

重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司
关于
重庆三峡油漆股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易
申请文件二次反馈意见的回复

中国证券监督管理委员会：

贵会于 2017 年 4 月 20 日出具的《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》（170044 号）（以下简称“反馈意见”）已收悉。本公司作为重庆三峡油漆股份有限公司（以下简称“渝三峡”或“公司”）发行股份购买资产暨关联交易项目的评估机构，对渝三峡发行股份购买宁夏紫光天化蛋氨酸有限责任公司股权的资产评估项目所涉及的宁夏紫光天化蛋氨酸有限责任公司股东全部权益的价值进行了评估，并于 2016 年 10 月 21 日出具了以 2016 年 7 月 31 日为基准日的《资产评估报告书》（重康评报字(2016)第 228 号）。在本回复中，除非文义载明，相关简称与《重庆三峡油漆股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。现对贵会行政许可项目审查二次反馈意见有关评估问题回复如下：

问题 4. 申请材料显示，考虑到宁夏紫光处于稳定发展阶段、盈利水平较高和短期内无重大固定资产支出计划，同时为解决关联方资金占用问题，宁夏紫光的股东决定以 2016 年 6 月 30 日为分红基准日，向重庆紫光进行现金分红 30,000 万元。本次评估以 2016 年 7 月 31 日作为评估基准日。请你公司补充披露：1) 宁夏紫光在评估基准日前进行现金分红对未来生产经营以及估值的影响。2) 收益法评估时是否考虑上述分红对其自由现金流估算的影响，并说明原因以及合理性。3) 现金分红事项是否已履行相应程序，是否符合《公司法》等法律规定。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、宁夏紫光在评估基准日前进行现金分红对未来生产经营以及估值的影响

(一) 在评估基准日前进行现金分红对其未来生产经营的影响

为了解决关联方资金拆借问题，2016 年 7 月 20 日，宁夏紫光股东决定进行现金分红 30,000.00 万元。2016 年 7 月 28 日，宁夏紫光现金分红完毕。本次评估的基准日为 2016 年 7 月 31 日，在评估基准日前进行现金分红不会对宁夏紫光未来生产经营造成重大影响，宁夏紫光仍能够进行正常经营，主要原因如下：

1、未来资本性支出较少

宁夏紫光的主要资本性支出是其 2×5 万吨/年饲料级 DL-蛋氨酸及产业配套项目工程的建设。该项目分两期建设，蛋氨酸一期项目于 2013 年 7 月开工建设，蛋氨酸二期项目于 2015 年 6 月开工建设。截至 2016 年 7 月 31 日，宁夏紫光蛋氨酸一期项目已建设完毕并已经批量生产，蛋氨酸二期项目的主要生产设备已经安装到位，在建工程的完工度已达 95%以上。根据宁夏紫光的规划，除在 2017 年需要支付后续配套工程及未结清的工程款 1.08 亿元外，无其他大额的资本性支出。

2、经营活动现金流良好

2015 年、2016 年 1-7 月，宁夏紫光的经营活动现金流净额分别为 39,053.67 万元、22,900.20 万元，经营活动现金流呈流入状态。现金分红完成后，2016 年 7 月 31 日，宁夏紫光账面货币资金余额为 38,841.47 万元，根据测算，宁夏紫光维持日常经营的货币保有量为 22,969.64 万元，利润分配后的账面资金足以维持

其正常经营。根据预测的企业自由现金流，宁夏紫光 2017 年至 2021 年的自由现金流情况良好，分别为 41,932.05 万元、52,050.36 万元、62,129.84 万元、65,313.14 万元、59,155.29 万元。

综上，宁夏紫光通过利润分配解决了关联方资金拆借问题后，才确定了本次评估的基准日为 2016 年 7 月 31 日。由于宁夏紫光未来资本性支出较少，而且其经营活动现金流良好，故本次现金分红不会对其未来生产经营造成重大影响。宁夏紫光 2016 年的经营活动现金流净额为 40,829.74 万元，净利润为 30,368.89 万元。截至 2016 年末，宁夏紫光账面货币资金余额为 37,171.66 万元。可见，本次利润分配后，宁夏紫光仍能够进行正常的生产经营。

（二）评估基准日前进行现金分红对本次估值的影响

本次评估结果采用的是收益法结果，选用的是企业自由现金流折现模型进行评估。其基本模型为：股东全部权益价值=企业经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产价值-非经营性负债价值-付息债务价值。

本次评估的基本假设条件：以宁夏紫光评估基准日时的资产结构、资产规模、经营情况为基础进行预测。宁夏紫光评估基准日前进行现金分红主要影响的是其评估基准日的货币资金账面余额。分红后，宁夏紫光评估基准日的货币资金的账面余额为 38,841.47 万元。本次评估中，将超过企业维持日常经营的正常货币保有量的货币资金作为溢余资产，溢余资产=基准日货币资金账面价值-正常货币保有量。本次评估中以 2 个月的付现成本作为正常货币资金保有量，为 22,969.58 万元。宁夏紫光评估基准日货币资金的账面余额为 38,841.47 万元，故溢余资产 15,871.89 万元，以此计算的评估值为 306,046.14 万元。

综上，由于宁夏紫光已在本次评估基准日（2016 年 7 月 31 日）前完成了分红，而本次评估最终确定的评估值 306,046.14 万元，是基于宁夏紫光在评估基准日（2016 年 7 月 31 日）的资产结构、资产规模、经营情况进行评估得出的结果，故本次现金分红不影响本次最终确定的评估值 306,046.14 万元。

二、收益法评估时是否考虑上述分红对其自由现金流估算的影响，并说明原因以及合理性

企业自由现金流量=息前税后净利润+折旧与摊销-资本性支出-营运资金增加额。

本次评估预测企业的净利润是通过预测其产品的未来的销量、价格、成本、期间费用、税费等参数进行计算得出。评估基准日前的现金分红对上述重要参数的预测不会产生影响。

预测期内，宁夏紫光固定资产折旧的计算基数为评估基准日企业现有经营性固定资产账面原值与评估基准日后固定资产资本性支出，根据不同类型资产的折旧年限按直线法计提测算。预测期内，宁夏紫光的摊销包括无形资产摊销。无形资产摊销的计算基数为评估基准日企业现有的无形资产账面原值，根据不同类型无形资产的摊销年限按直线法计提测算。评估基准日前的现金分红对折旧与摊销的预测不会产生影响。

资本性支出是指宁夏紫光在持续经营的前提下，为保持再生产所需的固定资产及其他资产更新改造支出和新增资产投资支出。评估基准日前的现金分红对资本性支出的预测不会产生影响。

营运资金的增加额是指随着企业经营活动的变化，因提供商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、应收应付账款、存货等；还有少量经营中必需的其他应收应付款。营运资金的变化是现金流的组成部分，营运资金的变化一般与主营业务收入的变化有相关性。本次评估通过分析近年应收应付、存货等与收入、成本之间的线性关系来预测未来年度的营运资金。与营运资金的增加额直接相关的是企业维持日常经营的正常货币保有量金额。

评估基准日的货币资金的账面余额为 38,841.47 万元，正常货币资金保有量的金额为 22,969.58 万元，溢余资产为 15,871.89 万元。若评估基准日前未进行分红，影响的仅是溢余资产的金额，不会影响预测的营运资本，亦不会影响营运资金的增加额。

综上，评估基准前进行分红不会对其自由现金流估算产生影响。

三、现金分红事项是否已履行相应程序，是否符合《公司法》等法律规定

（一）《公司法》及《公司章程》中与利润分配相关的条款

《公司法》中关于利润分配规定的主要内容如下：

“第一百六十六条、公司分配当年税后利润时，应当提取利润的百分之十列入公司法定公积金。公司法定公积金累计额为公司注册资本的百分之五十以上的，可以不再提取。公司的法定公积金不足以弥补以前年度亏损的，在依照前款

规定提取法定公积金之前，应当先用当年利润弥补亏损。股东会、股东大会或者董事会违反前款规定，在公司弥补亏损和提取法定公积金之前向股东分配利润的，股东必须将违反规定分配的利润退还公司。”

宁夏紫光的《公司章程》中关于利润分配规定的主要内容如下：

“第十五条、公司为一个股东的有限责任公司，不设立股东会。第十六条、股东行使下列职权：（六）审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案。第四十五条、公司分配当年税后利润时，应当提取利润的百分之十列入公司法定公积金。公司法定公积金累计额为公司注册资本的百分之五十以上的，可以不再提取。公司的法定公积金不足以弥补以前年度亏损的，在依照前款规定提取法定公积金之前，应当先用当年利润弥补亏损。公司从税后利润中提取法定公积金后，经股东决定，还可以从税后利润中提取任意公积金。公司弥补亏损和提取公积金所余税后利润按相关规定分配给股东。”

（二）宁夏紫光进行利润分配的合规性

2016 年 7 月 8 日，宁夏紫光召开董事会，审议并通过了《关于宁夏紫光天化蛋氨酸有限责任公司现金分红方案的议案》。2016 年 7 月 20 日，宁夏紫光股东重庆紫光作出了《宁夏紫光天化蛋氨酸有限责任公司股东决定》，截至 2016 年 6 月 30 日宁夏紫光实现的未经审计的可供分配利润为 421,402,072.12 元，同意以 2016 年 6 月 30 日为分红基准日对公司实现的可供分配利润进行分红，分红金额共计 300,000,000 元。

2016 年 7 月宁夏紫光进行利润分配时，不存在未弥补的以前年度亏损，已经股东决定，履行了必要的内部决策程序，本次利润分配方案符合《公司法》及宁夏紫光《公司章程》的有关规定。

四、核查结论

经核查，评估师认为：宁夏紫光在评估基准日前进行现金分红对其未来生产经营和本次评估最终确定的评估值 306,046.14 万元不产生影响，上述分红也不会对本次自由现金流的估算产生影响，上述现金分红事项已经股东决定，履行了必要的内部决策程序，符合《公司法》及宁夏紫光《公司章程》的有关规定。

问题 5. 申请材料显示，收益法评估中，宁夏紫光 2016 年 8-12 月、2017 年、2018

年、2019 年、2020 年、2021 年的加权平均资本成本分别为 10.48%、10.35%、10.35%、10.35%、10.21%、9.76%。截至 2016 年底,宁夏紫光资产负债率为 77.73%,且存在单一产品依赖风险。请你公司结合宁夏紫光产品类型、业务规模、财务结构、面临的经营风险及市场可比交易案例的方面,补充披露宁夏紫光收益法评估中折现率取值的依据和合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、宁夏紫光收益法评估中折现率取值的依据和合理性

本次评估采用了加权平均资本成本估价模型(WACC)确定折现率。WACC 模型可用下列数学公式表示:

$$R_{WACC} = \frac{E}{E+D} R_E + \frac{D}{E+D} R_D (1 - t_c)$$

式中: E 代表权益资本的市场价值, D 代表债务资本的市场价值, R_E 代表权益资本成本, R_D 代表债务资本成本, t_c 代表税率。

其中, 权益资本成本 R_E 按国际通行的权益资本资产定价模型(CAPM)确定折现率, 计算模型如下:

权益资本成本(R_E) = 无风险报酬率(R_f) + 风险系数(β) × 市场风险溢价(ERP) + 企业个别特有风险(R_c)。

债务资本成本 R_D 为评估基准日有息负债加权平均成本, 假设预测期内保持不变。

(一) 无风险报酬率(R_f)

国债收益率通常被认为是无风险的, 因为持有该债权到期不能兑付的风险很小, 可以忽略不计。以评估基准日尚未到期的 10 年以上的国债的到期收益率 4.12%作为本次评估的无风险报酬率。(数据来源: IFIND 资讯)

(二) 风险系数(β)的确定

首先计算出可比公司无财务杠杆的 β_U , 然后得出无财务杠杆公司的平均 β_U , 最后根据被评估单位的目标资本结构将其换算为有财务杠杆的 β_L 。

无财务杠杆 β 的计算公式: $\beta_U = \beta_L / [1 + (1-t) D/E]$

有财务杠杆 β 的计算公式: $\beta_L = \beta_U \times [1 + (1-t) D/E]$

其中, β_U 为无财务杠杆的 β ; β_L 为有财务杠杆的 β ; t 为所得税率; D 为

债务资本的市场价值；E 为权益资本的市场价值。

根据宁夏紫光业务特点和所属行业，以可比公司业务与被评估单位业务相近或者类似为标准，通过 IFIND 资讯金融终端筛选并计算出可比上市公司的 β_L 值，然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成 β_U 值，并取其平均值，具体情况如下：

股票代码	可比公司名称	贝塔系数 β_U	贝塔系数 β_L
600873	梅花生物	0.5401	0.6840
002567	唐人神	0.8571	0.9082
002626	金达威	0.7150	0.7886
600216	浙江医药	0.8185	0.8446
600195	中牧股份	0.8315	0.9438
002001	新和成	0.8903	0.9618
600299	安迪苏	0.8542	0.8572
平均值		0.7867	0.8555

经计算，本次评估采用的无财务杠杆平均的 $\beta_U=0.7867$ 。

本次评估以评估基准日时宁夏紫光的有息负债价值与其股权市场价值的比率作为目标资本结构，根据目标资本结构进行调整，确定 β_L 系数，具体预测情况如下：

项目	2016 年 8-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后
无杠杆 β_U	0.7867	0.7867	0.7867	0.7867	0.7867	0.7867
目标资本结构 (D/E)	0.6791	0.6791	0.6791	0.6791	0.6791	0.6791
所得税税率	9%	12%	12%	12%	15%	25%
有财务杠杆的 β_L	1.2729	1.2568	1.2568	1.2568	1.2408	1.1874

β_L 已考虑了宁夏紫光可能面临的财务风险。企业在通过增加财务杠杆来增加企业价值时，随着财务杠杆的上升，企业陷入财务困境的可能性也增加，将增加企业的财务风险，较高的财务风险导致 β 系数较高，股东要求的回报率相应提高，企业的权益资本成本增加。

本次评估以评估基准日时宁夏紫光的有息负债价值与其股权市场价值的比

率作为目标资本结构，对可比公司平均的无财务杠杆 β 进行调整，由于宁夏紫光评估基准日的财务杠杆较高，故调整后的 β_L 系数也较高，区间为 1.1874-1.2729，高于可比公司平均水平 0.8555。宁夏紫光经调整后的 β_L 系数已反映和考虑了其可能面临的财务风险，提高了其权益资本成本， β_L 系数的预测符合宁夏紫光的实际情况和未来发展的规划，取值谨慎合理。

（三）市场风险溢价（ERP）

市场风险超额回报率（ERP）是市场股票投资组合所期望的收益率超过无风险资产收益率的部分，即 $ERP = \text{市场股票投资组合所期望的收益率} (R_M) - \text{无风险收益率} (R_f)$ 。

市场股票投资组合所期望的收益率：选用沪深 300 指数从 2005 年底到 2015 年底各年的成份股，通过同花顺查询了各年成份股的后复权收盘价，并计算了各年成份股的几何平均收益率，然后通过 95% 的置信区间对异常数据进行了剔除，最后对剔除后的数据进行算术平均。无风险资产收益率：选取了距评估基准日到期剩余年限大于等于 10 年的国债到期收益率。

经计算市场风险超额回报率（ERP）为 7.04%。

（四）企业特有风险补偿率（ R_c ）

企业特有风险指的是企业相对于同行业企业的特定风险，判断企业特有风险的因素一般包括：（1）企业所处经营阶段、业务规模；（2）历史经营状况；（3）主要产品所处发展阶段；（4）企业经营风险；（5）公司内部管理及控制机制；（6）管理人员的经验和资历；（7）对主要客户及供应商的依赖；（8）财务风险。其中对宁夏紫光的业务规模、产品类型、经营风险、财务风险的主要分析如下：

（1）业务规模

截至评估基准日，宁夏紫光是国内唯一一家能够规模化生产饲料级 DL-蛋氨酸的企业，国内市场地位较高。根据海关进出口数据、博亚和讯等行业资讯机构的相关资料统计分析，2015 年宁夏紫光蛋氨酸设计产能为 5 万吨，实际销售 3.68 万吨，国内市场份额占比约 13.00%，排在第四位，全球市场份额占比约 3.70%，排在第六位。根据规划，宁夏紫光 2016 年设计生产能力将达到 10 万吨（二期 5 万吨蛋氨酸装置于 2016 年 8 月试生产），预计销售超过 6 万吨，国内外市场份额

将提高。2017 年随着二期 5 万吨蛋氨酸装置达产达标，产销量进一步扩大，市场地位将进一步提高。

(2) 产品类型

2015 年、2016 年 1-7 月，宁夏紫光的主要产品为饲料级 DL-蛋氨酸一种，其蛋氨酸的销售收入占主营业务收入的比重分别 95.17%和 93.97%。宁夏紫光的营业收入基本全部来自于饲料级 DL-蛋氨酸的销售，产品结构较为单一，单一产品依赖性较强。

蛋氨酸是必需氨基酸中惟一含有硫的氨基酸，对禽类、鱼类和高产奶牛是第一限制性氨基酸，对猪类是第二限制性氨基酸，对于养殖业至关重要。目前来看，中短期内出现蛋氨酸替代产品的可能性较小。蛋氨酸行业属于技术密集型和资金密集型行业，其行业壁垒较高，呈现寡头竞争格局，市场供需关系处于动态平衡，蛋氨酸市场价格保持相对平稳，行业毛利率较高。在可预计的未来，蛋氨酸行业将保持现有格局，稳步发展。综上，未来蛋氨酸行业发展前景良好，不会对宁夏紫光的持续盈利能力造成重大不利影响。

但若未来出现极端情况，使蛋氨酸价格大幅下跌，也将导致宁夏紫光的业务收入减少，影响其盈利能力。

(3) 经营风险

宁夏紫光已经具备成熟的蛋氨酸工业生产技术，技术水平较高。为了提升自身竞争力，宁夏紫光将通过持续的研发投入改进生产工艺、提升生产效率。由于蛋氨酸生产工艺复杂，环保要求较高，实现工艺改进的难度较大，若宁夏紫光未能及时有效地改进生产工艺，或未能及时推出符合市场变化的新产品，其市场地位将受到不利影响。同时，蛋氨酸行业的各大跨国企业，均具有较强的自主研发能力，不排除未来出现更优化的生产工艺或技术的可能性。如果宁夏紫光不能持续进行技术更新，将面临市场占有率下降，盈利能力降低等风险。

(4) 财务风险

截至评估基准日，虽然由于前期蛋氨酸项目工程建设导致宁夏紫光的有息负债规模较高，但宁夏紫光自成立以来，主营业务稳步发展，经营状况良好，2015 年、2016 年 1-7 月，实现净利润分别为 2.54 亿元和 1.53 亿，经营活动现金流净额分别为 39,053.67 万元、22,900.20 万元，经营活动现金流呈净流入状态，利息

保障倍数分别为 3.89、5.02，偿付利息能力较强。根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，宁夏紫光自 2014 年首次贷款日以来，不存在不良和违约负债，所有的银行贷款全部为正常类，信用情况良好。宁夏紫光是国内最大的饲料级 DL-蛋氨酸生产公司，盈利能力强，是化医集团重要的下属公司，其实际控制人为重庆市国资委，强大的股东背景为其融资能力提供了较强的保障。宁夏紫光未来良好的盈利能力和较强融资能力足以保障其到期偿付的能力，整体财务风险较小且可控。

综上，截至评估基准日，宁夏紫光是国内唯一一家能够规模化生产饲料级 DL-蛋氨酸的企业，国内市场地位较高，市场竞争能力强。随着中国蛋氨酸市场需求的增加和蛋氨酸产品进口替代进程的加快，宁夏紫光将进一步提高国内企业的市场份额和市场地位。宁夏紫光自成立以来，主营业务稳步发展，经营状况良好，2015 年、2016 年 1-7 月，实现净利润分别为 2.54 亿元和 1.53 亿，经营活动现金流净额分别为 39,053.67 万元、22,900.20 万元，经营活动现金流呈净流入状态。宁夏紫光未来良好的盈利能力和较强融资能力足以保障其到期偿付的能力，整体财务风险较小且可控。宁夏紫光拥有成熟的蛋氨酸生产技术，其管理和研发人员都有着丰富的经验和资历，已建立了较为完善的内部管理机制。宁夏紫光凭借着良好的产品质量和服务积累了大量的优质客户，并经严格评审和长期验证建立了合格供应商名录，不存在对主要客户及供应商的依赖。

在综合考虑宁夏紫光的业务规模、产品类型、可能面临的经营风险、历史经营情况、财务风险等各项因素后，本次评估认为宁夏紫光自身特有风险较小，给予企业特有风险报酬率 1.00%。

根据 A 股上市公司公开资料，选取了 A 股上市公司收购化工行业企业的相关案例。选取的标准为，评估基准日在 2013 年及以后年份，标的资产为中国大陆注册、从事化学原料和化学制品制造的企业。可比交易案例中，所选取的特有风险回报率的情况如下表：

证券代码	上市公司	标的公司	特有风险回报率
600299	*ST 新材	安迪苏	0.50%
300429	强力新材	佳英化工	1.60%
300037	新宙邦	海斯福	3.00%

600075	新疆天业	天伟化工	0.50%
300537	广信材料	江苏宏泰	1.00%
300398	飞凯材料	和成显示	3.00%
000990	城志股份	惠生能源	1.50%
平均值		-	1.59%
宁夏紫光		-	1.00%

可比交易案例中，安迪苏集团从事蛋氨酸生产，与宁夏紫光业务类型基本相同，其特有风险回报率取值为 0.50%，宁夏紫光特有风险回报率取值为 1.00%，高于安迪苏的特有风险回报率。可比交易案例的特有风险回报率平均值为 1.59%，宁夏紫光特有风险回报率取值为 1.00%，略低于平均水平，其主要原因是饲料级 DL-蛋氨酸行业不是普通的基础化工行业，该行业市场进入门槛较高，全球仅有少数几家企业能够生产蛋氨酸，而且宁夏紫光是国内生产饲料级 DL-蛋氨酸规模最大的公司，具有较高的市场占有率，市场竞争力强。宁夏紫光自成立以来，经营状况良好，发展较快。因此，宁夏紫光特有风险回报率取值为 1.00%是充分考虑可比交易案例情况并考虑公司自身市场地位、盈利能力、经营风险、财务风险等因素后的选择，该取值谨慎、合理。

（五）权益资本成本

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式，权益资本成本（ R_E ）=无风险报酬率（ R_f ）+风险系数（ β ）×市场风险溢价（ERP）+企业个别特有风险（ R_C ）。

（六）债务资本成本

根据宁夏紫光评估基准日实际综合贷款利率水平确定债务资本成本 R_D 为 5.70%。

（七）加权平均资本成本

加权平均资本成本计算公式如下：

$$R_{WACC} = \frac{E}{E+D} R_E + \frac{D}{E+D} R_D (1 - t_c)$$

式中：E 代表所有者权益，D 代表有息负债， R_E 代表股权资本成本， R_D 代表债权资本成本， t_c 代表税率。

将上述确定的参数代入该计算公式，计算得出各年的折现率。具体计算结果如下表：

项目	2016 年 8-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后
无风险报酬率	4.12%	4.12%	4.12%	4.12%	4.12%	4.12%
市场风险溢价	7.04%	7.04%	7.04%	7.04%	7.04%	7.04%
企业有财务杠杆的 β 系数	1.2729	1.2568	1.2568	1.2568	1.2408	1.1874
企业特有风险报酬率	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
股权资本成本	14.08%	13.97%	13.97%	13.97%	13.86%	13.48%
所得税率	9%	12%	12%	12%	15%	25%
有息负债比率	40.44%	40.44%	40.44%	40.44%	40.44%	40.44%
负债成本	5.70%	5.70%	5.70%	5.70%	5.70%	5.70%
股权资本比率	59.56%	59.56%	59.56%	59.56%	59.56%	59.56%
加权平均资本成本	10.48%	10.35%	10.35%	10.35%	10.21%	9.76%

由此看见，宁夏紫光采用收益法评估时，折现率的取值已充分考虑了评估基准日时的市场资金状况、宁夏紫光自身的业务规模、市场地位、竞争优势及劣势、产品类型、资本结构、资产负债情况、所得税优惠、面临的经营风险及财务风险等因素，相应参数的取值谨慎、合理，以此计算的加权平均资本成本是合理的。

二、结合市场可比交易案例分析宁夏紫光折现率取值的合理性

根据 A 股上市公司公开资料，选取了 A 股上市公司收购化工行业企业的相关案例。选取的标准为，评估基准日在 2013 年及以后年份，标的资产为中国大陆注册、从事化学原料和化学制品制造的企业。可比交易案例中，所选取的折现率的情况如下表：

证券代码	上市公司	标的公司	加权平均 资本成本	贝塔系数 (β_L)	特有风险 回报率	权益资本 成本	有息负 债比率
600299	*ST 新材	安迪苏	8.76%	1.1319	0.50%	10.03%	27.60%
300429	强力新材	佳英化工	11.80%	0.7625	1.60%	12.07%	3.04%
300037	新宙邦	海斯福	11.86%	0.8270	3.00%	12.11%	3.58%
600075	新疆天业	天伟化工	10.05%	1.1096	0.50%	13.62%	36.41%
300537	广信材料	江苏宏泰	11.48%	0.9647	1.00%	11.70%	2.81%
300398	飞凯材料	和成显示	11.26%	0.6719	3.00%	11.74%	5.72%

000990	城志股份	惠生能源	8.86%	0.7188	1.50%	9.87%	21.56%
平均值		-	10.58%	0.8838	1.59%	11.59%	14.39%
可比交易案例区间		-	8.76%-11.86%	0.6719-1.1319	0.50%-3.00%	9.87%-13.62%	2.81%-36.41%
宁夏紫光		-	9.76%-10.48%	1.1874-1.2729	1.00%	13.48%-14.08%	40.44%

企业在通过增加财务杠杆来增加企业价值时，随着财务杠杆的上升，企业陷入财务困境的可能性也增加，将增加企业的财务风险，较高的财务风险导致 β 系数较高，股东要求的回报率相应提高，企业的权益资本成本增加。由于宁夏紫光的财务杠杆较高，财务风险相应增大，其 β 系数相应增大，取值区间为1.1874-1.2729，高于可比交易案例 β 的平均值0.8838。由于 β 系数的提升，宁夏紫光的权益资本成本也相应提高，取值区间为13.48%-14.08%，高于可比交易案例的权益资本成本的平均值11.59%，故宁夏紫光权益资本成本预测值谨慎合理，已经反映了宁夏紫光的财务风险。

宁夏紫光的加权平均资本的取值区间为9.76%-10.48%，可比交易案例的加权平均资本的取值区间为8.76%-11.86%，处于可比交易的案例取值范围内，加权平均资本成本是合理的。

三、核查结论

经核查，评估师认为：本次对收益法中折现率的选取已经综合考虑了宁夏紫光的产品类型、业务风险、财务结构、面临的经营风险及市场可比交易案例等方面的因素，收益法评估中折现率的相关参数选取是有依据且合理的。

(此页无正文, 为《重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司关于重庆三峡油漆股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易申请文件二次反馈意见的回复》之签字盖章页)

经办资产评估师:



蒙高原



经办资产评估师:



何春明



重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司



2017年5月17日