
北京德恒律师事务所
关于云南云天化股份有限公司
2022年度向特定对象发行股票的
补充法律意见（四）



北京德恒律师事务所
DeHeng Law Offices

北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座12层
电话:010-52682888 传真:010-52682999 邮编:100033

目 录

正 文.....	4
一、《第三轮审核问询函》问题第 2 题：关于青海云天化.....	4

北京德恒律师事务所

关于云南云天化股份有限公司

2022年度向特定对象发行股票的

补充法律意见（四）

德恒 21F20220295-15 号

致：云南云天化股份有限公司

本所根据与发行人签订的《专项法律顾问协议》，接受发行人的委托，担任发行人本次发行的特聘专项法律顾问，并根据《公司法》《证券法》《管理办法》《编报规则》等有关法律、法规和中国证监会的有关规定，按照律师行业公认的业务标准、道德规范和勤勉尽责精神，于 2023 年 3 月 29 日为本次发行出具了《北京德恒律师事务所关于云南云天化股份有限公司 2022 年度向特定对象发行股票的法律意见》（以下简称“《法律意见》”）《北京德恒律师事务所关于云南云天化股份有限公司 2022 年度向特定对象发行股票的律师工作报告》（以下简称“《律师工作报告》”）；于 2023 年 4 月 25 日为本次发行出具了《北京德恒律师事务所关于云南云天化股份有限公司 2022 年度向特定对象发行股票的补充法律意见（一）》（以下简称“《补充法律意见（一）》”）；于 2023 年 5 月 17 日为本次发行出具了《北京德恒律师事务所关于云南云天化股份有限公司 2022 年度向特定对象发行股票的补充法律意见（二）》（以下简称“《补充法律意见（二）》”），并分别于 2023 年 6 月 26 日、2023 年 8 月 3 日对《补充法律意见（二）》进行了更新；于 2023 年 7 月 13 日为本次发行出具了《北京德恒律师事务所关于云南云天化股份有限公司 2022 年度向特定对象发行股票的补充法律意见（三）》（以下简称“《补充法律意见（三）》”），于 2023 年 8 月 3 日对《补充法律意见（三）》进行了更新。

上海证券交易所于近日出具了《关于云南云天化股份有限公司向特定对象发行股票申请文件的第三轮审核问询函》（以下简称“《第三轮审核问询函》”），根据《第三轮审核问询函》所列示的有关问题，本所律师进行了认真核查，现根据核查的有关情况出具本补充法律意见。

本补充法律意见系对《法律意见》《律师工作报告》《补充法律意见（一）》《补充法律意见（二）》《补充法律意见（三）》的补充，本补充法律意见应当与《法律意见》《律师工作报告》《补充法律意见（一）》《补充法律意见（二）》《补充法律意见（三）》一并使用，《法律意见》《律师工作报告》《补充法律意见（一）》《补充法律意见（二）》《补充法律意见（三）》与本补充法律意见不一致的部分，以本补充法律意见为准。

如无特别说明，《法律意见》《律师工作报告》中的声明、释义均适用于本补充法律意见。

正文

一、《第三轮审核问询函》问题第 2 题：关于青海云天化

根据公开资料，2017 年公司将控股子公司青海云天化 96.43%的股权作价 1 元转让给云南省资产管理有限公司；2023 年 4 月，公司以 15.97 亿元收购控股股东云天化集团持有的青海云天化 98.5067%股权。

请发行人说明：（1）2017 年对外转让青海云天化股权、2023 年收购青海云天化股权的背景与原因，相关股权转让及收购定价情况及公允性，公司在相关股权转让过程中的款项收付情况；（2）结合青海云天化相关股权的历次变动交易方情况，分析相关股权转让是否存在利益输送的情形；（3）青海云天化 2017 年至今的业绩变动情况，未来是否存在业绩大幅下滑转亏的风险，是否对公司业绩构成重大不利影响。

请保荐机构、申报会计师和发行人律师核查并发表明确意见。

回复：

（一）2017 年对外转让青海云天化股权、2023 年收购青海云天化股权的背景与原因，相关股权转让及收购定价情况及公允性，公司在相关股权转让过程中的款项收付情况

1. 2017 年对外转让青海云天化股权、2023 年收购青海云天化股权的背景与原因

（1）2017 年对外转让青海云天化股权的背景与原因

青海云天化于 2007 年成立，自 2010 年起装置逐步投产。产品主要包括磷酸二铵、尿素以及复合肥产品。化肥行业具有周期性行业的典型特征，产品价格、需求呈周期性波动。自 2013 年以来，化肥市场呈现出周期性下跌的趋势，青海云天化受化肥市场不景气、原材料采购成本较高、装置运行不稳定等因素影响，主要产品毛利水平偏低甚至出现亏损，加之其资本结构不合理，财务费用高等因素，青海云天化自 2013 年开始连续亏损，2013 年至 2016 年累计亏损

14.04 亿元，2016 年末净资产为-5.98 亿元，对公司净利润以及净资产影响较大。

①受化肥市场不景气等多重因素影响，亏损逐年扩大。

受化肥市场不景气、装置运行不正常等因素的影响，青海云天化逐年亏损增大，至 2016 年末净资产为-6.12 亿元，净资产为-5.98 亿元。

②装置运行不稳定，产能利用率低，导致产品固定成本增加，2016 年青海云天化对装置进行优化整改后，仍不能实现长周期连续稳定运行。

青海云天化主要生产装置为两套 20 万吨/年合成氨装置、两套 30 万吨/年尿素生产装置、一套 24 万吨/年磷酸二铵装置及两套 20 万吨/年高塔复合肥装置，一套 20 万吨/年料浆复合肥装置。由于生产装置设计和装置联动性上存在部分问题，导致装置目前不能实现长周期连续稳定运行，设备产能未能实现达标达产。2016 年，在市场环境下滑的情况下，青海云天化有计划地实施对装置的优化整改，主要产品产能发挥率较低。由于青海云天化产能利用率低，导致单位产品固定成本增加，假设装置产能利用率达到 85% 以上的设计产能，单吨综合产品成本将下降约 116 元/吨以上，减少亏损 1.4 亿元以上，故装置是否长周期、稳定运行，是影响青海云天化利润的重要因素。

③资产负债率逐年攀升，而云天化当时受自身经营亏损及资产负债率限制，已难以对其提供进一步资金支持。

截至 2016 年 12 月 31 日，青海云天化账面总资产 38.31 亿元、负债 44.29 亿元、净资产-5.98 亿元，资产负债率为 115.61%，2016 年实现营业收入 7.70 亿元，净利润-6.12 亿元。而云天化 2016 年合并口径净利润为-35.37 亿元，2016 年末资产负债率为 92.48%，受化肥行业周期影响，云天化已难以向青海云天化提供进一步经营的资金支持。

2017 年 1 季度，青海云天化经营情况未出现明显好转，预计全年扭亏难度较大。为减少公司当期亏损，维护上市公司整体利益，经《云南省国资委关于云天化集团有限责任公司协议转让青海云天化国际化肥有限公司股权有关事宜

的复函》（云国资产权函〔2017〕58号）同意、发行人第七届董事会第十五次会议、第七届监事会第十四次（临时）会议、2017年第二次临时股东大会审议通过，以北京中企华资产评估有限责任公司出具的《评估报告书》（评报字〔2017〕3271号）的评估价值为基础，发行人通过债转股方式对青海云天化进行增资37,082.03万元，最终以交易价格1元人民币向云南省资产管理有限公司转让所持青海云天化96.43%的股权。同时，根据《股权转让协议》约定，青海云天化应于2017年7月31日前将所欠发行人款项全部归还，云南省资产管理有限公司应协助青海云天化履行前述义务。

（2）2023年收购青海云天化股权的背景与原因

2023年2月24日，为贯彻落实省属企业深化改革及产业优化整合工作，根据《云南省国资委关于将云南专伦实业有限公司所持青海云天化国际化肥有限公司全部股权无偿划转至云天化集团有限责任公司批复》（云国资产权〔2023〕34号），云天化集团通过股权划转的方式接收了青海云天化股权。本次股权划转使云天化集团与发行人构成同业竞争，云天化集团对此出具关于解决同业竞争问题的承诺。2023年2月27日，云南省国资委批准同意云天化集团以1,582,338,702.50元债权对青海云天化实施债转股。增资后，云天化集团出资2,678,159,038.50元，持股比例98.5067%。截至2023年2月28日，经信永中和审计，青海云天化资产总额20.96亿元、负债13.001亿元、净资产7.95亿元。在前述背景下，发行人对青海云天化进行了尽调，于2023年进行收购的主要原因如下：

①青海云天化地处西北中心地带，收购青海云天化有助于拓展公司在西北区域化肥市场规模，巩固公司化肥龙头企业地位，并进一步拓展水溶肥市场。

A.青海云天化地处西北中心地带，产品辐射西北五省，并向山西、内蒙、西藏以及我国中东部延伸，具有运输半径优势。

B.青海云天化现有40万吨/年合成氨、60万吨/年尿素、25万吨/年高塔复合肥、15万吨/年转鼓复合肥和7万吨/年水溶肥产能，拥有国内最全的氮肥和磷复肥产品配套装置和完整的产品体系，可以满足西北所有作物生长对肥料的需

求。收购青海云天化，有助于公司进一步加强发行人化肥板块战略布局，拓展在西北区域化肥市场规模。

C.西北地区水资源缺乏，对于水溶肥市场空间巨大。收购青海云天化后，借助其区域优势，将为公司水溶性磷铵产品向水溶性复合肥产业链有效延伸带来更大的运作空间。

②依托青海有利的天然气、钾肥资源，青海云天化在尿素、复合肥产品具有较强的成本优势，其在西北市场深耕多年，建立了较强的市场认可度和品牌美誉，有助于提高公司在中西部市场的竞争优势。

A.天然气原料来源有成本优势，且在煤炭价格上涨的趋势下，较煤制尿素有成本优势。

青海云天化尿素产品以天然气为原料，在近年来煤炭价格上涨的趋势下，较国内主要以煤为原料的尿素具有成本优势。另外，其天然气来源于青海涩北气田，为中石油直供用户，按每吨尿素消耗 0.6 千立方米天然气计算，2022 年青海云天化单吨尿素产品消耗的天然气原料成本较水富云天化节约 249.94 元/吨。

B.生产复合肥的主要原料或来源于自产，或来自于青海区域，具有成本优势。

青海云天化现有高塔复合肥产能 25 万吨/年、转鼓复合肥产能 15 万吨/年以及水溶肥产能 7 万吨/年，主要是以氮、磷、硫、钾为主要元素的复合肥。其中，复合肥所需氮资源均来源自产，具有较强的成本优势，硫、钾资源均采购自青海地区，具有运输成本优势。

C.青海云天化深耕西北市场多年，建立了较强的市场认可度和品牌美誉。

近年来，青海云天化全面强化产销协同，强化新产品研发，丰富复合肥产品品类，先后研发了聚养素系列复合肥、全茂硫铵和作物专用肥等新型复合肥产品，现拥有 60 多个复合肥细分品类，具备较为完整的复合肥品类生产能力，产品产量和市场影响力逐年提升。

③青海云天化产能得到有效释放，装置运行效率提升，收购后将有助于增厚公司利润水平。

2017 年至 2022 年期间，青海云天化持续开展技术改造和管理升级，相关装置产能得到了有效释放，整体运营效率和盈利能力得到了大幅提升。得益于化肥市场景气度的提升，尤其是煤炭价格上涨对尿素产品的成本强力支撑，使得青海云天化天然气原料成本优势更加显现。同时，青海云天化不断提升产品品质，推出适应市场的新型化肥产品，企业规模优势和市场拓展共同发力，青海云天化经营业绩不断向好，净利润和经营性净现金流快速提升，负债总额有效下降。详见本问题回复“（三）青海云天化 2017 年至今的业绩变动情况，未来是否存在业绩大幅下滑转亏的风险，是否对公司业绩构成重大不利影响”之“1. 青海云天化 2017 年至今的业绩变动情况”。

经发行人第九届董事会第十二（临时）会议、第九届监事会第十二次会议、2023 年第三次临时股东大会审议同意，发行人通过协议转让的方式收购云天化集团持有的青海云天化 98.5067% 股权。本次收购以北京亚超资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（北京亚超评报字（2023）第 A022 号）的评估价值为基础，股权收购根据以 2023 年 2 月 28 日为评估基准日的评估结论定价，收购股权价格为 159,715.80 万元。2023 年 4 月 3 日，青海云天化完成股东变更的工商登记。

2. 相关股权转让及收购定价情况及公允性，公司在相关股权转让过程中的款项收付情况

（1）2017 年对外转让青海云天化股权

①相关股权转让及收购定价情况及公允性

A. 收购定价依据

根据发行人于 2017 年 5 月 18 日披露的《拟出让青海云天化国际化肥有限公司股权项目评估报告》以及北京中企华资产评估有限责任公司出具的《评估报告书》（评报字（2017）3271 号），青海云天化评估基准日总资产账面价值

为 383,115.65 万元，总负债账面价值为 442,917.10 万元，净资产账面价值为-59,801.45 万元。资产基础法评估后的股东全部权益价值为-37,082.03 万元，增值额为 22,719.42 万元，该评估结果已经履行国有资产监督管理职责的主体备案。

根据发行人与云南省资产管理有限公司签署的《股权转让协议》，交易双方同意以北京中企华资产评估有限责任公司出具的《评估报告书》（评报字（2017）3271 号）中载明的青海云天化净资产价值（评估基准日为 2016 年 12 月 31 日）-37,082.03 万元作为本次交易的交易价格依据。双方约定，最终的交易价格为 1 元人民币，最终的交易价与评估报告确定的净资产价值之间的差额，由云天化以债转股增资的方式予以补足，评估基准日至交割日的损益由云南省资产管理有限公司承担或享有。

B.收购定价公允性分析

本次评估采用资产基础法进行评估。具体原因如下：由于青海云天化所处的化肥生产行业尚处于低谷运行，而且企业近年经营亏损额较大，也导致了资不抵债的情形，而对于该行业未来发展态势及企业自身的未来经营发展规划，由于受市场因素影响较大，管理层尚难以合理预计经营效果，使得市场法评估方法选择及其运用过程中价值比率指标的相关性、可靠性、可行性等条件不具备，无法采用上市公司比较法或交易案例比较法进行评估，故本次对青海云天化的股东权益价值没有采用市场法进行评估。根据被评估企业的经营情况及财务报表，青海云天化 2013 年-2016 年的营业收入波动较大，而且企业连续亏损，在这样的情况下，青海云天化管理层无法对企业未来收益进行合理预测，也无法对企业未来收益的风险程度进行合理估算。在与企业管理层进行充分地沟通后，评估师认为被评估企业不具备采用收益法评估的前提和条件。青海云天化已经投产运营了数年，委估资产不仅可根据财务资料和购建资料等确定其资产范围，还可通过现场勘查核实评估范围内资产及其状况，委估资产的价格也可从多渠道获取。相对于收益法和市场法，资产基础法的结果具有较强的客观依据和适用性，因此，通过采用资产基础法确定的评估价值作为价格依据，具有公允性。

本次评估采用资产基础法评估增值额为 22,719.42 万元，其中土地使用权评估增值 20,479.55 万元，主要系待估宗地取得时工业园区正处于建设初期，土地取得较便宜，随着工业园区的发展及配套设施的完善，土地增值较快所致。

②公司在相关股权转让过程中的款项收付情况

根据《股权转让协议》，云南省资产管理有限公司应于协议生效后的 5 日内向发行人支付股权转让价款人民币 1 元，根据中国民生银行电子银行回单，发行人于 2017 年 6 月 15 日收到云南省资产管理有限公司支付的收购款人民币 1 元，云南省资产管理有限公司已按约定履行付款义务，最终的交易价与评估报告确定的净资产价值之间的差额，发行人于 2017 年 5 月以债转股增资的方式予以补足。

(2) 2023 年收购青海云天化股权

①相关股权转让及收购定价情况及公允性

A.收购定价依据

根据发行人于 2023 年 3 月 15 日披露的北京亚超资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（北京亚超评报字（2023）第 A022 号），青海云天化评估基准日所有者权益（净资产）账面价值 79,548.26 万元，评估价值为 162,136.99 万元，评估增值 82,588.73 万元。青海云天化 98.5067% 股权评估价值为 159,715.80 万元，该评估结果已经履行国有资产监督管理职责的主体备案。

根据云天化与云天化集团签署的《股权转让协议》，交易双方同意以由北京亚超资产评估有限公司对标的股权进行评估，以 2023 年 2 月 28 日为评估基准日，发行人受让标的股权的价格以评估价值为基础确定，最终受让标的股权的价格为 159,715.80 万元。

B.收购定价公允性分析

本次评估采用收益法进行评估。具体原因如下：本次评估基准日 2023 年 2 月 28 日时点下，青海云天化历史三年均处于盈利状态，尿素复合肥等行业、市

场发展良好平稳，预期稳定。同时，青海云天化采取各种有效措施，强化设备缺陷整改和技术改造，提升运营管理能力，装置高负荷运行能力不断增强，产能得到有效释放；其依托区位优势，优化产品结构，化肥产品覆盖西北、西南等地区，主要产品产销量和毛利显著提升。同时，低效无效资产已经出清，带息负债持续降低，资产负债结构得到优化，公司盈利能力进一步提升。通过现有的经营成绩可以预判企业未来经营具有向好趋势及较强的盈利能力，能较好地适应市场单价、需求等各方面因素的变化，故本次评估适合采用收益法进行评估。

根据收益法评估中对青海云天化 2023 年至 2025 年的业绩预测，发行人与云天化集团签订的股权交易协议约定，云天化集团对青海云天化 2023 年至 2025 年三年扣非后净利润进行了业绩承诺，三年业绩承诺合计不低于 60,724.63 万元，占收购股权价格的 38%。若青海云天化在业绩承诺期内累计实现净利润数低于承诺净利润数，则云天化集团应对公司进行业绩承诺补偿。具体补偿计算公式如下：业绩承诺补偿金额=（承诺净利润数-实现净利润数）÷承诺净利润数×标的股权收购对价。因此，本次股权转让价格采用收益法进行评估确定，云天化集团对青海云天化进行业绩承诺补偿，具有公允性。

报告期内，部分 A 股上市公司收购化肥类标的资产的可比交易案例的市盈率、市净率情况如下：

上市公司	评估基准日	评估对象	评估结果 (亿元)	最终结论 选取方法	市盈率	市净率
史丹利	2021年3月31日	承德黎河肥业有限公司	4.50	收益法	13.58	3.69
湖北宣化	2019年11月30日	新疆天运化工有限公司	0.77	收益法	5.61	1.46
华锦股份	2018年12月31日	阿克苏华锦化肥有限责任公司	1.58	收益法	0.98	2.34
川发龙蟒	2018年12月31日	龙蟒大地农业有限公司	36.75	收益法	12.85	2.04
云天化	2023年2月28日	青海云天化国际化肥有限公司	16.21	收益法	4.86	2.04
平均值				收益法	8.26	2.38
中位值				收益法	9.23	2.19

注：1. 可比交易标的资产市盈率=标的资产评估值÷前一年度净利润；
2. 可比交易标的资产市净率=标的资产评估值÷评估基准日净资产。

根据上表所示，可比交易案例的市盈率范围在 0.98 至 13.58 之间，平均值为 8.26，中位数为 9.23，青海云天化本次评估的市盈率为 4.86，小于可比交易案例的平均水平，具有谨慎性。

可比交易案例的市净率范围在 1.46 至 3.69 之间，平均值为 2.38，中位数为 2.19，青海云天化本次评估的市净率为 2.04，小于可比交易案例的平均水平，具有谨慎性。

综上，跟同行业可比交易案例、资产评估估值情况相比较，本次评估的市盈率、市净率低于同行业可比交易案例平均水平，具有谨慎性，且本次评估的市盈率、市净率处于同行业可比交易案例的市盈率、市净率区间，本次收购定价是公允合理的。

②公司在相关股权转让过程中的款项收付情况

根据《股权转让协议》，发行人应于协议生效后的两个月内将股权转让款支付给云天化集团，根据云南云天化集团财务公司付款通知单（编号 20230331102148、20230404102168），发行人已按照协议约定的支付方式向云天化集团支付收购款人民币 159,715.80 万元，已按约定履行付款义务。

（二）结合青海云天化相关股权的历次变动交易方情况，分析相关股权转让是否存在利益输送的情形；

1. 青海云天化相关股权的历次变动交易方情况

（1）青海云天化成立于 2007 年，2017 年 4 月，为降低青海云天化持续亏损对发行人业绩的不利影响，维护上市公司整体利益，发行人将持有的青海云天化股权转让给云南省资产管理有限公司，云南省资产管理有限公司的股权情况为：

序号	股东名称	股东性质	持股比例
1	云南省投资控股集团有限公司	云南省国资委、云南省财政厅	100.00%
	合计	-	100.00%

(2) 2017年11月，根据《云南省国资委关于云南省资产管理有限公司协议转让所持青海云天化国际化肥有限公司股权有关事宜的批复》，云南资管公司以非公开协议方式将所持有的青海云天化股权转让给云南专伦实业有限公司，云南专伦实业有限公司的股权情况为：

序号	股东名称	股东性质	持股比例
1	云南省国有资产经营有限责任公司	云南省国资委	100.00%
	合计	-	100.00%

(3) 2023年2月，云南省国资委批准云南专伦实业有限公司将其所持有的青海云天化96.4274%股权无偿划转至云天化集团，云天化集团的股权情况为：

序号	股东名称	股东性质	持股比例
1	云南省国资委	国资委	64.80%
2	昆明和泽投资中心（有限合伙）	最终为云南省国资委、政府部门、事业单位	10.51%
3	云南省能源投资集团有限公司	最终为云南省国资委、政府部门、事业单位	8.97%
4	云南省财政厅	政府部门	7.20%
5	云南锡业集团（控股）有限责任公司	最终为云南省国资委、政府部门、事业单位	8.51%
	合计	-	100.00%

(4) 2023年2月，为贯彻落实省属企业深化改革及产业优化整合工作，进一步加强发行人化肥板块战略布局，增强盈利能力并解决同业竞争问题，发行人通过协议转让的方式收购云天化集团持有的青海云天化98.5067%股权。

2. 相关股权转让是否存在利益输送的情形

2017年发行人对青海云天化的股权转让交易，系为减少标的企业当期及以后几年亏损对上市公司业绩的不利影响，维护上市公司整体利益。2023年发行人收购青海云天化股权系贯彻落实省属企业深化改革及产业优化整合工作，进一步加强发行人化肥板块战略布局，增强上市公司盈利能力并解决同业竞争问题。

从股权转让定价依据和转让程序而言，2017 年对外转让青海云天化股权、2023 年收购青海云天化股权，均为交易双方在具有证券期货业务资格的专业评估机构所出具的评估报告基础上协商的结果，两次评估价值均经履行国有资产监督管理职责的主体备案，两次转让作价的差异源于不同估值时点青海云天化的盈利能力、尿素复合肥等行业、市场发展预期、青海云天化自身的基本面以及估值方法等差异，具体分析详见上文中“2. 相关股权转让及收购定价情况及公允性，公司在相关股权转让过程中的款项收付情况”。2017 年对外转让青海云天化股权、2023 年收购青海云天化股权均已经过上市公司董事会、股东大会同意、履行国有资产监督管理职责的主体批准，相关程序合法合规，上述转让手续齐备，股权转让价款支付完毕。

从收购标的的情况看，青海云天化 2017 年至 2023 年 2 月末通过实施技术改进、管理提升和负债结构调整，其产能利用率大幅提升，产品产销量大幅增长，低效无效资产基本出清，负债水平显著下降（带息负债规模由 2017 年末的 29.49 亿元减少至 2023 年 2 月末的 2.06 亿元），盈利能力明显提高，已经成为运营健康稳定，质地优良的企业。且青海云天化的天然气成本优势和在西北区域的规模和市场优势，具有良好的盈利能力，符合上市公司主业。此外，云天化集团已在《股权转让协议》中作出业绩承诺，青海云天化在承诺期 2023 至 2025 年度内累计实现的净利润（扣除非经常性损益后）将不低于 60,724.63 万元。

因此，2017 年对外转让青海云天化股权、2023 年收购青海云天化股权履行了必要的法律手续，合法、有效；交易双方在具有证券期货业务资格的专业评估机构所出具的评估报告基础上协商确定转让价格，已经过上市公司董事会、股东大会同意、云南省国资委批准，相关程序合法合规，股权转让价款支付完毕，转让和出售的交易均有利于维护上市公司利益，不存在利益输送的情形。

（三）青海云天化 2017 年至今的业绩变动情况，未来是否存在业绩大幅下滑转亏的风险，是否对公司业绩构成重大不利影响

1. 青海云天化 2017 年至今的业绩变动情况

青海云天化曾经受化肥市场不景气、原材料采购成本较高、装置运行不稳定，导致青海云天化主要产品毛利水平偏低甚至出现亏损，叠加其资本结构不合理、财务费用较高等因素的综合影响，导致青海云天化净资产长期为负。2017年至今，青海云天化采取各种有效措施，强化设备缺陷整改和技术改造，装置高负荷运行能力不断增强，产能得到有效释放；优化产品结构，出清低效无效资产，持续降低带息负债规模，优化公司资本结构，降低财务费用，结合青海云天化上述举措，其盈利能力、抗风险能力、经营稳定性以及管理能力得到显著提升，盈利水平亦逐年改善。

青海云天化近年来主要经营数据

单位：万元

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年1-6月
资产总额	358,090.20	277,981.92	239,801.05	215,910.36	223,273.42	225,652.57	196,450.36
其中：流动资产	121,741.73	64,173.28	51,072.94	49,776.15	75,565.91	89,101.05	53,541.73
非流动资产	236,348.47	213,808.64	188,728.11	166,134.21	147,707.51	136,551.52	142,908.63
负债总额	417,844.24	395,770.70	368,469.17	359,564.13	343,204.63	306,060.24	98,015.83
净资产	-59,754.03	-117,788.78	-128,668.12	-143,653.76	-119,931.21	-80,407.67	98,434.53
营业收入	101,181.24	149,858.92	175,765.91	152,132.46	365,833.78	315,466.43	146,948.45
净利润	-37,034.61	-58,034.75	-10,879.34	-14,985.65	24,722.55	33,361.10	20,167.35
经营活动净现金流	-22,010.63	29,594.38	25,020.46	22,804.68	36,094.46	67,207.84	3,162.54

2. 未来是否存在业绩大幅下滑转亏的风险，是否对公司业绩构成重大不利影响

青海云天化主营业务为尿素和复合肥产品的生产与销售，未来可能受到化肥行业、原料市场价格、宏观经济环境等因素发生波动的影响，造成青海云天化的盈利水平下滑导致对公司业绩出现一定程度影响的风险。青海云天化未来可能受到上下游市场波动的影响存在业绩下滑的风险，但是预计不会对公司业绩构成重大不利影响。青海云天化 2016 年大幅亏损原因分析及 2017 年至今改善情况如下：

（1）青海云天化出表前亏损原因分析及改善情况

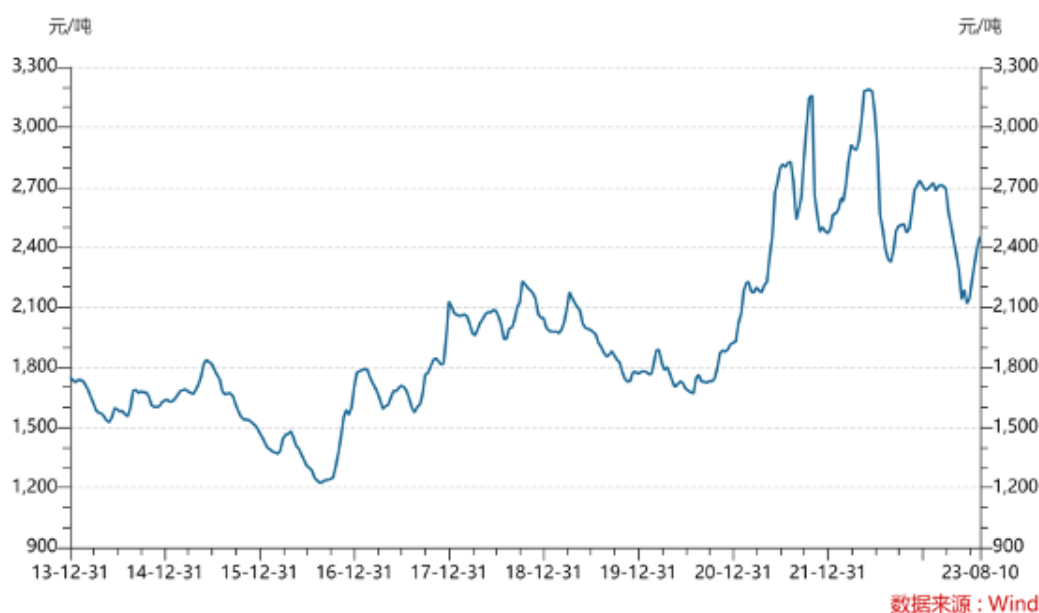
2017年，对青海云天化股权转让完成后，青海云天化不再纳入公司合并范围，有利于减少公司当期亏损。2017年至今，青海云天化的经营改善情况如下：

①产品市场不景气、销售价格大幅下跌的改善情况

青海云天化于2007年成立，自2010年起装置逐步投产。产品主要包括以磷酸二铵、尿素以及复合肥产品。化肥行业具有周期性行业的典型特征，产品价格、需求呈周期性波动。近年来，受化肥市场景气上行的影响，青海云天化的主要产品尿素、复合肥的价格波动上升，公司盈利能力得到较大的改善。

自2013年以来，尿素市场呈现出周期性下跌的趋势，特别是2016年，尿素市场产品销售价格大幅下跌。2016年后，供给端，随着供给侧改革持续推进，叠加双碳政策下能耗及环保考核趋紧，尿素行业进入新一轮的落后产能出清，产能及产量不断收缩，随着供给侧结构的不断调整，尿素行业逐渐呈现大型化、集中化的趋势，产能呈下降趋势。需求端，近年来世界都愈发注重粮食安全，农业种植面积增加，使得尿素需求增长，且随着工业需求的扩展，工业尿素用量也呈现扩张状态，尿素供给不足，供求关系紧张，推动尿素产品价格上涨。

2013-2023年国内尿素（小颗粒）价格变动趋势

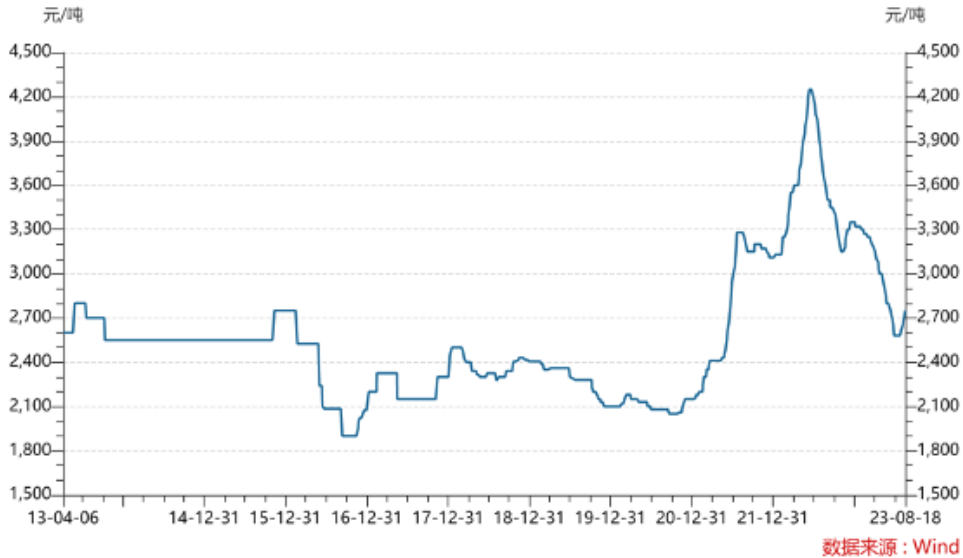


长期来看，农业尿素需求相对刚性，在粮食安全重要性提升的背景下，农业需求将保持小幅增长趋势，叠加工业需求增长，尿素需求端将保持增长，在产能增速有限的情况下，尿素的市场行情出现大幅下行的可能性较低。

变动趋势上看，复合肥与单质肥的价格同向波动，且复合肥价格调整的幅度较小。造成这种现象主要有三大原因：一是复合肥技术壁垒不高，国内生产厂家众多，市场竞争激烈挤压了价格上涨的空间；二是复合肥设备投资小，厂家折旧和退出成本较低，一旦价格跌破成本线，小产能即可减产或停产，避免市场价格进一步下探；三是近两年单质肥在环保压力下退出产能较多，导致价格波动幅度大，而复合肥靠近终端，厂家难以把原料涨价直接传导至下游，导致复合肥价格波动较为平缓。

供给端，2015 年以来，随着行业经营形势向下，复合肥行业供大于求矛盾集中凸显，行业开工率也在 2017 年下滑至底部。盈利能力的恶化叠加优惠政策取消、环保趋严等因素，促使行业内老旧产能不断退出，集中度不断提升，行业产能减小，开工率逐步恢复正常水平。需求端，农产品价格上涨，复合肥景气上行。2020 年农产品供需迎来拐点，玉米、小麦、粳稻、早稻、大豆价格涨幅分别为 38%、3%、14%、3%、27%，2021 年国内大豆、玉米、中晚稻的现货价格持续上涨，达到近 10 年的最高价。伴随粮食价格上涨，农民种植收益显著提高，种植积极性持续提升，驱动复合肥企业量价齐升。从农产品结构来看，我国蔬菜、花卉、果树等经济作物比例不断增加，经济作物施肥的复合化率高于粮食作物。复合肥销售有望量价齐升，行业长景气周期开启。进入 2022 年以后，随着成本回调，国内复合肥价格有一定下行趋势，但整体仍高于 2020 年之前的水平。

2013-2023 年复合肥（45%S）价格变动趋势



本次收益法评估中对尿素类产品销售单价预测为逐步下降趋势，对复合肥类产品销售单价预测选取历史四年平均价格预测，综合判断历史四年平均价格能较为合理的体现未来销售单价的平均水平。

综上所述来看，此次对青海云天化股权的收益法评估中，对其化肥产品价格的估计是科学和充分谨慎的。

②装置运行不稳定、产能利用率低、产品固定成本增加的改善情况

2017年至2022年末，青海云天化投入安全环保、技术改造、大检修等装置维护、改造费用合计3.56亿元，其中新增固定资产1.15亿元，为青海云天化提升产能利用率，巩固安全环保运行水平，降低产品物耗能耗和单位成本奠定坚实基础。

在提升装备质量的同时，青海云天化积极清理冗余、低效资产。2017年至2022年末，青海云天化计提固定资产减值2.36亿元。此外，本次收购过程中，根据青海云天化磷酸、磷肥装置已于2019年起低效运行或停产的状况，对其磷酸、磷酸二铵装置扣减残值回收率后计提减值1.82亿元。

青海云天化主要产品产销量情况

单位：万吨

项目	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年1-6月
尿素产量	38.90	49.97	52.41	51.60	55.62	23.01

项目	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年1-6月
复合肥产量	28.49	25.33	32.84	45.80	48.35	31.92
合计化肥产量	67.40	75.31	85.25	97.40	103.97	54.93
尿素销量	35.16	48.39	49.93	48.09	52.05	20.53
复合肥销量	29.05	24.88	32.97	45.84	48.29	31.30
合计化肥销量	64.21	73.27	82.90	93.93	100.34	51.83

③ 资产结构不合理、财务费用较高的改善情况

青海云天化 2010 年建成投产，投产初期资产负债率为 69.08%，加之近年持续亏损，融资规模上升，也是青海云天化出现较大亏损的重要原因。

2017 年至 2022 年期间，青海云天化持续降低带息负债规模，优化资本结构。截至 2023 年 6 月 30 日，资产负债率从 2017 年的 116.69% 下降至 49.89%，资本结构得到较大改善。财务费用明显降低，2016 年度为 2.20 亿元，2023 年 1-6 月为 0.17 亿元。

（2）未来业绩大幅下滑转亏的风险提示

发行人已在募集说明书“第七节 本次发行相关的风险因素”之“四、其他风险”之“（四）关于青海云天化的相关风险”中进行风险提示，具体如下：

“...根据公司 2023 年半年度业绩预告，青海云天化自 2023 年 3 月底纳入公司合并报表范围，4-6 月份为公司带来的归母净利润为 1.33 亿元。目前，可能造成青海云天化未来盈利能力下降的风险主要是产品市场价格、原料价格波动和宏观经济因素变动的风险。此外，青海云天化历史形成的未分配利润余额为-192,728.34 万元，青海云天化将通过资本结构不断优化、装置运行稳定性持续提升、盈利能力进一步增强，青海云天化未来完成弥补未分配利润后即可实施利润分配，但仍存在近年无法实现向母公司分配利润的风险。”

目前尿素及复合肥市场供需状况向好，青海云天化具备显著的区位优势和原料采购成本优势，成为公司在西北地区重要的化肥、化工生产基地，具有较强的盈利能力。青海云天化在西北复合肥、水溶肥市场具有较高的市场影响力，能够与公司磷肥、水溶性磷肥产品形成产业链衍生，为公司扩展西北化肥市场增加新的动力。

综上，青海云天化未来可能受到化肥行业、原料市场价格、宏观经济环境等因素发生波动的影响，造成青海云天化的盈利水平下滑的风险，但是预计不会对公司业绩构成重大不利影响。同时，公司将充分运用好新的政策工具，积极推动青海云天化尽快补足前期未弥补亏损，使其实现正常化利润分配。”

（四）中介机构核查程序及意见

1. 核查程序

保荐机构、申报会计师和发行人律师主要履行了以下核查程序：

（1）分别查阅 2017 年对外转让青海云天化股权、2023 年收购青海云天化股权《股权转让协议》《评估报告书》《审计报告》、决策批复文件、发行人公告文件、收购款项支付凭证，分析前述股权转让的背景及原因、相关股权转让及收购定价情况、款项收付情况；

（2）分别查询青海云天化相关股权的历次变动交易方工商登记信息、查阅《股权转让协议》《评估报告书》、决策批复文件、发行人公告文件，分析股权转让是否存在利益输送情形；

（3）查阅青海云天化 2017 年-2023 年 6 月的财务报表，主要产品销量、销售价格等财务、经营数据，分析相关指标变动的原因及其合理性；

（4）了解青海云天化主要产品市场行情以及价格波动情况。

2. 核查意见

经核查，保荐机构、申报会计师和发行人律师认为：

（1）2017 年对外转让青海云天化股权、2023 年收购青海云天化股权，系为减少国资控股上市公司当期亏损，维护上市公司整体利益，贯彻落实省属企业深化改革及产业优化整合工作，进一步加强发行人化肥板块战略布局，增强上市公司盈利能力并解决同业竞争问题。相关股权转让均在具有证券期货业务资格的专业评估机构所出具的评估报告基础上协商确定，两次评估价值均经履行国有资产监督管理职责的主体备案，定价公允，股权转让价款已支付完毕。

（2）青海云天化相关股权的历次变动交易方为云南省国资委全资、控股企业，2017 年对外转让青海云天化股权、2023 年收购青海云天化股权履行了必要的法律手续，合法、有效，交易价格以评估价值确定，已经上市公司董事会、股东大会同意、履行国有资产监督管理职责的主体批准，相关程序合法合规，股权转让价款支付完毕，不存在利益输送的情形。

（3）青海云天化 2017 年至今的业绩变动逐年改善、符合行业趋势，未来因为上下游市场波动存在业绩下滑的风险，但是预计不会对公司业绩构成重大不利影响。

本补充法律意见自本所负责人、承办律师签字并加盖本所公章后生效。

本补充法律意见正本一式五份，具有同等法律效力。

（以下无正文，为本补充法律意见签署页）

（此页为《北京德恒律师事务所关于云南云天化股份有限公司 2022年度向特定对象发行股票的补充法律意见（四）》之签署页）



负责人：_____

王丽

承办律师：_____

伍志旭

承办律师：_____

杨杰群

承办律师：_____

刘书含

2023年8月18日