

北京国融兴华资产评估有限责任公司

关于上海证券交易所《关于对中盐内蒙古化工股份有限公司重大资产重组草案的问询函》之回复

上海证券交易所：

贵所于2025年7月30日下发了《关于对中盐内蒙古化工股份有限公司重大资产重组草案的问询函》（上证公函[2025]1154号），我公司收到该问询函后对有关问题进行了认真分析及回复，具体答复如下：

三、关于采矿权估值情况

草案披露，公司聘请估值机构对于标的公司竞拍取得的天然碱采矿权进行估值，本次估值方法选用收益法，估值金额为70.17亿元。估值报告显示，2025年1-6月纯碱均价为1,369.04元/吨，收益法预测中纯碱初期价格为1,250元/吨，5年后平稳涨至1,321元/吨；草案风险提示中指出，标的公司天然碱项目投产后，未来新增产能可能对于纯碱市场价格形成一定影响。

请公司：（1）结合纯碱行业的市场供需状况、行业周期、竞争环境以及行业未来预计新增产能对纯碱价格的影响情况，进一步分析收益法中纯碱预测价格的合理性；（2）说明对于天然碱采矿权估值仅选用收益法的原因，结合标的公司取得的天然碱矿权与市场上天然碱矿权的对比情况，包括矿产品位、可开采面积、资源储量、开采条件、开采年限以及生产规模等情况，对于标的公司取得的天然碱采矿权价值进行补充分析。请独立财务顾问和估值机构发表意见。

回复：

（一）结合纯碱行业的市场供需状况、行业周期、竞争环境以及行业未来预计新增产能对纯碱价格的影响情况，进一步分析收益法中纯碱预测价格的合理性

1、总体分析

纯碱行业具备一定周期性。对于周期性行业，评估或估值预测过程中，



选择一定历史周期，假定产品价格在未来预期内趋于历史周期内平均价，该处理符合评估或估值惯例，亦具备合理性。

根据《估值报告》及其说明，本次收益法估值过程中，纯碱预测价格的选择情况如下：

项目	历史周期/期间	不含税市场平均价 (元/吨)	数据来源
纯碱市场价格	五年一期（2020 年-2025 年 6 月）	2,000（百位取整）	Wind
	十年一期（2015 年-2025 年 6 月）	1,800（百位取整）	
	十五年一期（2010 年-2025 年 6 月）	1,700（百位取整）	
	剔除纯碱价格处于最高位的 2021-2023 年之十五年一期（2010 年-2020 年，2024 年-2025 年 6 月）	1,500（百位取整）	
	最近一期（2025 年 1-6 月）	1,369.04	
估值测算价格	生产初期（2028 年 7-12 月）	1,250.00	估值测算值
	稳定期（2032 年-2048 年）	1,321.00	

从上表可以看出，本次估值测算中，生产初期及稳定期的预测纯碱价格明显低于最近五年一期、十年一期、十五年一期的纯碱平均价，亦低于剔除纯碱价格处于最高位的2021-2023年之十五年一期平均价，体现了一定测算谨慎性。

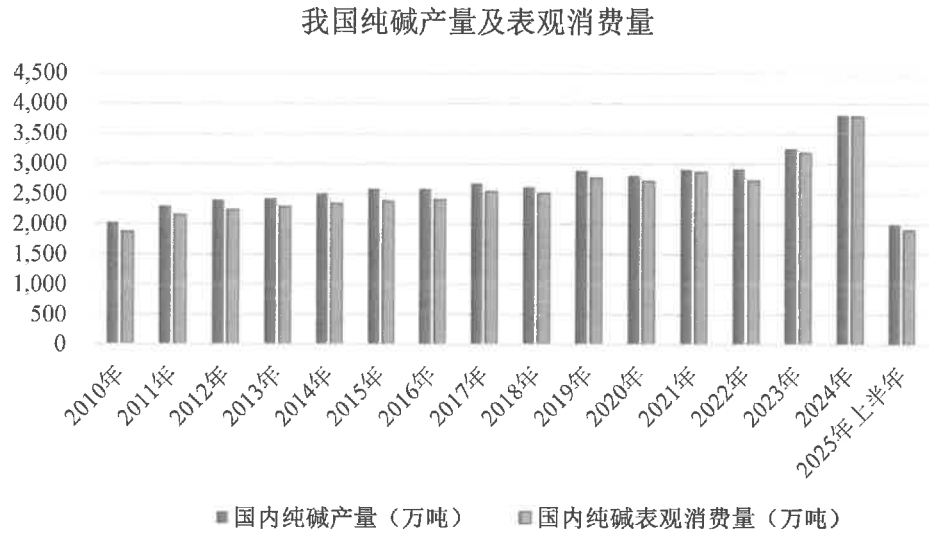
目前，化学合成碱新增产能受到政策严格限制，天然碱新增产能虽可能对市场格局形成一定影响，但长远看，高成本、落后产能退出为必然趋势，产业重塑后，纯碱市场价格将迎来恢复期。总体而言，收益法测算纯碱价格具备合理性。

2、市场供需状况

纯碱广泛应用于建材、轻工、化工、冶金、纺织等工业部门和人们的日常生活中，堪称“化工之母”。建材行业主要用于制造玻璃，如平板玻璃、瓶玻璃、光学玻璃和高级器皿等；轻工行业主要用于洗衣粉、三聚磷酸钠、保温瓶、灯泡、白糖、搪瓷、皮革、日用玻璃、造纸等；化工行业主要用于制取钠盐、金属碳酸盐、小苏打、硝酸钠、亚硝酸钠、硅酸钠、硼砂、漂白剂、填料、洗涤剂、催化剂及染料等；冶金工业主要用作冶炼助熔剂、脱除硫和磷、选矿，以及铜、铅、镍、锡、铀、铝等金属的制备；在陶瓷工业中

制取耐火材料和釉也会用到纯碱。另外，纯碱还可用于显像管、石油、医药、国防军工等领域。

近年来在传统行业以及新兴领域共同驱动下，我国纯碱产量和表观消费量呈现整体上升态势。此外，在2024年我国纯碱进口量创新高，出口量、净出口量、贸易顺差额则进一步减少。近年来，在房地产、建筑、汽车、日化等传统行业以及光伏、新能源汽车等新兴领域共同驱动下，我国纯碱产量和表观消费量整体上升，2024年分别达到3818.6万吨和3793.9万吨，同比分别增长17.05%和19.24%。2025年，正处于产能结构性调整与绿色转型的关键阶段。伴随光伏玻璃、碳酸锂等新兴需求崛起，行业供需格局加速演变。政策层面，能效标准提升与“双碳”目标推动企业技术升级，而产能集中化与工艺革新将成为未来发展的核心特征。



数据来源：Wind资讯

因此，从长远看，随着经济的持续增长，纯碱产业具有稳定的市场发展空间。

3、行业周期、竞争环境以及行业未来预计新增产能影响

纯碱等化工行业为传统周期性行业，一个重要原因是当行业盈利向好时，为追求行业红利，行业固定资产投资增加，新增产能对行业形成冲击，行业盈利能力下降；当部分企业因盈利水平不足以支撑开工而退出生产时，行业

又逐渐恢复。以此形成行业周期。

与以往行业周期不同，因环保、节能等因素，天然碱项目投资受到国家政策鼓励。随着天然碱产能释放，部分高成本的落后合成碱产能将被淘汰。

纯碱行业处于产能扩张周期尾声，2025年新增产能以低成本天然碱为主（如博源化工二期280万吨、中盐碱业拟投500万吨）。天然碱完全成本仅800-900元/吨，显著低于氨碱法和联碱法，成为行业价格底线。目前部分氨碱法企业毛利润已降至负数，部分企业持续亏损。天然碱企业毛利率显著领先，博源化工天然碱业务在纯碱价格下行周期中仍保持相对较高的正利润。随着竞争持续加剧，行业集中度不断提高，新增产能集中于头部企业（如博源化工、中盐化工），高成本化学合成碱法企业面临生存危机，产业面临重塑。

综上分析，行业周期性不会导致产品价格长期持续下滑，纯碱产品的市场需求不会持续萎缩。随着新增产能继续释放，部分企业或将面临产能出清压力，纯碱行业供应格局重塑，加上下游需求仍有增加，纯碱市场或将迎来平稳恢复过渡期。目前为纯碱行业产业更迭过渡期，与历史长周期纯碱平均价格比较，本次估值预测中，标的公司天然碱项目产生营业收入的整个生命周期，纯碱价格均按小于或等于1,321元/吨的价格进行测算，具备谨慎性。

4、小结

结合纯碱行业历史长周期平均价格情况、纯碱市场需求随经济持续增长、天然碱导致纯碱行业格局变化等因素分析，本次估值收益法中纯碱预测价格具备合理性。

（二）说明对于天然碱采矿权估值仅选用收益法的原因，结合标的公司取得的天然碱矿权与市场上天然碱矿权的对比情况，包括矿产品位、可开采面积、资源储量、开采条件、开采年限以及生产规模等情况，对于标的公司取得的天然碱采矿权价值进行补充分析

1、对于天然碱采矿权估值仅选用收益法的原因

采矿权的估值方法有收益法、成本法、市场法三种方法，根据各采矿权的实际情况采用相应的方法进行估算。

收益法：收益途径是按照预期收益原则和效用原则，将项目或资产未来经济寿命期内产生的净现金流量按折现率折现，测算项目或资产价值一种分析方法。本次估值分析是在矿藏资源取得前期进行的市场价值分析，目前目标公司尚未做出详尽的开采方案及详细的生产规划，在无法准确预测未来开采矿物所能产生的现金流的情况下估值分析专业人员参考“勘探报告”、“勘探报告评审意见书”、“预可行性研究”对采矿权价值采用收益法进行了估算。

市场法：市场途径是以替代原理为理论基础，分析和比较目标对象与市场上已存在的矿业权实例的相同点和差异性，进而估算矿业权价值的分析方法。因矿权个性化较强，难以在公开市场上寻找到可比的交易案例并量化其差异，不适宜本次对此采矿权进行分析测算。

成本法：该方法是根据勘查程度低的探矿权的特点，按照成本和效用的原则设计的一种方法。基本原理是，某些低勘查程度的探矿权的价值可以表示为经过效用系数修正的勘查成本现值。该方法适用于只投入了零星工程进行地表或浅部揭露的预查阶段探矿权，或经较系统勘查工作后找矿前景仍不确定的探矿权。

综上，由于成本法不适用本次采矿权价值分析，市场法下相对可比的案例仅有一例，无足够可比案例，且考虑到准则缺少对各因素的修正标准，有的参数并非简单采用直线法可以修正，因此在估值实务中，一个采矿权一旦采用收益法或成本法估值后，很少再采用市场法进行估值。

2、结合标的公司取得的天然碱矿权与市场上天然碱矿权的对比情况，包括矿产品位、可开采面积、资源储量、开采条件、开采年限以及生产规模等情况，对于标的公司取得的天然碱采矿权价值进行补充分析

近年，市场上天然碱采矿权交易与标的公司天然碱采矿权在规模上相对

可比的案例仅有塔木素天然碱采矿权一例。该矿由博源化工（000683.SZ）于2022年通过重大资产重组的方式控股合并。根据博源化工重大资产重组中由山西儒林资产评估事务所有限公司出具的《内蒙古博源银根矿业有限责任公司塔木素天然碱矿采矿权评估报告》，标的公司天然碱矿与塔木素天然碱矿对比情况如下：

项目	标的公司天然碱矿	塔木素天然碱矿
采矿权地点	内蒙古自治区阿拉善盟阿拉善右旗塔木素苏木	内蒙古自治区通辽市奈曼旗大沁他拉镇
矿产品位	《勘探报告》披露“矿层厚度、品味变化较大”	评估报告或其他重组文件未见披露
可开采面积	28.85 平方公里	42.1032 平方公里
资源储量	天然碱矿物量 14.47 亿吨（含盐量≤9.54%的资源量为 5.21 亿吨，共伴生天然碱矿物量 9.26 亿吨）	保有天然碱（122b+333）（ $\text{Na}_2\text{CO}_3+\text{NaHCO}_3$ ）矿物量 7.09 亿吨，可采储量 2.97 亿吨
开采条件	钻井水溶开采法	钻井水溶开采法
开采年限	《采矿权出让合同》约定，该采矿权首次登记期限为 30 年，从开采许可证有效期开始之日起计算。采矿权期限届满，登记的开采区域内仍有可供开采的矿产资源的，可按规定申请续期。矿山生产规模根据《矿产资源开发利用方案》和专家审查意见确定。 估值利用年限：标的公司竞得的天然碱采矿权矿物量 14.47 亿吨。中油辽河工程有限公司《预可行性研究》根据有关规定仅做 20 年经济评价，对应的天然碱资源量是 2.18 亿吨。估值报告基础数据来自于《预可行性研究》，因此估值报告仅按 2.18 亿吨资源量及该生产规模状况下的开采成本对该天然碱矿权进行估值，其余 12.29 亿吨资源量及开采成本收益暂未考虑。	未见披露开采年限。 评估利用年限：评估采用的可采储量为 2.35 亿吨，服务年限 28.85 年，准备期 0.33 年，一期建设期 3 年，该矿山分期达产，评估计算期 32.18 年。
生产规模	初步计划 500 万吨/年	860 万吨/年（折纯碱矿量 874 万吨/年）
成交价格/评估价值	68.09 亿元	133.64 亿元

因矿权个性化较强，难以简单量化其差异。标的公司天然碱开发利用项目尚需开展溶采试验、编制正式开发利用方案及可行性研究报告，目前生产规模、估值利用年限等数据为初步预计，后续根据实际工作进展情况进一步确定。

如果以资源储量、生产规模等因素简单线性比较，标的公司天然碱矿与塔木素天然碱矿估值对比情况如下：

项目	标的公司天然碱矿	塔木素天然碱矿
成交价格/评估价值	68.09 亿元	133.64 亿元
资源量取值	5.21 亿吨	7.09 亿吨

单吨资源成交价格/评估价值	13.07 元	18.85 元
生产规模取值	500 万吨/年	874 万吨/年
万吨产能成交价格/评估价值	0.1362 亿元	0.1529 亿元

注：标的公司天然碱矿物量共14.47亿吨，谨慎起见，资源量仅按目前生产条件下开采成本较低的含盐量 $\leq 9.54\%$ 的资源量5.21亿吨取值，其余共伴生天然碱矿物量9.26亿吨暂不考虑。

按照上述线性比较，标的公司天然碱矿成交价格相对较为经济。

（三）估值机构意见

经核查，估值机构认为：结合纯碱行业历史长周期平均价格情况、纯碱市场需求随经济持续增长、天然碱导致纯碱行业格局变化等因素分析，本次估值收益法中纯碱预测价格具备合理性。由于成本法不适用本次采矿权价值分析，市场法无足够可比案例，且考虑到准则缺少对各因素的修正标准，有的参数并非简单采用直线法可以修正，因此在估值实务中，一个采矿权一旦采用收益法或成本法估值后，很少再采用市场法进行估值；因此本次估值仅采用收益法具备合理性。市场上天然碱采矿权交易与标的公司天然碱采矿权在规模上相对可比的案例仅有塔木素天然碱采矿权一例，与塔木素天然碱矿评估值相比，标的公司天然碱矿成交价在合理范围内。

（本页无正文，为北京国融兴华资产评估有限责任公司关于上海证券交易所《关于对中盐内蒙古化工股份有限公司重大资产重组草案的问询函》之回复》之签章页）

北京国融兴华资产评估有限责任公司

2025年8月5日

