

招商证券股份有限公司
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》回复
之核查意见

上海证券交易所：

根据贵所于2025年7月30日下发的《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）（以下简称“问询函”）相关要求，招商证券股份有限公司（以下简称“招商证券”、“独立财务顾问”）作为中盐内蒙古化工股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”或“中盐化工”）本次交易的独立财务顾问，对问询函中涉及独立财务顾问发表意见的事项答复如下（如无特别说明，本核查意见中所涉及的简称与《中盐内蒙古化工股份有限公司参股公司减资之重大资产重组报告书（草案）（修订稿）》中一致）。

一、关于交易目的

草案披露，公司主营盐化工业务，纯碱为公司的主要产品，公司目前生产纯碱的方法为合成法，包括氨碱法和联碱法，天然碱法较合成法纯碱生产在成本方面具有明显优势，公司拟通过本次交易控股标的公司并投资天然碱项目，预计纯碱产能为500万吨/年。公开信息显示，2022年至2025年1-6月纯碱价格持续下降。

请公司：（1）结合原材料、生产工艺、能耗、单位生产成本等方面的具体差异，对于天然碱法较合成法纯碱生产在成本方面的优势进一步补充说明；（2）结合行业发展趋势及公司发展战略，说明纯碱价格下降趋势的背景下，通过本次交易投资天然碱项目、扩大纯碱产能的原因及合理性。请独立财务顾问发表意见。

回复：

(一) 结合原材料、生产工艺、能耗、单位生产成本等方面的具体差异，对于天然碱法较合成法纯碱生产在成本方面的优势进一步补充说明

1、原材料、生产工艺差异情况

天然碱法较化学合成碱法（氨碱法、联碱法）在原材料、生产工艺方面的差异情况如下：

工艺类别	原材料	生产工艺
天然碱法	以天然碱矿物为原材料	天然碱矿经过溶采、卤水精制、蒸发、结晶、过滤、煅烧等制得纯碱；为物理加工过程
氨碱法	以盐和石灰石为主要原料，以少量合成氨为辅助材料	原料盐经精制吸氨、碳化、结晶、过滤，再煅烧即为成品；母液经过石灰乳中和后，氨蒸发并回收使用，氯化钙则排放
联碱法	以合成氨装置生产的氨和二氧化碳及原盐为原料	联碱法生产工艺主要包括两个过程，第一过程与氨碱法相同，即将氨气融入饱和食盐水制成氨盐水，再通入二氧化碳生成碳酸氢钠沉淀，经过过滤、洗涤、煅烧得到纯碱，此时滤液含有氯化铵和氯化钠；第二过程是利用氯化铵和氯化钠的溶解度不同，从滤液中沉淀氯化铵，制成氮肥

除上述原材料外，制纯碱的燃料主要是动力煤。

天然碱法生产成本除天然碱资源费用外，主要成本影响因素在于动力煤方面，因此在纯碱生产工艺中，天然碱的利润具有绝对优势。

氨碱法产能主要分布在青海、山东以及河北地区，其主要原料是原盐、石灰石，能源材料为煤炭。多数企业原料主要依靠外采，部分企业有自有盐矿。从生产成本上看，东部地区氨碱厂成本相差不大，青海地区为湖盐、石灰石、煤炭资源富集区，外采原料具有价格优势，因此青海地区生产成本要远低于东部地区。

联碱法企业分布较广，生产主要原料是原盐、合成氨，能源材料为燃煤/天然气。因大部分碱企都拥有盐矿及合成氨等配套设备，外采原料主要是煤炭。具备原盐、煤炭等资源优势的企业生产成本相对较低。

2、能耗差异情况

天然碱法直接溶采矿物，无需高温分解石灰石（氨碱法）或配套合成氨装置（联碱法），可减少能源消耗。

目前纯碱产品能耗限额计算国家标准为GB 29140《纯碱单位产品能源消耗限额》。《纯碱单位产品能源消耗限额》在进行能耗统计时，统计范围为从原料加工到纯碱产品进库所有主要生产系统、辅助生产系统和附属生产系统

的能耗，包括事故损耗、设备维修、开停车和年度大修过程的能耗；天然碱法包括采卤工序的能耗，合成碱法不包括纯碱装置附属的氯化钙、合成氨、氯化铵干燥和热电生产过程的能耗。

为横向比较各类制碱工艺能耗水平，以生产重质纯碱为例，氨碱法和联碱法取《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》中的能耗标杆水平，分别为365kgce/t、205kgce/t；在此基础上，化学合成法中，除联碱法考虑合成氨能耗因素外，其他附属装置及原材料生产的能耗暂不考虑；假设联碱法生产一吨纯碱需合成氨约0.32吨，合成氨能耗取《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》中优质无烟块煤制合成氨的能耗标杆水平1100kgce/t，则联碱法生产纯碱总能耗为557kgce/t；天然碱方面：根据博源化工（000683.SZ）2022年7月23日披露，其控股的塔木素天然碱项目重质纯碱单位产品综合能耗为335kgce/t；标的公司天然碱项目尚未编制正式可行性研究报告及节能报告，参考中油辽河工程有限公司编制的《奈曼500万吨/年天然碱矿产能源综合开发工程预可行性研究》，项目建成达产后，重质纯碱的综合能耗折标煤为289.98kgce/t；因此天然碱法重质纯碱单位综合能耗暂以289.98-335kgce/t取值。经前述分析，三类制碱工艺的能耗水平简单比较如下：

工艺类别	能耗水平（kgce/t 重质纯碱）
天然碱法	289.98-335
氨碱法	365
联碱法	557

总体上，天然碱法相较化学合成法具有较为明显的能耗优势。

3、单位生产成本差异情况

纯碱的生产成本因生产方法、原料价格、燃料价格以及市场情况等多种因素而异。在天然碱法生产纯碱的制备工艺中，影响生产成本的因素主要来源于燃料，但在合成碱法的工艺里，还需考虑到原盐等其他原料的市场价格情况，其中2021下半年-2023上半年内原盐、合成氨、动力煤等原料价格处于较高位置，厂家生产成本相应有所上涨。在合成碱法中，由于联碱法除生产纯碱外，还有副产品氯化铵可单独销售，氯化铵分担部分生产成本，因此，联碱法的纯碱生产成本略低于氨碱法。

根据北京百川盈孚科技有限公司统计分析，不同工艺纯碱生产成本情况如下：

(1) 天然碱法：2020-2024年，每吨纯碱生产成本约在800-1200元左右，其生产成本主要包含煤炭(天然碱煅烧所需)、天然碱矿采矿费用、矿产资源补偿费、生产添加催化剂、人工成本、设备损耗、环保设施等一系列固定成本。

(2) 氨碱法：2020-2024年，每吨纯碱的生产成本一般在1380-1930元左右，但氨碱法厂家生产成本区域化差异明显，其中青海地区当地原料供应成本较为低廉，厂家生产成本相对较低。

(3) 联碱法：产出纯碱的同时以1:1.0-1:1.2的比例产出氯化铵，为便于企业经济核算，联碱法通常以纯碱和氯化铵整个生产工艺过程计算生产费用，以纯碱产量为核算的基础，先算出联碱法“双吨”总成本，再按比例扣除氯化铵应负担的费用，计算出纯碱的成本，2020-2024年，我国联碱法纯碱企业每生产一吨纯碱的成本在1400-1750元左右，且受到联碱厂家所用燃料不同及生产设备因素影响，各家碱厂成本情况略有差异。

2020-2024年，我国天然碱法与合成碱法成本对比情况如下：

单位：元/吨

年份	天然碱法	氨碱法	联碱法
2020年	1,178.84	1,380.15	1,403.47
2021年	1,033.70	1,619.12	1,502.60
2022年	989.96	1,927.96	1,747.20
2023年	894.52	1,730.90	1,638.28
2024年	804.83	1,638.63	1,547.51

数据来源：百川盈孚

4、小结

天然碱法直接溶采矿物，无需高温分解石灰石（氨碱法）或配套合成氨装置（联碱法），可减少能源消耗；节省原盐、石灰石、合成氨等外购成本。平均而言，天然碱吨碱生产成本比合成碱低约500-800元。天然碱法相较合成碱法具有较为明显的成本优势。

(二) 结合行业发展趋势及公司发展战略，说明纯碱价格下降趋势的背景下，通过本次交易投资天然碱项目、扩大纯碱产能的原因及合理性

1、行业发展趋势及公司发展战略

根据美国纯碱行业的发展经验，在发现天然碱矿并投产后，数年之内，

美国市场的合成碱产能陆续退出市场。从我国来看，目前只有河南、内蒙古发现天然碱矿，勘探到的储量暂时无法满足国内市场长期稳定需求，因此未来天然碱、合成碱将长期在中国纯碱市场共存，但从价格利润上看，天然碱将长期享有相对高收益回报。

天然碱产能规模投放对行业竞争格局影响较大，从生产工艺对比来看，相较化学合成法，天然碱法在生产成本、环保等方面均具备明显优势。部分成本高、能耗高、污染大的合成碱法产能在未来的行业竞争中，将面临被淘汰的局面。如美国、土耳其，绿色环保的天然碱工艺早已成为纯碱生产的主流；但国内长期以成本高、污染较重的化学合成法工艺为主，主要原因为中国未发现足够的天然碱资源。随着天然碱在中国纯碱市场中地位进一步提升，一部分高成本合成碱产能将退出市场，天然碱有望取代合成碱的部分市场份额。

公司以建设世界一流化工企业为目标，遵循“盐为基础、突出主业、强链延链、绿色发展”的发展思路，以做强、做优、做大两碱、两钠、两树脂为发展方向，把增强产业链韧性和竞争力放在更加重要的位置，着力构建自主可控、安全高效的产业链体系。公司顺应纯碱行业发展趋势，通过本次交易控股中盐碱业并投资天然碱项目，做强、做优、做大纯碱产业，符合公司发展战略。

2、纯碱价格下降趋势的背景下，通过本次交易投资天然碱项目、扩大纯碱产能的原因及合理性

国家发改委《产业结构调整指导目录》2024年本中，“新建纯碱（井下循环制碱、天然碱除外）”为限制类项目，新增化学合成碱产能受到严格限制（《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定〉的决定》规定，对属于限制类的新建项目，禁止投资），而新增天然碱产能则不受限制。2022年以来，受宏观经济及市场新增天然碱等产能导致行业阶段性产能过剩等因素影响，纯碱价格呈下降趋势。但从行业发展趋势上看，纯碱作为基础性化工产品，下游应用领域广泛，关系国民经济基础产业链安全；长远看，随着经济发展，市场对纯碱产品消费量呈增长态势。纯碱价格不存在长期持续下滑的基础，随着落后产能的退出，纯碱价格预计向历史均值水平回归。

在纯碱价格下降趋势的背景下，公司通过本次交易投资天然碱项目、扩

大纯碱产能的原因包括：

一是提升持续经营能力。投资天然碱业务系中盐碱业、中盐化工、中盐集团的重大战略，并非基于短期市场情况考量。天然碱法具有成本优势及环保优势，长期看，将替代一部分高成本的化学合成碱项目。如中盐碱业不投资本次天然碱项目，亦会存在其他市场主体进行投资，届时产能释放后中盐化工的发展空间将受到挤压。因此，本次天然碱投资对中盐化工对具有重大战略意义，是保障中盐化工长期立足纯碱市场、提升持续经营能力的重要举措。

二是当前纯碱市场行情已在矿权成交价格中反映。中盐碱业天然碱采矿权竞拍系在纯碱行情较为低迷的情况下进行，如在纯碱价格高涨的情况下进行，受市场情绪及市场参与者预期影响，成交价格可能更高。故当前的纯碱市场行情本身能在一定程度上反映在矿权成交价格中。一般而言，企业在市场行情较为低迷的情况下并购或竞购资产，可以节省投资成本；在市场行情上涨的背景下进行投资，投资成本可能大幅提升。

综上，公司通过本次交易投资天然碱项目、扩大纯碱产能具备合理性。

（三）独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为：上市公司已结合原材料、生产工艺、能耗、单位生产成本等方面的具体差异，对天然碱法较合成法纯碱生产在成本方面的优势作出了进一步说明；并结合行业发展趋势及公司发展战略，对在纯碱价格下降趋势的背景下，通过本次交易投资天然碱项目、扩大纯碱产能的原因及合理性进行了说明。相关说明具备合理性。

二、关于资金支付安排

草案披露，公司通过本次交易控股标的公司后，标的公司竞拍取得的天然碱采矿权价款共68.09亿元将由公司负责筹集和支付；同时估值报告显示，后续天然碱项目投资金额较大，未来3年（建设期内）预计投资金额超过150亿元；公司2025年半年度报告显示，账面货币资金余额28.49亿元。

请公司补充披露：（1）天然碱采矿权价款的资金来源及具体筹集安排，包括自筹比例、利率、借款期限、后续偿付安排等；（2）后续天然碱项目建

设的资金投入计划以及筹措安排，结合公司现有财务状况、融资能力及未来现金流预测情况，分析天然碱项目投资对于公司偿债能力、营运能力、短期及长期盈利能力的影响，并对相关风险进行充分提示。请独立财务顾问和会计师发表意见。

回复：

（一）天然碱采矿权价款的资金来源及具体筹集安排，包括自筹比例、利率、借款期限、后续偿付安排等

1、资金来源及具体筹集安排

为保证中盐碱业开发建设天然碱项目前期采矿权竞拍价款支付、溶采试验投入等资金需要，公司拟于本次交易完成后对中盐碱业增资，增加中盐碱业注册资本至80亿元。增资资金来源如下：

（1）引入战略投资者：公司拟通过本次增加中盐碱业注册资本时机，引入战略投资者，计划引入资金规模不超过39.20亿元；中盐化工增资金额将不超过48.80亿元，实际增资金额将在引入战略投资者后确定。相关工作正在开展过程中。其中，山东海化股份有限公司、内蒙古蒙盐盐业集团有限公司已签署意向《合资协议》，分别拟对中盐碱业增资不超过23.20亿元、8亿元。其他投资人将在产权交易所挂牌时确定，具体对象及投资金额暂不确定。中盐碱业增资事项尚需履行产权交易所挂牌程序，山东海化股份有限公司、内蒙古蒙盐盐业集团有限公司将参与摘牌，存在不能成功摘牌的可能。各方已达成一致意见，各方签署的合资框架协议有关投资意向金支付约定条款的执行不受挂牌流程影响，待前述双方实现摘牌后，可就具体合作事宜签订增资协议。详细情况见公司披露的《关于拟对中盐(内蒙古)碱业有限公司增资并签署合资协议的公告》（公告编号：2025-078）。

（2）公司自有资金：截至2025年7月31日，公司可用货币资金余额33.42亿元，银行承兑汇票（具有背书转让支付功能，具有一定类似现金的作用）余额13.58亿元，合计47亿元。公司计划以25亿元用于天然碱项目投资，其余资金用于公司日常生产经营。

（3）债务筹资：公司拟通过本次控股合并中盐碱业，向银行申请20亿元并购贷款，年利率为2.67%，期限为7年，还款方式为到期一次性还本。相关

工作正在开展过程中。

前述资金来源足以覆盖本次天然碱采矿权68.0866亿元价款支付及项目前期投入资金。

2、后续偿付安排

公司经营稳健且持续盈利，并拥有较大额度未使用的银行授信。基于已构建的多重偿付保障体系及当前经营状况，预计相关还款安排不会对公司持续经营造成重大不利影响。

(二) 后续天然碱项目建设的资金投入计划以及筹措安排，结合公司现有财务状况、融资能力及未来现金流预测情况，分析天然碱项目投资对于公司偿债能力、营运能力、短期及长期盈利能力的影响，并对相关风险进行充分提示

1、后续天然碱项目建设的资金投入计划以及筹措安排

(1) 资金投入计划

标的公司天然碱项目将在溶采试验后编制正式可行性研究报告。参考中油辽河工程有限公司编制的《奈曼500万吨/年天然碱矿产能源综合开发工程预可行性研究》及北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的《估值报告》，标的公司天然碱项目预计于2025年下半年投入溶采试验、土地使用权资金8.12亿元，2025年下半年投入固定资产投资13.70亿元，2026年投入固定资产投资50.89亿元，2027年投入固定资产投资60.59亿元，2028年上半年投入固定资产投资23.40亿元。具体明细如下表：

单位：亿元

投入阶段	预计投入金额	预计投入时间
溶采试验投入	2.50	2025年下半年
无形资产投入	5.62	2025年下半年
固定资产投资	13.70	2025年下半年
	50.89	2026年
	60.59	2027年
	23.40	2028年上半年
合计	156.71	-

(2) 资金筹措安排

基于与国有银行及主要头部股份制银行的战略合作，公司已启动天然碱项目后续固定资产投资的专项融资工作。目前，主要合作银行正牵头组建银团，为公司或标的公司提供项目贷款。该贷款将专项用于本项目建设，额度

以实际建设投入为限，期限5-10年，利率区间2.51%-2.75%，具体条款以最终签署的贷款协议为准。

2、公司现有财务状况、融资能力及未来现金流预测情况

（1）资本结构保持行业领先水平

公司近五年经营业绩、盈利能力总体良好，累计实现利润总额90.94亿元。依托审慎的财务策略及2022年非公开发行股票募集资金，公司资本结构进一步优化。截至2024年12月31日，资产负债率保持在29.67%的行业较低水平，且连续五年稳定维持在50%以下的低负债区间。公司2025年7月末逾47亿元资金储备（含银行承兑汇票）构筑了坚实的安全边际，为天然碱项目投资、核心技术升级提供了充沛的流动性保障。

（2）公司融资能力处于行业前列

公司发展质量获市场高度认可，金融机构信用评级持续领先，目前公司总部融资成本控制在2.21%，较制造业平均利率（4%）低179BP。截至2025年7月末，公司已获批金融机构授信总额76.65亿元，其中未使用额度38.49亿元（占比50.22%）；已落地及储备贷款期限1-19年，利率区间2.11%-3.75%。基于金融机构较高的信用评级，公司可进一步拓展授信规模，当前授信冗余度可覆盖未来资本支出需求。

（3）公司审慎预测未来现金流量

公司2022年度报告、2023年度报告、2024年度报告、2025年半年报经营活动产生的现金流分别为17.21亿元、15.87亿元、5.82亿元、2.75亿元。公司主营产品市场价格目前处于低位，结合历史数据及行业判断，预计公司未来长期现金流将优于现状。公司将现金流和流动性风险管理置于首位，维持稳健的现金余额和多元化的融资渠道，加强客户信用管理和收款流程，优化库存水平，加速营运资本周转，确保满足短期运营和偿债需求。

3、对于公司偿债能力、营运能力、短期及长期盈利能力的影响

（1）对偿债能力的影响

以公司最近一年经审计的财务报表即2024年报为基础，假设：

①标的公司天然碱项目最终总投入与上文分析保持一致，包括矿权价款68.09亿元，建设投资156.71亿元，合计224.80亿元；

②除公司在中盐碱业层面引入战略投资者增资39.20亿元外，其余资金均

来自于债务融资；

③不考虑公司2025年及以后的经营积累。

则本次天然碱项目投资完成后，公司合并口径资产负债率从2024年末的29.67%提升为58.51%。

如果公司未在中盐碱业层面引入战略投资者，则本次天然碱项目投资完成后，公司资产负债率提升为68.02%，提升幅度较大。

（2）对营运能力的影响

营运能力反映公司资产使用效率和周转速度，本次选取核心指标进行分析如下：

指标	当前水平	建设期预测	达产期预测
存货周转率	12.89	12.29	15.64
应收账款周转率	93.16	93.16	90.23
固定资产周转率	1.15	0.52	0.75
总资产周转率	0.69	0.32	0.47

注：当前水平以公司最近一年经审计的财务报表即2024年报为基础计算。

建设期、达产期指标数据在2024年基础上进行预测，建设期考虑项目投入资产的增加、原材料备料的增加；达产期的收入、成本依据北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的《估值报告》，考虑产成品库存的增加、新增客户的信用等因素。标的公司天然碱项目短期内将对营运效率产生阶段性压力，但通过严格的资产周转管理及成本控制，核心营运能力预计将在投产后持续改善。

（3）对短期及长期盈利能力的影响

标的公司天然碱项目为长周期的资源开发项目，在建设期及投产初期不可避免地会对公司短期盈利能力产生一定压力，主要体现在以下方面：

①短期影响

假设标的公司天然碱项目最终总投入与上文分析保持一致，包括矿权价款68.09亿元，建设投资156.71亿元，合计224.80亿元。除公司在中盐碱业层面引入战略投资者增资39.20亿元外，其余资金均来自于债务融资。届时债务融资成本费用化将影响当期业绩，尤其在项目建设后期及投产初期的利息确认高峰阶段，公司即期回报可能会被摊薄，归母净利润减少。其中建设期：2025年下半年至2028年上半年融资成本费用化金额分别为0.44亿元、0.82亿

元、0.66亿元、0.33亿元；投产初期：2028年下半年至2029年全年融资成本费用化金额分别为2.26亿元和2.53亿元。

②长期影响

项目建设期需要3年时间。在此期间，项目本身无法产生任何销售收入或利润贡献。

公司投资天然碱项目，项目建成后可实现年产纯碱500万吨/年，奈曼旗天然碱矿地理位置优越，交通便利，公用配套工程齐备，距离目标市场较近，经济价值较好，市场竞争优势明显，项目投产后，公司从根本上强化行业竞争力与盈利韧性。参考北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的《估值报告》，稳定期后（2029-2047年），标的公司年均产生营业收入65.78亿元，利润总额25.10亿元。

4、对相关风险进行充分提示

公司已在重组报告书“重大风险提示”之“一、与本次交易相关的风险”、“第十一章 风险因素分析”之“一、与本次交易相关的风险”披露或更新披露并提示投资者关注“资金筹集及财务风险”、“本次交易摊薄公司即期回报的风险”，并在“重大风险提示”之“二、与标的公司相关的风险”、“第十一章 风险因素分析”之“二、与标的公司相关的风险”补充“标的公司引入战略投资者不及预期的风险”。

（1）资金筹集及财务风险

本次交易构成上市公司对标的公司的控股合并，标的公司后续所需资金由上市公司负责筹集。标的公司本次竞拍天然碱采矿权成交价格68.0866亿元，后续开发建设天然碱项目预计投资规模较大。截至2025年6月末，公司资产负债率为35.23%，虽然处于较低水平，具备较强的中长期偿债能力，但仍需警惕资产负债率上升给公司未来生产经营带来压力的风险以及财务风险。公司如过度依赖债务融资可能加大财务风险及偿债压力。公司可能面临融资环境变化、授信审批延迟或额度不及预期、利率上升等风险。同时，提请投资者关注项目建设资金不能及时到位的风险，以及项目建设不达预期或不能按时建设的风险。

（2）本次交易摊薄公司即期回报的风险

标的公司天然碱项目存在建设期，项目完全达产达效之前，上市公司的

每股收益、净资产收益率等财务指标短期内存在下滑风险，上市公司存在即期回报被摊薄的风险；项目建成后，标的公司未来盈利可能受宏观经济形势、行业趋势、产业政策、竞争环境等多方面未知因素影响，上市公司亦存在即期回报被摊薄的风险。提请投资者关注相关风险。

（3）标的公司引入战略投资者不及预期的风险

公司拟在标的公司层面引入战略投资者，目前计划引入资金规模不超过39.20亿元。公司已与山东海化股份有限公司及内蒙古蒙盐盐业集团有限公司达成合资意向，并已签署意向性《合资协议》，约定山东海化股份有限公司增资不超过23.20亿元，内蒙古蒙盐盐业集团有限公司增资不超过8亿元。其他投资人将在产权交易所挂牌时确定，具体对象及投资金额暂不确定。标的公司增资事项尚需履行产权交易所挂牌程序，前述达成合资意向的合作方将参与摘牌，但存在不能成功摘牌的可能。标的公司是否能够引入战略投资人及最终成交规模存在不确定性。如标的公司引入战略投资者不及预期，将对公司的筹资计划造成影响，并影响天然碱项目投资完成后公司的负债率水平。提请投资者关注相关风险。

（三）补充披露情况

公司已在重组报告书“第四章 标的资产基本情况”之“十三、其他重要事项”补充披露“（七）标的公司引入战略投资者事项”、“（八）天然碱采矿权价款的资金来源及具体筹集安排，包括自筹比例、利率、借款期限、后续偿付安排等”、“（九）后续天然碱项目建设的资金投入计划以及筹措安排，结合公司现有财务状况、融资能力及未来现金流预测情况，分析天然碱项目投资对于公司偿债能力、营运能力、短期及长期盈利能力的影响”；并在“重大风险提示”之“一、与本次交易相关的风险”、“第十一章 风险因素分析”之“一、与本次交易相关的风险”更新披露“资金筹集及财务风险”，在“重大风险提示”之“二、与标的公司相关的风险”、“第十一章 风险因素分析”之“二、与标的公司相关的风险”补充披露“标的公司引入战略投资者不及预期的风险”。

（四）独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为：公司已对天然碱采矿权价款、后续天然碱

项目建设所需资金作出安排。以2024年报公司财务报表数据为基础计算，本次天然碱项目投资完成后，公司资产负债率水平提升较大；在公司按计划引入战略投资者的情况下，天然碱项目投资完成后，公司资产负债率提升为58.51%，负债结构不存在极端不合理的情况。公司已根据要求对相关事项进行了补充披露，并对相关风险进行了较为充分的提示。

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。

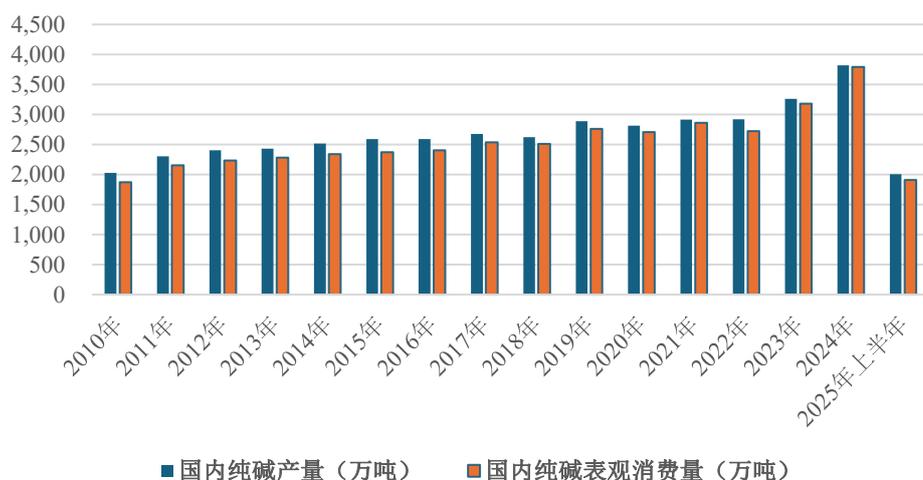
2、市场供需状况

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。

我国纯碱产量及表观消费量



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。

综上所述，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采矿权与市场上天然碱采矿权的对比情况，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）(Na ₂ CO ₃ +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	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。

项目	标的公司天然碱矿	塔木素天然碱矿
	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。	
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≤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）独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为：上市公司及估值机构已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，对收益法中纯碱预测价格的合理性作了进一步分析；上市公司及估值机构已说明对于天然碱采矿权估值仅选用收益法的原因，并与市场可比赛例作了对比，进行了补充分析。上市公司及估值机构的相关分析具备合理性。

四、关于标的公司尚需取得的资质

草案披露，截至2025年6月30日，标的公司尚未实际开展经营活动，尚无任何经营资质；标的公司天然碱项目建设时，需办理立项、环评、节能审查、用地、用水等相关手续。

请公司补充披露：天然碱项目建设中尚需取得的经营资质及审批手续，包括具体审批程序、审批部门、取得计划及时间安排，预计量产时间，并对相关风险进行充分提示。请独立财务顾问和律师发表意见。

回复：

（一）天然碱项目建设中尚需取得的经营资质及审批手续，包括具体审批程序、审批部门、取得计划及时间安排，预计量产时间

1、总体说明

根据《中华人民共和国矿产资源法》（2024年修订）第二十二条、第三十三条规定，结束了以往矿业权的物权属性与行政许可同载于采矿许可证的历史，一证变两证，矿业权人需先取得矿业权证，并在进行矿产资源开采作业前，按照矿业权出让合同以及相关标准、技术规范等，编制开采方案，报原矿业权出让部门批准后取得采矿许可证。2025年7月9日，标的公司与通辽市自然资源局签订《采矿权出让合同》，合同第七条约定：“乙方（标的公司）自取得缴款凭证之日起15个工作日内，应向甲方（通辽市自然资源局）申请办理采矿权登记。”第九条约定：“乙方（标的公司）自本合同签订之日起12个月内，应编制开采方案、矿区生态修复方案，申请办理采矿权许可。”

基于上述，标的公司天然碱项目目前正处于支付采矿权成交价、申办矿业权证、编制开采方案及矿区生态修复方案并报批、取得采矿许可证的前期准备阶段，尚未进入建设期。

标的公司将在天然碱项目建设前开展溶采试验，通过溶采试验取得实际生产参数，包括采出卤水组分及浓度、注采温度和压力等，在可行性研究阶段，以采溶采试验采出卤水为原料开展结晶试验，根据试验结果确定天然碱加工工艺和关键设计参数，确保加工工艺适用、运行稳定、经济合理。

2、关于经营资质

标的公司天然纯碱生产不涉及特殊的经营资质。在地下溶采时需要办理

非煤矿山的安全生产许可证。根据《非煤矿山企业安全生产许可证实行办法》，非煤矿山企业应当在矿山安全设施验收合格后向安全生产监督管理部门申请办理安全生产许可证。安全生产许可证的办理流程主要包括：矿山安全设施建设竣工并验收合格、矿山企业向安全生产监督管理部门提交申请、安全生产监督管理部门受理并审查、颁发安全生产许可证。标的公司天然碱项目尚未建设，未达到安全生产许可证办理时点条件，后续将在项目装置建设完成、安全设施验收合格后申办安全生产许可证。

3、关于审批手续

(1) 溶采试验手续

目前项目溶采试验用地选址已完成，根据选址位置进行试验场地设计及试采井的设计。所需的审批手续主要包括：临时用地手续（审批部门为奈曼旗自然资源局）、临时占草用地手续（审批部门为奈曼旗林业和草原局）、临时占林用地手续（审批部门为奈曼旗林业和草原局）、临时取水证（审批部门为奈曼旗水务局）、临时用电接入方案（审批部门为蒙东国家电网）。

上述手续办理计划完成时间为2025年8月底前。

(2) 项目建设手续

溶采试验完成后，标的公司委托具备相应资质的单位根据试验情况编制项目可行性研究报告、环评报告、节能报告等各类专业报告，根据专业报告及项目具体情况依法确定具备审批权限的政府部门，办理立项、环评、节能审查、用地、用水等相关手续。初步预计，立项备案主体为奈曼旗投资主管部门，环评批复主体为内蒙区自治区环保主管部门，节能审查批复主体为内蒙区自治区节能审查机关，用地审批部门为内蒙区自治区土地管理部门，用水审批部门为内蒙区自治区水资源管理部门。根据目前进展，由于相关专业报告尚未编制，目前尚无法最终确定审批部门及办理完成时间。标的公司后续将在相关专业报告编制完成后开展项目建设手续办理工作，公司将根据有关进展情况进行信息披露。

4、关于经营资质及审批手续的办理风险

通辽市自然资源局在天然碱矿权出让公告中提出“竞得采矿权之日起24个月内投产，36个月内达产”要求；在与标的公司签署的《采矿权出让合同》中约定“乙方（标的公司）要在竞得采矿权之日起24个月内投产，36个月内达

产，实现年纯碱产能500万吨，如因不可抗力或法律、政策调整等非因企业自身原因不能如期投产、达产的或乙方有合理理由不能如期投产、达产经甲方（通辽市自然资源局）认可的，不视为违约，双方可另行约定”。

通辽市自然资源局作为通辽市人民政府的组成部门，在采矿权出让过程中提出上述要求，预计在该天然碱开发利用项目为区域重大投资项目的情况下，公司判断标的公司相关经营资质及审批手续办理不存在实质性风险。但由于相关手续尚未进入办理阶段，理论上仍不排除获批风险，因此公司进行了相应风险提示。

2025年8月1日，通辽市人民政府出具《关于支持奈曼旗大沁他拉地区天然碱项目建设的函》（通政函[2025]316号）：“奈曼旗大沁他拉地区天然碱开发利用项目是通辽市乃至内蒙古自治区重大项目。2025年6月17日，中盐（内蒙古）碱业有限公司以68.0866亿元竞得天然碱采矿权，并取得我市自然资源局《成交确认书》。目前，该项目尚未开展建设手续的办理工作。后续，我市将依法依规全力支持、积极协调项目建设涉及的各项手续办理工作，推动项目尽快开工建设、早日建成投产。”

5、预计量产时间

标的公司将按照与通辽市自然资源局《采矿权出让合同》约定，争取于“竞得采矿权之日起24个月内投产，36个月内达产”。如因不可抗力或法律、政策调整等非因企业自身原因不能如期投产、达产的或标的公司有合理理由不能如期投产、达产的，将提前与相关政府部门做好沟通、协商工作。

（二）对相关风险进行充分提示

公司提示投资者关注标的公司“建设项目手续审批风险”：

标的公司将在天然碱项目建设前开展溶采试验，目前溶采试验涉及的审批手续正根据项目进度正常推进。溶采试验完成后，标的公司委托具备相应资质的单位根据试验情况编制项目各类专业报告，根据专业报告及项目具体情况依法确定具备审批权限的政府部门，办理立项、环评、节能审查、用地、用水等相关手续。由于标的公司尚未进入建设项目手续的办理程序，该等手续能否取得及取得时间存在不确定性，从而影响天然碱项目建设及投产的时间。提请投资者予以关注。

（三）补充披露情况

公司已在重组报告书“第四章 标的资产基本情况”之“十三、其他重要事项”补充披露“（十）天然碱项目建设中尚需取得的经营资质及审批手续，包括具体审批程序、审批部门、取得计划及时间安排，预计量产时间”；在重组报告书“重大风险提示”之“二、标的公司相关的风险”补充披露“建设项目手续审批风险”，并相应更新“第十一章 风险因素分析”之“二、与标的公司相关的风险”之“建设项目手续审批风险”。

（四）独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为：标的公司在项目前期准备阶段需先进行溶采试验，根据公司说明，所需的临时用地手续、临时占草用地手续、临时占林用地手续、临时取水证、临时用电接入方案正在根据项目进度正常推进办理；项目建设期所需办理的立项、环评、节能审查、用地、用水等相关手续为后续办理事项，标的公司将逐步完善。由于标的公司尚未进入建设项目手续的办理程序，该等手续能否取得及取得时间存在不确定性，从而影响天然碱项目建设及投产的时间。标的公司已取得通辽市人民政府关于支持天然碱项目建设手续办理的函件。上市公司已根据现阶段掌握信息进行了披露，并对相关风险进行了较为充分的提示。

（以下无正文）

（本页无正文，为《招商证券股份有限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>回复之核查意见》的签字盖章页）

财务顾问主办人：


徐万泽


张琦



招商证券股份有限公司

2025年8月5日