山西儒林资产评估事务所有限公司
对《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》反馈意见的回复

中国证券监督管理委员会：

山西儒林资产评估事务所(普通合伙)受山西焦化股份有限公司的委托，对山西焦化股份有限公司资产重组中涉及的三座煤矿采矿权进行了评估，出具了儒林矿评字[2017]第051号、第052号、第053号采矿权评估报告。山西儒林资产评估事务所（普通合伙）因业务经营需要，由新设立的山西儒林资产评估事务所有限公司继承山西儒林资产评估事务所（普通合伙）相关资质及业务，2017年12月5日，经中国矿业权评估师协会批准，将《探矿权采矿权评估资格证书》（矿权评资[1999]003号）的单位名称由“山西儒林资产评估事务所（普通合伙）”变更为“山西儒林资产评估事务所有限公司”。山西儒林资产评估事务所（普通合伙）承接本次重大资产重组的矿业权评估业务和出具矿业权评估报告的相关责任以及相关权利义务均由山西儒林资产评估事务所有限公司继承，后续各项工作由山西儒林资产评估事务所有限公司执行，本次重大资产重组的矿业权评估报告的签字矿业权评估师保持不变。按照贵委员会的反馈意见，我单位进行了专项核查，现将有关我们的问题说明及回复意见汇报如下，请予审核。

五、请你公司结合煤炭行业周期性较强的实际情况，进一步补充披露标的资产采矿权评估中预测未来原煤售价较 2015 年评估预测售价有所提升的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）本次采矿权评估涉及原煤售价取值的合理性

1、评估准则关于原煤售价取值的规定

矿业权评估准则关于矿业权价款评估（一级市场）中矿产品市场价格的规定如下：根据《矿业权价款评估应用指南》(CMVS20100-2008)，产品销售价格应根据产品类型、产品质量和销售条件，一般采用当地价格口径确定，可以评估基准日前 3 个年度的价格平均值或回归分析后确定评估用产品价格；对产品价格波动

较大、服务年限较长的大中型矿山，可以评估基准日前 5 个年度内价格平均值确定评估用的产品价格；对服务年限短的小型矿山，可以采用评估基准日当年价格的平均值确定评估用的产品价格。

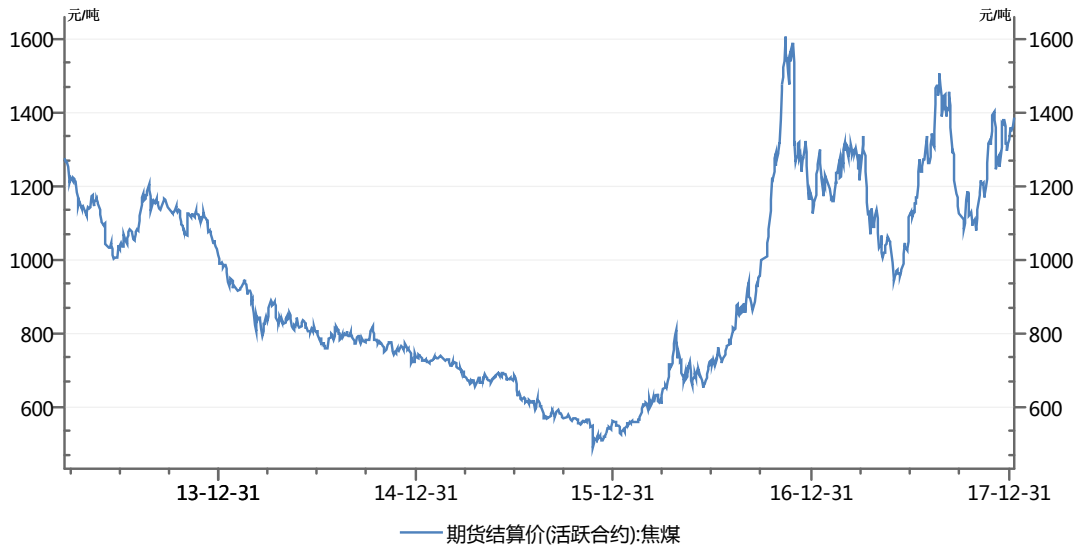
矿业权评估准则关于矿业权价款评估以外的评估（二级市场）中矿产品市场价格的规定如下：根据《矿业权评估参数确定指导意见》，矿产品市场价格的确定，应有充分的历史价格信息资料，并分析未来变动趋势，确定与产品方案口径相一致的、评估计算的服务年限内的矿产品市场价格。不论采用何种方式确定的矿产品市场价格，其结果均视为对未来矿产品的市场价格的判断结果。

由于本次采矿权评估是以企业股权转让为目的的二级市场评估，因此本次评估过程中的煤炭价格取价以矿业权评估准则关于二级市场煤炭价格取价的指导意见确定。

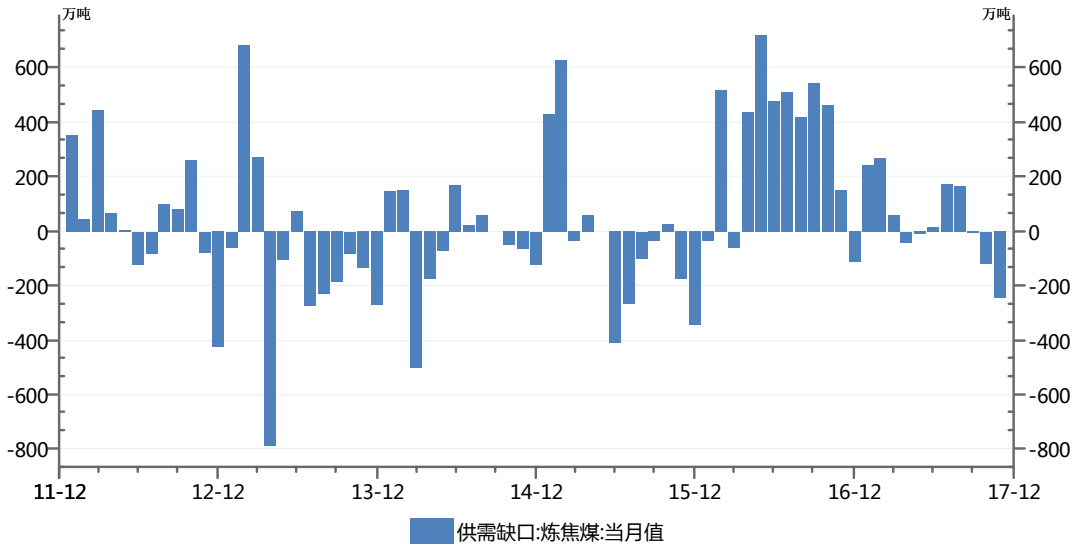
2、煤炭行业供给侧改革政策对煤炭行业周期性波动产生深刻影响

煤炭行业属于周期性行业，是国民经济基础性行业，受国家宏观经济政策、产业政策等影响较大，同时受下游钢铁、电力等相关行业周期性波动影响较大，与整体国民经济发展状况及下游行业景气程度密切相关。自 2012 年开始，受宏观经济增速放缓、下游产业景气度下降、煤炭行业自身供求关系失衡等因素的影响，煤炭行业发展形势逐步下滑，到 2015 年末行业景气度跌入谷底。

根据 wind 资讯统计的焦煤期货合约结算价变化趋势来看，焦煤价格自 2012 年起逐年下降，到 2015 年底下跌至近年来的最低点。



2016 年以来，我国煤炭行业出现了深刻变化。煤炭行业供给侧改革政策全面推出，国务院出台了《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7 号），后续一系列供给侧改革和煤炭去产能政策出台并得到有效实施，煤炭行业的总体供求关系发生根本性改变，从 2012 年以来炼焦煤的供需缺口情况来看，过去长期处于供大于求的状态，而 2016 年以来受供给侧改革因素影响，炼焦煤逐步处于供不应求的状况，炼焦煤价格也出现大幅度上涨。



不同于以往煤炭行业自身受宏观经济波动和下游产业周期波动对煤炭行业自身波动性的影响，2016 年以来的煤炭供给侧改革政策，在较短时期内对煤炭行业的基本面形成深刻影响，煤炭价格在较短时期内就完成了以往需要较长时间周期才能完成的趋势变化。2016 年以来，煤炭行业落后产能大幅度淘汰，根据《煤炭工业“十三五”规划》，到 2020 年，我国要实现“煤炭开发布局科学合理，供需基本平衡，“十三五”期间要化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右，到 2020 年，全国煤炭产量 39 亿吨。同时，在 2018 年度全国煤炭交易会上，国家发展和改革委员会副主任连维良表示，目前国家相关部门已建立了增减挂钩指标交易制度、最高和最低库存制度、调峰和应急储备产能制度、特殊情况下的减量化生产制度等一系列长效机制，有效防范煤炭产能过剩，从而有效防范煤价跌出合理区间。综合 2016 年以来国家相关政策的影响，未来煤炭行业供需面貌将得到极大改善，同时煤炭行业供给侧改革的系列政策将长期发挥效力，煤炭行业再次出现煤炭价格大幅度波

动，供需关系严重扭曲的可能性较小。

综上所述，2016 年以来煤炭行业供给侧改革政策的推出对煤炭行业未来发展趋势产生了深刻影响，同时煤炭价格在 2016 年出现快速大幅上涨也对未来煤炭价格走势产生一定的影响。上述因素的影响已经超过了以往煤炭行业自身周期性波动规律的影响，进而对资产评估过程中对未来长期煤炭价格趋势的预测判断产生一定的影响，因此在以 2016 年 12 月 31 日为评估基准日实施评估的过程中，相对于 2015 年 12 月 31 日为评估基准日来看，有必要对未来煤炭价格预测情况进行必要调整。

从可供参考的市场煤炭价格变化趋势来看，前次评估以 2015 年 12 月 31 日为评估基准日，根据中国煤炭资源网 2006 年至 2015 年乡宁地区 2 号焦煤十年原煤平均售价 618.37 元/吨；本次评估以 2016 年 12 月 31 日为评估基准日，根据中国煤炭资源网 2007 年至 2016 年乡宁地区 2 号焦煤十年原煤平均售价为 633.49 元/吨；对比两次评估基准日前十年可供参考的市场原煤售价变化情况，2016 年比 2015 年的市场可供参考十年原煤平均售价增长了 2.45%。

参考上述市场煤价在两个评估基准日的变化趋势以及对未来煤炭市场发展趋势的判断，评估机构将前次以 2015 年 12 月 31 日为评估时点时王家岭矿原煤预测售价 371.11 元/吨、韩咀矿预测原煤售价 371.11 元/吨、华宁矿原煤预测售价 373.40 元/吨均调整为 2016 年 12 月 31 日评估时点的 380 元/吨，调整幅度分别为 2.40%、2.40%和 1.77%，调整幅度与供参考的市场煤价变化趋势基本保持一致。

综合以上分析，受煤炭行业供给侧改革和 2016 年煤炭价格大幅上涨等因素对未来长期煤炭行业周期波动的影响，有必要在本次评估基准日时点对未来原煤价格预测值进行必要调整，相关调整具备必要性，两次评估时点原煤价格预测值变化幅度与供参考的市场长期煤炭价格变化趋势保持一致，具备合理性。

3、本次评估基准日下对原煤价格的预测是合理的，谨慎的

以 2016 年 12 月 31 日为评估基准日，评估机构预测相应煤矿的原煤预测价格如下：王家岭矿原煤售价预测为 380.00 元/吨，韩咀矿原煤售价预测为 380.00 元/吨，华宁矿原煤售价预测为 380.00 元/吨。

对比分析市场交易案例中涉及到焦煤的采矿权评估案例与本次三项采矿权

评估在煤炭价格选取上的情况进行对比分析如下：

案　例	评估基准日	煤炭预测价格（元/吨）
本次交易涉及的王家岭矿	2016 年 12 月 31 日	380
本次交易涉及的韩咀矿	2016 年 12 月 31 日	380
本次交易涉及的华宁矿	2016 年 12 月 31 日	380
辽宁红阳能源投资股份有限公司收购沈阳焦煤股份有限公司红阳二矿	2014 年 9 月 30 日	797
辽宁红阳能源投资股份有限公司收购沈阳焦煤股份有限公司红阳三矿	2014 年 9 月 30 日	670
山西美锦能源股份有限公司收购山西汾西太岳煤业股份有限公司 76.96%股权项目	2014 年 6 月 30 日	550
山西美锦能源股份有限公司收购山西美锦集团东于煤业有限公司 100%股权项目	2014 年 6 月 30 日	420
永泰能源股份有限公司收购山西灵石银源华强煤业有限公司 49%股权项目	2012 年 12 月 31 日	685
永泰能源股份有限公司收购山西沁源康伟森达源煤业有限公司 49%股权项目	2012 年 12 月 31 日	560

同时，从可供参考的市场煤价来看，根据中国煤炭资源网（网址：http://www.sxcoal.com/）2006 年至 2016 年乡宁地区 2 号焦煤（坑口不含税）的煤炭年均价格如下：

单位：元/吨

年份	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
平均售价	274.34	401.04	911.01	773.5	811.62	889.39
年份	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	
平均售价	789.78	578.12	411.37	343.5	425.58	

从前次以 2015 年 12 月 31 日为基准日时来看，基准日前十年市场平均煤价为 618.37 元/吨，前五年平均煤价为 602.43 元/吨，前三年平均煤价为 444.33 元/吨，该基准日王家岭矿、华宁矿和韩咀矿评估选取的 371.11 元/吨和 373.40 元/吨的原煤预测价格均低于该基准日时点市场前十年、前五年和前三年的平均煤价水平。

从本次以 2016 年 12 月 31 日为基准日时来看，基准日前十年市场平均煤价为 633.49 元/吨，前五年平均煤价为 509.67 元/吨，前三年平均煤价为 393.48 元/吨，该基准日王家岭矿、华宁矿和韩咀矿评估选取的 380 元/吨的原煤预测价格均低于该基准日时点市场前十年、前五年和前三年的平均煤价水平。

以上对比分析可以看出，本次资产评估的三项采矿权资产的预测煤炭价格均

低于近年来涉及上市公司重组项目的其他焦煤采矿权评估的预测煤炭价格，低于市场可供参考煤价的前十年、前五年和前三年平均价格水平。反映出本次资产评估过程中在相关核心参数的选取上是谨慎的，充分考虑了未来潜在的市场波动因素，具备合理性。

（二）评估机构意见

经核查，儒林机构认为，本次采矿权评估过程中，三项采矿权资产的产品价格选取方法符合《矿业权评估参数确定指导意见》中产品价格选取的指导意见，结合 2016 年以来煤炭行业供给侧改革及煤炭价格大幅上涨等因素对煤炭行业未来发展趋势的深刻影响，评估机构对未来原煤售价预测值进行调整是必要的，原煤售价预测值的调整幅度与煤炭市场价格变化趋势保持一致性。本次采矿权评估的产品价格确定方式符合相关准则规定和市场变化情况，取价是谨慎的，合理的。

六、申请材料显示，中煤华晋王家岭煤矿、韩咀煤矿、华宁煤矿采矿权评估折现率为 7.75%、7.78%、7.75%。请你公司进一步补充披露标的资产矿业权评估中，国债票面利率等折现率相关参数取值低于近期市场大部分可比交易案例的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）矿业权评估准则关于折现率选取的相关规定

根据《矿业权评估参数确定指导意见》，折现率确定原则如下：①折现率不应低于安全利率；②折现率与收益口径应保持一致。

折现率的确定方法为：折现率=无风险报酬率+风险报酬率。

其中无风险报酬率即安全报酬率，通常可以参考政府发行的中长期国债利率或同期银行存款利率来确定。

风险报酬率有两种不同的确定方法，《矿业权评估参数确定指导意见》建议风险报酬率确定方法为“风险累加法”，即通过确定每一种风险的报酬，累加得出风险报酬率。

风险报酬率=勘查开发阶段风险报酬率+行业风险报酬率+财务风险报酬率，《矿业权评估参数确定指导意见》建议，风险报酬率取值参考表如下：

序号	风险报酬率分类	取值范围（%）	备注
1	勘查开发风险		
1.1	普查	2.00-3.00	已达普查
1.2	详查	1.15-2.00	已达详查
1.3	勘探及建设	0.35-1.15	已达勘探及拟建、在建项目
1.4	生产	0.15-0.65	生产矿山及改扩建矿山
2	行业风险	1.00-2.00	根据矿种取值
3	财务经营风险	1.00-1.50	

（二）本次采矿权折现率的选取思路及交易案例折现率选取的对比分析

1、无风险报酬率的确定

《矿业权评估参数确定指导意见》要求，无风险报酬率通常可以参考政府发行的中长期国债利率或同期银行存款利率来确定。

（1）本次采矿权评估无风险报酬率取值

本次采矿权评估中，根据与矿山服务年限相近的年期的国债票面利率的平均值来确定无风险报酬率，其中王家岭矿矿山服务年限为 29.53 年、华宁矿矿山服务年限 31.39 年，据此采取过去五年的 30 年期国债利率的平均值作为无风险报酬率，确定为 4.15%。而韩咀矿的矿山服务年限为 41.63 年，由于财政部没有发布 40 年期国债，因此评估基准日前五年的 30 年期国债和 50 年期国债平均利率的平均值作为无风险报酬率，确定为 4.18%。

（2）相关市场案例的无风险报酬率取值情况如下：

上市公司	采矿权	评估基准日	无风险报酬率取值
永泰能源	山西沁源康伟森达源煤业	2012 年 12 月 31 日	2013 年发布的 5 年期国债 5.41%
	山西灵石银源华强煤业有	2012 年 12 月 31 日	2013 年发布的 5 年期国债 5.41%
红阳能源	林盛煤矿	2014 年 9 月 30 日	评估基准日当期 5 年期定期存款利率 4.75%
	西马煤矿	2014 年 9 月 30 日	评估基准日当期 5 年期定期存款利率 4.75%
	红阳三矿	2014 年 9 月 30 日	评估基准日当期 5 年期定期存款利率 4.75%
	红阳二矿	2014 年 9 月 30 日	评估基准日当期 5 年期定期存款利率 4.75%
	蒙西一井	2014 年 9 月 30 日	评估基准日当期 5 年期定期存款利率 4.75%
ST 煤气	嘉乐全	2016 年 1 月 31 日	10 年、20 年、30 年、50 年期国债 4.05%
	炉峪口	2016 年 1 月 31 日	10 年、20 年、30 年、50 年期国债 4.05%
鹏欣资源	奥尼金矿	2017 年 4 月 30 日	评估基准日发布的 30 年期国债利率 3.77%

本次采矿权评估选取的无风险报酬率低于永泰能源、红阳能源项目，但高于

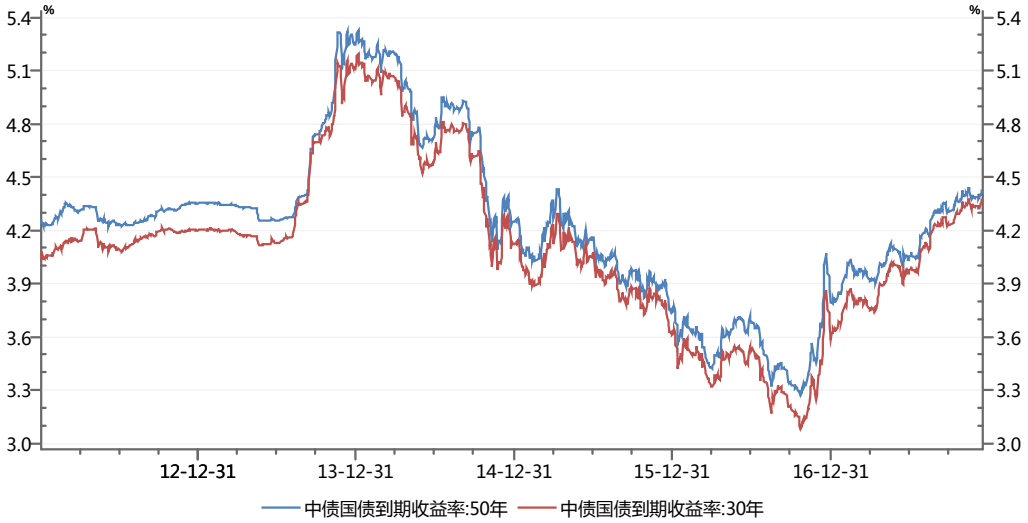
*ST 煤气、鹏欣资源项目选取的无风险报酬率水平。

（3）本次评估无风险报酬率的合理性

在评估基准日 2016 年 12 月 31 日，中国人民银行不再公布五年期定期存款利率，因此不存在五年期定期存款利率做参考；2016 年 12 月 31 日五年期国债利率为 4.17%，由于五年期国债不属于中长期国债，与《矿业权评估参数确定指导意见》要求的无风险报酬率参考政府发行的中长期国债利率或同期银行存款利率的要求不符。

因此，本次采矿权评估无风险报酬率取值依据评估基准日前 5 年的 30 年期国债利率平均值、或取评估基准日前 5 年的 30 年期和 50 年期国债利率的平均值，符合矿业权评估准则的要求的，是合理的。

同时在本次评估基准日 2016 年 12 月 31 日来看，受国家宏观调控和货币政策等因素影响，2016 年末的中长期国债利率达到了近五年以来的最低点，从而导致在该时点选择的无风险报酬率水平相对于其他评估时点的市场案例来看相对较低，符合市场利率走势的实际情况。



因此，本次评估过程中无风险报酬率选取符合相关评估准则，无风险报酬率低于部分市场案例，符合本次评估时点市场无风险利率走势，具备合理性。

2、风险报酬率的选取

（1）本次采矿权评估风险报酬率取值

①勘查开发风险报酬率

《矿业权评估参数确定指导意见》对生产矿山的勘查开发风险报酬率的参数选取范围限定为0.15%-0.65%。

王家岭煤矿、韩咀矿、华宁矿勘查程度达到勘探，为正常生产矿井，考虑到在矿井周边分布众多地方煤矿，存在煤采空区，且王家岭煤矿曾发生过透水事故，水文地质条件复杂，水文地质条件仍需进一步进行勘探。综合分析，勘查开发阶段风险报酬率取0.50%。

②行业风险报酬率

《矿业权评估参数确定指导意见》对行业风险报酬率的参数选取范围限定为1.00%-2.00%。

本次评估对象属煤炭行业，受煤炭行业产能过剩的影响，2015 年煤炭价格大幅下跌；随着 2016 年煤炭市场出现了去产能等供给侧改革政策，使得煤炭产量压缩，煤炭价格开始回升。未来一段时期，经济复苏动力依然脆弱，煤炭需求减少已成常态，考虑到煤炭行业自身产能仍在不断扩张，未来化解产能过剩矛盾任重道远，煤炭企业面临的行业风险也较大，综合分析，本次评估行业风险报酬率选取1.80%。

③财务经营风险

《矿业权评估参数确定指导意见》对财务经营风险的参数选取范围限定为1.00%-1.50%。

影响企业财务经营风险的因素很多，主要有：①产品需求：市场对企业产品的需求越稳定，经营风险就越小；反之，经营风险则越大。②产品售价：产品售价变动不大，经营风险则小；否则经营风险便大。③产品成本：产品成本是收入的抵减，成本不稳定，会导致利润不稳定，因此产品成本变动大的，经营风险就大；反之，经营风险就小。本次评估对象属煤炭行业，随着 2016 年煤炭市场出现了去产能等供给侧改革政策，使市场对煤炭产品的需求将会逐渐趋于平衡；矿井投产至今原煤生产成本变动不大，但煤炭价格受供求关系等影响变动较大，综合分析，企业的财务经营存在一定风险，因此，本次评估财务经营风险报酬率选取1.30%。

本次风险报酬率的选取中，各项参数选取均接近有关参数选取范围的上限为3.60%。

（2）相关案例风险报酬率的取值情况如下：

上市公司	采矿权	勘查阶段	评估基准日	风险报酬率
永泰能源	山西沁源康伟森达源煤业有限	建设矿井	2012 年 12 月 31 日	4.09%
	山西灵石银源华强煤业有限公	生产矿井	2012 年 12 月 31 日	4.09%
红阳能源	林盛煤矿	生产矿井	2014 年 9 月 30 日	3.95%
	西马煤矿	生产矿井	2014 年 9 月 30 日	3.55%
	红阳三矿	生产矿井	2014 年 9 月 30 日	3.85%
	红阳二矿	生产矿井	2014 年 9 月 30 日	3.75%
	蒙西一井	生产矿井	2014 年 9 月 30 日	3.85%
*ST 煤气	嘉乐全	生产矿井	2016 年 1 月 31 日	3.60%
	炉峪口	生产矿井	2016 年 1 月 31 日	3.60%
鹏欣资源	奥尼金矿	建设矿山	2017 年 4 月 30 日	3.75%

（3）本次评估无风险报酬率的合理性

本次采矿权评估风险报酬率取值 3.60%与*ST 煤气项目的风险报酬率取值一样，略低于永泰能源等项目案例。

不同项目的风险报酬率选取，需要根据评估对象实际情况对勘查开发阶段、行业风险和财务经营风险在《矿业权评估参数确定指导意见》风险报酬率取值范围内取值，存在的差异主要是不同矿井的勘查开发情况、经营情况和评估时点的行业总体经营情况等因素不同而造成的。本次评估的三项采矿权对象均为已建成投产的矿井，相关参数取值符合项目实际情况和评估准则的规定，具备合理性。

（三）评估机构意见

经核查，儒林机构认为，本次采矿权评估中无风险报酬率、风险报酬率等折现率因素选取符合《中国矿业权评估准则》相关规定，无风险报酬率低于部分市场案例符合评估基准日时点市场无风险报酬率的变化趋势，风险报酬率取值符合项目实际情况和评估准则的规定，相关折现率的取值具备合理性。

（此页无正文，为《山西儒林资产评估事务所有限公司对<中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书>反馈意见的回复》的盖章页）

法定代表人：

毋建宁

矿业权评估师：

卫三保

矿业权评估师：

翟春芳

山西儒林资产评估事务所有限公司

2018 年 1 月 16 日