

关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书 121835 号》
资产评估相关问题的答复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2012 年 11 月 2 日[121835]号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的要求，中联评估技术支持中心组织评估项目组对贵会反馈意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本答复。现将具体情况汇报如下：

一、请申请人及评估机构补充披露采用两种方法对盛和稀土评估结果差异巨大的原因及合理性。

答复：

1、两种评估结果存在较大差异的原因

本次评估采用收益法得出的股东全部权益价值为 220,035.79 万元，较资产基础法测算得出的 66,142.21 万元高 153,893.58 万元，两种评估方法得出的评估结果存在较大差异的原因主要是：

①资产基础法是以资产的成本重置为价值标准，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；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（获利能力）的大小，这种获利能力通常受



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。

②盛和稀土作为稀土冶炼分离加工企业,由于其工艺技术的特点,其所需要的固定资产投资相对较少,最近几年,评估对象的固定资产规模在净资产中的比重处于较低水平,其生产经营具有轻实物资产、重生产工艺的特点,相比资产基础法,收益法能够更加有效地体现盛和稀土股东全部权益的市场价值。

2、两种评估结果存在较大差异的合理性分析:

①收益法更能体现评估对象成熟、先进的生产工艺技术价值

盛和稀土针对四川氟碳铈稀土矿的独有特点,率先研发、采用盐酸法进行稀土冶炼生产,经过多年不断试用并得以完善和成熟,公司还在盐酸法基础上,成功研发运用了“少铈氯化稀土、氟化铈一步生产法”、“一步法生产少铈氯化稀土”、等一系列先进生产工艺,形成了四川稀土矿完整、独特的冶炼生产工艺。特别是“少铈氯化稀土、氟化铈一步生产法”于2012年2月29日获得国家发明专利,2012年10月26日获得四川省科学技术进步一等奖。

盛和稀土的盐酸法生产工艺与其他稀土冶炼工艺相比,具有以下明显的技术优势:(1)缩短了冶炼分离工艺流程,减少了加工设备及硫酸、硫酸钠等生产辅料,有效的降低了生产成本;(2)降低了氢氧化钠及生产用水、电、汽的用量及排放,具有明显的节能环保效果;(3)提高了矿产品的综合利用率,充分提取矿产中的有用成分,利用

生产过程中产生的废渣、废液等，获得多种价值的工业产品；（4）稀土综合回收率达到 95%以上。

较之稀土冶炼分离生产线规模，成熟、先进的冶炼分离工艺对盛和稀土的原料投放及产品产出的影响更为直接、重要，盛和稀土的生产工艺具有明显的低投入高产出的高附加值特点。相比资产基础法而言，收益法能够更加充分地反映评估对象所掌握并正在生产中应用的成熟工艺对其企业价值的贡献。

②收益法能有效体现评估对象的行业地位、客户渠道等非账面价值

盛和稀土在稀土冶炼分离领域具有较高的行业地位，目前在四川省稀土冶炼分离领域占据较大的市场份额，公司现有年处理稀土精矿 5,460 吨（折氧化物）的能力，连续四年在四川省经信委会下达的稀土冶炼分离生产指标中排名第一。盛和稀土连续五年成为四川省唯一一家获得商务部出口配额资质认证的稀土冶炼分离企业，其出口配额数量稳居行业前列。经过十多年的经营管理，盛和稀土已经建立了健全的销售渠道，与美国巴斯夫公司、美国雅保公司、日本昭光通商、日本住友等国际知名企业建立了长期稳定的合作伙伴关系。随着稀土行业相关政策对行业规范性要求的进一步提高，行业壁垒在政策导向下进一步提高，盛和稀土的经营优势将更加明显。

综上所述，相比资产基础法而言，收益法从未来收益的角度测算，

是对盛和稀土整体价值的全面量化，充分反映了盛和稀土的生产技术优势、行业地位优势等核心竞争力因素对其市场价值的影响。

二、请申请人及评估机构补充披露 2012 年-2016 年预测盛和稀土营业收入、产品价格的测算依据。并披露 2013 年预期营业收入大幅下降的原因及近几年盛和稀土业绩大幅波动的原因。

答复：

(1) 2012 年-2016 年预测盛和稀土营业收入、产品价格的测算依据

营业收入为各产品销售价格与销量之间的乘积，即营业收入= Σ (某产品价格*销量)，下面分别对盛和稀土 2012 年-2016 年稀土产品的销售价格及销量预测依据进行说明。

评估中主要综合考虑企业基准日前后的产品市场价格及变化趋势来预测未来价格。本次评估，考虑到稀土行业正处于国家政策调控期，政策惯性对稀土市场的影响存在一定的持续性，故预计企业 2012 年下半年的产品价格将在基准日前后的价格水平下略有下降，未来，随着稀土产业政策的深化，稀土行业将进一步向控制开采和冶炼分离能力，淘汰落后产能的方向演变，市场秩序将逐步趋于稳定。因此，预计 2013 年-2016 年稀土产品的价格将略有回升，并逐步趋于稳定。



对于盛和稀土产品价格所参照的市场价格，本次评估采用如下原则：已取得近期产品销售合同的，以合同价格为基准；未取得近期销售合同，公开市场有对应产品价格的，以公开市场价格为基准；既未取得近期产品销售合同，亦无公开市场对应产品价格的，根据产品特点以类似产品价格为参照。

盛和稀土具有 5,460 吨（折稀土氧化物）的冶炼分离能力，由于稀土行业的生产数量、出口销量受国家指令性生产计划和出口配额的限制，2009 年至 2011 年，公司实际获得的指令性生产计划指标年均 4,599 吨、获得的出口配额年均 1,650 吨，目前其冶炼分离的生产能力并未能得到充分利用。本次评估鉴于盛和稀土符合《稀土指令性生产计划管理暂行办法》规定的稀土冶炼分离企业申请指令性生产计划的条件，可以依此获得相应的指令性生产计划指标；按照商务部稀土产品出口配额分配方法及盛和稀土的以往业绩，盛和稀土可以持续获得出口配额指标；考虑到未来按照相关国家政策，稀土行业正在向控制开采和冶炼分离能力，淘汰落后产能的方向演变，未来的发展将日益规范，市场秩序将逐步趋于稳定，因此，预测 2013 年-2016 年，盛和稀土的销量将略有增加，直到最终能够完全充分利用指令性生产计划指标和出口配额为止。

（2）2013 年预测营业收入下降的原因

盛和稀土 2013 年预测营业收入较 2012 年减少 41,824.73 万元，下

降 45.02%，下降的原因主要是：2012 年预测收入包括中重稀土业务实现的营业收入，商务部 2012 年开始对稀土出口配额实行分类管理，盛和稀土获得 2012 年第一批中重稀土出口配额 112 吨，公司自 2012 年初开始经营中重稀土产品业务，采购中重稀土金属加工成符合客户质量要求的稀土金属产品后进行销售，据此预测 2012 年中重稀土销售收入 45,696.32 万元，而盛和稀土是一家主要从事轻稀土冶炼分离产品生产、销售的公司，除 2012 年外历史上均未曾取得重稀土配额，公司 2013 年能否继续获得中重稀土出口配额存在不确定性，评估师从谨慎角度出发，在 2013 年及以后年度均未对中重稀土业务进行预测。由此导致了盛和稀土 2013 年预测营业收入下降。

扣除中重稀土因素影响，2012 年轻稀土相关业务收入预测为 47,207.12 万元，而盛和稀土 2013 年的营业收入预测数据为 51,078.12 万元，均为轻稀土业务；轻稀土相关的业务营业收入预测呈上升趋势。

(3) 近几年盛和稀土业绩大幅波动的原因

最近三年一期，盛和稀土净利润分别为 2,421.43 万元、17,003.10 万元、56,108.10 万元和 6,115.62 万元，波动较大。由于盛和稀土最近几年获得指令性生产指标变化不大，经营业绩的大幅波动主要是最近几年稀土产品销售价格波动引起的。

2009 年以前，中国的稀土行业普遍存在资源过度开发、生态环境破坏严重、产业结构不合理、价格严重背离价值、出口走私比较严重

等一系列问题。为规范和促进稀土行业发展，国家自 2009 年下半年开始加强对稀土行业的管理，采取了一系列宏观调控政策，自 2009 年下半年开始，稀土产品的价格也持续上涨，到 2011 年 7 月份，主要稀土氧化物产品的价格达到顶峰，涨幅均在 5 倍以上，之后稀土产品价格开始回调，进入 2012 年稀土产品价格有所回调，但仍高于 2009 年和 2010 年的水平。以盛和主稀土要产品之一氧化镨钕为例，根据亚洲金属网资料，该产品 2009 年 1 月 7 日平均价格为 59,000 元/吨，2010 年 1 月 4 日平均价格升至 124,000 元/吨，2011 年 1 月 4 日升至 214,000 元/吨，2011 年 7 月 20 日达到 1,249,000 元/吨，之后开始回落，至 2011 年 12 月 31 日平均价格为 492,000 元/吨，2012 年 6 月 30 日平均价格降至 379,000 元/吨。盛和稀土根据市场行情及时调整销售价格，2010 年、2011 年稀土主要产品销售价格的上涨带动盛和稀土营业收入和净利润大幅增长，2012 年随着稀土价格的回调，1-6 月份净利润有所下降。

根据市场公开资料，盛和稀土与同行业其他稀土企业的业绩变动趋势一致：

单位：万元

项 目	2012 年 1-6 月	2011 年度	2010 年度	2009 年度
包钢稀土	184,247.73	560,881.38	137,109.60	10,975.56
广晟有色	1,832.10	22,121.78	5,549.36	5,500.98
晨光稀土	14,945.10	32,262.32	12,940.40	-
五矿赣州稀土	35,213.25	100,966.46	13,974.29	-
鸿源稀土	-	27,638.43	6,680.08	-1,483.68



盛和稀土	6,115.62	56,108.10	17,003.10	2,421.43
------	----------	-----------	-----------	----------

注：包钢稀土、广晟有色数据摘自公司年报；晨光稀土、五矿赣州稀土数据摘自*ST 天发、*ST 关铝的重组报告书，报告书未披露 2009 年数据；鸿源稀土数据科力远的重组报告书预案，报告书未披露 2012 年 1-6 月份数据。

综合来看，剔除 2011 年的非理性价格因素，2009 年至 2012 年 6 月，中国稀土产品的价格呈现增长趋势，未来随着稀土价格的趋稳，稀土企业也将获得比较稳定的收益。

三、根据审计报告及评估报告，盛和稀土 2012、2013 年实现营业收入 9.31 亿元、5.11 亿元，实现净利润 1.46 亿元、1.51 亿元。请申请人及评估机构补充披露盛和稀土在营业收入大幅下滑的情况下，净利润上升的原因及合理性。

答复：

根据盛和稀土（母公司）2012 年 1-3 月份已审财务数据和 2012 年 4-12 月份、2013 年度评估预测数据，盛和稀土（母公司）2012 年、2013 年预测营业收入分别为 92,903.44 万元、51,078.12 万元，扣除 2012 年 1-3 月份投资收益、非经常性损益后，2012 年、2013 年分别实现净利润 14,578.42 万元、15,069.64 万元。

① 2013 年预测营业收入下降的原因

盛和稀土 2013 年预测营业收入较 2012 年减少 41,824.73 万元，下降 45.02%，下降的原因主要是：2012 年预测收入包括中重稀土业务

实现的营业收入。商务部 2012 年开始对稀土出口配额实行分类管理，盛和稀土获得 2012 年第一批中重稀土出口配额 112 吨，公司自 2012 年初开始经营中重稀土产品业务，采购中重稀土金属加工成符合客户质量要求的稀土金属产品后进行销售，据此预测 2012 年中重稀土销售收入 45,696.32 万元，而盛和稀土是一家主要从事轻稀土冶炼分离产品生产、销售的公司，除 2012 年外历史上均未曾取得重稀土配额，公司 2013 年能否继续获得中重稀土出口配额存在不确定性，评估师从谨慎角度出发，在 2013 年及以后年度均未对中重稀土业务进行预测。由此导致了盛和稀土母公司整体 2013 年预测营业收入下降。

② 2013 年预测营业收入下降、净利润上升的原因

在预测营业收入下降的情况下，盛和稀土 2013 年预测实现的净利润较 2012 年增加 491.54 万元，增长 3.37%。主要原因是：（1）2012 年预测的中重稀土营业收入贡献的净利润相对较小，由于盛和稀土开展的中重稀土业务主要是采购中重稀土金属后经过简单加工后进行销售，中重稀土贸易性销售业务的毛利率较低；另外，中重稀土全部是出口销售，执行 25% 的关税税率，关税成本较大，因此，中重稀土对净利润的贡献远低于轻稀土生产性销售对净利润的贡献。（2）盛和稀土 2012 年轻稀土相关业务收入预测为 47,207.12 万元，而盛和稀土 2013 年收入 51,078.12 万元均为轻稀土业务，考虑到最近两年稀土市场还处于调整期，2012 年稀土价格较低，预测 2013 年会有所上升，

稀土产品的产销量也会有所上升，轻稀土部分业务盈利预测将有所增加。因此，扣除中重稀土因素影响，2013年盛和稀土营业收入及净利润的预测均呈上升趋势。

四、请申请人及评估机构结合盛和稀土面临的经营风险、行业发展方向、历史经营的稳定性等说明折现率取值是否合理。

答复：

①本次评估综合考虑了市场平均收益情况、评估对象所处行业的风险水平以及评估对象的行业地位等因素，采用资本资产加权平均成本模型（WACC）计算得到折现率 r 。

模型中重要参数选取如下：

A、无风险收益率 r_f ，参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平，按照十年期以上国债利率平均水平确定无风险收益率 r_f 的近似，即 $r_f=3.91\%$ 。

B、市场预期报酬率 r_m ，一般认为，股票指数的波动能够反映资本市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率，通过对上证综合指数自1992年5月21日全面放开股价、实行自由竞价交易后至2011年12月31日期间的指数平均收益率进行测算，得出市场预期报酬率的近似，即： $r_m=10.94\%$ 。

C、 β 值，取沪深同类可比上市公司股票，以2007年4月至2012



年3月250周的市场价格测算估计，得到评估对象权益资本预期风险系数的估计值 $\beta_e = 0.7680$;

D、权益资本成本 r_e ，本次评估考虑到评估对象与可比上市公司的差异性以及未来业务增长不确定性所可能产生的特性个体风险，设公司特性风险调整系数 $\varepsilon = 0.01$ ；最终得到评估对象的权益资本成本 $r_e = 10.31\%$;

E、考虑到债务利率和债务比率，最终得到的折现率计算计算结果为 10.31%

②折现率取值合理性的分析

A、从盛和稀土自身经营特点角度考虑

a、市场需求稳定

稀土有工业“黄金”之称，由于其具有优良的光电磁等物理特性，能与其他材料组成性能各异、品种繁多的新型材料，其最显著的功能就是大幅度提高其他产品的质量和性能，比如大幅度提高钢材、铝合金、镁合金、钛合金的性能。

广泛的应用领域，不可再生的资源属性，有限的储量和开采量，以及日益严苛的准入条件、生产指标、出口配额，共同保障了稀土市场需大于供，从行业整体而言，市场需求呈增长趋势，行业风险较低。

b、行业政策扶持

2009年以来，出于资源保护、产业整合、行业规范等政策导向，

稀土行业出台了一系列的产业调控政策。

从长期来看，该等政策对稀土行业的可持续发展具有较为全面的引导和限制作用。稀土行业正在向控制开采和冶炼分离能力，淘汰落后产能的方向演变，未来的发展将日益规范，市场秩序将逐步趋于稳定。

盛和稀土在稀土冶炼分离领域具有较高的行业地位，对四川稀土矿的综合利用、稀土氧化物深加工都有丰富的积累和前沿的认识。盛和稀土目前在四川省稀土冶炼分离领域占据较大的市场份额。盛和稀土已连续三年在四川省经信委下达的稀土冶炼分离生产指标中排名第一，并连续四年成为四川省唯一一家获得商务部出口配额资质认证的稀土冶炼分离企业，其出口配额数量稳居行业前列。作为行业内的领先企业，其生产经营活动和发展将收到相关行业政策的扶持。

同时，由于稀土资源重要的应用价值和战略地位，政策层面发生不利于行业发展的事件可能性较小，行业政策风险整体偏低。

c、经营风险可控

盛和稀土历史年度保持了正常的生产经营，自 2003 年至今一直保持连续盈利，2009 年至 2012 年 1-6 月份，公司分别实现营业收入 1.40 亿元、3.69 亿元、9.99 亿元和 3.88 亿元，实现净利润 2,421 万元、1.70 亿元、5.61 亿元和 6,115 万元，具有很高的盈利能力。考虑到稀土价格在 2012 年较 2011 年有所下降，2011 年陆续出台的稀土行业政策对



盛和稀土未来年度经营业绩的增加的可持续性存在较多的不确定性，本次评估在盈利预测中对其未来业绩进行了相对谨慎的处理。未来年度盛和稀土预计可实现的净利润远低于 2011 年的实际经营数据，基本维持在 2010 年的水平。

综上，盛和稀土所处的市场环境、行业政策对企业未来的经营均较为有利，历史经营正常，虽有所波动但对生产经营未发生不利影响，本次评估综合分析和考虑上述风险状况从而确定当前折现率水平。

B、从与可比公司指标角度分析

本次评估所选取折现率指标—资本资产加权平均成本（WACC）与企业总资产报酬率（ROA）从本质上来讲同为反映企业整体资产回报率的指标。

评估对象可比上市公司最近三年的可比指标情况如下：

可比上市公司	2009 年 ROA(%)	2010 年 ROA(%)	2011 年 ROA(%)
300057.SZ 万顺股份	16.13	7.47	5.02
600219.SH 南山铝业	6.90	6.36	7.03
000060.SZ 中金岭南	6.52	6.24	10.87
002082.SZ 栋梁新材	14.75	16.35	15.53
000933.SZ 神火股份	7.67	9.77	8.09
002578.SZ 闽发铝业	10.71	13.58	8.08
002203.SZ 海亮股份	6.25	6.73	5.68
002333.SZ 罗普斯金	12.92	5.20	5.87
000612.SZ 焦作万方	8.57	4.12	10.72
601677.SH 明泰铝业	9.23	14.66	13.25
002540.SZ 亚太科技	21.50	21.13	7.67
300034.SZ 钢研高纳	8.13	5.62	6.36
600888.SH 新疆众和	8.59	10.27	6.22
601137.SH 博威合金	18.33	18.48	9.58



000878.SZ 云南铜业	3.76	4.90	6.75
000962.SZ 东方铝业	2.67	4.01	8.51
002501.SZ 利源铝业	15.33	10.63	10.21
600459.SH 贵研铂业	3.92	7.78	6.22
600531.SH 豫光金铅	6.75	6.64	4.69
000630.SZ 铜陵有色	5.48	6.13	7.89
000960.SZ 锡业股份	4.51	6.28	7.91
002460.SZ 赣锋锂业	15.92	9.95	7.15
600362.SH 江西铜业	9.71	13.53	12.25
002378.SZ 章源钨业	12.27	11.27	17.23
002237.SZ 恒邦股份	9.67	8.58	7.57
600549.SH 厦门钨业	8.04	6.32	18.50
600111.SH 包钢稀土	4.65	25.61	63.00
平均值	9.59	9.91	11.03
三年平均值		10.18	

2011年，在稀土行业政策的调控的影响下，稀土市场出现一定程度的短期供求失衡现象，导致稀土产品价格呈现较大幅度的波动，受益于1-7月产品价格的大幅上涨，稀土行业2011年收入和利润均增长显著，考虑到这次行业政策调控导致的产品价格波动的特殊，不宜将2011年的指标用来进行直接比较。剔除掉2011年数据，盛和稀土2009年、2010年的总资产报酬率均高于可比上市公司平均值。

本次评估最终采用的折现率约为10.31%，高于2009年、2010年可比公司的总资产报酬率平均水平，也高于2009年-2011年可比公司三年平均的总资产报酬率水平，表明本次评估选取的折现率是合理的。



五、请申请人及评估机构说明将盛和稀土账面货币资金全部确认为溢余资产是否合理，是否充分考虑了盛和稀土正常生产经营用的资金。

答复：

本次评估将评估基准日货币资金均作为溢余资产在模型中加回主要是基于以下两方面的考虑：

第一，受益于 2011 年稀土价格的大幅上涨，盛和稀土 2011 年实现净利润 56,108.10 万元，远高于历史其他年份，截至评估基准日，其账面货币资金 27,455.49 万元，远超其正常生产经营所需水平。

第二，本次评估将其账面货币资金作为溢余资产在模型中加回，同时按企业实际生产经营情况重新测算正常生产经营所需用的资金，在评估模型中作为营运资金增加额进行了体现，参考盛和稀土在基准日前后的生产经营情况估算其正常生产经营所需用的资金；考虑到未来随着生产规模的扩大，预计正常生产经营所需用的资金也将相应逐步增加。

通过以上两方面的处理，既体现了盛和稀土历史经营留存的超过生产经营所必须的货币资金，也对盛和稀土正常生产经营所需用的资金进行了充分考虑，上述评估处理是合理的。



中联资产评估集团有限公司

CHINA UNITED ASSETS APPRAISAL GROUP CO., LTD

(此页无正文，为《关于〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书 121835 号资产评估相关问题的答复〉之盖章页)

