

中和资产评估有限公司

关于上海证券交易所上市公司管理一部

《关于对云南文山电力股份有限公司重大资产重组及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》（上证公函【2021】2828 号）

部分反馈意见的回复

上海证券交易所：

2021 年 10 月 27 日，云南文山电力股份有限公司（以下简称“公司”、“文山电力”或“上市公司”）收到贵所上市公司管理一部《关于对云南文山电力股份有限公司重大资产重组及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》（上证公函【2021】2828 号，以下简称“《问询函》”）。

根据《问询函》的要求，中和资产评估有限公司（以下简称“中和”或“我们”）作为云南文山电力股份有限公司重大资产重组及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易的评估机构，我们就公司对《问询函》第 2 条问题的相关回复进行了核查并作如下回复。

除特别说明外，本核查意见中所述的词语或简称与预案中释义所定义的词语或简称具有相同的含义。

公司就该问题的回复如下：

问题二、预案披露，标的公司截至 2021 年 6 月 30 日的净资产为 140.43 亿元，目前拟置入资产的预估值和作价情况尚未确定。请公司补充披露：（1）置入资产的预估值情况、本次交易的评估方法和目前的评估进展，以及预估值的确定依据和合理性；（2）结合同行业可比公司的估值情况，说明本次交易的预估值是否公允。请评估师和财务顾问发表意见。

回复：

（一）相关情况说明

1、置入资产的预估值情况、本次交易的评估方法和目前的评估进展，以及预估值的确定依据和合理性。

（1）置入资产的预估值情况

截至本核查意见出具日，本次交易标的资产的评估工作尚未完成。经初步预估，本次交易置入资产的预估值区间为 130 亿元至 160 亿元，交易价格预计不低于 130 亿元，并将以经国有资产监督管理部门备案的评估报告的评估结果为参考依据，由交易各方最终协商确定。

（2）本次交易拟采用的评估方法

资产评估基本方法包括市场法、收益法和资产基础法。本次交易拟选取的评估方法是资产基础法和收益法。

选取资产基础法的理由：资产基础法是以资产负债表为基础，合理评估企业表内及表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。调峰调频公司评估基准日各项资产、负债能够根据会计政策、企业经营等情况合理加以识别，评估机构可以收集到满足资产基础法所需的资料，可以对调峰调频公司资产及负债展开全面的清查和评估，具备采用资产基础法实施评估的条件，因此本次评估适用资产基础法。

选取收益法评估的理由：收益法是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。收益法的基础是经济学的预期效用理论，即对投资者来讲，企业的价值在于预期企业未来所能够产生的收益。由于企业具有独立的获利能力，根据企业历史经营数据、内外部经营环境能够合理预计企业未来的盈利水平，并且未来收益、风险可以合理量化，具备采用收益法实施评估的条件，因此本次评估适用收益法。

不选取市场法评估的理由：市场法是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。由于调峰调频公司最主要的业务为抽水蓄能业务，在资本市场和产权交易市场均难以找到足够的、与评估对

象相同或相似的可比企业或可比交易案例，不具备采用市场法实施评估的条件，因此本次评估不适用市场法。

（3）目前的评估进展

截至本回复出具日，评估工作尚处于评估现场调查阶段，评估机构正在进行资料收集、资产梳理、现场调查、资产盘点、产权核实、访谈等工作。现场调查工作结束后，将进行资产价值评定估算、编制评估报告等后续工作。待评估报告正式出具后，将履行国有资产监督管理部门的备案程序。

（4）预估值的确定依据和合理性

截至本回复出具日，本次交易标的资产的评估工作尚未完成。本次交易拟选取的评估方法是资产基础法和收益法。预估值是结合调峰调频公司的资产情况和历史经营情况按资产基础法和收益法思路确定。

企业价值评估中的资产基础法，是指以被评估单位评估基准日的资产负债表为基础，评估表内及可识别的表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。在运用资产基础法时，各项具体资产的价值应根据其具体情况选用适当的具体评估方法得出。

调峰调频公司主要从事抽水蓄能、调峰水电及电网侧独立储能业务，已投产运营 5 座装机容量合计 788 万千瓦的抽水蓄能电站、2 座装机容量合计 192 万千瓦的调峰水电站、1 座装机容量 10MW 的电化学储能电站，在建 2 座装机容量合计 240 万千瓦的抽水蓄能电站。已经运营电站分布于 6 个子公司和 1 个分支机构。基本情况为：

序号	公司名称	持股比例	成立时间	装机容量	主营业务
1	广东蓄能发电有限公司	54%	1988/4/16	8×300MW	抽水蓄能业务
2	惠州蓄能发电有限公司	54%	2009/10/16	8×300MW	抽水蓄能业务
3	深圳蓄能发电有限公司	100%	2012/2/6	抽水蓄能：4×300MW； 电化学储能：10MW	抽水蓄能业务、电化学储能服务
4	清远蓄能发电有限公司	100%	2012/4/25	4×320MW	抽水蓄能业务

序号	公司名称	持股比例	成立时间	装机容量	主营业务
5	海南蓄能发电有限公司	100%	2012/2/16	3×200MW	抽水蓄能业务
6	天生桥二级水力发电有限公司	75%	2008/12/3	6×220MW	调峰水电
7	调峰调频公司鲁布革水力发电厂	分公司	2002/6/27	4×150MW	调峰水电

1) 资产基础法

调峰调频公司为重资产型公司，主要资产为电站相关资产，部分电站建设时间较早。根据资产基础法的技术思路，固定资产及无形资产预估增值，增值的主要因素如下：

房屋建筑物及构筑物部分，一方面由于建成时间较早，距基准日年限较长，人工、材料及机械费均比建造时大幅度增长，评估基准日的市场物价水平较建设时物价水平存在增长；另一方面企业部分资产折旧年限短于资产经济使用年限，资产实际成新状况较账面对应成新状况高，导致房屋建筑物类资产有所增值。另外调峰调频公司存在一定数量的外购房产，由于近年房产市场交易活跃，相关资产价格抬升较快，该部分外购房产出现增值。

设备类资产部分，由于部分建成较早的电站，其账面价值已经较低，而电站仍在正常经营使用中，对设备进行正常的维护保养、检修，资产实际成新状况较账面对应成新状况高，导致这部分设备类资产有所增值。

土地使用权部分，由于近年来土地相关征收补偿成本增大，评估价值考虑土地市场价值，导致土地使用权整体出现增值。

综上所述，资产基础法预估增值。

2) 收益法

根据收益法的技术思路，企业股权价值亦将有所增值，具体如下：

收益法采用企业自由现金流折现模型，其公式为：

股东全部权益价值=被评估单位整体价值-有息负债；

被评估单位整体价值=营业性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产价值+长期股权投资价值。

调峰调频公司主要从事抽水蓄能、调峰水电及电网侧独立储能业务，未来收益根据企业历史经营数据综合分析测算，按企业自由现金流折现模型，收益口径为现金流口径，目标公司固定资产金额较大，成本构成中折旧摊销占比较高，现金流金额大于净利润。根据企业历史经营情况及折旧摊销情况，按企业自由现金流折现模型，选取同行业上市公司参数得出相应折现率，测算出企业营业性资产价值，在此基础上最终得出股权价值。收益法预估值较账面价值增值。

预估工作参照评估技术思路，相应结果具有合理性。

二、结合同行业可比公司的估值情况，说明本次交易的预估值是否公允

1、拟置入资产预估值水平

本次交易拟置入资产预估值 130 亿元至 160 亿元，调峰调频公司（包含拟剥离气电业务相关资产负债及持有绿色能源混改基金的合伙份额）2020 年归属于母公司所有者的净利润为 84,436.84 万元，对应市盈率分别为 15.40 倍和 18.95 倍。截至 2021 年 6 月 30 日调峰调频公司（包含拟剥离气电业务相关资产负债及持有绿色能源混改基金的合伙份额）归属于母公司所有者权益为 1,093,691.63 万元，对应市净率分别为 1.19 倍和 1.46 倍。

置入资产相关财务数据均为未经审计数据，未来审计后可能面临调整，相应市盈率、市净率数据会发生变化。

2、与同行业上市公司比较

本次交易置入资产与同行业上市公司市盈率及市净率指标比较如下：

序号	证券代码	证券简称	2021 年 9 月 30 日归母净资产（万元）	2020 年度归母净利润（万元）	2021 年 9 月 30 市值（万元）	市盈率（倍）	市净率（倍）
1	000601.SZ	韶能股份	478,642.98	21,420.72	633,203.28	29.56	1.32

序号	证券代码	证券简称	2021 年 9 月 30 日归母净资产（万元）	2020 年度归母净利润（万元）	2021 年 9 月 30 日市值（万元）	市盈率（倍）	市净率（倍）
2	000722.SZ	湖南发展	309,954.11	9,787.99	379,681.47	38.79	1.22
3	000791.SZ	甘肃电投	685,875.52	44,209.84	891,882.30	20.17	1.30
4	000883.SZ	湖北能源	3,070,462.57	245,712.90	3,904,469.69	15.89	1.27
5	002039.SZ	黔源电力	338,364.40	44,365.68	733,262.19	16.53	2.17
6	600025.SH	华能水电	6,324,729.03	483,459.02	15,372,000.00	31.80	2.43
7	600101.SH	明星电力	250,526.25	7,002.01	312,703.04	44.66	1.25
8	600116.SH	三峡水利	1,086,008.40	61,993.91	2,130,127.20	34.36	1.96
9	600236.SH	桂冠电力	1,706,114.52	219,657.89	5,959,077.62	27.13	3.49
10	600310.SH	桂东电力	297,261.90	25,635.42	742,626.77	28.97	2.50
11	600452.SH	涪陵电力	403,699.85	40,078.18	1,299,505.72	32.42	3.22
12	600644.SH	乐山电力	176,428.32	10,253.53	439,873.34	42.90	2.49
13	600674.SH	川投能源	3,131,301.78	316,164.81	6,331,640.53	20.03	2.02
14	600886.SH	国投电力	4,793,641.62	551,562.73	8,400,843.26	15.23	1.75
15	600900.SH	长江电力	17,574,133.49	2,629,789.02	50,032,090.31	19.03	2.85
16	600979.SH	广安爱众	409,422.27	18,888.01	459,632.90	24.33	1.12
17	600995.SH	文山电力	227,460.08	11,072.22	380,907.01	34.40	1.67
平均值						28.01	2.00
中位数						28.97	1.96

数据来源：Wind 资讯。

注 1：同行业上市公司系申银万国行业类/公共事业/电力/水电 22 家上市公司中，剔除业务内容发生变化的国网信通（600131）、上年度亏损市盈率指标为负数的闽东电力（000993）、市盈率大于 50 倍的西昌电力（600505）、梅雁吉祥（600868）、郴电国际（600969）共 5 家公司。

注 2：市值系同行业上市公司 2021 年 9 月 30 日收盘后总市值。

注 3：归母净资产系同行业上市公司 2021 年 9 月 30 日归属于母公司所有者权益合计，净利润系同行业上市公司 2020 年度归属于母公司所有者的净利润。

注 4：市盈率=市值/归母净利润。

注 5：市净率=市值/归母净资产。

由上表可知，同行业上市公司市盈率平均值为 28.01 倍，中位数为 28.97 倍；市净率平均值为 2.00 倍，中位数为 1.96 倍。按本次预估值结果，置入资产市盈率为 15.40 倍至 18.95 倍，市净率为 1.19 倍至 1.46 倍，市盈率指标和市净率指标均低于同行业上市公司的平均值和中位数。因此，本次交易置入资产预估值处于合理水平。

综合上述，本次交易置入资产预估值公允。

由于目前标的资产的审计、评估工作尚未完成，上述初步确定的置入资产预估值可能会根据后续审计、评估工作的进一步开展而有所调整，与最终交易价格可能存在差异，提请投资者关注有关风险。标的资产经备案的评估结果及最终交易价格将在《重组报告书》中予以披露。

（二）补充披露情况

上市公司已在《云南文山电力股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案（修订稿）》“重大事项提示”之“五、标的资产预估值和作价情况”以及“一、本次交易方案概述”之“六、标的资产预估值和作价情况”补充披露上述相关内容。

中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

（1）上市公司就目前置入资产拟采用的评估方法和评估工作进展情况进行了说明，对置入资产预估值确定依据及其合理性进行了披露，并披露最终评估结果将以本所出具的经国资部门备案的正式评估报告为准。预估值结合公司资产现状情况和历史经营情况综合分析确定，具有合理性。

（2）根据预估值范围计算的置入资产市盈率、市净率与同行业上市公司相应指标对比，属于合理范围，本次交易置入资产预估值具有公允性。

（本页无正文，为中和资产评估有限公司对上海证券交易所上市公司管理一部《关于对云南文山电力股份有限公司重大资产重组及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》部分反馈意见的回复》之签章页）

中和资产评估有限公司

年 月 日