



北京中锋资产评估有限责任公司  
关于对永兴特种不锈钢股份  
有限公司拟收购股权项目  
监管问询函的回复

中锋专函字（2018）001号

中国证券监督管理委员会浙江证监局：

根据贵局下发的“浙江监公司字【2018】242号”《监管问询函》（以下简称“问询函”）的要求，我们作为本次交易标的资产——江西旭锂矿业有限公司（以下简称“公司”、“标的公司”或“旭锂矿业”）的评估机构，对问询函中所涉问题进行分析、核查，现就相关问题的核查意见回复如下：

**问题三：2017年7月，旭锂矿业全部股权的评估价值为人民币70,000.00万元，本次交易旭锂矿业全部股权的评估价值为人民币31,742.31万元，请说明前次股权评估价值的合理性及两次评估结果差异的主要原因，并请评估机构发表专业意见。**

答复：

（一）前次增资价格的合理性

2017年7月向旭锂矿业的增资价格系在电池级碳酸锂市场爆发式增长、行业整体供不应求的市场环境下，经各方市场化谈判而形成的。

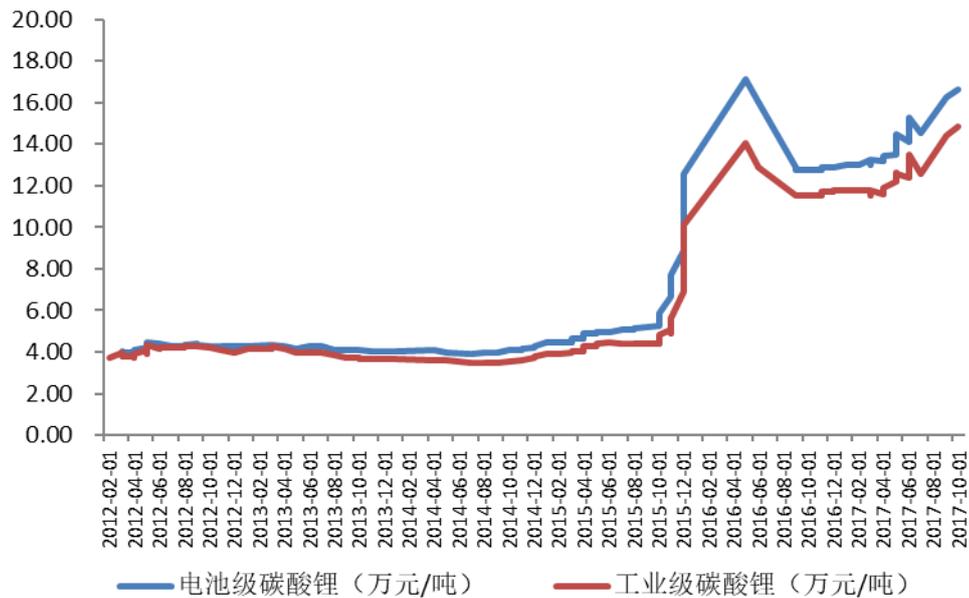
1. 前次增资对公司进军新能源行业具有战略意义

受益于国家对新能源产业的重点支持和产业技术的不断革新，新能源汽车、储能设备、消费类电子设备等下游市场持续发展，锂电产业发展迅速，市场空间广阔。为此，公司在对新能源行业发展趋势进行深入调研的基础上，确定了新能源领域发展战略。公司于2017年7月通过对合纵锂业、旭锂矿业的增资，以战略投资的方式进入前景广阔的锂电产业领域，迈出了对新能源领域战略部署的第一步。

2. 前次增资时电池级碳酸锂市场爆发式增长，市场预期较好



电池级碳酸锂是广泛应用于锂电池的正极材料，是锂电池重要原材料之一。在市场供给难以满足需求的背景下，碳酸锂价格自 2015 年以来迅速增长。在 2015 年初，电池级碳酸锂的销售均价为 4.30 万元/吨，工业级碳酸锂的销售均价为 3.80 万元/吨，至 2017 年上半年，电池级碳酸锂的销售均价已达到 16.63 万元/吨，工业级碳酸锂的销售均价已达到 14.86 万元/吨。



数据来源：同花顺 iFind

因此，前次增资时电池级碳酸锂市场爆发式增长，市场预期较好。

3. 标的公司锂矿石高效选矿的能力以及后续制备锂盐溶液（卤水）的技术具备突破性

增资前，公司对标的公司进行了充分的尽职调查，标的公司主要从事锂云母的采矿、选矿、加工及综合利用，其具备自主创新的技术突破了从低品位锂矿石高效选矿并制备锂盐溶液的技术难题，实现了原矿的全面利用和无尾矿废渣。该技术如实现连续化生产，将有效打通国内锂云母制备锂盐溶液用于生产碳酸锂的生产路线，打破锂资源主要依赖进口的局面，具备良好的经济效益。而增资时，标的公司通过该技术试生产后制备的锂盐溶液及制品（卤水）已满足电池级碳酸锂的生产要求。

4. 前次增资由原控股股东基于业绩判断做出业绩承诺，符合市场交易原则



根据 2017 年 7 月 17 日公司与旭锂矿业及原控股股东签署的《增资协议》，旭锂矿业原控股股东承诺旭锂矿业 2017 年和 2018 年净利润合计不低于 14,000 万元，协议各方进行市场化谈判后确认旭锂矿业股权价值。

上述价值确认过程符合市场交易原则，且低于市场市盈率水平，具体情况如下：

证券代码	证券名称	2017 年 6 月末静态市盈率
002466.SZ	天齐锂业	35.74
002460.SZ	赣锋锂业	72.60
002176.SZ	江特电机	64.93
300014.SZ	亿纬锂能	61.70
算术平均值		58.74
旭锂矿业		10.00 注 1

数据来源：同花顺 iFind

注 1：2017 年静态市盈率计算时的净利润采用《增资协议》中约定的 2017 年和 2018 年承诺净利润的年均数。

#### 5. 与同期市场价格相一致

2017 年 7 月，旭锂矿业原股东深圳南桥创投以 2,000 万元认购旭锂矿业新增的注册资本 210.5263 万元，增资价格为 9.50 元/股，与公司增资价格相同。

综上，前次增资对公司进军新能源行业具有战略意义，增资时电池级碳酸锂市场爆发式增长且标的公司原控股股东依据对未来业绩的判断做出业绩承诺，在此基础上各方协商定价，符合市场交易原则，并与同期市场增资价格一致，具备合理性。

#### （二）前次增资估值与本次收购估值的差异原因

2017 年 7 月增资时标的公司估值为 70,000.00 万元，增资价格为 9.50 元/1 元注册资本，本次收购股权标的公司总估值为 31,742.31 万元，收购价格为 3.677 元/1 元注册资本，该次交易作价与前次增资价格存在差异的原因如下：

##### 1. 交易背景和作价依据不同

前次交易系在新能源行业爆发式增长且公司进军新能源金属行业的特定背景下做出，公司作为财务投资者投资入股，并由各方经过市场化谈判确定增资价格，增资价格符合同期市场的公允价格。



本次交易则在新能源行业进入平稳增长期，碳酸锂价格回落，标的公司因管理和生产经验的不足至卤水生产线未能实现连续化生产、资金短缺且未能及时调整产品策略有效改善经营的情况下做出。而本次交易发生前公司已深入了解新能源行业，具备独立运营的能力，交易目的系获取标的公司的上游资源及与子公司永新新能源的协同效应。

本次交易，旭锂矿业评估值是以 2018 年 7 月 31 日为评估基准日，评估机构综合行业发展趋势、市场容量、产品价格、技术水平等的情况下，采用收益法评估得出本次交易旭锂矿业评估值。

### 2. 不同时点标的公司对未来盈利预期不同

前次交易发生时，锂电行业处于高速发展期，电池级碳酸锂需求和销售均价持续增长，且标的公司的锂矿石高效选矿并制备锂盐溶液（卤水）的技术进入试生产阶段。在此宏观环境下，标的公司原控股股东基于对标的公司未来的业绩判断作出了 2017 年和 2018 年净利润合计不低于 14,000 万元的业绩承诺。本次交易则是在锂电行业发展趋于平稳的情况下，基于标的公司的锂云母业务及当前下游产品的市场价格作出。

### 3. 交易条件不同

前次交易中，标的公司原控股股东基于业绩判断做出了业绩承诺，并承担股权回购、反稀释等责任。本次交易系上市公司主要考虑标的公司上游矿产资源及现有锂云母业务和对子公司的协同效应作出。

综上，前次增资与本次交易中标的公司估值的不同，存在合理性。

**问题四：2016 年旭锂矿业净利润-957.58 万元，2017 年旭锂矿业净利润-1,628.03 万元，2018 年 1-7 月旭锂矿业净利润-6,604.40 万元。旭锂矿业在持续亏损的情况下，股东全部权益价值仍被评估为 31,742.31 万元，较其账面净资产 11,756.70 万元，增值 19,985.61 万元，增值率为 169.99%，请详细说明主要原因，并请评估机构发表专业意见。**

答复：

#### （一）旭锂矿业经营亏损的原因



旭锂矿业原有业务是从低品位锂矿石高效选矿以及后续制备锂盐溶液（卤水），其业务主要分为两个部分：一是以高岭土矿通过选矿工艺生产锂云母和长石粉并销售；二是利用选矿车间生产的锂云母通过盐酸法生产卤水（氯化锂盐）并销售。

前端锂云母生产工艺在我国相对比较成熟，2016至2017年期间，旭锂矿业的选矿工艺生产的锂云母主要为满足自身生产卤水，未对外实现销售。但由于其盐酸法卤水生产线因产线设计问题，生产不具连续性，实际产量远低于设计产能，所以使得单位固定成本较高，生产的卤水对外销售时形成经营亏损，导致公司2016年和2017年净利润分别为-957.58万元和-1,628.03万元。

2018年1-7月，受限于资金、技术、管理等众多因素，旭锂矿业盐酸法卤水生产线产能利用率进一步降低。旭锂矿业决定淘汰盐酸法卤水生产线，未来仅保留选矿生产线用于生产锂云母和长石粉。因此，于2018年对卤水生产设备等计提了4,602.94万元的减值准备，上述原因使得公司2018年1-7月净利润为-6,604.40万元。

## （二）旭锂矿业评估增值的主要原因

根据本次评估目的及评估范围内资产业务的特点，评估采用收益法和资产基础法进行评估，最终选取收益法评估结果作为本次评估目的的价值参考依据。在评估基准日2018年7月31日旭锂矿业股东全部权益评估结果为31,742.31万元，较其账面净资产11,756.70万元，增值19,985.61万元，增值率为169.99%。

### 1. 未来营业收入预测的情况说明

对主营业务收入的估算，需要确定的指标为预测收益期每年度的预计各类产品销售量和各类产品的销售单价，评估机构对旭锂矿业估算了其预测期的销售量和价格指标，进而计算各年度企业的营业收入。

（1）锂云母价格：锂是原子量最小的金属元素，锂在新技术、军工和民用中应用广泛。电解铝和玻璃、陶瓷工业是锂的两个最高消费领域，用锂制作锂电池和锂离子电池是现代最有前途的高能高效电池，锂有机化合物作为工业催



化剂、铋酸锂、钽酸锂用于光电器件的无机晶体材料等，锂资源具有广泛的尖端应用空间。专家预测，中国对锂的消费需求将以每年 25% 的速度增长。

由于锂的需求量不断增长，我国的锂工业也在快速发展，尽管锂资源特别是盐湖卤水的加速开发，锂原料的供应仍然短缺，从澳大利亚进口锂辉石及锂盐的价格一直保持了较高价位。因此，锂矿资源的开发利用具有广阔的前景。

对于未来收益期旭锂矿业各类产品销售量的估算，评估机构分别以各类产品的年度生产能力为基础，同时参考各类产品所占比例计算旭锂矿业未来收益期各类产品的销售量。

(2) 长石粉价格：随着我国经济的发展，玻璃和陶瓷工业一直保持了快速发展，近几年我国的长石粉年消耗量已突破 2,000 万吨。根据国家近期发展规划，沿海地区的陶瓷厂大都已搬迁到江西境内，这给长石产品的销售带来了广阔市场。

在高、中档玻璃的配料中加入锂云母精矿、长石粉，可部分替代纯碱、氧化铝，能有效降低玻璃的熔化温度和熔体粘度，提高玻璃熔制过程的助熔作用和澄清均化作用；能提高玻璃化学稳定性、表面光洁度、透明度和出料率，提高成品率；能降低能耗，延长炉龄，降低成本。目前，秦皇岛索坤日用玻璃集团有限公司、山东华鹏玻璃股份有限公司、广东华兴玻璃有限公司、四川玻璃有限公司、河南巨力玻璃有限公司均有广泛使用，并取得了显著效果，用量稳定，效益可观。

(3) 钽铋价格：钽金属具有优良的导热、导电、耐腐蚀性能，其延展性好、熔点高、化学稳定性好及某些其它特殊性质，使其在冶金、电子、化工、航空航天等工业上应用广泛。我国属贫钽国，目前国内矿山年产钽铋精矿 400 吨左右，其中宜春钽铋矿占 50%。国内钽铋冶炼企业消耗钽铋精矿 4,000 吨左右，80% 以上从国外进口。本项目建成投产后，钽铋精矿销售，将仍然供不应求。

(4) 锡精矿价格：市场上目前锡的价格平稳，在 144,000.00 元/吨波动，被评估单位产品品味为 55% 左右，本次评估取值为 70,000.00 元/吨。



对于未来收益期被评估各类产品销售量的计算，以被评估单位选矿的年度生产能力为基础，同时参考各类产品结构比例计算被评估单位未来收益期各类产品的销售量。

通过以上对江西旭锂矿业有限公司预测收益期产品销售量和分类产品价格的估算，对企业未来收益期的营业收入进行估算。

由上可见，本次评估对未来收益预测基于企业目前的实际的情况，也较为谨慎。

## 2. 折现率（WACC）取值分析说明

（1）无风险收益率  $R_f$  取值：根据 WIND 资讯系统所披露的信息，以 5 年期国债在评估基准日的到期年收益率为 3.68% 作为本次评估无风险收益率  $R_f$ 。

（2）市场风险溢价  $R_{pm}$  取值：国际上新兴市场的风险溢价通常采用美国成熟市场的风险溢价进行调整确定，计算公式为：

中国市场风险溢价=美国股票市场风险溢价+中国股票市场违约贴息

### ①美国股票市场风险溢价

美国股票市场风险溢价=美国股票市场收益率-美国无风险收益率

美国市场收益率选取标普 500 指数进行测算，标普 500 指数数据来源于雅虎财经 <http://finance.yahoo.com/>；美国无风险收益率以美国 10 年期国债到期收益率表示，数据来源于 Wind 资讯终端全球宏观数据板块。

### ②中国股票市场违约贴息

根据国际权威评级机构穆迪投资者服务公司公布的中国债务评级及对风险补偿的相关研究测算，得到中国股票市场违约贴息。

在美国股票市场风险溢价和中国股票市场违约贴息数据的基础上，计算得到评估基准日中国市场风险溢价为 6.55%。

（3） $\beta_e$  取值：根据被评估单位的业务特点，评估人员通过同花顺 iFinD 系统查询了 3 家深 A 股可比上市公司的  $\beta_L$  值（起始交易日期：2013 年 8 月 1 日；截止交易日期：2018 年 7 月 31 日），然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成  $\beta_U$  值。在计算资本结构时 D、E 按市场价值确定。将计算出来的  $\beta_U$  取平均值 1.0225 作为被评估单位的  $\beta_U$  值，具体数据见下表：



股票代码	公司简称	$\beta_u$ 值
000762.SZ	西藏矿业	1.1144
002460.SZ	赣锋锂业	1.0210
002466.SZ	天齐锂业	0.9321
平均值		1.0225

结合被评估单位目标资本结构，将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出被评估单位的权益系统风险系数。

$$\begin{aligned}\beta_L &= [1 + (1-t) \times D/E] \times \beta_U \\ &= 1.2659\end{aligned}$$

(4) 特定风险调整系数  $R_c$  取值：企业特定风险调整系数指的是企业相对于同行业企业的特定风险，影响因素主要有：企业所处经营阶段；历史经营状况；主要产品所处发展阶段；企业经营业务、产品和地区的分布；公司内部管理及控制机制；管理人员的经验和资历；企业经营规模；对主要客户及供应商的依赖；财务风险；法律、环保等方面的风险。

综合考虑上述因素，我们将本次评估中的企业特定风险调整系数确定为 2%。

(5) 权益资本成本  $K_e$ ：根据上述的分析计算：

$$\begin{aligned}K_e &= R_f + \beta \times R_{pm} + R_c \\ &= 13.97\%\end{aligned}$$

(6) 债务成本  $K_d$ ：取评估基准日被评估单位付息债务的平均年利率为 5.90%。

(7) 加权平均资本成本 WACC：根据上述分析，根据评估对象的资本结构，采用资本资产加权平均成本模型 (WACC) 确定折现率：

$$\begin{aligned}WACC &= K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-T) \times \frac{D}{E+D} \\ &= 12.01\%\end{aligned}$$

由上可见，本次评估未来收益预测基于企业目前的实际的情况，对其他相关的评估参数的选取也是较为合理、谨慎的。

### (三) 评估结论（评估增值）的合理性



由“（二）”中资产评估相关参数选择的合理性分析可见，本次评估对未来预期现金流的预测符合企业目前的实际情况，也较为谨慎；折现率参数的选取也是较为合理、谨慎的。在此基础上相应得出的评估结论是相对合理且谨慎的。评估结论增值较大的原因如下：

### 1. 所处行业发展前景广阔

新能源是全球产业发展重要主题，锂电产业成为新能源产业发展的核心方向。作为解决能源与环境困境的重要手段，在政策支持下，电池级碳酸锂下游新能源汽车及储能等相关行业迎来了爆发式增长，根据国务院印发的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020年）》，到2020年我国纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达200万辆、累计产销量超过500万辆。《中国制造2025—能源装备实施方案》将储能装备列为重点技术攻关方向之一，其中包括100MW级钛酸锂电池储能装备。下游快速扩张的需求推动了锂云母需求的迅速增长，锂云母市场未来发展前景广阔。

### 2. 上游矿产资源优势

旭锂矿业地处“亚洲锂都”宜春，周边具备丰富的锂矿石资源，预计将为旭锂矿业提供稳定的原材料来源。广泛的原材料来源及周边丰富的锂矿资源在未来对标的公司原材料的供应支持，形成了旭锂矿业具有竞争力的原材料采购渠道。

旭锂矿业控股子公司宜丰县花锂矿业开发有限公司拥有白水洞高岭土矿（矿界内探明储量为7,307.40千吨），系宜丰县主要的已开采并量产的锂矿之一，开采条件成熟，交通便利，可为永兴新能源一期项目提供现成的原料，也可为后期锂资源项目提供充分保障，确保公司锂电产品更具竞争优势，为未来持续发展奠定坚实基础。

### 3. 成熟的选矿技术优势

随着生产工艺的日渐成熟及选矿技术和选矿经验的不断积累，旭锂矿业的产品质量稳定，产能利用率也处于逐步提升阶段。旭锂矿业拥有一批教育背景良好、专业经验丰富的选矿团队，借助于卓有成效的梯队培养计划和内部考核等管理机制，使得旭锂矿业在专业选矿服务领域内具有相对突出的团队优势。



旭锂矿业的核心技术团队积累了丰富的研发、生产经验，有能力为旭锂矿业产品质量提升提供技术支持。

综上，评估人员认为本次收益法评估结果有一定的增幅是建立在科学合理的预测基础之上的。由于财务核算固有的特性，旭锂矿业账面价值仅核算相关资产的历史成本（账面价值），未能在评估基准日反映相关资产的市场价值；对于企业的生产经营资质、行业竞争力、技术研发能力、人力资源、管理能力等无形资产或资源，历史成本（账面价值）未予以核算。历史成本（账面价值）未能反映企业的资产的市场价值，由此导致历史成本（账面价值）远低于收益法的评估结果。

（此页以下无正文）



永兴特种不锈钢股份有限公司拟收购股权项目监管问询函的回复

---

（此页无正文，为北京中锋资产评估有限责任公司关于对永兴特种不锈钢股份有限公司拟收购股权项目监管问询函的回复的问询函（浙江监公司字【2018】242号）的回复之盖章页）

北京中锋资产评估有限责任公司

二〇一八年十二月六日