

云南铜业股份有限公司拟以其持有的
云铜香港有限公司 100%股权
注资中铜国际贸易集团有限公司所涉及的
云铜香港有限公司股东全部权益项目

资产评估说明

中通评报字（2019）12252号

共一册 第一册

中通诚资产评估有限公司

二〇一九年十一月五日

目 录

关于评估说明使用范围的声明	1
企业关于进行资产评估有关事项的说明	2
资产评估说明	3
一、评估对象与评估范围说明	3
二、资产核实情况总体说明	4
三、评估技术说明——资产基础法	4
四、评估技术说明——收益法	6
五、评估结论及分析	51



关于评估说明使用范围的声明

本评估说明供国有资产监督管理机构(含所出资企业)、相关监管机构和部门使用。除法律、行政法规规定外,本说明的全部或者部分内容不得提供给其它任何单位和个人,不得见诸公开媒体。



企业关于进行资产评估有关事项的说明

本部分是由委托人和被评估单位出具并提供，原文附后。



企业关于进行资产评估有关事项的说明

一、委托人与被评估单位概况

(一)委托人

本次评估的委托人为云南铜业股份有限公司。

企业名称：云南铜业股份有限公司(以下简称“云铜股份”)

统一社会信用代码：91530000709705745A

住 所：云南省昆明高新技术产业开发区 M2-3

法定代表人：田永忠

注册资本：169,967.856 万人民币

企业性质：股份有限公司(上市)

成立日期：1998 年 05 月 15 日

营业期限：2002 年 03 月 04 日至长期

经营范围：有色金属、贵金属的生产、加工、销售及生产工艺的设计、施工、科研。高科技产品化工产品的生产、加工及销售。机械动力设备的制作、安装，经营本企业自产产品及相关技术的出口业务；经营本企业生产的科研所需的原辅料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务；经营本企业的进料加工和“三来一补”业务；出口本企业自产的铜材、选矿药剂、有色金属；进口本企业生产、科研所需的原材料、机械设备、仪器仪表、零配件、经营有色金属开采和选矿业务，化肥加工及销售，饲料添加剂产品，硫酸；食品添加剂生产；液氧、氧气、氮气、氩气等气体产品的生产、经营；医用氧制造；混合气、液氮、液氩、高纯氮、高纯氩、高纯氦的销售；货物与技术进出口；压缩空气生产、经营；分析检测，物流运输及物流辅助服务；包括日用百货、劳保用品、文化办公用品、包装材料、化工原料及产品(除危险品)、五金交电、机电设备及配件、机械设备及配件、塑料制品、橡胶制品、建筑材料、耐火材料、水泥制品、保温防腐氧涂料、建筑防水材料、保温隔热材料、润滑油、润滑脂、金属材料、金属制品。煤炭、电线电缆、贸易代理。(以上涉及国家法律、法规的经营范围，凭许可证经营)。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)

(二)被评估单位

本次评估的被评估单位为云铜香港有限公司。

1. 基本情况

企业名称：云铜香港有限公司

营业执照注册号：1808756

注册地址：香港九龙尖沙咀东麼地道 61 号冠华中心 2 楼 212 室

董事长：王宇云

注册资本：1,000,000 港币

成立日期：2012 年 10 月 5 日

公司类型：公众公司

主要业务：以铜金属为主的原料、半成品、成品的贸易；以黄金、白银为主的贵金属贸易。

2. 历史沿革

云铜香港有限公司（YUNNAN COPPER H.K LIMITED，以下简称：云铜香港）成立于 2012 年 10 月，是云南铜业股份有限公司在香港设立的全资子公司，在云南铜业股份有限公司的经营战略指导下，以云南铜业股份有限公司的生产经营需求为依托，即履行服务整体的职能，同时不断推进自身健康发展，旨在将公司打造成母公司在海外的贸易平台和融资平台，从而能够更好地促进中国铜业的发展。

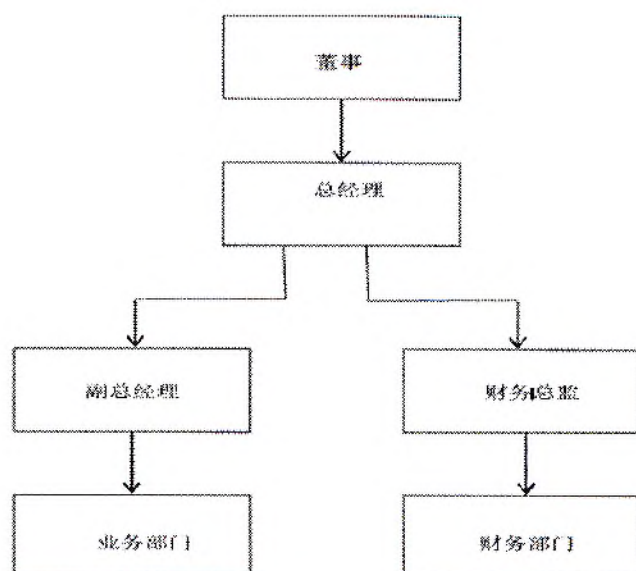
截至评估基准日，云铜香港股东名称、出资金额和出资比例如下表所示：

股东名称	出资额(万港币)	出资比例
云南铜业股份有限公司	1,00.00	100.00%

3. 企业架构、组织机构和员工情况

公司设有董事兼总经理 1 人，副总经理 1 人，财务总监 1 人，并实行总经理负责制。

云铜香港有限公司具体组织机构图如下表：



4. 历史经营情况

公司经营范围主要包括以铜金属为主的原料、半成品、成品的贸易；以黄金、白银为主的贵金属贸易。同时，公司也致力于不断开发更为广泛的贸易业务。香港公司自成立以来，通过管理体系的建设和不断完善，通过经营活动的稳定运行，实现了一定的贸易规模。

云铜香港近年主要财务数据如下表：

金额单位：人民币万元			
项目	2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日
资产总额	23,496.27	14,082.07	13,783.94
固定资产总额	0.00	0.00	0.00
负债总额	11,240.91	4,213.95	2,602.22
净资产	12,255.36	9,868.12	11,181.72
项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	488,591.05	443,227.21	435,152.37
利润总额	3,512.49	1,812.13	2,783.23
净利润	4,018.98	1,661.36	2,690.47

注：云铜香港2016年、2017年的财务数据已经天职香港会计师事务所审计，2018年的财务数据已经天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了天职业字[2019] 22450号无保留意见的审计报告。

(三) 委托人与被评估单位关系

根据相关法律文件显示，委托人云铜股份为被评估单位云铜香港的股东，持股比例为100%。

二、关于评估目的

本次评估目的是为云南铜业股份有限公司拟以其持有的云铜香港有限公

司 100%股权注资中铜国际贸易集团有限公司的经济行为提供价值参考依据。

本次评估对应的经济行为已经中国铝业集团有限公司和中国铜业有限公司批准，并分别出具了《中国铝业集团有限公司关于中国铜业推进营销体系一体化整合的批复》(中铝资字〔2018〕537号)和《中国铜业有限公司总裁办公会议纪要》(第10次4-4号(2019年2月19日))。

三、关于评估对象与评估范围的说明

(一)评估对象和评估范围

委托评估对象和评估范围与经济行为涉及的评估对象和评估范围一致。

评估对象为云铜香港的股东全部权益。

评估范围包括与评估对象对应的云铜香港评估基准日各项资产及负债。企业申报的表内资产及负债对应的会计报表，已经天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并于2019年3月10日出具了天职业字[2019] 22450号审计报告。审计意见为“我们认为，后附的财务报表在所有重大方面按照企业会计准则的规定编制，公允反映了云铜香港2018年12月31日的财务状况以及2018年的经营成果和现金流量”。具体情况见下表：

金额单位：人民币元			
序号		科目名称	账面价值
1	一、	流动资产合计	137,839,380.90
2		货币资金	116,748,722.21
3		应收账款	20,676,119.90
4		其他流动资产	414,538.79
5	二、	资产总计	137,839,380.90
6	三、	流动负债合计	26,022,150.45
7		应付账款	24,844,368.57
8		其他应付款	1,177,781.88
9	四、	负债总计	26,022,150.45
10	五、	净资产	111,817,230.45

(二)实物资产的分布情况及特点

无。

(三)企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况

无。

(四)企业申报的表外资产(如有申报)的类型、数量

无。

四、关于评估基准日的说明

本次评估基准日是2018年12月31日。

在确定评估基准日时考虑的主要因素包括满足经济行为的计划实现时间要求，选取会计期末以便于明确界定评估范围和准确高效清查资产。

五、可能影响评估工作的重大事项的说明

无。

六、资产负债清查情况的说明、未来收益状况预测情况

(一)资产负债清查情况

资产和负债清查的范围与本次评估范围一致。截至评估基准日，资产账面价值为 13,783.94 万元，负债账面价值为 2,602.22 万元，净资产账面价值为 11,181.72 万元。

为配合资产评估，云铜香港对清查工作进行了详细策划，组织公司有关部门和人员成立专门的资产清查工作组，对列入评估范围内的资产及负债进行清查。评估人员对工作组进行了集中辅导，详细说明有关清查明细表的填写规范和清查过程中的注意事项，开列了应准备资料的清单，强调落实产权归属、明确实物分布、完善会计凭证。资产清查明细表已根据评估人员提供的统一格式进行填报；有关资产的产权证明文件已按要求提供；在评估人员进行现场勘察期间，配合赴现场落实实物资产的分布情况，并提供有关使用、维修、检测记录等资料。

清查工作按照资产的不同种类分别进行，主要分为货币资金、债权和债务等的清查盘点查勘。

(二)未来收益状况预测

本次预测由云铜香港提供。该预测主要是在云铜香港目前发展规划的基础上进行盈利预测，遵循现行的法律、法规的规定，根据当前行业政策，企业所从事行业的现状与前景，分析了企业的优势与风险，尤其是企业所面临的市场经济环境和未来的发展前景及潜力，经过综合分析研究确定。

通过综合分析，预计未来年度，即 2019 年 1 月至稳定期 2023 年及 2024 年以后永续期的盈利情况如下

1. 未来年度盈利预测情况见下表：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年-永续期
营业收入	514,440.21	315,212.36	335,744.03	359,186.20	423,691.71	423,691.71
营业成本	504,861.05	311,484.06	331,270.07	354,712.24	417,726.43	417,726.43
管理费用	93.00	122.00	123.00	123.00	123.00	123.00
销售费用	7,417.76	2,903.02	3,541.68	3,612.52	4,888.94	4,888.94
财务费用	1,021.03	219.87	241.84	241.84	351.61	351.61
利润总额	1,047.38	483.41	567.44	496.60	601.73	601.73
所得税	158.36	65.31	79.17	67.48	84.83	84.83
净利润	889.02	418.11	488.27	429.12	516.91	516.91

2. 行业地位分析

云铜香港有限公司（YUNNAN COPPER H.K LIMITED，以下简称：云铜香港）成立于 2012 年 10 月，是云南铜业股份有限公司在香港设立的全资子公司，在云南铜业股份有限公司的经营战略指导下，以云南铜业股份有限公司的生产经营需求为依托，即履行服务整体的职能，同时不断推进自身健康发展，旨在将公司打造成母公司在海外的贸易平台和融资平台，从而能够更好地促进中国铜业的发展。

公司的主营业务主要包括以铜金属为主的原料、半成品、成品的贸易；以黄金、白银为主的贵金属贸易。公司自成立以来，在云南铜业股份有限公司的经营战略指导下，以云南铜业股份有限公司的生产经营需求为依托，通过管理体系的建设和不断完善，通过经营活动的稳定运行，实现了一定的贸易规模。

3. 优、劣势分析

(1)优势分析

①委估企业主要进行外贸代理业务，经过多年的发展，具备一定的客户优势；

②委估企业主要供应商为云南铜业股份有限公司，由于云铜股份具备雄厚的资金实力，故公司的代理业务也相对较为稳定；

③委估企业人员较少，无历史包袱；

④委估企业目前无银行贷款，财务状况稳健。

(2)劣势分析：

①委估企业规模较小，在竞争中处于不利地位；

②委估企业人员较少，专业人才略显不足。

4. 企业未来发展战略及经营策略

依托云铜股份强大的资金和资源实力，履行服务整体的职能，同时不断推进自身健康发展，旨在将公司打造成母公司在海外的贸易平台和融资平台，从而能够更好地促进中国铜业的发展。

七、资料清单

(一)委托人提供的资料：

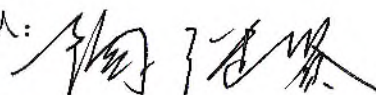
1. 营业执照复印件；
2. 经济行为文件；
3. 委托人承诺函。

(二)被评估单位提供的资料：

1. 营业执照复印件；
2. 公司章程、验资报告复印件；
3. 资产评估申报表；
4. 审计报告；
5. 收益法盈利预测资料；
6. 其他资料。

(此页为云南铜业股份有限公司拟以其持有的云铜香港有限公司100%股权注
资中铜国际贸易集团有限公司所涉及的云铜香港有限公司股东全部权益项目“企
业关于进行资产评估有关事项的说明”委托人签章页，无正文)

法定代表人：



云南铜业股份有限公司



2019年10月30日

(此页为云南铜业股份有限公司拟以其持有的云铜香港有限公司100%股权注
资中铜国际贸易集团有限公司所涉及的云铜香港有限公司股东全部权益项目
“企业关于进行资产评估有关事项的说明”被评估单位签章页，无正文)

法定代表人：

王宇

云铜香港有限公司



2019年10月30日

资产评估说明

一、评估对象与评估范围说明

(一)评估对象和评估范围

委托评估对象和评估范围与经济行为涉及的评估对象和评估范围一致。

评估对象为云铜香港的股东全部权益。

评估范围包括与评估对象对应的云铜香港评估基准日各项资产及负债。企业申报的表内资产及负债对应的会计报表，已经天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并于2019年3月10日出具了天职业字[2019] 22450号审计报告。审计意见为“我们认为，后附的财务报表在所有重大方面按照企业会计准则的规定编制，公允反映了云铜香港2018年12月31日的财务状况以及2018年的经营成果和现金流量”。具体情况见下表：

金额单位：人民币元			
序号		科目名称	账面价值
1	一、	流动资产合计	137,839,380.90
2		货币资金	116,748,722.21
3		应收账款	20,676,119.90
4		其他流动资产	414,538.79
5	二、	资产总计	137,839,380.90
6	三、	流动负债合计	26,022,150.45
7		应付账款	24,844,368.57
8		其他应付款	1,177,781.88
9	四、	负债总计	26,022,150.45
10	五、	净资产	111,817,230.45

(二)实物资产的分布情况及特点

无。

(三)企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况

无。

(四)企业申报的表外资产(如有申报)的类型、数量

无。

(五)引用其他机构出具的报告的结论所涉及的资产类型、数量和账面金额(或者评估值)

无。

二、资产核实情况总体说明

(一)资产核实人员组织、实施时间和过程

根据资产评估有关准则及规范要求,依据被评估单位提供的评估基准日审计报告和资产评估申报表,在2019年5月13日至2019年5月17日期间,派两个专业小组(综合组、财务组),对评估范围内资产及相关负债进行了核实。

核实过程具体如下:

辅导被评估单位清查资产及负债、填报资产及负债明细,收集整理被评估单位提供的各项评估资料。

依据被评估单位提供的评估基准日会计报表和资产评估申报表,在被评估单位有关人员的配合下,分不同类型,采用不同方法,核实账表、账实是否相符,核实资产状况。根据核实结果,提请被评估单位补充、修改和完善资产评估申报表。

对被评估单位提供的评估资料进行核实,对有关资产法律权属资料 and 资料来源进行必要的查验,对有关资产的法律权属进行必要的关注。

对被评估单位提供的设备权属证书进行审核,抽查入账凭证,并对设备进行现场勘查,从设备功能、构成和使用状况等影响设备实体价值的诸多方面展开调查,为评定估算提供参考依据。

对可能影响资产评估的重大事项进行调查了解,根据以上工作,与相关当事方沟通,形成资产核实结论。

(二)影响资产核实的事项及处理方法

无。

(三)核实结论

经过核实,委估资产均正常使用或处于正常状态,与账面记录不存在重大差异,权属无争议。

三、评估技术说明——资产基础法

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,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。在运用资产基础法进行企业价值评估时，各项资产的价值是根据其具体情况选用适当的评估方法得出。

本次评估涉及的具体评估方法如下。

(一)货币资金

1. 银行存款

银行存款账面价值116,748,722.21元，共5个银行账户，其中3个美元账户、2个人民币账户，主要存放在招商银行离岸中心、星展银行香港分行、中国银行（香港）有限公司和中国银行云南省分行。

评估时，将被评估企业填报的评估清查明细表、银行日记账、总账，各开户行的银行存款对账单进行核对，对大额存款向开户银行进行了函证，对各银行账户余额中的未达账项进行检查，了解未达的原因，未发现影响净资产的未达账项。对人民币银行存款，以核实后的账面价值确定评估值。对外币存款账户，以评估基准日汇率换算为人民币确定评估价值。

最终，银行存款的评估值为116,748,722.21元。

(二)应收账款

应收账款账面原值20,676,119.90元，无坏账准备，账面净值20,676,119.90元。主要为应收货款。评估人员按照评估程序，了解应收款项形成原因、欠款单位的信誉及清欠情况，分析账龄，抽查原始凭证和记账凭证，并对应收款项进行期后发生额测试。

最终，确定应收账款评估值为20,676,119.90元。

(三)其他流动资产

其他流动资产账面价值 414,538.79 元，为预缴的所得税款。评估人员按照评估程序，查阅了相关的纳税申报信息，确认了相关税务事项的真实性，以核实后的账面价值确定评估值。

最终，确定其他流动资产评估值为 414,538.79 元。

(四)应付账款

其他应付款账面价值 24,844,368.57 元，主要为应付的货款等。评估人员按照评估程序核实每笔应付款项的真实性、完整性，最终以核实后的账面价值确认应付账款评估值为 24,844,368.57 元。

(八) 其他应付款

其他应付款账面价值 1,177,781.88 元，主要是物流运输款和审计费等。评估人员按照评估程序核实每笔其他应付款项的真实性、完整性后，最终以核实后的账面价值确认应付账款评估值为 1,177,781.88 元。

四、评估技术说明——收益法

云铜香港是以铜金属为主的原料、半成品、成品的贸易和以黄金、白银为主的贵金属贸易为主营业务的企业，具有独立的获利能力。为满足本次云南铜业股份有限公司拟转让其所持有的云铜香港有限公司 100%股权的需要，本次评估中，采用收益法对涉及的云铜香港股东全部权益价值进行评估。

(一)评估对象

本次评估的评估对象为云铜香港股东全部权益。

(二)收益法的应用前提及选择的理由和依据

1. 收益法的定义和原理。

企业价值评估中的收益法，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。收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。

本次评估采用现金流口径的未来收益折现法，即现金流折现法(DiscountedCashFlow,DCF)，其中，现金流采用企业自由现金流(FreeCashFlowofFirm,FCFF)。具体方法为，以加权资本成本(WeightedAverageCostofCapital,WACC)作为折现率，将未来各年的预计企业自由现金流折现加总得到经营性资产价值，减去付息债务价值后，再加上溢余资产和非经营性资产的价值，减去非经营性负债后，得到股东全部权益价值。基本公式如下：

股东全部权益价值=经营性资产价值-付息债务价值+溢余资产价值+非经营性资产价值-非经营性负债。

2. 收益法的应用前提。

本次评估是将云铜香港置于一个完整、现实的经营过程和市场环境中，对其产权价值的评估。评估基础是对企业未来收益的预测和折现率的取值，因此被评估资产必须具备以下前提条件：

(1)被评估资产是能够而且必须用货币衡量其未来收益的单项资产或整体资产；

(2)资产经营与收益之间存有较稳定的比例关系,并且未来收益和产权所有者所承担的未来经营风险也必须能用货币加以衡量;

(3)被评估资产预期获利年限可以预测。

(三)收益预测的假设条件

1. 国家现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化,本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化,无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响。

2. 针对评估基准日资产的实际状况,假设企业持续经营。

3. 假设公司的经营者是负责的,且公司管理层有能力担当其职务。

4. 除非另有说明,假设公司完全遵守所有有关的法律法规。

5. 假设公司未来将采取的会计政策和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致。

6. 假设公司在现有的管理方式和管理水平的基础上,经营范围、方式与目前方向保持一致。

7. 假设评估基准日后被评估单位的现金流入为平均流入,现金流出为平均流出。

8. 假设评估基准日后被评估单位在市场中继续保持目前的竞争态势和市场地位。

9. 有关利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等不发生重大变化。

10. 无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

根据资产评估的要求,认定这些假设条件在评估基准日时成立,当未来经济环境发生较大变化时,将不承担由于假设条件改变而推导出不同评估结论的责任。

(四)企业宏观分析

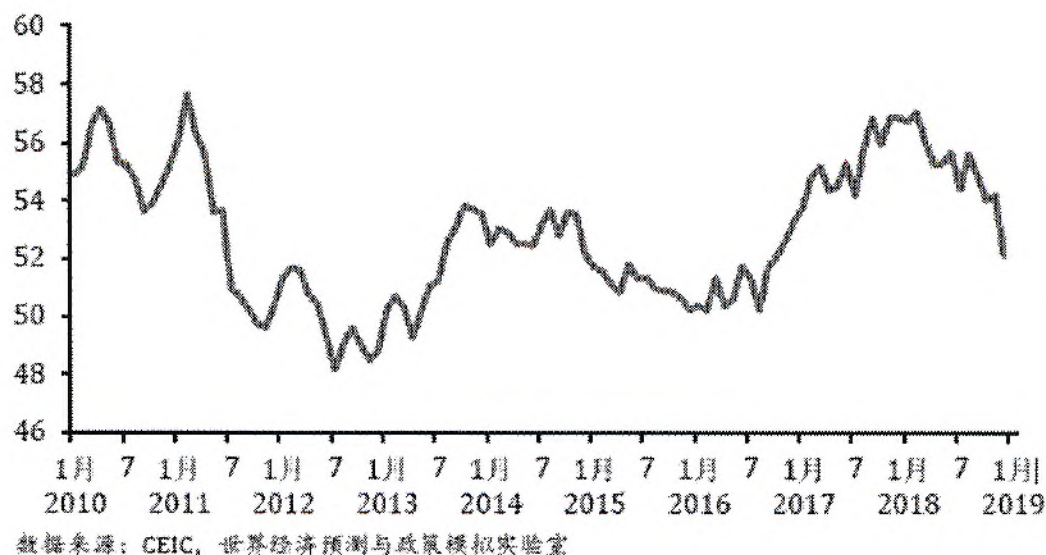
1. 世界宏观经济情况

(1)2018 年 4 季度中国外部经济景气程度继续下行

2018 年 4 季度中国外部经济综合 CEEM-PMI 153.5,较上个季度下降 1.5 个点。美国和欧元区经济景气程度有明显下滑,全球经济景气程度进入周期下半场。



图1 中国外部经济综合 CEEM-PMI



(2) 美国经济总体情况

美国经济景气程度高位下行。2018 年 4 季度美国制造业季度美国制造业 PMI 均值为 57.0, 比 3 季度的均值 59.7 显著下降。其中 12 月制造业 PMI 从 11 月的 59.3 迅速下降到 54.1, 创下 8 年来最大跌幅, 新订单指数下降是 PMI 回落的主要原因。同时回落的主要原因。同时 12 月非制造业 PMI 指数为 57.6, 也比 11 月的 60.7 有明显下降。两组 PMI 指数都高于荣枯线, 制造业和非指数都高于荣枯线, 制造业和非业还会保持扩张态势, 但企管理层预期的乐观程度有所下降。

消费高位平稳, 投资回落。10-11月密歇根大学消费者信心指数均值为98.1, 与3季度一样处于高位; 11月零售额环比增速略有下降, 但如果扣除汽油价格的因素消费表现仍然较为稳健。2018年初特朗普政府大幅降低了企业所得税率, 从而对投资产生刺激作用, 但这种效应逐渐衰减, 再加上投资者预期出现变化, 投资呈现冲高回落态势。2018年3季度美国企业投资(包括建筑、设备与知识产权投资)增速为2.5%, 大大低于前两个季度11.5%和8.7%的增速。 10-11月非国防资本品订单小幅回调, 该指标对企业设备投资有先导作用。9-11月石油与天然气活跃钻井数量上升速度明显放缓, 预示着采掘业相关的建筑类投资可能出现回落。

美联储加息并释放鸽派信号。2018年12月19日美联储议息会决定加息0.25个百分点, 使联邦基金利率目标范围上升至2.25-2.5%。2016和2017年美联储分

别加息1次和3次，而2018年加息次数为4次，这种加息节奏与2018年相对较快的经济增速是相适应的。2019年1月初美联储持有的总资产相比上年同期减少约8.7%(3850亿美元)，联储的缩表进程也在有序推进。但是随着近期经济增速的放缓，美联储货币政策正常化的节奏也将相应调整。2019年1月5日美联储主席鲍威尔在亚特兰大出席美国经济学会年会时表达了对美国经济运行状态的信心，但同时他也表示联储政策路径不是预定的，联储会倾听市场的担忧，联储对加息是有耐心的，必要时会毫不犹豫的调整缩表节奏。

(3)欧元区经济总体情况

欧元区经济景气程度持续下行。欧元区19国综合采购经理人指数(PMI)连续第4个季度出现下滑，4季度综合PMI均值降至52.4，显著低于上季度54.3的均值。其中制造业PMI下滑幅度最大，4季度欧元区制造业PMI均值为51.7，较上季度的54.3下跌了2.6个点，12月制造业PMI更来到51.4的低位，为34个月以来的最低水平。服务业PMI同样表现疲弱。4季度欧元区服务业PMI均值为52.8，与上季度的54.4相比下跌了1.6个点，12月服务业PMI则为51.4，创49个月新低。

欧元区消费者和投资者信心持续下滑。欧元区消费者信心持续下跌，12月该指数从11月的-3.90骤降至-6.20，成为2017年2月以来的最低值。欧元区投资者信心也出现大幅下跌。12月的Sentix投资者信心指数从上月的8.8下跌至-0.3，不仅不如年初的32.9和此前市场预期的8.1，更是4年来首度跌至负值。欧洲央行结束量化宽松。12月13日议息会议上，欧洲央行管理委员会决定，主要再融资业务的利率、边际贷款工具和存款工具的利率将分别维持在现有水平不变，并于月底结束购买新债。欧央行行长德拉吉在会议后的新闻发布会时表示，将保持现有关键利率水平不变至少到2019年夏季末，并指出，委员会将改善再投资的前瞻性指引，在首次加息后进行再投资计划，再投资计划持续时间会保持必要的长度，以维持有利的流动性条件和货币宽松的充足程度。在此次议息会议上，欧央行调降了全球经济增长预期，指出地缘政治因素、保护主义威胁、新兴市场脆弱性和金融市场波动有关的不确定性持续存在是经济面临下行风险的主要原因。

英国脱欧悬而未决。英国原计划于2019年3月29日正式脱离欧盟，然而英国首相特雷莎·梅在2018年11月与欧盟达成的脱欧协议草案未能获得国会议员批准，导致英国政局前景不明。2018年11月，欧盟公布了英国脱欧协议

草案文件。这份草案覆盖了脱欧之后的公民权利、金融安排、脱欧后过渡期计划等，主要议题包括爱尔兰边界、公平竞争环境、未来贸易协定、渔业、政府治理和金融市场等方面。按照脱欧流程，下一步便是英国议会对于草案的审批。然而，2019年1月15日，英国议会以432票反对，202票支持的史无前例压倒性多数，否决了梅首相的脱欧协议，导致英国不得不面临无协议硬脱欧、推迟脱欧并与欧盟重新协商脱欧协议、重新大选、再度公投等多重尴尬选择。目前主要反对党工党已趁势提议对现任政府举行不信任投票，意图迫使对方提早举行大选。英国政局所面临的不确定性大幅增加。

(4) 日本经济总体情况

日本经济景气下行势头得到遏制。制造业PMI为52.6，较上季度回升0.2，结束了自2018年第1季度以来连续下降的趋势。服务业PMI为51.9，较上季度回升了0.9。两者均在荣枯线上方，显示日本景气处于复苏区间。4季度失业率小幅上升，由上季度2.4%上升至2.5%，仍处于较充分的就业状态。10-11月季调有效求人倍率均值1.63，与第3季度基本持平。物价回升受阻，第4季度CPI和核心CPI同比增长率与上季度也大致持平。

日本消费仍然乏力，投资有改善。从商业销售额看，第4季度10至11月一般商品销售额同比下降2.2%，较第3季度2%的降幅继续扩大，不过耐用品如汽车的销售明显提升，同比增长了5.8%。投资各领域中，房地产开发投资开始回暖。10至11月新屋开工户数同比微降0.1%，较第2季度的-2.0%和第3季度的-0.2%继续收窄；新屋开工住宅建筑面积同比增加1.9%，扭转了自2017年第3季度以来的下降势头。机械设备投资形势继续向好。10月机械订单金额季调同比增长8.9%，较第3季度的3.8%明显提升。10至11月工程机械出货金额同比增长15.4%，较第3季度的2.6%也有显著上升。10至11月出口同比增长2.6%，较2季度的7.5%和第3季度的4.1%明显回落；进口同比增速为14.4%，在第3季度同比增长12.1%之后继续攀升。

日本银行继续保持宽松货币政策。2018年10月31日召开的货币政策会议上，以多数票赞成决定维持货币宽松政策的现状，即诱导短期利率为-0.1%，长期利率(10年期公债收益率)为0%左右。日本银行还维持了“正在缓慢扩张”的判断，但小幅下调了2018~2020年度的物价预期，将2018年度下调至0.9%，2019年度调至1.4%，2020年度调至1.5%，分别下调0.1~0.2

个百分点。大多数日本央行政策制定者强调需要继续实行目前的超宽松货币政策。

(5)金砖国家经济总体情况

金砖国家经济有亮点。全球经济放缓背景下，俄罗斯、印度、巴西、南非四个经济体4季度的制造业PMI均较上个季度明显回升。2018年9月，南非政府公布了一系列经济刺激政策，成为提振南非经济的重要因素。2019年1月1日，雅伊尔·博尔索纳罗宣誓就任巴西总统，尽管其经济政策细节并不明朗，但其提出的一系列改革被认为是“市场友好型”的，受到了市场的欢迎。

(6)东盟经济和韩国经济总体情况

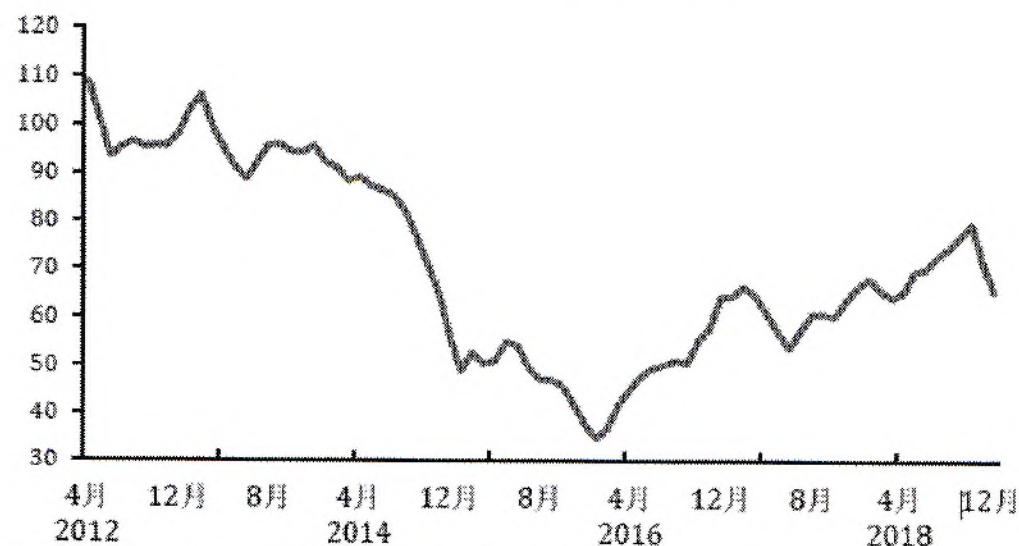
东盟经济和韩国经济总体继续下行。4季度东盟制造业PMI平均为50.2，较上季的50.6继续回落，接近荣枯线。东盟六国中，4季度泰国和马来西亚已经跌落荣枯线，而第3季度时所有六国的PMI还均在荣枯线之上。印尼和新加坡的PMI较上季度有所下降，分别为50.7和51.5；菲律宾和越南PMI则上升，分别为53.8和54.7。韩国4季度PMI与上季基本持平，为49.8，连续3个季度处于荣枯线下方。区内经济体受到贸易摩擦影响较为明显，但影响效果不一，马来西亚、新加坡和韩国的贸易出现较为明显的波动，影响主要为负面，但越南则因承接了更多贸易转移的投资而获得正面影响。域内前沿国家新加坡和韩国经济出现超出预期的经济放缓，提示2019年全球经济下行风险可能加剧。主要东盟国家和韩国的货币在第4季度对美元较上季度保持相对稳定，结束了上季度因美联储加息和新兴市场货币贬值潮带来的集体贬值。

(7)大宗商品价格

4季度CEEM大宗商品价格2环比下跌3.4%，而上季度为上涨9.4%。其中油价为主要拖累因素。在减产不力、供给过剩和需求不振担忧的影响下，季度平均油价环比下跌7.8%，实际季度末油价相较于季初高点下跌超30%，震荡显著。4季度金属价格波动率增大，涨跌不一。铜、铝价格震荡下降。钢材与铁矿石价格波动明显，其中铁矿石价格上涨8.8%，钢材价格下跌1.7%。环保限产力度放松导致10月铁矿石价格一路走高，且上游铁矿石港口库存持续减少至年内最低位。煤炭价格下跌9.6%。大豆国际价格波动并小幅上扬1.8%，国内价格下跌。玉米与小麦价格小幅攀升。



图2 CEEM 大宗商品价格指数



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室

(8)2019世界宏观经济展望

全球经济增长继续放缓。全球经济景气度自2016中期至2018年初持续上升，2018年1季度后开始持续高位下行，未来几个季度或将持续保持下行态势。支撑本轮经济反弹的主要力量并非技术进步、人口红利、制度改革或者其他长期可持续的因素，而是中国的工业品价格上涨，以及主要经济体较低的利率环境。随着中国经济的持续放缓和美联储货币政策收紧，势必会对未来的投资和消费开支带来不利影响，并影响到全球经济增长。中国经济见底回升以后，全球经济才有望再次反弹。

全球金融市场将进入更为频繁的波动状态。从市场预期上看，美国股市在4季度急跌之后，市场对股票价格的看法难以在短期重新达成一致，另外结构上对美国股市影响巨大的科技业、房地产和能源板块面临诸多下行风险，这将很大可能使得出现一段时间振荡下探及拉锯回调的反复过程。鉴于美国股市在全球股市中的风向标地位，其波动将外溢至全球，尤其是发达经济体。这一背景下，全球资金在股市与债市中的转换频繁，两类市场都将经历更为频繁的波动。

美元指数将受压制，但下行空间受限。从货币政策看，美联储目前利率水平已接近中性利率，在投资者信心不稳定的状态下，美联储放慢加息是较为确定的事件。这一预期会对美元产生下行压力。另外，虽然欧央行根据经济走势

会权衡夏季后是否升息,但欧洲经济目前已出现诸多负面信号,同时欧央行将迎来新一任行长,欧洲加息条件很可能不成熟。从宏观经济面看,目前欧洲经济较美国经济更为脆弱,在美国经济减速之前,欧洲经济可能已受波及。特别是特朗普贸易保护主义对欧洲汽车业的冲击仍难见好转,这意味着美元下行空间亦不大。

新兴市场风险总体收窄。2018年土耳其、阿根廷经济动荡并未传染性扩散溢出,这反映多数新兴经济体国内实体经济和金融部门已具有一定韧性。2019年美国升息很大可能放缓则意味着新兴经济体面对的最尖锐的外部冲击将明显缓解,因此新兴经济体对全球资金总体上的吸引力将进一步增强。不过全球共同性冲击减弱也会使得新兴经济体内部的差异性更为凸显。

大宗商品价格总体弱势。需求回落环境下,大宗商品价格也面临压力。石油方面,OPEC自12月起开始落实并加大减产力度,预计将对油价有助推作用。但中长期来看,美国及俄罗斯的产量仍将大幅度影响减产的效果,预计两国长期增产的趋势难以逆转。此外全球需求端走弱会抑制油价上涨,因此预计油价仍然将呈弱势震荡走势,预测油价区间为60-75美元。金属方面,2019年价格走势主要取决于宏观经济下行压力以及环保限产、基建政策的博弈影响。铜、铝方面,短期在全球经济下行加剧的背景下,需求难以提振,铜、铝价格可能滞涨回落。钢材与铁矿石方面,供需两端均略有回暖,但预计宏观基本面对价格造成一定的下行压力。农产品方面,2019年主要关注中美贸易战及供求格局对价格的影响。大豆方面,中美贸易摩擦缓和提振市场情绪支撑美豆价格短期上调,但长期来看供大于求的格局会进一步施压大豆价格至下行。玉米、小麦产需缺口大,供需格局偏紧将支撑二者价格进一步走高。

2. 中国宏观经济情况

(1)国内生产总值

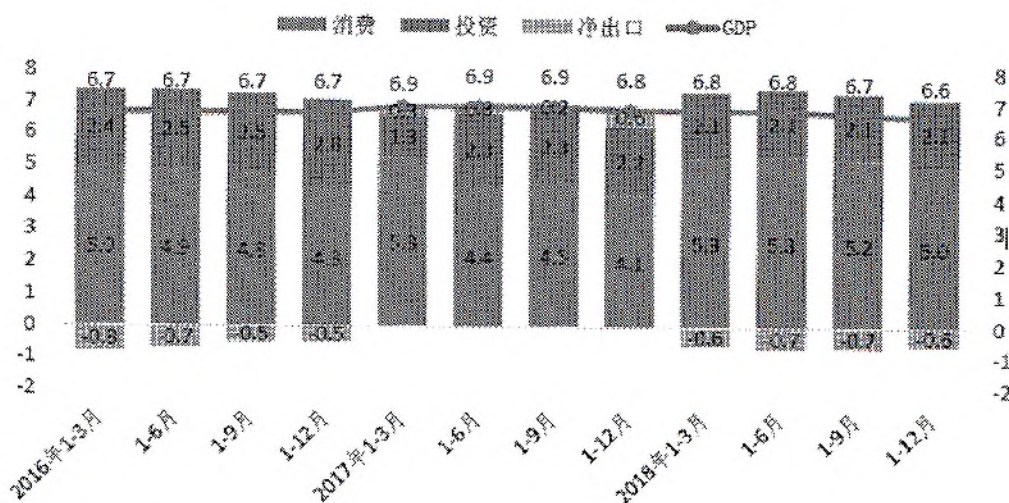
宏观经济景气度下行,经济增速逐季放缓。2018年以来,我国宏观经济增速持续小幅回落,基本处于景气周期的下行阶段,与全球经济运行态势基本一致。

据初步核算,2018年全年国内生产总值(GDP)累计90.0万亿元,名义GDP同比增长9.7%,比2017年回落0.7个百分点;实际GDP同比增长6.6%,实际增速较2017年和前三季度分别下滑0.21和0.1个百分点,且逐季下滑。其中,四季度当



季GDP同比实际增速2降至6.4%(图1-1), 与2009年一季度持平, 且为有数据记录(1992年)以来最低。需要说明的是, 2018年经济增长仍处平稳区间, 既未脱离年初制定的“6.5%左右”的目标范围, 也未给就业带来明显压力。

图 1-1 GDP 累计同比实际增速及“三驾马车”拉动率 %



资料来源: WIND

消费基础性作用增强, 投资同比转弱, 净出口对经济增长重返负向拉动。三驾马车方面, 2018年消费拉动GDP增长5.0个百分点, 较2017年提高0.9个百分点, 在年内社零增速持续下滑背景下, 服务消费保持较快增长, 带动消费对经济增长的基础性作用进一步增强。2018年基建投资增速大幅放缓, 导致投资对经济增长的贡献减弱, 拉动GDP增长2.1个百分点, 较2017年下滑0.1个百分点。因货物贸易顺差大幅收窄, 服务贸易逆差显著扩大, 净出口同比下滑, 2018年净出口拉低GDP增速0.6个百分点, 而2017年为正向拉动0.6个百分点。因此, 从总需求角度看, 2018年GDP增速放缓主因净出口拉动转负和投资贡献下滑, 而消费成为稳定宏观经济的压舱石。

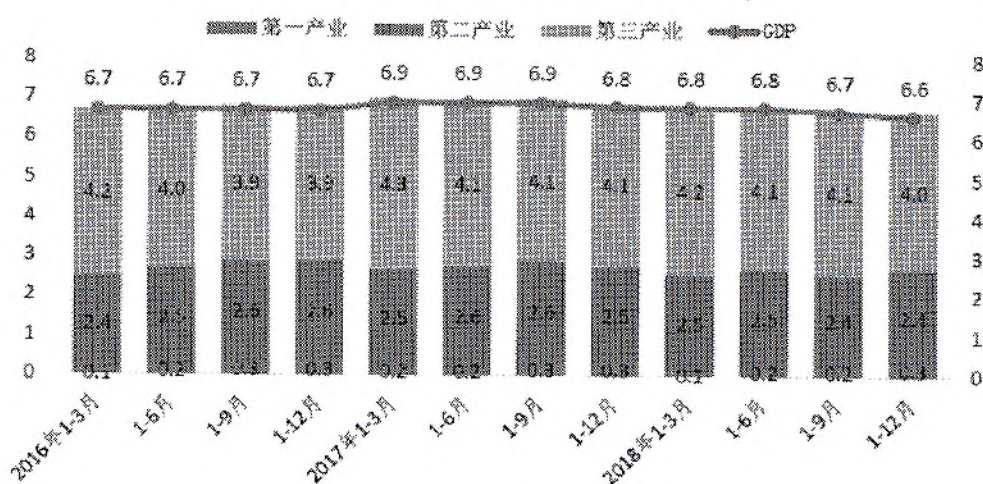
(2)三次产业及行业运行状况

三次产业增速普遍下滑, 服务业引领作用稳固。三次产业方面, 2018年第三产业增加值同比增长7.6%, 增速较2017年下滑0.3个百分点, 但仍快于同期GDP增速1个百分点, 表明服务业继续在宏观经济中发挥引领作用。第二产业增加值同比增长5.8%, 增速较2017年下滑0.1个百分点, 比同期GDP增速低0.8个百分点, 主因我国当前已处工业化后期, 工业在国民经济中的份额有所下降。第一产业增加值同比增长3.5%, 增速较2017年下滑0.5个百分点。2018年, 三次

产业增速普遍下滑，与GDP增速放缓基本同步(图1-2)，表明需求端走弱正传导至生产端，且影响广泛。

从贡献率和拉动率角度看，2018年，服务业对经济增长的引领作用稳固，其对GDP增长的贡献率为60.1%，拉动率为4.0个百分点，均高于第二产业3，但较2017年下滑1.3和0.1个百分点，这与服务业生产增速放缓相印证。2018年全国服务业生产指数同比增长7.7%，增速较2017年略降0.5个百分点。

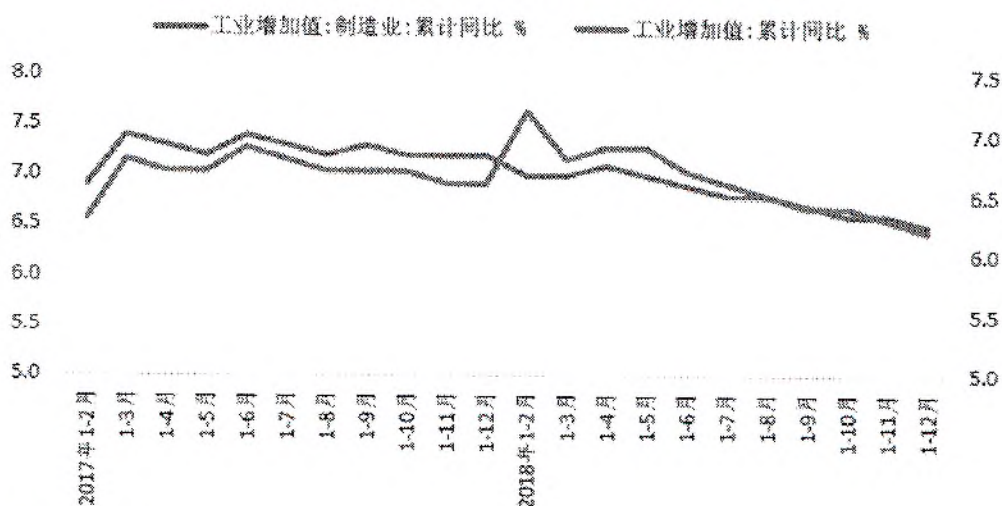
图 1-2 GDP 累计同比实际增速及三次产业拉动率 %



资料来源：WIND

工业生产增速稳中趋缓。2018年，全国规模以上工业增加值累计同比增长6.2%，增速较2017年下滑0.4个百分点，呈平稳放缓之势。三大门类中，采矿业生产加速，全年行业增加值累计同比增速较2017年加快3.8个百分点，主因价格上涨、利润高增、去产能和环保限产力度减弱。电力、热力、燃气及水的生产和供应业增加值累计同比增速较2017年加快1.8个百分点，这与同期发电量增速走势一致，主要体现能源结构变化带来的影响。因终端需求减弱，在工业中占比近九成的制造业增加值累计同比增速较2017年下滑0.7个百分点，并拖累2018年工业增加值增速放缓(图1-3)。

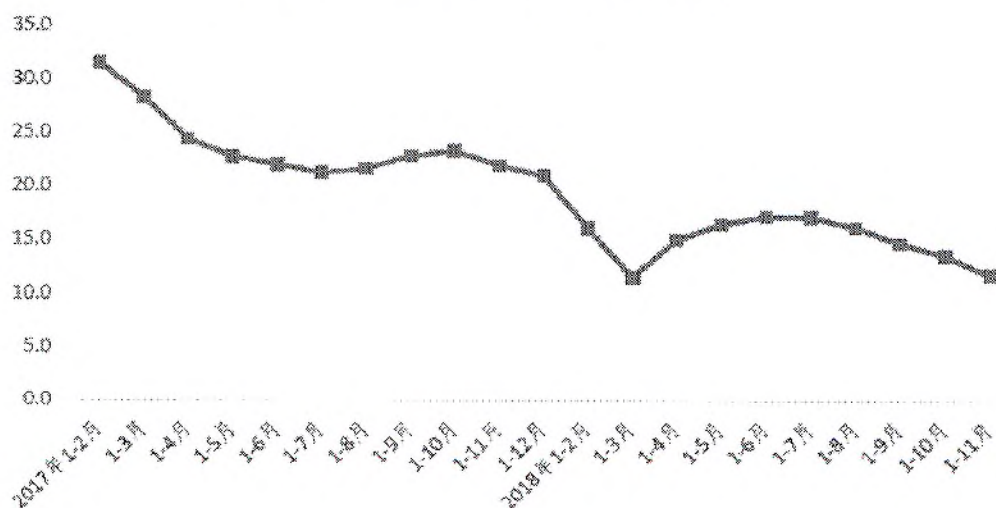
图 1-3 规模以上工业增加值和制造业增加值同比增速 %



资料来源: WIND

工业企业利润增长较快, 年内走势前高后低。2018 年前 11 个月, 全国规模以上工业企业利润总额同比增长 11.8%, 增速较 2017 年同期下滑 9.2 个百分点。从年内走势看, 随着 PPI 增速下滑及工业生产放缓对企业利润的影响显现, 下半年工业企业利润增速大幅回落, 11 月当月同比增速已降至-1.8%, 为近三年来首次同比负增(图 1-4)。

图 1-4 工业企业利润总额累计同比增速 %



资料来源: WIND

(3) 固定资产投资

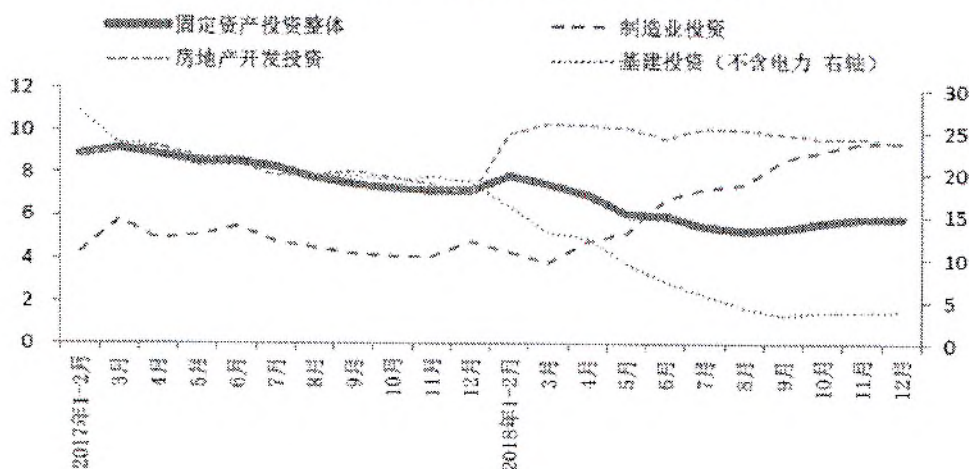
基建投资大幅放缓, 投资动能加速切换。2018 年, 全国固定资产投资累计同比增长 5.9%, 增速较 2017 年下滑 1.3 个百分点, 主因基建投资拖累。从三大类

投资来看,基建投资增速显著放缓,全年基建投资(不含电力)同比增长3.8%,大幅低于2017年的19%,而房地产和制造业投资增速则有所加快(图1-5)。

2018年基建投资走弱体现严监管的影响:一是资金来源受限。地方政府债务监管不断强化,融资平台受到严格约束,表外融资持续大幅萎缩。二是PPP集中整顿,导致部分基建项目停工下马,从而对基建投资形成冲击。

值得注意的是,三季度基建投资增速罕见负增,7-9月基建投资同比增速分别为-1.8%,-4.3%,-1.9%。四季度以来,随着宏观政策转向稳增长,基建补短板开始提速,带动基建投资月增速回归正区间,10-12月基建投资同比增速分别为6.7%,3.7%,3.8%。进一步地,基建企稳带动固定资产投资增速反弹。

图 1-5 固定资产投资及三类主要投资(累计同比名义增速,%)



资料来源: WIND

房地产投资增速有所加快,销售则有放缓。2018年,房地产投资累计同比增长9.5%,增速较2017年同期加快2.5个百分点,主因前期去库存带动新开工面积同比大幅上升,以及较高的土地购置费支出。年内新开工面积累计同比增长17.2%,增速较2017年大幅加快10.2个百分点(图1-6);1-11月土地购置费累计同比增长60.5%,增速较2017年同期加快38.6个百分点。

图 1-6 房屋新开工面积累计同比增速 %

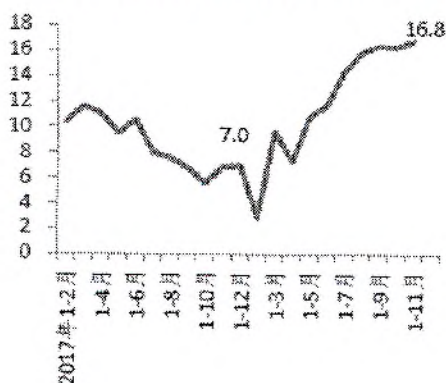
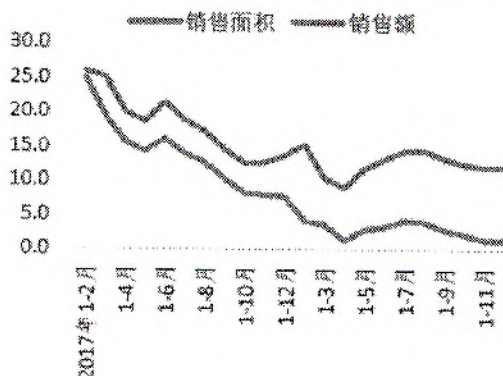


图 1-7 商品房销售累计同比增速 %



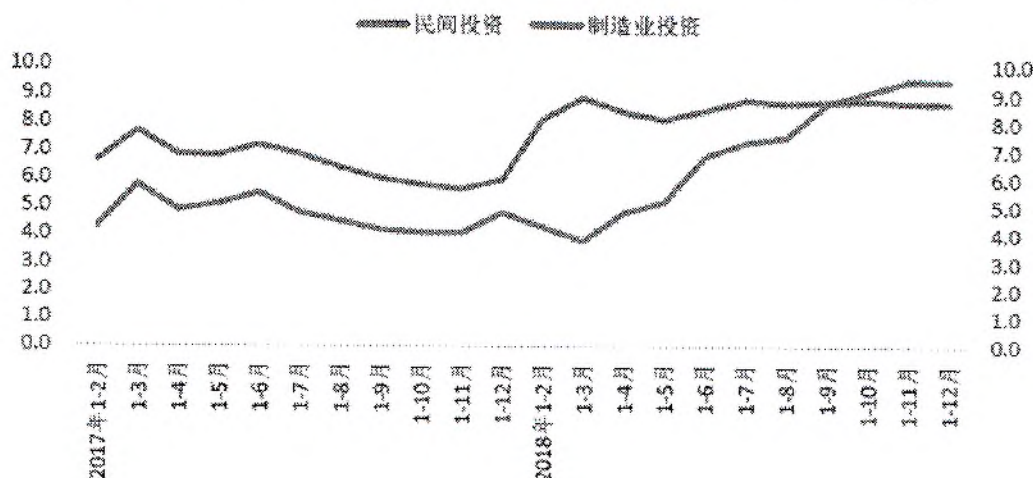
资料来源: WIND

2018年,商品房销售面积和销售额同比增速分别为1.3%和12.2%,较2017年及前三季度均有所下滑(图1-7),市场情绪转冷带动四季度投资趋缓。10-12月房地产投资增速分别为7.7%, 9.3%, 7.8%, 较7月年内高点(13.2%)明显下滑。

新动能支撑作用增强,传统产业去产能力度边际减弱,制造业投资增长加速。2018年,制造业投资累计同比增长9.5%,增速较2017年加快4.7个百分点。从细分行业来看,2018年汽车制造、食品饮料、纺织服装、化工等传统制造业投资持续疲软,而专用设备、计算机、通信和其他电子设备等高新制造业投资则保持快速增长,新动能成为制造业的主要支撑。此外,由于去产能政策力度边际减弱,钢铁、有色金属和非金属矿物制品等去产能相关行业投资反弹,并对制造业投资增速产生一定的拉升。

值得一提的是,2018年民间固定资产投资累计同比增长8.7%,增速较2017年反弹2.7个百分点(图1-8)。民间投资主要集中在制造业,其与同期制造业投资增速回升相一致。但工业企业利润走低及中美贸易摩擦或将对民间投资产生不利影响。

图 1-8 民间固定资产投资及制造业投资（累计同比名义增速，%）

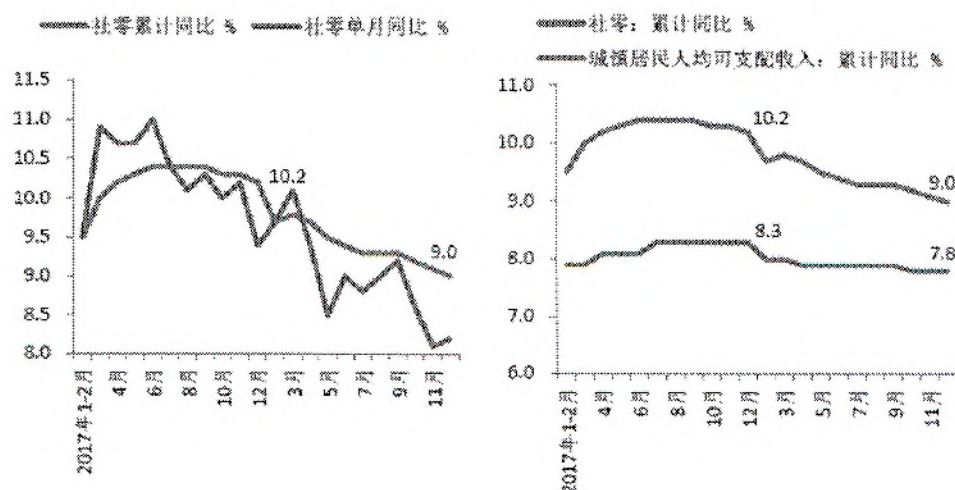


资料来源：WIND

(4)消费

收入略降带动社零增速放缓，消费结构从实物转向服务。2018 年，社会消费品零售总额累计同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点。一方面，这一稳中略降趋势与居民收入走势相一致：2018 年全国城镇居民人均可支配收入同比名义增长 7.8%，增速较 2017 年回落 0.5 个百分点。另一方面，2018 年城镇居民人均消费支出同比增长 6.8%，增速较 2017 年加快 0.9 个百分点，与反映商品消费的社零增速下滑走势相背离，表明居民服务消费正加速增长，印证消费结构转型(图 1-9)。

图 1-9 商品消费与居民收入



资料来源：WIND

限额以上各类别商品消费普遍低迷，汽车零售额下滑为主要拖累。考察限额以上各类别商品零售额，2018年多数类别商品零售额增速不及2017年同期，其中权重占比约三成的汽车零售额累计同比下降2.4%，增速较2017年同期和前三季度分别下滑8.0和2.6个百分点。5月以来汽车零售额更是连续负增长，年底降幅已扩大至10%左右，成为社零增速整体回落的主要原因。

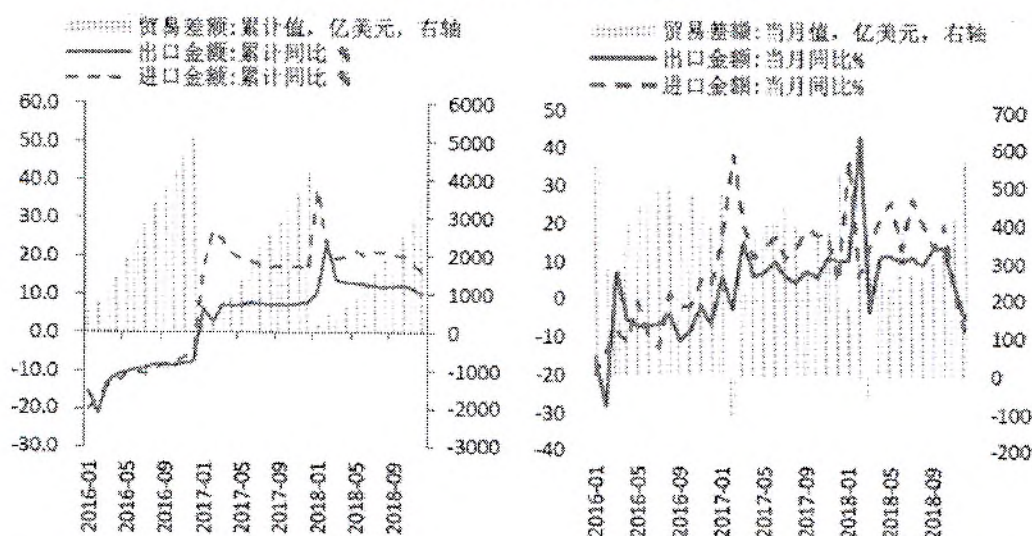
网络消费等新业态保持活跃。2018年，全国网上商品和服务零售额同比增长 23.9%，增速较 2017 年下滑 8.3 个百分点，但仍处于高速增长区间。实物商品网上零售额同比增长 25.4%，增速高于社会消费品零售总额增速 16.4 个百分点，在社会消费品零售总额中占比为 18.4%，较 2017 年提升 3.4 个百分点。

(5)进出口

对外贸易实现较快增长，贸易顺差大幅收窄。以美元计价，2018年我国货物贸易进出口总值累计同比增长12.6%，增速较2017年加快1.2个百分点。其中，出口额同比增长9.9%，进口额同比增长15.8%，均保持较快增长势头(图1-10)。需要说明的是，在内外需求走弱、“抢出口”效应减退和价格因素支撑作用减弱等影响下，四季度我国进、出口同比增速与前三季度相比有明显下滑，故年内走势表现为前高后低。根据我们的计算，四季度当季进、出口额同比分别增长4.4%和4.0%，大幅低于前三季度累计增速20.2%和12.2%。

贸易平衡方面，2018年我国对外贸易顺差累计为 3518 亿美元，同比下降 16.2%，表明商品贸易净出口对经济增长的拉动继续减弱。

图 1-10 以美元计价进出口增速及贸易顺差

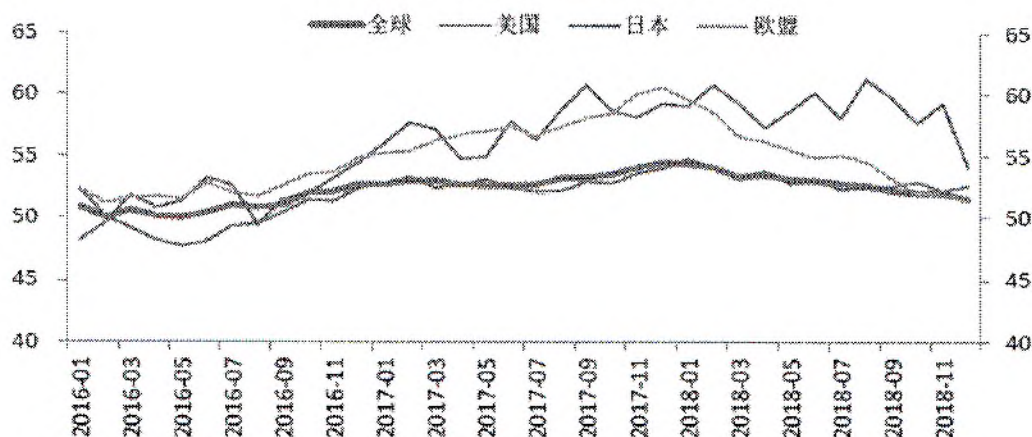


资料来源：WIND

全球经济影响我国出口走势，中美贸易摩擦影响渐显。2018 年我国出口额同比增长 9.9%，增速较 2017 年加快 2.0 个百分点，反映了外围经济持续扩张背景下，外需总体保持强劲。

从年内走势来看，2018 年全球经济扩张动能边际放缓，制造业 PMI 从年初的 54.4% 持续下滑至年末的 51.2% (图 1-11)。主要经济体中，欧元区和日本经济增长动能均趋于减弱，仅美国经济受减税政策刺激增长强劲。美联储加息、美元指数上扬带动一批新兴市场宏观经济波动加剧，本币较大幅度贬值。外部基本面趋弱是年内我国出口贸易增速前高后低的主要原因。

图 1-11 全球及美欧日制造业 PMI 走势 %



资料来源：WIND

2018年以来,中美贸易摩擦不断升温,对市场情绪产生较大影响。但因相关关税措施自下半年起才正式落地,关税税率提高对进出口贸易量的影响还要经过关税传导率及需求的价格弹性等因素过滤,以及存在对美“抢出口”现象,故从全年来看,中美贸易摩擦对我国出口增长并未构成明显拖累。不过,随着“抢出口”红利减退,出口需求透支的影响显现,中美贸易摩擦的负面效应也将逐渐释放,这在12月的出口数据中已经有所体现。

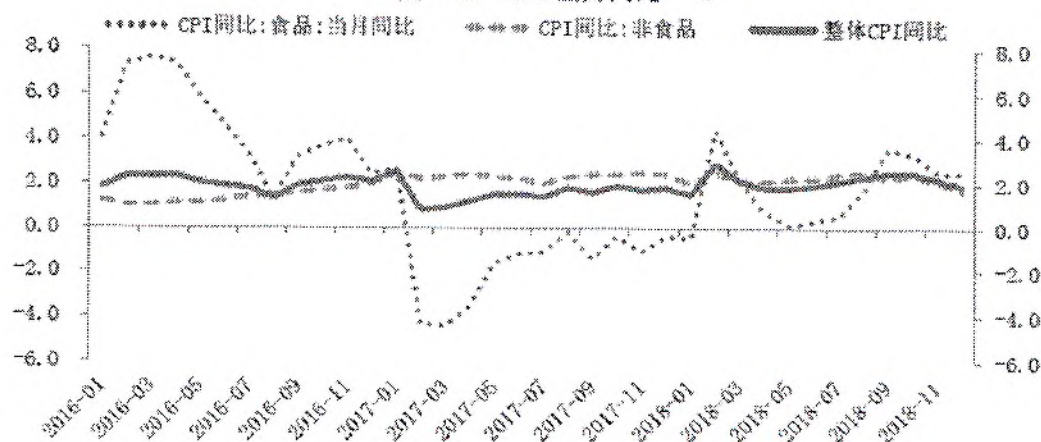
大宗商品价格走高叠加政策效应,进口保持高增。2018年,我国进口额同比增长15.8%。在高基数和内需趋弱背景下,2018年我国进口延续高速增长得益于三个因素:一是内需边际走弱,但整体韧性较强,对带动进口增长具有基础性作用;二是原油价格回升引领大宗商品价格走高,价格对进口增速起到明显的支撑;三是2018扩大进口政策密集出台,对进口增长形成一定的助推作用。

不过,年底进口增速显著放缓,12月进口额同比转负,降幅达到7.6%,创近两年半以来最低。一方面是由于内需放缓对进口需求的影响逐步显现,截至12月我国制造业进口PMI指数已连续6个月处于收缩区间;另一方面则因全球经济增长放缓传导至大宗商品市场,主要大宗商品及工业品价格涨势减弱同比涨幅普遍收窄,价格因素对进口增长的支撑作用相应下降。

(6) 物价

CPI同比中枢明显抬升,但仍处温和增长水平。2018年CPI累计同比上涨2.1%,涨幅较2017年扩大0.5个百分点,为4年以来首度突破2.0%。年内来看,CPI同比大致呈现前低后高之势,排除1-2月春节错期扰动,年内CPI高点出现在9-10月,单月同比涨幅为2.5%。但11月以来CPI上行明显缓和,12月当月同比涨幅已降至1.9%,主因是国际油价大幅走跌、国内成品油价格连续下调、猪肉价格走低。总体来看,CPI同比增速虽有所上扬,但仍处温和区间,未对货币政策形成掣肘(图1-12)。

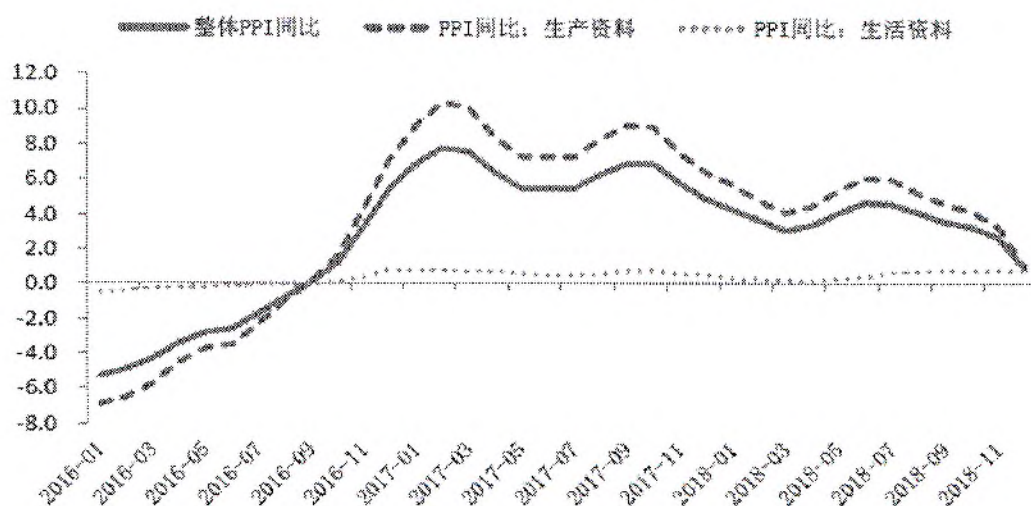
图 1-12 CPI 当月同比 %



资料来源:WIND

高基数叠加供需平衡转换, PPI 同比中枢明显回落。2018 年 PPI 累计同比上涨 3.5%, 涨幅较 2017 年收窄 2.8 个百分点(图 1-13)。主要原因是 2017 年基数较高, 加之供给侧去产能和环保限产力度减弱, 需求侧投资和消费增速下滑, 对 PPI 的支撑作用下降。从趋势来看, 除二季度国际油价大幅走高带动国内 PPI 回升外, 年内 PPI 同比增速整体下行, 单月同比涨幅最高点出现在 6 月(4.7%), 最低点出现在 12 月(0.9%)。

图 1-13 PPI 当月同比 %



资料来源:WIND

值得注意的是, 2018 年 PPI 同比增速与国际油价增速高度共振, 表明油价继续成为影响 PPI 走势的关键变量。前三季度, 国际油价波动上升, 同比增速自 3 月起震荡上扬, 助推国内 PPI 环比自 5 月起连续上涨, 同比增速亦超出普遍预期。但四季度以来, 国际油价在 10 月初触及年内高点之后, 连续暴跌, 这体现了需

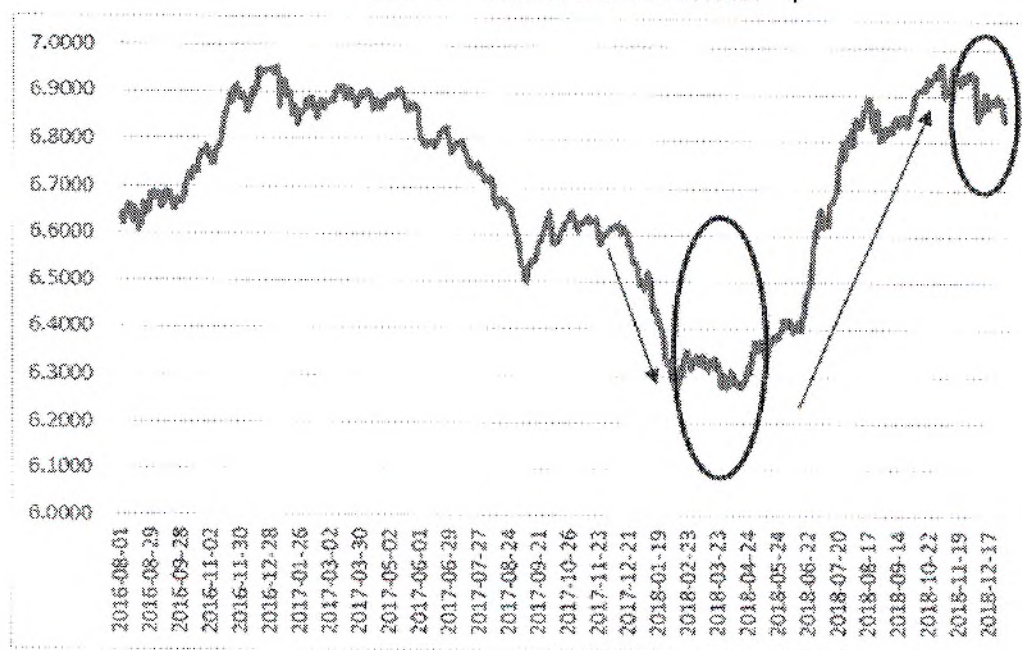
求预期减弱、中东局势对供给影响弱于预期，以及美元指数走高等因素的共同影响。由此，油价对PPI的拉动作用相应减弱，并成为11月以来PPI环比走跌、同比增速下滑速度加快的重要原因。

(7)汇率

人民币兑美元汇率振幅明显，走势一波三折。2018年初至2018年2月上旬，人民币对美元基本呈升势，美元对人民币中间价由6.50一路降至6.28，至4月末，基本围绕6.30小幅波动，整体稳定；5月至12月初，人民币对美元开启一轮较明显的贬值，美元对人民币中间价由6.36单边升至6.94，并创下2年以来的新高；随后至2018年末，人民币对美元小幅升值，美元对人民币中间价最终收于6.84。从全年走势看，人民币对美元汇率走势可谓一波三折，年内中间价最高振幅5接近11%(图1-14)。

2018年人民币对美元汇率的变动原因包括内外两方面因素，其中外因的影响更大。从外部看：一是同期美元指数变化，美元指数走势基本与人民币汇率相对应。2018年美元指数呈“前降后涨”走势，以4月末为分界点，这之前基本在90上下波动，最低时这之后一路上探，最高至97.69。美元强势带动包括人民币在内的非美元货币贬值。二是中美货币政策分化，带动两国利差收窄。美联储加息背景下，人民银行立足于国内实体经济形势并未跟随，导致中美利差收窄，从而在一定程度上压制了人民币对美元汇率。从内部看：2018年，人民币汇率的市场化决定程度进一步提高，带动人民币汇率双向浮动弹性明显增强，市场供求作用下的汇率波动实属正常现象。事实上，当前人民币兑美元汇率仅称得上是阶段性调整，如果把观察期拉长，可以发现2018年汇率并未脱离合理运行区间(图1-14)。

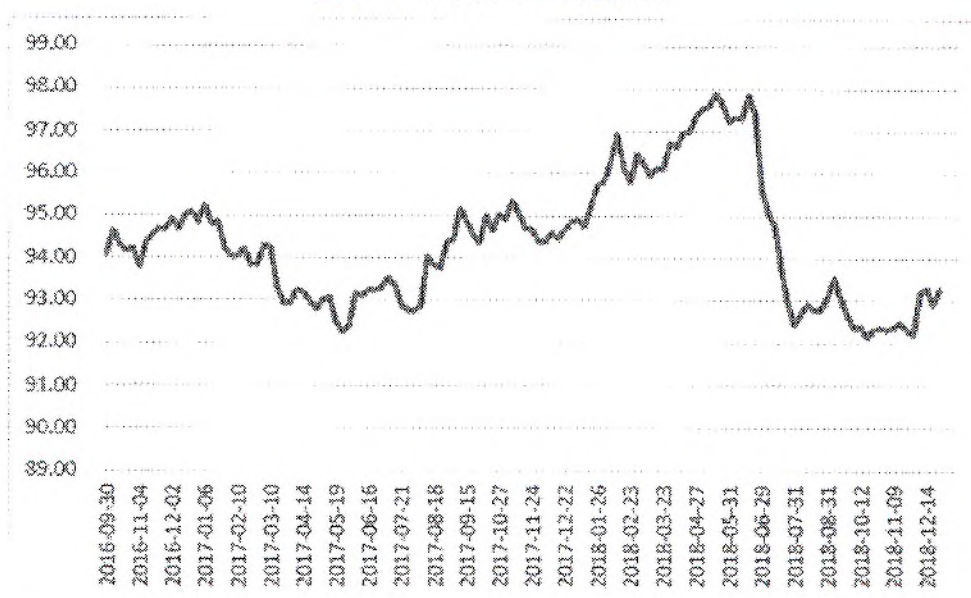
图 1-14 美元对人民币中间价走势 %



资料来源:WIND

CFETS指数先涨再跌后稳。2018年,受美元指数变动导致主要货币汇率震荡的影响,CFETS指数呈波动态势(图1-15)。以年中为分水岭:上半年表现出震荡上行走势,由年初的94.90升至6月末的97.38。主因这一阶段其他主要国家货币兑美元均有贬值,而我国经济韧性较强,基本面支撑CFETS指数企稳。下半年开始转入下跌区间,一路下探至93以下,但四季度逐渐趋稳,年末更有小幅上涨。下半年CFETS指数下行主要由两个因素导致:一是下半年主要国家的货币政策开始边际收紧,我国货币政策则稳中略松,从而不利于境外资金流入;二是中美贸易摩擦有所升温,增加了我国外贸前景的不确定性,导致人民币空头情绪有所升温。

图 1-15 人民币 CFETS 指数走势



资料来源:WIND

(8)2019中国宏观经济展望

2019年,在全球经济景气下行背景下,中美贸易摩擦走向仍存在较大不确定性,从而对消费、投资、进出口产生不同程度冲击。叠加国内劳动力下降、储蓄率走低、金融周期下行,整体经济运行将延续景气回落过程,预计GDP增速将降至6.3%,较2018年放缓0.3个百分点,但仍处中高速增长区间。

2019年,支撑经济增长的因素仍然较多。宏观政策将在稳增长方向上逐步发力,前期供给侧结构性改革的成果为逆周期调节腾出一定空间。城镇化进程每年新增1000万就业,国内消费升级带动服务需求增长较快,高端制造业还有很大发展空间。总体上看,2019年经济运行的回旋余地仍然较大,最终的结果很可能是“变中有稳”,经济增长不会出现失速风险。

需要指出的是,随着贸易摩擦对美国经济的消极影响逐步显现,预计特朗普政府回应中方理智解决问题的积极性将会增强。因此,2019年中美贸易摩擦风险整体可控,世界前两大经济体出现贸易脱钩的可能性很小。

从三驾马车来看,2019年将呈现“投资反弹、消费趋稳、净出口负向拉动加大”的特征。

投资方面,三大类固定资产投资增速将“两降一升”,整体反弹,基建补短板有望发挥托底作用。2019年经济下行压力加大,政策的逆周期调节将进一步发挥,这将对基建投资形成支撑。不过,本轮基建反弹将主要发挥“托底”作

用,而非扮演“强刺激”角色,而且严控地方债风险的政策方向不会完全转向。因此,2019年基建投资增速再现2008年及2013年高增长的可能性很小,预计将回升至10.0%左右。

制造业和房地产投资增速将有所下滑。一方面,企业利润增速回落、中美贸易摩擦不确定性冲击投资者信心等因素将导致2019年制造业投资增速放缓约3个百分点。另一方面,由于房地产市场情绪降温,加之棚改规模从580万套降至460万套左右,若房地产政策不发生明显放松的,2019年房地产投资增速将降至3.0%左右。

因此,预计2019年固定资产投资增速为8.0%左右,较2018年反弹约2个百分点,主要体现在占比约27%的基建投资增速大幅加快,而占比约三成的制造业投资增速将略有放缓,占比近17%的房地产投资增速将会有明显下降。

消费方面,个税减税效应显现,商品消费增速有望止跌回稳,继续保持在9.0%左右。2019年,商品消费的下拉因素主要包括汽车消费继续负增,特别是在上半年将较为明显;房地产市场收缩也将给建筑装潢、家具家电等产业链消费带来负面影响;2018年居民短期贷款增长迅速将对消费持续挤出;中美贸易战的不确定性也可能对消费者信心造成一定冲击。

与此同时,减税利好将增加居民可支配收入,从而有望对商品消费形成支撑。考虑到个税起点上调、税率下调及专项扣除等因素,预计2019年个税减税约4000亿,2018年社零总额约为40万亿,在边际消费倾向维持0.7的假设条件下,减税有望拉升2019年社零增速0.7个百分点。

此外,2019年消费向服务转型仍将继续,服务消费有望继续保持两位数的较快增长。近年来,伴随城镇居民恩格尔系数降至30%的分界线以下(2017年为28.6%),居民消费结构正在从商品转向服务,服务消费在整个终端消费的占比已近40%。2019年,随着服务业开放力度加大,服务质量将继续提升,消费结构转型仍将持续,预计旅游、教育、医疗和文娱等消费支出将保持较快增长势头。

外需方面,出口形势依然严峻,将是国内经济的一个主要负向拉动因素。出口方面,短期来看,受贸易战前景不明、全球供应链被迫调整、发达经济体收紧货币政策等因素影响,2019年全球经济增长动能趋弱勢头仍将延续,美、欧、日经济增速均会不同程度下滑,新兴市场波动性上升、增长势头放缓,IMF

已将2019年全球经济增长预期下调0.2个百分点至3.7%，同时强调全球经济增长的均衡性在下降，下行风险在增加。此外，中美贸易摩擦关税措施当前已覆盖2500亿美元出口商品范围，其对我国对美出口(美国市场占我国出口份额的约20%)的滞后性影响也将逐渐显露。因此，2019年我国将面临外需疲软的局面。

从中长期来看，当前我国出口占全球份额高达13%左右，增长空间较为有限。加之国内劳动力成本较快上升，未来我国消费品和投资品出口将大体与全球贸易增速持平，我国经济正逐渐告别出口拉动的时代。

物价方面，预计物价走势将呈现“CPI上行、PPI下行”的特征，整体通胀压力较为有限。其背后的关键逻辑是：2019年经济增速将进一步放缓，在总需求走弱预期下，产出缺口不支持通胀明显升温。CPI方面，预计在“猪周期”上行及服务价格走高带动下，2019年CPI全年增速将小幅升至2.5%左右，不排除个别月份突破3.0%的可能，但整体仍处于温和状态，期间走势将是“前低后高”。其中，2019年下半年猪瘟疫情对猪肉价格的推升作用或将体现，届时通胀预期有可能再度升温，其对宏观政策可能产生的制约值得关注。

PPI方面，因国内去产能和环保限产有望进一步减压，以及国际油价涨幅将明显收窄，2019年PPI累计增速可能降至1.0%。考虑到基数变化等原因，或将呈现“前低后高”走势，不排除一季度出现同比负增长的可能。不过，鉴于基建补短板提速将对钢材、水泥等基础工业品价格形成支撑，PPI全年累计增速重返负增长的可能性依然不大。最后，考虑到终端消费需求受到制约，2019年PPI向CPI的传导效应仍不会有明显体现。

汇率方面，人民币兑美元汇率贬值压力小于2018年，但仍呈区间波动的状态，且波动幅度或与2018年相近。从外部看，货币政策影响下的中美利差是人民币兑美元汇率的重要影响因素。美联储2018年12月的FOMC会议已明确，2019年加息节奏将放缓，由此，中美货币政策将逐渐结束2018年的分化态势，转为同向的“偏宽松”，故人民币贬值的外部压力会降低。但考虑到美联储刚结束加息，也会马上转为宽松，而人民银行自2018年下半年起就已明确释放出“边际宽松”信号，故人民币汇率还有波动，具体将取决于两国货币政策的互动情况。

从内部看，2018年12月的中央经济工作会议未提汇率，由此可见政策层面对人民币汇率弹性的容忍度有所提高，因此人民币贬值的内部压力有所加大。



但人民银行四季度工作例会提出“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，在利率、汇率和国际收支等之间保持平衡”，由此可见汇率仍是货币政策的关注，故人民银行在必要时仍会适度干预外汇市场。因此，2019 年人民币汇率即便有大幅波动，也是极短暂“跳水”，不会成为常态。

(五)行业情况分析

1. 铜价长期低位，全球铜精矿储量增长缓慢

铜是广泛存在于自然界的一种元素，其化学性质活跃，多与硫元素、铜元素结合而存在，是工业生产、居民生活中不可或缺的材料。铜在全球范围内的分布具有明显的不均衡性，铜矿资源在南美洲最为丰富，世界最大的两个产铜国智利和秘鲁的铜储量达全球铜储量的 40%。

目前全球探明的铜储量为 7.2 亿吨。铜储量的增长在 2001、2007 和 2009 年有三次大的跃升，2010 年以后铜储量增速一直维持在 0 上下徘徊。一般而言，铜储量增速与铜矿勘探费用有关，勘探花费越多，越有可能发现新铜矿。铜价高涨时，铜矿开采、生产更加有利可图，花费在铜矿勘探方面的费用也会越高。2008 年受全球金融危机的影响，铜价大跌，当年铜勘探费用较低，全球储量也进入负增长。2009~2010 年全球铜价恢复上涨，铜矿储量也有了较快速的生长。

2010 年以后全球铜价进入下跌行情，到了 2015 年已进入 7 年以来的最低点，资源开发企业对铜矿的兴趣减弱，对铜勘探开发的支出减少，2014 财年必和必拓公司的对铜的勘探费用减少了 14%，2015 年持续减少，故近年铜矿储量增速也一直萎靡不振。铜矿企业对铜储量勘探缺乏兴致，说明短期内铜供给很难有明显增长。

2. 全球铜矿品位下降

世界矿山老龄化的趋势越来越严重，目前全球约有一半的铜矿山的矿龄已超过 50 年，在全球最大的七个矿山中，更是有四个已经开采超过了 70 年。由于开采时间太长，矿山品位正逐年下降，而新发现的矿山品位又不佳，导致全球矿山平均品位由 1990 年的 1.6% 下滑至 1% 左右。

3. 全球铜精矿产量增速放缓

由于全球铜生产具有明显的集中性，全球铜产量受智利影响巨大，1995 年以来，全球铜产量增速与智利铜产量增速步伐基本一致。2014 年以来，全球铜

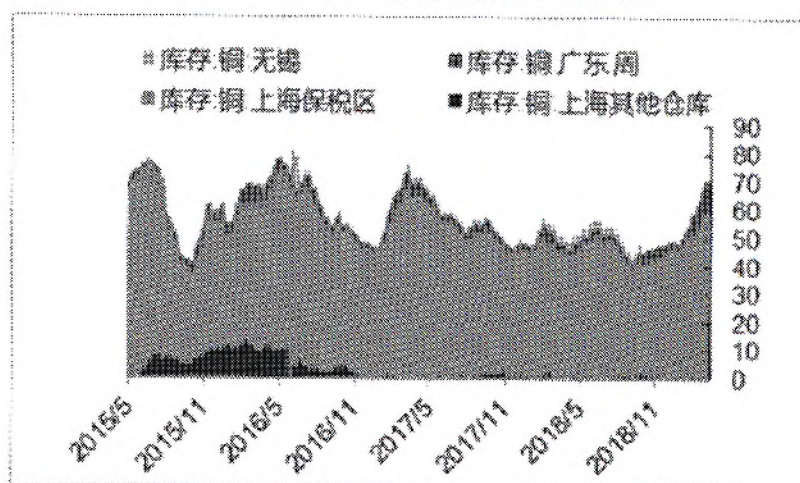
产量增长缓慢也与智利铜产量增速放缓息息相关。根据官方公布的数据,2016 年智利铜产量为 550 万吨,低于 2015 年的 580 万吨,是历年最低水平。根据数据,2016 年前 11 个月全球铜产量比上年同期增加了 7%,这是由于秘鲁 Las Bambas 铜矿投产,大大提高了全球铜精矿产能,但因为产能已释放,这种高速增长并不可持续。根据数据,2016 年全球矿山铜产量为 2066 万吨,较 2015 年增加 6.9%。

数据显示,2006 年全球产能排名前 20 的矿山产能占世界总产能的 47.6%,但到 2014 年这一比重仅为 37%,说明近年来全球铜供给越来越依赖于一些中小矿山,由于中小矿山成本较高,其供给将更为不稳定。根据推算,全球矿山平均成本分布区间在 3000-4400 美元/吨,当铜价低于 5100 美元/吨时,全球将有 10%的矿山亏损,到 2016 年年中,铜价已经低至使 20%铜矿亏损的地步。2016 年矿山减产信息频传,麦格里推算 2016 年减产的产量将达到 94 万吨。

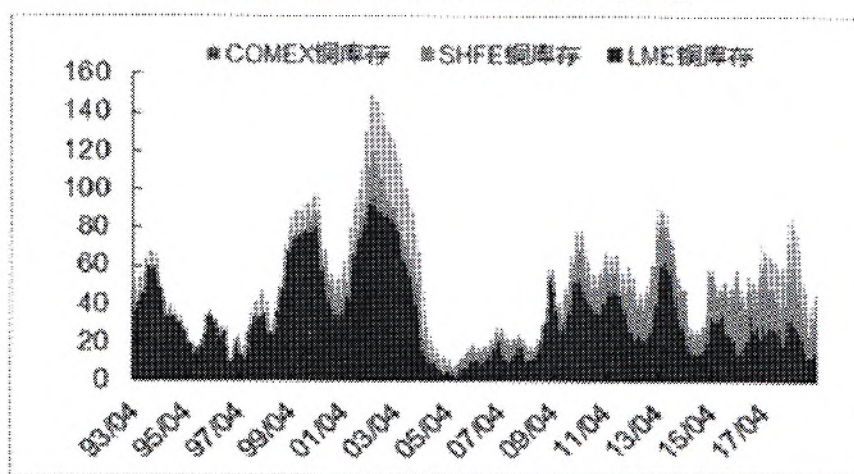
4. 库存消费比已显著下降,铜价对供需边际变化敏感性增强

2013~2014 年全球主要交易所铜库存曾一度高达 90 万吨以上,尽管各国纷纷出台刺激政策,但高库存压制下铜价并没有明显表现。2011-2014 年美国持续推出 QE2、QE3 和 OT,中国在 2012 和 2015 年底为了稳增长分别降息 2 次和 6 次,这种“宽货币”的政策在持续刺激需求端改善,经济增速相对稳定,但同市场受制于高库存的压制,铜价没有明显表现。当前铜库存已去化至历史中等水平,如果从全球交易所库存可用天数角度看,去化程度更为明显,总体已处于历史偏低水平。截至 2019 年 4 月 6 日,三大交易所铜库存总计 49 万吨,国内保税区库存总计 67 万吨,处于历史中等水平。我们加总 LME、COMEX 和上期所交易所铜库存,然后计算相对于全球铜消费量的库存可用天数,可以看出当前交易所铜库存可用天数去化程度更为明显。按此测算,2015 年至今的库存可用天数为的平均值为 7.84 天,而目前刚刚从 2019 年初 5 天左右水平恢复至 6.4 天,处于历史偏低水平。我们认为,考虑到当前铜库存水平已系统性下降,且处于历史较低水平,铜价对供需边际变化的敏感性系统性增强,再加上 2019 年铜供应趋紧,以及货币宽松和需求稳增长逐步发力,铜价中枢有望出现较强的向上支撑。

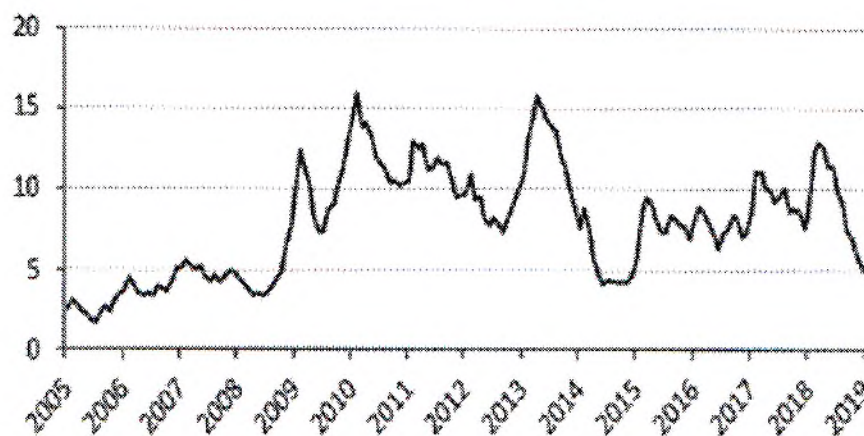
国内保税区库存处历史中等水平（万吨）



三大交易所库存处于历史中等水平（万吨）



——铜：全球主要交易所库存可用天数



2018 年以来，全球主要交易所铜库存可用天数大幅下降，目前处于历史偏低水平。当前全球处于经济共振下行期和主动去库存共振周期，在逆周期调节

因子下，后续有望呈现：中国先见顶和底，美国后见顶和底。根据我们的库存周期模型显示，今年 3-10 月份有色商品价格中枢震荡下行的趋势仍将持续，但有望在年末触底实现趋势反转，价格中枢将不断抬升。另外，根据数据运行经验：当 PPI 与产成品库存同时下行期间，会出现一次价格反弹（“价”快于“量”），出现的时间节点对应 PMI 抬升，反弹幅度在 10% 以上级别。综合考虑，Q2 经济企稳、投资改善、货币政策边际宽松环境，以及铜本身在 4-5 月份的集中采购带来的季节性旺季，我们认为铜价将开启趋势性反弹行情，价格有望达到 7000 美元/吨。

(五)企业经营情况分析

1. 云铜香港经营概况

公司经营范围主要包括以铜金属为主的原料、半成品、成品的贸易和以黄金、白银为主的贵金属贸易。同时，公司也致力于不断开发更为广泛的贸易业务。香港公司自成立以来，通过管理体系的建设和不断完善，通过经营活动的稳定运行，实现了一定的贸易规模。

云铜香港近年主要财务数据如下表：

金额单位：人民币万元			
项目	2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日
资产总额	23,496.27	14,082.07	13,783.94
固定资产总额	0.00	0.00	0.00
负债总额	11,240.91	4,213.95	2,602.22
净资产	12,255.36	9,868.12	11,181.72
项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	488,591.05	443,227.21	435,152.37
利润总额	3,512.49	1,812.13	2,783.23
净利润	4,018.98	1,661.36	2,690.47

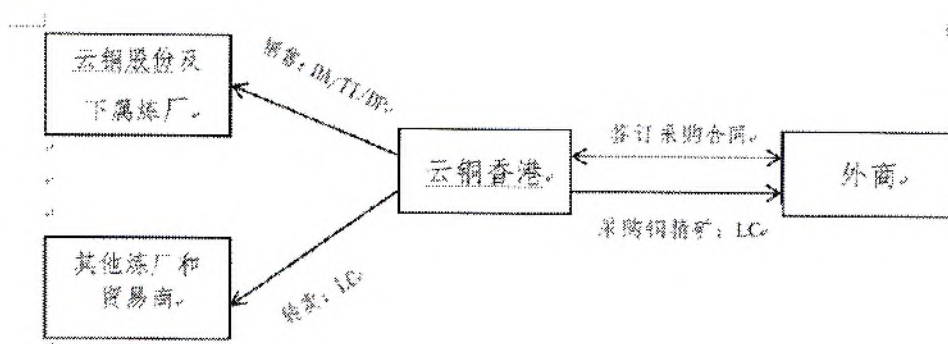
注：云铜香港2016年、2017年的财务数据已经天职香港会计师事务所审计，2018年的财务数据已经天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了天职业字[2019] 22450号无保留意见的审计报告。

2. 业务模式介绍

(1)铜精矿贸易业务

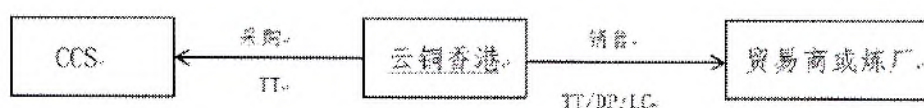
公司与境外供应商签订铜精矿采购合同，向其采购铜精矿，付款方式采用 LC；销售给云铜股份及下属炼厂、其他炼厂和贸易商，公司与云铜股份及下属炼厂通过 DA/TT/DP 等方式结算。后续根据品质交换、QP 价格确认与外商进行

最终结算。



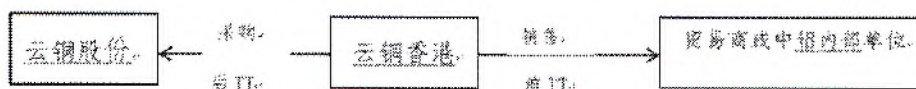
(2)粗铜及阳极铜贸易业务

谦比希铜冶炼有限公司（以下简称“CCS”）按我司和客户协商的发运计划安排粗铜或阳极铜发运至起运港，订舱，基于 CIF/FOB 等贸易术语在起运港安排货物出港，出提单后通过 TT 支付货款给 CCS，下游客户通过 TT/DP/LC 等方式支付货款给公司。粗铜业务模式为先付后收，另外，每年 1 月，根据合同约定需支付月均发货量货值一定比例的预付款（2019 年预付款比例为 95%）。



(3)出口产品

公司作为云铜股份的产品出口平台，将云铜股份的产品电铜、黄金、白银销售给贸易商及中铝内部单位。出口量取决于两市价差。结算模式均采用 TT。



3. 行业地位分析

公司的主营业务主要包括以铜金属为主的原料、半成品、成品的贸易；以黄金、白银为主的贵金属贸易。公司自成立以来，在云南铜业股份有限公司的经营战略指导下，以云南铜业股份有限公司的生产经营需求为依托，通过管理体系的建设和不断完善，通过经营活动的稳定运行，实现了一定的贸易规模。

4. 优、劣势分析

(1)优势分析

①委估企业主要进行外贸代理业务，经过多年的发展，具备一定的客户优势；

②委估企业主要供应商为云南铜业股份有限公司,由于云铜股份具备雄厚的资金实力,故公司的代理业务也相对较为稳定;

③委估企业人员较少,无历史包袱;

④委估企业目前无银行贷款,财务状况稳健。

(2)劣势分析:

①委估企业规模较小,在竞争中处于不利地位;

②委估企业人员较少,专业人才略显不足。

5. 企业未来发展战略及经营策略

依托云铜股份强大的资金和资源实力,履行服务整体的职能,同时不断推进自身健康发展,旨在将公司打造成母公司在海外的贸易平台和融资平台,从而能够更好地促进中国铜业的发展。

(六)评估计算及分析过程

1. 收益模型的选取

企业价值评估中的收益法,是指通过将被评估单位预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估思路。

本次评估以企业审计后的报表为基础,采用现金流折现的方法计算企业价值。首先运用企业折现现金流量模型计算企业整体收益折现值,加上非经营性资产的价值,减去非经营性负债,得出被评估企业股权价值。

具体计算公式为:

$$P = P' + A' - D' - D$$
$$P' = \sum_{i=0.5}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n}{r(1+r)^n}$$

式中: P —被评估单位股权评估价值

P' —经营性股权评估价值(按合并口径)

D —有息负债评估价值

A' —非经营性资产评估价值

D' —非经营性负债评估价值

R_i —未来第 i 个收益期的预期收益额(企业自由现金流)

i : 收益年期, $i=1, 2, 3 \dots n$

r : 折现率

2. 收益年限的确定



由于企业近期的收益可以相对合理地预测，而远期收益预测的合理性相对较差，按照通常惯例，评估人员将企业的收益期划分为预测期和预测期后两个阶段。评估人员经过综合分析，预计被评估单位于 2023 年达到稳定经营状态，故预测期截止到 2023 年底，2024 年开始为稳定经营阶段，假设收益年限为无限期。并将预测期分二个阶段，第一阶段为 2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日；第二阶段为 2024 年 1 月 1 日直至永续。

3. 未来收益的确定

基于评估对象的业务特点和运营模式，评估人员通过预测企业的未来年度营业收入、成本、期间费用、所得税等变量确定企业未来的净利润，并根据企业未来的发展计划、资产购置计划和资金管理计划，预测相应的资本性支出、营业资金变动等情况后，最终确定企业自由现金流。

本次评估的预测数据由云铜香港提供，评估人员对其提供的预测进行了独立、客观分析。分析工作包括充分理解编制预测的依据及其说明，分析预测的支持证据、预测的基本假设、预测选用的会计政策以及预测数据的计算方法等。

(1)营业收入的预测

根据云铜香港提供的财务相关资料及经营范围显示，公司营业收入主要为主营业务收入，为以铜、黄金、白银为主的金属贸易收入。历史收入情况如下：

序号	产品名称	计量单位	历史期销售收入		
			2016 年	2017 年	2018 年
1	电解铜	万元	122,908.09	119,186.93	119,182.21
	单价（元/吨）		32,491.42	42,166.48	43,696.02
	数量（吨）		37,827.86	28,265.80	27,275.30
2	白银	万元	46,291.72	46,812.23	41,727.76
	单价（元/公斤）		3,700.29	3,668.71	3,314.60
	数量（公斤）		125,102.96	127,598.61	125,890.79
3	黄金	万元	98,669.72	44,001.35	20,654.47
	单价（元）		279,292.93	271,211.50	275,385.64
	数量（公斤）		3,532.84	1,622.40	750.02
4	粗铜含铜	万元	218,914.25	220,183.99	194,073.69
	单价（元/吨）		30,455.58	41,128.58	42,433.38
	数量（吨）		71,879.85	53,535.52	45,736.09
5	粗铜含金	万元	3,804.51	1,163.59	1,700.36
	单价（元/公斤）		247,078.37	242,818.46	230,121.06
	数量（公斤）		153.98	47.92	73.89
6	粗铜含银	万元	909.23	548.43	456.08
	单价（元/公斤）		3,355.04	3,149.15	3,359.90
	数量（公斤）		2,710.03	1,741.53	1,357.42
7	阳极铜含铜	万元	0.00	0.00	56,576.51
	单价（元/吨）				39,843.40

序号	产品名称	计量单位	历史期销售收入		
			2016 年	2017 年	2018 年
	数量 (吨)				14,199.72
8	阳极铜含金	万元	0.00	0.00	619.65
	单价 (元/公斤)				231,558.21
	数量 (公斤)				26.76
9	阳极铜含银	万元	0.00	0.00	161.64
	单价 (元/公斤)				2,704.34
	数量 (公斤)				597.91
10	铜精矿含铜	万元	-2,469.55	11,106.12	0.00
	单价 (元/吨)		862,876.77	42,529.54	
	数量 (吨)		-28.62	2,611.39	
11	铜精矿含金	万元	-19.28	0.00	0.00
	单价 (元/公斤)		1,190.39		
	数量 (公斤)		-162.00		
12	铜精矿含银	万元	-417.64	224.56	0.00
	单价 (元/公斤)		6,519.97	3,591.70	
	数量 (公斤)		-640.49	624.89	
	合计	万元	488,591.05	443,227.21	435,152.37

云铜香港主要是通过为云铜股份代理销售海外贸易平台,从企业历年的收入发展情况看,历史年度企业收入趋于平稳。

评估人员根据云铜香港对企业的规划,假定维持现有的经营业务范围不变,对主要营业收入预测考虑如下:

对于产品销售收入,评估人员主要结合企业目前执行的订单以及以及未来年度的企业业务规划,参考历史年度的收入情况,企业实际产品销售能力及客户范围等,综合预测未来年度的产品销售收入。

具体预测详见附表一《云铜香港未来年度营业收入预测表》。

(2)营业成本的预测

云铜香港的营业成本为铜、黄金、白银为主的金属产品采购成本。营业成本历史发生情况如下:

序号	产品名称	计量单位	历史期销售成本		
			2016 年	2017 年	2018 年
1	电解铜	万元	122,908.09	119,219.58	119,243.52
	单价 (元/吨)		32,491.42	42,178.03	43,718.50
	数量 (吨)		37,827.86	28,265.80	27,275.30
2	白银	万元	46,129.46	46,646.10	41,567.12
	单价 (元/公斤)		3,687.32	3,655.69	3,301.84
	数量 (公斤)		125,102.96	127,598.61	125,890.79
3	黄金	万元	98,628.23	43,975.73	20,640.72
	单价 (元)		279,175.47	271,053.55	275,202.30
	数量 (公斤)		3,532.84	1,622.40	750.02
4	粗铜含铜	万元	212,366.64	212,503.04	187,066.42

序号	产品名称	计量单位	历史期销售成本		
			2016 年	2017 年	2018 年
	单价 (元/吨)		29,544.67	39,693.84	40,901.27
	数量 (吨)		71,879.85	53,535.52	45,736.09
5	粗铜含金	万元	3,758.05	1,189.56	1,833.20
	单价 (元/公斤)		244,061.03	248,239.68	248,098.26
	数量 (公斤)		153.98	47.92	73.89
6	粗铜含银	万元	876.64	563.01	383.14
	单价 (元/公斤)		3,234.79	3,232.85	2,822.56
	数量 (公斤)		2,710.03	1,741.53	1,357.42
7	阳极铜含铜	万元	-	-	54,352.10
	单价 (元/吨)				38,276.88
	数量 (吨)				14,199.72
8	阳极铜含金	万元	-	-	589.20
	单价 (元/公斤)				220,179.89
	数量 (公斤)				26.76
9	阳极铜含银	万元	-	-	154.72
	单价 (元/公斤)				2,588.17
	数量 (公斤)				597.91
10	铜精矿含铜	万元	-2,351.38	11,106.12	-
	单价 (元/吨)		821,587.29	42,529.54	
	数量 (吨)		-28.62	2,611.39	
11	铜精矿含金	万元	31.27	-	-
	单价 (元/公斤)		-1,930.28		
	数量 (公斤)		-162.00		
12	铜精矿含银	万元	-267.00	224.53	-
	单价 (元/公斤)		4,168.20	3,591.70	
	数量 (公斤)		-640.49	624.89	
	合计	万元	482,080.00	435,427.67	425,830.14

对未来年度营业成本的预测,综合考虑企业历史年度经营状况以及未来年度采购计划,预测未来年度的营业成本。

上述成本的具体预测详见附表二《云铜香港未来年度营业成本预测表》。

(4)期间费用的预测

①管理费用

管理费用主要为咨询服务费、差旅费、业务招待费其他。

对咨询服务费、差旅费、业务招待费等费用的预测,根据企业未来年度的各项费用计划,参考历史年度各项费用情况及未来年度物价上涨等因素,预测了未来年度的各项费用。

②财务费用

因粗铜业务的操作模式为先付后收,且每年年初需支付给上游供应商一定比例的预付款,年底退回或抵款,造成资金缺口。因此从 2019 年起,根据补充粗铜业务的资金缺口的需求,需进行一定比例的融资借款。

财务费用中主要为云铜香港有限公司根据采购计划产生的融资借款利息支出，以及利息收入、汇兑损益、其他手续费等。

对于利息支出，根据企业未来年度借款计划，结合银行借款利率，综合预测未来年度的利息支出。

对于利息收入、汇兑损益和其他财务费用，由于具有偶然性，未来年度不再进行预测。

③销售费用

对销售费用中的运输费和保险费的预测，根据企业未来年度的各项费用计划，参考历史年度各项费用情况及未来年度物价上涨等因素，预测了未来年度的各项费用。

未来年度的期间费用预测数据详见附表三《云铜香港未来年度期间费用预测表》。

(5)营业外收支的预测

营业外收支由于发生具有偶然性，对营业外收入和营业外支出，不再进行预测。

(6)所得税及税后净利润的预测

根据上述一系列的预测，可以得出公司未来年度的利润总额，按照香港公司 200 万港币以内的利得税税率为 8.25%，其余利得税税率为 16.50%，对未来各年的所得税和净利润予以估算。在对未来年度所得税进行预测时，鉴于纳税调整事项的不确定性，故未考虑纳税调整事项的影响。

具体预测详见附表四《云铜香港未来年度净利润预测表》。

(7)资本性支出预测

根据企业业务特点，业务经营过程中不需要添置固定资产或无形资产，故未来年度企业无固定资产、无形资产支出计划，本次评估不考虑未来年度资本性支出情况。

(8)营运资金追加预测

为保证业务的持续发展，在未来期间，企业需追加营运资金，影响营运资金的因素主要包括营运货币资金、经营性应收项目和经营性应付项目的增减等。

对营运货币资金，结合企业实际情况，主要以企业一周的付现成本，作为企业营运货币资金，结合未来年度预测的各项付现成本和费用等，预测了未来

年度的营运货币资金。通过各年度的余额变化确定未来现金增减情况。

在考虑应收款项未来年度规模时，应收账款与未来年度主营业务收入紧密相关，故参考历史年度各应收款项占主营业务收入的比重，根据预测的主营业务收入确定未来年度的应收账款；对经营性其他应付款，假设未来年度保持余额不变。

具体预测详见附表五《云铜香港未来年度营运资金追加预测表》。

(9)企业自由现金流的预测

根据上述相关预测，以及企业自由现金流公式：

企业自由现金流=税后净利润+折旧与摊销-资本性支出-营运资金追加额+净利息

计算得出企业自由现金流，详见附表六《云铜香港未来年度企业自由现金流预测表》。

(10)折现率的确定

折现率是将未来有期限的预期收益折算成现值的比率，是一种特定条件下的收益率，说明资产取得该项收益的收益率水平。本次评估选取的收益额口径为企业自由现金流量，相对应的折现率口径应为加权平均投资回收率，在实际确定折现率时，分析人员采用了通常所用的 WACC 模型，并通过被评估企业的实际情况和相应指标进行对比分析确定折现率数值。

①加权平均资本成本模型

与企业自由现金流量的收益额口径相对应，采用加权平均资本成本(WACC)作为折现率，具体计算公式如下：

$$WACC=K_e \times E/(E+D)+K_d \times D/(E+D)$$

$$K_e=R_f+\beta \times (R_m-R_f)+R_c$$

其中：K_e：股权资本成本

K_d：税后债务成本

R_f：无风险报酬率

R_m-R_f：市场风险溢价

R_c：个别调整系数

β：被评估企业的风险系数

E：股权资本的市场价值



D: 有息债务的市场价值

②计算过程

I. 股权资本成本(K_e)的确定

a. 无风险报酬率的确定

本次无风险报酬率取距评估基准日最近的 10 年期政府债券到期收益率(复利)(取自彭博数据终端), 即 $R_f=3.31\%$ 。

b. 市场风险溢价

市场风险溢价(Equity Risk Premiums, ERP)反映的是投资者因投资于风险相对较高的资本市场而相对于风险较低的债券市场所要求的风险补偿。参照成熟市场的方法确定市场风险溢价更为合适。

在此, 我们选用美国著名金融学家 Aswath Damodaran 的调整方法来衡量香港市场风险溢价水平, 其基本公式为:

ERP=成熟股票市场的股票风险溢价+国家风险溢价补偿

=成熟股票市场的股票风险溢价+国家违约风险利差 $\times$ (σ 股票/ σ 国债)

成熟股票市场的股票风险溢价, 取美国股票与国债的算术平均收益差。根据 Damodaran 最新发布数据, 1928 年至 2017 年资本市场数据, 基于长期国债的股票风险补偿为 6.38%。

国家风险溢价补偿, 按照 2017 年穆迪投资者服务公司评级显示, 中国政府债券评级为 A1, 并维持正面展望, 转换成国家违约风险利差为 0.72%, 同时以全球平均的股票市场相对于债券的收益率标准差的平均值 1.12 来计算, 风险溢价为 $0.72\% \times 1.12 = 0.81\%$ 。

由此计算, 中国市场风险溢价为 $6.38\% + 0.81\% = 7.19\%$ 。

c. 贝塔(Beta)系数

本次评估中, 我们选取了远大控股、五矿发展和苏美达三家国内从事金属贸易的上市公司作为参照公司, 通过同花顺数据终端查询出评估基准日前 100 周相对沪深两市的已调整的剔除财务杠杆后的 β 系数(β_U), 以各参照公司无财务杠杆 β_U 的平均值作为被评估企业的 β_U , 进而根据参照公司资本结构计算出被评估企业含财务杠杆的 β_L , 根据计算, $\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - T) \times D/E] = 0.6588$ 。

无财务杠杆 beta 的确定

序号	参考公司	股票代码	无财务杠杆 beta
1	远大控股	000626.SZ	0.8015
2	五矿发展	600058.SH	0.6868
3	苏美达	600710.SH	0.4880
平均值			0.6588

d. 资本结构

本次评估中，依据可比公司平均 D/E 做为被评估企业的 D/E 为 115.97%。

e. 个别调整系数

本次评估中，根据上海邦欣企业管理咨询有限公司的业务规模、经营形式等，个别调整系数定义为 3 %。

f. 计算结果

综合上述的计算步骤，对于股权资本成本推算如下：

折现率的确定	
项目	以后年度
无风险报酬率 R_f	3.310%
无财务杠杆 beta	0.6588
资本结构 D/E	115.97%
被评估企业 beta	0.6588
风险溢价 ERP	7.19%
个别调整系数 R_c	3.00%
股权资本成本 $K_e = E(R) = R_f + \beta(R_m - R_f) + R_c$	14.89%

II. 税后债务成本的确定

在评估基准日，债务成本中国人民银行公布的五年以上贷款利率4.9%确定，企业所得税率为30%，即税后债务成本为3.43%。

III. 加权平均资本成本WACC的确定

按照上述计算过程和公式，WACC计算如下：

参数名称	以后年度
K_e	14.89%
$W_e = E/(E+D)$	46.30%
K_d	3.43%
$W_d = D/(E+D)$	53.70%
WACC	8.74%

如上表，以后年度 WACC=8.74%。

(11)收益法评估结果

根据上述对云铜香港企业自由现金流的预测及折现率，确定未来年度的 FCFF 折现值，详见附表六《云铜香港未来年度企业自由现金流预测表》。

①溢余资产、非经营性资产及非经营性负债内容和金额的确定

经营性资产主要指企业因盈利目的而持有、且实际也具有盈利能力的资产；对企业盈利能力的形成没有做出贡献，甚至削弱了企业的盈利能力的资产属于非经营性资产。溢余资产可以理解为企业持续运营中并不必需的资产，如多余现金、与预测收益现金流不直接相关的其他资产。

根据上述定义，经评估人员调查分析，被评估企业除与经营有关的各类资产外，尚存在非经营性资产、负债如下：

云铜香港有限公司非经营性资产和负债情况

金额单位：人民币万元

资产类型	所属科目	具体内容	账面价值	评估价值
溢余货币资金	银行存款		2,936.01	2,936.01
非经营性资产	其他流动资产	预缴所得税	41.45	41.45
非经营性资产合计			41.45	41.45
非经营性负债	其他应付款	审计费	10.00	10.00
非经营性负债合计			10.00	10.00

除上表中所列项外，不存在其他非经营性资产和非经营性负债。

②有息负债

在评估基准日，企业无有息负债。

根据上述评估工作，在评估基准日2018年12月31日云铜香港股东全部权益的评估价值=企业整体收益折现值+溢余资产+非经营性资产-非经营性负债-有息负债

$$= 10,197.78 + 2,936.01 + 41.45 - 10.00 - 0.00$$

$$= 13,165.24 \text{ 万元}$$

综上，云铜香港股东全部权益的评估价值为 13,165.24 万元，较股东全部权益账面价值 11,181.72 万元，评估增值 1,983.52 万元，增值率为 17.74%。

测算表格：
 附表一

云铜香港未来年度营业收入预测表

金额单位：人民币万元

序号	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年-稳定期
1	电解铜	182,637.91	175,029.04	175,029.04	196,907.67	218,786.30	218,786.30
	单价 (元/吨)	42,672.41	43,757.26	43,757.26	43,757.26	43,757.26	43,757.26
	数量 (吨)	42,800.00	40,000.00	40,000.00	45,000.00	50,000.00	50,000.00
2	白银	31,471.60	37,524.96	37,524.96	39,088.50	40,652.04	40,652.04
	单价 (元/公斤)	3,147.16	3,127.08	3,127.08	3,127.08	3,127.08	3,127.08
	数量 (公斤)	100,000.00	120,000.00	120,000.00	125,000.00	130,000.00	130,000.00
3	黄金	8,250.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	单价 (元)	275,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	数量 (公斤)	300.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
4	粗铜含铜	135,186.19	101,029.35	121,235.22	121,235.22	161,646.96	161,646.96
	单价 (元/吨)	42,672.41	40,411.74	40,411.74	40,411.74	40,411.74	40,411.74
	数量 (吨)	31,680.00	25,000.00	30,000.00	30,000.00	40,000.00	40,000.00
5	粗铜含金	1,760.00	1,246.60	1,495.92	1,495.92	1,994.56	1,994.56
	单价 (元/公斤)	275,000.00	249,320.00	249,320.00	249,320.00	249,320.00	249,320.00
	数量 (公斤)	64.00	50.00	60.00	60.00	80.00	80.00
6	粗铜含银	503.55	382.41	458.89	458.89	611.85	611.85
	单价 (元/公斤)	3,147.16	3,059.25	3,059.25	3,059.25	3,059.25	3,059.25
	数量 (公斤)	1,600.00	1,250.00	1,500.00	1,500.00	2,000.00	2,000.00
7	阳极铜含铜	152,084.47	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	单价 (元/吨)	42,672.41	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	数量 (吨)	35,640.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

附表一

云铜香港未来年度营业收入预测表

金额单位：人民币万元

序号	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年-稳定期
8	阳极铜含金	1,980.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	单价（元/公斤）	275,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	数量（公斤）	72.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
9	阳极铜含银	566.49	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	单价（元/公斤）	3,147.16	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	数量（公斤）	1,800.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一	营业收入合计	514,440.21	315,212.36	335,744.03	359,186.20	423,691.71	423,691.71

附表二

云铜香港未来年度营业成本预测表

金额单位：人民币万元

序号	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年-稳定期
1	电解铜	182,637.91	175,029.04	175,029.04	196,907.67	218,786.30	218,786.30
	单价 (元/吨)	42,672.41	43,757.26	43,757.26	43,757.26	43,757.26	43,757.26
	数量 (吨)	42,800.00	40,000.00	40,000.00	45,000.00	50,000.00	50,000.00
2	白银	31,471.60	37,524.96	37,524.96	39,088.50	40,652.04	40,652.04
	单价 (元/公斤)	3,147.16	3,127.08	3,127.08	3,127.08	3,127.08	3,127.08
	数量 (公斤)	100,000.00	120,000.00	120,000.00	125,000.00	130,000.00	130,000.00
3	黄金	8,250.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	单价 (元)	275,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	数量 (公斤)	300.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
4	粗铜含铜	130,176.26	97,301.05	116,761.26	116,761.26	155,681.68	155,681.68
	单价 (元/吨)	41,090.99	38,920.42	38,920.42	38,920.42	38,920.42	38,920.42
	数量 (吨)	31,680.00	25,000.00	30,000.00	30,000.00	40,000.00	40,000.00
5	粗铜含金	1,760.00	1,246.60	1,495.92	1,495.92	1,994.56	1,994.56
	单价 (元/公斤)	275,000.00	249,320.00	249,320.00	249,320.00	249,320.00	249,320.00
	数量 (公斤)	64.00	50.00	60.00	60.00	80.00	80.00
6	粗铜含银	503.55	382.41	458.89	458.89	611.85	611.85
	单价 (元/公斤)	3,147.16	3,059.25	3,059.25	3,059.25	3,059.25	3,059.25
	数量 (公斤)	1,600.00	1,250.00	1,500.00	1,500.00	2,000.00	2,000.00
7	阳极铜含铜	147,515.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	单价 (元/吨)	41,390.36	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	数量 (吨)	35,640.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

附表二

云铜香港未来年度营业成本预测表

金额单位：人民币万元

序号	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年-稳定期
8	阳极铜含金	1,980.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	单价 (元/公斤)	275,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	数量 (公斤)	72.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
9	阳极铜含银	566.49	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	单价 (元/公斤)	3,147.16	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	数量 (公斤)	1,800.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
—	营业成本合计	504,861.05	311,484.06	331,270.07	354,712.24	417,726.43	417,726.43

附表三

云铜香港未来年度期间费用预测表

金额单位：人民币万元

序号	项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年-稳定期
1	差旅费	10.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
2	聘请中介机构费	75.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
3	业务招待费	8.00	12.00	13.00	13.00	13.00	13.00
一	管理费用合计	93.00	122.00	123.00	123.00	123.00	123.00
1	利息支出	971.03	169.87	203.84	203.84	301.61	301.61
2	其他-银行手续费	50.00	50.00	38.00	38.00	50.00	50.00
二	财务费用合计	1,021.03	219.87	241.84	241.84	351.61	351.61
1	运输费	7,241.05	2,833.86	3,457.31	3,526.46	4,772.47	4,772.47
2	保险费	176.70	69.16	84.37	86.06	116.46	116.46
二	销售费用合计	7,417.76	2,903.02	3,541.68	3,612.52	4,888.94	4,888.94

附表四

云铜香港未来年度净利润预测表

金额单位：人民币万元

序号	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年-稳定期
1	营业收入	514,440.21	315,212.36	335,744.03	359,186.20	423,691.71	423,691.71
2	营业成本	504,861.05	311,484.06	331,270.07	354,712.24	417,726.43	417,726.43
3	管理费用	93.00	122.00	123.00	123.00	123.00	123.00
4	销售费用	7,417.76	2,903.02	3,541.68	3,612.52	4,888.94	4,888.94
5	财务费用	1,021.03	219.87	241.84	241.84	351.61	351.61
6	利润总额	1,047.38	483.41	567.44	496.60	601.73	601.73
7	所得税	158.36	65.31	79.17	67.48	84.83	84.83
8	净利润	889.02	418.11	488.27	429.12	516.91	516.91

附表六

云铜香港未来年度营运资金追加预测表

金额单位：人民币万元

序号	项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年-稳定期
1	营运货币资金	8,738.87	10,368.64	6,432.67	6,831.89	7,318.55	8,605.11	8,605.11
	应收账款	2,067.61	3,355.20	2,055.83	2,189.74	2,342.63	2,763.34	2,763.34
	其他流动资产	41.45	41.45	41.45	41.45	41.45	41.45	41.45
	流动资产	10,847.93	13,765.29	8,529.95	9,063.07	9,702.63	11,409.90	11,409.90
	应付账款	2,484.44	3,912.45	2,413.86	2,567.20	2,748.86	3,237.20	3,237.20
	其他应付款(经营性)	117.78	117.78	117.78	117.78	117.78	117.78	117.78
	流动负债	2,602.22	4,030.23	2,531.64	2,684.98	2,866.64	3,354.98	3,354.98
	营运资金	8,245.71	9,735.06	5,998.31	6,378.10	6,835.98	8,054.92	8,054.92
	营运资金追加		1,489.35	-3,736.75	379.79	457.88	1,218.94	-

附表七

云铜香港未来年度企业自由现金流预测表

金额单位：人民币万元

序号	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年-稳定期
1	净利润	889.02	418.11	488.27	429.12	516.91	516.91
2	加：净利息	866.65	190.16	208.10	208.98	302.04	302.04
3	加：折旧摊销	-	-	-	-	-	-
4	减：资本性支出						-
5	减：营运资金的追加	1,489.35	-3,736.75	379.79	457.88	1,218.94	-
6	FCFF	266.32	4,345.02	316.58	180.21	-400.00	818.95
7	折现率	8.74%	8.74%	8.74%	8.74%	8.74%	8.74%
8	折现期	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	
9	折现系数	0.92	0.85	0.78	0.72	0.66	7.53
10	各期折现值	244.92	3,674.83	246.23	128.91	-263.13	6,166.01
11	折现值合计	10,197.78					
12	减：有息负债	-					
13	加：溢余资金	2,936.01					
14	加：非经营性资产	41.45					
15	减：非经营性负债	10.00					
16	企业股东全部权益价值	13,165.24					

五、评估结论及分析

(一)资产基础法评估结果

在评估基准日 2018 年 12 月 31 日,云铜香港的总资产账面价值为 13,783.94 万元,总负债账面价值为 2,602.22 万元,净资产账面价值为 11,181.72 万元;评估后,总资产为 13,783.94 万元,总负债为 2,602.22 万元,净资产为 11,181.72 万元。详见下表:

资 产 评 估 结 果 汇 总 表

评估基准日: 2018 年 12 月 31 日

被评估单位: 云铜香港有限公司

金额单位: 人民币万元

项 目	账面价值	评估价值	增减值	增值率
	A	B	C=B-A	D=C/A×100%
1 流动资产	13,783.94	13,783.94	0.00	0.00%
2 资产总计	13,783.94	13,783.94	0.00	0.00%
3 流动负债	2,602.22	2,602.22	0.00	0.00%
4 负债总计	2,602.22	2,602.22	0.00	0.00%
5 净资产(所有者权益)	11,181.72	11,181.72	0.00	0.00%

(二)收益法评估结果

在评估基准日 2018 年 12 月 31 日,云铜香港股东全部权益的评估价值为 13,165.24 万元,较股东全部权益账面价值 11,181.72 万元,评估增值 1,983.52 万元,增值率为 17.74%。

(三)股东全部权益的两种评估结果的差异如下表所示:

金额单位: 人民币万元

评估方法	账面值	评估值	增值额	增值率
收益法	11,181.72	13,165.24	1,983.52	17.74%
资产基础法		11,181.72	0.00	0.00%
方法差异		1,983.52		

(四)评估结论

资产基础法评估是以资产的重置成本为价值标准,反映的是资产投入(购建成本)所耗费的社会必要劳动,这种购建成本通常将随着国民经济的变化而变化。资产基础法是立足于资产重置的角度,通过评估各单项资产价值并考虑有关负债情况,来评估企业价值。

收益法评估是以资产的预期收益为价值标准,反映的是资产的经营能力(综合获利能力)的大小,这种获利能力通常将受到宏观经济、政府控制以及资

产的有效使用等多种条件的影响。收益法是立足于判断资产获利能力的角度，将被评估企业预期收益资本化或折现，来评估企业价值。

从本次评估的具体情况来看，资产基础法评估结果反映的是企业现时重置价值；收益法是考虑未来企业的预期发展，预计企业未来长期经营过程中产生的收益，反映出企业继续经营状态下的评估价值。

两种方法评估下的结果差异较小，但考虑到云铜香港的主营业务主要包括以铜金属为主的原料、半成品、成品的贸易和以黄金、白银为主的贵金属贸易，公司的主要供应商为云南铜业股份有限公司，较为单一，未来收益受母公司经营战略调整等的影响较大，不确定性较高。另外从历史数据看，市场铜价波动较大，未来收入预测存在较大的不确定性。

基于上述因素，本次评估采用资产基础法评估结果作为最终评估结论。评估结论为：在评估基准日2018年12月31日，云南铜业股份有限公司拟以其持有的云铜香港有限公司100%股权注资中铜国际贸易集团有限公司所涉及的云铜香港有限公司股东全部权益评估值为11,181.72万元(人民币大写为：壹亿壹仟壹佰捌拾壹万柒仟贰佰元整，精确到佰位)，较股东全部权益账面价值11,181.72万元，评估增值0万元，增值率为0。

本评估结论的使用有效期为一年，自评估基准日 2018 年 12 月 31 日起，至 2019 年 12 月 30 日止。

