关于上海证券交易所《关于对中房置业股份有限公司重大资产重组草案的审核意见函》资产评估相关问题之回复

上海证券交易所：

中房置业股份有限公司（以下简称“中房股份”）于 2020 年 3 月 30 日收到上海证券交易所（以下简称“上交所”）《关于对中房置业股份有限公司重大资产重组草案的审核意见函》（上证公函【2020】0285 号，以下简称“《问询函》”）。根据《问询函》的相关要求，公司及相关中介机构对有关问题进行了积极认真的核查、就资产评估相关问题回复如下：

1.（原问题第 4 题）关于诉讼事项。草案显示，美国联邦大陪审团已向忠旺集团间接控股股东中国忠旺及实际控制人刘忠田就包括逃避关税在内的事项提起诉讼。请公司补充说明，本次评估中是否充分考虑上述诉讼可能存在造成不利影响，如有，请充分提示风险。请财务顾问和评估师发表意见。

(1)本次评估中是否充分考虑上述诉讼可能存在造成不利影响

答复：

众华评估在对忠旺集团进行评估时，重点关注了上述诉讼及其对忠旺集团本次评估的影响，经核查：

首先，根据美国联邦大陪审团之起诉书，海外诉讼的被告主体为刘忠田先生以及中国忠旺，作为本次评估标的的忠旺集团并非被告主体；

其次，报告期及评估预测期内，忠旺集团以境内销售为主，海外业务销售占比较低，上述海外诉讼预计不会对忠旺集团的业绩和持续经营能力造成重大不利影响。

综上，众华评估在本次评估过程中已考虑上述诉讼及其影响，并在评估报告中进行了风险提示。

(2)评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：

1)截至本回复出具日，美国诉讼尚未有最终结论，未对本次交易构成实质性影响。忠旺集团报告期内以境内业务为主，该诉讼事项预期不会对忠旺集团的持续经营能力产生重大不利影响；

2)众华评估在本次评估过程中已关注上述诉讼及其影响，并在评估报告中进行了风险提示。

2.（原问题第 7 题）草案显示，本次交易中，标的公司以收益法评估结果

为定价基础，最终作价为 305 亿元，评估增值率为 13.89%，交易对方忠旺精制承诺标的公司在 2020 年度、2021 年度、2022 年度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 20 亿元、28 亿元和 32 亿元。相关公告显示，前次重组中，标的公司采用收益法评估，最终作价 282 亿元，评估增值率为 51%，忠旺精制承诺标的公司在 2016 年-2019 年分别实现扣非后归母净利润不低于 28 亿元、35 亿元、42 亿元和 48 亿元。此外，港交所上市公司中国忠旺为忠旺集团的间接控股股东，公司股价处于破净状态，目前市值约为 115 亿元，与本次忠旺集团估值差距较大。请公司补充说明：(1)结合标的公司历次估值情况、经营情况、业务板块调整和行业发展前景、竞争格局等，说明在本次交易中，相关方上调标的公司估值并下调标的公司业绩承诺的主要考虑以及合理性；(2)说明本次交易中，忠旺集团估值与中国忠旺总市值差异较大的合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

(1)结合标的公司历次估值情况、经营情况、业务板块调整和行业发展前景、竞争格局等，说明在本次交易中，相关方上调标的公司估值并下调标的公司业绩承诺的主要考虑以及合理性

答复：

前次重组中，中联资产评估集团有限公司于 2016 年 8 月 19 日出具《中房置业股份有限公司拟以重大资产置换和发行股份方式收购辽宁忠旺精制投资有限公司持有的辽宁忠旺集团有限公司股权项目资产评估报告》（中联评报字[2016]第 1399 号），以 2016 年 3 月 31 日为评估基准日，根据收益法评估，忠旺集团合并报表归属于母公司净资产账面价值 1,873,504.99 万元，评估值为 2,822,525.94 万元，评估增值 949,020.95 万元，增值率为 50.65%。

本次交易中，众华评估出具的《资产评估报告》（众华评报字(2020)第 11 号），以 2019 年 10 月 31 日为评估基准日，根据收益法评估结果，忠旺集团合并报表归属于母公司所有者权益为 2,680,617.10 万元，评估值为 3,052,892.23 万元，较经审计账面净资产增值 372,275.13 万元，增值率为 13.89%。

两次评估结果的差异情况参见下表：

单位：万元

评估基准日	2016.3.31	2019.10.31
归属于母公司所有者权益账面值	1,873,504.99	2,680,617.10
评估结论	**2,822,525.94**	**3,052,892.23**
评估增值	949,020.95	372,275.13
评估增值率	50.65%	13.89%

两次评估过程中涉及的主要项目差异情况参见下表：

单位：万元

项目	序号	2019.10.31	2016.3.31	差异
企业价值	A	4,560,141.95	5,198,500.06	-638,358.11
付息债务价值	B	1,507,067.39	2,375,974.12	-868,906.73
少数股东权益	C	182.33	-	182.33
评估结果	D=A-B-C	3,052,892.23	2,822,525.94	230,366.29

依据上表，本次交易评估过程中企业价值较前次评估减少 63.84 亿元使得评估结果降低，但付息债务价值较前次评估减少 86.89 亿元使得评估结果上升，二者互相抵消并综合考虑少数股东权益价值后，本次交易评估结果较前次重组评估结果增加约 23.04 亿元。两次评估过程中，付息债务价值及企业价值变化的原因分析如下：

1)本次交易评估过程中有息负债变化原因分析

前后两次评估过程中，评估基准日的付息债务变动情况如下：

单位：万元

项目	**2019.10.31**	**2016.3.31**	**差异**
流动有息负债	1,272,490.28	1,267,378.64	5,111.64
非流动有息负债	234,577.12	1,108,595.48	-874,018.36
有息负债合计	**1,507,067.40**	**2,375,974.12**	-868,906.72

2019 年 10 月 31 日付息债务价值较 2016 年 3 月 31 日减少约 86.89 亿元，主要是忠旺集团已偿还前次重组评估基准日付息债务中包含的应付债券约 74 亿元使企业非流动有息负债大幅下降所致。

2)本次交易评估过程中企业价值变化原因分析

A.盈利预测变化分析

前后两次评估过程中，忠旺集团各业务板块盈利预测情况如下：

单位：万元

预测期间	**2019 年 11-12 月**	**2020 年**	**2021 年**	**2022 年**
评估基准日-2019 年 10 月 31 日				
收入	**324,786**	**1,610,344**	**1,819,213**	**1,980,174**
其中，主要产品收入：				
工业铝挤压产品	101,154	615,232	753,532	826,231
铝模板销售业务	94,220	629,172	766,804	843,484
铝模板租赁	26,778	118,615	135,952	144,069
建筑铝挤压产品	1,142	2,282	2,282	2,282
净利润	**18,853**	**191,208**	**276,051**	**316,104**
评估基准日-2016 年 3 月 31 日				

预测期间	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年
收入	**1,434,457**	**1,961,027**	**2,195,988**	**2,447,106**
其中，主要产品收入：				
工业铝挤压产品	1,283,210	1,785,208	2,035,683	2,306,918
铝模板销售业务	68,376	97,435	97,192	92,332
建筑铝挤压产品	81,464	76,508	61,237	45,980
净利润	**229,202**	**346,362**	**417,009**	**475,702**

依据上表，前后两次评估过程中，忠旺集团已由单一工业铝挤压产品为主的产品结构转变为铝合金模板与工业铝挤压并重的产品结构，产品结构发生了显著变化。报告期内，忠旺集团于 2016 年推出铝合金模板业务，后续随着市场需求带动下，忠旺集团铝合金模板业务规模不断扩大，在本次交易评估基准日，铝合金模板已成为忠旺集团的核心产品。

相较前次重组之收益预测，本次交易评估过程中未来收益预测较以前年度出现一定幅度的下降，主要系：

a.铝合金模板业务由单一销售向租售结合转变

自 2016 年以来，忠旺集团产品结构发生显著变化，铝合金模板已成为核心产品，营业收入及净利润规模随着铝合金模板销售业务的发展呈逐年增长趋势。

随着忠旺集团铝合金模板业务的快速发展，忠旺集团对铝合金模板行业的认识及终端客户需求的理解逐步加深，结合现有市场保有量及产品可重复使用的特性，忠旺集团判断未来终端客户的需求将逐步向购买及租赁相结合的方向发展。加之租赁业务的毛利率水平更高，长期而言将更有利于提高忠旺集团整体的盈利水平。基于上述考虑，忠旺集团预期铝合金模板租赁市场的前景将更加广阔，因此于 2018 年 10 月成立辽阳忠旺铝模板租赁有限公司，专门从事铝合金模板租赁业务。经过 2018 年底的初步试水，2019 年 1 至 10 月，忠旺集团的铝合金模板租赁业务发展迅速，已实现了 4.30 亿元的租赁收入。

根据租赁相关会计准则，租赁业务按照租赁期间分期确认收入，与销售业务一次性确认收入的方式有所不同。因此，忠旺集团将铝合金模板业务由单一销售向租售结合转变，将一定程度上减少当期确认的收入金额但增加未来收入确认的持续性与稳定性。此外，为开展租赁业务，忠旺集团自持一定数量的铝合金模板用于租赁业务，相应减少了可供出售的数量。综上所述，因业务模式转变所引致的收入确认方式的变化等原因，使忠旺集团未来一定期间的收益预测较以前年度出现一定幅度的下降。

b.新冠疫情影响

2020 年初，我国出现新冠肺炎疫情，国内部分企业受疫情影响推迟复工。截至目前，相关疫情仍未完全平息，将持续对国内外经济形势产生影响，并可能

导致下游相关行业对忠旺集团铝挤压产品的需求发生变动。

基于上述考虑，在本次交易的收益法评估过程中，评估机构及忠旺集团结合新冠肺炎疫情可能对 2020 年度整体市场环境的影响进行了审慎预测，在 2019 年度的基础上下调了相关产品的收入预期。主要产品销售预测变动分析如下：

工业铝型材：2019 年工业铝型材销量 29.21 万吨，受新冠疫情影响预计 2020 年销量约 23.75 万吨，预计下降幅度达 19%。预测 2021 年开始工业铝型材销量将逐渐回复到疫情前的销售水平。

铝合金模板销售：2019 年铝模板销量 22.15 万吨，受疫情影响预计 2020 年销量 16.61 万吨，预计下降幅度达 25%，预测 2021 年开始将逐渐回复到疫情前的销售水平。

铝合金模板租赁：忠旺集团于 2019 年开始着力发展铝模板租赁业务，2019 年铝合金模板租赁数量约 10 万吨。据安泰科《中国铝模板生产及市场研究报告》显示，2019 年国内铝合金模板占整个模板市场约 25%的份额，到 2024 年这一比例预计将达到约 56%，铝模板租赁市场前景广阔。但受疫情影响，预期忠旺集团 2020 年铝模板租赁数量将与 2019 年持平，同时预测中也考虑了因疫情免收客户 1 个月租金的影响。2021 年及以后年度，预测忠旺集团铝合金模板租赁数量将每年增长 10%。

B.折现率变化分析

前后两次评估过程中，采用的折现率情况对比如下：

评估基准日	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	永续期
2016 年 3 月 31 日	12.42%	12.63%	13.09%	13.20%	13.20%	13.20%
2019 年 10 月 31 日	12.28%	12.30%	12.31%	12.31%	12.31%	12.31%

依据上表，前后两次评估采用的折现率自第三年开始出现部分差异，但差异较小。

近年来国内同行业或相近行业的并购重组标的资产评估折现率取值情况参见下表：

序号	上市公司	标的公司	评估基准日	折现率
1	新界泵业	天山铝业	2018.12.31	10.43%
2	中国铝业	包头铝业	2017.12.31	12.18%
3	中国铝业	中铝山东	2017.12.31	12.47%
4	中国铝业	中铝矿业	2017.12.31	11.82%
5	中国铝业	中州铝业	2017.12.31	11.42%
6	鼎胜新材	联晟新能源材料	2019.5.31	10.38%
7	露天煤业	霍煤鸿骏	2018.2.28	10.08%
平均值				11.25%

依据上表，近年来国内同行业或相近行业可比交易案例的折现率平均值为11.25%。本次交易评估过程中采用的折现率为 12.28%～12.31%，均高于行业平均值，因此本次交易评估采用的折现率在合理且谨慎的范围内，具有合理性。

C.企业价值变化原因分析

综上所述，鉴于：a.2019 年开始，忠旺集团铝合金模板业务模式由单一销售转变为租售结合，当期收入规模出现一定幅度下降；b.除铝合金模板业务模式调整外，2020 年初受新冠疫情影响，评估机构及忠旺集团出于谨慎性原则在 2019 年的基础上下调了相关产品的收入预期；c.评估机构根据本次交易基准日的国债收益率、行业风险、企业自有风险等因素测算确定了本次评估的折现率。综合前述因素影响，本次交易评估的企业价值较前次评估减少约 63.84 亿元。

3)本次评估业绩预测下降但评估值上升的原因分析

依据评估过程中权益价值的确定方法：归属于母公司所有者权益价值=企业整体资产价值-付息债务价值-少数股东权益

相较前次重组之评估，本次交易评估过程中，忠旺集团受铝合金模板业务模式调整、新冠疫情等因素的影响，企业整体资产价值较前次评估减少约 63.84 亿元；同时，本次交易评估中的付息债务价值较前次评估减少约 86.89 亿元。由于本次交易评估基准日的付息债务价值较前次评估基准日减少幅度更大，因此虽然本次评估中的业绩预测较前次评估有所下降，本次交易的评估值仍高于前次评估值。

此外，本次交易中，采用收益法评估的忠旺集团所有者权益评估价值 3,052,892.23 万元，采用资产基础法评估的忠旺集团所有者权益评估价值 3,009,719.53 万元，收益法评估结果与资产基础法评估结果差异 43,172.70 万元，差异率 1.43%，差异较小。

综上所述，本次交易中，虽然忠旺集团的业绩预测有所下调，但由于付息债务价值减少幅度更大，因此使本次交易的评估值出现增加。此外，本次评估中收益法评估结果与资产基础法评估结果差异率仅为 1.43%，因此本次评估结果具备合理性。

(2)忠旺集团估值与中国忠旺总市值差异较大的合理性

答复：

截至 2020 年 3 月 31 日，中国忠旺收盘价 2.04 港元/股，总市值 111 亿港元，对应市盈率为 3.3 倍，市净率为 0.29 倍。自 2019 年 4 月 1 日以来，近一年中国忠旺股价呈现出一定的波动，最低价 2.04 港元/股，最高价 4.51 港元/股。

截至 2020 年 4 月 3 日，依据 Wind 资讯对中国忠旺及其同业比较的分类与统计，A 股、港股相关可比上市公司的估值情况参见下表：

代码	公司名称	市值（亿港元/亿元）	市盈率(倍)	市净率(倍)
香港上市公司				
1333.HK	中国忠旺	111.17	3.30	0.29
0486.HK	俄铝	349.79	5.10	0.73
1378.HK	中国宏桥	282.84	4.16	0.40
2600.HK	中国铝业	237.33	36.69	0.42
0098.HK	兴发铝业	26.21	3.87	0.77
行业中位数		**237.33**	**4.16**	**0.42**
行业均值		**201.47**	**10.62**	**0.52**
A 股上市公司				
601600.SH	中国铝业	491.96	57.81	1.00
600219.SH	南山铝业	247.37	18.96	0.63
600673.SH	东阳光	215.49	19.37	3.11
000807.SZ	云铝股份	119.50	24.13	1.09
000933.SZ	神火股份	77.73	3.15	0.91
601677.SH	明泰铝业	62.92	7.84	0.90
002082.SZ	万邦德	62.44	35.64	3.99
300328.SZ	宜安科技	61.17	56.17	4.84
603876.SH	鼎胜新材	58.19	20.11	1.55
002540.SZ	亚太科技	55.90	15.32	1.25
600888.SH	新疆众和	43.80	31.17	0.99
000612.SZ	焦作万方	43.16	40.47	1.00
603115.SH	海星股份	35.82	25.66	2.87
600595.SH	*ST 中孚	35.50	-1.52	1.15
002160.SZ	常铝股份	35.16	158.35	1.17
002578.SZ	闽发铝业	33.69	67.74	2.39
601388.SH	怡球资源	33.42	50.2	1.26
603978.SH	深圳新星	32.22	26.98	2.17
002379.SZ	宏创控股	31.22	9.62	1.97
002824.SZ	和胜股份	29.21	1,457.45	3.80
300337.SZ	银邦股份	27.37	171.63	1.97
603937.SH	丽岛新材	21.95	18.33	1.57
002501.SZ	*ST 利源	16.40	-0.38	0.59
600768.SH	宁波富邦	13.29	11.91	5.92
行业中位数		**39.49**	**24.90**	**1.41**
行业均值		**78.54**	**96.92**	**2.00**

注 1：数据来源为截至 2020 年 4 月 3 日的 Wind 资讯

依据上表，港股可比公司中，除中国铝业外，中国忠旺市盈率水平与其他香港可比公司相比不存在重大差异。相较于 A 股可比上市公司估值水平，港股可比

上市公司的整体估值处于较低水平。铝行业香港可比上市公司市盈率中位数及平均值分别为 4.16 倍与 10.62 倍，市净率中位数及平均值分别为 0.42 倍与 0.52 倍；A 股铝业相关上市公司市盈率中位数及平均值分别为 24.90 倍与 96.92 倍，市净率中位数及平均值分别为 1.41 倍与 2.00 倍。香港可比上市公司的估值水平显著低于 A 股同行业的估值水平，主要系不同市场投资者对于行业偏好不同导致行业股价被低估所致。

本次交易中，忠旺集团截至评估基准日 2019 年 10 月 31 日的动态市盈率为 15.96 倍、市净率为 1.09 倍，与中国忠旺的市值差异主要源于两地市场投资者行业偏好不同，未合理地反映忠旺集团业务的价值所致。

(3)评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：

1)忠旺集团 2019 年预期实现业绩较前次重组业绩预测存在一定差异，主要系前次重组与本次交易评估时，忠旺集团的产品结构发生了显著变化，铝合金模板业务已成为核心业务。此外，随着我国铝合金模板业务的快速发展，为顺应市场需求变化并促进铝合金模板业务长期稳定发展，忠旺集团铝合金模板业务由单一销售转变为租售结合。前述因素的综合影响导致忠旺集团 2019 年度经营业绩出现一定幅度下降，与前次重组中 2019 年的业绩承诺产生了差异。

2)本次交易中，虽然忠旺集团的业绩预测有所下调，但由于付息债务价值下降幅度更大，因此使本次交易的评估值出现上调。此外，本次评估中收益法评估结果与资产基础法评估结果差异率仅为 1.43%，因此本次评估结果具备合理性。

3)本次交易中，忠旺集团截至评估基准日 2019 年 10 月 31 日的动态市盈率为 15.96 倍、市净率为 1.09 倍，与中国忠旺的市值差异主要源于两地市场投资者行业偏好不同，未合理地反映忠旺集团业务的价值所致。

3.（原问题第 8 题）草案显示，标的公司于 2019 年 10 月末对忠旺精制计提应付股利 60 亿元，截至报告期末，公司货币资金余额仅 76.39 亿元。同时，公司预计后续还需要对盘锦忠旺年产 80 万吨铝挤压型材及加工项目，及营口忠旺年产 60 万吨高强度、大截面工业铝挤压产品项目等项目进行重大资本支出。请公司补充说明：(1)上述利润分配是否会影响标的公司的营运资金，从而对标的公司未来业绩及估值产生影响；(2)本次交易如何考虑上述因素对估值的影响。请财务顾问和评估师发表意见。

(1)利润分配对标的公司营运资金、未来业绩及估值的影响

答复：

除本次利润分配外，忠旺集团分别筹划并实施了国家军民融合基金增资入股及营口忠旺铝材料的对外出售事宜，忠旺集团因前述事项已合计产生共计 53.80 亿元的现金流入。因此，结合本次利润分配产生的 60 亿元现金流出，前述事项

对忠旺集团的现金流量净影响约为6亿元的现金流出。截至2019年10月31日，忠旺集团账面货币资金为76.39亿元，其中非受限货币资金为49.07亿元，若扣除国家军民融合基金的10亿元增资，忠旺集团非受限货币资金约为39.07亿元，因此本次利润分配等前述事项的净现金流影响对忠旺集团的货币资金及营运资金影响较小，对忠旺集团的未来业绩及估值不构成重大影响。

(2)利润分配对本次估值的影响

答复：

截至2019年10月31日，忠旺集团已计提对忠旺精制的应付股利60亿元，在本次评估的收益法评估过程中，已将该利润分配作为非经营负债减少企业整体资产价值。

(3)评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：忠旺集团本次评估基准日后进行大额现金分红系为满足股东忠旺精制其他业务的资金需要。鉴于：1)截至2019年10月末，忠旺集团在手货币资金较为充裕，且考虑国家军民融合基金增资入股及营口忠旺铝材料的剥离产生的现金流入后，本次60亿元的利润分配对忠旺集团的现金流净影响约为6亿元，净影响相对较小；2)忠旺集团于报告期内为进一步扩大生产经营规模，资本性支出金额较大，未来随着部分重要项目的陆续建成投产，预计未来资本性支出金额将呈下降趋势；3)除正常生产经营外，忠旺集团正在筹划发行公司债券等其他融资事项，若顺利完成，将进一步提升忠旺集团的资金水平。因此，忠旺集团将报告期内实现的约140亿元归属于母公司股东净利润中的60亿元进行利润分配不会对忠旺集团的营运资金、未来业绩产生重大不利影响。此外，本次交易评估机构已在评估过程中考虑了该次现金分红的影响。

4.（原问题第9题）草案显示，2020年2月26日，忠旺集团与伊电有色签署转让协议，转让营口忠旺铝材料100%股权，交易作价46亿元，营口忠旺铝材料主要从事电解铝业务。截至报告书签署日，相关股权转让价款已经支付完毕。请公司补充说明：(1)本次交易如何考虑上述因素对估值的影响。请财务顾问和评估师发表意见。

(1)本次交易如何考虑上述因素对估值的影响

答复：

1)收益法评估

根据忠旺铝业与伊电有色于2020年2月26日签署的《营口忠旺铝材料有限公司之股权转让协议》中约定，营口忠旺铝材料股权转让价款为46亿元、过渡期间（2019年6月30日至股权交割日）营口忠旺铝材料的损益由忠旺铝业承担承担。因此，收益法评估过程中：A.约定的46亿元股权转让价款作为忠旺集团的长期股权投资-营口忠旺铝材料评估值；B.评估基准日至股权交割日期间（2019

年 11 月-2020 年 2 月），因营口忠旺铝材料的损益仍由忠旺铝业承担，故该时间区间内营口忠旺铝材料的经营损益仍纳入忠旺集团进行收入、成本、利润的预测；C.股权交割日至后续预测期间（2020 年 3 月及后续预测区间），因已完成交割，故股权交割日后营口忠旺铝材料的经营损益不再纳入忠旺集团进行收益法预测。

2)资产基础法评估

根据忠旺铝业与伊电有色于 2020 年 3 月 3 日签署的《<营口忠旺铝材料有限公司之股权转让协议>之补充协议》中确认，过渡期间（2019 年 6 月 30 日至股权交割日）营口忠旺铝材料亏损 2.2 亿元，伊电有色向忠旺铝业实际支付 43.8 亿元股权转让价款且已支付完毕。因此，资产基础法评估过程中，以实际收到的 43.8 亿元股权转让价款作为忠旺铝业的长期股权投资-营口忠旺铝材料评估值。

综上，本次收益法评估和资产基础法评估过程中均已充分考虑营口忠旺铝材料股权出售事宜对估值的影响。

(2)评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：

本次收益法评估和资产基础法评估过程中均已充分考虑营口忠旺铝材料股权出售事宜对估值的影响。

（本页无正文，系《辽宁众华资产评估有限公司关于<关于对中房置业股份有限公司重大资产重组草案的审核意见函（上证公函【2020】0285号）>的回复》之签章页）

经办资产评估师：

孙晓莉

解文政

辽宁众华资产评估有限公司

2020 年 4 月 14 日