
关于中国证券监督管理委员会 180092 号《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》的反馈意见回复

中国证券监督管理委员会：

根据贵委 180092 号《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》的相关要求，我们组织评估人员对相关反馈意见进行了认真研究，现对反馈意见中需要上海立信资产评估有限公司回复的问题发表意见如下：

反馈问题一：

申请文件显示：1）盐业体制改革之前，标的资产是江苏省内独家的食盐批发专营企业，《国务院关于印发盐业体制改革方案的通知》打破了食盐价格管制和区域垄断，未来几年食盐行业在产品种类、销售价格、销售方式、竞争主体、竞争格局等方面均将发生较大变化。2）2017 年盐业体制改革后进入江苏省市场的省外盐企约 30 家。3）收益法评估预计，随着省外市场销量增长，标的资产预测期内食盐产品销量将保持 1%至 6%增速。请你公司补充披露：1）随着盐改的深入，标的资产在江苏省内的销量和市场份额是否存在大幅下降的可能性，维持标的资产江苏省内市场份额的相关措施及可行性。2）标的资产进一步拓宽省外市场销量和份额的相关措施。3）预测期内标的资产整体食盐产品销量增速的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、随着盐改的深入，标的资产在江苏省内的销量和市场份额是否存在大幅下降的可能性，维持标的资产江苏省内市场份额的相关措施及可行性。

（一）标的资产在江苏省内的销量和市场份额大幅下降的可能性较小

1、标的资产经过多年的江苏省内食盐经营，建立了完备的仓储、门店、品

牌、客户等竞争优势，未来标的公司仍将在江苏省内保持行业绝对的领先地位。

盐业体制改革前，标的公司是江苏省内唯一的食盐批发专营企业。标的公司经过多年的食盐经营，建立了完备的仓储、品牌、客户、物流等竞争优势。仓储方面，标的公司的食盐批发网点及物流配送体系，遍布全省 13 个市及各县（市、区），已建成多个食盐配送中心，拥有一批地理位置佳、存储条件好的仓库资源和销售门店。这些仓储和门店资源保证了标的公司具有较深较广的配送覆盖能力，可以将食盐产品从生产企业快速配送到各市、县（市、区），进而直接配送到终端客户；淮盐在江苏省消费者中树立了良好品牌形象，在江苏省具有较高的品牌认可度；标的公司在省内客户关系稳定，通过多年的食盐专营业务，标的公司与包括大型商超、机关企事业单位食堂及调味品、食品生产企业在内的众多客户建立了稳定的合作关系，具有成熟的营销管理人员队伍和良好的人缘、地缘优势。标的公司营销队伍长期深入城乡一线市场，客情关系较为稳固。2017 年以来，标的公司加大了与阿里、京东、店达、美菜网等知名电商平台的合作，加强了苏果、大润发、永辉等重点商超的开发和维护力度，渠道建设进一步完善；标的公司地处江苏境地，水路、陆路、铁路运输十分发达，物流运输优势得天独厚。

根据盐改政策，跨区域经营食盐的主体仅限于现有食盐批发企业及食盐定点生产企业，且只减不增，其他各类商品流通企业不得从事食盐批发。因此，外来竞争者要进入江苏省市场只能依靠其自建渠道销售或直接销售给商超等终端客户，新的市场进入者面临着人员不足、仓储配送成本高、终端渠道开发时间长、品牌影响力弱等问题，在竞争中标的公司的比较优势明显，因此标的公司仍将在江苏省内保持行业绝对的领先地位。

2、在发挥原有优势的基础上，标的公司基于对江苏省内食盐市场的深刻理解，积极制订了维持江苏省食盐市场稳定的系列措施并取得了明显成效。

针对市场变化，标的公司基于对本省市场的深刻理解，制订了有针对性的一系列措施（具体见下（二）维持标的资产江苏省内市场份额的相关措施），并取得了明显的成效。2017 年标的公司实现省内食盐销售数量 64.81 万吨，较盐改前的 2016 年下降 1.74%，具体情况如下。

类别	2016 年度	2017 年度	2017 年较上年增幅
大包装销售量（万吨）	32.00	35.33	10.41%
小包装销售量（万吨）	33.96	29.48	-13.19%
省内合计	65.96	64.81	-1.74%

标的公司大包装食盐销量较上年增加的主要原因为：（1）大包装食盐市场份额稳定；（2）省内海天酱油等调味品用盐企业新增产能以及部分小包装食盐用户改用大包装导致标的公司销售量增加。江苏省内小包装食盐销售 29.48 万吨，较 2016 年下降 4.48 万吨，降幅为 13.19%，小包装食盐仍占有江苏省食盐市场 85% 以上份额（假设 2017 年江苏省内小包装食盐市场销量与盐改前的 2016 年相同）。

通过一系列针对性的措施，标的公司省内小包装食盐市场份额未出现明显下滑，大包装食盐市场份额在保持稳定的基础上继续增长。综上，基于标的公司已有的竞争优势和已采取的一系列针对性销售措施，标的资产在江苏省内的销量和市场份额大幅下降的可能性较小。

（二）维持标的资产江苏省内市场份额的相关措施

1、加强大型商超和中型连锁超市的对接维护工作。从 2017 年开始，标的公司大型商超业务部积极与省内各大型商超总部进行对接，签订经销合同，全面完成新品铺货工作。标的资产下属的各市（县）公司负责与省内中型连锁超市等商超进行业务谈判并签订销售淮盐产品的协议，稳定中型连锁超市。

2、调整优化传统渠道。标的公司以市公司为单位，召开合作商座谈会、订货会，进行商品、渠道网络、股权等多方面的合作，在大型批发市场直接开设直营店，加大对传统批发渠道的覆盖和支持力度。

3、加强特通渠道（非餐饮、商超、批发等传统渠道）的开拓及维护。加强与江苏省有关部门的合作，大力推进与政府机关、学校、医院、大型建筑工地等集伙团膳、餐饮食堂的食盐销售直供工作，大力推进直配直送工作，减少中间环节，降低成本费用，保障供应安全和质量安全。

4、全方位开展食品用盐大客户走访工作，提升服务质量。针对省内大型食品加工企业进行全面走访，深入了解客户的诉求，量身定制供需对接方案，做好

全方位服务工作。

5、加大农贸市场及农村市场的占有率。盐改后，农贸市场及农村市场成为低端盐竞争的主战场。标的公司通过在农贸市场设点、直批、上门推销等方式，在乡镇推行“大篷车”直销、有奖销售、买赠等活动，充分利用品牌、终端渠道和物流的竞争优势，维护好农贸、农村市场。

6、标的公司充分利用自有电商平台“甄品茂”和第三方“零售通”、“美菜”、“店达”、“邮乐购”等电商平台促进盐产品的线上销售，基本完成省内电商平台全覆盖。同时，标的公司积极组织召开苏盐生活家门店招商加盟大会，推进自营店和加盟店建设，并与京东集团达成战略合作，利用京东的平台、技术、品牌等优势，结合自身的经营理念 and 省内落地的资源禀赋，打造“京东苏盐优家”双品牌便利店，推进消费升级和转型发展。

7、推行赊销、代销、团购等营销模式，抢占中高端品种盐市场。为促进品种盐特别是高端盐的销售，标的公司根据各地客户情况，选择辐射能力强、经营面积较大的商超，加大合作力度，通过代销、赊销、销售奖励等方式，将品种盐特别是高端盐进入其经营目录，并加强与大型企事业、银行金融机构等单位联系，开展团购业务，促进了品种盐特别是高端盐的销售业务。

8、积极实施品牌战略。淮盐产品广告已经分别在央视、京沪高铁等媒体投放，近期正策划在各省市地方电视台播放《大清盐商》电视剧，并植入品牌和产品广告。标的公司各分公司结合各自区域特点开展了多形式的品牌宣传，开展大型促销活动，实施合作商开发、终端铺货以及消费者购买动销“三步走”战略，实现业务持续拓展、销售目标持续增长的发展态势。

（三）维持标的资产江苏省内市场份额相关措施的可行性

标的公司制定的相关措施目的明确、针对性强。通过上述有效措施，2017年标的资产实现食盐省内销售数量 64.81 万吨，较盐改前的 2016 年增长 1.32%，采取的相关措施具有可行性。

二、标的资产进一步拓宽省外市场销量和份额的相关措施。

(一) 标的公司制定了明确的省外市场拓展目标

2018 年标的公司计划省外销售小包装食盐 10-15 万吨，其中高附加值的品种盐销售占比达到 20%，计划实现新渠道客户拓展目标近 1500 个，其中大中型商超近 800 个，流通渠道客户 700 家。

(二) 为实现省外开拓目标，标的公司主要制订了如下营销策略：

1、加强渠道建设，对全国 30 个省、市、区市场进行 A、B、C 分类管理，制定不同的营销模式和市场覆盖目标。

类型	区域范围	营销模式	大型商超覆盖率	中小型商超覆盖率	其他流通渠道覆盖率
A	重点省市	以省区为单位，全区域布局、全渠道营销、全品项销售，主攻商超渠道	80%	60%	30%
B	次重点省市	重点布局省会城市和重点城市、全渠道营销、全品项销售	60%	40%	20%
C	非重点省市	区域渗透选择优势渠道主打品种盐	主要销售商超，预计达到 30%以上市场份额		

2、建立省外业务团队。截至目前，标的公司在省外已建立了东北、华北等 5 个大区及北京、上海等 12 个省区办事处，建立了 130 人的省外经营团队，完成了除新疆、西藏及海南等省区外的全国省区全覆盖。

3、制定针对性的产品价格策略。标的公司在充分调研基础上，针对省外各区域市场特点，开发了省外传统渠道基础盐、品种盐及省外商超渠道小包装食盐共 13 个单品的产品体系。针对不同市场不同产品不同渠道，制定了市场零售价介于 1.1 元到 22 元区间的省外竞品、爆品及高毛利产品价格体系，以适应全国各区域、各渠道特点。

4、强化品牌宣传，积极实施品牌战略。标的公司的淮盐产品广告已经分别在央视、京沪高铁等媒体投放，并策划在各省市地方电视台播放《大清盐商》电视剧，植入品牌和产品广告。省外各分公司结合各自区域特点开展了多形式的品牌宣传，2017 年至今开展了多次全国性统一促销活动，实施合作商开发、终端

铺货以及消费者购买动销“三步走”战略，有效辅助了省外业务的拓展。

5、建立完善运营及激励制度机制。标的公司强化了责任落实，将目标任务及工作责任分解落实到具体人员，形成了较为完善的业绩评价及薪酬激励机制。同时，完善了业务流程并推行外勤信息化系统，保障省外业务高效、规范开展。

通过前述措施，2017年以来标的资产全国有效客户累计增长 415 家。其中，2018 年一季度新发展渠道客户 294 家，2018 年一季度新发展的渠道客户达到去年全年的 2.43 倍。2018 年一季度省外市场小包装食盐累计实现销售 19,347 吨，销售总量已达 2017 年全年省外销售量的 68.04%。

三、预测期内标的资产整体食盐产品销量增速的可实现性。

收益法评估下，2017 年标的资产预计实现食盐产品销量 70.23 万吨，实际食盐产品销量为 67.65 万吨（含省内、省外），销量实现率为 96.33%，基本符合预期。同时，2018 年一季度省外市场小包装食盐销售总量已达 2017 年全年省外销售量的 68.04%，高于预测增长率，预计省外食盐销售占比将持续提高，成为预测期销量增长的主要来源。

预测期苏盐连锁食盐销量增速情况具体如下：

项目/年度	2017 年 5-12 月月均 较 2017 年 1-4 月月均	2018 年 较 2017 年	2019 年 较 2018 年	2020 年 较 2019 年	2021 年 较 2020 年	2022 年 较 2021 年
销量增长率	0%	2%	5%	6%	5%	1%

标的公司对盐改后食盐市场进行了深度调研，针对江苏省内、省外市场不同特点，制定了针对性的销售目标和销售策略。标的公司制定的销售政策可行性较强，从 2017 年实际销量看，销售措施起到了应有的效果。综上，预测期内标的资产整体食盐产品销量增速的可实现性较高。

四、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为，根据标的资产 2017 年实际销售完成情况，其在江苏省内的销量和市场份额大幅下降的可能性较低，标的资产为维持省内市场份额并拓展省外市场所采取的相关措施切实可行，预测期内收益法评估下预测食盐销

量增速的可实现性较强。

反馈问题二：

1) 补充披露预测期内标的资产食盐业务销售单价和毛利率预测数据的具体预测依据。2) 结合标的资产 2017 年食盐销售单价变动趋势，补充披露预测期内标的资产食盐业务销售单价是否存在大幅下降的风险。3) 结合标的资产历史业绩情况、行业发展态势、同行业公司情况等，补充披露标的资产预测期毛利率预测数据的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露预测期内标的资产食盐业务销售单价和毛利率预测数据的具体预测依据。

苏盐连锁作为本次重组的核心资产，其估值占本次交易估值 91.49%，因此以下以苏盐连锁食盐业务为例，补充披露预测期内标的资产食盐业务销售单价和毛利率预测数据的具体预测依据，南通盐业的评估方法与苏盐连锁一致。

1、食盐业务销售单价的预测

本次收益法评估下苏盐连锁食盐产品历史及预测期销售单价数据如下：

单位：元/吨

项目/年度	2016 年	2017 年 1-4 月	2017 全年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
	报告期		预测期（其中 2017 年 1-4 月为历史数据）				
食盐销售单价	2,516.33	2,070.27	1,979.30	1,803.44	1,796.31	1,814.19	1,849.60
较上年价格变化率		-18%	-21%	-9%	-1%	1%	2%
其中：小包装食盐	4,159.34	3,675.30	3,284.36	2,980.91	2,953.97	2,981.88	3,038.31
较上年价格变化率	-	-12%	-21%	-9%	-1%	1%	2%
大包装食盐	656.27	574.95	565.55	517.22	512.05	517.17	527.51
较上年价格变化率	-	-12%	-14%	-9%	-1%	1%	2%

(1) 2017 销售单价预测依据

2017 年盐改实施后，食盐出厂、批发和零售价格放开，由企业根据生产经营成本、食盐品质、市场供求状况等因素自主确定。面对盐改后食盐市场竞争，

苏盐连锁食盐销售均价从 2016 年 2,516.33 元/吨下降到 2017 年 1-4 月 2,070.27 元/吨，下降幅度约 18%。其中小包装食盐 2017 年 1-4 月均价为 3,675.30 元/吨，较 2016 年均价 4,159.34 元/吨下降约 12%；大包装食盐 2017 年 1-4 月均价 574.95 元/吨，较 2016 年均价 656.27 元/吨下降约 12%。

2017 年为盐改的第一年，江苏省内市场新进入者主要通过低价倾销普通盐等手段抢占市场，导致食盐批发价格整体下滑。针对食盐市场的变化，苏盐连锁采取降低食盐产品销售价格和加大低价普通盐销售占比等策略，以保证现有食盐销量及食盐市场占有率，因此苏盐连锁 2017 年 1-4 月食盐产品销售均价在同品类单价下降及低价普通盐销售占比升高等因素作用下出现明显下滑。

标的公司管理层预计，2017 年至 2018 年为盐改过渡期，主要竞争对手将以普通盐为主要竞品通过价格战抢占江苏省食盐市场，因此 2017 全年食盐销售均价将在 2017 年 1-4 月基础上继续下滑至 1,979.30 元/吨。其中，盐改前毛利空间较大的小包装食盐 2017 全年销售均价将在 2017 年 1-4 月 3,675.30 元/吨基础上继续下滑至 3,284.36 元/吨，较 2016 年单价下降约 21%。大包装食盐由于毛利空间有限，预计 2017 年全年销售均价将较 2016 年下滑 14%至 565.55 元/吨。

2017 年全年实际销售单价与 2017 年预测单价不存在重大差异，具体情况如下：

单位：元/吨

各类别食盐销售单价	2017 年 预测均价	2017 年 实际平均单价	实际单价较 预测均价增幅
全部食盐均价	1,979.30	1,834.62	-7.31%
其中：小包装食盐	3,284.36	3,014.76	-8.21%
大包装食盐	565.55	572.15	1.17%

（2）2018 年销售单价预测依据

标的公司管理层认为，江苏省内食盐市场的竞争格局在 2018 年仍将持续。苏盐连锁为确保省内食盐市场份额保持 2017 全年水平，标的公司将主动调整食

盐产品结构，根据实际情况及时调整增加普通盐销售占比，并结合价格调整等措施，确保省内食盐市场份额。此举将有助于市场相对稳定后苏盐连锁开展高附加值食盐产品的销售，提升标的公司盈利水平。因此标的公司管理层预测苏盐连锁2018年食盐销售单价在2017年基础上继续下滑9%。

(3) 2019年及以后年度预测依据

由于单位食盐产品附加值不高，运输费用占食盐销售费用比重较大，竞争对手难以与标的公司食盐产品较强的成本优势相竞争。标的公司管理层预期，盐改过渡期后，竞争对手低价倾销策略势必将无法长期持续，不具有品牌、销售渠道、成本优势的食盐生产企业及批发企业将逐步退出江苏省食盐市场，实力较强的盐业企业将通过兼并重组扩大国内市场份额。同时，大型盐企将通过区域联合的方式，在重点市场加强合作，形成共赢局面以避免价格战，竞争将过渡到从产品种类、品质和品牌等方面进行差异化竞争。从国际食盐行业发展来看，在经历食盐体制改革过渡期或市场化发展之后，食盐市场均形成寡头垄断的格局。因此预期苏盐连锁未来食盐价格将在2019年继续小幅下滑，并从2020年起进入稳定期，食盐销售单价小幅回升。

2、食盐业务单位成本及毛利率的预测

本次收益法评估下苏盐连锁食盐产品历史及预测期毛利率数据如下：

单位：元/吨

项目/年度	2016年	2017全年	2018年	2019年	2020年	2021年
	报告期	预测期（其中2017年1-4月为历史数据）				
食盐销售单价	2,516.33	1,979.30	1,803.44	1,796.31	1,814.19	1,849.60
食盐采购成本	1,076.74	890.74	858.61	868.52	869.28	870.16
较上年采购价格变化率		-17%	-4%	1%	0%	0%
其中：小包装食盐	1,660.82	1,422.40	1,350.00	1,350.00	1,350.00	1,350.00
大包装食盐	414.11	314.81	320.00	320.00	320.00	320.00
毛利率	57.21%	55.00%	52.39%	51.65%	52.08%	52.95%

收益法评估下，标的公司管理层预计，苏盐连锁食盐单位采购成本将从2016年的1,076.74元/吨下降至2017年890.74元/吨，较2016年下降约17%。

2017 年盐改后，针对江苏省内食盐市场竞争对手通过低价倾销普通盐等手段抢占市场，苏盐连锁采取加大低价普通盐销售占比等策略，以保证现有食盐销量及食盐市场占有率。因此苏盐连锁 2017 年食盐产品销售结构变化将导致采购食盐中低成本普通盐占比大幅提高，平均采购单价明显下降。

盐改后，作为供应商的食盐定点生产企业为保持原有市场份额，也在 2017 年盐改后下调了食盐产品出厂价格，因此苏盐连锁同品类食盐产品的采购单价有所下降。标的公司管理层预计，经过 2017 年的调价，上游食盐定点生产企业的毛利下调空间不大，因此苏盐连锁与主要食盐产品供应商井神股份、金桥盐化、银宝盐业的食盐采购单价在 2018 年至 2021 年预测期内不会存在较大波动。

根据上述销售单价和成本的预测，标的公司管理层预计苏盐连锁食盐产品毛利将从 2016 年的 57.21% 下滑至 2019 年的 51.65%，自 2020 年起，随着食盐市场进入稳定期，盈利能力将逐步回升。

二、结合标的资产 2017 年食盐销售单价变动趋势，补充披露预测期内标的资产食盐业务销售单价是否存在大幅下降的风险。

2017 年盐改后，苏盐连锁食盐销售单价由 2016 年的 2,516.33 元/吨下降到 2017 年 1,832.39 元/吨，下降幅度约 27%。其中小包装食盐 2017 年均价为 3,236.77 元/吨，较 2016 年均价 4,159.34 元/吨下降约 22%；大包装食盐 2017 年均价 562.24 元/吨，较 2016 年均价 656.7 元/吨下降约 14%，（由于低单价的大包装食盐销量占比从 2016 年的 46.90% 上升到 2017 年的 52.51%，食盐均价由于销售结构变化其下滑幅度达到 27%，大于小包装及大包装食盐 22% 及 14% 的单价下降幅度）详见下表。

单位：元/吨

食盐销售单价	2016 年 平均单价	2017 年 预测均价	2017 年 平均单价	2017 年实际单价 较预测单价增幅
食盐	2,516.33	1,979.30	1,834.62	-7.31%
其中：小包装食盐	4,159.34	3,284.36	3,014.76	-8.21%
大包装食盐	656.27	565.55	572.15	1.17%

由上表可见，2017 年小包装食盐销售单价为 3,014.76 元/吨，大包装食盐

销售单价 572.15 元/吨，与收益法下 2017 年预测单价接近，符合标的公司管理层预期。

2017 年食盐产品销售单价下降主要系苏盐连锁针对市场竞争对手的低价倾销，为保持省内食盐市场份额，采取了降低食盐产品销售价格和加大低价普通盐销售占比等措施。标的公司管理层认为，由于单位食盐产品附加值不高，尤其是竞争对手主要销售的低价普通盐，运输费用占食盐成本比重较高，其销售价格的下降空间已非常有限。同时标的资产在江苏省内成本、品牌及渠道优势都较为明显，因此食盐销售单价在 2017 年基础上继续大幅下滑的风险较小。

同时，由于食盐单价较低，消费者对食盐价格并不敏感，盐改后食盐终端零售价格未发生较大变化。苏盐连锁通过主动调整食盐产品销售结构，增加普通盐销售占比等措施确保省内食盐市场份额，将有助于在食盐市场相对稳定后，利用渠道及品牌优势，增加高附加值的品种盐销售规模，提升食盐业务的盈利水平。因此标的资产管理层预计食盐销售单价将从 2020 年开始逐步回升。

综上所述，预测期内标的资产食盐业务销售单价持续大幅下降的风险较小。

三、结合标的资产历史业绩情况、行业发展态势、同行业公司情况等，补充披露标的资产预测期毛利率预测数据的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

1、标的资产历史业绩情况

2016 年、2017 年苏盐连锁主营业务食盐产品的毛利率情况如下：

项目	2016 年	2017 年 实际	2017 年实际较 2016 年变动率	2017 年 预测值	2017 年 预测值实现率
食盐销售单价（元）	2,516.33	1,834.62	-27%	1,979.30	N/A
食盐采购成本（元）	1,076.74	816.78	-24%	890.74	N/A
销量（吨）	639,650.81	621,842.50	-3%	646,521.80	96.18%
食盐毛利（万元）	92,082.48	63,293.38	-31%	70,377.67	89.93%
食盐毛利率	57.21%	55.48%	-3%	55.0%	100.88%

苏盐连锁食盐业务毛利率将从 2016 年的 57.21%下降至 2017 年 55.48%，

略高于收益法评估下 2017 年预测毛利率 55%。苏盐连锁 2017 年食盐毛利率较 2016 年下降的主要原因包括盐改后食盐市场竞争导致同品类食盐销售单价下滑、低价普通盐销售占比上升等原因导致食盐平均销售价格下降。

2017 年苏盐连锁实现食盐业务毛利 63,293.38 万元，完成了收益法评估下 2017 年预测毛利 70,377.67 万元的 89.93%。其中，小包装食盐实现毛利 56,919.46 万元，实现预测毛利 62,596.08 万元的 90.93%，大包装食盐实现毛利 6,373.92 万元，实现预测毛利 7,781.57 万元的 81.91%。

标的资产 2018 年一季度江苏省外市场小包装食盐累计实现销售约 19,347.13 吨，全年预计销售 10-15 万吨。标的公司管理层预计，随着标的资产省外市场渠道的逐步完善，品牌战略的实施，以及与全国大型商超的深入合作，预测期食盐毛利率的预测数据具有可实现性。

2、同行业公司情况

标的公司管理层选取云南能投（002053）、湖南盐业（600929）、及中国盐业集团有限公司三家企业作为可比公司，分别对其食盐业务毛利率进行分析：

毛利率	2016 年	2017 年	下降百分点
云南能投（含生产及销售业务）	79.28%	67.19%	-12.09
湖南盐业（含生产及销售业务）	72.17%	59.92%	-12.25
中国盐业集团有限公司（仅销售业务）	55.10%	49.67%	-5.43

注：可比公司数据来自公告披露文件，下同。

云南能投食盐业务毛利率由生产及销售两部分组成，2017 全年毛利率 67.19%，较 2016 年下降了 12.09 个百分点。其中 2017 年 1-6 月食盐业务综合毛利率为 65.84%，较 2016 年下降了 13.44 个百分点，2017 年 7-12 月食盐业务综合毛利率为 68.23%，较 2017 年上半年上升了 2.39 个百分点。

湖南盐业食盐业务毛利率由生产及销售两部分组成，2017 全年毛利率 59.92%，较 2016 年下降了 12.25 个百分点。其中 2017 年 1-6 月食盐业务综合

毛利率为 61.42%，较 2016 年下降了 10.75 个百分点，2017 年 7-12 月食盐综合毛利率为 58.59%，较 2017 年上半年下降了 2.83 个百分点，虽然毛利率仍在下滑，但下滑态势有所缓和。

中国盐业集团有限公司食盐专营业务为食盐销售，不包含食盐生产，与标的资产主营业务相同。中盐总公司 2017 年食盐业务综合毛利率为 49.67%，较 2016 年下降了 5.43 个百分点。

本次交易预测标的资产食盐综合毛利率在 2017-2019 年期间减速下滑，分别为 55%、52.39%、51.65%，与同行业公司毛利率及变动趋势不存在重大差异。参照云南能投、湖南盐业等同行业公司的食盐业务毛利率变动趋势，可以预见综合实力较强的大型产销一体食盐企业，在渠道、品牌、成本等方面优势明显。标的资产作为华东地区食盐批发销售盐企龙头，2017-2020 年预测期毛利率预测数据具有可实现性。

3、行业发展态势

国务院《食盐专营办法》规定，国家实行食盐专营管理。除食盐定点生产企业、食盐定点批发企业外，其他各类商贸流通企业不得批发销售食盐。因此，食盐行业竞争企业只能是具有定点生产和批发资质的企业。

盐改以来，全国食盐市场出现了通过低价倾销、打价格战等手段跨区域抢占市场，提高市场份额的情况。标的公司管理层认为，2018 年盐改过渡期结束前，全国食盐市场的竞争局面仍将持续，但对于不具有品牌、渠道、成本、资金优势的食盐企业，低价倾销等策略无法长期持续。2019 年盐改过渡期结束后，综合实力较弱的食盐企业将面临停产或出售，而实力较强的盐业企业将通过兼并重组扩大国内市场份额。同时大型盐企将通过区域联合的方式加强合作，避免价格战，在重点市场形成共赢局面。

参照国际食盐行业发展历程，在经历食盐体制改革或市场化发展之后，竞争盐企最终通过重组兼并、企业退出等方式形成几大优势盐业集团并存的寡头垄断格局。因此预期标的资产食盐销售价格及毛利率将从 2020 年起进入稳定期，标的资产盈利能力将逐步回升。

综上，结合标的资产历史业绩情况、同行业公司情况、行业发展态势等，标的资产预测期毛利率预测数据具有可实现性。

四、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为，收益法评估中标的资产食盐业务销售单价及毛利率预测依据、主要假设、预测过程符合标的资产盐改后历史数据及预测期已实现数据的变动趋势，标的资产在 2017 年食盐实际销售单价基础上继续大幅下降的风险较小，标的资产预测期毛利率预测数据可实现性较强。

反馈问题三：

请你公司补充披露：1) 在投资性房地产收益法评估中，对已有租约的投资性房地产，不考虑租赁期结束后的空置期的合理性。2) 对尚未有租约的投资性房地产，以半个月的租金作为损失金额的预测依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、在投资性房地产收益法评估中，对已有租约的投资性房地产，不考虑租赁期结束后的空置期的合理性

投资性房地产的收益法评估中，对有租约的投资性房地产在租约期内不考虑空置期。租赁期结束后，考虑到租赁期满后物业招租存在时间周期，空置期按平均每年约半个月进行测算，按照审慎性原则，统一按照每年空置率 5%进行租金扣除。

二、对尚未有租约的投资性房地产，以半个月的租金作为损失金额的预测依据及合理性。

对尚未有租约的投资性房地产，结合委评房产的区域因素、个别因素等情况，空置期按平均每年约半个月进行测算，按照审慎性原则，统一按照每年空置率 5%进行租金扣除，主要预测依据如下：

（一）纳入收益法评估范围的投资性房地产区域因素和特征

1、委评房产所在区域商业较为成熟，租赁需求较大

纳入收益法评估范围的投资性房地产主要为办公、商业及仓储用房，因委评房产的分布较为分散，现于三种类型中各选取一处估值较高的代表性房产对其所处区域环境进行说明如下：

（1）仓储用房：南浩街 31 号仓库及业务用房位于苏州市市区，靠近干将西路，紧临南浩街，道路网络密集；公交线路较多，距广济南路、养育巷地铁站不足一公里，公共交通便利；处于生活住宅区，人流量较大。

（2）办公用楼：金坛盐业大厦所在区域位于常州市金坛区城区中部。有金坛 102 路、金坛 103 路、金坛 105 路、金坛 106 路、金坛 107 路、金坛 108 路、金坛 109 路、金坛 112 路、金坛 118 路等多条公交线路经过，交通便捷程度较优。所在区域商服繁华程度较高，区域商业网点主要沿横街东路、北环西路两侧及沿河西路西侧分布。

（3）商业用楼：溧阳市平陵三层门面房位于溧阳市老城区，距溧阳市市中心道路交通距离较近，区域位置较优。所在区域有 10 路、12 路、20 路、29 路、35 路等多条公交线路经过，公交状况较优，交通便捷度较优。所在区域商服繁华程度较高，区域商业网点主要沿平陵中路、南大街两侧分布，商业类型以中小型零售商业、购物中心为主。

综上，纳入收益法评估范围的投资性房地产所在区域交通便利，商业环境良好，租赁需求较高，空置概率较低。

2、租赁合同期限较长，租户变更频率低

由于纳入收益法评估范围的投资性房地产的用途主要为办公、商业及仓储，租户考虑到变更成本，通常签订中长期的租赁合同。以现有租赁合同为例，期限在 3 年以上的租约涉及的面积占总出租面积的比例达到 88.84%。

单位：m²

合同期限	1-2 年	3-5 年	6-10 年	10 年以上
面积	3,994.02	18,364.52	4,080.44	9,340.00

面积占比	11.16%	51.33%	11.40%	26.10%
------	--------	--------	--------	--------

由于委评房产的平均租赁合同期限较长，租户变更的频率较低，出现招租周期的时间较少，所以整体空置率较低。

（二）空置率取值与可比案例无重大差异

参考其他对房产采用收益法进行评估的重组案例可知，本次评估的空置率取值与可比案例无重大差异，取值合理。

重组项目	评估基准日	空置率	空置率取值依据
西安民生收购供销大集控股 100%股权	2015 年 6 月 30 日	空置率 4%	根据周边同类物业市场出租空置情况确定
兰州民百收购杭州环北 100%股权	2016 年 6 月 30 日	空置率：2%	参考委估房产实际出租状况及发展预期
大洲兴业收购亚中物流 100%股权	2015 年 12 月 31 日	空置率：2016 年为 8%，2017 年及以后为 3%	参考委估房产历史出租情况及发展预期
自仪股份收购临港投资 100%股权	2014 年 12 月 31 日	空置率：5%	选取行业相关分析资料结合委评房产自身特点经综合分析后得出
南京新百收购兴宁实业 100%股权、瑞和商贸 100%股权	2014 年 10 月 31 日	空置率：5%	根据委评房产的具体情况确定
市北高新收购市北发展和泛业投资 100%股权	2014 年 4 月 30 日	空 置 率 ： 2015-2018 年分别为 40%、20%、10%、5%	考虑项目的招商进度，以及开发利用程度，合理渐进

综上，本次评估空置率系评估人员根据市场调查和分析，结合委评房产的区域因素、个别因素等情况予以确定，本次评估空置率的取值处于合理范围。

三、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为，本次评估对租约期外和尚无租约的房地产，结合委评房产的区域因素、个别因素等情况，空置期按平均每年约半个月进行测算，按照审慎性原则，统一按照每年空置率 5%进行租金扣除具有合理性。

（本页无正文，为《上海立信资产评估有限公司关于〈中国证监会行政许可项目
审查二次反馈意见通知书〉之反馈意见回复》的签字盖章页）

法定代表人（或授权代表）：

杨伟墩

经办资产评估师：

袁一南

徐太鸿

侍志华

上海立信资产评估有限公司

年 月 日