来源于标的公司的当期分红。标的公司历史上一直保持较为稳定的分红政策，上市公司的未来收益可以得到保障。具体表现在：

① 交易标的行业特点决定了其具备实施稳定现金分红的内在条件

唐港铁路公司管辖线路为国家一级全自动闭塞双线电气化铁路，与大秦铁路同为目前最高等级重载铁路，为大秦铁路的分流线路。唐港铁路公司北起大秦线迁安北站和京秦线滦县站，南至唐山港京唐港区和曹妃甸港区，主要从事煤炭运输业务。

曹妃甸实业公司从事唐山港曹妃甸港区 4 个 25 万吨级矿石泊位和 2 个 5-10 万吨级散杂货泊位的装卸、堆存和仓储业务，作业的主要货种为铁矿石和煤炭。

上述交易标的近年来经营稳定，盈利能力较好，均属于固定资产占比较高的基础设施行业。由于固定资产折旧占营业成本比例较高，因此每年实现的经营现金流量净额均高于净利润水平，现金流充裕。在不存在大规模资本性支出的情况下，其具备稳定现金分红的内在条件。

2013 年、2014 年和 2015 年 1-10 月，唐港铁路公司、曹妃甸实业公司实现的净利润和经营活动现金流量净额如下表所示：

单位：亿元

项 目	2015 年 1-10 月	2014 年	2013 年
唐港铁路公司			
净利润	10.43	16.84	16.60
经营活动产生的现金流量净额	11.02	20.42	23.22
现金分红金额	—	9.09	7.47
曹妃甸实业公司			
净利润	4.52	4.93	3.25

经营活动产生的现金流量净额	7.83	6.95	8.51
现金分红金额	—	4.00	3.00

注 1：2015 年 1-10 月财务数据未经审计。

注 2：唐港铁路公司每半年分红一次，曹妃甸实业每年分红一次。2015 年 11 月，唐港铁路公司召开股东会，对 2015 年上半年实现的可供分配利润按 60%进行了分配。

② 唐港铁路公司、曹妃甸实业公司现金分红比率一直较为稳定

2013 年、2014 年和 2015 年，唐港铁路公司股东会决议实施的现金分红比例占可供分配利润的比例分别为 50%、50%和 60%；曹妃甸实业公司股东会决议实施的现金分红比例占可供分配利润的比例分别为 98.96%、92.31%和 87.34%，分红比率一直较为稳定。唐港实业取得的上述标的公司现金分红合计分别为 0.87 亿元、1.69 亿元和 2.09 亿元。

③ 从可比上市公司来看，交易标的未来保持稳定的现金分红具备可行性

唐港铁路为大秦铁路在唐山地区的分流线路，业务区域、运输货种与大秦铁路基本相同，可选取大秦铁路为可比上市公司。曹妃甸实业公司经济腹地、作业货种与唐山港基本相同，作业的港区相邻较近，可选取唐山港为可比上市公司。

上述两可比上市公司最近五年的分红政策和实际分配情况如下：

单位：亿元

项 目	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
大秦铁路					
净利润	—	141.89	126.95	115.04	116.99
经营活动产生的现金流量净额	—	173.13	147.60	129.16	151.08
现金分红政策	10 派 4.8	10 派 4.3	10 派 3.9	10 派 3.9	10 派 3.5
现金分红金额	71.36	63.93	57.98	57.98	52.03
唐山港					
净利润	—	11.89	10.22	7.41	4.83
经营活动产生的现金流量净额	—	13.06	10.19	11.34	5.95
现金分红政策	10 派 1.0	10 派 0.5	10 派 0.5	10 派 0.8	10 派 1.2
现金分红金额	2.25	1.02	1.02	0.90	1.20

注 1：上表列示的现金分红以实际实施的时点为准。

注 2：2015 年可比上市公司年报尚未公布。

从上表看出，由于行业特点，可比上市公司实现的经营活动现金流量净额均高于净利润水平，具备实施稳定现金分红的内在条件，同时近五年来，可比上市公司实际现金分红也保持了相对稳定。因此，本次交易完成后，唐港铁路公司和曹妃甸实业公司仍具备稳定现金分红的可行性。

(4) 上市公司收购唐港铁路公司、曹妃甸实业公司股权的必要性

① 控股股东唐港实业整合港口资源，推动港口相关资产整体上市

2015年8月，中共中央、国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》，进一步提出推进商业类国有企业改革，增强国有经济活力、放大国有资本功能，提升市场竞争能力。大力推动国有企业改制上市，创造条件实现集团公司整体上市。

为深化国有企业改革，整合资源优势，发挥协同效应，减少关联交易，避免潜在同业竞争，提高上市公司持续经营能力，提高国有资本流动性，实现国有资产保值增值，控股股东唐港实业意将其持有的港口主业及延伸领域相关的经营性资产全部注入上市公司，实现港口相关经营性资产的整体上市。

本次重组的基本原则为将盈利能力较好的经营性资产注入上市公司，将盈利能力尚不稳定、暂不适合注入上市公司的经营性资产全部以资产托管的方式委托上市公司经营管理。重组完成后，唐港实业不再从事泊位经营，将主要从事公益性资产建设、维护以及非港口业务经营。

② 提高上市公司持续盈利能力，提升综合竞争力

唐港铁路公司、曹妃甸实业公司多年来经营稳定，盈利能力较强，现金分红稳定，本次交易后上市公司盈利水平将进一步提高，持续盈利能力增强。

通过本次收购，唐山港将成为唐港铁路公司和曹妃甸实业公司的直接股东，提高了对经济腹地货源生成量、运量等信息的获取效率，增强了对销售渠道的影响力，能够充分发挥港口主业及延伸领域业务的联动协同效应，使唐山港在改善经营管理、降低成本、提高经济效益、了解市场需求和增加市场占有率等方面都得到极大的改进，从而提升公司综合竞争力。

财务顾问意见：本次交易完成后，唐山港将拥有唐港铁路公司 18.58%股权及曹妃甸实业公司 10%的股权，上述公司股权的收益主要来源于标的公司的当期分红。从标的公司行业特点、历史分红情况、可比上市公司分红情况等方面分析，标的公司具备实施稳定现金分红的内在条件和可行性，能够在未来继续保持较为稳定的分红政策，上市公司的未来收益可以得到保障。收购上述股权有利于推动港口相关资产整体上市，有利于上市公司提高持续盈利能力、提升综合竞争力。

6、请补充披露拟购买标的资产最近一个会计年度所产生的营业收入，并按照重大资产重组管理办法第十二条的有关规定，补充披露本次交易是否构成重大资产重组。请财务顾问发表意见。

回复：

标的资产 2014 年未经审计财务数据如下：

单位：万元

项目	营业收入	股权比例	营业收入乘以股权比例
津航疏浚公司	2,790.26	30.00%	837.08
唐港铁路公司	292,075.67	18.58%	54,267.66
曹妃甸实业公司	149,555.02	10.00%	14,955.50
合计	—	—	70,060.24

注：根据《重组管理办法》，购买的资产为股权的，营业收入以被投资企业的营业收入与该项投资所占股权比例的乘积为准。

标的资产 2014 年未经审计的营业收入合计为 70,060.24 万元，占唐山港 2014 年经审计的营业收入（512,662.71 万元）的比例为 13.67%，不超过 50%。

因此，本次交易不构成重大资产重组。

财务顾问意见：唐山港本次重组拟购买的资产 2014 年未经审计的营业收入占唐山港 2014 年经审计的营业收入的比例为 13.67%，不超过 50%。因此，本次交易不构成重大资产重组。

7、预案披露，唐港实业将持有的部分经营性资产以托管方式委托上市公

司进行管理，请补充披露资产托管与本次发行股份及支付现金购买资产的关系，是否互为条件，并说明资产托管是否触及重大资产重组的标准。请财务顾问发表意见。

回复：

(1) 本次发行股份及支付现金购买资产和资产托管的内容

本次发行股份及支付现金购买资产内容为唐港实业将其持有的与上市公司现有业务密切相关的 6 宗土地使用权及部分固定资产（地面附着物）、港口主业及其延伸领域的津航疏浚公司、唐港铁路公司、曹妃甸实业公司股权。

资产托管的内容为唐港实业持有的集装箱公司 100%股权及 10#、11#、26#、27#以及纯碱泊位等 5 个经营性泊位相关资产。

(2) 本次发行股份及支付现金购买资产和资产托管的关系

2015 年 8 月，中共中央、国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》，进一步提出推进商业类国有企业改革，增强国有经济活力、放大国有资本功能，提升市场竞争能力。大力推动国有企业改制上市，创造条件实现集团公司整体上市。

为深化国有企业改革，整合资源优势，发挥协同效应，减少关联交易，避免潜在同业竞争，提高上市公司持续经营能力，提高国有资本流动性，实现国有资产保值增值，控股股东唐港实业意将其持有的港口主业及延伸领域相关的经营性资产全部注入上市公司，实现港口相关经营性资产的整体上市。

本次重组的基本原则为将盈利能力较好的经营性资产注入上市公司，将盈利能力尚不稳定、暂不适合注入上市公司的经营性资产全部以资产托管的方式委托上市公司经营管理。重组完成后，唐港实业不再从事泊位经营。

港口深水化、专业化、集装箱化是世界港口的发展趋势，集装箱作为先进的运输组织方式，已经取代大宗散货，成为一个港口现代化、国际化的重要标志，是衡量开放性经济发展水平的重要指标，对带动港口开放，优化产业布局推动经济转型、促进经济发展具有重要作用。唐山港一直按“国内一流、国际

知名”的发展定位，致力于将唐山港京唐港区打造成为综合性、国际化大港，发展集装箱业务已是必然趋势。目前，集装箱业务盈利能力尚不稳定，尚不满足注入上市公司的条件。唐港实业本着维护上市公司股东利益，尤其是中小股东利益的宗旨，避免潜在同业竞争，对该部分资产采取资产托管方式委托上市公司经营管理。在托管资产发展成熟、满足注入条件时注入上市公司。

因此，本次发行股份及支付现金购买资产和资产托管是唐港实业实现其港口主业及延伸领域相关的经营性资产整体上市的两个独立的具体措施。

（3）本次发行股份及支付现金购买资产和资产托管不互为条件

2016年1月22日，上市公司与唐港实业分别签署了《发行股份及支付现金购买资产协议》和《资产托管协议》，其中，

《发行股份及支付现金购买资产协议》的生效条件为：①河北省国资委批准本次交易；②唐港实业董事会、唐山港董事会及股东大会批准本次交易；③唐山港股东大会批准同意唐港实业免于发出收购要约；④中国证监会核准本次交易。

《资产托管协议》的生效条件为：双方签署后成立，并在唐港实业董事会、唐山港董事会及股东大会审议通过后生效。

本次发行股份及支付现金购买资产和资产托管是唐港实业实现其港口主业及延伸领域相关的经营性资产整体上市的两个独立的具体措施，《发行股份及支付现金购买资产协议》和《资产托管协议》的生效条件亦不同，因此两者不互为条件。

（4）资产托管不触及重大资产重组的标准

托管资产 2014 年未经审计财务数据以及唐山港 2014 年经审计财务数据如下：

单位：万元

项目	托管资产	唐山港	财务指标占比
资产总额	193,904.54	1,524,725.79	12.72%
营业收入	65,414.66	512,662.71	12.76%
资产净额	34,763.88	693,504.25	5.01%

注：截至本专项核查意见出具日，唐山港尚未披露 2015 年年报，因此选取的最近一个会计年度为 2014 年。

由上表可见，唐山港托管资产相关财务指标均不超过 50%，不触及重大资产重组的标准。

财务顾问意见：本次发行股份及支付现金购买资产和资产托管是唐港实业实现其港口主业及延伸领域相关的经营性资产整体上市的两个独立的具体措施，《发行股份及支付现金购买资产协议》和《资产托管协议》的生效条件亦不同，因此两者不互为条件。本次资产托管不触及重大资产重组的标准。

（以下无正文）

（本页无正文，为《国信证券股份有限公司关于上海证券交易所<关于对唐山港集团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预案信息披露的问询函>的专项核查意见》之签章页）



2016 年 2 月 15 日