

北京卓信大华资产评估有限公司关于
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》
[221338 号]资产评估相关问题回复之核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2022 年 6 月 30 日下发的中国证券监督管理委员会[221338]号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（以下简称“《反馈意见》”），北京卓信大华资产评估有限公司评估项目组对贵会《反馈意见》提出的与评估相关的问题进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本核查意见。

如无特别说明，本回复所述的词语或简称与重组报告书中所定义的词语或简称具有相同的含义；本回复所引用的财务数据和财务指标，指合并报表口径的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。

本回复中部分合计数与各明细数之和在尾数上如有差异，均为四舍五入原因造成。

问题 5：申请文件显示，玉象胡杨和新疆金象存在机器设备抵押、房地产抵押、应收票据质押、货币资金受限等情形。请你公司补充披露：1）上述抵押、质押担保对应的主债务情况，包括但不限于担保债务总金额、债务履行情况、剩余债务金额、担保责任到期日、解除安排及进展（如有），相关事项是否在评估中予以考虑。2）标的资产是否存在偿债风险，本次交易完成后上市公司资产权属会否存在重大不确定性。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、抵押、质押担保对应的主债务情况，包括但不限于担保债务总金额、债务履行情况、剩余债务金额、担保责任到期日、解除安排及进展（如有），相关事项是否在评估中予以考虑

（一）抵押、质押担保对应的主债务情况，包括但不限于担保债务总金额、债务履行情况、剩余债务金额、担保责任到期日、解除安排及进展（如有）

根据标的公司提供的借款合同、资产池业务合作协议、机器设备抵押合同、转账凭证及《审计报告》等，截至本回复出具之日，标的公司及其子公司的抵押、质押担保对应的主债务情况如下表所示：

序号	抵、质押合同名称	抵押物/质物	抵押人、出质人/借款人	担保权人/出借人	担保债务总金额(万元)	债务履行情况	剩余债务金额(万元)	担保责任到期日	解除安排及进展
1	机器设备抵押合同	机器设备	玉象胡杨	中国进出口银行喀什分行	10,000.00	履行完毕	无	主债务履行期限届满之日起六个月；主债务到期日为 2022 年 7 月 9 日	已于 2022 年 7 月 8 日解除
2	机器设备抵押合同	机器设备		中国进出口银行喀什分行	18,000.00	履行中	18,000.00	主债务履行期限届满之日起六个月；主债务到期	正常履行过程中，拟通过按期偿还

序号	抵、质押合同名称	抵押物/质物	抵押人、出质人/借款人	担保人/出借人	担保债务总金额(万元)	债务履行情况	剩余债务金额(万元)	担保责任到期日	解除安排及进展
								日为 2023 年 8 月 9 日	债务解除抵押
3	资产池质押担保合同	电子商业汇票等		浙商银行股份有限公司成都分行	50,000.00	履行中	1,340.49	2022 年 12 月 29 日	正常履行过程中, 拟通过按期偿还债务解除质押
4	票据池业务最高额质押合同	银行承兑汇票等	新疆金象	招商银行股份有限公司乌鲁木齐分行	20,000.00	履行中	204.09	《票据池业务授信协议》项下诉讼时效届满之日; 《票据池业务授信协议》项下借款到期日为 2024 年 3 月 11 日	正常履行过程中, 拟通过按期偿还债务解除质押
5	抵押合同	厂房		交通银行股份有限公司	1,540 万美元	履行中	1,480 万美元	主债务的履行期限届满之日后三年; 主债务的到期日为 2023 年 3 月 22 日	正常履行过程中, 拟通过按期偿还债务解除抵押

(二) 相关事项已在评估中予以考虑

本次评估过程中已考虑上述事项, 且根据企业国有资产评估报告指南(中评协[2017]42号)第二十三条之“(六)担保、租赁及其或有负债(或有资产)等事项的性质、金额及与评估对象的关系”, 对上述资产抵押、质押等情形在评估报告中进行了特别事项的披露。上述事项对评估结果不存在实质性影响。

上述抵押、质押资产的评估情况具体参见问题十六回复之“三、逐项披露本次评估是否考虑机器设备抵押、房地产抵押、应收票据质押、货币资金受限等事项，以及上述事项对评估结果的影响”相关内容。

综上，本次评估已充分关注资产抵押、质押等受限情况，且作为特殊事项在评估报告中披露，上述资产抵押、质押等事项对评估结果不存在实质性影响。

二、标的公司及其子公司不存在偿债风险，本次交易完成后上市公司资产权属不存在重大不确定性

上述抵押、质押担保属于标的公司及其子公司正常生产经营活动产生的日常结算贷款或金融借款中的担保质押行为，不涉及以自有资产为其他方提供抵押或质押担保的情形。

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，报告期内标的公司及其子公司严格按照合同约定定期履行还款义务，未发生债务逾期或无法偿还债务的情形，无不良和违约负债金额，无不良或关注类已还清票据贴现业务、银行承兑汇票业务、信用证业务和保函业务，未发生无法正常履行债务而被银行处置抵押/质押物的情形。

截至 2022 年 6 月 30 日，标的公司的资产总额为 412,376.45 万元，负债总额为 138,733.35 万元，资产负债率为 33.64%，资产负债率较低；从负债结构来看，标的公司的负债主要是经营性无息负债，财务风险相对较小。标的公司目前经营状况良好，具有良好的盈利能力和偿债能力。2020 年、2021 年及 2022 年 1 月至 6 月，标的公司息税折旧摊销前利润分别为 24,946.52 万元、124,650.94 万元及 81,616.00 万元，利息保障倍数分别为 12.02 倍、26.22 倍及 33.86 倍，经营活动现金流量净额分别为 24,856.59 万元、98,544.28 万元及 64,836.03 万元，各项偿债指标良好。

截至本回复出具之日，标的公司履约情况良好，预计能正常归还上述抵押、质押所涉主债务，发生违约风险的可能性较低，不会导致重组后上市公司的资产权属存在重大不确定性，对上市公司资产完整性及未来生产经营不会造成实质不利影响。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司已补充披露抵押、质押担保对应的主债务情况。通过标的资产的资产情况及结构、历史履约情况、盈利能力等分析，评估过程已考虑上述资产抵押及质押事项，且作为特殊事项在评估报告中进行了披露。上述事项对评估结果不存在实质性影响。

问题 10：申请文件显示，报告期前五大客户中，新疆农牧投系标的公司的控股股东。报告期内，标的公司与新疆农牧投（含其所控制的包括上市公司在内的下属公司）存在较大金额的关联交易，且 2021 年关联交易金额 143,058.41 亿元、占比大幅增长至 43.45%。请你公司：1）结合报告期关联交易大幅增加、标的资产产品销售价格、第三方销售定价、新疆农牧投主要采购明细、相关交易销售费用金额及比例等，补充披露标的资产通过新疆农牧投对外销售的原因和必要性，仅在报告期采用该模式（历史期及预测期均为其他模式）且该模式下收入大幅增长的原因及合理性，该模式收入确认是否符合会计准则规定及行业惯例，是否存在突击确认收入的情形，收益法评估预测是否充分考虑了上述销售模式转变的影响。2）补充披露标的资产是否具有独立销售主要产品的能力，产品销售是否存在对新疆农牧投的重大依赖（包括报告期和预测期），是否存在影响标的资产独立性的情形。3）以列表形式补充披露标的资产向关联方销售的主要产品价格，并结合对第三方销售的定价情况，补充披露报告期内关联交易的定价公允性，如与第三方销售存在差异，量化分析上述关联交易对标的资产报告期经营业绩的影响。4）补充披露标的资产通过关联方对终端客户销售模式下销售流程、结算方式、货物交付方式、货物风险和法定所有权转移等合同约定和合同执行情况，相关收入确认是否符合企业会计准则的规定。5）补充披露报告期内标的资产终端客户的名称、股权结构、是否和标的资产及其控股股东存在关联关系，量化分析标的资产向关联方销售和关联方销往终端客户产品的定价差异，并结合合同签订及执行情况、产销量情况，补充披露收入增长合理性、成本真实性、毛利率变化合理性。6）补充披露对终端客户销售真实性的核查情况，独立财务顾问就核查手段、核查范围和核查结论发表明确意见。请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合报告期关联交易大幅增加、标的资产产品销售价格、第三方销售定价、新疆农牧投主要采购明细、相关交易销售费用金额及比例等，补充披露标的资产通过新疆农牧投对外销售的原因和必要性，仅在报告期采用该模式（历史期及预测期均为其他模式）且该模式下收入大幅增长的原因及合理性，该模式收入确认是否符合会计准则规定及行业惯例，是否存在突击确认收入的情形，

收益法评估预测是否充分考虑了上述销售模式转变的影响

（一）标的资产通过新疆农牧投对外销售的原因和必要性，仅在报告期采用该模式（历史期及预测期均为其他模式）且该模式下收入大幅增长的原因及合理性

1、标的公司报告期内关联销售大幅增加情况

报告期内，标的公司关联销售金额占营业收入比重的情况如下：

单位：万元

项目	2022 年 1-6 月	2021 年度	2020 年度
关联销售金额	13,680.46	143,139.09	10,435.19
营业收入金额	212,410.59	329,278.71	130,316.83
占比	6.44%	43.47%	8.01%

报告期内，标的公司主要产品的关联销售金额及占同类产品销售比重的情况如下：

单位：万元

项目	2022 年 1-6 月		2021 年度		2020 年度	
	关联销售金额	占同类产品销售比重	关联销售金额	占同类产品销售比重	关联销售金额	占同类产品销售比重
三聚氰胺	-	0.00%	124,852.68	71.77%	1,918.59	4.53%
硝酸铵	11,127.31	23.78%	14,875.44	28.38%	7,640.33	44.34%
复合肥	2,217.56	7.74%	2,670.14	5.32%	702.04	2.74%
尿素	10.60	0.03%	489.22	1.17%	29.31	0.07%

根据上表，标的公司关联销售金额于2021年大幅增长，于2022年1-6月大幅回落。2020年至2021年，标的公司关联销售金额大幅增长132,703.90万元，主要系三聚氰胺及硝酸铵产品的关联销售。其中，2021年三聚氰胺的关联销售金额为124,852.68万元，占当年关联销售金额的比重为87.22%，占当年同类产品销售金额的比重为71.77%；2021年硝酸铵的关联销售金额为14,875.44万元，占当年关联销售金额的比重为10.39%，占当年同类产品销售金额的比重为28.38%；复合肥及尿素的关联销售，占当年关联销售金额及同类产品销售的比重均较低。具体分

析如下:

2020年至2021年,三聚氰胺的关联销售金额增长122,934.09万元。标的公司报告期内关联交易大幅波动主要受三聚氰胺销售模式变动的影响。2020年10月至2021年11月,新疆农牧投以本部、北京力鼎作为标的公司一级经销商进行三聚氰胺销售。受该销售模式的影响,叠加2021年三聚氰胺市场价格快速上涨的因素,致使2021年标的公司三聚氰胺关联销售金额大幅增长。2021年11月起,标的公司不再通过该模式销售三聚氰胺,关联销售金额已大幅回落。

2020年至2021年,硝酸铵的关联销售金额增长7,235.11万元,增幅94.70%。标的公司硝酸铵的关联销售对象为雪峰科技及其子公司,雪峰科技主营民爆产业,民用炸药最主要的原材料即为硝酸铵,故而雪峰科技与标的公司之间的关联交易具有合理的商业背景。新疆金象在2020年第四季度开始生产销售硝酸铵产品,并成为雪峰科技的供应商,在2020年12月31日纳入玉象胡杨合并范围后,致使标的公司合并层面对雪峰科技的硝酸铵关联销售金额呈现较大幅度增长。2022年1-6月,硝酸铵的关联销售比重为23.78%,较2021年略有下降。

2020年至2021年,复合肥和尿素的关联销售金额分别增长1,968.10万元和459.91万元,但占同类产品销售金额的比重较低。标的公司复合肥和尿素的关联销售对象主要为新疆雪峰农业科技有限公司(新疆农牧投子公司)、新疆巴州万方物资产业有限公司(雪峰科技子公司)等,主要原因系:疆内农用产品的销售一定程度上受区域限制,标的公司原有的复合肥、尿素等产品的业务范围基本在南疆区域内,新疆农牧投在收购标的公司股权后,借助其渠道资源助力标的公司拓展北疆市场,扩大标的公司在全疆的市场影响力。出于该市场开拓的目的,标的公司对关联方存在少量复合肥和尿素的关联销售。2022年1-6月,复合肥的关联销售比重略有上升,尿素的关联销售比重大幅下降,整体占同类产品销售金额比重较低。

2、标的资产产品销售价格情况、以及关联方与第三方销售定价对比情况

标的公司报告期内主要产品的平均销售价格波动趋势与市场价格波动趋势一致,有关标的公司报告期内主要产品的平均销售价格与市场价格的对比情况,参见问题十一回复之“三、补充披露标的资产报告期内主要产品销售单价变动的

原因及合理性，并结合历史报价情况、行业周期性、同行业可比竞争对手产品销售单价等情况，分析主要产品定价合理性及未来价格稳定性和可持续性”相关内容。

标的公司对关联方销售的定价政策与向非关联方销售的定价政策一致，有关标的公司报告期内主要产品向关联方销售价格与对非关联方销售价格的对比情况，参见本题回复之“三、以列表形式补充披露标的资产向关联方销售的主要产品价格，并结合对第三方销售的定价情况，补充披露报告期内关联交易的定价公允性，如与第三方销售存在差异，量化分析上述关联交易对标的资产报告期经营业绩的影响”相关内容。

3、新疆农牧投主要采购情况及相关交易销售费用的金额及比例

2020年10月至2021年11月，标的公司通过新疆农牧投/北京力鼎销售三聚氰胺的模式下，新疆农牧投/北京力鼎综合考虑三聚氰胺的市场价格、中间销售环节的实际经营成本等因素，收取一定的中间费用，主要用于中间销售环节所需的人工、房租、办公、差旅等费用。该模式下三聚氰胺相关交易数据及中间费用测算情况如下：

单位：吨；万元；元/吨

销售路径	报告期内三聚氰胺交易数据			
	数量	关联方向上游采购金额	关联方向下游销售金额	平均中间费用
玉象胡杨销售给北京力鼎	7.06	67,119.33	67,845.78	102.91
新疆金象销售给北京力鼎/新疆农牧投	5.76	58,291.82	58,563.59	47.18
合计/平均值	12.82	125,411.15	126,409.38	77.87

注：新疆金象向新疆农牧投出售的三聚氰胺，新疆农牧投均向北京力鼎出售。

2020年10月至2021年11月，玉象胡杨向北京力鼎销售三聚氰胺7.06万吨，销售金额67,119.33万元，经测算，北京力鼎平均收取102.91元/吨的中间费用；2021年1月至11月，新疆金象并表后向新疆农牧投/北京力鼎销售三聚氰胺5.76万吨，销售金额58,291.82万元，经测算，新疆农牧投/北京力鼎平均收取47.18元/吨的中间费用，考虑到新疆金象受外采尿素成本相对较高的影响，该中间费用相对较低。整体而言，该模式下新疆农牧投/北京力鼎平均收取77.87元/吨的中间费用。

标的公司通过新疆农牧投/北京力鼎销售三聚氰胺的模式下，新疆农牧投/北京力鼎所收取的中间费用，系用于必要的相关经营活动，具有合理性；该中间费用金额平均而言占该模式下三聚氰胺平均销售价格的比重为0.79%，占比极低，对标的公司三聚氰胺销售的定价和利润均不产生重大影响。

4、标的资产报告期内三聚氰胺销售模式变动的合理性、必要性及影响分析

（1）标的公司通过新疆农牧投及北京力鼎对外销售的原因及必要性

玉象胡杨系新疆重要的硝酸铵生产企业，作为供应商与雪峰科技存在长期合作。2017年8月，雪峰科技控股股东新疆农牧投与玉象胡杨原控股股东四川金象签订战略合作协议，制定了新疆农牧投增资并购玉象胡杨的总体方案，以实现双方在化工产品上下游产业链的紧密结合和跨越式发展。2018年6月，各方签订《新疆玉象胡杨化工有限公司增资协议书》，根据该协议书，玉象胡杨新增注册资本43,888.6857万元，其中由新疆农牧投认缴35,377.6857万元，增资完成后新疆农牧投对玉象胡杨的持股比例为39.50%。

2020年，投资控股玉象胡杨并经过一段磨合期后，新疆农牧投为落实集团战略转型规划，进一步加强对子公司的管理，积累化工行业经营经验及相关资源，培养行业人才；并充分结合新疆农牧投自身管理优势、地方关系等资源及玉象胡杨原有销售渠道，应对2020年三聚氰胺价格低谷困境的同时，进一步提升玉象胡杨并购后的管理及经营水平；其于2020年10月开始，以本部、北京力鼎协助标的公司进行三聚氰胺销售。北京力鼎系2020年9月设立、新疆农牧投控制的销售公司，主要负责掌握市场动态、统筹产品定价与销售、管理与对接经销商、建设与管理销售渠道、获取客户订单、对接生产计划等，其向标的公司采购三聚氰胺，收取一定销售费用后对外销售。

综上所述，标的公司于报告期内通过新疆农牧投及北京力鼎对外销售三聚氰胺的销售模式，系新疆农牧投在增资控股玉象胡杨后，出于集团经营管理、整合内部资源、积累行业经验、并加强应对市场波动能力等合理原因，进行的暂时性统筹安排，具有合理性。

（2）标的公司三聚氰胺销售模式在历史期、报告期、预测期变动的原因

标的公司三聚氰胺的销售模式，在2020年10月前、2020年10月至2021年11月及2021年11月之后存在一定的差异，其变动原因分析如下：

2020年10月前，标的公司采用通过工厂的销售部门维护和拓展下游客户的销售模式，即由工厂销售部门对接，由厂家向省级经销商或少量终端客户进行销售。其客户资源系通过长期经营积累，新疆农牧投增资并购玉象胡杨对其三聚氰胺的主要客户资源未产生重大影响。

2020年10月至2021年11月，标的公司采用通过关联方销售三聚氰胺的模式，即由关联方承担一级经销商之角色，负责维护和对接下游客户，厂家主要经由关联方向省级经销商或少量终端客户进行销售。该销售模式的变动原因如上文所述，系新疆农牧投出于加强子公司管理、积累整合集团内部资源等考虑所作出的暂时性统筹安排，具有合理性。标的公司三聚氰胺的主要客户资源（即各省级经销商及少量终端客户）系基于其长期经营积累，与标的公司无关联关系，销售模式的变更未对标的公司主要客户资源产生重大影响，不存在关联方利益输送。此外，2020年12月31日，基于新疆农牧投与四川金象的战略合作背景，玉象胡杨实现控股新疆金象，由关联方北京力鼎及新疆农牧投统筹玉象胡杨及新疆金象的三聚氰胺销售，一定程度上降低了管理成本，提升了运营效率。

2021年12月起，为保证三聚氰胺销售的独立性、稳定性、可持续性，标的公司采用主要通过全资子公司北京玉象销售三聚氰胺，少量由厂家销售的模式，并通过北京玉象维护和对接下游客户，北京力鼎相关销售团队的劳动关系已转移至北京玉象，其目前已不开展与标的公司相关的业务。前述销售模式的变更不会对标的公司三聚氰胺销售能力产生重大影响。2021年末，新疆农牧投业已达成加强子公司管理、培育积累化工行业资源及经验的目的。同时，上市公司并购标的公司的重组计划稳步推进，三聚氰胺销售模式的整改有利于减少本次重组后上市公司关联交易、进一步增强标的公司独立性，预计本次交易后，标的公司通过全资子公司北京玉象销售三聚氰胺的模式仍将稳定运行。

综上所述，标的公司在报告期内三聚氰胺销售模式的变动，整体而言系满足新疆农牧投增资并购玉象胡杨后，在经营管理不同阶段的战略需求，具有合理性和必要性，有利于新疆农牧投并购玉象胡杨后经营管理的平稳过渡和标的公司的

健康发展。

(3) 标的资产报告期通过新疆农牧投销售模式下收入大幅增长的合理性

2021年较2020年，标的公司2021年三聚氰胺销售收入大幅增长，主要受该产品市场价格快速上升影响。根据前述分析，标的公司通过新疆农牧投或北京力鼎销售三聚氰胺的模式，对标的公司三聚氰胺的主要客户资源、销售定价均没有产生重大影响，新疆农牧投及北京力鼎根据销售数量收取的中间费用占产品价格的比重极小，且标的公司对关联方销售价格与市场价格一致，具有公允性。

具体而言，在2021年疫情后全球需求复苏的大背景下，叠加部分国家装置停车或生产不稳的因素，导致供应缺口扩大，国内三聚氰胺市场在出口支撑下开始回暖，价格呈现急速上涨趋势。恰逢标的公司销售模式变动，致使标的公司在关联销售的模式下收入大幅增长，具有合理性。

(二) 收益法评估预测是否充分考虑了上述销售模式转变的影响

结合上述分析，标的公司通过新疆农牧投及北京力鼎销售三聚氰胺的模式对三聚氰胺的定价公允性、客户资源、销售数量等方面均不存在重大影响；截至评估报告出具日，标的公司通过全资子公司北京玉象销售三聚氰胺的销售模式已平稳运行一段时间，标的公司三聚氰胺的销售亦未因此出现重大变动。因此，本次评估在三聚氰胺销售单价的预测方面，结合北京玉象的定价机制及市场历史期多年的价格波动，综合判断销售模式对收入预测没有显著影响；在三聚氰胺成本预测方面，测算主要涉及人工、材料等变动成本，以及折旧摊销等固定资产成本，销售模式对成本预测亦没有显著影响。

综上所述，收益法评估预测过程中，已充分考虑上述销售模式转变这一影响因素，综合分析该因素对于标的公司的持续盈利能力不存在重大影响。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

报告期内，标的公司曾通过新疆农牧投及北京力鼎对外销售产品，主要原因系新疆农牧投在增资控股玉象胡杨后，出于集团经营管理、整合内部资源、积累

行业经验、并加强应对市场波动能力等合理原因，进行的暂时性统筹安排，有利于新疆农牧投并购玉象胡杨后经营管理的平稳过渡和标的公司的健康发展，具有合理性和必要性；标的公司在该模式下收入大幅增长的主要原因系三聚氰胺市场价格大幅上涨所致，具有合理性；收益法评估预测过程中，已充分考虑销售模式转变这一影响因素，但综合分析下其不存在重大影响。

问题 16：申请文件显示，1）本次交易采用资产基础法和收益法进行评估，选用资产基础法评估结果作为最终评估结果。2）新疆金象存在建筑物安全隐患，主控楼停止使用；复肥塔（其中一座）长期闲置；机器设备中两台“30T 燃煤开工锅炉”已于本报告签署日前拆除；维鸿蜜胺生产许可未办理，企业对该项投资全额计提坏账准备等特别事项说明。3）玉树胡杨和新疆金象存在机器设备抵押、房地产抵押、应收票据质押、货币资金受限等情形。请你公司：1）结合标的资产行业特征、未来盈利稳定性及同行业可比交易案例评估方法选取情况，补充披露本次交易选取资产基础法评估作价的原因及合理性，是否符合行业评估惯例及评估准则相关规定，是否存在规避业绩承诺的情形，是否有利于保护上市公司和中小股东利益。2）逐项披露本次评估是否考虑上述特别说明事项，以及上述事项对评估结果的影响。3）逐项披露本次评估是否考虑机器设备抵押、房地产抵押、应收票据质押、货币资金受限等事项，以及上述事项对评估结果的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合标的资产行业特征、未来盈利稳定性及同行业可比交易案例评估方法选取情况，补充披露本次交易选取资产基础法评估作价的原因及合理性，是否符合行业评估惯例及评估准则相关规定，是否存在规避业绩承诺的情形，是否有利于保护上市公司和中小股东利益

（一）结合标的资产行业特征、未来盈利稳定性及同行业可比交易案例评估方法选取情况，补充披露本次交易选取资产基础法评估作价的原因及合理性

1、标的资产行业特征

标的公司主营业务为三聚氰胺、硝酸铵、尿素、硝基复合肥等产品的生产、销售，均属于化学原料和化学制品制造业，为重资产、重投资型行业，且行业受国内外宏观经济和市场行情影响较大，短期内存在一定价格波动。

（1）标的公司属于重资产、重投资型行业

标的公司所处的化学原料和化学制品制造业，为重资产、重投资型行业，标的公司拥有的生产线、机器设备、土地使用权、房屋建筑物等实物资产较多，占

总资产比例较大；且标的公司日常的生产经营主要依赖于上述实物资产。结合评估准则和评估惯例，对于固定资产较大、资金密集型的评估对象，通常可以选择以资产基础法进行评估。

（2）标的公司采用资产基础法评估结果具有延续性

2018年，新疆农牧投增资控股玉象胡杨，玉象胡杨评估基准日净资产账面值为75,307.37万元，资产基础法评估价值为85,289.32万元，增值率13.25%；收益法评估价值为94,910.69万元，增值率为26.03%；最终采用资产基础法评估结果。2020年，玉象胡杨收购并增资控股新疆金象，新疆金象评估基准日净资产账面价值为35,063.71万元，资产基础法评估价值为41,202.46万元，增值率17.51%；收益法评估价值为49,600.00万元，增值率为41.46%；最终采用资产基础法评估结果。

综上，标的公司前次股权转让均采用资产基础法评估结果，且上述交易都已取得自治区国资委批复，交易定价具有公允性；因此，本次交易采用资产基础法评估结果，具有延续性、合理性。

（3）短期内标的公司所处行业存在波动性

1）行业整体已进入成熟期，但短期受宏观环境影响较大

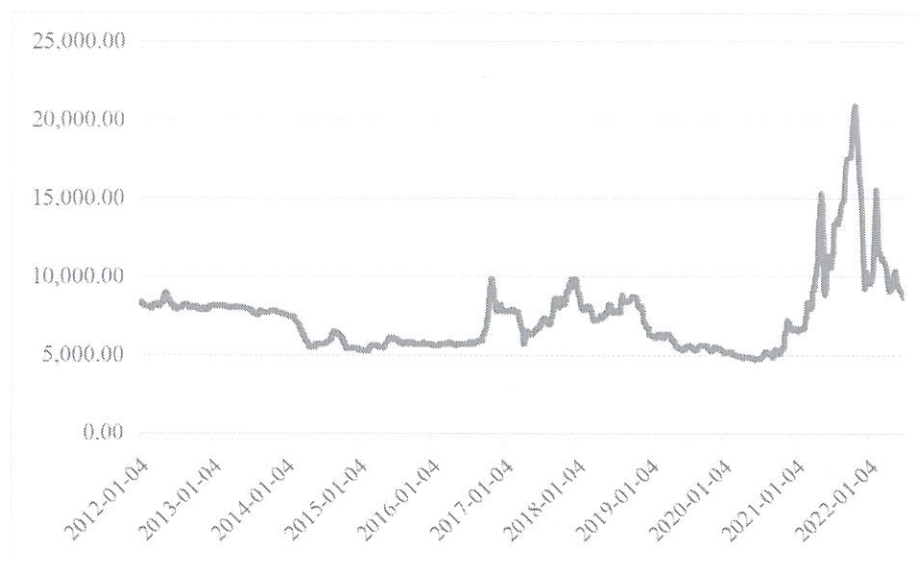
随着国内经济快速发展，化学原料和化学制品制造业规模快速增长，根据国家统计局公布数据，2021年化学原料和化学制品制造业利润总额累计值达8,019.40亿元，较2000年增长超50倍。长期看，行业已进入成熟期，随着新技术的应用、下游新需求的开发，行业增长较为稳定。短期看，行业受国内外宏观经济和市场行情影响较大。

2）近年来三聚氰胺价格波动加剧，且与历史数据有差异

根据Wind统计数据，2012年至2020年，三聚氰胺平均价格在5,000-10,000元/吨之间，未出现短周期内上下大幅波动的情况。2021年，疫情后全球需求复苏，部分国家装置停车或生产不稳，供应缺口扩大，国内三聚氰胺市场在出口支撑下开始回暖，价格呈现急速上涨趋势。根据百川盈孚统计的数据，2021年国内三聚氰胺现货价不断走高，超过历史平均价格、全年现货价位于7,000-20,000元/吨，达到历史价格的峰值；2022年国内三聚氰胺价格回落至9,000-10,000元/吨；目前

价格波动幅度无明显收窄或稳定趋势，未来是否以及何时会回归历史均价存在一定的不确定性。综上，过去十年三聚氰胺价格走势如下图：

单位：元/吨



3) 短期内三聚氰胺价格走势存在一定不确定性

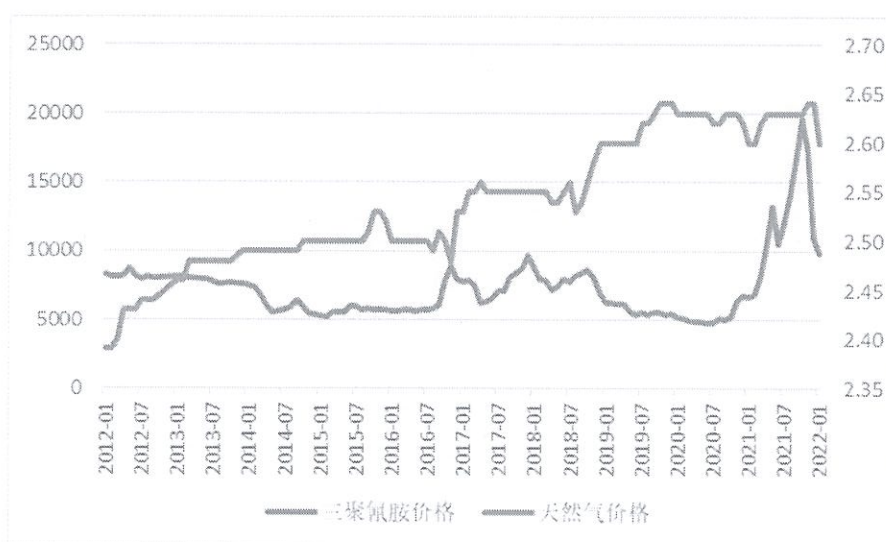
未来在需求端、供应端变动的影响下，短期内三聚氰胺价格走势存在一定的不确定性。

从整体需求端看，三聚氰胺下游应用领域较为广泛，包括板材加工业在内的多个产业，总体与建材、房地产息息相关，受该等行业景气度、调控政策影响。在国内需求方面，当前国家有关部门出台了降息、降首付、放款购房限制等一系列宽松政策，考虑到政策传导与释放的时间，未来下游需求释放、价格变动的时点不易把握。在出口需求方面，我国是三聚氰胺出口大国，2021年在疫情影响下，出口需求增大，三聚氰胺出口量从约30万吨上涨至约50万吨，标的公司三聚氰胺境外收入占比也从2.28%上涨至8.15%；但目前国外疫情仍存在反复与不确定性，影响到整体出口量，进而持续影响国内三聚氰胺销量与价格。从供应端看，由于近年国内三聚氰胺市场行情好、盈利空间大，预计未来将有一批新建三聚氰胺装置陆续进入投产期，可能影响市场供需匹配及产品价格。

4) 三聚氰胺与主要原材料天然气的价格波动不存在明显关联性，无法起到稳定毛利率的作用

2020年、2021年、2022年1-6月，标的公司三聚氰胺销售单价分别为4,100.03元/吨、9,182.83元/吨、8,005.95元/吨，毛利率分别为23.34%、51.35%、34.67%，主要原材料天然气平均采购价格分别1.07元/立方米、1.17元/立方米、1.25元/立方米，报告期内价格、毛利率都呈现先上涨后下降的波动变化，而天然气价格呈现稳步上升的趋势。且根据过去十年三聚氰胺与天然气价格波动情况，三聚氰胺与主要原材料天然气的价格波动趋势差异较大，不存在明显关联性，无法起到稳定毛利率的作用，具体如下图：

单位：元/吨；元/立方米



综上，报告期内受宏观经济、疫情、战争等因素影响，三聚氰胺产品价格呈现大幅波动，该等波动是导致标的公司2021年度业绩大幅增长的主要原因之一；目前价格波动正处于高峰位，波动幅度无明显收窄或稳定趋势，且与历史数据可比性弱。且三聚氰胺与主要原材料天然气的价格波动不存在明显关联性，无法起到稳定毛利率的作用。虽然未来随着下游需求进一步提升及市场供需平衡，产品价格终将回归稳定，但短期内在宏观经济调整、市场供需关系变化、疫情持续时间、房地产结构性调整等一系列因素持续影响下，三聚氰胺价格、毛利率走势仍存在一定的不确定性。

2、标的资产未来盈利稳定性

标的公司2021年业绩大幅增长的主要原因之一系三聚氰胺价格波动，考虑到产品价格的短期波动性，预计未来业绩难以长期维持高速增长。短期来看，存在

受宏观经济、市场供需、疫情、下游产业变动而导致业绩波动的可能性；但长期来看，标的公司主要依靠原材料成本优势、生产技术优势、循环产业链优势、产品结构多样化优势等，能够保持未来盈利的稳定性和持续性。

3、同行业可比交易案例评估方法选取情况

近期，同行业可比交易案例及其最终评估方法选取如下：

上市公司	上市公司	标的资产	标的公司主营业务	评估基准日	评估方法	最终评估方法选取
600370.SH	三房巷	海伦石化100%股权	瓶级聚酯切片与 PTA	2019/8/31	收益法和市场法	收益法
600328.SH	中盐化工	氯碱化工100%股权	聚氯乙烯树脂（PVC）、烧碱、电石、液氯、工业盐酸	2018/6/30	收益法和资产基础法	收益法
		高分子公司100%股权	糊树脂		收益法和资产基础法	收益法
		纯碱业务经营性资产及负债	纯碱产品		收益法和资产基础法	收益法
		中盐昆山100%股权	纯碱、氯化铵、合成氨		收益法和资产基础法	收益法
600800.SH	渤海化学	渤海石化100%股权	丙烯	2018/6/30	收益法和资产基础法	资产基础法
000301.SZ	东方盛虹	斯尔邦 100% 股权	煤化工产品、基础化工原料、精细化学品	2021/3/31	收益法和资产基础法	收益法
002469.SZ	三维化学	诺奥化工72.53%股权	正丙醛、正丙醇、异丙醇、戊醛、戊醇等高纯度产品	2019/12/31	收益法和资产基础法	资产基础法
600727.SH	鲁北化工	金海钛业100%股权	钛白粉、硫酸亚铁、纯水	2019/9/30	收益法和资产基础法	资产基础法
		祥海钛业100%股权	钛白粉、钛钨粉、硫酸亚铁、纯水		资产基础法	资产基础法
600810.SH	神马股份	尼龙化工公司 37.72%股权	尼龙 66 盐及其中间产品的研发、生产和销售	2019/12/31	收益法和资产基础法	资产基础法
300655.SZ	晶瑞电材	载元派尔森100%股权	NMP、GBL、2-P、电解液、氢气等	2019/4/30	收益法和资产基础法	收益法
600075.SH	新疆天业	天能化工100%股权	普通 PVC、烧碱、水泥	2019/5/31	收益法和资产基础法	收益法
002453.SZ	华软科技	奥得赛化学98.94%股权	荧光增白剂类产品	2019/12/31	收益法和资产基础法	收益法

根据上表，同行业可比交易案例中均采用资产基础法和收益法作为评估方法。其中选取资产基础法评估结果作价的案例，主要原因为标的公司所处行业受国家政策、现行经济环境、市场环境、疫情防控等不确定因素影响较大，主要产品的

价格和销量存在一定波动变化，使得未来收益预测存在一定程度的不确定性，因此采用资产基础法所受到的影响要小于收益法；且上述可比交易案例中标的公司多为重资产企业，主要为房屋建筑物、机器设备等资产，标的公司的生产制造也依赖于上述资产，因此最终选择资产基础法评估作价。

4、本次交易选取资产基础法评估作价的原因及合理性

本次评估采用收益法和资产基础法的评估情况如下：

单位：万元

评估标的	评估方法	股东全部权益账面值	评估值	增值额	增值率
玉象胡杨 100%股权	资产基础法	162,720.65	210,632.70	47,912.05	29.44%
	收益法	162,720.65	221,590.00	58,869.35	36.18%

注：股东全部权益账面值为玉象胡杨单体口径净资产账面价值。

根据上表，本次评估的收益法和资产基础法评估结果相比较，收益法股东全部权益评估结果比资产基础法评估结果高10,957.30万元，差异率5.20%，差异较小。结合以上情况，本次评估最终选择资产基础法评估作价的原因如下：

（1）标的公司属于化学原料和化学制品制造业，是重资产、重投资型企业，其生产设施等实物资产占总资产比例较大，且标的公司生产经营也主要依赖于上述实物资产。结合评估准则和评估惯例，对于固定资产较大、资金密集型的评估对象，通常可以选择以资产基础法评估进行评估。

（2）作为大宗化工商品，三聚氰胺产品价格随宏观经济发展、市场供需关系或行业景气度而呈现出一定的波动变化。从历史数据来看，该等波动幅度不大。但报告期内受宏观经济、疫情、战争等因素影响，产品价格呈现大幅波动，且当前正处于波动高峰位，波动幅度无明显收窄趋势。

虽然收益法评估中已充分考虑未来行业波动性对业绩预测的影响：预测期产品售价结合了报告期及评估基准日实际销售均价，稳定期产品售价亦考虑了未来价格回归长期历史均价的情况；但短期内疫情、战争等因素对宏观经济、市场供需、行业景气度的影响巨大，其周期难以准确把握，且与历史波动数据可比性较弱，因此可能导致短期预测结果与实际结果偏差较大的情形。

相比而言，资产基础法受短期内上述波动的影响较小，选择资产基础法评估

结果更符合谨慎性原则。

(3) 标的公司2021年业绩大幅增长的主要原因之一系三聚氰胺价格波动，考虑到产品价格的短期波动性，预计未来业绩难以长期维持高速增长。短期来看，存在受宏观经济、市场供需、疫情、下游产业变动而导致业绩波动的可能性；但长期来看，标的公司主要依靠原材料成本优势、生产技术优势、循环产业链优势、产品结构多样化优势等，能够保持未来盈利的稳定性和持续性。

因此，在标的公司可能受宏观因素影响，短期盈利波动、长期盈利稳定的情况下，资产基础法更能反映标的资产的公允价值，可靠性更高。

(4) 就标的公司本身而言，其有完备的财务资料和资产管理资料，资产再取得成本的有关数据和信息来源较广，测算的资产重置成本可以合理反应资产的现行市价及收益现值。因此，采用资产基础法评估可以更为稳健、公允的反映标的公司表内、表外可识别资产和负债，反应企业股东权益的市场价值。

(5) 近期可比交易案例中，亦有部分考虑到标的公司受行业政策、宏观经济、市场环境等不确定因素对未来收益预测的影响，以及重资产的行业特征，谨慎性考虑下，最终选择资产基础法评估作价。

本次交易标的公司符合相关案例中标的公司的特征，因此选择资产基础法评估作价符合行业惯例，结果具备合理性。

综上所述，结合标的资产行业特征、未来盈利稳定性及同行业可比交易案例评估方法选取情况，本次交易选取资产基础法评估作价具有合理性。

(二) 选取资产基础法评估作价符合行业评估惯例及评估准则相关规定

1、评估方法及选择

在评估方法上，《资产评估执业准则—企业价值》（中评协[2018]38号）第十七条规定，“执行企业价值评估业务，应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集等情况，分析收益法、市场法、成本法（资产基础法）三种基本方法的适用性，选择评估方法。”第十八条规定，“对于适合采用不同评估方法进行企业价值评估的，资产评估专业人员应当采用两种以上评估方法进行评估。”

2、评估结果的选择及确定

对于评估结果的选择及确认，《资产评估执业准则—企业价值》（中评协[2018]38号）第三十九条规定，“对同一评估对象采用多种评估方法时，应当结合评估目的、不同评估方法使用数据的质量和数量，采用定性或者定量分析方式形成评估结论。”

评估惯例中，对于正常开展业务，具有经营活动的评估对象根据评估目的不同，一般选择以收益法评估结果或者资产基础法评估结果作为评估结论；对于处于在建阶段、尚未投入运营，或者资金密集型、固定资产较大的评估对象，一般选择以资产基础法评估结果作为评估结论。

综上，标的公司采用了资产基础法和收益法为主要评估方法，并根据标的公司实物资产比重大的行业特征等选择资产基础法为最终的评估结论，符合行业评估惯例及评估准则相关规定。

二、逐项披露本次评估是否考虑上述特别说明事项，以及上述事项对评估结果的影响

本次评估已经考虑上述事项，评估报告按评估准则已将其作为特殊事项进行披露，具体情况及对评估结果的影响如下：

（一）主控楼

新疆金象“主控楼”属于公司的“三年提升计划中重大隐患整改项目”，新抗暴中控室建成后，目前该主控楼已停止使用，根据《新金象纪要[2022]5号》文件说明，根据主控楼的建筑类别为丙类，确定将其用途变更为库房使用，储存以难燃及不燃物品为主。

本次评估基准日主控楼的账面价值为 699.62 万元，评估价值 615.61 万元，评估减值 84.01 万元，减值率 12.01%，本次对主控楼的评估，以转用续用为假设前提，采用重置成本法，并结合资产经济寿命、使用状况等因素计算的成新率对其进行评估。

（二）复肥塔（其中一座）

新疆金象的复肥塔（其中一座）经现场勘察，自建成结构框架后便长期闲置，于评估基准日并未建设完工，且无后续建设、使用计划，新疆金象对此项资产已做账务核销处理，因此未纳入本次评估范围。

（三）机器设备中两台“30T 燃煤开工锅炉”

根据《阜康市打赢蓝天保卫战三年攻坚计划（2018-2020 年）》、《昌吉州“乌昌石”区域燃煤锅炉整治专项行动方案》（昌吉州环委办发[2021]6 号）相关要求，截止本次评估现场勘察时，新疆金象纳入本次评估范围中的两台“30T 燃煤开工锅炉”已处于待拆除状态，评估时已考虑该事项对资产评估的影响，以其市场可变现残值作为最终评估结论。截至 2022 年 5 月评估报告出具日，上述两台“30T 燃煤开工锅炉”均已拆除。

本次评估基准日两台燃煤开工锅炉的账面价值合计为 1,712.72 万元，评估值合计为 133.67 万元，评估减值 1,579.06 万元，减值率为 92.20%。

（四）维鸿蜜胺

玉象胡杨作为维鸿蜜胺的控股股东，按持股比例享有权力和义务，维鸿蜜胺评估基准日主要资产是存货和通用的设备、车辆等固定资产，负债主要是经营性的流动负债，账面净资产 278.80 万，公司资产仍然能够覆盖其负债金额，并未出现资不抵债的情况。因此本次对维鸿蜜胺选用资产基础法进行整体评估，以维鸿蜜胺整体评估后的净资产乘以持股比例确定长期股权投资的评估值。

通过资产基础法评估，维鸿蜜胺评估基准日账面净资产 278.80 万元，评估价值 351.88 万元，评估增值 73.08 万元，增值率 26.21%。

综上，本次评估针对不同资产，结合评估基准日的实际经营、使用状况，采用不同的评估方法，已综合考虑上述特殊说明事项，及对评估结果的影响。

三、逐项披露本次评估是否考虑机器设备抵押、房地产抵押、应收票据质押、货币资金受限等事项，以及上述事项对评估结果的影响

（一）本次纳入评估范围的资产受限情况

根据相关借款合同、资产池业务合作协议、机器设备抵押合同、转账凭证等

资料，截至本回复出具之日，玉象胡杨及其子公司的抵押、质押担保情况如下：

序号	抵、质押合同名称	抵押物/质物	抵押人、出质人/借款人	担保权人/出借人	担保债务总金额（万元）	债务履行情况	2021.12.31 债务金额（万元）	2022.6.30 债务金额（万元）	备注	解除安排及进展
1	机器设备抵押合同	机器设备	玉象胡杨	中国进出口银行喀什分行	10,000.00	评估基准日履行中	10,008.25	10,007.50	主债务到期日为2022年7月9日	已于2022年7月8日解除
2	资产池质押担保合同	电子商业汇票等		浙商银行股份有限公司成都分行	50,000.00	履行中	2,672.70	1,340.49	截止评估基准日质押应收票据26项，质押票据金额合计2,672.70万元	正常履行过程中，拟通过按期偿还债务解除质押
3	票据池业务最高额质押合同	银行承兑汇票等	新疆金象	招商银行股份有限公司乌鲁木齐分行	20,000.00	履行中	0.00	204.09	截止评估基准日质押应收票据2项，质押票据金额合计250.37万元	正常履行过程中，拟通过按期偿还债务解除质押
4	抵押合同	厂房		交通银行股份有限公司	1,540 万美元	履行中	0.00	1,480 万美元	评估基准日2021年12月31日不涉及该笔抵押	正常履行过程中，拟通过按期偿还债务解除抵押

（二）受限资产的评估情况

1、玉象胡杨

（1）资产抵押

玉象胡杨抵押资产为机器设备（上表序号1）。纳入评估范围的抵押设备，均处于正常使用状态，无报废、闲置等情况。评估采用重置成本法，并结合资产经济寿命、使用状况等因素计算的成新率对其进行评估，经计算，基准日抵押设

备账面净值共计约4.6亿元，评估净值约6.18亿元，增值率34.35%。

(2) 资产质押

玉象胡杨质押资产为应收票据（上表序号2）。基准日涉及质押的应收票据共计26项，质押票据金额合计2,672.70万元。经审验应收票据账账、账表、账实相符。本次评估以核实后的账面值确定评估价值。

2、新疆金象

(1) 资产抵押

新疆金象抵押资产为土地及地面建筑物（上表序号3）。该土地及地面建筑物于基准日处于正常使用状态，基准日无抵押等资产受限情况；基准日后2022年3月，该土地及地面建筑物抵押于交通银行股份有限公司，包含土地使用权1项、房产40项。评估基准日上述土地使用权账面价值1,940.82万元，采用市场法评估价值7,926.89万元；对上述房产采用资产基础法评估，经计算，账面价值2.06亿元，评估价值1.84亿元。

(2) 资产质押

新疆金象质押资产为应收票据（上表序号4）。基准日涉及质押的应收票据共计2项，质押票据金额合计250.37万元，但基准日新疆金象并未就质押合同对应的主债务进行过提款。对该应收票据的评估，经审验应收票据账账、账表、账实相符，以核实后的账面值确定评估价值。

结合问题五回复之“二、标的公司及其子公司不存在偿债风险，本次交易完成后上市公司资产权属不存在重大不确定性”相关内容，本次评估过程中已考虑上述事项，且根据企业国有资产评估报告指南（中评协[2017]42号）第二十三条之“（六）担保、租赁及其或有负债（或有资产）等事项的性质、金额及与评估对象的关系”，对上述资产抵押、质押等情形在评估报告中进行了特别事项的披露。上述事项对评估结果不存在实质性影响。

四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

1、本次评估选取资产基础法的评估结果作为评估结论是基于行业和企业运营情况的综合考虑，评估方法的选取是合理的，符合行业评估惯例及评估准则的规定。

2、本次评估已考虑主控楼、闲置复肥塔、燃煤开工锅炉、维鸿蜜胺的特殊事项，对本次评估结论的影响如下：（1）主控楼未来计划作为库房使用，本次评估中基于转用续用为假设前提，采用重置成本法进行评估；（2）复肥塔（其中一座）未来无后续建设、使用计划，于评估基准日已对其做账务核销处理，未纳入本次评估范围；（3）截至2022年5月评估报告出具日，两台“30T燃煤开工锅炉”均已拆除，本次评估以其市场可变现残值作为评估价值；（4）玉象胡杨作为维鸿蜜胺的控股股东，按持股比例享有权力和义务，采用资产基础法对维鸿蜜胺进行评估，并基于玉象胡杨的持股比例确认维鸿蜜胺作为其长期股权投资的评估值。

3、本次评估过程中已考虑机器设备抵押、房地产抵押、应收票据质押、货币资金受限等事项，且作为特殊事项在评估报告中进行了披露，上述事项对评估结果不存在实质性影响。

问题 17：申请文件显示，1）土地使用权账面价值为 2,649.91 万元，评估值为 12,310.66 万元，增值率为 364.57%，本次评估对该部分土地使用权采用的评估方法为成本逼近法和市场比较法。2）递延收益账面价值为 2,595.60 万元，评估价值 389.34 万元，评估减值 2,206.26 万元，减值率 85.00%。请你公司：1）补充披露主要土地使用权评估增值情况，结合所选评估方法，说明评估增值的合理性。2）结合递延收益科目的主要构成，补充披露递延收益评估大幅减值的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露主要土地使用权评估增值情况，结合所选评估方法，说明评估增值的合理性

（一）主要土地使用权评估增值情况

本次评估，纳入评估范围的土地使用权共涉及三宗出让性质的工业用地，总面积合计145.63万平方米，具体情况如下：

序号	土地证编号	宗地面积 (m ²)	账面价值 (万元)	评估价值 (万元)	评估增值 (万元)	增值率
1	新（2017）沙雅县不动产权证 0000835 号	310,000.00	629.00	2,604.85	1,975.85	314.13%
2	新（2021）沙雅县不动产权证 0000975 号	633,015.63	715.79	5,268.94	4,553.15	636.10%
3	合同号：2020-G-024	513,328.00	1,305.13	4,436.87	3,131.74	239.96%
合计			2,649.91	12,310.66	9,660.75	364.57%

注：1、2022年6月沙雅县自然资源局已重新核发证号为“新（2022）沙雅县不动产权第0000980号”的不动产权证书，替换原证号为“新（2021）沙雅县不动产权第0000975号”的不动产权证书。新办不动产权证与原不动产权证的证载土地使用面积一致，证载房屋所有权面积增加了1,336.05平方米，为新中控室（抗爆），新证证载面积与评估明细表的申报面积一致。综上，权证换新事项不影响基准日的评估结果。

2、上表序号3的土地取得时间为2021年4月1日，尚未办理不动产权证，合同号为2020-G-024，具体情况参见问题3相关回复。

综上，玉象胡杨3宗主要土地使用权合计账面价值2,649.91万元，评估价值

12,310.66万元，评估增值9,660.75万元，增值率364.57%，增值主要原因系标的公司持有的部分土地使用权取得日期较早，多为2009年、2011年取得，当时当地政府为招商引资，有部分优惠政策，取得成本相对较低，土地使用权账面价值为原始取得成本经摊销后的余额，因此经过十余年摊销目前土地使用权账面价格较低。而随着近年来土地所在地区的基础设施建设投入力度不断加大，配套完善程度逐步提高，以及区域经济发展带动低价增长，本次评估基准日的土地价格相比原始取得成本已有较大幅度提高，因此导致土地使用权评估增值较多。

（二）土地使用权评估方法及适用性分析

1、土地使用权评估方法

根据《城镇土地评估规程》，常用的土地评估方法有：收益还原法、市场比较法、成本逼近法、基准地价修正法、假设开发法等。

市场比较法是指在求取一宗土地的价格时，根据替代原则，将待估土地与在较近时期内已经发生交易的类似土地交易实例进行对照比较，并根据后者已知的价格，参照该土地的交易情况、期日、区域因素、个别因素等差别，修正得出待估土地评估基准日地价的方法。市场法仅适用于比较稳定有大宗交易案例的地区，并且交易案例与待估宗地有相关性和替代性，交易案例甚少或无交易案例的地区则不适用。本次评估，玉象胡杨土地位于沙雅县循环经济工业园区规划路12号路南侧，国土资源部网站公布的同级别工业用地交易案例较多，土地市场出让价格易于取得，因此本次评估可以采用市场比较法进行评估。

收益还原法是指在每年预期纯收益的基础上，以一定的还原率，将评估对象在未来每年的纯收益折算为评估时日收益总和的一种方法。主要适用范围是有现实收益和潜在收入的土地。由于玉象胡杨土地周边几乎没有出租案例，无法取得市场客观租金，预期收益无法准确量化，因此本次评估无法采用收益法进行评估。

剩余法（又称假设开发法、倒算法、残余法或余值法）是在估算开发完成后不动产正常交易价格的基础上，扣除正常开发的建筑物建造费用和与建筑物建造、买卖有关的专业费、利息、利润、税收等费用后，以价格余额来确定评估对象土地价格的一种方法。假设开发法多适用于包括可供开发建设的土地、可重新装饰

装修改造或改变用途的旧的房地产等，而玉象胡杨土地上大部分已建成房屋及构筑物，并投入使用，因此本次评估无法采用剩余法进行评估。

成本逼近法（以下简称“成本法”）是以开发土地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、应缴纳的税金（按照规定是必须支出的费用）和土地增值收益来推算土地价格的估价方法。成本法一般适用于新开发土地估价，不适用建成区域已开发土地估价。本次评估中玉象胡杨土地为工业用地，采用成本法可以准确的反映其价值，因此本次评估适宜采用成本法进行评估。

基准地价修正法是利用基准地价和基准地价修正系数表等评估成果，按照替代原则，就待估宗地的区域条件和个别条件等与其所处区域的平均条件（基准地价对应的条件）相比较，并对照修正系数表选取相应的修正系数对基准地价进行修正，进而求取待估宗地在评估期日价格的方法。玉象胡杨土地所处的阿克苏地区沙雅县无最新的基准地价参数，因此本次评估不宜选用基准地价系数修正法进行评估。

2、评估方法适用性分析

综上所述，根据本次评估的评估目的，结合玉象胡杨土地的具体情况，包括所处地理位置、周边市场情况、实际使用情况等，评估方法的适用性分析结果如下：

（1）本次评估的土地使用权适宜采用市场比较法、成本法；

（2）本次评估的土地使用权不适宜采用收益还原法、剩余法、基准地价修正法。

因此，本次评估确定采用市场比较法、成本法进行评估，最后将评估的结果再与当地市场上同类用地的地价水平进行分析、比较，求取最终的地价测算结果。

（三）主要土地使用权的评估方法

本次评估中，对主要土地使用权的采用的评估方法如下，均采用市场比较法、成本法进行评估：

序号	土地证编号	土地位置	土地面积 (m ²)	取得日期	评估方法	评估单价 (元/m ²)
1	新(2017)沙雅县不动产权证 0000835 号	沙雅县循环经济工业园区规划路 12 号路南侧	310,000.00	2011 年 12 月 27 日	市场比较法、成本法	84.03
2	新(2021)沙雅县不动产权证 0000975 号	沙雅县工业园区规划 12 号路以南团结路以西	633,015.63	2009 年 12 月 4 日	市场比较法、成本法	83.24
3	合同号: 2020-G-024	创业路南侧、团结路东侧、胜利路北侧区域	513,328.00	2021 年 4 月 1 日	市场比较法、成本法	86.43

(四) 土地使用权评估增值的合理性

通过对本次评估的土地使用权的账面价值核实、周边土地市场情况调查等，本次评估土地使用权评估增值的原因及合理性分析如下：

1、土地使用权取得时间较早，取得成本较低

玉象胡杨持有的部分土地使用权取得日期较早，为2009年、2011年取得，取得成本较低。且当地政府为招商引资，邀请玉象胡杨进驻沙雅县投资建厂，对玉象胡杨取得建筑用地的土地使用权出让价格给予了较大幅度的减免与优惠。综上，玉象胡杨的土地使用权在取得时成本相对较低，土地使用权账面价值为原始取得成本经摊销后的余额，因此土地使用权评估基准日账面价值也相对较低。

2、土地使用权评估价值与地方指导价格、可比土地交易价格接近

通过查阅国土资源部发布的《全国工业用地出让最低价标准》（国土资发[2006]307号），玉象胡杨所在的沙雅县，其土地按照全国土地等别划分为“十四等”，工业出让土地对应的最低价标准为84元/m²。

玉象胡杨土地所在地的附近范围内近期的同类型、同级别土地使用权出让成交案例情况如下：

（1）案例一：位于沙雅县工业园区友好路东侧、天山路西侧、天津路北侧区域，由阿克苏嘉惠纺织有限公司以有偿出让方式取得，土地级别为级外，土地用途为工业用地，土地面积为167,949.00平方米，交易期日为2022年1月26日，交

易时的使用年限为工业50年，交易时的宗地外土地开发程度达到“四通”（即通路、通电、上水），宗地内为场地平整，交易情况为正常交易，交易形式为挂牌，成交的土地单价为84.01元/平方米。

（2）案例二：位于沙雅县天津路南侧、天山路西侧地块区域，由沙雅县循环经济园区国有资产投资有限责任公司以有偿出让方式取得，土地级别为级外，土地用途为工业用地，土地面积为42,616.00平方米，交易期日为2021年11月30日，交易时的使用年限为工业50年，交易时的宗地外土地开发程度达到“四通”（即通路、通电、上水、下水），宗地内为场地平整，交易情况为正常交易，交易形式为挂牌，成交的土地单价为84.01元/平方米。

（3）案例三：位于沙雅县循环经济工业园区和谐路北侧、阿克苏新中意化工有限公司西侧、胜利路南侧区域，由沙雅瑞鑫储气能源有限公司以有偿出让方式取得，土地级别为级外，土地用途为工业用地，土地面积为163,031.00平方米，交易期日为2022年1月10日，交易时的使用年限为工业50年，交易时的宗地外土地开发程度达到“四通”（即通路、通电、上水、下水），宗地内为场地平整，交易情况为正常交易，交易形式为挂牌，成交的土地单价为84.03元/平方米。

本次所收集到的成交案例与本次评估的土地使用权在“区域因素”及“个别因素”方面完全相同，因此最终通过对成交案例出让日期时点与本次评估基准日时点之间的时间差异进行少量的量化修正后，得到本次评估的土地使用权在评估基准日的市场公允价值测算结果。根据上表，本次评估土地所有权的评估单价都在84元/平方米左右，与地方指导价格、可比土地交易价格接近。

综上，玉象胡杨土地使用权评估增值具有合理性，能够充分反映土地在评估基准日的市场公允价值。

二、结合递延收益科目的主要构成，补充披露递延收益评估大幅减值的原因及合理性

（一）递延收益科目的主要构成

本次评估的递延收益科目共涉及三个明细项，主要为政府补助，具体情况如下表所示：

单位：万元

序号	结算对象	发生日期	结算内容	账面价值
1	沙雅县财政局	2021 年 12 月	土建投资补偿	1,454.35
2	沙雅县财政局	2021 年 12 月	信用社贷款贴息补偿	700.11
3	沙雅县财政局	2021 年 12 月	2011 年度贷款贴息资金	441.14
合计				2,595.60

根据沙雅县财政局文件《关于落实新疆玉象胡杨化工有限公司有关招商引资优惠措施的决定》（沙财办[2012]65号）显示，玉象胡杨因项目规划区地耐力差，沙雅县财政局参照库车新成化工有限公司的地耐力，对此项目建设增加的土建投资进行补偿。本次补偿土建投资金额为2,792.35万元，预计摊销年限240个月，截至评估基准日已摊销金额为1,338.00万元，账面价值为1,454.35万元。

根据沙雅县财政局文件《关于实施新疆玉象胡杨化工有限公司有关招商引资优惠措施的批复》（沙财办[2012]67号）显示，玉象胡杨三聚氰胺项目对于推动工业强县目标、促进就业及维护社会稳定工作起到了重要的积极作用。沙雅县财政局对此项目主装置建设时贷款利息按商业银行同期贷款基准利率均摊补贴3年，共计2,367.20万元，其中1,023.00万元计入营业外收入，1,344.20万元为账面原值，预计摊销年限240个月，截至评估基准日已摊销金额644.09万元，账面价值700.11万元。

根据沙雅县人民政府文件《关于新疆金圣胡杨有限公司2011年度贷款贴息财政奖补资金的确认》、玉象胡杨财务凭证及2021年递延收益摊销表显示，沙雅县财政局对玉象胡杨2011年度贷款贴息资金补偿，补偿金额为1,000.00万元，其中189.26万元计入营业外收入，810.75万元为账面原值，预计摊销年限204个月，截至评估基准日已摊销金额为369.61万元，账面价值为441.14万元。

（二）递延收益评估减值的原因及合理性

本次评估中，玉象胡杨的递延收益均属于“政府补助”形式，而本次评估中递延收益所对应的相关义务均已履行完毕，与之相关的所得税尚未支付，因此评估结果为递延收益余额与企业所得税率的乘积。

递延收益的评估值 = 账面价值 × 所得税税率

$$= (1,454.35+700.11+441.14) \times 15\%$$

$$= 389.34 \text{ 万元}$$

因此，本次评估的递延收益账面价值 2,595.60 万元，评估价值 389.34 万元，评估减值 2,206.26 万元，评估减值率 85.00%。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

1、本次评估中对土地使用权的评估所采用的评估方法具有合理性。由于玉象胡杨所持土地使用权大部分取得日期较早，当地政府有招商引资的优惠政策，土地取得成本相对较低，账面价值较低，近年来随着社会经济发展，区域基础设施建设不断完善，本次评估基准日的土地价格相比原始取得初始土地价格已有较大幅提高。且玉象胡杨土地使用权在评估基准日的评估单价与地方指导价格、可比土地交易价格接近，玉象胡杨土地使用权评估增值具备合理性。

2、本次评估中递延收益科目的主要构成为政府补助，因递延收益对应的相关义务已履行完毕，仅所得税尚未支付，因此递延收益的评估价值为递延收益账面价值与企业所得税率的乘积，玉象胡杨递延收益评估减值具有合理性。

问题 18：申请文件显示，以 2021 年 12 月 31 日为评估基准日，玉树胡杨采用收益法评估的股东全部权益价值为 221,590 万元。较评估基准日账面值 162,720.65 万元，评估增值 58,869.35 万元，评估增值率 36.18%。请你公司：1）结合市场环境、生产线建设情况（如有）、行业周期性、市场规模及容量、产能利用率等，补充披露玉象胡杨、新疆金象收益法评估主要产品预测期销量确定过程及依据，较报告期变动的原因及合理性。2）补充披露玉象胡杨、新疆金象收益法评估预测期主要产品销售单价的确定过程及依据，较报告期变动的原因及合理性。3）列表补充披露玉象胡杨、新疆金象报告期、预测期收入、成本、费用及净利润等主要财务数据，结合产销量变化、产品价格变化、行业周期性、市场需求量、主要产品类型、竞争对手情况等，进一步分析预测期收入、净利润波动的原因及合理性。4）结合标的资产行业地位、市场竞争格局、近期同行业公司可比收购案例、最新业绩实现情况及与评估预测比对情况等，补充披露标的资产收益法评估增值的合理性及可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合市场环境、生产线建设情况（如有）、行业周期性、市场规模及容量、产能利用率等，补充披露玉象胡杨、新疆金象收益法评估主要产品预测期销量确定过程及依据，较报告期变动的原因及合理性

（一）主要产品的市场环境、市场规模、市场容量及行业周期性

标的公司主要产品包括三聚氰胺、硝酸铵、硝基复合肥、尿素等，分产品的市场环境、市场规模及容量情况如下：

1、三聚氰胺

三聚氰胺受下游建材等行业周期性波动影响，存在一定波动性特征，但从长周期历史数据来看，波动并不明显。近年来，受宏观经济变化、新冠疫情等因素影响，三聚氰胺市场环境发生了一定变化，呈现出供给侧、需求侧的波动。具体而言，2020 年上半年因国内疫情影响，部分国内三聚氰胺产线停产、下游产业停工、需求萎缩；下半年随国内疫情好转、国外疫情爆发，国内市场开始复苏、

国外市场需求收缩；2020 年全年国内总销量 130 万吨左右，整体仍保持稳定。2021 年随着疫情稍缓，全球经济重整，国外三聚氰胺生产装置复工率较低但下游需求复苏，在出口需求支撑下，国内三聚氰胺行情持续向好，销量、产能、产量均有增长，2021 年全年国内总销量达到 150 万吨，其中出口量约 50 万吨，为近年来的峰值。

就未来三聚氰胺市场来看，需求侧方面，短期内国外产能受疫情影响，供应缺口仍将存在，支撑出口需求维持高位；同时，国内下游相关行业的出口量亦有所增长，内需也将增加。长期来看，由于三聚氰胺独特优异的性能，在塑料、涂料、粘合剂、食品包装材料等多种生产领域广泛应用，随着国民经济、生活质量、环保意识的不断提高，其市场需求仍有发展空间。

在供给侧方面，2010 年以来，国家出台了一系列关于“淘汰落后产能、化解产能严重过剩矛盾”的指导政策和政策，加速推进化工行业的落后产能退出、落后工艺设备淘汰等，此后三聚氰胺产能增速放缓。随着行业落后产能淘汰、新增产能较少，供给端竞争格局趋于稳定，对于行业内生产规模大、生产装置先进的龙头企业是利好情况。

因此，2020 年-2021 年国内三聚氰胺产品受市场环境的影响，呈现短期波动，但从未来需求侧、供给侧角度来看，并结合历史数据，长期来看其市场容量将基本回落到历史平均水平，并随下游需求增加而平稳增长。但就标的公司而言，其主要依靠原材料成本、生产技术、循环产业链、产品结构多样化等多项优势，市场地位一直处于较高水平，2020 年与 2021 年分别实现 10.32 万吨与 10.23 万吨产量，接近设计产能，其销量并未因供给侧、市场规模、市场容量变化而大幅变动。因此，市场环境的变化不会对标的公司产品销量产生重大影响。

2、硝酸铵

在供给侧方面，我国硝酸铵属于民爆物品，受到国家的严格管控，企业需具备相应的生产和经营资质，因此行业进入壁垒较高、总产能相对稳定、行业集中度高。2018 年以来，我国硝酸铵年产能维持在 800-900 万吨，产量维持在约 400 万吨，供给端较为稳定。标的公司是新疆地区唯一的硝酸铵生产企业，区域内无直接竞争对手，主要根据下游市场需求进行生产，供需匹配。

在需求侧方面，硝酸铵可用于生产民爆行业所需工业炸药，主要应用于能源开采、基础设施建设等；或用于生产硝基复合肥等农用肥料。标的公司所处的新疆地区在矿山开采、基础设施建设的投资不断增加，西部盐碱土地也适合施用复合肥；因此，下游民爆行业、农业虽不存在明显周期性，但整体需求仍呈稳中有增。根据百川盈孚统计数据，2018年至2021年，我国硝酸铵表观消费量由约300万吨上涨至500万吨。

因此，从供给侧和需求侧分析，硝酸铵行业较为稳定，无明显周期性波动，标的公司硝酸铵产销量较为稳定，随下游需求变化略有波动。

3、复合肥

在供给侧方面，复合肥行业进入门槛低、行业参与者众多、产能较为分散；随着行业政策的陆续出台，限制低水平产能无序扩张、推行更为严格的环保政策、鼓励发展高效专用肥，提高了行业进入门槛，现存大型生产企业凭借综合实力扩大市场份额。根据百川盈孚统计数据，2017年至2021年，我国复合肥产能大致在5,300-6,000万吨，产量在2,600-3,000万吨，长期看较为稳定。

在需求侧方面，我国是化肥消费大国，下游农业需求无明显周期性，但复合肥兼具高效和环保的特点，适合我国土壤特性和现代农业需求，同时也是国家重点支持、鼓励发展的农用化工产品，未来需求空间较为广阔。根据百川盈孚统计数据，2000年以来，我国及新疆地区的复合肥施用量呈上升趋势，2020年全国复合肥施用量约2,200.00万吨，其中新疆地区约60.00万吨。

因此，复合肥行业在供给侧改革、下游需求开发的影响下，其发展较为稳定。标的公司作为新疆地区唯一取得复合肥登记证书的生产企业，占据稳定市场，未来产销量较为稳定。

4、尿素

在供给侧方面，2015年以前，我国尿素市场一直呈现供过于求格局，后经过国家政策引导、落后产能淘汰，产能、产量呈下降趋势，产销逐渐匹配。根据百川盈孚数据，2021年我国尿素产能降至约7,000万吨，产量降至约5,000万吨，行业产能集中度逐渐提升，预计未来供应端趋于稳定，以匹配下游需求量。

在需求侧方面，尿素主要农业领域发挥着重要作用，根据百川盈孚数据，2018年以来，我国尿素表观消费量稳定在 5,000 万吨，尿素需求波动不大，需求偏刚性，无明显周期性。标的公司生产的肥料主要销往新疆地区，尿素与复合肥产销量可灵活调整，下游农业需求整体较为稳定。

综上，硝酸铵、复合肥、尿素市场不存在明显波动，供需端较为稳定。三聚氰胺受下游建材等行业周期性波动影响，存在一定波动性特征，但从长周期历史数据来看，波动并不明显；近年来的剧烈波动主要受宏观经济、疫情、战争等因素影响，长期来看将回归稳定。

（二）生产线建设情况

截至本回复出具之日，标的公司主要产品无新增生产线计划，标的公司主要产品的产销量预测主要基于已建生产线及产能设计。

玉象胡杨主要通过天然气制备合成氨，并进一步生产尿素、三聚氰胺、硝酸铵等产品，以及通过将熔融氮肥混合磷肥、钾肥生产硝基复合肥，目前已形成年产 60 万吨尿素、46 万吨硝酸铵、11 万吨三聚氰胺、60 万吨复合肥。

新疆金象通过外购尿素作为原料，生产三聚氰胺、硝酸铵、硝基复合肥等产品，目前已形成年产 10 万吨三聚氰胺、20 万吨硝酸铵、30 万吨硝基复合肥，其中 2020 年新疆金象建成年产 20 万吨的硝酸铵装置，2021 年开始规模化生产。

（三）主要产品预测期销量确定过程及依据，较报告期变动的原因及合理性

1、玉象胡杨主要产品预测期销量确定过程及依据，较报告期变动的原因及合理性

玉象胡杨报告期及预测期主要产品的销量情况如下：

单位：万吨

项目	报告期		预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
三聚氰胺	10.32	10.23	9.30	9.80	10.00	10.00	10.00
硝酸铵	10.12	13.06	11.50	11.62	11.71	11.71	11.71

项目	报告期		预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
复合肥	13.73	22.24	15.00	15.15	15.27	15.27	15.27
尿素	33.11	24.61	23.50	23.74	23.92	23.92	23.92

从上表可知，玉象胡杨预测期各产品销量与报告期无重大差异，略有波动的原因如下：

（1）三聚氰胺受下游建材等行业周期性波动影响，存在一定波动性特征，但从长周期历史数据来看，波动并不明显。近年来，受宏观经济变化、新冠疫情等因素影响，三聚氰胺市场环境发生了一定变化，呈现出供给侧、需求侧的波动；但结合历史数据，长期来看其市场容量将基本回落到历史平均水平，并随下游需求增加而平稳增长。

就玉象胡杨而言，其主要依靠原材料成本、生产技术、循环产业链、产品结构多样化等多项优势，受市场环境变动、行业波动性变动的影响较小。在 2020 年-2021 年市场环境变动的情况下，销量稳定在 10.32 万吨、10.23 万吨，产能利用率分别为 94.27%、96.36%，接近设计产能。

因此预测期内三聚氰胺销量稳定，为 9-10 万吨/年，接近于产品设计产能，产能利用率稳定在 90%左右。其中，2022 年预测销量为 9.30 万吨/年，产能利用率 84.55%，略低于报告期及其他预测期年度，主要因为 2022 年初三聚氰胺生产线停工检修影响，未来将逐步提升至 10 万吨/年并保持稳定。

（2）硝酸铵行业市场环境稳定、周期性较弱，长期来看供需结构、市场规模稳定。就玉象胡杨而言，2021 年受新疆地区民爆等行业景气度、下游需求提升影响，硝酸铵销量由 2020 年的 10.12 万吨增至 13.06 万吨，产能利用率由 22.09% 增至 28.58%。

因此预测期硝酸铵销量主要考虑 2020 年销量，并结合 2021 年销量增长趋势，预测短期内呈现小幅增长趋势，长期趋于稳定；预测期销量稳定在 11.50-11.71 万吨，产能利用率稳定在 25.00-25.45%。

（3）复合肥行业市场环境稳定、周期性较弱，长期来看供需结构、市场规

模稳定。就玉象胡杨而言，2021 年国内疫情好转，终端客户对复合肥的需求提升，标的公司凭借库存优势和定价优势等，迅速抢占市场，当年销量由 2020 年的 13.73 万吨增至 22.23 万吨，产能利用率由 21.72%增至 23.72%，该增幅有一定特殊性。

因此预测期复合肥销量主要考虑 2020 年销量，并结合 2021 年销量增长趋势，预测短期内呈现小幅增长趋势，长期趋于稳定；销量稳定在 15.00-15.27 万吨，产能利用率稳定在 25.00-25.45%。

（4）尿素行业市场环境稳定、周期性较弱，长期来看供需结构、市场规模稳定。就玉象胡杨而言，尿素属于平衡其他产品的副产品，销量受生产计划影响较大，2020 年和 2021 年销量分别为 33.11 万吨、24.61 万吨，产能利用率分别为 55.19%、41.02%。

因此预测期尿素销量主要考虑 2020 年与 2021 年平均销量水平，及未来生产计划，总体稳定在 23.50-23.92 万吨，产能利用率稳定在 39.17-39.87%，。

2、新疆金象主要产品预测期销量确定过程及依据，较报告期变动的原因及合理性

新疆金象报告期及预测期主要产品的销量情况如下：

单位：万吨

项目	报告期		预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
三聚氰胺	8.29	8.72	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80
硝酸铵	0.43	12.49	13.80	13.80	13.80	13.80	13.80
复合肥	1.96	5.23	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

从上表可知，新疆金象预测期各产品销量较为稳定，报告期内硝酸铵和复合肥销量呈快速增长趋势，波动原因如下：

（1）鉴于标的公司三聚氰胺销量受市场环境变动、行业波动性变动的影响较小，2020 年与 2021 年销量分别为 8.29 万吨、8.72 万吨，产能利用率分别为 82.53%、86.79%，随着新疆金象熔盐炉技改项目的完成，产销量呈上升趋势。

此外新疆金象暂无新增生产线计划，因此预测期三聚氰胺销量稳定，接近产品设计产能，销量在 9.8 万吨/年，产能利用率在 98%。

(2) 硝酸铵行业市场环境稳定、周期性较弱，长期来看供需结构、市场规模稳定。就新疆金象而言，2020 年硝酸铵尚未进行规模生产，产量仅 0.43 万吨；2021 年进入规模生产后，产量骤增至 12.49 万吨，产能利用率 62.23%。

鉴于新疆金象硝酸铵生产线已建成并规模生产，因此预测期硝酸铵产量主要考虑 2021 年销量，并结合 2021 年销量增长趋势，预测短期内呈现小幅增长趋势，长期趋于稳定；预测期销量稳定在 13.80 万吨/年，产能利用率稳定在 69.00%。

(3) 复合肥行业市场环境稳定、周期性较弱，长期来看供需结构、市场规模稳定。就新疆金象而言，2021 年国内疫情好转，终端客户对复合肥的需求提升，标的公司凭借库存优势和定价优势等，迅速抢占市场，当年销量由 2020 年的 1.96 万吨增至 5.23 万吨，产能利用率由 6.78%增至 10.08%，该增幅有一定特殊性。

因此预测期复合肥销量主要考虑 2020 年销量，并结合 2021 年销量增长趋势，预测短期内呈现小幅增长趋势，长期趋于稳定；销量稳定在 2.00 万吨，产能利用率稳定在 6.67%。

综上，玉象胡杨与新疆预测期各产品销量均主要考虑报告期平均水平，并结合下游市场需求稳中略增的预期，长期趋于稳定，其预测期销量具有合理性。

二、补充披露玉象胡杨、新疆金象收益法评估预测期主要产品销售单价的确定过程及依据，较报告期变动的原因及合理性

(一) 玉象胡杨收益法评估预测期主要产品销售单价的确定过程及依据，较报告期变动的原因及合理性

玉象胡杨主要产品销售单价的预测期情况如下：

单位：元/吨，不含税

玉象胡杨	报告期		预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
三聚氰胺	4,100.03	8,942.64	7,654.87	7,654.87	6,898.91	6,898.91	6,548.48

玉象胡杨	报告期		预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
硝酸铵	1,703.04	1,897.65	1,936.13	1,916.89	1,916.89	1,916.89	1,916.89
复合肥	1,867.59	1,863.94	2,182.87	2,023.41	2,023.41	2,023.41	2,023.41
尿素	1,258.82	1,695.40	1,972.48	1,972.48	1,777.69	1,777.69	1,687.39

1、三聚氰胺预测单价合理性分析

玉象胡杨 2020 年、2021 年三聚氰胺销售单价分别为 4,100.03 元/吨、8,942.64 元/吨，预测期 2022 年至 2026 年，三聚氰胺销售单价分别为 7,654.87 元/吨、7,654.87 元/吨、6,898.91 元/吨、6,898.91 元/吨、6,548.48 元/吨。预测期销售单价的确定过程及依据如下：

2020 年因上半年疫情影响，我国三聚氰胺部分生产装置停产，下游产业停工，需求萎缩，三聚氰胺市场处于低迷期，价格处于低位。2021 年，疫情后全球需求复苏，因部分国家装置停车或生产不稳，供应缺口扩大，三聚氰胺市场在出口支撑下开始回暖，价格呈现急速上涨趋势，远超历史平均售价。2022 年初，受疫情再起、终端需求不佳、下游客户提前放假等影响，三聚氰胺价格又出现了较大的回落。根据百川盈孚统计数据，2020 年国内三聚氰胺现货价处于 5,000 元/吨左右的历史低位；2021 年全年价格位于 7,000-20,000 元/吨的高位，于 11 月突破 20,000 元/吨后，2022 年初价格又回落至 9,000-10,000 元/吨。

综上，报告期内三聚氰胺价格波动较大，其价格远超历史平均合理价位。因此，三聚氰胺预测期 2022 年、2023 年销售单价主要考虑 2022 年 2-3 月现场勘察阶段的实际售价，结合当时三聚氰胺价格回落的事实，预测单价为 7,654.87 元/吨；稳定期 2026 年销售单价主要考虑历史多年的市场售价和企业定价策略，为 6,548.48 元/吨；预测期其他年度的销售单价呈下降趋势，向稳定期价格靠拢。

2、硝酸铵预测单价合理性分析

玉象胡杨 2020 年、2021 年硝酸铵销售单价分别为 1,703.04 元/吨、1,897.65 元/吨，预测期 2022 年，硝酸铵销售单价为 1,936.13 元/吨，2023 年至 2026 年，硝酸铵销售单价都为 1,916.89 元/吨。预测期销售单价的确定过程及依据如下：

报告期内，因天然气、煤炭、液氨等原材料价格上涨，硝酸铵市场价格整体呈上涨趋势。根据百川盈孚统计数据，2020 年硝酸铵市场均价约 2,000 元/吨；2021 年硝酸铵价格上涨趋势较为明显，自 2,000 元/吨逐步上涨至 2,700 元/吨，全年市场均价达 2,300 元/吨；2022 初又略涨至约 2,800 元/吨。

综上，结合报告期内硝酸铵价格呈现上升趋势，预测期 2022 年销售单价主要考虑到现场勘察阶段的实际售价，即当时硝酸铵持续上涨的趋势，预测销售单价为 1,936.13 元/吨；预测期 2023 年至 2026 年销售单价基本维持在 2021 年、2022 年的平均水平，为 1,916.89 元/吨。

3、复合肥预测单价合理性分析

玉象胡杨 2020 年、2021 年复合肥销售单价分别为 1,867.59 元/吨、1,863.94 元/吨，预测期 2022 年，复合肥销售单价为 2,182.87 元/吨，2023 年至 2026 年，复合肥销售单价都为 2,023.41 元/吨。预测期销售单价的确定过程及依据如下：

2021 年，疫情后全球经济复苏，及货币宽松背景下，国际化肥供应缺口较大，在钾肥、磷肥等原材料成本上涨影响下，复合肥价格涨幅也较为明显。根据同花顺数据，国产三元复合肥 2020 年市场平均价格约 2,400 元/吨，相对保持稳定；2021 年市场价格上涨趋势较为明显，全年平均价格约 2,800 元/吨；2022 年初市场价格延续上涨趋势，平均价格进一步上涨至约 3,300 元/吨。

综上，结合报告期内硝基复合肥价格呈现上升趋势，预测期 2022 年销售单价主要考虑到现场勘察阶段的实际售价，即当时复合肥持续上涨的趋势，预测销售单价为 2,182.87 元/吨；预测期 2023 年至 2026 年销售单价基本维持在 2021 年、2022 年的平均水平，为 2,023.41 元/吨。

4、尿素预测单价合理性分析

玉象胡杨 2020 年、2021 年尿素销售单价分别为 1,258.82 元/吨、1,695.40 元/吨，预测期 2022 年、2023 年，尿素销售单价为 1,972.48 元/吨，2024 年至 2025 年，尿素销售单价为 1,777.69 元/吨，2026 年，尿素销售单价为 1,687.39 元/吨。预测期销售单价的确定过程及依据如下：

2021 年起，受疫情影响，尿素出口需求显著增长，叠加国内能耗双控、装

置停车技改导致的供给收缩，致使尿素价格上涨明显。根据同花顺数据，2020年西北地区小颗粒尿素平均价格约为1,500元/吨；2021年，价格上涨趋势较为明显，全年平均价格约2,200元/吨；2022年初，价格仍然维持增长趋势，平均价格爬升至约2,700元/吨。

综上，结合报告期内尿素价格呈现上升趋势，预测期2022年销售单价主要考虑到现场勘察阶段的实际售价，即当时尿素持续上涨的趋势，预测销售单价为1,972.48元/吨；预测期2023年至2026年，尿素销售单价与三聚氰胺价格呈现一定联动变化，波动趋势保持一致，2023年预测单价为1,972.48元/吨，2024年至2025年预测单价为1,777.69元/吨，2026年预测单价为1,687.39元/吨。

（二）新疆金象收益法评估预测期主要产品销售单价的确定过程及依据，较报告期变动的原因及合理性

新疆金象主要产品销售单价的预测期情况如下：

单位：元/吨，不含税

新疆金象	报告期		预测期				
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
三聚氰胺	4,096.12	9,464.71	7,699.12	7,699.12	7,103.71	7,103.71	6,592.73
硝酸铵	1,624.86	2,212.94	2,762.02	2,487.48	2,487.48	2,487.48	2,487.48
复合肥	1,604.76	1,663.55	2,221.24	1,888.12	1,888.12	1,888.12	1,888.12

玉象胡杨与新疆金象预测期主要产品销售单价的预测逻辑基本一致，具体情况如下：

1、三聚氰胺预测单价合理性分析

新疆金象2020年、2021年三聚氰胺销售单价分别为4,096.12元/吨、9,464.71元/吨，预测期2022年至2026年，三聚氰胺销售单价分别为7,699.12元/吨、7,699.12元/吨、7,103.71元/吨、7,103.71元/吨、6,592.73元/吨。

新疆金象预测期销售单价的确定过程及依据与玉象胡杨基本一致，但具体销售单价根据公司定价政策，在玉象胡杨预测数值基础上增加一定金额。

2、硝酸铵预测单价合理性分析

新疆金象 2020 年、2021 年硝酸铵销售单价分别为 1,624.86 元/吨、2,212.94 元/吨，预测期 2022 年，硝酸铵销售单价为 2,762.02 元/吨，2023 年至 2026 年，硝酸铵销售单价为 2,487.48 元/吨。

新疆金象预测期销售单价的确定过程及依据与玉象胡杨基本一致。但具体销售单价高于玉象胡杨硝酸铵产品，主要因产品差异所致。新疆金象主要生产销售其优势产品多孔硝酸铵，相比普通硝酸铵，多孔硝酸铵具有松散性和流动性特征，适用于现场配比、现场使用，可以机械混合、装药、节省劳力和减轻工人的劳动强度，符合当前民爆行业政策鼓励的降库存、现场混装的要求，因此多孔硝酸铵预测销售单价略高于普通硝酸铵具有合理性。

3、复合肥预测单价合理性分析

新疆金象 2020 年、2021 年复合肥销售单价分别为 1,604.76 元/吨、1,663.55 元/吨，预测期 2022 年，复合肥销售单价为 2,221.24 元/吨，2023 年至 2026 年，复合肥销售单价都为 1,888.12 元/吨。新疆金象预测期销售单价的确定过程及依据与玉象胡杨基本一致。

综上，玉象胡杨、新疆金象收益法评估预测期主要产品销售单价综合考虑了现场勘察阶段的实际售价、报告期内的平均售价和长周期的历史平均售价，预测过程及依据较为谨慎，具备合理性。

三、列表补充披露玉象胡杨、新疆金象报告期、预测期收入、成本、费用及净利润等主要财务数据，结合产销量变化、产品价格变化、行业周期性、市场需求量、主要产品类型、竞争对手情况等，进一步分析预测期收入、净利润波动的原因及合理性

（一）玉象胡杨、新疆金象报告期、预测期收入、成本、费用及净利润等主要财务数据

1、玉象胡杨报告期、预测期收入、成本、费用及净利润等主要财务数据

本次收益法评估中，玉象胡杨收入、成本、费用及净利润的情况如下：

单位：万元

项目	报告期		预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	130,302.30	206,481.39	176,584.08	178,759.66	168,895.47	168,895.47	163,230.80
减：营业成本	104,837.97	113,908.70	116,268.02	120,392.57	125,251.70	128,913.09	132,057.63
税金及附加	1,033.15	1,953.83	1,570.98	1,584.73	1,522.41	1,522.41	1,486.62
销售费用	1,151.56	1,532.77	1,589.24	1,653.71	1,720.01	1,793.35	1,865.69
管理费用	8,884.72	10,363.75	10,385.47	10,245.40	10,595.36	10,966.82	11,326.87
研发费用	728.12	1,480.65	1,371.30	1,429.25	1,490.08	1,553.93	1,620.96
财务费用	682.82	1355.31	-	-	-	-	-
利润总额	9,643.53	75,352.42	45,399.06	43,454.00	28,315.91	24,145.87	14,873.03
净利润	8,132.02	64,338.77	38,589.20	36,935.90	24,068.53	20,523.99	12,642.07

根据上表，玉象胡杨预测期收入呈现一定的下降趋势，平均降幅约为 2%，结合前述预测期销量和销售单价的预测，趋势一致，具备合理性；预测期净利润呈现明显下降趋势，平均降幅约为 25%，其中，报告期、预测期营业成本和期间费用占营业收入占比如下：

项目	报告期		预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业成本	80.46%	55.17%	65.84%	68.18%	70.93%	73.00%	74.78%
税金及附加	0.79%	0.95%	0.89%	0.90%	0.86%	0.86%	0.84%
销售费用	0.88%	0.74%	0.90%	0.94%	0.97%	1.02%	1.06%
管理费用	6.82%	5.02%	5.88%	5.80%	6.00%	6.21%	6.41%
研发费用	0.56%	0.72%	0.78%	0.81%	0.84%	0.88%	0.92%
财务费用	0.52%	0.66%	-	-	-	-	-
利润总额	7.40%	36.49%	25.71%	24.61%	16.04%	13.67%	8.42%
净利润	6.24%	31.16%	21.85%	20.92%	13.63%	11.62%	7.16%

根据上表，玉象胡杨预测期营业成本占营业收入的比例逐年上升；税金及附加、销售费用、管理费用、研发费用占营业收入的比例均较为稳定，维持在约 0.9%、1%、6%、0.8%左右，与报告期平均水平不存在显著差异；利润总额、净利润占营业收入的比例逐年下降；综上，报告期、预测期期间费用的波动较小，造成净利润波动的主要原因为营业收入和营业成本，即毛利波动。

2、新疆金象报告期、预测期收入、成本、费用及净利润等主要财务数据

本次收益法评估中，新疆金象收入、成本、费用及净利润的情况如下：

单位：万元

项目	报告期		预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	49,841.20	122,908.12	123,999.85	119,119.25	113,284.25	113,284.25	108,276.63
减：营业成本	51,752.22	85,574.48	96,482.67	96,881.71	92,738.75	93,321.54	89,955.25
税金及附加	420.75	1,213.15	1,181.24	1,150.18	1,113.05	1,113.05	1,081.19
销售费用	1,003.66	603.96	617.88	632.84	647.74	665.58	681.97
管理费用	3,430.53	4,373.34	4,337.34	4,429.56	4,521.86	4,619.11	4,719.23
财务费用	5,771.43	2,371.74	-	-	-	-	-
利润总额	-14,475.00	24,347.29	21,380.72	16,024.95	14,262.85	13,564.96	11,838.99
净利润	-14,659.70	20,649.55	18,173.61	13,621.21	12,123.42	11,530.22	10,063.14

根据上表，新疆金象预测期收入呈现一定的下降趋势，平均降幅约为 3%，结合前述预测期销量和销售单价的预测，趋势一致，具备合理性；预测期净利润呈现较为明显下降趋势，平均降幅约为 14%，其中，报告期、预测期营业成本和期间费用占营业收入占比如下：

项目	报告期		预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业成本	103.83%	69.62%	77.81%	81.33%	81.86%	82.38%	83.08%
税金及附加	0.84%	0.99%	0.95%	0.97%	0.98%	0.98%	1.00%
销售费用	2.01%	0.49%	0.50%	0.53%	0.57%	0.59%	0.63%
管理费用	6.88%	3.56%	3.50%	3.72%	3.99%	4.08%	4.36%
财务费用	-29.04%	19.81%	-	-	-	-	-
利润总额	-29.41%	16.80%	17.24%	13.45%	12.59%	11.97%	10.93%
净利润	-29.41%	16.80%	14.66%	11.43%	10.70%	10.18%	9.29%

根据上表，新疆金象预测期营业成本占营业收入的比例逐年略有上升；税金及附加、销售费用、管理费用占营业收入的比例均较为稳定，维持在约 1%、0.5%、4%左右，与报告期平均水平不存在显著差异；利润总额、净利润占营业收入的比例逐年略有下降；综上，与玉象胡杨情况类似，新疆金象报告期、预测期期间

费用的波动较小，造成净利润波动的主要原因为营业收入和营业成本，即毛利波动。

（二）结合产销量变化、产品价格变化、行业周期性、市场需求量、主要产品类型、竞争对手情况等，进一步分析预测期收入、净利润波动的原因及合理性

1、玉象胡杨预测期收入、净利润波动的原因及合理性

（1）收入波动合理性

单位：万元

项目	报告期		预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	130,302.30	206,481.39	176,584.08	178,759.66	168,895.47	168,895.47	163,230.80
其中：三聚氰胺	42,321.52	91,474.18	71,190.27	75,017.70	68,989.12	68,989.12	65,484.82
硝酸铵	17,231.47	24,778.62	22,265.50	22,264.66	22,442.78	22,442.78	22,442.78
复合肥	25,634.89	41,450.09	32,743.05	30,654.62	30,899.86	30,899.86	30,899.86
尿素	41,684.04	41,725.86	46,353.28	46,816.81	42,530.98	42,530.98	40,370.61

玉象胡杨主要产品包括三聚氰胺、硝酸铵、复合肥及尿素等。玉象胡杨报告期、预测期主要收入来源为三聚氰胺，预测收入占比达到40%；其次为尿素，预测收入占比达到25%。玉象胡杨预测期营业收入的波动主要为产品预测收入/销售单价的波动。

参见本题回复之“一、结合市场环境、生产线建设情况（如有）、行业周期性、市场规模及容量、产能利用率等，补充披露玉象胡杨、新疆金象收益法评估主要产品预测期销量确定过程及依据，较报告期变动的原因及合理性”及“二、补充披露玉象胡杨、新疆金象收益法评估预测期主要产品销售单价的确定过程及依据，较报告期变动的原因及合理性”。

（2）净利润波动合理性

根据前述分析，标的公司的期间费用率较为稳定，预测期净利润波动的主要原因为毛利波动，以下将分析标的公司毛利波动的原因及合理性。

单位：万元

项目	报告期		预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
毛利	25,464.33	92,572.69	60,316.06	58,367.09	43,643.77	39,982.38	31,173.17
其中：三聚氰胺	9,877.02	58,245.44	32,468.82	33,015.71	24,512.51	22,773.22	17,700.33
硝酸铵	6,737.93	11,123.98	9,094.94	8,855.10	8,627.85	8,289.28	8,070.74
复合肥	487.22	3,674.42	1,102.77	-392.01	-773.79	-1,203.14	-1,479.09
尿素	7,334.10	16,030.76	16,345.54	15,679.64	10,125.03	9,041.21	5,861.31

根据上表，玉象胡杨报告期、预测期主要毛利来源为三聚氰胺，预测毛利占比达到50-60%，较为稳定，其次主要来源于尿素、硝酸铵等产品。

玉象胡杨预测期各产品毛利波动，除营业收入下降带来毛利下降的因素外，主要因为产品单位成本上升。标的公司各产品生产的主要原材料为天然气。随着新冠肺炎疫情逐步好转，在供不应求的市场环境下，2022年以来天然气价格快速拉升；随着全球能源转型逐步升级，天然气资源的战略地位逐步走高，近年来围绕天然气资源的争夺战也愈发激烈。因此本次收益法评估中，预测天然气价格呈上涨趋势，因此产品单位成本上升、毛利率下降，净利润呈下降趋势具备合理性。

此外，预测期复合肥毛利出现负值情况，主要因为：① 从价格方面看，标的公司所处新疆地区，下游客户用肥习惯经常变化、对于肥料价格较为敏感，下游客户会根据价格变化在复合肥、尿素之间变化选择，若尿素价格低于复合肥，则下游客户会转向购买尿素。且复合肥虽然适用于西部盐碱地、施肥效果更好，但目前仍处于开拓市场阶段，标的公司仍在积极宣传和普及施用复合肥的优势，为鼓励下游客户从施用单质肥转向复合肥，复合肥定价不宜过高。② 从动态生产方面看，在实际生产过程中，标的公司会根据市场需求变化调节尿素、复合肥的产量和定价，而收益法预测中难以考虑上述动态平衡过程，主要基于静态平衡预测，因此会出现复合肥负毛利生产的情况，具备合理性。

2、新疆金象预测期收入、净利润波动的原因及合理性

（1）收入波动合理性

单位：万元

项目	报告期		预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	49,841.20	122,908.12	123,999.85	119,119.25	113,284.25	113,284.25	108,276.63
其中：三聚氰胺	33,946.48	82,496.27	75,451.38	75,451.38	69,616.38	69,616.38	64,608.75
硝酸铵	693.80	27,644.59	38,115.82	34,327.19	34,327.19	34,327.19	34,327.19
复合肥	3,143.27	8,696.75	4,442.48	3,776.23	3,776.23	3,776.23	3,776.23

新疆金象主要产品包括三聚氰胺、硝酸铵及复合肥等。新疆金象报告期、预测期主要收入来源为三聚氰胺，预测收入占比达到60%；其次为硝酸铵，预测收入占比达到10%。新疆金象预测期营业收入的波动主要为产品预测收入/销售单价的波动。

参见本题回复之“一、结合市场环境、生产线建设情况（如有）、行业周期性、市场规模及容量、产能利用率等，补充披露玉象胡杨、新疆金象收益法评估主要产品预测期销量确定过程及依据，较报告期变动的原因及合理性”及“二、补充披露玉象胡杨、新疆金象收益法评估预测期主要产品销售单价的确定过程及依据，较报告期变动的原因及合理性”。

（2）净利润波动合理性

根据前述分析，标的公司的期间费用率较为稳定，预测期净利润波动的主要原因毛利波动，以下将分析标的公司毛利波动的原因及合理性。

单位：万元

项目	报告期		预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
毛利	-1,911.02	37,333.64	27,517.18	22,237.54	20,545.50	19,962.71	18,321.38
其中：三聚氰胺	3,134.66	31,090.07	12,358.09	12,045.63	10,586.70	10,296.19	8,956.02
硝酸铵	-155.48	6,874.52	14,033.83	9,962.30	9,773.62	9,544.78	9,305.99
复合肥	-581.96	-1,029.66	-122.61	-547.67	-559.94	-582.30	-605.93

根据上表，新疆金象报告期、预测期主要毛利来源为三聚氰胺和硝酸铵，预测毛利占比各约50%，较为稳定。

新疆金象预测期各产品毛利波动，除营业收入下降带来毛利下降的因素外，主要因为产品单位成本上升。与玉象胡杨差异在于，新疆金象各产品单位成本上升除受能源价格上涨影响外，还受外购尿素成本上升影响。新疆金象通过外购尿素作为原材料，生产三聚氰胺、硝酸铵、硝基复合肥等产品，而预测期，尿素价格与三聚氰胺价格呈现一定联动变化，因此在三聚氰胺价格处于较高位的情况下，尿素采购成本也较高，因此产品单位成本上升、毛利率下降，净利润呈下降趋势具备合理性。

预测期复合肥毛利出现负值的主要原因与玉象胡杨一致，另从生产方面看，新疆金象生产硝基复合肥、硝酸铵的原材料液氨来自三聚氰胺的生产尾气，产量约8.5万吨，从而限制了下游的产量，且新疆金象的优势产品多孔硝酸铵的单价更高、毛利更高，因此新疆金象会根据产品市场供需与竞争情况，调整两者的生产比例、产量，而收益法预测难以量化考虑上述动态平衡过程，主要基于静态平衡预测，因此会出现复合肥负毛利生产的情况，具备合理性。

四、结合标的资产行业地位、市场竞争格局、近期同行业公司可比收购案例、最新业绩实现情况及与评估预测比对情况等，补充披露标的资产收益法评估增值的合理性及可实现性

（一）标的资产行业地位、市场竞争格局

1、三聚氰胺

2018年以来，随着三聚氰胺行业落后产能退出、供给侧结构优化，三聚氰胺产能产量已逐渐向大型生产企业集中，行业集中程度提高、龙头企业优势凸显。相比以熔融尿素生产三聚氰胺，或生产规模较小、生产能耗较高的同行业企业，标的公司地处新疆，拥有稳定的天然气原料供应，生产成本优势成为关键竞争力。

根据百川盈孚统计数据，2021年我国三聚氰胺产能约200万吨、产量约150万吨；标的公司合并口径产能21万吨、产量约20万吨，产能占国内总产能约10%，产量占国内总产量13%，位居行业首位。

2、硝酸铵

硝酸铵属于民爆产品，受到国家的严格管控，行业进入壁垒较高，因此硝酸

铵行业集中程度较高，主要生产企业及产能变化不大。且硝酸铵生产依赖于原材料地理分布，产成品对运输和存储要求较高，其销售半径一般为500公里，因此生产企业之间不存在直接、明显竞争关系。标的公司作为新疆地区唯一的硝酸铵生产企业，且西部地区基础建设对民爆产品需求大，标的公司临近消费市场，下游需求有保障。

根据百川盈孚统计数据，2021年我国硝酸铵产能约860万吨、产量约360万吨；标的公司合并口径产能66万吨、产量约25万吨，产能占国内总产能约8%，产量占国内总产量7%，位居行业前十大。

3、复合肥

历史期，我国复合肥行业生产企业众多、市场竞争激烈。随着行业政策完善，提出更为严格的生产环保要求，重点发展高端复合肥产品，鼓励兼并重组以提高行业集中度；综合上述政策要求，大型生产企业有望凭借过硬的产品品质、强有力的品牌影响力、差异化服务扩大市场份额。标的公司是新疆地区唯一取得硝基复合肥登记证书的生产企业，且西部地区的干旱盐碱土壤适合施用硝基复合肥，具备独有优势。

根据百川盈孚统计数据，2021年我国复合肥产能约6,000万吨、产量约2,600万吨；标的公司合并口径产能90万吨、产量约17万吨，产能、产量占全国指标较低。但结合上述区域优势，标的公司在新疆地区占据稳定市场。

4、尿素

2015年及以前，我国尿素生产企业数量众多、产能分散且过剩、市场竞争激烈。2016年开始，国家推行落后产能淘汰，叠加环保政策收紧，尿素行业经历了大规模产能出清和产线工艺升级改造，尿素企业呈现大型化、集团化发展趋势，优质产能集中。标的公司生产的尿素销往新疆地区，面向下游经销商、种植户、农户，且标的公司天然气采购具备成本优势，尿素价格具有竞争力，在新疆地区的化肥市场占有率较高、行业地位较高。

根据百川盈孚统计数据，2021年我国尿素产能约7,000万吨、产量约4,700万吨；标的公司合并口径产能60万吨、产量约60万吨，产能、产量占全国指标较低。

但标的公司生产的尿素主要面向新疆市场，或自用生产三聚氰胺，外销或自用量较为稳定。

综上，标的公司依托于天然气等原材料成本优势、靠近消费市场优势等，在各产品细分市场上或区域市场上，均具备一定的行业地位和竞争优势。该等行业地位和竞争优势增强了公司的抗风险能力、减弱了周期性波动时的不利影响，有助于确保未来盈利能力的持续性与稳定性。因此预测期硝酸铵、复合肥、尿素的销量、销售单价基本位于报告期平均水平或稳定生产时水平；鉴于三聚氰胺产品近期的波动较为明显，基于谨慎性原则，综合考虑了报告期均价、2022年售价及历史市场均价。预测结果具备合理性、谨慎性。

（二）近期同行业可比收购案例

近期，同行业可比交易收购案例及评估结果如下：

上市公司	上市公司	标的资产	标的公司主营业务	评估基准日	收益法评估增值率
600370.SH	三房巷	海伦石化 100%股权	瓶级聚酯切片与 PTA	2019-08-31	101.82%
600328.SH	中盐化工	氯碱化工 100%股权	聚氯乙烯树脂（PVC）、烧碱、电石、液氯、工业盐酸	2018-06-30	46.50%
		高分子公司 100%股权	糊树脂		125.43%
		纯碱业务经营性资产及负债	纯碱产品		104.22%
		中盐昆山 100%股权	纯碱、氯化铵、合成氨		55.04%
600800.SH	渤海化学	渤海石化 100%股权	丙烯	2018-06-30	5.65%
000301.SZ	东方盛虹	斯尔邦 100% 股权	煤化工产品、基础化工原料、精细化学品	2021-03-31	74.07%
002469.SZ	三维化学	诺奥化工 72.53%股权	正丙醛、正丙醇、异丙醇、戊醛、戊醇等高纯度产品	2019-12-31	62.23%
600727.SH	鲁北化工	金海钛业 100%股权	钛白粉、硫酸亚铁、纯水	2019-09-30	9.18%
		祥海钛业 100%股权	钛白粉、钛钨粉、硫酸亚铁、纯水		仅采用资产基础法
600810.SH	神马股份	尼龙化工公司	尼龙 66 盐及其中间体	2019-12-31	11.95%

上市公司	上市公司	标的资产	标的公司主营业务	评估基准日	收益法评估增值率
		37.72%股权	产品的研发、生产和销售		
300655.SZ	晶瑞电材	载元派尔森 100%股权	NMP、GBL、2-P、 电解液、氢气等	2019-04-30	64.16%
600075.SH	新疆天业	天能化工 100%股权	普通 PVC、烧碱、水 泥	2019-05-31	42.58%
002453.SZ	华软科技	奥得赛化学 98.94%股权	荧光增白剂类产品	2019-12-31	377.04%
平均值					56.16%
中位数					62.23%
玉象胡杨 100%股权				2021-12-31	36.18%

根据上表，同行业可比交易案例的收益法评估增值率平均值为56.16%、中位数为62.23%，标的公司收益法评估增值率36.18%，略低于行业平均水平，但仍处于合理区间。

（三）最新业绩实现情况及与评估预测比对情况

标的公司 2022 年 1-6 月业绩实现情况如下：

单位：万元			
玉象胡杨	2022 年预测数	2022 年 1-6 月实际数	完成率
营业收入	176,584.08	136,366.06	77.22%
利润总额	45,399.06	60,431.81	133.11%
净利润	38,589.20	52,262.82	135.43%
新疆金象	2022 年预测数	2022 年 1-6 月实际数	完成率
营业收入	123,999.85	59,633.73	48.09%
利润总额	21,380.72	8,651.86	40.47%
净利润	18,173.61	7,812.13	42.99%

由上表可知，玉象胡杨 2022 年 1-6 月已实现业绩情况均远超全年业绩预测 50%，其中营业收入达预测收入的 77.22%，利润总额达 133.11%，净利润达 135.43%，部分业绩指标已超全年预测数据，总体业绩完成度高。新疆金象 2022 年 1-6 月已实现业绩情况均接近全年业绩预测 50%，其中营业收入达预测收入的 48.09%，利润总额达 40.47%，净利润达 42.99%；受上 2022 年上半年熔盐炉煤

改气项目的影响，新疆金象上半年产能利用率稍有下降，业绩完成情况略不及预测，但随着7月份技改工作完成，下半年公司产能利用率将进一步提升，业绩实现具有可实现性。

（四）标的资产收益法评估增值的合理性及可实现性

综上所述，标的公司收益法评估增值的合理性及可实现性分析如下：

1、标的公司的行业地位、市场竞争格局有助于确保未来盈利的持续性与稳定性，预测期考虑报告期、历史市场均价具有合理性

根据前述分析，标的公司依托于原材料成本优势、临近消费市场又是等，在各产品细分市场上或区域市场上，均具备一定的行业地位和竞争优势。该等行业地位和竞争优势增强了公司的抗风险能力、减弱了周期性波动时的不利影响，有助于确保未来盈利能力的持续性与稳定性。因此预测期硝酸铵、复合肥、尿素的销量、销售单价基本位于报告期平均水平或稳定生产时水平；鉴于三聚氰胺产品近期的波动较为明显，基于谨慎性原则，综合考虑了报告期均价、2022年售价及历史市场均价。预测结果具备合理性、谨慎性。

2、对比近期同行业可比收购案例，标的公司收益法评估增值率位于合理区间

根据上述近期同行业可比收购案例，收益法评估增值率平均值为75.41%、中位数为27.33%，标的公司收益法评估增值率为36.18%，略低于行业平均水平，但仍处于合理区间均水平。

3、结合标的公司2022年1-6月业绩实现情况，全年业绩实现具有可实现性

结合标的公司2022年1-6月业绩实现情况，其中玉象胡杨已实现业绩均远超全年业绩预测50%；新疆金象因技改项目，产能利用率稍有下降，业绩实现略不及预测，但仍达到全年业绩预测45%以上，随着技改项目的完成，新疆金象下半年产能利用率将进一步提高，业绩实现具有可实现性。

综上，标的公司的行业地位、市场竞争格局助于确保未来盈利的持续性与稳定性，预测期考虑报告期、历史市场均价具有合理性；标的公司收益法评估增值

率与同行业案例相比，仍处于合理区间；结合标的公司 2022 年 1-6 月业绩实现情况，其 2022 年及未来业绩预测具备可实现性。

五、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

1、玉象胡杨、新疆金象收益法评估主要产品基于报告期的生产规模和产品结构进行预测，较历史期没有出现较大幅度的增减，预测期主要产品的销量预测是谨慎、合理的。

2、本次评估基于标的公司经营业绩目标，2022 年 2-3 月现场勘察阶段前近期及远期的市场行情，针对不同产品分别进行产品售价的预测，综合考虑了企业报告期主要产品的实际售价和 2021 年化工产品行情大涨的影响，稳定期产品单价逐步趋于历史平均水平，预测较为谨慎、合理。

3、通过列表对玉象胡杨、新疆金象报告期、预测期收入、成本、费用及净利润等主要财务数据进行了补充披露，结合产销量变化、产品价格变化、行业周期性、市场需求量、主要产品类型、竞争对手情况等，对标的资产预测期收入、净利润的波动原因及合理性进行了披露分析。相关补充披露内容具有合理性。

4、结合标的资产行业地位、市场竞争格局等，对三聚氰胺、硝酸铵、尿素等产品预测期销量、售价波动的原因及合理性进行了补充披露；结合最新业绩实现情况及与评估预测比对情况，对标的资产收益法评估增值的合理性及可实现性进行了披露。相关补充披露内容具有合理性。

问题 19: 申请文件显示,本次评估采用资本资产加权平均成本模型(WACC)确定折现率 r, 玉象胡杨、新疆金象预测期折现率分别为 11.23%、11.63%。请你公司: 结合近期可比案例、标的资产具体行业分类情况, 补充披露本次交易收益法评估折现率选取的合理性、预测过程中可比公司选择的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、本次评估中折现率各参数确定过程

本次评估采用加权平均资本成本定价模型(WACC)。

$$R(WACC) = Re \times We + Rd \times (1 - T) \times Wd$$

上式中:

Re: 权益资本成本

Rd: 付息负债资本成本

We: 权益资本结构比例

Wd: 付息债务资本结构比例

T: 适用所得税税率。

其中, 权益资本 Re 成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。

计算公式如下:

$$Re = Rf + \beta \times MRP + Rc$$

Rf: 无风险收益率

MRP (Rm-Rf): 市场平均风险溢价

Rm: 市场预期收益率

β : 预期市场风险系数

Rc: 企业特定风险调整系数

（一）无风险收益率的确定

无风险收益率是指在当前市场状态下投资者应获得的最低收益率。通常国债是一种比较安全的投资，因此国债收益率可视为投资方案中最稳妥，也是最低的收益率，即安全收益率。本次评估，通过查询 WIND 金融终端，选取距评估基准日剩余到期年限为 10 年以上的国债平均到期收益率 3.93%作为无风险收益率。

（二）市场平均风险溢价的确定

市场风险溢价是投资者投资股票场所期望的超过无风险收益率的部分，是市场预期回报率与无风险利率的差。本次评估以上交所和深圳证券交易所股票综合指数为基础，按收益率的几何平均值、扣除无风险收益率确定，经测算，市场风险溢价确定为 6.97%。

（三）风险系数 β 值的确定

β 值被认为是衡量公司相对风险的指标。通过查询 WIND 金融终端，在综合考虑可比上市公司与玉象胡杨在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段等多方面可比性的基础上，选取恰当可比上市公司的适当年期评估基准日有财务杠杆的 β 值、付息债务与权益资本比值，换算为无财务杠杆的 β 值，取其算术平均值，即 0.7804，具体情况如下：

股票代码	名称	贝塔系数	年末所得税率：%	带息债务 / 股权价值	无杠杆贝塔系数
000822.SZ	山东海化	0.9275	25.0000	0.0000	0.9275
600230.SH	沧州大化	1.1369	15.0000	20.8982	0.9654
000731.SZ	四川美丰	0.4965	15.0000	8.5651	0.4629
600426.SH	华鲁恒升	1.2524	15.0000	3.6655	1.2146
600691.SH	阳煤化工	0.5513	25.0000	88.4295	0.3315
平均值		0.8730	-	24.3117	0.7804

本次评估在分析玉象胡杨与可比公司在融资能力、融资成本等方面差异的基础上，结合标的公司未来年度的融资情况，采用可比公司的平均资本结构做为目标资本结构；确定资本结构时，已考虑与债权期望报酬率的匹配性以及计算模型中应用的一致性；则玉象胡杨的风险系数 β 值为 0.9416。

（四）公司特定风险的确定

公司特定风险是指企业在经营过程中，由于市场需求变化、生产要素供给条件变化以及同类企业间的竞争，资金融通、资金周转等可能出现的不确定性因素对玉象胡杨预期收益带来的影响。

由于标的公司为非上市公司，而评估参数选取的可比公司是上市公司，故需通过特定风险系数调整。在综合考虑玉象胡杨、新疆金象的风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素后，经综合分析，确定玉象胡杨的特定风险系数为 2.50%、新疆金象为 3.00%。

（五）权益资本成本折现率的确定

将选取的无风险报酬率、风险报酬率代入折现率估算公式计算得出，玉象胡杨和新疆金象的折现率分别为 13.00%、13.50%。

（六）加权平均资本成本折现率的确定

根据上述资本结构确定原则及方法， W_d 、 W_e 、 R_d 的确定如下：

W_d ：付息债务资本结构比例为 19.56%；

W_e ：权益资本结构比例为 80.44%；

R_d ：本次评估在考虑标的公司的经营业绩、资本结构、信用风险、抵质押以及担保等因素后， R_d 以全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率（LPR）为基础调整得出，取 4.65%；

综上，玉象胡杨和新疆金象的折现率 R （WACC）分别为 11.23%、11.63%。

二、标的资产具体行业分类情况

根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引（2012 年修订稿）》，标的公司生产的主要产品包括三聚氰胺、硝酸铵、尿素、硝基复合肥，均属于化学原料和化学制品制造业。就细分行业而言，三聚氰胺、硝酸铵等属于基础化学原料制造业，尿素、硝基复合肥属于化学肥料制造业。

因此，本次交易选取的近期可比交易案例、预测过程可比公司都属于化学原料和化学制品制造业。

三、近期可比案例及本次交易收益法评估折现率选取的合理性

本次评估，根据标的公司所属的化学原料和化工制品制造业，选取近期可比交易案例，标的资产折现率与近期可比交易案例的折现率对比情况如下：

股票代码	上市公司	标的资产	标的公司主营业务	评估基准日	折现率
600370.SH	三房巷	海伦石化 100%股权	瓶级聚酯切片与 PTA	2019-08-31	11.00%
600328.SH	中盐化工	氯碱化工 100%股权	聚氯乙烯树脂 (PVC)、烧碱、电石、液氯、工业盐酸	2018-06-30	9.56%
		高分子公司 100%股权	糊树脂		9.63%
		纯碱业务经营性资产及负债	纯碱产品		9.93%
		中盐昆山 100%股权	纯碱、氯化铵、合成氨		8.17%
600800.SH	渤海化学	渤海石化 100%股权	丙烯	2018-06-30	10.78%
000301.SZ	东方盛虹	斯尔邦 100%股权	煤化工产品、基础化工原料、精细化学品	2021-03-31	10.70%
002469.SZ	三维化学	诺奥化工 72.53%股权	正丙醛、正丙醇、异丙醇、戊醛、戊醇等高纯度产品	2019-12-31	12.70%
600727.SH	鲁北化工	金海钛业 100%股权	钛白粉、硫酸亚铁、纯水	2019-09-30	11.08%
		祥海钛业 100%股权	钛白粉、钛钨粉、硫酸亚铁、纯水		仅采用资产基础法
600810.SH	神马股份	尼龙化工公司 37.72%股权	尼龙 66 盐及其中间体产品的研发、生产和销售	2019-12-31	12.15%
300655.SZ	晶瑞电材	载元派尔森 100%股权	NMP、GBL、2-P、电解液、氢气等	2019-04-30	11.10%
600075.SH	新疆天业	天能化工 100%股权	普通 PVC、烧碱、水泥	2019-05-31	11.21%
002453.SZ	华软科技	奥得赛化学 98.94%股权	荧光增白剂类产品	2019-12-31	11.16%
可比交易案例平均值					10.71%
可比交易案例中位数					11.00%

股票代码	上市公司	标的资产	标的公司主营业务	评估基准日	折现率
本次评估折现率				玉象胡杨	11.23%
				新疆金象	11.63%

注：华峰化学案例重折现率预测期前两年为 10.85%，后为 10.78%。

根据上表，上述可比交易案例的折现率均值为 10.71%，中位数 11.00%。标的资产折现率为 11.23%、11.63%，与同行业可比交易案例的折现率水平相当，具有合理性。

四、预测过程中可比上市公司选择的合理性

（一）可比公司的选择标准

结合标的公司所属的化学原料和化工制品制造业，及标的公司特征，本次评估中可比公司的选择标准如下：

- 1、可比公司为化学原料和化学制品制造业行业；
- 2、可比公司成立时间为 5 年以上、非 ST 类；
- 3、可比公司的经营范围、产品、生产模式等要与标的公司相近，且基准日近 3 年业务内容没有发生较大变化；
- 4、剔除规模是标的公司 5 倍以上的可比公司；
- 5、检验可比公司的资产负债率、T 检验、盈利情况等要素。

经分析，本次评估最终选取山东海化（000822.SZ）、沧州大化（600230.SH）、四川美丰（000731.SZ）、华鲁恒升（600426.SH）和阳煤化工（600691.SH）5 家公司作为可比公司，用于折现率中测算风险系数的可比公司。

（二）可比公司简要情况介绍及选择的合理性

单位：万元

股票代码	上市公司	主营业务情况	2021 年末净资产	2021 年营业收入	2021 年净利润
000822.SZ	山东海化	主要致力于纯碱、溴素、氯化钙、原盐、肥料、饲料等产品的生产和销	351,882.35	585,085.33	60,540.70

股票代码	上市公司	主营业务情况	2021 年末净资产	2021 年营业收入	2021 年净利润
		售			
600230.SH	沧州大化	合成氨、尿素、TDI、烧碱以及浓硝酸、硝酸铵等农药生产和销售	410,008.01	238,738.35	19,870.29
000731.SZ	四川美丰	化学肥料、尿素、复合肥、三聚氰胺等生产和销售	360,626.31	409,095.58	65,881.34
600426.SH	华鲁恒升	尿素、DMF、醋酸和三甲胺等生产和销售	2,270,546.74	2,663,586.07	725,371.46
600691.SH	阳煤化工	尿素、聚氯乙烯、丙烯、化工设备等贸易、生产和销售	683,064.96	1,873,736.75	50,871.54

标的公司主要业务为三聚氰胺、复合肥、硝酸铵、尿素等产品的生产和销售，根据上表，目前国内没有与标的公司业务、产品结构完全相同的上市公司，选取的可比上市公司主营业务与标的公司较为相近或相似，其资产规模和盈利情况与标的公司也具有一定可比性，因此上述可比上市公司的选择标准、选择结果具有合理性。

五、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司结合近期可比案例、标的资产具体行业分类情况，对本次交易折现率计算过程及可比公司选择的合理性进行了补充披露。相关补充披露及分析具有合理性。

（本页无正文，仅为《北京卓信大华资产评估有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>[221338 号]资产评估相关问题回复之核查意见》之盖章页）



北京卓信大华资产评估有限公司

2022年 9 月 20 日