

共壹册 第壹册

南宁糖业股份有限公司拟收购
广西环江远丰糖业有限责任公司股东全部权益项目
资产评估说明

中同华评报字（2015 ）第 236 号



北京中同华资产评估有限公司
China Alliance Appraisal Co.,Ltd.

报告日期：2015 年 5 月 4 日

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 中海地产广场西塔 3 层

邮编：100077

电话：010-68090001

传真：010-68090099

资产评估说明目录

第一部分	评估说明使用范围声明	1
第二部分	企业关于进行资产评估有关事项的说明	2
第三部分	评估对象与评估范围说明	3
第四部分	资产核实情况总体说明	7
第五部分	收益法评估技术说明	13
第七部分	市场法评估技术说明	60
第八部分	评估结论及分析	73
附件一：	关于进行资产评估有关事项的说明	77

第一部分 评估说明使用范围声明

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 and 部门使用。除法律法规规定外，材料的全部或者部分内容不得提供给其他任何单位和个人，不得见诸公开媒体。

第二部分 关于进行资产评估有关事项的说明

（由委托方与被评估单位提供，原件附后）

第三部分 评估对象与评估范围说明

一、评估对象与评估范围内容

本次资产评估对象为广西环江远丰糖业有限责任公司（以下简称为“远丰糖业”）的股东全部权益价值，涉及的范围为“远丰糖业”申报的于评估基准日经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）专项审计后的资产和负债已经表外的以及帐外的蔗区资源、商标、专有技术等资产。审计后具体资产类型和账面价值见下表：

金额单位：人民币 元

科目名称	账面价值
一、流动资产合计	102,697,996.05
货币资金	51,896,092.24
预付款项	129,362.00
其他应收款	26,741,480.20
存货	23,931,061.61
二、非流动资产合计	98,567,294.47
可供出售金融资产	18,000,000.00
固定资产	58,473,481.45
其中：建筑物类	31,506,120.83
设备类	26,967,360.61
无形资产	22,093,813.02
其中：土地使用权	22,093,813.02
三、资产总计	201,265,290.52
四、流动负债合计	438,222,374.37
短期借款	232,000,000.00
应付账款	50,348,298.34
预收款项	112,356,592.21
应付职工薪酬	1,047,475.45
应交税费	1,245,210.86
应付利息	1,155,854.67
其他应付款	10,068,942.84
一年内到期的非流动负债	30,000,000.00
六、负债合计	438,222,374.37
七、净资产(所有者权益)	-236,957,083.84

二、实物资产分布情况及特点

“远丰糖业”申报评估的实物资产主要为房屋建筑物、机器设备和存货。

（一）房屋建筑物

建筑物主要有主厂房、泵房、修配车间、泵房、仓库库、化验楼、配电间、锅炉房、办公楼、职工食堂和季节工宿舍等；构筑物主要有烟囱、排污工程沉淀池、冷却塔、挡土墙、围墙、输煤廊道、管沟等。建构筑物主要为钢筋混凝土框(排)架结构和

砖混结构，普通装修，安装部分上下水，电气及暖气齐全。房屋建筑物大部分在 2002—2004 年建成，施工质量较好，现场勘测未发现基础不均匀沉陷及墙体开裂风化等现象，总体看使用情况较好。

（二）机器设备：主要为甘蔗压榨类设备的电子磅、吊车、称蔗台、输蔗机、甘蔗压榨机以及其配套设备；煮练设备类的种子箱、煮糖罐、离心机、干燥机以及其配套设备；动力系统的发电机组、锅炉以及其配套设备以及糖蜜储罐。

全厂 2 台汽轮发电机组、3 台锅炉，配套有环保的污水处理系统、锅炉除尘系统。

制糖企业属于季节性的企业，榨季时间为每年的 11 月到下年的 5 月左右，每年的 7 月份开始对设备进行大修。

房屋建筑物和设备绝大部分均分布于厂区内。企业还在甘蔗供应区铺设了公路，便于原料的运输。

（三）存货

包括原材料、低值易耗品、产成品、半成品。分布在厂区内的仓库里，企业每年年末进行一次大盘点。

三、企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况

“远丰糖业”申报的账面无形资产为七宗土地使用权。土地面积共 103,640.04 平方米，账面原值 2,621.57 万元，净值 2,209.38 万元。七宗土地均为出让地。除一宗土地于 2012 年 8 月 21 日取得、属于金融商业用地外，其他均为工业用地。

四、企业申报的表外资产的类型、数量

企业没有申报表外的无形资产。但“远丰糖业”存在表外资产，具体为：

1. “远丰糖业”现实际持有中华人民共和国国家工商行政管理总局商标局颁发的《商标注册证》，商标名称为“环天”；商标注册证号为第655037号；核定使用商品（第30类）：白砂糖、甘蔗糖蜜；注册人为环江毛南族自治县糖厂；注册有效期至2023年8月27日。

2. “远丰糖业”与广西轻工业科学技术研究院共同持有由广西壮族自治区科学技术厅颁发的《广西壮族自治区科学技术成果登记证书》，登记号为：201393023，成果名称为：利用甘蔗糖厂低纯度物料生产高品质红糖的技术研发，发证日期为2013年9月19日。

3. 蔗区资源

“远丰糖业”享有18万亩的蔗区资源，多年来投入了比较多的资金进行培育，蔗

源比较丰富。按照广西区发展计划委员会 广西区经济贸易委员会 广西区农业 广西区物价局 广西区工商行政管理局桂计经贸[2002]560号广西壮族自治区糖料蔗管理实施细则的规定，蔗区资源有行政划分的权属，收益权属于制糖企业。该蔗区历年产量及资源利用情况如下：

(1) 2011 年/2012 年榨季甘蔗收成及入榨情况

2011_2012 榨季				
截止日期：	2012 年 06 月 08 日			
乡镇号	乡镇名称	面积(亩)	总入榨量(吨)	平均单产
01	思恩	26,524.17	85,186.78	3.2
02	大才	1,859.00	5,849.63	3.1
03	水源	10,254.30	30,674.72	3.0
04	洛阳	47,516.14	153,841.64	3.2
05	明伦	5,810.40	13,359.64	2.3
06	大安	19,883.69	56,165.77	2.8
07	长美	11,796.43	29,659.23	2.5
09	川山	10,493.10	33,460.27	3.2
10	东兴	590.20	2,389.51	4.0
11	下南	851.90	1,865.88	2.2
13	驯乐	2,888.84	6,564.30	2.3
14	龙岩	409.30	997.78	2.4
合计		138,877.47	420,015.16	3.0

数据来源：远丰糖业

(2) 2012/2013 榨季甘蔗收成及入榨情况

20112_2013 榨季				
截止日期：	2013 年 04 月 04 日			
乡镇号	乡镇名称	面积(亩)	总入榨量(吨)	平均单产
01	思恩	24,811.00	85,546.72	3.4
02	大才	1,560.08	5,141.87	3.3
03	水源	10,516.53	34,860.08	3.3
04	洛阳	44,811.24	151,827.95	3.4
05	明伦	5,371.03	16,001.48	3.0
06	大安	16,456.63	53,514.91	3.3
07	长美	11,045.37	35,842.65	3.2
09	川山	11,773.74	37,428.17	3.2
10	东兴	1,193.65	3,993.17	3.3
11	下南	891.06	2,346.70	2.6
13	驯乐	2,556.79	16,871.87	6.6
14	龙岩	822.79	1,328.91	1.6

合计	131,809.91	444,704.46	3.4
----	------------	------------	-----

数据来源：远丰糖业

(3) 2013/2014 榨季甘蔗收成及入榨情况

2013/2014 榨季				
截止日期：	2014 年 04 月 30 日			
乡镇号	乡镇名称	面积（亩）	总入榨量（吨）	单产（万吨/亩）
01	思恩	20,626.72	80,944.16	3.9
02	大才	1,276.20	5,872.67	4.6
03	水源	10,044.26	42,193.86	4.2
04	洛阳	39,641.68	161,079.29	4.1
05	明伦	4,466.00	14,755.27	3.3
06	大安	13,625.30	52,228.03	3.8
07	长美	9,522.36	41,822.92	4.4
09	川山	10,659.90	43,158.60	4.0
10	东兴	1,119.56	4,565.64	4.1
11	下南	870.67	2,014.38	2.3
13	驯乐	4,627.53	18,913.56	4.1
14	龙岩	380.56	1,325.18	3.5
合计		116,860.74	468,873.56	4.0

数据来源：远丰糖业

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）

本项目没有引用其他机构出具的评估报告。

第四部分 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

接受评估委托后，评估人员首先向被评估单位提供了评估明细表、填表说明、资料清单等电子文档，要求被评估单位进行资产申报和资料准备；然后成立了以现场项目负责人为主的核实小组，根据制定的现场核实计划，分房地产、设备、其他资产和负债等小组分别进行核查。评估组核实工作期间为 2015 年 2 月 8 日至 2015 年 2 月 15 日。核实过程分三个阶段进行，第一阶段对评估申报明细表进行初步审核，了解委托评估资产的概况；第二阶段进行现场核实盘点工作，对申报表中与实际不符项目经被评估单位确认后进行修正完善；第三阶段编写核实情况说明。现将核实方法说明如下：

（一）流动资产核实情况

主要对企业的实物性流动资产(主要指存货)、非实物性流动资产进行了核实。

1. 实物性流动资产的核实

实物性流动资产主要为存货，包括原材料、包装物、产成品、半成品。

评估人员首先向企业调查存货的核算方法，通过抽查会计凭证对存货账面值的构成内容进行核实，然后会同企业仓库管理人员依据库房、销售部门提供的仓库保管账目、销售记录及申报明细表进行抽盘，并根据评估基准日至盘点日的出入库情况进行调整，验证评估基准日存货实有数量。在盘点的同时对库房环境、实物码放及标识状况、存货的残次冷背等有关情况进行观察和记录。

2. 非实物性流动资产的核实

主要通过核对企业财务账的总账、各科目明细账、会计凭证，对非实物性流动资产进行了核实，并重点对现金进行盘点、对银行存款和往来款进行函证、对应收款项进行账龄分析。

（二）非流动资产的核实

1. 可供出售金融资产的核实情况

向被评估单位收集相关的投资或购买协议、购买日期、调查企业对可供出售金融资产的核算方法；与评估申报表进行核对，核实其账面价值是否相符；

2. 机器设备核实情况

根据被评估单位提供的评估明细表，对设备进行抽查核实，对于漏填和填报不实的部分，要求企业财务、设备部门共同核对、填齐改正。现场勘查的内容主要包括：现场核对设备名称、规格型号、生产厂家及数量是否与申报表一致；了解设备的工作条件、现有情况以及维护保养情况，并通过与企业管理人员和操作人员的广泛交流较充分地了解设备的历史变更和运行状况；对重要设备，向设备管理人员了解该设备使用中存在的问题，作为设备评估成新率的参考依据。

3. 房屋建筑物核实情况

根据被评估单位提供的建筑物评估项目及申报表所列项目的项数、面积、结构类型、装饰及给排水、供电、照明、采暖通风等设备配备情况，对主要建筑物进行了现场核实，结合查阅相关图纸，对申报表与实物不符的部分进行纠正，除核对建筑物的数量及内容是否与申报表情况一致外，主要查看了建筑物结构、装修设施、配套使用状况。在核实过程中对主要建筑物的面积进行了核对。

对于在固定资产中核算的树木资产，评估人员查阅了生物资产的取得资料、会计核算方法、实地到现场勘查生物资产的生长情况、核对生物资产的账面价值。

4. 无形资产核实情况

对土地使用权，评估人员查阅并收集土地使用权证、出让合同，到现场进行实地勘查；

对其他无形资产，评估人员根据被评估单位的有关人员的介绍，调查各项无形资产的形成方式，并收集相关的购权利证书等资料。

（三）负债核实情况

负债科目包括短期借款、应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应交税费、其他应付款、应付利息、一年内到期的非流动负债。清查中首先对大额负债进行函证，对未收到回函的负债和其他未进行函证的负债实行替代程序，主要是核对各科目总账、明细账、会计凭证是否一致，核实负债发生原因和负债的真实性及账面余额的正确性。

（四）损益类财务指标核实情况

1. 对于营业收入的核实，了解申报数据的准确性、收入变化趋势、以及产品价格的变化趋势和引起价格变化的主要因素等。

2. 成本及费用的核实和了解，根据历史数据和预测表、了解主营成本的构成项目，并区分固定成本和变动成本项目进行核实。主要了解企业各项期间费用划分的原则、固定性费用发生的规律、依据和文件、变动性费用发生的依存基础和发生规律。

3. 了解税收政策、计提依据及是否有优惠政策等。

（五）业务和经营调查

评估人员主要通过收集分析企业历史经营情况和未来经营规划以及与管理层访谈，对企业的经营业务进行调查，收集了解的主要内容如下：

1. 了解企业历史年度权益资本的构成、权益资本的变化，分析权益资本变化的原因；
2. 了解企业历史年度各区域销售额及其变化，分析销售收入变化的原因；
3. 了解企业历史年度成本的构成及其变化；
4. 了解企业主要其他业务收入的构成，分析其对企业利润的贡献情况；
5. 了解企业历史年度利润情况，分析利润变化的主要原因；
6. 收集了解企业各项销售指标、财务指标，分析各项指标变动原因；
7. 了解企业未来年度的经营计划、投资计划等；
8. 了解企业的税收及其他优惠政策；
9. 收集被评估单位行业有关资料，了解行业现状、区域市场状况及未来发展趋势；
10. 了解企业的溢余资产、负债和非经营性资产、负债的内容及其资产状况。

二、影响资产核实的事项及处理方法

在我们履行核实程序中，发现以下事项：

1. 在评估核实期间，有一辆 2011 年 6 月 13 日购买入账、德国产的梅赛德斯奔驰 3498CC 小轿车，车牌号桂 AAF011，账面原值 1,418,000.00 元，净值 331,603.15 元。我们核查到该车的行驶证中记载的所有人为方镇河，评估人员查阅了车辆购置发票、入账凭证等财务资料，获取了车辆行驶证复印件，并向车辆使用人电话询问了解车辆现状；该车实际为被评估企业所有，被评估企业也出具了该车属于其所有的承诺。

2. 申报评估的房屋中有 119 项、建筑面积共 54,605.77 平方米没有办理房屋产权证，被评估单位出具了这部分房屋产权的承诺函，承诺产权归其所有。评估人员索取了工程建设的批准文件、工程预决算、房屋产权监理处出具的产权替代证明，以核实房屋的建设合法性、权属和建筑面积。

除上述事项外，评估人员未发现其他影响资产核实的事项。

三、核实结论

经过评估人员的核实，“远丰糖业”2014 年 12 月 31 日的资产、负债、所有者权益的账面价值如下表：

货币单位：人民币 元

序号	科目名称	账面价值
1	一、流动资产合计	102,697,996.05
2	货币资金	51,896,092.24
3	应收账款	
4	预付款项	129,362.00
5	其他应收款	26,741,480.20
6	存货	23,931,061.61
7	二、非流动资产合计	98,567,294.47
8	可供出售金融资产	18,000,000.00
9	固定资产	58,473,481.45
10	其中：建筑物类	31,506,120.83
11	设备类	26,967,360.61
12	无形资产	22,093,813.02
13	其中：土地使用权	22,093,813.02
14	其他无形资产	-
15	三、资产总计	201,265,290.52
16	四、流动负债合计	438,222,374.37
17	短期借款	232,000,000.00
18	应付账款	50,348,298.34
19	预收款项	112,356,592.21
20	应付职工薪酬	1,047,475.45
21	应交税费	1,245,210.86
22	应付利息	1,155,854.67
23	其他应付款	10,068,942.84
24	一年内到期的非流动负债	30,000,000.00
25	六、负债合计	438,222,374.37
26	七、净资产(所有者权益)	-236,957,083.84

核实情况表明：

(1)非实物资产，核实评估明细表和账面记录一致，申报明细表与实际情况吻合。

(2)实物资产的核实情况与核实评估明细表相互对应，账实、账表相符。

根据核实结果，评估人员发现纳入评估范围内的资产存在以下瑕疵：

1) 一些资产缺少有权机关颁发的权属证明，具体有：

房屋建（构）筑物中共有 119 项，建筑面积共 54,605.77 m²，被评估单位因历史原因，尚未办理房屋所有权证。

被评估单位承诺这部分未办理权证的资产来源合法，产权归其所有，不存在权属纠纷，申报评估的面积与实际相符。

2) 在评估核实期间，有一辆 2011 年 6 月 13 日购买入账、德国产的梅赛德斯奔驰 3498CC 小轿车，车牌号桂 AAF011，账面原值 1,418,000.00 元，净值 331,603.15 元。我们核查到该车的行驶证中记载的所有人为方镇河，评估人员查阅了车辆购置发票、

入账凭证等财务资料，获取了车辆行驶证复印件，并向车辆使用人电话询问了解车辆现状；

经核实，该车属于远丰糖业所有。远丰糖业已出具了该车属于其所有的承诺。

除上述资产外，纳入评估范围内的其他资产及负债账账、账表、账实相符，实物资产均可继续正常使用，未发现产权纠纷问题。

(4) 表外资产情况

1) “远丰糖业”现实际持有中华人民共和国国家工商行政管理总局商标局颁发的《商标注册证》，商标名称为“环天”；商标注册证号为第 655037 号；核定使用商品（第 30 类）：白砂糖、赤砂糖；注册人为环江毛南族自治县糖厂；注册有效期至 2023 年 8 月 27 日。经评估人员核实，该注册商标属于“远丰糖业”所有。

2) “远丰糖业”与广西轻工业科学技术研究院共同持有由广西壮族自治区科学技术厅颁发的《广西壮族自治区科学技术成果登记证书》，登记号为：201393023，成果名称为：利用甘蔗糖厂低纯度物料生产高品质红糖的技术研发，发证日期为 2013 年 9 月 19 日。该技术成果属于远丰糖业与广西轻工业科学技术研究院共同享有。

3) 蔗区资源。

“远丰糖业”享有18万亩的蔗区资源，多年来投入了比较多的资金进行培育，蔗源比较丰富。按照广西区发展计划委员会 广西区经济贸易委员会 广西区农业 广西区物价局 广西区工商行政管理局桂计经贸[2002]560号广西壮族自治区糖料蔗管理实施细则的规定，蔗区资源有行政划分的权属，收益权属于制糖企业。该蔗区历年产量及资源利用情况如下：

①2011 年/2012 年榨季甘蔗收成及入榨情况

2011_2012 榨季				
截止日期：	2012 年 06 月 08 日			
乡镇号	乡镇名称	面积(亩)	总入榨量（吨）	平均单产
01	思恩	26,524.17	85,186.78	3.2
02	大才	1,859.00	5,849.63	3.1
03	水源	10,254.30	30,674.72	3.0
04	洛阳	47,516.14	153,841.64	3.2
05	明伦	5,810.40	13,359.64	2.3
06	大安	19,883.69	56,165.77	2.8
07	长美	11,796.43	29,659.23	2.5
09	川山	10,493.10	33,460.27	3.2
10	东兴	590.20	2,389.51	4.0
11	下南	851.90	1,865.88	2.2



13	驯乐	2,888.84	6,564.30	2.3
14	龙岩	409.30	997.78	2.4
合计		138,877.47	420,015.16	3.0

数据来源：远丰糖业

②2012/2013 榨季甘蔗收成及入榨情况

20112_2013 榨季				
截止日期：	2013 年 04 月 04 日			
乡镇号	乡镇名称	面积（亩）	总入榨量（吨）	平均单产
01	思恩	24,811.00	85,546.72	3.4
02	大才	1,560.08	5,141.87	3.3
03	水源	10,516.53	34,860.08	3.3
04	洛阳	44,811.24	151,827.95	3.4
05	明伦	5,371.03	16,001.48	3.0
06	大安	16,456.63	53,514.91	3.3
07	长美	11,045.37	35,842.65	3.2
09	川山	11,773.74	37,428.17	3.2
10	东兴	1,193.65	3,993.17	3.3
11	下南	891.06	2,346.70	2.6
13	驯乐	2,556.79	16,871.87	6.6
14	龙岩	822.79	1,328.91	1.6
合计		131,809.91	444,704.46	3.4

数据来源：远丰糖业

③2013/2014 榨季甘蔗收成及入榨情况

2013/2014 榨季				
截止日期：	2014 年 04 月 30 日			
乡镇号	乡镇名称	面积（亩）	总入榨量（吨）	单产（万吨/亩）
01	思恩	20,626.72	80,944.16	3.9
02	大才	1,276.20	5,872.67	4.6
03	水源	10,044.26	42,193.86	4.2
04	洛阳	39,641.68	161,079.29	4.1
05	明伦	4,466.00	14,755.27	3.3
06	大安	13,625.30	52,228.03	3.8
07	长美	9,522.36	41,822.92	4.4
09	川山	10,659.90	43,158.60	4.0
10	东兴	1,119.56	4,565.64	4.1
11	下南	870.67	2,014.38	2.3
13	驯乐	4,627.53	18,913.56	4.1
14	龙岩	380.56	1,325.18	3.5
合计		116,860.74	468,873.56	4.0

数据来源：远丰糖业

第五部分 收益法评估技术说明

一、被评估单位概况

（一）公司发展历史和现状简介

广西环江远丰糖业有限责任公司于2002年6月26日取得企业法人营业执照[(企)4527241300056(1-1)], 2003年7月正式建账, 2003年11月开始生产。公司注册资金1000万元。

2003年9月25日, 根据公司董事会决议, 宜州市糖业发展有限责任公司将其所持有的60%股份整体转让。2003年11月5日, 根据公司董事会决议, 河北廊坊泽达副食品有限公司将其所持有的10%股份整体转让。2006年2月22日, 在环江县国有企业改制工作领导小组及环江县财政局的监督下, 环江毛南族自治县糖厂将其所持有的30%股权转让。以上股份转让, 受让方均为广西中达南天糖业投资有限公司, 受让后广西中达南天糖业投资有限公司持有广西环江远丰糖业有限责任公司100%股份。2007年10月18日, 经全体股东会议决议, 一致同意将广西中达南天糖业投资有限公司其所持有的100%股权转让, 其股份分别以612万元转让给广西富方投资有限公司(占40%股份)、以459万元转让给廊坊市恒安永顺商贸有限公司(占30%股份)、以459万元转让给广西中远投资有限公司(占30%股份)。2008年1月26日三方签订《股权置换协议》, 通过股权置换后, 广西富方投资有限公司持有广西环江远丰糖业有限责任公司100%的股权。

（二）公司经营状况简介

1. 公司主要业务及经营模式介绍

“远丰糖业”的主要业务是甘蔗制糖及其销售, 在制糖过程中, 产生的副产品有甘蔗糖蜜和蔗渣。甘蔗糖蜜是制造酒精的主要原料, 蔗渣可以作为燃料。

2. 公司财务状况及经营成果

“远丰糖业”评估基准日及前三年资产、负债及经营成果如下表:

货币单位: 人民币 万元

科目/年度	2012	2013	2014
一、资产总额	42,459.43	35,032.83	20,126.53
1. 流动资产	33,361.63	24,277.91	10,269.80
2. 非流动资产	9,097.80	10,754.92	9,856.73
二、负债总额	37,855.04	34,330.29	43,822.24

1. 流动负债	34,855.04	31,330.29	43,822.24
2. 非流动负债	3,000.00	3,000.00	0.00
三、股东权益	4,604.39	702.54	-23,695.71
四、营业收入	27,311.80	24,968.48	25,310.85
1. 主要业务收	26,195.12	24,225.59	24,058.72
2. 其他业务收入	1,116.67	742.87	1,252.10
五、投资收益	0.00	-161.78	417.23
六、营业外收入	965.28	715.26	1,009.85
七、营业成本	25,654.13	24,664.18	25,524.06
1. 主营业务成本	25,654.13	24,170.73	24,779.29
2. 其他业务成本	0.00	493.45	744.77
七、营业税金及附加	97.18	133.93	126.03
九、销售费用	838.25	547.92	403.90
十、管理费用	1,829.43	1,798.69	1,714.05
十一、财务费用	2,379.09	2,268.56	3,311.67
十二、资产减值损失	0.00	0.00	19,967.25
十三、营业外支出	52.19	10.51	62.51
十四、利润总额	-2,573.19	-3,901.83	-24,371.54
十五、所得税	35.90	0.00	0.00
十六、净利润	-2,609.09	-3,901.83	-24,371.54

上述财务数据，由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）针对本次经济行为进行了专项审计。并出具了审计报告号为瑞华专审字[2015] 45030008 号的无保留意见审计报告。

3. 主要资产概况

（1）固定资产

固定资产主要为房屋建筑物和机器设备。评估基准日的账面价值如下表：

货币单位：人民币 元

序号	科目名称	账面价值	净值
		原值	
4-6-1	建筑物类合计	42,510,143.94	31,506,120.83
4-6-1-1	房屋建筑物	26,579,870.91	18,170,737.97
4-6-1-2	构筑物及其他	15,930,273.03	13,335,382.86
4-6-2	设备类合计	73,850,350.57	26,967,360.61
4-6-2-1	机器设备	69,790,487.06	26,067,382.58
4-6-2-2	车辆	2,604,609.85	678,198.88
4-6-2-3	电子设备	1,455,253.66	221,779.15
固定资产合计		116,360,494.51	58,473,481.45

(2) 无形资产

无形资产为土地使用权和“环天牌”注册商标和赤砂糖制造专有技术。该注册商标和专有技术，没有账面价值，属于表外资产，注册商标的权利人为“远丰糖业”，目前正在变更登记。

4. 主要财务指标及分析

(1) 偿债能力

指标名称		公式	2012	2013	2014
偿债能力指标	流动比率	流动资产/流动负债	96.0%	77.0%	23.0%
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债	88.0%	72.0%	18.0%
	资产负债率	负债总额 / 资产总额	89.2%	98.0%	217.7%
	利息保障倍数	(税前利润+利息支出) / 利息支出	-0.08	-0.72	-6.36

流动比率和速动比率逐年降低，资产负债率逐年上升，表明偿债能力逐年减弱，2013 年的资产负债率接近 100%，2014 年的负债为资产的两倍多。2013 年和 2014 年的利息保障倍数为负数，利息支付得不到保障。

(2) 资产质量状况

资产质量状况指标	存货周转率	销售成本 / 平均存货	10.5	11.38	12.44
	应收账款周转率	主营收入净额 / 平均应收账款余额	14.41	19.143	2824.87
	流动资产周转率	主营收入净额 / 平均流动资产余额	0.93	0.87	1.47
	固定资产周转率	主营收入净额 / 平均固定资产净额	4.01	4.33	4.25
	总资产周转率	主营收入净额 / 平均资产总额	0.64	0.64	0.92

存货周转率、流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率尚较稳定，2014 年的应收账款周转率很好，表明收现能力强。

(3) 盈利能力

盈利能力指标	总资产报酬率	息税前利润 / 平均资产总额	-0.5%	-5.9%	-209.3%
	净资产收益率	净利润 / 平均净资产	-3804.5%	-147.1%	212.2%
	资本收益率	净利润 / 平均实收资本及资本公积	-5708.4%	-64.6%	-403.5%
	成本费用利润率	利润总额 / 成本费用总额	-8.4%	-13.3%	-78.4%
	主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入	1.7%	0.7%	-1.3%
	成本费用占主营收入的比率	成本费用/主营业务收入	118.0%	118.0%	123.0%
	期间费用占主营收入的比率	期间费用/主营收入	19.0%	18.0%	21.0%

成本费用、期间费用占主营收入的比重逐年增大，盈利能力逐年下降。

(4) 企业发展能力

发展能力指标	营业增长率	本期营业增长额 / 上年同期营业收入总额	5.2%	-4.7%	1.4%
	三年销售平均增长率	(本期主营收入/三年前主营收入) ^{1/3} -1	-66.1%	-66.6%	-67.8%
	资本保值增值率	本期所有者权益 / 年初所有者权益	32.00%	15.30%	-3369.10%
	总资产增长率	本期总资产增长额 / 年初资产总额	7.3%	-17.5%	-42.5%

营业增长率、主营收入增长率、资本保值增长率,除 2014 年营业增值率为正数外,其他及总资产增长率下降或为负增长。企业的发展能力在下降。

5. 人力资源状况

目前,“远丰糖业”员工总人数为 302 人,按年龄、学历、性别、等级、人员流动性、合同签订情况划分情况如下表:

(1) 按学历划分

年龄结构	类别	25 岁以下 (含 25 岁)	26-34	35-44	45-50	51 周岁以上	合计
	人数	21	85	120	57	19	302
	比例	6.95%	28.15%	39.74%	18.87%	6.29%	

(2) 按学历划分

学历结构	类别	硕士及以上	本科	大专	中专、高中、技校	其他	合计
	人数	0	5	43	125	129	302
	比例	0.00%	1.66%	14.24%	41.39%	42.72%	

(3) 按男女分

按性别分析	性别	男性	女性	合计
	人数	207	95	302
	比例	68.54%	31.46%	

(4) 按等级分

按等级分析	类别	高层管理人员	中层管理人员	基层管理人员	其他	合计
	人数	4	26	50	222	302
	比例	1.32%	8.61%	16.56%	73.51%	

(5) 按人员流动分析

人员流动分析	类别	年初总人数	新进	离职	辞退	截止 2 月 3 日人数
	人数	303	2	3		302
	比例(占)年初总人数		0.66%	0.99%	0.00%	99.67%
2015 年 2 月	人员流动率		0.99%			

(6) 按合同签订情况

合同签订情况	类别	二次以上劳动合同
	人数	272
	比例	90.07%

员工工资结构：岗位工资+工龄+奖金，员工最低岗位工资为 1,300 元/月，最高为 1,450 元/月，中层正职最高 3,000 元/月（财务、生产、农业），其它 2,600 元/月（财务、生产、农业副职），副职为 2200 元/月，环江县最低工资标准为 840 元/月。

员工培训情况：近两年只有特种岗位持证上岗人员在停榨期间外送培训；季节工、承包工上岗前进行三级安全培训。

6. 公司税赋情况

“远丰糖业”为在广西环江县注册的企业，公司所得税税率执行国家的西部优惠政策，税率到 2020 年止为 15%；是增值税一般纳税人，增值税税率为 17%。城建税税率 5%，教育附加费 3%，地方教育附加费 2%，水利建设基金 0.1%。从 2014 年 12 月 1 日起，购进农产品——甘蔗作为制糖的原材料，按每吨机制糖 8.22 吨甘蔗核定抵扣量，抵扣税率从 13%变为 17%。

二、宏观经济发展与制糖行业及竞争分析

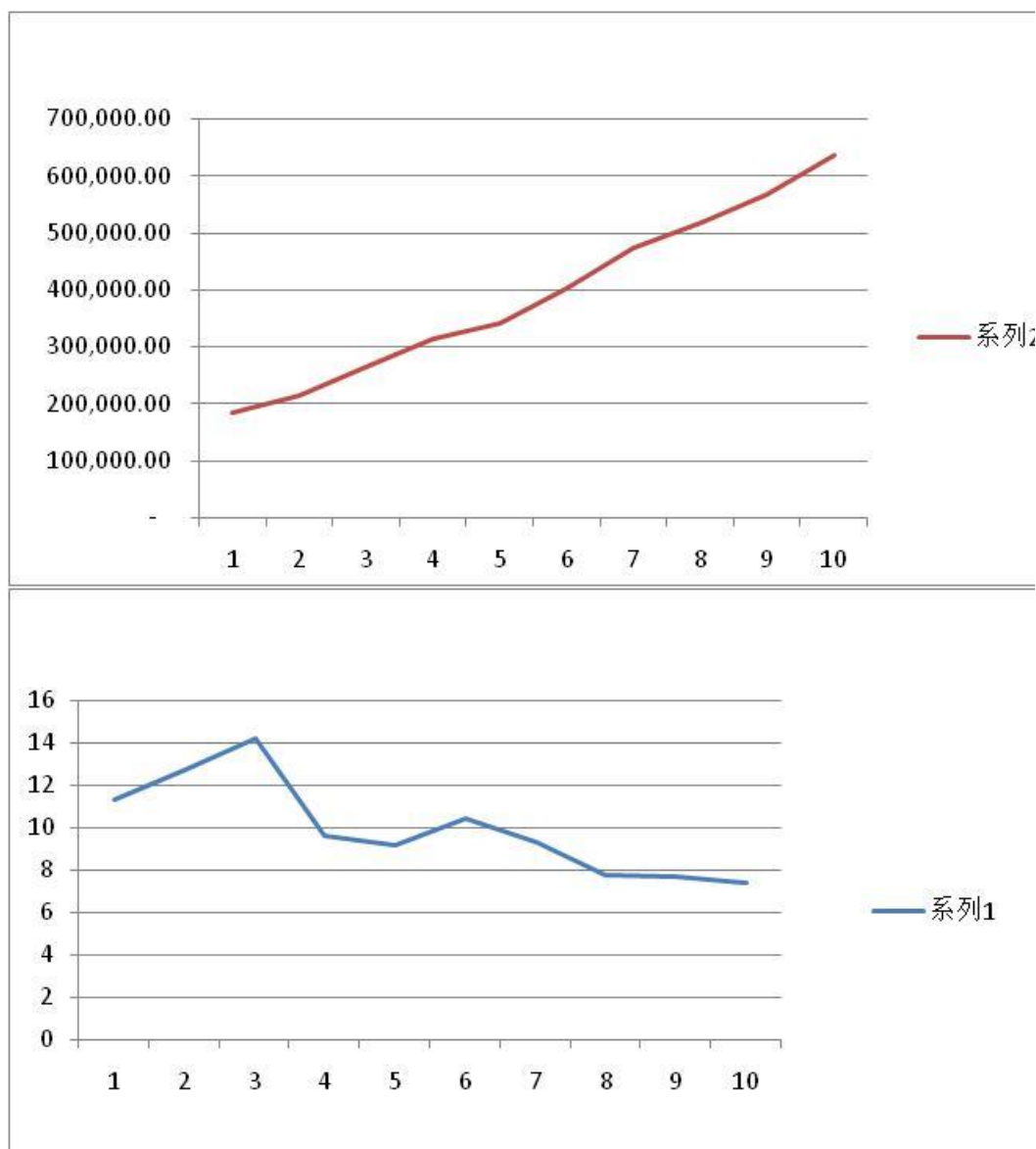
（一）国家宏观经济发展分析

1.国内生产总值（GDP）

各年 GDP 统计数

时间	GDP(亿元)	同比增长率(%)
2005 年	184,937.40	11.3
2006 年	216,314.40	12.7
2007 年	265,810.30	14.2
2008 年	314,045.40	9.6
2009 年	340,902.81	9.2
2010 年	401,513.00	10.4
2011 年	473,104.00	9.30
2012 年	519,322.00	7.80
2013 年	568,845.20	7.70
*2014 年	636,463.00	7.40
平均值		9.96

*注：数据来源，wind 资讯，2014 年数据为暂估值，数据据



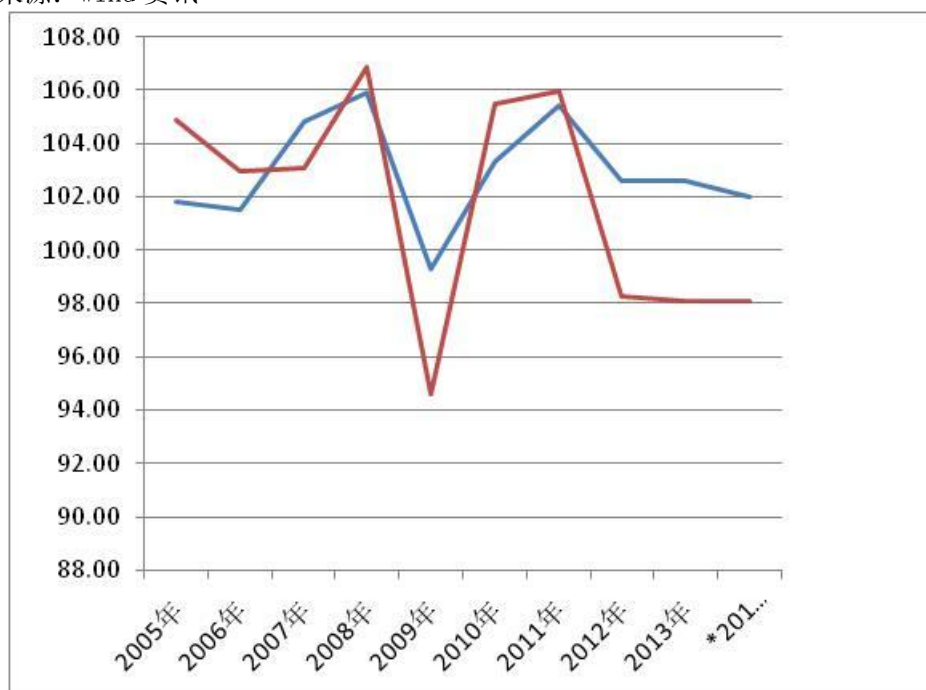
2.物价方面

CPI/PPI 数据

时间	全国居民消费价格总指数(CPI)	全部工业品出厂价格指数(PPI)
2005 年	101.80	104.90
2006 年	101.50	103.00
2007 年	104.80	103.10
2008 年	105.90	106.90
2009 年	99.30	94.60
2010 年	103.30	105.50
2011 年	105.40	106.00
2012 年	102.60	98.30
2013 年	102.60	98.10
*2014 年	102.00	98.10
平均值	102.90	101.77

*注：2014 年数据为暂估值

数据来源：Wind 资讯



从上图、表数据中可以看出，通货膨胀在过去 9 年时间内经历了一个波动周期。从 1978 年到 2013 年，平均年通胀率 CPI 大约为 2.9%；全部工业品出厂价格指数平均值为 1.77%。全部工业品价格，在 2005 年至 2011 年呈上升状态，2011 年后出现下降趋势。

（二）行业分析

1. 制糖行业介绍

制糖业是利用甘蔗或甜菜等农作物为原料，生产原糖和成品食糖及对食糖进行精加工的工业行业。糖料一般春季生长，10 月开始收获。制糖企业每年从 11 月开榨到第二年 4 月底 5 月初停榨，为一个生产周期，称为一个榨季。原料采购和生产呈现季节性和阶段性，而销售则是全年进行。中国是食糖第四大生产国(位于巴西、印度、欧盟之后)，我国食糖生产相对集中，甘蔗糖产区以广西、云南和广东为主，产量占食糖总产量的 90%以上。甜菜糖产区以新疆、黑龙江和内蒙古为主。2007 年广西区产量占全国的 58.49%，居全国第一位，云南区和广东区分别列二、三位。

作为典型的资源型行业，糖价是判断制糖行业是否景气的最主要的指标，回顾 1991 年国务院决定改革食糖流通体制、放开食糖价格以来，国内的食糖价格波动明显。这也是将制糖行业定义为周期性行业的主要原因。国内糖价的最低点出现在 1992 年，价格为 1500 元/吨；2006 年 2 月，国内食糖价格创出 5400 元/吨的历史新高。糖价的波动主要是由供求关系所决定的。

食糖的需求来源于家庭需求和工业需求，两者占比分别为 25% 和 75%。伴随着人民生活水平的提高和城市化进程的加快，我国食糖人均消费水平呈现逐步上升态势。城镇居民的食糖支出和消费性支出均上升明显。事实上，我国食糖人均年消费量仅有 8.6 千克；而世界的平均水平是 21 千克，与我们有着相似饮食习惯的台湾和香港地区也分别达到 23.90 千克和 31.00 千克。2001 年 12 月国务院公布的《中国食物与营养发展纲要（2001—2010）》明确了 2010 年中国食物与营养发展总体目标：为保障合理的食糖摄入量，到 2010 年达到城乡居民每年消费食糖 10 千克、农村居民每年消费食糖 8 千克的目标，即人均每年食糖摄入量为 9 千克，按 14.3 亿人口计算，2010 年我国的食糖年消费量可望达到 1400 万吨以上，以 2006 年我国消费 1100 万吨计算，到 2010 年平均年复合增长率为 6.21%。

另一方面，制糖业最重要的下游产业是食品工业。近年来，食品制造和加工行业的销售收入保持平均 15% 以上的稳定增长，从而导致工业用糖迅速增加。具体细分，食品工业主要包括饮料制造业，饼干制造业，糖果、果冻制造业，罐头制造业和乳制品制造业。展望未来，随着人们消费习惯的改变和消费水平的提高，食品工业仍将维持稳定的增长态势。从 00/01 榨季到 06/07 榨季，我国食糖的总需求由 850 万吨上升至 1100 万吨，年复合增长率达到 6.65%。即使考虑因高糖价导致的消费需求减少的可能性，未来三年食糖需求仍将保持 5%—8% 的增长。

2. 制糖行业发展状况及风险分析

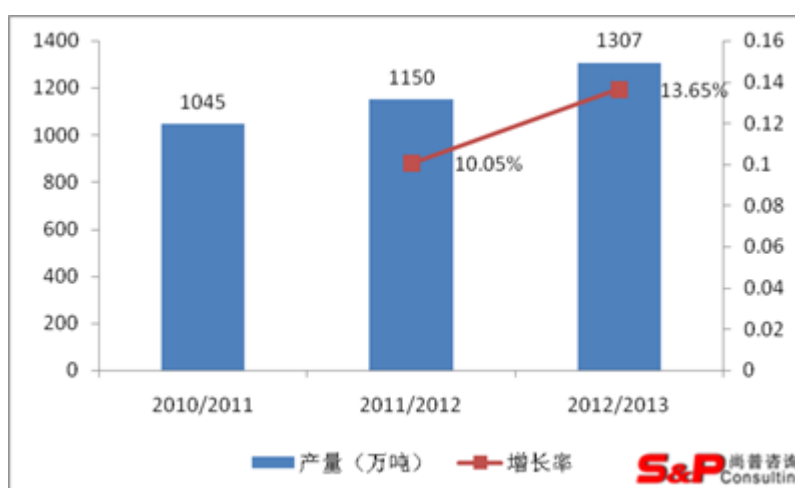
2000 年我国制糖业进行了史无前例的结构调整，国家拿出 120 多亿资金关闭破产 150 家制糖企业。经过结构调整，淘汰落后生产能力，积极推进糖料生产的集约化经营，推广先进技术，降低生产成本，使制糖成本接近国际先进水平。2003 年以来，我国制糖行业进入一个新的发展周期，效益水平上升较快，销售收入增幅快速提高。2006 年在糖价上涨的带动下，我国制糖业销售收入继续保持高速增长，全年实现销售收入 473.27 亿元，增长 33.93%。同时，经过结构调整、发展规模制糖、推广甘蔗良种、科技投入、科学管理、降低税费等一系列措施配合，制糖行业近几年利润也大幅提升。

尚普咨询行业分析师指出：2012 年全国规模以上制糖企业 290 家，实现工业总产值 1200.23 亿元，比上年增长 17.3%，占食品工业总产值的 1.34%。生产成品糖 1406.80 万吨，同比增长 18.50%。年末库存比年初减少 0.8%，产品销售率 100.1%。同期我国食糖进口创出新高。全年进口 374.70 万吨，价值 22.40 亿美元，进口量相当于同期我国食糖产量的 27.0%。

2012-2013 年,制糖期全国共生产食糖 1306.84 万吨,比上一制糖期多产糖 155.09 万吨,其中,产甘蔗糖 1198.34 万吨;产甜菜糖 108.5 万吨。2012/13 年制糖期全国累计销售食糖 1117.86 万吨,累计销糖率 85.54%,其中,销售甘蔗糖 1027.41 万吨,销糖率 85.74%,销售甜菜糖 90.45 万吨,销糖率 83.36%。2012/2013 年制糖期中国食糖进口维持在较高水平,整个制糖期进口食糖 366.13 万吨。2013/2014 制糖期已于 2014 年 7 月底截至,全国累计产糖 1331.8 万吨,比上制糖期增加 24.96 万吨,同比增长 1.91%。本制糖期全国累计销售食糖 906.73 万吨,全国累计销售率 68.08%,全国食糖工业库存 425.07 万吨。

我国蔗糖产量占比 90%,其余为甜菜糖。从种植面积看,我国甘蔗种植面积约 2400 万亩,占比 88%,甜菜种植面积约 300 万亩,占比约 12%。甘蔗的每亩食糖产出率略高于甜菜。

2010/2011-2012/2013 榨期中国食糖产量变化图



数据来源：中国产业投资决策网

尚普咨询产业投资决策网 (www.cu-market.com.cn 微信: spzx-bj) 发布的《2014-2018 年中国制糖行业预测及投资策略研究报告》显示,2012 年 1 月 12 日发布的《食品工业“十二五”发展规划》对制糖工业做了较为详细的部署,提出了主要发展目标:到 2015 年,食糖产量 1600 万吨左右,日处理糖料能力达到 121 万吨。《规划》还强调了“十二五”时期制糖行业要加快推进现代产业体系建设、糖料种植现代化步伐,以及加强政府对食糖市场的宏观调控等内容。未来随着人口数量及人均国民生产总值的快速持续增长,我国食糖消费也将快速增长。

制糖行业的风险主要体现在:

(1)原料风险：制糖产业是对原材资源依存度比较高的产业，有原料作基础，制糖企业才能做强做大，才能在竞争中处于优势。甘蔗和甜菜是生产白砂糖的原料，假如糖厂收不到足够原料，或者糖厂之间抢购原料而发生抬价都会对糖厂产生负面影响。另外，政府对甘蔗收购有规定最低价或者规定收购价与产区糖价联动，企业在遇到糖价下跌时可能受到甘蔗收购价上升不利影响。

(2)糖价风险：食糖批发价对糖厂盈利影响极大。糖价波动取决于很多因素，比如天气、自然灾害、国内和国际因素，这些供需变动因素皆非企业能控制。国内糖业企业集中度低，单个企业对糖价影响力有限。

(3)环保风险：糖厂必须符合政府环保政策的要求，随着环保标准的不断提高，企业潜在成本有可能转为真实成本。

(4)政策风险：制糖行业是基础产业和传统产业，其不仅面临宏观经济波动风险，还面临宏观调控、贸易政策调整、汇率政策等方面的政策风险。同时关联行业的发展变化也会对行业造成影响。

3. 进口糖对国内糖市的影响分析

(1) 媒体分析

2014-09-03 国际商报指出，关于国内食糖价格下挫，消费不旺，业界长期存在的一种观点是：由于内外糖价差较大，进口外糖有较大利润，刺激进口糖大量增多。而大量涌入的低价外糖对国内糖市造成了冲击。但从今年前 7 个月的海关数据看，我国食糖进口量、额齐降，随着内外糖联动性的增强，国际国内糖价都在下跌，内外糖价差进一步收窄。有业内人士认为，配额内进口食糖的利润在缩减，而配额外进口食糖的企业则面临亏损，当前进口糖对国内糖市的冲击力度明显减小。前 7 个月食糖进口下降。海关数据显示，今年 2014 年 1-7 月我国进口食糖 167.2 万吨，同比下降 5.4%，进口额 7.5 亿美元，同比下降 12.6%。据了解，我国食糖进口主要以一般贸易为主，占进口总量的 81.1%，保税仓库进出境货物占 15.1%。今年 1~7 月我国进口食糖占进口关税配额的 86.0%，同比下降 4.1 个百分点。2014 年我国食糖进口配额仍为 194.5 万吨。1~7 月我国从巴西进口的食糖最多，占全国进口量的 63.1%，其次是古巴、韩国、泰国等国家。同期，我国进口甘蔗 99.0 万吨，同比增长 13.9%；进口甜菜籽 236.4 吨，同比下降 63.7%。

国际糖业组织(ISO)预测称，2014~2015 年全球糖产量预计增长 0.6%至 1.838 亿吨，消费将增长 2.4%至 1.824 亿吨，食糖国际贸易进口量将下降 1.8%至 5660 万吨。

卓创资讯白糖分析师郭兆庆表示，最近业界所谓进口糖增多是累积的效果，并不是突然增多的。“比如今年 3~4 月份企业进口外糖有利润，就会大量下单进口，历时一个月的时间外糖陆续抵港，累积效果会显示进口糖在增多。而现在的利润很微薄，企业自然会减少外糖的进口，那么接下来的一个趋势就是进口糖数量将慢慢走低。”

内外糖价差缩小，日前，据发改委网站消息，食糖内外价差有所缩小。7 月份，进口加工成品糖平均成本 4185 元/吨，比广东销区糖价低 574 元/吨，价差比 6 月收窄 42 元/吨。另据 ISO 方面消息，受全球糖业丰收、食糖库存超过 4550 万吨历史纪录影响，纽约当前食糖期货价格为每磅 15.75 美分，比 2011 年的近 30 年来高点下降了 50%。市场预计未来 12 个月内食糖价格将回升至每磅 22 美分。

（2）食糖进口数量与价格情况分析

①年进口数量分析

年度	进口量（吨）	增长率%
2010	1,766,114.00	
2011	2,919,626.00	65.31
2012	3,747,374.00	28.35
2013	4,543,487.00	21.24
2014	3,486,118.30	-23.27

数据来源：Wind 资讯

从上述数据知道，从 2010 年到 2013 年，年进口总量在增加，增长比率在下降，2014 年负增长，从数量上看，从 2014 年开始，进口糖对国内制糖行业的冲击在减弱。

②月进口量与平均单价分析

年度/月份	进口数量(吨)	增长率%	单价（美元/吨）	增长率%
2012-01	141,768.00		621.93	
2012-02	94,164.00	-33.6	590.31	-5.1
2012-03	263,321.00	179.6	638.42	8.1
2012-04	311,091.00	18.1	621.06	-2.7
2012-05	254,046.00	-18.3	655.37	5.5
2012-06	380,138.00	49.6	628.63	-4.1
2012-07	398,023.00	4.7	610.40	-2.9
2012-08	583,366.00	46.6	584.31	-4.3
2012-09	585,699.00	0.4	562.66	-3.7
2012-10	339,658.00	-42	592.45	5.3
2012-11	127,738.00	-62.4	565.89	-4.5
2012-12	268,362.00	110.1	546.47	-3.4
2013-01	243,038.00	-9.4	508.46	-7

2013-02	80,000.00	-67.1	564.66	11.1
2013-03	205,300.00	156.6	496.10	-12.1
2013-04	360,084.00	75.4	473.15	-4.6
2013-05	338,068.00	-6.1	482.75	2
2013-06	40,891.00	-87.9	535.45	10.9
2013-07	499,719.00	1122.1	470.23	-12.2
2013-08	566,100.00	13.3	446.76	-5
2013-09	590,000.00	4.2	435.12	-2.6
2013-10	709,873.00	20.3	432.67	-0.6
2013-11	475,714.00	-33	428.84	-0.9
2013-12	434,700.00	-8.6	428.12	-0.2
2014-01	288,678.55	-33.6	435.97	1.8
2014-02	163,752.88	-43.3	437.82	0.4
2014-03	411,131.71	151.1	442.88	1.2
2014-04	272,615.79	-33.7	441.04	-0.4
2014-05	173,216.21	-36.5	482.77	9.5
2014-06	82,529.65	-52.4	528.39	9.5
2014-07	280,846.42	240.3	449.77	-14.9
2014-08	366,367.95	30.5	425.12	-5.5
2014-09	364,719.93	-0.4	425.69	0.1
2014-10	416,427.99	14.2	397.71	-6.6
2014-11	303,951.96	-27	393.01	-1.2
2014-12	361,879.27	19.1	400.51	1.9
2015-01	385,347.85	6.5	382.01	-4.6

数据来源：Wind 资讯

从上述数据可以看出，从 2012 年 1 月份到 2015 年 1 月份，进口糖的单价几乎每月在下跌，2015 年 1 月跌到了每吨 382.01 美元，这是从 2012 年以来的月平均最低价。从进口价格上看，外糖的利润空间在减少。

4. 行业毛利率分析

中国上市公司具有制糖概念的上市公司为南宁糖业、贵糖股份、华资实业和中粮屯河。2005 年—2013 年，上述企业机制糖的毛利率百分比列表如下：

企业/年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	平均
南宁糖业	26.59	30.19	23.35	16.30	22.72	24.86	23.78	13.56	12.59	21.55
贵糖股份	26.42	11.70	19.35	7.60	11.53	29.03	31.07	12.19	4.92	17.09
华资实业	21.37	4.34	0.00	0.00	0.00	0.00	0.200	0.000	0.000	2.88
中粮屯河		41.07	35.18	23.07	14.98	30.84	24.74	19.53	6.88	24.54

数据来源：Wind 资讯

南宁糖业作为全国甘蔗制糖的标杆企业，历史平均毛利率为 21.55%，最高值为 2010 年的 24.86%，2012-2013 年跌到 13% 左右。南宁糖业 2010 至 2013 年机制糖的平均毛利率为 18.7%。

5. 国内食糖价格走势分析

2004 年 12 月 30 至 2014 年 12 月 31 日国内食糖现货价格走势



数据来源: Wind 资讯

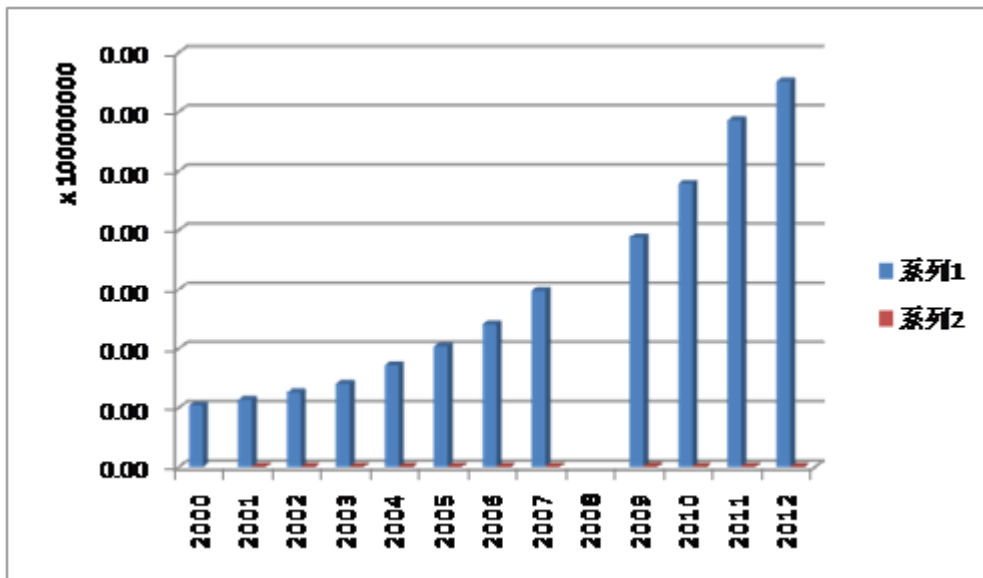
从上图看出，食糖价格从 2004 年底开始到 2011 年底，呈波浪式上升，2011 年最高峰达到约 8,000 元。2012 年开始下跌，跌到了 2014 年 11 月 25 日的 4,240 元后，开始缓慢上升，2014 年底上升到了约 5,000 元。

（三）区域经济分析

“远丰糖业”所在地为广西河池市环江县，属于广西壮族自治区通过河池市管辖的县。

1. 广西国民经济总值（2000 年至 2012 年）发展情况

表名	国内生产总值:收入法:广西(年)	
指标名称	广西:地区生产总值:收入法	
频率	年	
单位	亿元	
时间区间	1993:2012	
来源	国家统计局	
更新时间	2013-10-22	增长率%
2000	2,080.04	
2001	2,279.34	9.6
2002	2,523.73	10.7
2003	2,821.11	11.8
2004	3,433.50	21.7
2005	4,075.75	18.7
2006	4,828.51	18.5
2007	5,955.65	23.3
2009	7,759.16	30.3
2010	9,569.85	23.3
2011	11,720.87	22.5
2012	13,035.10	11.2



2. 近年环江县甘蔗种植情况

(1) 2011 年/2012 年榨季甘蔗收成及入榨情况

11_12 榨季				
截止日期:	2012 年 06 月 08 日			
乡镇号	乡镇名称	面积(亩)	总入榨量(吨)	平均单产
01	思恩	26,524.17	85,186.78	3.2
02	大才	1,859.00	5,849.63	3.1
03	水源	10,254.30	30,674.72	3.0
04	洛阳	47,516.14	153,841.64	3.2
05	明伦	5,810.40	13,359.64	2.3
06	大安	19,883.69	56,165.77	2.8

07	长美	11,796.43	29,659.23	2.5
09	川山	10,493.10	33,460.27	3.2
10	东兴	590.20	2,389.51	4.0
11	下南	851.90	1,865.88	2.2
13	驯乐	2,888.84	6,564.30	2.3
14	龙岩	409.30	997.78	2.4
合计		138,877.47	420,015.16	3.0

数据来源：远丰糖业

(2) 2012/2013 榨季甘蔗收成及入榨情况

12_13 榨季				
截止日期：	2013 年 04 月 04 日			
乡镇号	乡镇名称	面积（亩）	总入榨量（吨）	平均单产
01	思恩	24,811.00	85,546.72	3.4
02	大才	1,560.08	5,141.87	3.3
03	水源	10,516.53	34,860.08	3.3
04	洛阳	44,811.24	151,827.95	3.4
05	明伦	5,371.03	16,001.48	3.0
06	大安	16,456.63	53,514.91	3.3
07	长美	11,045.37	35,842.65	3.2
09	川山	11,773.74	37,428.17	3.2
10	东兴	1,193.65	3,993.17	3.3
11	下南	891.06	2,346.70	2.6
13	驯乐	2,556.79	16,871.87	6.6
14	龙岩	822.79	1,328.91	1.6
合计		131,809.91	444,704.46	3.4

数据来源：远丰糖业

(3) 2013/2014 榨季甘蔗收成及入榨情况

13/14 榨季				
截止日期：	2014 年 04 月 30 日			
乡镇号	乡镇名称	面积（亩）	总入榨量（吨）	单产（万吨/亩）
01	思恩	20,626.72	80,944.16	3.9
02	大才	1,276.20	5,872.67	4.6
03	水源	10,044.26	42,193.86	4.2
04	洛阳	39,641.68	161,079.29	4.1
05	明伦	4,466.00	14,755.27	3.3
06	大安	13,625.30	52,228.03	3.8
07	长美	9,522.36	41,822.92	4.4
09	川山	10,659.90	43,158.60	4.0
10	东兴	1,119.56	4,565.64	4.1

11	下南	870.67	2,014.38	2.3
13	驯乐	4,627.53	18,913.56	4.1
14	龙岩	380.56	1,325.18	3.5
合计		116,860.74	468,873.56	4.0

数据来源：远丰糖业

虽然从 2011/2012 榨季到 2013/2014 榨季，种植面积在减少，但甘蔗量逐年增加。

三、评估方法简介

收益法是基于一种普遍接受的原则。该原则认为一个企业的整体价值可以用企业未来现金流的现值来衡量。收益法评估中最常用的为折现现金流模型，该模型将资产经营产生的现金流用一个适当的折现率折为现值。

企业价值评估中的收益法，是指通过将被评估企业预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估思路。收益法的基本公式为：

$$E = B - D$$

式中：E—被评估企业的股东全部权益价值；D—评估对象的付息债务价值；B—被评估企业的企业价值：

$$B = P + \sum C_i$$

式中： $\sum C_i$ —被评估企业基准日存在的长期投资、其他非经营性或溢余性资产的价值；P—被评估企业的经营性资产价值：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n}$$

式中：R_i—被评估企业未来第 i 年的预期收益(自由现金流量)；r—折现率；n—评估对象的未来预测期。

对于全投资资本，上式中 R_i=净利润+折旧/摊销+税后利息支出—营运资金增加—资本性支出

四、评估假设前提

本次评估是建立在一系列假设前提基础上的。下面是其中一些主要的假设前提：

1. 本次评估以持续经营为前提。持续经营在此是指被评估单位的生产经营业务可以按其现状持续经营下去，并在可预见的未来，不会发生重大改变。
2. 本次评估的价值类型是市场价值，不考虑本次评估目的所涉及的经济行为对企业经营情况的影响。
3. 本次评估基于现有的国家法律、法规、税收政策以及金融政策，不考虑评估基

准日后不可预测的重大变化。

4. 本次评估基于被评估单位未来的经营管理团队尽职,并继续保持现有的经营管理模式经营,被评估单位的经营活动和提供的服务符合国家的产业政策,各种经营活动合法,并在未来可预见的时间内不会发生重大变化。

5. 本次评估基于评估基准日现有的经营能力,不考虑未来可能由于管理层、经营策略和追加投资等情况导致的经营能力扩大。

6. 本次评估预测是基于现有市场情况对未来的合理预测,不考虑今后市场发生目前不可预测的重大变化和波动。如政治动乱、经济危机、恶性通货膨胀等。

7. 本次评估假设委托方及被评估单位提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整。

8. “远丰糖业”属于季节性企业,假设企业自由现金流量平均放在一年的中间。

9. 假设“远丰糖业”现有的财税政策基本保持不变;享受少数民族地区的贴息政策不变。

当上述条件发生变化时,评估结果一般会失效。

五、财务报表的审查与调整

所谓财务报表的审查与调整是指评估人员对被评估单位提供的财务报表进行必要的审查,对其资产和收益项目根据评估的需要进行分类或调整。

1. 非经营性资产分析

(1) 非经营性资产

非经营性资产在这里是指对被评估单位主营业务没有直接“贡献”的资产。我们知道,企业不是所有的资产对主营业务都有直接贡献,有些资产可能对主营业务没有直接“贡献”,如可供出售金融资产、生物性质的资产、闲置尚未开发利用的土地资产等。付息债务大约有 3.07 亿元人民币,且从 2013 年开始,远丰糖业从客户中进行了融资,最高的年利率达到了 21.6%,最低的也达到 14.4%,资金比较紧张,所以没有溢余货币资金。

企业的可供出售的金融资产是企业将自身的资产通过让渡给其他人拥有或使用,而本身收取投资收益。上述投资收益与自身的主营业务没有直接关系,因此作为针对企业主营业务来说为非经营性资产。

非经营性资产的另一种形态为暂时不能为主营业务贡献的资产或对企业主营业务没有直接影响的资产,如在建工程、超常持有的现金和等价证券、长期闲置资产等。

根据企业提供的评估基准日经审计的资产负债表，我们发现企业评估基准日存在非经营性资产情况为：

①可供出售金融资产

截止评估基准日，被评估单位资产负债表上列明的可供出售金融资产为 1,800 万元，被投资单位是广西鹿寨农村合作银行，它与本企业的经营是没有直接联系的，针对本企业主营业务来说，为非经营性资产。

②闲置的土地

在土地使用权中，环江思恩国用（2012）字第 0269 号农业部后面小岛的 30.66 亩土地，属于商业用地，原入账价值 9,174,609.61 元，净值 8,716,533.19 元，尚未开发利用，与“远丰糖业”的经营业务没有直接关系，在实际生产中不直接发挥作用，因此，将其作为非经营性资产。

③绿化树木

该生物性质的资产是 2013 年“远丰糖业”购置回来，主要种植于“远丰糖业”周边的香樟树等，与企业的经营没有直接关系，列为非经营性资产。该资产原值 3,664,441.57 元，净值 3,587,135.81 元。

④非经营性负债

非经营性负债为其他应付款中的一些与企业经营没有关系的应付款项，共 45.33 万元，列表如下：

10/11 榨季代开修路发票款	15,279.70
11/12 代扣修路款	515.70
11/12 榨季代开修路发票款	33,307.31
12/13 代扣修路款	8,931.23
12/13 榨季代开修路发票款	33,722.76
13/14 代扣修路款	74,902.03
13/14 榨季代开修路发票款	155,894.31
14/15 榨季代扣修路款	77,223.46
洛阳市亨宇商贸有限公司	18,210.70
柳州市超洋塑料编织袋厂	1,416.60
湛江市裕丰电力设备有限公司	1,000.00
贵州荔波县九曲湾制糖有限公司	1,183.56
江西广源商贸有限公司	270.10
广西恺山糖业有限公司	1,391.70
南京忠来果品食杂有限公司	117.80
广西马山县华宇纸业有限公司	10,000.00
代收赔款	545.18
代扣运蔗司机罚款	3,900.00

代扣/代收款项	14,457.52
方镇春	1,000.00
合计（万元）	45.33

(2) 非经营性资产净值

“远丰糖业”的非经营性资产，经单独评估后的价值列表如下：

单位：万元

序号	项目	非经营资产、负债		非经营资产、负债	
一	非经营性资产	账面原值	账面净值	评估原值	评估值
1	可供出售金融资产	1,800	1,800	1,800	1,800
2	土地使用权	917.46	871.65		5,104.58
3	生物性质的资产	366.44	358.71	366.44	366.44
	合计	3,089.9	3,030.37		7,271.02
二	非经营性负债				
1	其他应付款	45.33	45.33	45.33	45.33
合计		45.33	45.33	45.33	45.33
三	非经营性调整净值		2,985.04		7,225.69

(3) 坏账准备

“远丰糖业”计提了坏账准备的应收款项，认为回收的风险比较大，评估值为0。

具体如下表：

1) 应收账款

序号	单位	金额（元）
1	广西糖网	13,474.21
2	广西喀斯特生物肥业有限公司	77,175.00
3	安徽博盛食品贸易有限公司	1,632,000.00
4	中糖世纪股份有限公司河南分公司	667,440.00
5	李雍	267,170.00
6	合计	2,657,259.21

2) 其他应收款

序号	单位	金额（元）
1	广西富方投资有限公司	186,692,819.60
2	广西喀斯特生物肥业有限公司	7,212,297.23
3	陈林波	1,002,000.00
4	广西德保华宏糖业有限公司	600,000.00
5	胡华广	560,000.00
6	糖厂留守办	396,912.09
7	郑峰	272,049.75
8	中糖世纪股份有限公司河南分公司	256,305.10
9	黄飞鸿	109,182.33
10	王二世	80,354.50

11	成都倍特期货经纪有限公司南宁营业部	26.77
12	贵州荔波县九曲湾制糖有限公司	41,084.25
13	山东中糖发展有限公司	40,906.00
14	周亚	24,052.00
15	2010 年蔗种及化肥贷款	22,973.32
16	梁恒林	20,054.00
17	汇款差异	18,238.36
18	庞沛	13,310.72
19	田永高	4,536.00
20	陆安候	3,000.00
21	莫江	2,598.00
22	覃继稳	2,417.60
23	环江建设工程质量监督站	1,000.00
24	环江县公安局治安警察大队	800.00
25	覃宁运	787.51
26	江荣德	467.57
27	周彬婷	415.62
28	县劳动保险所	281.88
29	覃景洪	200.00
30	邓春雷	94.81
31	1112 蔗农预支款	69.92
合计		197,379,234.93

2. 负息负债

所谓负息负债是指那些需要支付利息的负债，包括银行借款、发行的债券、融资租赁的长期应付款等。负息负债还应包括其他一些融资资本，这些资本本应该支付利息，但因为是关联方或由于其他方面的原因而没有支付利息，如预收账款、其他应付款等。根据“远丰糖业”评估基准日的资产负债表负息负债包括：

短期借款：	23,200.00 万元
一年内到期的非流动负债	3,000 万元
预收账款（有息）：	4,500 万元
应付利息	115.59 万元
合计：	30,815.59 万元

六、评估预测说明

（一）收益期与预测期

收益期取永续年限。考虑到“远丰糖业”的所得税享受国家“西部大开发”的收优惠政策，所得税税率 15% 的国家的政策优惠期到 2020 年。2020 年以后的税率是否能继

续延续，尚未能确定，所以预测期时间段为 2015—2020 年，共 6 年。

（二）对未来六年（2015--2020）及永续期的收益预测

对预测期及永续期收益的预测，是根据“远丰糖业”管理当局以及委托方根据行业的发展态势，结合“远丰糖业”的实际情况来进行的。评估人员分析了“远丰糖业”管理当局和委托方提出的预测数据，并与“远丰糖业”管理当局、委托方讨论了有关预测的假设前提及预测过程和数据。基本采纳了委托方南宁糖业股份有限公司与“远丰糖业”的共同预测数据。

1. 营业收入预测

企业的主营业务主要来源于白砂糖、红糖的销售收入，其他业务收入为甘蔗糖蜜和蔗渣收入

（1）主营业务收入预测

“远丰糖业”2013 年和 2014 年分别外购了 7,490.55 和 3,912.00 吨的白砂糖。此次预测，根据行业的发展情况，不考虑外购糖的业务。

1) 产量预测

评估人员首先分析国家宏观经济以及制糖行业的历史状况和发展趋势，结合“远丰糖业”的历史产量数据，以及“远丰糖业”管理当局提供的产量预测数据，再分析“远丰糖业”的原料来源及当地甘蔗的种植发展情况、企业的装备情况、政府的扶持政策等，预测远丰糖业的未来产量。

①历史甘蔗量及糖产量

项目	13/14 榨	12/13 榨	11/12 榨	10/11 榨	09/10 榨	08/09 榨	07/08 榨	平均数
榨蔗量(T)	468,762.	444,707.	420,015.	467,646.	464,571.	601,412.	629,584.	499,528.
产糖量(T)	53,342.3	47,802.9	43,332.0	52,395.6	57,291.8	69,511.6	72,464.4	56,591.5
其中:白糖	45,523.3	40,756.4	38,661.3	52,170.9	53,489.4	69,429.3	71,636.0	53,095.2
赤砂糖	9,198.85	8,290.05	5,494.95	264.3	4,473.45	96.8	974.51	4,113.27
产糖率%	11.38%	10.75%	10.32%	11.20%	12.33%	11.56%	11.51%	11.29%

平均年榨甘蔗量 50 万吨左右，年均产糖量 5.66 万吨。

②甘蔗量及产糖率预测

“远丰糖业”过去 10 年平均年榨甘蔗量 50 万吨左右，最高榨季达到 60 万吨左右。由于受糖价低迷的影响，近两年蔗农积极性受到比较大影响。预计 2015 年甘蔗量 43.86 万吨，2016 年甘蔗量 30 万吨，2017-2020 年甘蔗量分别为 32 万吨、42.7 万吨、52 万吨、55 万吨；永续期甘蔗总量在 53 万吨。

“远丰糖业”的历史平均产糖率约 11.29%，最高达到 12%左右。据我们的了解，“远丰糖业”存在一定的管理不善，甘蔗存放在蔗田的时间过长，导致甘蔗尾巴发黑、甘蔗新鲜度下降，产糖率受到一定的影响。正常情况下，产糖率大约在 11.6%左右。

机制糖产量=甘蔗量×产糖率。赤砂糖的产量折合成白砂糖产量的系数为 0.85。

③销售量和预测的销售量请见附件《产品销售量预测表》10-1

2) 销售单价预测（税前）

评估人员首先分析远丰糖业的历史销售单价情况，根据上述行业分析，以及“广西糖网”、“郑州期货”网站公布的糖价行情，2015 年 1 月 23 日开始，白砂糖的期货合约成交价超过了 5,000 元/吨。考虑外来糖对中国制糖行业的影响以及制糖行业的周期性，“远丰糖业”的赤砂糖品质比较好，售价比同行业的高，价格稳定在 5,000 元/吨—5,200 元/吨左右。2012 年至 2014 年历史糖价及预测的糖价在 2015—2020 年的结果，请见《产品销售平均单价预测表》表 10-2。

3) 主营业务收入

主营业务收入=销售量×单价（含税）/1.17，主营业务收入的历史及预测结果，请见附件《营业收入预测表》表 10。

（2）其他业务收入预测

其他人收入为甘蔗糖蜜和蔗渣的收入。根据“远丰糖业”提供的资料及行业数据，甘蔗糖蜜的产出率为甘蔗量的 4%，蔗渣的产出率为甘蔗量的 6%，蔗渣可以卖，也可以作为自己的燃料。目前甘蔗糖蜜的销售单价（税前）为 850 元/吨，蔗渣的销售单价（税前）为 370 元/吨，甘蔗糖蜜产量=甘蔗量×4%，蔗渣产量=甘蔗量×6%。

其他业务收入=年产量×单价/1.17

其他业务收入历史及预测结果，请见附件《营业收入预测表》表 10

（3）营业收入预测结果

通过上述分析，“远丰糖业”未来营业收入的预测结果，请见附件 10。

2. 营业成本预测

“远丰糖业”的营业成本主要包括甘蔗成本及甘蔗运杂费、甘蔗奖励基金、甘蔗扩种发展补贴、维修费、工资费用、榨区公路维修等。

制糖主要原材料的甘蔗价格，按河池市物价局、河池市农业局、河池市糖业发展局联合发布的河价格（2015）2 号文件，14/15 榨季实行糖价与甘蔗收购价的联动政策，当糖价小于等于 5,270 元/吨时，按每吨甘蔗 410 元定价，优良品种可以加价 30 元每吨。

远丰糖业的良好甘蔗约占 17%。当糖价大于 5,270 元/吨时，大于部分，按 6%增加甘蔗的收购价。

甘蔗的进项税，按广西地方税务局文件，按每吨糖折算 8.22 吨甘蔗作为计算进项税抵扣的依据。

另外，由于产量的增加，需对蔗农进行奖励的基础上才能实现。按照历史及行业实情，政府规定的甘蔗价加上奖励给蔗农的奖励基金、扩种补贴，从 2016 年开始，在原来的基础上，**每吨甘蔗增加 30--20 元左右补贴给蔗农。**

评估人员在“远丰糖业”管理当局提供的成本费用预测的基础上，不考虑外购糖的经营业务及期货业务，通过对企业历史营业成本明细的分析以及有关甘蔗收购的文件规定，并根据上述白砂糖和赤砂糖预测的销售量，历史及预测的营业成本，请见附件《营业成本预测表》表 11。

3. 营业税金及附加预测

营业税金及附加，包括城建税 5%、教育附加 3%、地方教育附加 2%、水利基金 0.1%。除水利基金按营业收入作为基数计算外，其它按缴纳的增值税作为基数计算。评估人员分析了 2012、2013 年和 2014 年的增值税的实际缴纳金额和销项税、进项税、应交增税情况。根据预测的营业收入、营业成本销项税和进项税，计算预测期的应交增值税，计算实际应缴纳的增税。然后，按营业税金及附加的税目计算各税金。预测结果请见附件《营业税金及附加预测表》表 12。

4. 销售费用预测

销售费用主要包括运费、仓储费、包装物等。2013、2014 年“远丰糖业”有外购糖，运输费、仓储费都比较大，我们分析了“远丰糖业”的销售费用预算情况，参照变动的销售费用于销售量的比率关系；另外，“远丰糖业”的销售费用中没有人员工资费用，这是非正常因素。经与“远丰糖业”有关人员协商，认为应该增加 3 人，每年人均工资约 6 万元左右。销售费用的历史及预测结果，请见附件《销售费用预测表》表 13。

5. 管理费用预测

管理费用主要核算的是管理人员的工资、交际应酬费、无形资产摊销、财产保险费、职工培训费、土地使用税、“五险”等。其中，“五险”按广西标准基数计提，按全厂职工的 302 人，再加上销售部门增加的 3 人，共 305 人计算。

对历史管理费用水平进行分析，参考未来管理费用的预算，未来管理费用的预测结

果请见《管理费用预测表》表14。

6. 财务费用预测

截止评估基准日，被评估单位短期借款本金 23,200.00 万元，一年内到期的非流动本金负债 3,000 万元，预收账款中需要支付利息的属于有息债务的金额共 4,500 万元，有息债务合计为 30,700 万元。评估基准日短期借款年利率为 5.6%。预收账款中的 4,500 万元为融资性质的款项，年利率分别为 14.4%、19.2%、21.6%。根据远丰糖业及委托方对未来债务保持量的考虑，不考虑担保所需非正常的高额手续费。预测结果请见附件《财务费用预测表》表 15。

7. 营业外收入的预测

“远丰糖业”历史补贴收入如下表：

货币单位：人民币 元

年度	补贴总金额	其中民贸补贴
2009 年	802,500.00	0
2010 年	6,432,704.00	1,152,704.00
2011 年	8,419,416.80	2,663,436.80
2012 年	9,570,033.40	4,918,819.20
2013 年	7,042,480.00	4,152,480.00
2014 年	9,961,103.72	5,547,200.00
合计	42,228,237.92	18,434,640.00

营业外收入主要为每年的政府补贴收入 250 万元和广西财政厅、广西民委、中国人民银行南宁市中心支行桂金财【2013】30 号关于《广西壮族自治区民族贸易和民族特需商品贷款贴息管理暂行办法》，按 2.88% 的差额利率补贴，2013 年、2014 年营业外收入分别为 715.26 万元、1,009.85。2013、2014 年营业外支出分别为 10.51 万元、62.51 万元，主要为处置固定资产损失等。营业外收入的预测计算公式为，营业外收入=250+年末有息债务×2.88%。基准日的金融部门的借款本金为 26,200 无，如果贷款本金大于 26,200 万元，按 26,200 万元计算贴息额。如果贷款本金小于 26,200 万元，按实际贷款金额计算贴息。营业外收入预测结果，请见附件表 8《利润预测表》。

8 经营性利润总额

利润总额=营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用+营业外收入-营业外支出

利润预测结果，请见附件表 8《利润预测表》。

9. 所得税预测

“远丰糖业”企业所得税税率 2015 年至 2020 年现行为 15%，由于不能确定 2020 年以后是否能继续享受国家西部大开发 15% 的所得税优惠政策。所以，2020 年以后按法定税率 25% 计算企业所得税。根据企业所得税法规定，企业亏损在连续的五年内，可以用税前利率来弥补，超过 5 年，企业实现利润需要全额缴纳企业所得税。根据“远丰糖业”提供的财务报表，2012 年开始亏损，2020 年以后，应该计算企业所得税。

所得税预测结果，请见附件表 8《利润预测表》

（二）企业自由现金流的预测

企业自由现金流 = 净利润 + 利息支出 × (1 - 所得税率) + 折旧及摊销 - 年资本性支出 - 营运资金增加额

1. 经营性净利润的预测

根据以上各收益指标的预测值，可以直接求得未来每年的净利润。

经营性净利润 = 经营性利润总额 - 所得税。

2. 资本性支出及折旧及摊销的预测

（1）资本性支出预测

资本性支出是为了保证企业生产经营可以正常发展的情况下，企业每年需要进行的资本性支出。本次评估我们采用如下方式预测资本性支出。

正常固定资产的更新：本次评估我们采用如下方式预测资本性支出，设定电子设备的更新年限为 5-6 年，一般机器设备 10--15 年，价值高、质量好的 16--35 年，车辆更新年限为 15 年。房屋建筑物的经济寿命年限为 50 年。

我们对远丰糖业提供的未来五年需更新的固定资产清单进行分析，认为基本合理。

固定资产更新支出请见附件表 3《资本性支出预测表》及表 3-1《资本性支出附表》。

为了能保持永续经营，假设预测期末后的永续期，每年的资本性支出等于折旧加摊销。

（2）折旧及摊销预测

根据企业财务报告和资产负债调整情况表，截止评估基准日被评估单位经营性资产的折旧及摊销情况如下表：

货币单位：人民币 万元

资产类型	资产数额			残值率
	原值	应计折旧原值	净值	
建筑物	3,884.57	3,884.57	2,791.90	0
机器设备	6,979.05	1,421.29	2,606.74	0
电子设备	145.53	47.27	22.18	0
车辆	260.46	244.46	67.82	0
土地	2,621.57	1,704.11	2,209.38	0

新增固定资产，按企业的折旧政策计提折旧。折旧及摊销预测结果，请见附件表 9《折旧及摊销预测》。

3. 营运资金增加预测

营运资金的预测，一般根据企业最近几年每年营运资金占用占营业收入的比例进行分析和判断，在历史平均比例水平基础上结合企业目前及未来发展加以调整。通过计算历史经营性流动资产和经营性流动负债，将经营性流动资产减去经营性流动负债，得出当年占用的营运资本，然后计算历史运营资本占营业收入的比例，经分析预测被评估企业年营运资金占营业收入的比率，根据这比率，计算预测每年的运营资金需求量，将当年的运营资金的需求量减去上年的营运资金需求量，得出当年的营运资金增加量。运营资金预测结果，请见附件表 4《营运资金预测表》、表 4-1《营运资金预测附表》

4. 终值预测

终值是企业在预测期之后的价值。终值的预测一般可用永续年金的方式。本次评估我们采用永续年金的方式预测。我们假定企业的经营在 2020 年后每年的经营情况趋于稳定。详见《股权价值测算表》。

七、折现率的预测

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估价值的重要参数。由于被评估单位不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次评估采用选取对比公司进行分析计算的方法估算被评估单位期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数 β (Levered Beta)；第二步，计算对比公司的平均资本结构、对比公司的平均 β ，估算被评估单位的期望投资回报率，并以此作为折现率。

(一) 对比公司的选取

由于本次评估的被评估企业为前三年亏损企业，并且主营业务为机制糖，因此在本次评估中，我们初步采用以下基本标准作为筛选对比公司的选择标准：

- 对比公司近年经营为亏损或微利的公司；
- 对比公司必须为至少有两年上市历史；
- 对比公司只发行人民币A股；
- 对比公司所从事的行业或其主营业务为机制糖行业，或者受相同经济因素的影响，并且主营该行业历史不少于2年。

根据上述四项原则，我们利用 Wind 数据系统进行筛选，最终选取了以下 3 家上市公司作为估算贝塔系数的对比公司：

1. 对比公司一：南宁糖业股份有限公司

证券简称：南宁糖业 证券代码：000911



成立日期：1999-05-14

首发上市日期：1999/5/27

注册资本：2.87 亿元

注册地址：广西壮族自治区南宁市亭洪路 48 号

流通股份：该公司截止评估基准日共发行流通股份 28,664.0 万股，全部为流通 A 股。

公司简介：公司是国内制糖行业最大的国有控股上市公司。主营机制糖、各类文化用纸、酒精、复合肥等产品的制造和销售，年产糖量约占全国食糖总量的 5%。白砂糖、机制纸、食用酒精产品在市场上享有较高的声誉，国内众多知名饮料、食品生产企业均使用公司的产品。公司四家制糖厂生产的白砂糖全部获得“全国产品质量优秀奖”。“明阳”牌和“伶俐”牌一级白砂糖分别取得了亚法糖和碳法糖的全国第一，“云

鸥”、“明阳”牌白砂糖都获得了“中国名牌”称号；“美时”牌书写纸、静电复印纸等“广西名牌产品”称号；“八鲤”牌酒精已连续四年荣获全国质量评比第一名。在未来通过资本运营，扩大综合利用的深度和广度增强企业实力，构筑一个以蔗糖生产为主业，多元化综合经营的跨行业、跨地域的现代化企业集团。

公司业务范围为预包装食品的批发；机制糖、酒精、纸及纸制品、蔗渣浆、复合肥、焦糖色、竹浆的生产与销售(供分公司使用)，制糖设备的制造、安装及技术服务；出口本企业生产的产品，进口本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表及零配件(凭批文)；承包境外制糖行业工程及境内国际招标工程；上述境外工程所需的设备、材料出口；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；纸及纸制品、竹浆的销售；道路普通运输，厂房及设备租赁(仅供分公司使用)。

公司在证监会行业分类中属于食品加工与肉类业，进入该行业的时间为 1999 年 5 月 14 日。

该公司近两年制糖业务占全部产品收入业务的比重及相关数据如下：

项目/报告期	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	331,170.91	439,900.45
产品	328,820.92	436,756.48
机制糖	224,175.53	333,618.30
白砂糖	223,092.75	331,759.41
赤砂糖	1,082.78	1,858.89
机制糖占产品收入的比例%	68.18	76.39

该公司近三年经营业务指标如下：

指标/报告期	2012 年 三 季	2012 年 报	2013 三 季	2013 年 报	2014 三 季
净资产收益率%	-10.00	-24.91	-14.51	4.08	-11.45
总资产报酬率%	-0.33	-3.35	0.54	5.71	-0.59
销售净利率%	-6.36	-9.97	-5.24	1.55	-6.59
毛利率%	12.97	12.57	11.19	13.07	9.22

数据来源：Wind 资讯

2. 对比公司二：广西贵糖（集团）股份有限公司

证券简称：贵糖股份 证券代码：000833



成立日期： 1993-8-18

首发上市日期： 1998/11/11

注册资本： 296,067,880 元

注册地址： 广西贵港市幸福路 100 号

流通股份： 公司截止评估基准日共发行股票 29,606.788 万股，其中，流通股 29,606.545 万股，限售股 0.243 万股。

公司简介： 根据广西壮族自治区经济体制改革委员会桂体改股字（1993）50 号、桂体改股字（1993）125 号文批准，由广西贵港甘蔗化工厂独家发起，于一九九三年八月十八日成立。经中国证监会证监发字（1998）193 号、194 号文批准，于 1998 年 8 月发行社会公众股 8,000 万股，并于同年 11 月 11 日在深圳证券交易所正式挂牌交易，股票代码 000833，截止 2014 年 12 月 31 日，股本为 29,606.788 万股。

经营范围： 食糖、纸、纸浆、酒糟干粉、食用酒精、轻质碳酸钙、有机-无机复混肥料、有机肥料、减水剂的制造、销售；本企业自产产品的出口及本企业生产、科研所需原辅材料（国家规定一类进口商品除外），机械设备、仪器仪表、零部件的进口；机械的制造、零部件加工、修理，机械设备的安装、调试。公司母公司为广西贵糖集团有限公司，实际控制人为广东省广业资产经营有限公司，最终控制人为广东省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司在证监会行业分类中属于造纸业，也属制糖的概念股。进入制糖行业的时间为 1999 年。

该公司近三年制糖业务占产品经营业务的比重及相关数据如下：

货币单位：人民币 万元

项目/报告期	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31
营业收入	109,518.12	110,774.67	105,472.06

产品	107,322.93	108,486.33	101,834.31
糖	50,808.89	42,641.42	37,741.16
制糖收入占产品收入的比率%	47.34	39.31	37.06

数据来源：Wind 资讯

该公司近三年经营业务指标如下：

指标/报告期	2012 年三季	2012 年报	2013 三季	2013 年报	2014 三季
净资产收益率%	1.1843	1.5002	-6.1253	-12.1476	-2.9493
总资产报酬率%	1.4846	1.0273	-4.4744	-8.8806	-1.6239
销售净利率%	1.3618	1.2801	-6.3747	-9.5803	-3.2149
毛利率%	12.2051	12.0919	9.1297	7.9525	10.3623

数据来源：Wind 资讯

3. 对比公司三：包头市华资实业股份有限公司

证券简称：华资实业 证券代码：600191



成立日期：1998 年 7 月 29 日

首发上市日期：1998-12-10

注册资本：24,000 万元人民币

注册地址：内蒙古包头市国家稀土高新技术产业开发区

流通股份：公司截止评估基准日共发行股票 48,493.2 万股，全部是流通 A 股。

该公司于 1998 年 7 月 29 日经内蒙古自治区人民政府内政股批字（1998）15 号文批准，由包头草原糖业（集团）有限责任公司作为主发起人与包头创业经济技术开发公司、包头市北普实业有限公司共同发起，采取社会募集方式设立的股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监发字（1998）276、277 号文批准，向社会公开发行 A 股股票 7,000 万股，公司于 1998 年 11 月 30 日在内蒙古自治区工商行政管理局注册成立，注册号为 1500001004170。公司注册资本为人民币 24,000 万元。1998 年 12 月 10 日公司股票在上海证券交易所正式挂牌交易。

公司经营范围为主要为生产、销售糖、食用酒精、颗粒粕；销售电子元器件；经营本企业生产的产品和相关技术的出口业务；经营本企业生产所需原辅材料，机械设备、仪器仪表及零配件的进口业务；计算机的研制、生产、推广应用、软件开发，计算机软硬件及外围设备，计算机配件、信息产业、电子高新技术产业；白糖、原糖、粮食制品的存储、供应链管理、货代、港口接卸代理；仓库出租等

公司在证监会行业分类中属于制造业-农副食品加工，进入该行业的日期为 1998 年 7 月 29 日。

该公司近二年主营业务收入占全部业务收入的比重数据如下：

货币单位：人民币 万元

项目/报告期	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	17,626.94	22,274.59
产品	16,463.31	21,837.97
制糖产品	16,314.93	21,596.76
机制糖占产品收入的比率	99.10	98.90

数据来源：Wind 资讯

该公司近三年经营业务指标如下：

货币单位：人民币 万元

项目/报告期	2012 年三季	2012 年报	2013 三季	2013 年报	2014 三季
净资产收益率%	-2.4297	0.3130	0.8503	0.4115	2.1813
总资产报酬率%	-1.3690	1.0185	1.1636	0.6928	2.5798
销售净利率%	-46.9196	2.9727	10.0687	3.0528	23.4911
毛利率%	2.5295	1.6646	-5.7947	-7.2847	-7.1763

数据来源：Wind 资讯

（二）加权资金成本的确定（WACC）

WACC（Weighted Average Cost of Capital）代表期望的总投资回报率。它是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

在计算总投资回报率时，第一步需要计算，截至评估基准日，股权资金回报率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步，计算加权平均股权回报率和债权回报率。

1. 股权回报率的确定

为了确定股权回报率，我们利用资本定价模型（Capital Asset Pricing Model or “CAPM”）。CAPM 是通常估算投资者收益要求并进而求取公司股权收益率的方法。它可以用下列公式表述：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

其中： R_e 为股权回报率； R_f 为无风险回报率； β 为风险系数；ERP 为市场风险超额回报率； R_s 为公司特有风险超额回报率

（1）确定无风险收益率

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。

我们在沪、深两市选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过 10 年的国债，并计算其到期收益率，取所有国债到期收益率的平均值作为本次评估无风险收益率。计算结果如下：

国债名称	代码	年利率 (%)	期限	剩余期限	净价	应计天数	应计利息	全价	付息方式	到期收益率
国债 1425	101425	4.3	30	29.84	111.86	66	0.39	112.25	半年付	3.65%
国债 1014	101014	4.03	50	45.43	100	38	0.42	100.42	半年付	4.03%
09 国债 30	19930	4.3	50	44.95	100	32	0.38	100.38	半年付	4.30%
09 国债 25	19925	4.18	30	24.81	95.01	78	0.9	95.91	半年付	4.52%
09 国债 20	19920	4	20	14.67	100	127	1.39	101.39	年付	4.00%
09 国债 05	19905	4.02	30	24.29	100	84	0.93	100.93	半年付	4.02%
09 国债 02	19902	3.86	20	14.15	100	135	1.42	101.42	半年付	3.86%
08 国债 20	19820	3.91	30	23.83	100	70	1.5	101.5	年付	3.91%
08 国债 13	19813	4.94	20	13.62	100	143	1.94	101.94	年付	4.94%
08 国债 06	19806	4.5	30	23.37	100	238	2.93	102.93	年付	4.50%
14 国债 27	19427	4.24	50	49.93	100.41	38	0.22	100.63	半年付	4.22%
14 国债 25	19425	4.3	30	29.84	100	66	0.39	100.39	半年付	4.30%
14 国债 17	19417	4.63	20	19.62	100	143	0.91	100.91	半年付	4.63%
14 国债 16	19416	4.76	30	29.58	100	161	1.05	101.05	半年付	4.76%
14 国债 10	19410	4.67	50	49.44	100	220	1.41	101.41	半年付	4.67%
14 国债	19409	4.77	20	19.34	100	65	0.85	100.85	半年	4.77%

债 09									付	
13 国 债 25	19325	5.05	30	28.96	102	23	0.64	102.64	年付	4.92%
13 国 债 24	19324	5.31	50	48.92	100	228	1.66	101.66	半年 付	5.23%
13 国 债 19	19319	4.76	30	28.73	110	291	1.9	111.9	半年 付	4.09%
13 国 债 16	19316	4.32	20	18.63	100	142	1.68	101.68	年付	4.32%
13 国 债 10	19310	4.24	50	48.42	100	226	2.63	102.63	年付	4.24%
13 国 债 09	19309	3.99	20	18.32	100	254	2.78	102.78	年付	3.99%
12 国 债 20	19220	4.35	50	47.91	100	47	0.28	100.28	半年 付	4.35%
12 国 债 18	19218	4.1	20	17.75	103	96	1.08	104.08	年付	3.86%
12 国 债 13	19213	4.12	30	27.61	100	152	1.7	101.7	半年 付	4.12%
12 国 债 12	19212	4.07	30	27.51	88.99	187	1.04	90.03	半年 付	4.79%
12 国 债 08	19208	4.25	50	47.41	100	45	0.53	100.53	半年 付	4.25%
12 国 债 06	19206	4.03	20	17.32	100	70	0.78	100.78	半年 付	4.03%
11 国 债 23	19123	4.33	50	46.89	100	52	0.62	100.62	半年 付	4.33%
11 国 债 16	19116	4.5	30	26.5	105.27	9	0.11	105.38	半年 付	4.17%
11 国 债 12	19112	4.48	50	46.43	100	36	0.45	100.45	半年 付	4.48%
11 国 债 10	19110	4.15	20	16.33	100	65	0.74	100.74	半年 付	4.15%
11 国 债 05	19105	4.31	30	26.17	100	130	1.52	101.52	半年 付	4.31%
10 国 债 40	19040	4.23	30	25.96	100	23	0.27	100.27	半年 付	4.23%
10 国 债 37	19037	4.4	50	45.92	100	44	0.53	100.53	半年 付	4.40%
10 国 债 29	19029	3.82	20	15.68	99.61	121	1.28	100.89	半年 付	3.85%
10 国 债 26	19026	3.96	30	25.64	100	138	1.49	101.49	半年 付	3.96%
10 国 债 23	19023	3.96	30	25.59	99.55	156	1.68	101.23	半年 付	3.99%
10 国 债 18	19018	4.03	30	25.49	100	11	0.12	100.12	半年 付	4.03%
10 国 债 14	19014	4.03	50	45.43	100	38	0.42	100.42	半年 付	4.03%
10 国	19009	3.96	20	15.3	98.8	78	0.85	99.65	半年	4.07%

债 09									付	
10 国 债 03	19003	4.08	30	25.18	100	122	1.38	101.38	半年 付	4.08%
07 国 债 13	10713	4.52	20	12.63	100	138	0.85	100.85	半年 付	4.52%
07 国 债 06	10706	4.27	30	22.39	100	229	1.34	101.34	半年 付	4.27%
06 国 债(9)	10609	3.7	20	11.49	100	6	0.06	100.06	半年 付	3.70%
05 国 债(4)	10504	4.11	20	10.38	103.01	47	0.53	103.54	半年 付	3.76%

平均到期收益率为 4.25%

我们以上述国债到期收益率的平均值 4.25%作为本次评估的无风险收益率 R_f 。

(2)确定股权风险收益率

股权风险收益率是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分。正确地确定风险收益率一直是许多股票分析师和资产评估师的研究课题。例如：在美国，Ibbotson Associates 的研究发现从 1926 年到 1997 年，股权投资年平均年复利回报率为 11.0%，超过长期国债收益率（无风险收益率）约 5.8%。这个超额收益率就被认为是股权投资风险超额收益率 ERP（Equity Risk Premium）。

借鉴美国相关部门估算 ERP 的思路，我们对中国股票市场相关数据进行了研究，我们按如下方式计算中国股市的股权风险收益率 ERP：

①确定衡量股市整体变化的指数：估算股票市场的投资回报率首先需要确定一个衡量股市波动变化的指数。目前国内沪、深两市有许多指数，但是我们选用的指数应该是能最好反映市场主流股票变化的指数，参照美国相关机构估算美国 ERP 时选用标准普尔 500(S&P500)指数的经验，我们在估算中国市场 ERP 时选用了沪深 300 指数。沪深 300 指数是 2005 年 4 月 8 日沪深交易所联合发布的第一只跨市场指数，该指数由沪深 A 股中规模大、流动性好、最具代表性的 300 只股票组成，以综合反映沪深 A 股市场整体表现。沪深 300 指数为成份指数，以指数成份股自由流通股本分级靠档后的调整股本作为权重，因此选择该指数成份股可以更真实反映市场中投资收益的情况。

②收益率计算年期的选择：所谓收益率计算年期就是考虑到股票价格是随机波动的，存在不确定性，因此为了合理稀释由于股票非系统波动所产生的扰动，我们需要估算一定长度年限股票投资的平均收益率，以最大程度地降低股票非系统波动所可能产生的差异。考虑到中国股市股票波动的特性，我们选择 10 年为间隔期为计算 ERP 的计算年期，也就是说每只成份股的投资回报率都是需要计算其十年的平均值投资回

报率作为其未来可能的期望投资回报率。另一方面，我们知道中国股市起始于上世纪 90 年代初期，但最初几年发展极不规范，直到 1997 年之后才逐渐走上正规，考虑到上述情况，我们在测算中国股市 ERP 时，计算的最早滚动时间起始于 1997 年，我们具体采用“向前滚动”的方法分别计算了 2004、2005、2006、…2011、2012、2013 年的 ERP，也就是 2004 年 ERP 的计算采用的年期为 1997 年到 2004 年数据（此时年限不足 10 年），该年度 ERP 的含义是，如果在 1997 年购买指数成份股股票持有到 2004 年后每年平均超额收益率；2006 年的 ERP 计算采用的年限为 1997 年到 2006 年（此时年限也不足 10 年），该年度 ERP 的含义是如果在 1997 年购买指数成份股股票持有到 2006 年后每年平均超额收益率；以此类推，例如，当计算 2010 年 ERP 时我们采用的年限为 2001 年到 2010 年（10 年年期），该年度 ERP 的含义是如果在 2001 年购买指数成份股股票持有到 2010 年后每年平均超额收益率。

③指数成份股的确定：沪深 300 指数的成份股每年是发生变化的，因此我们在估算时采用每年年底时沪深 300 指数的成份股，即当计算 2011 年 ERP 时采用 2011 年底沪深 300 指数的成份股；计算 2010 年 ERP 时采用沪深 300 指数 2010 年底的成份股。对于 2003~2004 年沪深 300 指数没有推出之前，我们采用“外推”的方式，即采用 2004 年年底沪深 300 指数的成份股外推到上述年份，既 2004~2013 年的成份股与 2004 年末保持不变。

④数据的采集：本次 ERP 测算我们借助 Wind 资讯的数据系统提供所选择的各成份股每年年末的交易收盘价。由于成份股收益中应该包括每年分红、派息等产生的收益，因此我们需要考虑所谓分红、派息等产生的收益，为此我们选用的年末收盘价是 Wind 数据中的年末“复权”价。例如在计算 2011 年 ERP 时选用数据是从 2002-12-31 起至 2011-12-31 止的以 1997 年 12 月 31 日为基准的年末复权价，上述价格中已经有效的将每年由于分红、派息等产生的收益反映在价格中。

⑤年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种计算方法：

算术平均值计算方法：

设：每年收益率为 R_i ，则：

$$R_i = (P_i - P_{i-1}) / P_{i-1} \quad (i=1,2,3,\dots,N)$$

式中： R_i 为第 i 年收益率， P_i 为第 i 年年末交易收盘价(复权)

设第 1 年到第 n 年的收益平均值为 A_n ，则：

$$A_n = \sum_{i=1}^n R_i / N$$

式中： A_n 为第 1 年到第 n 年收益率的算术平均值， $n=1,2,3,\dots,9$ ， N 是计算每年 ERP 时的有效年限。

几何平均值计算方法：

设第 1 年到第 i 年的几何平均值为 C_i ，则：

$$C_i = \sqrt[i-1]{P_i / P_1} - 1 \quad (i=2,3,\dots,N)$$

式中： P_i 为第 i 年年末交易收盘价(后复权)

⑥ 无风险收益率 R_{fi} 的估算：为了估算每年的 ERP，需要估算计算期每年的无风险收益率 R_{fi} ，本次测算我们采用国债的到期收益率（Yield to Maturate Rate）作为无风险收益率。我们首先选择每年年末距到期日剩余年限超过 5 年的国债，然后根据国债每年年末距到期日的剩余年限的长短将国债分为两部分，分别为每年年末距国债到期日剩余年限超过 5 年但少于 10 年的国债和每年年末距国债到期日剩余年限超过 10 年的国债，最后分别计算上述两类国债到期收益率的平均值作为每年年末的距到期剩余年限超过 10 年无风险收益率 R_f 和距到期剩余年限超过 5 年但小于 10 年的 R_f 。

● 估算结论：

将每年沪深 300 指数成份股收益算术平均值或几何平均值计算出来后，需要将 300 个股票收益率计算平均值作为本年算术或几何平均值的计算 ERP 结论，这个平均值我们采用加权平均的方式，权重则选择每个成份股在沪深 300 指数计算中的权重；每年 ERP 的估算分别采用如下方式：

算术平均值法：

$$ERP_i = A_i - R_{fi} \quad (i=1,2,\dots,N)$$

几何平均值法：

$$ERP_i = C_i - R_{fi} \quad (i=1,2,\dots,N)$$

通过估算 2004-2013 年每年的市场风险超额收益率 ERP_i ，结果如下：

2013 年市场超额收益率 ERP 估算表

序号	年分	Rm 算术平均值	Rm 几何平均值	无风险收益率 Rf(距到期剩余年限超过 10 年)	ERP=Rm 算术平均值-Rf	ERP=Rm 几何平均值-Rf

1	2004	7.49%	1.95%	4.98%	2.51%	-3.03%
2	2005	7.74%	3.25%	3.56%	4.18%	-0.31%
3	2006	36.68%	22.54%	3.55%	33.13%	18.99%
4	2007	55.92%	37.39%	4.30%	51.62%	33.09%
5	2008	27.76%	0.57%	3.80%	23.96%	-3.23%
6	2009	45.41%	16.89%	4.09%	41.32%	12.80%
7	2010	41.43%	15.10%	4.25%	37.18%	10.85%
8	2011	25.44%	0.12%	3.98%	21.46%	-3.86%
9	2012	25.40%	1.60%	4.15%	21.25%	-2.55%
10	2013	24.69%	4.26%	4.32%	20.37%	-0.06%
11	平均值	30.36%	11.05%	4.10%	25.70%	6.27%

由于几何平均值可以更好表述收益率的增长情况，因此我们认为采用几何平均值计算的 C_n 计算得到 ERP 更切合实际，由于本次评估被评估标的资产的持续经营期超过 10 年，因此我们认为选择 ERP =6.27%作为目前国内股权超额收益率 ERP 未来期望值比较合理。

(3)确定对比公司相对于股票市场风险系数 β (Levered β)。

β 被认为是衡量公司相对风险的指标。投资股市中一个公司，如果其 β 值为 1.1 则意味着其股票风险比整个股市平均风险高 10%；相反，如果公司 β 为 0.9，则表示其股票风险比股市平均低 10%。因为投资者期望高风险应得到高回报， β 值对投资者衡量投资某种股票的相对风险非常有帮助。

目前中国国内 Wind 资讯公司是一家从事于 β 的研究并给出计算 β 值的计算公式的公司。本次评估我们是选取该公司公布的 β 计算器计算对比公司的 β 值，股票市场指数选择的是沪深 300 指数，选择沪深 300 指数主要是考虑该指数是国内沪深两市第一个跨市场指数，并且组成该指数的成份股是各行业股票交易活跃的领头股票。选择该指数最重要的一个原因是我们在估算国内股票市场 ERP 时采用的是沪深 300 指数的成份股，因此在估算 β 值时需要与 ERP 相匹配，因此应该选择沪深 300 指数。采用上述方式估算的 β 值是含有对比公司自身资本结构的 β 值。

① 计算对比公司 Unlevered β 和估算被评估单位 Unlevered β

根据以下公式，我们可以分别计算对比公司的 Unlevered β ：

$$\text{Unlevered}\beta = \text{Levered}\beta / [1 + (1 - T) \times D/E]$$

式中：D—债权价值；E—股权价值；T—适用所得税率。

将对比公司的 Unlevered β 计算出来后，取其平均值作为被评估单位的 Unlevered β 。

对比公司的 β 系数平均值为 0.8093。

② 确定被评估单位的资本结构

在确定被评估企业目标资本结构时，我们取对比公司资本结构平均值

③ 估算被评估单位在上述确定的资本结构比率下的 Levered β

我们将已经确定的被评估单位资本结构比率代入到如下公式中，计算被评估单位 Levered β ：

$$\text{Levered}\beta = \text{Unlevered}\beta \times [1 + (1 - T) \times D/E]$$

式中：D—债权价值；E—股权价值；T：适用所得税率为 15%；

通过计算，“远丰糖业”的风险系数 β_L 为 0.8526。

(4) 估算公司特有风险收益率 R_s

采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合 (Portfolio) 的组合投资回报率，资本定价模型不能直接估算单个公司的投资回报率，一般认为单个公司的投资风险要高于一个投资组合的投资风险，因此，在考虑一个单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的针对投资组合所具有的全部特有风险所产生的超额回报率。

目前国际上将公司全部特有风险超额收益率进一步细化为公司规模溢价 (Size Premium) RP_s 和特别风险溢价 RP_u ，即：

$$R_s = RP_s \pm RP_u$$

其中公司规模溢价 RP_s 为公司规模大小所产生的溢价，主要针对小公司相对大公司而言，由于其规模较小，因此对于投资者而言其投资风险相对较高。

在国际上有许多知名的研究机构发表过有关文章详细地定量阐述了公司资产规模与投资回报率之间的关系。如美国的 Ibbotson Associate 在其 SBBI 每年度研究报告中就有类似的论述。美国研究公司规模超额收益的另一个著名研究是 Grabowski-King 研究，下表就是该研究的结论：

国际上在对公司规模溢价 RP_s 研究最著名的包括 Ibbotson Associate 研究、Grabowski-King 研究，另外还有 Fama-French 研究，该研究不但包含 RP_s 也包含了部分 RP_u 的因素。

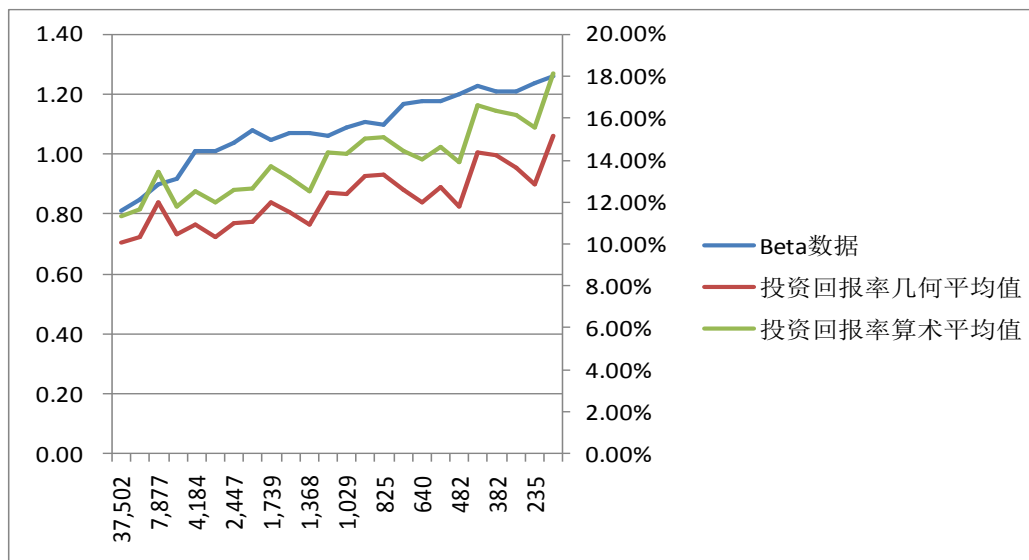
1) Ibbotson Associate 研究

美国 Ibbotson Associate 与 Duff & Phelps 合作对公司规模溢价 RP_s 进行了研究，根据 Duff & Phelps 发布的 2011 年报告，该研究基于两个思路，其一是研究公司规模、经营风险 β 系数与投资回报率之间的关系。该研究的结论可以表述如下：

公司投资回报率与股权账面价值关系表

分组序号	股权账面价值 (百万美元)	样本点 数量	Beta数据	投资回报率 标准差	投资回报率 几何平均值	投资回报率 算术平均值
1	37,502	38	0.81	16.42%	10.10%	11.35%
2	11,465	34	0.85	16.64%	10.37%	11.64%
3	7,877	35	0.90	17.85%	12.01%	13.46%
4	5,622	33	0.92	17.11%	10.50%	11.82%
5	4,184	36	1.01	18.50%	10.92%	12.54%
6	3,055	33	1.01	19.33%	10.31%	11.99%
7	2,447	38	1.04	18.44%	10.99%	12.61%
8	2,016	39	1.08	18.63%	11.05%	12.68%
9	1,739	35	1.05	19.44%	12.01%	13.73%
10	1,551	36	1.07	19.06%	11.52%	13.17%
11	1,368	44	1.07	18.74%	10.96%	12.54%
12	1,157	45	1.06	20.61%	12.46%	14.39%
13	1,029	42	1.09	20.43%	12.41%	14.31%
14	923	49	1.11	20.27%	13.23%	15.03%
15	825	44	1.10	20.28%	13.30%	15.13%
16	736	46	1.17	20.50%	12.56%	14.47%
17	640	49	1.18	21.23%	11.99%	14.06%
18	553	59	1.18	20.83%	12.70%	14.65%
19	482	45	1.20	21.53%	11.77%	13.91%
20	430	56	1.23	22.60%	14.36%	16.64%
21	382	61	1.21	21.58%	14.25%	16.33%
22	312	84	1.21	24.28%	13.63%	16.13%
23	235	112	1.24	25.13%	12.87%	15.56%
24	162	142	1.26	26.01%	15.19%	18.14%
25	60	394	1.30	31.70%	15.06%	19.04%

数据来源：Duff & Phelps Risk Premium Report 2011



由上表可以看出，随着公司规模减小，Beta 系数呈增加趋势，同时公司的投资回报率呈增加趋势，该结论表明公司规模与投资风险呈负相关关系。

2) Grabowski-King 研究

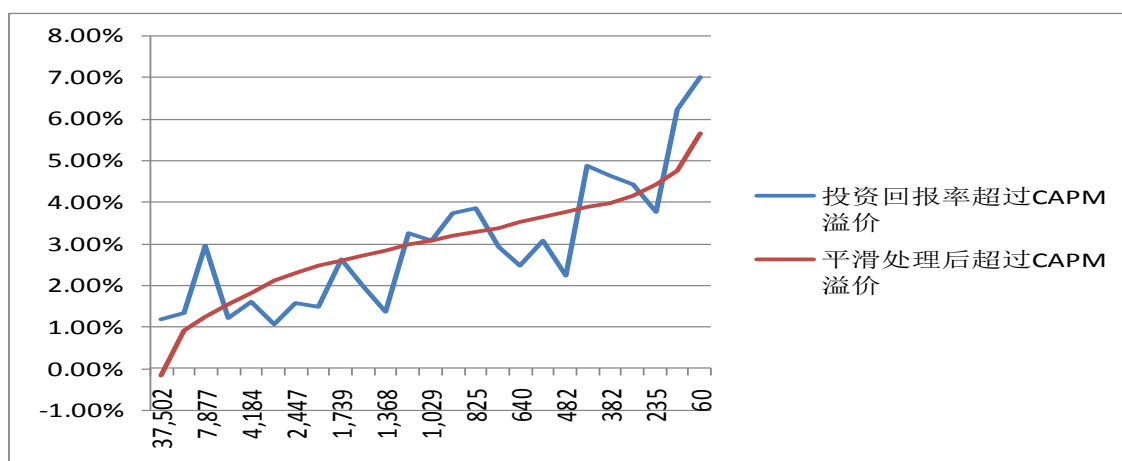
该研究更加具体、直接，实际上该研究采用多种方式作为企业规模大小的衡量标

准，包括净资产账面价值、总资产账面价值、销售收入、EBITDA 等，估算股票实际投资回报率与采用 CAPM 模型估算结论之间差异与公司规模之间的关系。下表数据就是公司以股权账面价值（净资产）衡量的规模与公司投资回报率超过 CAPM 模型计算的投资回报率之差的关系数表：

公司投资回报率超过CAPM的超额收益与股权账面价值关系表

分组序号	股权账面价值 (百万美元)	计算超过无风险 收益率的投资回 报率平均值	CAPM模型计算的 超过无风险收益 率的回报率	投资回报率平均 值超过CAPM计算 值溢价	平滑处理后超过 CAPM溢价
1	37,502	4.31%	3.11%	1.20%	-0.16%
2	11,465	4.60%	3.26%	1.34%	0.91%
3	7,877	6.42%	3.45%	2.97%	1.25%
4	5,622	4.78%	3.55%	1.23%	1.55%
5	4,184	5.50%	3.89%	1.61%	1.82%
6	3,055	4.95%	3.88%	1.07%	2.11%
7	2,447	5.57%	3.99%	1.58%	2.31%
8	2,016	5.64%	4.15%	1.49%	2.48%
9	1,739	6.69%	4.05%	2.64%	2.61%
10	1,551	6.13%	4.12%	2.01%	2.72%
11	1,368	5.50%	4.13%	1.37%	2.83%
12	1,157	7.35%	4.08%	3.27%	2.98%
13	1,029	7.27%	4.20%	3.07%	3.09%
14	923	7.99%	4.25%	3.74%	3.19%
15	825	8.09%	4.24%	3.85%	3.29%
16	736	7.43%	4.50%	2.93%	3.39%
17	640	7.02%	4.55%	2.47%	3.52%
18	553	7.61%	4.52%	3.09%	3.65%
19	482	6.87%	4.62%	2.25%	3.77%
20	430	9.60%	4.71%	4.89%	3.88%
21	382	9.29%	4.66%	4.63%	3.98%
22	312	9.09%	4.65%	4.44%	4.16%
23	235	8.52%	4.74%	3.78%	4.42%
24	162	11.10%	4.86%	6.24%	4.76%
25	60	12.00%	4.99%	7.01%	5.66%

数据来源：Duff & Phelps Risk Premium Report 2011



从上表可以看出公司投资回报率超过 CAPM 计算值的溢价随着资产规模的降低由 1.12%逐步增加到 7.01%。

3) Fama-French 研究

传统的 CAPM 模型实际表明股票的投资回报率与市场超额风险收益一个因素有关，

因此称之为单因素模型；Ibbotson Associate 研究和 Grabowski-King 研究在上述结论中增加了一个变量，就是规模超额回报率（Size Premium），也就是说股票投资回报率不但与市场超额回报率有关还与企业自身的规模大小有关，因此称之为二因素模型。但是公司的全部特有风险还与其他方面的因素有关，例如，与企业的盈利状态有关，具体的说就是盈利公司投资风险要低于亏损公司，盈利能力越强，企业的投资风险就应该越低，超额回报率就相对较低。因此在考虑公司特有风险超额回报率时，还应该考虑公司盈利能力指标。

美国芝加哥大学商学院（Graduate School of Business, University of Chicago）的 Eugene F. Fama 和马塞诸塞州技术大学的斯罗恩管理学院（Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology）的 Kenneth R. French 两位学者联合提出 Fama-French 模型，该模型可以表述如下：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + s \times SMB + h \times HML$$

式中： R_e = 股权投资回报率；

R_f = 无风险回报率；

ERP = 市场超额风险回报率；

SMB = 股票市值因素超额回报率，实际是规模超额回报率；

HML = HML 为股票市场价值超过账面价值因素超额回报率；

β 、 s 和 h 分别是上述三个因子的系数

上述模型中的 HML 参数实际是反映上市公司市场价值与账面价值之比，市场价值超过账面价值部分所产生的超额收益率，对于一般的企业，市场价值超过账面的主要原因就是企业存在的“商誉”，商誉高，则市场价值就会高于账面价值，但企业上述的高低主要是由企业的盈利能力决定的，因此可以分析认为该模型在理论上表明股权投资回报率除了跟市场因素、规模因素有关外，还与企业盈利能力有关，也就是所谓的三因素模型。

参考 Grabowski-King 研究的思路，同时在 Grabowski-King 研究的思路的基础上再进一步，我们在考虑公司的资产规模基础上，同时再引进另一个参数--收益能力指标，来研究公司特有风险超额收益 RP_s 与公司资产规模和收益能力两个指标参数的关系。我们对沪、深两市的 1,000 多家上市公司 2005~2010 年的数据进行了分析研究，我们的研究过程主要分为以下几步：

● 选取样本点：

在国内沪、深两市上市公司中共选取 1,051 家上市公司作为样本点，借助 Wind 资讯的数据系统提供的从 1997-12-31 起至 2011-12-31 的复权交易年收盘价格作为基础数据分别采用算术平均值和几何平均值方法分别计算每个选定的样本点从 2005 年~2011 年的每年收益的平均值：

算术平均值计算方法：

设：每年收益率为 R_i ，则：

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}} \quad (i=1,2,3,\dots,n)$$

式中： R_i 为第 i 年收益率

P_i 为第 i 年年末交易收盘价（复权）

设第 1 年到第 n 年的收益平均值为 A ，则：

$$A = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

几何平均值计算方法：

设第 1 年到第 n 年的几何平均值为 C ，则：

$$C = \sqrt[n-1]{\frac{P_n}{P_1}} - 1$$

P_n 为第 n 年年末交易收盘价（后复权）。

估算每个样本点的实际平均收益之后，我们采用 CAPM 模型，即：

$$R_e = R_f + \text{Beta (ERP)}$$

● 样本点公司规模数据和收益能力数据的选择

对于衡量样本点的资产规模指标我们选择“账面总资产”，对于衡量收益能力指标我们相应地选择总资产回报率 ROA。

● 数据整理

我们首先将样本点的公司规模超额收益率，也就是采用 2005 年到 2011 年平均股票收益率 R_e 与采用资本定价模型估算出来的 CAPM 的差额，即，股票 j 的公司超额收益率 Δ_j 为：

$$\Delta_j = R_{e_j} - \text{CAPM}_j \quad (j=1, 2, \dots, n)$$

我们将公司特有风险超额收益率 Δ 与选择出来衡量资产规模的总资产账面价值 S

和衡量收益能力指标的总资产回报率 ROA 组成样本点数据序列。对上述数据序列进行排序和分组，排序、分组的方法如下：

- 先按公司总资产进行排序，将数据序列按总资产规模从小到大进行升序排序；
- 按按总资产规模进行分组，分别为以下 9 组：

序号	资产规模（亿元）	样本点数量
1	$0 \leq S < 5$	111
2	$5 \leq S < 10$	212
3	$10 \leq S < 15$	101
4	$15 \leq S < 20$	76
5	$20 \leq S < 30$	61
6	$30 \leq S < 40$	76
7	$40 \leq S < 50$	71
8	$50 \leq S < 100$	101
9	$S \geq 100$	102

- 再在上述按总资产划分的分组中，再按收益率指标 ROA 进行第二次排序，并进行分组，分组情况如下：

序号	总资产规模分组标准（亿元）	总资产收益率分组标准（%）	样本点数量
1	$0 \leq S < 5$	$R < 0$	28
2	$0 \leq S < 5$	$0 \leq R < 10$	53
3	$0 \leq S < 5$	$R \geq 10$	30
4	$5 \leq S < 10$	$R < 0$	22
5	$5 \leq S < 10$	$0 \leq R < 10$	148
6	$5 \leq S < 10$	$R \geq 10$	42
7	$10 \leq S < 15$	$R < 0$	10
8	$10 \leq S < 15$	$0 \leq R < 10$	74
9	$10 \leq S < 15$	$R \geq 10$	17
10	$15 \leq S < 20$	$R < 0$	7
11	$15 \leq S < 20$	$0 \leq R < 10$	28
12	$15 \leq S < 20$	$R \geq 10$	41
13	$20 \leq S < 30$	$R < 5$	27
14	$20 \leq S < 30$	$R \geq 5$	34
15	$30 \leq S < 40$	$R < 5$	26
16	$30 \leq S < 40$	$R \geq 5$	50
17	$40 \leq S < 50$	$R < 5$	30
18	$40 \leq S < 50$	$R \geq 5$	41
19	$50 \leq S < 100$	$R < 5$	32
20	$50 \leq S < 100$	$R \geq 5$	69
21	$S \geq 100$	$R < 5$	19
22	$S \geq 100$	$5 \leq R < 10$	51
23	$S \geq 100$	$R \geq 10$	32

- 将上述 23 个小组中的每组样本的超额收益率、总资产和 ROA 的平均值作为该组样本的超额收益率、总资产和 ROA，则可以得到如下数据表格：

序号	总资产规模分组标准（亿元）	总资产收益率分组标准（%）	样本点数量	超额收益率 R_s	总净资产平均值 S （亿元）	总资产平均值（亿元）的自然对数	总资产收益率平均值 ROA
1	$0 \leq S < 5$	$R < 0$	28	3.00%	2.96	1.08	-6.41%
2	$0 \leq S < 5$	$0 \leq R < 10$	53	2.80%	3.64	1.29	5.74%
3	$0 \leq S < 5$	$R \geq 10$	30	2.74%	3.39	1.22	17.26%
4	$5 \leq S < 10$	$R < 0$	22	2.45%	7.17	1.97	-57.48%
5	$5 \leq S < 10$	$0 \leq R < 10$	148	2.41%	7.56	2.02	4.67%
6	$5 \leq S < 10$	$R \geq 10$	42	2.28%	7.36	2.00	14.94%
7	$10 \leq S < 15$	$R < 0$	10	2.17%	16.88	2.83	-2.31%
8	$10 \leq S < 15$	$0 \leq R < 10$	74	2.09%	17.43	2.86	5.54%
9	$10 \leq S < 15$	$R \geq 10$	17	2.03%	17.08	2.84	13.75%
10	$15 \leq S < 20$	$R < 0$	7	1.29%	22.35	3.11	-8.94%
11	$15 \leq S < 20$	$0 \leq R < 10$	28	1.61%	22.51	3.11	3.34%
12	$15 \leq S < 20$	$R \geq 10$	41	1.45%	22.24	3.10	8.35%
13	$20 \leq S < 30$	$R < 5$	27	1.22%	27.09	3.30	0.22%
14	$20 \leq S < 30$	$R \geq 5$	34	1.12%	27.40	3.31	9.23%
15	$30 \leq S < 40$	$R < 5$	26	0.97%	34.65	3.55	1.38%
16	$30 \leq S < 40$	$R \geq 5$	50	0.94%	35.47	3.57	8.94%
17	$40 \leq S < 50$	$R < 5$	30	0.81%	44.34	3.79	1.73%
18	$40 \leq S < 50$	$R \geq 5$	41	0.73%	44.84	3.80	10.07%
19	$50 \leq S < 100$	$R < 5$	32	0.59%	69.17	4.24	2.98%
20	$50 \leq S < 100$	$R \geq 5$	69	0.35%	70.62	4.26	10.37%
21	$S \geq 100$	$R < 5$	19	0.19%	379.82	5.94	2.86%
22	$S \geq 100$	$5 \leq R < 10$	51	-0.72%	295.01	5.69	7.41%
23	$S \geq 100$	$R \geq 10$	32	-0.66%	506.88	6.23	14.61%

● 估算结论

我们按超额收益率 RP_s 与总资产的自然对数和总资产报酬率 ROA 进行二元一次线性回归分析，得到如下结论：

$$RP_s = 3.73\% - 0.717\% \times \ln(S) - 0.267\% \times ROA \quad (R^2 = 93.14\%)$$

其中： RP_s ：公司规模超额收益率；

S ：公司总资产账面值（按亿元单位计算）；

ROA ：总资产报酬率；

$\ln$ ：自然对数。

由于“远丰糖业”存在股东占用资金约 2 亿，属于非正常因素。企业被迫进行高息融资，资金成本超高，亏损严重，评估基准日的股东权益账面价值已经为负的 2.37 亿元，这是非正常因素造成的，不是市场行为造成的。我们认为，“远丰糖业”的公司规模超额收益率的分析计算不适用上述公式。

由于本次评估的被评估企业与对比公司相比，可能在以下几个方面存在特殊因素，因此存在公司特有风险溢价 RP_u ：

公司特别风险溢价 RP_u 主要是针对公司具有的一些非系统的特有因素所产生风险的风险溢价或折价，一般认为这些特别风险包括：

客户聚集度过高特别风险

所谓客户客户聚集度是指被评估企业与对比公司相比其客户过于集中在一个或几个少数客户，由于客户过于集中就会出现一旦这些客户违约或出现问题，则直接会给被评估企业的经营带来重大影响，这种风险也是公司特别风险 RP_u 中的重要因素；

由于本次评估的“远丰糖业”存在以下事实：产品可以在自由市场中自由销售，没有固定不变的销售对象。不存在客户聚集度过高的风险，因此我们不考虑由于客户聚集度过高的特别风险溢价。

产品单一特别风险

所谓产品集中度也是被评估企业与同类公司相比，其产品结构过于单一，缺少有效的产品系列或组合，因此企业也会产生特别风险。

本次评估的“远丰糖业”存在以下事实：产品为机制糖（包括白砂糖、红糖）及其副产品甘蔗糖蜜和蔗渣，是用一种原材料只能产一种产品、从而衍生甘蔗糖蜜和蔗渣副产品的企业。与一般企业用一种原材料可同时生产多种产品有区别。因此，我们认为，“远丰糖业”不存在产品单一的特别风险。

市场集中特别风险

所谓市场集中是指公司的产品只能在某个地区或某个区域销售，不能跨地区销售，这样的企业其投资风险与可以跨地区销售的企业相比存在更高的风险。另外，如果被评估企业能在一个能获得很好保护的地区或行业内经营，则其经营风险与不能在一个获得很高保护的行业或地区经营的风险要低，这些都是所谓市场集中所能产生的特别风险因素。

由于本次评估的被评估企业存在以下事实：产品可以在全国销售，因此我们不考虑“远丰糖业”由于市场集中特别风险的特别风险溢价。

原材料供应聚集过高特别风险

对于一些企业，其生产经营比较严重依赖原材料的供应，如果这些企业的原料供应商单一，则其经营风险就会被认为较高，因为对于这样的企业其在控制成本等方面将会存在比其他企业更艰难的情况，也会存在由于原材料的短缺等造成生产经营无法正常维持的风险；

由于本次评估的被评估企业存在以下事实：原材料-甘蔗，在其区域-广西是全国

主要的甘蔗生产地区，几乎各个县市都有种植；“远丰糖业”所处的环江县甘蔗区，是环江县政府和“远丰糖业”共同培育发展起来的，远丰糖业每年投入 800 多万的甘蔗奖励基金及扩种补贴，还在甘蔗修建了公路，积极扶持蔗农种植甘蔗，原料供应得到基本保障。并且，我们在收益预测中，还把原材料的供应风险进行了考虑，把 2016 年、2017 年的甘蔗供应数量进行了下调；还有，从 2016 年开始，对甘蔗价款进行了保底加价的考虑，每年增加甘蔗种植补贴每吨 20-30 元元，原材料供应的风险基本在收益中体现，所以，原材料的供应风险系数取 1%。

管理者特别风险

有经验的管理者往往可以做出正确的决策，在应对复杂的市场竞争中处于有利地位，特别是对于某些具有非常影响力的人物，公司的发展往往非常依赖这些具有影响力的人物，一旦这些人物出现问题，如生病、死亡等则对公司的经营会产生巨大影响，这些就会造成管理者特别风险。

由于本次评估的“远丰糖业”不存在上述事实，我们认为不存在由于管理者特别风险。

政策风险

“远丰糖业”属于涉农企业，国家对涉农企业虽然有政策扶持，但可能也会有一定的不确定性和不连续性，甘蔗收购价与糖价联动的政策风险，已经在原材料中考虑了。关于政策的风险，主要考虑政府补贴以及贴息等营业外收入的风险。我们考虑这种政策风险率为 0.8%。

通过上述分析，“远丰糖业”的特有风险溢价 R_u 为 1.8%。

将恰当的数据代入 CAPM 公式中，我们就可以计算出对被评估单位的股权期望回报率。

2. 债权回报率的确定

在中国，对债权收益率的一个合理估计是将市场公允短期和长期银行贷款利率结合起来的一个估计。

目前在中国，只有极少数国营大型企业或国家重点工程项目才可以被批准发行公司债券。事实上，中国目前尚未建立起真正意义上的公司债券市场，尽管有一些公司债券是可以交易的。然而，另一方面，官方公布的贷款利率是可以得到的。评估基准日有效的一年期贷款利率是 5.6%。我们采用该利率作为我们的债权年期期望回报率。

3. 被评估企业折现率的确定

股权期望回报率和债权回报率可以用加权平均的方法计算总资本加权平均回报率。权重评估对象实际股权、债权结构比例。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

其中：WACC 为加权平均总资本回报率；E 为股权价值；Re 为期望股本回报率；D 为付息债权价值；R_d 为债权期望回报率；T 为企业所得税率。

根据上述计算得到被评估单位总资本加权平均回报率在预测期 2015 年至 2020 年为 9.40%，我们以其作为被评估公司在预测期 2015 年至 2020 年的折现率。

由于 2020 年以后，尚不能确定被评估企业是否还能继续享受 15% 的企业所得税优惠政策。同样，也不能确定可比公司南宁糖业股份有限公司和广西贵糖（集团）股份有限公司在 2020 年以后是否能继续享受 15% 的税收优惠政策。所以，计算永续期的折现率，所得税税率均按税法规定的企业所得税税率 25%。从而得出永续期的折现率为 9.18%。

WACC 的计算详见《加权资金成本计算表》。

八、非经营性资产负债的评估

根据我们的分析，“远丰糖业”的非经营性资产、负债的情况如，经单独评估后，如下表：

货币单位：人民币 万元

序号	项目	非经营资产、负债		非经营资产、负债	
一	非经营性资产	账面原值	账面净值	评估原值	评估值
1	可供出售金融资产	1,800	1,800	1,800	1,800
2	土地使用权	917.46	871.65		5,104.58
3	生物性质的资产	366.44	358.71	366.44	366.44
	合计	3,089.9	3,030.37		7,271.02
二	非经营性负债				
1	其他应付款	45.33	45.33	45.33	45.33
合计		45.33	45.33	45.33	45.33
三	非经营性调整净值		2,985.04		7,225.69

经单独评估后的“远丰糖业”的非经营性净资产价值为 7,225.69 万元。

九、收益法评估结果的确定

截止评估基准日，经过测算得到“远丰糖业”的股东全部权益，在持续经营、公开市场条件下收益法的评估价值为人民币 8,977.48 万元。预测的现金流量及股东权益评估结果，请见附件表 2《股权价值测算表》

第七部分 市场法评估技术说明

一、市场法简介

市场法是根据与被评估单位相同或相似的对比公司近期交易的成交价格，通过分析对比公司与被评估单位各自特点分析确定被评估单位的股权评估价值，市场法的理论基础是同类、同经营规模并具有相同获利能力的企业其市场价值是相同的（或相似的）。

本次评估主要采用市场法中的对比公司方式（Guideline Company Method），所谓市场法中的对比公司方式是通过比较与被评估单位处于同一行业或受相同经济因素影响的上市公司的公允市场价值来确定委估企业的公允市场价。这种方式一般是首先选择与被评估单位处于同一行业的并且股票交易活跃的上市公司作为对比公司，然后通过交易股价计算对比公司的市场价值。另一方面，再选择对比公司的一个或几个收益性和/或资产类参数，如总资产回报率 ROA、息税前利润 EBIT、息税折旧摊销前利润 EBITDA、销售毛利率、营业增长率或总资产、净资产等作为“分析参数”，最后计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的比例关系---称之为比率乘数（Multiples），将上述比率乘数应用到被评估单位的相应的分析参数中从而得到委估对象的市场价值。

通过计算对比公司的市场价值和分析参数，我们可以得到其收益类比率乘数和资产类比率乘数。但上述比率乘数在应用到被评估单位相应分析参数中前还需要进行必要的调整，以反映对比公司与被评估单位之间的差异。

二、比率乘数的选择

市场比较法要求通过分析对比公司股权（所有者权益）和/或全部投资资本市场价值与收益性参数、资产类参数或现金流比率参数之间的比率乘数来确定被评估单位的比率乘数，然后，根据委估企业的收益能力、资产类参数来估算其股权和/或全投资资本的价值。因此采用市场法评估的一个重要步骤是分析确定、计算比率乘数。比率乘数一般可以分为三类，分别为收益类比率乘数、资产类比率乘数和现金流比率乘数。

根据本次被评估单位的特点以及参考国际惯例，本次评估我们选用如下比率乘数：

(1) 收益类比率乘数

用对比公司股权（所有者权益）和全投资资本市场价值与收益类参数计算出的比率乘数称为收益类比率乘数。收益类比率乘数一般常用的包括：

- 全投资资本市场价值与营业总收入的比率乘数；

- 全投资资本市场价值与税息前收益比率乘数；
- 全投资资本市场价值与税息折旧/摊销前收益比率乘数；
- 股权市场价值与税前收益（利润总额）比率乘数；

①营业总收入比率乘数

营业总收入比率乘数就是全投资资本的市场价值和营业总收入的比率，该比率乘数可以反映企业营业收入的大小对其价值的影响。

全投资资本市场价值与营业总收入率乘数可以更好地反映企业价值与营业总收入之间的关系，因此，我们选取该指标为资产类指标的主要考虑因素。

②EBIT 比率乘数

全投资资本的市场价值和税息前收益指标计算的比率乘数最大限度地减少了由于债务结构和所得税造成的影响。

③EBITDA 比率乘数

全投资资本市场价值和税息折旧摊销前收益可以最大限度地减少由于企业折旧/摊销政策不同所可能带来的税收等方面的影响。

(2) 资产类比率乘数

用对比公司股权（所有者权益）和全投资资本市场价值与资产类参数计算出的比率乘数称为资产类比率乘数。资产类比率乘数一般常用的包括：

- ①全投资资本市场价值与总资产比率乘数；
- ②股权市场价值与净资产比率乘数。

(3) 全投资与总资产比率乘数

全投资可以有效地避免企业资本结构所产生的影响，并且全投资与营业总收入在分析口径上也是一致的。

(4) 股权与净资产比率乘数

与全投资与总资产比率乘数相比，全投资与净资产比率乘数虽然全投资可以避免企业资本结构的影响，但净资产仍含有部分资本结构的影响，另外，净资产与全投资在分析口径上也不完全一样。

三、比率乘数的计算时间

根据以往的评估经验，我们认为在计算比率乘数时限时选用计算接近评估基准日的 1 年数据即可，根据本次评估的需要和目前可以得到的上市公司的数据，我们借助 wind 软件，获取了“远丰糖业”所在食品加工与肉类行业所有上市公司 2013 年都

财务分析数据。

四、比率乘数的调整

比率乘数的调整，可以采用分析调整行业内对比公司加权平均数确定或采用回归分析的方法进行调整。本项目采用回归分析技术对价值比率进行调整。

回归分析原理介绍：

当参考企业在更多的变量存在差异，通过主观调整和调整乘数比较困难时，可通过回归的方法控制这些变量。即针对乘数对各个变量进行回归，然后运用回归找出每个参考企业的预测值。当参考企业不多或搜索参考企业困难时，或被评估的企业有多种经营、跨行业、跨部门时，不必局限于这些参考企业，应运用抽样的方法选取参考企业对参考企业的市场截面数据进行回归，因为回归可以控制那些你认为会引起各乘数随公司而变化的变量间的差异。根据中心极限定律，“当样本容量足够大（ $n \geq 30$ ），不管总体分布情况如何，从均值为 μ ，标准差为 σ 的总体中随机抽样，样本均值的分布大致是正态分布”。这定律对于参考企业的抽样选取提供了理论依据。

正如美国纽约大学金融教授 Aswath Damodaran 所说的，“找出相似的和可比的公司常常构成了一种挑战，而且我们时常不得不接受在这个或哪个方面与所估价公司存在着差异的各种公司。当出现这种情况时，我们必须直接或者间接地控制各个公司在增长、风险、和现金流等尺度上存在的各种差异。在操作过程中，控制这些变量的方式可以是简单的（运用行业平均值），也可以是复杂的（确定和控制各相关变量的多元回归）”。

回归方法把大量的数据压缩到一个把价值比率与各个变量之间关系的方程式中，是解决价值比率的一种捷径。但回归也许会存在一些问题。首先，回归是以价值比率与影响因素之间存在线性关系为假设前提，这一点可能不符合实际，或许还要对影响因素进行某种处理以转换回归方程（如对影响因素平方或取对数）。其次，影响因素之间可能存在的相关性，使得回归系数不太可靠。

当运用回归分析时，乘数中的变量可根据具体情况进行添加补充，增加你认为对价值有影响的变量。回归方程表达式为：

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_k X_k + \varepsilon$$

其中，Y=价值比率（乘数）；

β_0 =回归常数；

X_1 =自变量 1；

X_2 =自变量 2;

X_3 =自变量 3;

X_k =自变量 k;

β_1 =自变量 1 的偏回归系数;

β_2 =自变量 2 的偏回归系数;

β_3 =自变量 3 的偏回归系数;

β_k =自变量 k 的偏回归系数;

ε =预测误差;

k=自变量个数。

五、价值比率的确定

我们选用价值比率，重点考虑的要素为企业价值的驱动因素：盈利能力、发展能力。在盈利能力中，影响企业价值比较大的是净资产收益率、投入资本回报率、总资产报酬率、毛利率等；在发展能力指标中，对企业价值贡献比较大的指标是营业收入增长率、利润增长率等。

企业价值比率取市销率 ps、企业价值与息税折旧摊销前利润 EV/EBIDTA。

收集与“远丰糖业”同一行业的“食品加工及肉制品”行业 79 家上市公司 2013 年 12 月 31 日的净资产收益率 ROE（扣除/平均）、总资产回报率 ROA、投入资本回报率 TTM、销售毛利率、利润总额增长率（同比）、市销率 PS、企业价值比率 EV/EBITDA（扣除货币资金）。数据如下：

证券代码	证券简称	净资产收益率 ROE (扣除/平均) [报告期] 2013 年报 [单位] %	总资产报酬率 ROA [报告期] 2013 年报 [单位] %	投入资本回报率 (TTM) [报告期] 2013 年报 [单位] %	销售毛利率 [报告期] 2013 年报 [单位] %	利润总额 (同比增长率) [报告期] 2013 年报 [单位] %	市销率 PS (TTM) [交易日期] 2013-12-31	企业倍数 2 (EV2/EBITDA) [交易日期] 2013-12-31
000529.SZ	广弘控股	7.7556	8.6067	7.7744	12.9815	25.5822	2.1575	38.0703
000639.SZ	西王食品	16.5264	14.8207	15.5804	24.6988	25.1643	1.3441	12.5220
000716.SZ	黑芝麻	6.5300	6.4182	6.1655	30.2916	28.7089	2.6058	27.5030
000735.SZ	罗牛山	3.8216	2.1630	1.2394	19.7680	54.1761	5.8759	34.7631
000796.SZ	易食股份	5.3628	10.5238	9.4426	47.6627	81.6100	2.0581	9.0546
000798.SZ	中水渔业	-4.3120	5.8533	6.2616	-8.8878	-18.0110	4.5087	-17.0110
000860.SZ	顺鑫农业	6.6165	3.3584	2.9918	31.2026	46.3160	0.7916	19.6369
000893.SZ	东凌粮油	18.5783	2.9721	1.9625	2.5462	154.8884	0.4479	37.7402
000895.SZ	双汇发展	27.9476	28.0060	27.2591	19.4309	31.6211	2.4011	18.3590
000911.SZ	南宁糖业	-21.4692	5.7085	5.1675	13.0692	129.1813	0.4903	15.0720
000972.SZ	新中基	-164.5825	-12.5641	-32.6910	11.3824	-728.3205	2.2824	-27.7277
002069.SZ	獐子岛	2.8174	3.6223	3.7177	22.1023	-9.1907	3.9454	36.5609

002086.SZ	东方海洋	3.1862	4.7168	5.0042	25.5898	-41.5237	3.2559	16.4243
002216.SZ	三全食品	6.2153	4.5561	5.8460	34.9169	2.6139	2.8314	45.2414
002220.SZ	天宝股份	8.4649	6.4469	6.5189	21.8305	-13.2345	2.0812	16.8520
002234.SZ	民和股份	-21.7924	-11.6659	-13.3021	-9.6643	-198.6724	2.6430	-15.0909
002286.SZ	保龄宝	2.3460	3.4379	2.7473	15.1789	-39.5467	3.4624	37.6364
002299.SZ	圣农发展	-7.7659	-1.2302	-1.3247	2.1503	-750.7986	1.9878	42.3763
002321.SZ	华英农业	-13.3578	-2.0407	-2.0650	1.8180	-1,867.3263	1.5633	31.0349
002329.SZ	皇氏集团	3.5049	4.4874	4.9873	29.4758	8.9864	2.7470	22.9144
002330.SZ	得利斯	2.6945	2.9219	3.0215	11.1537	-15.5339	1.3165	28.4271
002387.SZ	黑牛食品	0.5632	2.0105	1.3188	35.2965	-68.8274	3.8968	35.3370
002447.SZ	壹桥海参	14.5825	10.3278	9.8882	46.4213	-4.9852	13.0233	22.0711
002458.SZ	益生股份	-40.7105	-17.0356	-20.9413	-34.0207	-2,782.8778	4.3572	-14.4704
002477.SZ	雏鹰农牧	1.6529	3.5207	3.3950	25.0136	-69.2556	5.1496	31.6785
002495.SZ	佳隆股份	3.3898	2.8485	2.5435	38.5832	-27.4643	6.6383	29.5823
002505.SZ	大康牧业	-1.8924	2.4916	2.3440	7.6564	127.0488	4.0430	59.9223
002507.SZ	涪陵榨菜	13.2233	12.3732	12.3585	39.6187	10.4409	7.1864	30.9192
002515.SZ	金字火腿	0.5555	4.6960	4.0512	38.2746	-12.9147	10.3401	78.9767
002557.SZ	洽洽食品	7.0216	8.3287	7.5131	27.7407	-14.2346	2.8442	26.4906
002570.SZ	贝因美	19.0738	18.8476	16.9222	61.4172	32.9490	3.1676	18.3522
002604.SZ	龙力生物	3.6928	5.0065	4.5407	26.5230	0.2926	5.2905	19.7690
002650.SZ	加加食品	8.5711	10.3950	7.9632	27.2243	-6.7586	2.6258	18.8296
002661.SZ	克明面业	11.3510	12.0647	10.9027	23.2509	5.1708	2.7346	24.4935
002695.SZ	煌上煌	8.7966	8.7189	7.3271	32.4829	18.4208	4.1695	20.3388
002696.SZ	百洋股份	5.2948	5.2115	6.0704	11.7083	-30.1417	1.5245	23.0366
002702.SZ	海欣食品	3.9864	3.5496	3.2021	31.5186	-44.4572	2.4597	34.3823
002714.SZ	牧原股份	24.1001	14.1044		19.8153	-8.6083		
002719.SZ	麦趣尔	17.5437	14.4500	14.2516	39.2393	-4.5255		
002726.SZ	龙大肉食	12.6401	11.1768	11.7171	8.4730	7.9227		
002732.SZ	燕塘乳业	23.4765	17.5722	17.9857	30.1526	9.2940		
002746.SZ	仙坛股份	1.2357	4.2536		5.3976	-45.2284		
200992.SZ	中鲁B	7.5922	6.2246	7.9532	15.7714	-31.8099	2.0011	
300094.SZ	国联水产	2.7795	3.7505	4.2494	13.0578	127.0766	1.3145	22.9080
300106.SZ	西部牧业	0.3202	4.2591	4.6042	16.9103	-1.7131	4.1030	31.9006
300138.SZ	晨光生物	0.5546	2.3939	1.7506	12.9835	-72.8210	1.4534	24.6841
300146.SZ	汤臣倍健	20.2939	20.5426	17.5956	64.6971	51.9337	16.8430	43.9450
300149.SZ	量子高科	5.2928	5.4157	4.8241	41.6063	2.7816	13.5618	57.3755
300268.SZ	万福生科	-48.2869	-25.0176	-38.5743	-0.5005	-5,717.5039	2.6439	-19.7595
300381.SZ	溢多利	21.4047	21.6062	20.5569	62.0137	15.1813		
600073.SH	上海梅林	6.6950	5.0741	6.5216	14.1278	21.1192	0.7003	23.4527
600095.SH	哈高科	3.0614	5.4765	4.9941	32.9059	251.9256	5.7272	22.4416
600097.SH	开创国际	12.1892	8.9056		14.3319	-20.3182	3.1466	44.2548
600186.SH	莲花味精	-44.0753	-11.4035	-15.1801	2.4019	-1,323.6444	1.2405	-22.1028
600191.SH	华资实业	-1.9118	0.6928	0.7132	-7.2847	-47.3787	11.9112	-34.0355
600251.SH	冠农股份	16.1450	12.4026	15.3570	7.5922	19.6975	5.8993	-4,358.0848
600257.SH	大湖股份	-12.1981	14.8713	15.5935	18.1255	759.2861	5.3023	-168.0035
600275.SH	武昌鱼	-16.7524	-11.7969	-13.5853	31.2291	-841.8765	216.5446	-220.3078
600298.SH	安琪酵母	4.2973	5.5884	4.4496	29.2683	-26.0201	1.9633	14.0315
600300.SH	维维股份	-8.2735	5.4493	3.1996	31.1698	4.1624	1.4732	38.6907
600305.SH	恒顺醋业	7.9196	5.8824	5.0783	38.5281	189.7458	3.6185	24.3578

600381.SH	贤成矿业		3.1652	127.8047	60.0179	100.3800	30.0969	-31.9920
600419.SH	天润乳业	-20.0664	11.4535	13.0145	24.6444	199.3708	49.8726	-92.8919
600429.SH	三元股份	-14.2559	-6.4313	-8.1612	21.2909	-2,214.7904	1.9835	-102.3276
600467.SH	好当家	2.6328	4.0752	3.8096	20.4901	-46.2696	4.1029	22.1792
600597.SH	光明乳业	8.5408	7.1464	8.7428	34.7463	69.0219	1.7457	25.9537
600695.SH	绿庭投资	-25.4322	22.5096	22.4828	7.4841	181.2447	14.8927	-46.3664
600737.SH	中粮屯河	-8.1372	2.3880	1.6134	9.5065	137.2577	1.1438	32.4936
600866.SH	星湖科技	-16.8954	2.3384	1.9508	6.8966	103.1512	2.3531	-80.4265
600872.SH	中炬高新	9.7074	8.1621	9.7375	31.2931	80.5376	4.2489	26.2000
600873.SH	梅花生物	3.2136	4.0059	3.8898	18.7045	-36.9092	2.4478	18.3675
600887.SH	伊利股份	18.7624	11.4751	14.8437	28.6656	46.6568	1.7488	20.7535
600962.SH	国投中鲁	-10.8152	-2.0986	-1.0907	10.2871	-272.9989	1.2268	77.6749
600965.SH	福成五丰	8.6261	11.0671	9.8138	36.4914	61.8626	2.6834	16.6173
600975.SH	新五丰	0.7884	1.7780	1.9231	7.4869	-49.4351	1.3044	168.7050
603020.SH	爱普股份	20.6635	19.9201	19.2382	26.7524	32.4357		
603288.SH	海天味业	40.8325	30.5185	40.7270	39.2316	32.6243		
900919.SH	绿庭B股	-25.4322	22.5096	22.4828	7.4841	181.2447	5.9959	-46.3664
002100.SZ	天康生物	11.2414	7.7168	8.5716	16.8888	35.8871	1.5953	20.1452

数据来源: Wind 资讯

剔除某一指标没有数据的企业, 初步得出如下 68 个样本:

证券代码	证券简称	净资产收益率 ROE (扣除/ 平均) [报告期] 2013 年报 [单位] %	总资产报酬率 ROA [报告期] 2013 年报 [单位] %	投入资本回报率 (TTM) [报告期] 2013 年报 [单位] %	销售毛利率 [报告期] 2013 年报 [单位] %	利润总额(同比 增长率) [报告期] 2013 年报 [单位] %	市销率 PS (TTM) [交易日期] 2013-12-31	企业倍数 2 (EV2/EBITDA) [交易日期] 2013-12-31
000529.SZ	广弘控股	7.7556	8.6067	7.7744	12.9815	25.5822	2.1575	38.0703
000639.SZ	西王食品	16.5264	14.8207	15.5804	24.6988	25.1643	1.3441	12.5220
000716.SZ	黑芝麻	6.5300	6.4182	6.1655	30.2916	28.7089	2.6058	27.5030
000735.SZ	罗牛山	3.8216	2.1630	1.2394	19.7680	54.1761	5.8759	34.7631
000796.SZ	易食股份	5.3628	10.5238	9.4426	47.6627	81.6100	2.0581	9.0546
000798.SZ	中水渔业	-4.3120	5.8533	6.2616	-8.8878	-18.0110	4.5087	-17.0110
000860.SZ	顺鑫农业	6.6165	3.3584	2.9918	31.2026	46.3160	0.7916	19.6369
000893.SZ	东凌粮油	18.5783	2.9721	1.9625	2.5462	154.8884	0.4479	37.7402
000895.SZ	双汇发展	27.9476	28.0060	27.2591	19.4309	31.6211	2.4011	18.3590
000911.SZ	南宁糖业	-21.4692	5.7085	5.1675	13.0692	129.1813	0.4903	15.0720
000972.SZ	新中基	-164.5825	-12.5641	-32.6910	11.3824	-728.3205	2.2824	-27.7277
002069.SZ	獐子岛	2.8174	3.6223	3.7177	22.1023	-9.1907	3.9454	36.5609
002086.SZ	东方海洋	3.1862	4.7168	5.0042	25.5898	-41.5237	3.2559	16.4243
002216.SZ	三全食品	6.2153	4.5561	5.8460	34.9169	2.6139	2.8314	45.2414
002220.SZ	天宝股份	8.4649	6.4469	6.5189	21.8305	-13.2345	2.0812	16.8520
002234.SZ	民和股份	-21.7924	-11.6659	-13.3021	-9.6643	-198.6724	2.6430	-15.0909
002286.SZ	保龄宝	2.3460	3.4379	2.7473	15.1789	-39.5467	3.4624	37.6364
002299.SZ	圣农发展	-7.7659	-1.2302	-1.3247	2.1503	-750.7986	1.9878	42.3763
002321.SZ	华英农业	-13.3578	-2.0407	-2.0650	1.8180	-1,867.3263	1.5633	31.0349
002329.SZ	皇氏集团	3.5049	4.4874	4.9873	29.4758	8.9864	2.7470	22.9144
002330.SZ	得利斯	2.6945	2.9219	3.0215	11.1537	-15.5339	1.3165	28.4271
002387.SZ	黑牛食品	0.5632	2.0105	1.3188	35.2965	-68.8274	3.8968	35.3370

002447.SZ	壹桥海参	14.5825	10.3278	9.8882	46.4213	-4.9852	13.0233	22.0711
002458.SZ	益生股份	-40.7105	-17.0356	-20.9413	-34.0207	-2,782.8778	4.3572	-14.4704
002477.SZ	雏鹰农牧	1.6529	3.5207	3.3950	25.0136	-69.2556	5.1496	31.6785
002495.SZ	佳隆股份	3.3898	2.8485	2.5435	38.5832	-27.4643	6.6383	29.5823
002505.SZ	大康牧业	-1.8924	2.4916	2.3440	7.6564	127.0488	4.0430	59.9223
002507.SZ	涪陵榨菜	13.2233	12.3732	12.3585	39.6187	10.4409	7.1864	30.9192
002515.SZ	金字火腿	0.5555	4.6960	4.0512	38.2746	-12.9147	10.3401	78.9767
002557.SZ	洽洽食品	7.0216	8.3287	7.5131	27.7407	-14.2346	2.8442	26.4906
002570.SZ	贝因美	19.0738	18.8476	16.9222	61.4172	32.9490	3.1676	18.3522
002604.SZ	龙力生物	3.6928	5.0065	4.5407	26.5230	0.2926	5.2905	19.7690
002650.SZ	加加食品	8.5711	10.3950	7.9632	27.2243	-6.7586	2.6258	18.8296
002661.SZ	克明面业	11.3510	12.0647	10.9027	23.2509	5.1708	2.7346	24.4935
002695.SZ	煌上煌	8.7966	8.7189	7.3271	32.4829	18.4208	4.1695	20.3388
002696.SZ	百洋股份	5.2948	5.2115	6.0704	11.7083	-30.1417	1.5245	23.0366
002702.SZ	海欣食品	3.9864	3.5496	3.2021	31.5186	-44.4572	2.4597	34.3823
300094.SZ	国联水产	2.7795	3.7505	4.2494	13.0578	127.0766	1.3145	22.9080
300106.SZ	西部牧业	0.3202	4.2591	4.6042	16.9103	-1.7131	4.1030	31.9006
300138.SZ	晨光生物	0.5546	2.3939	1.7506	12.9835	-72.8210	1.4534	24.6841
300146.SZ	汤臣倍健	20.2939	20.5426	17.5956	64.6971	51.9337	16.8430	43.9450
300149.SZ	量子高科	5.2928	5.4157	4.8241	41.6063	2.7816	13.5618	57.3755
300268.SZ	万福生科	-48.2869	-25.0176	-38.5743	-0.5005	-5,717.5039	2.6439	-19.7595
600073.SH	上海梅林	6.6950	5.0741	6.5216	14.1278	21.1192	0.7003	23.4527
600095.SH	哈高科	3.0614	5.4765	4.9941	32.9059	251.9256	5.7272	22.4416
600186.SH	莲花味精	-44.0753	-11.4035	-15.1801	2.4019	-1,323.6444	1.2405	-22.1028
600191.SH	华资实业	-1.9118	0.6928	0.7132	-7.2847	-47.3787	11.9112	-34.0355
600251.SH	冠农股份	16.1450	12.4026	15.3570	7.5922	19.6975	5.8993	-4,358.0848
600257.SH	大湖股份	-12.1981	14.8713	15.5935	18.1255	759.2861	5.3023	-168.0035
600275.SH	武昌鱼	-16.7524	-11.7969	-13.5853	31.2291	-841.8765	216.5446	-220.3078
600298.SH	安琪酵母	4.2973	5.5884	4.4496	29.2683	-26.0201	1.9633	14.0315
600300.SH	维维股份	-8.2735	5.4493	3.1996	31.1698	4.1624	1.4732	38.6907
600305.SH	恒顺醋业	7.9196	5.8824	5.0783	38.5281	189.7458	3.6185	24.3578
600419.SH	天润乳业	-20.0664	11.4535	13.0145	24.6444	199.3708	49.8726	-92.8919
600429.SH	三元股份	-14.2559	-6.4313	-8.1612	21.2909	-2,214.7904	1.9835	-102.3276
600467.SH	好当家	2.6328	4.0752	3.8096	20.4901	-46.2696	4.1029	22.1792
600597.SH	光明乳业	8.5408	7.1464	8.7428	34.7463	69.0219	1.7457	25.9537
600695.SH	绿庭投资	-25.4322	22.5096	22.4828	7.4841	181.2447	14.8927	-46.3664
600737.SH	中粮屯河	-8.1372	2.3880	1.6134	9.5065	137.2577	1.1438	32.4936
600866.SH	星湖科技	-16.8954	2.3384	1.9508	6.8966	103.1512	2.3531	-80.4265
600872.SH	中炬高新	9.7074	8.1621	9.7375	31.2931	80.5376	4.2489	26.2000
600873.SH	梅花生物	3.2136	4.0059	3.8898	18.7045	-36.9092	2.4478	18.3675
600887.SH	伊利股份	18.7624	11.4751	14.8437	28.6656	46.6568	1.7488	20.7535
600962.SH	国投中鲁	-10.8152	-2.0986	-1.0907	10.2871	-272.9989	1.2268	77.6749
600965.SH	福成五丰	8.6261	11.0671	9.8138	36.4914	61.8626	2.6834	16.6173
600975.SH	新五丰	0.7884	1.7780	1.9231	7.4869	-49.4351	1.3044	168.7050
900919.SH	绿庭B股	-25.4322	22.5096	22.4828	7.4841	181.2447	5.9959	-46.3664
002100.SZ	天康生物	11.2414	7.7168	8.5716	16.8888	35.8871	1.5953	20.1452

针对上述 68 个样本，以 ROE、ROA、投入资本回报率、销售毛利率、总利润增长率为自变量，分别以市销率 PS、企业价值比率 EV/EBITDA 为因变量进行回归分析。

分析结果分别如下：

（一）PS 回归分析：

SUMMARY OUTPUT

回归统计	
Multiple R	0.359716
R Square	0.129396
Adjusted R Square	0.059186
标准误差	25.73062
观测值	68

方差分析					
	Df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	5	6100.869	1220.174	1.842983	0.117536291
残差	62	41048.02	662.0648		
总计	67	47148.89			

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%
Intercept	0.679153	6.642774	0.102239	0.918897	-12.59956358
X Variable 1	-0.41785	0.267783	-1.56042	0.12375	-0.953144208
X Variable 2	-4.82901	2.210572	-2.1845	0.032715	-9.247877871
X Variable 3	3.851975	2.173666	1.77211	0.08129	-0.493121391
X Variable 4	0.637541	0.255138	2.498813	0.015125	0.127528416
X Variable 5	-0.00248	0.005805	-0.42697	0.670878	-0.014083381

回归方程的 F 检验通过，但常数项没通过相关性检验和 t 检验；净资产收益率没通过相关性检验和 t 检验；总资产报酬率通过了相关性检验，但 t 检验没通过；投入资本回报率相关性和 t 检验均没通过；销售毛利率相关性和 t 检验均通过；总利润增长率相关性和 t 检验均没通过。

（二）EV/EBITD 回归分析

回归统计	
Multiple R	0.238903
R Square	0.057075
Adjusted R Square	-0.01897
标准误差	537.5485
观测值	68

方差分析				
	df	SS	MS	F
回归分析	5	1084410	216882	0.750565
残差	62	17915418	288958.4	
总计	67	18999828		

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
--	--------------	------	--------	---------

Intercept	-83.1539	138.7768	-0.59919	0.551228
X Variable 1	2.655754	5.594353	0.47472	0.636654
X Variable 2	25.31508	46.18194	0.54816	0.585551
X Variable 3	-39.0047	45.41091	-0.85893	0.393689
X Variable 4	4.499049	5.330181	0.844071	0.401875
X Variable 5	0.10104	0.121281	0.833104	0.407984

常数项没通过相关性检验和 t 检验；净资产收益率没通过相关项检验和 t 检验；总资产投资回报率相关性检验和 t 检验均没通过；投入资本回报率没通过相关性检验和 t 检验；销售毛利率相关性检验和 t 检验均没通过；总利润增长率没通过相关性检验和 t 检验。

从上述两个回归分析中看到，销售毛利率与市销率 PS 相关性比较好。同时，我们对上述样本，有异常的进行剔除，比如，毛利率偏大的公司。最后得出如下 47 个样本：

证券代码	证券简称	净资产收益率 ROE(扣除/平均) [报告期] 2013 年报 [单位] %	总资产报酬率 ROA [报告期] 2013 年报 [单位] %	投入资本回报率(TTM) [报告期] 2013 年报 [单位] %	利润总额 (同比增长率) [报告期] 2013 年报 [单位] %	销售毛利率 [报告期] 2013 年报 [单位] %	市销率 PS(TTM) [交易日期] 2013-12-31	企业倍数 2(EV2/EBITDA) [交易日期] 2013-12-31
000529.SZ	广弘控股	7.7556	8.6067	7.7744	25.5822	12.9815	2.1575	38.0703
000639.SZ	西王食品	16.5264	14.8207	15.5804	25.1643	24.6988	1.3441	12.5220
000716.SZ	黑芝麻	6.5300	6.4182	6.1655	28.7089	30.2916	2.6058	27.5030
000735.SZ	罗牛山	3.8216	2.1630	1.2394	54.1761	19.7680	5.8759	34.7631
000860.SZ	顺鑫农业	6.6165	3.3584	2.9918	46.3160	31.2026	0.7916	19.6369
000895.SZ	双汇发展	27.9476	28.0060	27.2591	31.6211	19.4309	2.4011	18.3590
000911.SZ	南宁糖业	-21.4692	5.7085	5.1675	129.1813	13.0692	0.4903	15.0720
002069.SZ	獐子岛	2.8174	3.6223	3.7177	-9.1907	22.1023	3.9454	36.5609
002086.SZ	东方海洋	3.1862	4.7168	5.0042	-41.5237	25.5898	3.2559	16.4243
002216.SZ	三全食品	6.2153	4.5561	5.8460	2.6139	34.9169	2.8314	45.2414
002220.SZ	天宝股份	8.4649	6.4469	6.5189	-13.2345	21.8305	2.0812	16.8520
002286.SZ	保龄宝	2.3460	3.4379	2.7473	-39.5467	15.1789	3.4624	37.6364
002329.SZ	皇氏集团	3.5049	4.4874	4.9873	8.9864	29.4758	2.7470	22.9144
002330.SZ	得利斯	2.6945	2.9219	3.0215	-15.5339	11.1537	1.3165	28.4271
002387.SZ	黑牛食品	0.5632	2.0105	1.3188	-68.8274	35.2965	3.8968	35.3370
002447.SZ	壹桥海参	14.5825	10.3278	9.8882	-4.9852	46.4213	13.0233	22.0711
002477.SZ	雏鹰农牧	1.6529	3.5207	3.3950	-69.2556	25.0136	5.1496	31.6785
002495.SZ	佳隆股份	3.3898	2.8485	2.5435	-27.4643	38.5832	6.6383	29.5823
002507.SZ	涪陵榨菜	13.2233	12.3732	12.3585	10.4409	39.6187	7.1864	30.9192
002515.SZ	金字火腿	0.5555	4.6960	4.0512	-12.9147	38.2746	10.3401	78.9767
002557.SZ	洽洽食品	7.0216	8.3287	7.5131	-14.2346	27.7407	2.8442	26.4906
002570.SZ	贝因美	19.0738	18.8476	16.9222	32.9490	61.4172	3.1676	18.3522
002604.SZ	龙力生物	3.6928	5.0065	4.5407	0.2926	26.5230	5.2905	19.7690
002650.SZ	加加食品	8.5711	10.3950	7.9632	-6.7586	27.2243	2.6258	18.8296

002661.SZ	克明面业	11.3510	12.0647	10.9027	5.1708	23.2509	2.7346	24.4935
002695.SZ	煌上煌	8.7966	8.7189	7.3271	18.4208	32.4829	4.1695	20.3388
002696.SZ	百洋股份	5.2948	5.2115	6.0704	-30.1417	11.7083	1.5245	23.0366
002702.SZ	海欣食品	3.9864	3.5496	3.2021	-44.4572	31.5186	2.4597	34.3823
300094.SZ	国联水产	2.7795	3.7505	4.2494	127.0766	13.0578	1.3145	22.9080
300106.SZ	西部牧业	0.3202	4.2591	4.6042	-1.7131	16.9103	4.1030	31.9006
300138.SZ	晨光生物	0.5546	2.3939	1.7506	-72.8210	12.9835	1.4534	24.6841
300146.SZ	汤臣倍健	20.2939	20.5426	17.5956	51.9337	64.6971	16.8430	43.9450
300149.SZ	量子高科	5.2928	5.4157	4.8241	2.7816	41.6063	13.5618	57.3755
600073.SH	上海梅林	6.6950	5.0741	6.5216	21.1192	14.1278	0.7003	23.4527
600095.SH	哈高科	3.0614	5.4765	4.9941	251.9256	32.9059	5.7272	22.4416
600298.SH	安琪酵母	4.2973	5.5884	4.4496	-26.0201	29.2683	1.9633	14.0315
600300.SH	维维股份	-8.2735	5.4493	3.1996	4.1624	31.1698	1.4732	38.6907
600305.SH	恒顺醋业	7.9196	5.8824	5.0783	189.7458	38.5281	3.6185	24.3578
600467.SH	好当家	2.6328	4.0752	3.8096	-46.2696	20.4901	4.1029	22.1792
600597.SH	光明乳业	8.5408	7.1464	8.7428	69.0219	34.7463	1.7457	25.9537
600737.SH	中粮屯河	-8.1372	2.3880	1.6134	137.2577	9.5065	1.1438	32.4936
600872.SH	中炬高新	9.7074	8.1621	9.7375	80.5376	31.2931	4.2489	26.2000
600873.SH	梅花生物	3.2136	4.0059	3.8898	-36.9092	18.7045	2.4478	18.3675
600887.SH	伊利股份	18.7624	11.4751	14.8437	46.6568	28.6656	1.7488	20.7535
600962.SH	国投中鲁	-10.8152	-2.0986	-1.0907	-272.9989	10.2871	1.2268	77.6749
600965.SH	福成五丰	8.6261	11.0671	9.8138	61.8626	36.4914	2.6834	16.6173
002100.SZ	天康生物	11.2414	7.7168	8.5716	35.8871	16.8888	1.5953	20.1452

我们对上述样本分别对 PS 和 EV/EBITDA 进行逐步回归，还对毛利率取对数 LN 后再进行回归分析。确定的最后结论如下的 PS 回归分析结论：

证券代码	证券简称	市销率 PS (TTM) [交易日期] 2013-12-31	对毛利率取对数 LN
000529.SZ	广弘控股	2.1575	-2.04164
000639.SZ	西王食品	1.3441	-1.39842
000716.SZ	黑芝麻	2.6058	-1.1943
000735.SZ	罗牛山	5.8759	-1.62111
000860.SZ	顺鑫农业	0.7916	-1.16467
000895.SZ	双汇发展	2.4011	-1.63831
000911.SZ	南宁糖业	0.4903	-2.03491
002069.SZ	獐子岛	3.9454	-1.50949
002086.SZ	东方海洋	3.2559	-1.36298
002216.SZ	三全食品	2.8314	-1.0522
002220.SZ	天宝股份	2.0812	-1.52186
002286.SZ	保龄宝	3.4624	-1.88526
002329.SZ	皇氏集团	2.7470	-1.2216
002330.SZ	得利斯	1.3165	-2.1934
002387.SZ	黑牛食品	3.8968	-1.04139
002447.SZ	壹桥海参	13.0233	-0.76741

002477.SZ	雏鹰农牧	5.1496	-1.38575
002495.SZ	佳隆股份	6.6383	-0.95235
002507.SZ	涪陵榨菜	7.1864	-0.92587
002515.SZ	金字火腿	10.3401	-0.96038
002557.SZ	洽洽食品	2.8442	-1.28227
002570.SZ	贝因美	3.1676	-0.48748
002604.SZ	龙力生物	5.2905	-1.32716
002650.SZ	加加食品	2.6258	-1.30106
002661.SZ	克明面业	2.7346	-1.45883
002695.SZ	煌上煌	4.1695	-1.12446
002696.SZ	百洋股份	1.5245	-2.14487
002702.SZ	海欣食品	2.4597	-1.15459
300094.SZ	国联水产	1.3145	-2.03578
300106.SZ	西部牧业	4.1030	-1.77725
300138.SZ	晨光生物	1.4534	-2.04149
300146.SZ	汤臣倍健	16.8430	-0.43545
300149.SZ	量子高科	13.5618	-0.87692
600073.SH	上海梅林	0.7003	-1.95703
600095.SH	哈高科	5.7272	-1.11152
600298.SH	安琪酵母	1.9633	-1.22867
600300.SH	维维股份	1.4732	-1.16572
600305.SH	恒顺醋业	3.6185	-0.95378
600467.SH	好当家	4.1029	-1.58523
600597.SH	光明乳业	1.7457	-1.0571
600737.SH	中粮屯河	1.1438	-2.35319
600872.SH	中炬高新	4.2489	-1.16177
600873.SH	梅花生物	2.4478	-1.67641
600887.SH	伊利股份	1.7488	-1.24947
600962.SH	国投中鲁	1.2268	-2.27428
600965.SH	福成五丰	2.6834	-1.00809
002100.SZ	天康生物	1.5953	-1.77852

SUMMARY OUTPUT

回归统计	
Multiple R	0.587422
R Square	0.345065
Adjusted R Square	0.330511
标准误差	2.803538
观测值	47

方差分析

	Df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	1	186.3493	186.3493	23.7091	1.42E-05
残差	45	353.692	7.859823		
总计	46	540.0414			

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%
Intercept	9.874962	1.315189	7.508399	1.81E-09	7.226036
X Variable 1	4.342097	0.891748	4.869199	1.42E-05	2.546025

回归方程为：P/S=9.874962+4.342097LN(x)

其中：P--全流通每股市价；

S—每股营业收入；

x—销售毛利率（%）

从上述回归分析结果得知，47 个样本中，至少有 58.7%的样本对回归方程做合理解释；方程的 F 检验已经通过，参数的 t 检验也获得通过，相关性检验也获得通过。说明回归方程比较显著。

按收益法的预测结果，预计“远丰糖业”2015 年度的销售毛利率为 8.76%，营业收入为 2.282 亿元。

$$P/S=9.874962+4.342097 \times \text{LN}(8.76\%)$$

$$=-0.6979。$$

$$\text{全流通股价值}=-0.6979 \times 2.282=-15,926 \text{（万元）}。$$

非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率比较估算缺少流通折扣率计算表(2014)年按行业

号	行业名称	非上市公司并购		上市公司		缺少流通折扣率
		样本点数量	市盈率平均值	样本点数量	市盈率平均值	
1	采掘业	9	20.18	29	41.90	51.8%
2	传播与文化产业	17	34.85	14	48.80	28.6%
3	电力、煤气及水的生产和供应业	19	18.47	55	25.48	27.5%
4	电子	19	23.81	135	45.92	48.2%
5	房地产业	21	13.53	61	27.99	51.6%
6	纺织、服装、皮毛	8	23.25	28	37.75	38.4%
7	机械、设备、仪表	90	25.95	135	45.10	42.5%
8	建筑业	15	18.92	40	27.50	31.2%
9	交通运输、仓储业	12	16.06	42	30.64	47.6%
10	金融、保险业	50	19.68	31	29.00	32.1%
11	金属、非金属	28	23.81	74	41.68	42.9%
12	农、林、牧、渔业	8	37.04	9	55.01	32.7%
13	批发和零售贸易	54	17.25	59	36.78	53.1%
14	社会服务业	60	27.03	36	43.18	37.4%
15	石油、化学、塑胶、塑料	28	18.34	99	38.89	52.8%
16	食品、饮料	8	18.33	45	42.16	56.5%
17	信息技术业	89	34.85	47	61.18	43.0%
18	医药、生物制品	30	28.53	73	42.16	32.3%
19	造纸、印刷	6	17.48	10	35.89	51.3%
20	合计/平均值	571	23.02	1022	39.84	42.2%

(原始数据来源: Wind 资讯、CVSource)

经过对上市公司的缺乏流动性折扣率的分析,食品行业 2014 年缺乏流动性折扣率为 56.5%。

由于经营性股东全部权益全流通价值为负数,所以,不考虑缺乏流通性折价。

非经营性资产,按上述收益法中的分析,“远丰制糖”的非经营性资产评估净值如下表:

货币单位:人民币 万元

序号	项目	非经营资产、负债		非经营资产、负债	
一	非经营性资产	账面原值	账面净值	评估原值	评估值
1	可供出售金融资产	1,800	1,800	1,800	1,800
2	土地使用权	917.46	871.65		5,104.58
3	生物性质的资产	366.44	358.71	366.44	366.44
	合计	3,089.9	3,030.37		7,271.02
二	非经营性负债				
1	其他应付款	45.33	45.33	45.33	45.33
合计		45.33	45.33	45.33	45.33
三	非经营性调整净值		2,985.04		7,225.69

股东全部权益价值=缺乏流通的股东全部权益价值+非经营性资产评估净值

$$=-15,926 + 7,225.69$$

$$=-8,700.31 \text{ (万元)}。$$

第八部分 评估结论及分析

本次评估分别采用收益法和市场法两种方法对“远丰糖业”股东全部权益价值进行评估。“远丰糖业”经审计后资产账面价值为 20,126.53 万元，负债为 43,822.24 万元，股东权益为-23,695.71 万元。

一、收益法评估结果及增减值原因

在持续经营的假设条件下，“远丰糖业”股东全部权益评估价值为 **8,977.48** 万元，比审计后账面净资产增值 **32,673.19** 万元，增值率为 **137.89%**。评估结果见下表：

资产评估结果汇总表（收益法）

金额单位：人民币万元

项 目		账面价值	评估值	增减值	增值率 (%)
		A	B	C=B-A	D=C/A*100
流动资产	1	10,269.80			
非流动资产	2	9,856.73			
其中：长期股权投资	3				
投资性房地产	4				
固定资产	5	5,847.35			
在建工程	6				
无形资产	7	2,209.38			
其中：土地使用权	8	2,209.38			
其他非流动资产	9	-			
资产总计	10	20,126.53			
流动负债	11	43,822.24			
非流动负债	12	-			
负债总计	13	43,822.24			
净 资 产	14	-23,695.71	8,977.48	32,673.19	137.89

采用收益法确定的评估结果主要增值原因为：

1. 账面价值是历史成本的折余价值，收益法评估的是市场价值，市场价值是预计在公开市场上交易价值的估价数；

2. “远丰糖业”的股东权益评估值远高于其账面价值，是制糖行业预计受外糖的

冲击已经减弱，开始了回暖，预期收益有望提高；

3. 收益法的评估结论，已经包含了企业可能存在的表外资产。如客户资源的价值、蔗区资源的价值、政府扶持所形成的价值、商标权、专有技术形成的价值等。

4. “远丰糖业”账面价值严重偏低，其主要原因，是股东占用了约 2 亿资金，并且经审计后作为坏账记入了资产跌价损失，造成企业账面资产价值严重下降，企业经营债务过重。

5. “远丰糖业”的可利用的蔗区，单从 2012 至 2014 年三年来看，投入的培育资金共 2,804.75 万元，具体项目及金额情况如下表：

货币单位：人民币 万元

项目/年度	2012	2013	2014	合计
甘蔗奖励基金	137.33	142.92	193.03	473.29
蔗区小路维修费	178.05	197.60	256.23	631.87
甘蔗扩种发展补贴	530.00	555.59	614.00	1,699.59
合计	845.37	896.11	1,063.26	2,804.75

这些资金经审计后费用化了。2012 年以前投入的蔗区公路建设以及上述的甘蔗奖励基金、蔗区小路维修费、甘蔗扩种补贴等，没有统计。收益法的评估结论已经包含了蔗区资源的价值，从而造成评估增值。

6. 地方财税政策的扶持造成的评估增值

(1) 广西壮族自治区物价局关于 2014/2015 年榨季糖料蔗收购价格问题的紧急通知，继续执行全区统一的普通糖料蔗收购首付价政策。河池市文件规定，2014/2015 年榨季普通糖料蔗收购首付价定为 410 元/吨；糖料蔗收购价格继续采取蔗糖价格挂钩联动、二次结算的管理方式。每吨普通糖料蔗收购价格 410 元与每吨一级白砂糖平均含税销售价格 5270 元挂钩联动，挂钩联动价系数维持 6%。由于执行这政策，每年税前生产成本有多下降。

7. 非经营性资产的增值

“远丰糖业”有一宗 2012 年 8 月 21 日入账的商业金融用地，面积 30.66 亩，此次收益法评估将其列入了非经营性资产而单独评估。原购置价值为 917.46 万元，折合每亩 29.92 万元。属于一级商业用地，现行的基准地价每亩 156.67 万元，经修正后评估价每亩 166.49 万元，该土地评估增值了 4,187.25 万元。这也是造成被评估结论增幅比较大的主要原因之一。

二、市场法评估结果及增减值原因

采用市场法评估确定的“远丰糖业”股东全部权益评估价值为**-8,700.31**万元，比审计后账面净资产增值**14,995.40**万元，增值率为**63.28%**。评估结果见下表：

资产评估结果汇总表（市场法）

金额单位：人民币 万元

项 目		账面价值	评估值	增减值	增值率(%)
		A	B	C=B-A	$D=C/A \times 100$
流动资产	1	10,269.80			
非流动资产	2	9,856.73			
其中：长期股权投资	3				
投资性房地产	4				
固定资产	5	5,847.35			
在建工程	6				
无形资产	7	2,209.38			
其中：土地使用权	8	2,209.38			
其他非流动资产	9	-			
资产总计	10	20,126.53			
流动负债	11	43,822.24			
非流动负债	12	-			
负债总计	13	43,822.24			
净 资 产	14	-23,695.71	-8,700.31	14,995.40	63.28

采用市场法确定的评估结果主要增值原因为：

1. 账面价值是历史成本的折余价值，市场法评估的是市场价值，市场价值是预计在公开市场上交易价值的估价数；

2. “远丰糖业”账面价值严重偏低，其主要原因，是股东占用了约2亿资金，并且经审计后作为坏账记入了资产跌价损失，造成企业账面资产价值严重下降，企业经营债务过重。

3. “远丰糖业”有一宗2012年8月21日入账的商业用地，面积30.66亩，原购置价值为917.46万元，折合每亩29.92万元。市场法评估时也将其列入了非经营性资产将其单独评估。该土地属于一级商业用地，现行的基准地价每亩156.67万元，经修正后评估价每亩166.49万元，该土地评估增值了4,187.25万元。这也是造成评估结论增幅比较大的主要原因之一。

三、评估结论

从上述收益法和市场法的评估结论看，两个评估方法所得出的评估结论相差比较大。我们认为，本次回归分析所采用的样本是“食品加工及肉制品行”行业，市场法评估结论比收益法评估结论大的原因，可能是行业分类造成的。评估人员通过对“远丰糖业”财务状况的分析，以及对预计的经营业绩分析判断，依据资产评估准则的规定，结合本次资产评估对象、评估目的、适用的价值类型，经过比较分析，认为收益法比市场法更能全面反映其价值形成过程。所以，我们采用了收益法的评估结论。因此选定以收益法的评估结果8,977.48万元作为“远丰糖业”的股东全部权益价值的最终评估结论。

本评估结论根据以上评估工作得出。

附件一：关于进行资产评估有关事项的说明

关于进行资产评估有关事项的说明

一、委托方与被评估单位概况

(一) 委托方南宁糖业股份有限公司概况

1. 注册登记情况

委托方名称：南宁糖业股份有限公司

住所：广西壮族自治区南宁市国凯大道 9 号 1 号楼

法定代表人：肖凌

注册资本：人民币贰亿捌仟陆佰陆拾肆万元

企业类型：股份有限公司(上市)

股票代码：000911

经营范围：预包装食品批发；机制糖、酒精、纸及纸制品、蔗渣浆、复合肥、焦糖色、竹浆的生产与销售(供分公司使用)，制糖设备的制造、安装及技术服务；出口本企业生产的产品，进口本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表及零配件(凭批文)；承包境外制糖行业工程及境内国际招标工程；上述境外工程所需的设备、材料出口；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；纸及纸制品、竹浆的销售；道路普通运输，厂房及设备租赁(仅供分公司使用)。

2. 委托方简介

南宁糖业股份有限公司是国内制糖行业最大的国有控股上市公司。主营机制糖、各类文化用纸、酒精、复合肥等产品的制造和销售，年产糖量约占全国食糖总量的 5%。白砂糖、机制纸、食用酒精产品在市场上享有较高的声誉，国内众多知名饮料、食品生产企业均使用公司的产品。公司四家制糖厂生产的白砂糖全部获得“全国产品质量优奖”。“明阳”牌和“伶俐”牌一级白砂糖分别取得了亚法糖和碳法糖的全国第一，“云鸥”、“明阳”牌白砂糖都获得了“中国名牌”称号；“美时”牌书写纸、静电复印纸等“广西名牌产品”称号；“八鲤”牌酒精已连续四年荣获全国质量评比第一名。在未来通过资本运营，扩大综合利用的深度和广度增强企业实力，构筑一个以蔗糖生产为主业，多元化综合经营的跨行业、

跨地域的现代化企业集团。

（二）被评估单位概况

1. 注册登记情况

名 称：广西环江远丰糖业有限责任公司

住 所：广西环江毛南族自治县思恩镇西南路 87 号

法定代表人：方镇河

注册资本：6,000 万元

企业类型：有限责任公司

经营期限：长期

经营范围：食糖生产、销售及研究发展（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）

2. 公司简介

广西环江远丰糖业有限责任公司于 2002 年 6 月 26 日取得企业法人营业执照 [（企）4527241300056（1-1）]，2003 年 7 月正式建账，2003 年 11 月开始生产。公司注册资金 1000 万元。

2003 年 9 月 25 日，根据公司董事会决议，宜州市糖业发展有限责任公司将其所持有的 60%股份整体转让。2003 年 11 月 5 日，根据公司董事会决议，河北廊坊泽达副食品有限公司将其所持有的 10%股份整体转让。2006 年 2 月 22 日，在环江县国有企业改制工作领导小组及环江县财政局的监督下，环江毛南族自治县糖厂将其所持有的 30%股权转让。以上股份转让，受让方均为广西中达南天糖业投资有限公司，受让后广西中达南天糖业投资有限公司持有广西环江远丰糖业有限责任公司 100%股份。2007 年 10 月 18 日，经全体股东会议决议，一致同意将广西中达南天糖业投资有限公司其所持有的 100%股权转让，其股份分别以 612 万元转让给广西富方投资有限公司（占 40%股份）、以 459 万元转让给廊坊市恒安永顺商贸有限公司（占 30%股份）、以 459 万元转让给广西中远投资有限公司（占 30%股份）。2008 年 1 月 26 日三方签订《股权置换协议》，通过股权置换后，广西富方投资有限公司持有广西环江远丰糖业有限责任公司 100%的股权。

广西环江远丰糖业有限责任公司位于环江县城，交通便利，占地面积 7.9 万平方米，现有员工 420 人，具有一支技术精湛、作风严谨、管理高效的精英团队，

其中中高级专业技术人员 70 人，大专以上文化 120 多人。主要从事甘蔗发展种植、食糖、蔗渣、废蜜生产、销售等业务服务的民营制糖企业，10/11 榨季进厂原料蔗 46 万吨，产糖量 4.40 万吨，实现销售收入 2.50 亿元，预计实现利税 4000 万元。11/12 榨季进厂原料蔗 42 万吨，产糖 4.3 万吨，实现销售收入 2.80 亿元，预计实现利税总额 4000 多万元。公司生产设备先进，技术力量雄厚，生产采用压榨法提汁、亚硫酸法清净工艺，所生产的“环天”牌白砂糖、赤砂糖符合国家标准（白砂糖 GB317—2006 标准、赤砂糖 QB/T2343.1—97 标准），荣获广西产品质量达标证书，产品远销全国各地，深受广大用户的信赖。公司运用现代化的管理理念，以人为本，尊重人才，各项管理逐步与现代企业接轨，有良好的发展前景。

公司于 2003 年荣获河池市“重点保护企业、品牌”、“消费者信得过诚信单位”，2004 年度荣获环江毛南族自治县“先进民营企业”等称号，2005 年度为环江毛南族自治县纳税企业排名第一，是河池市第一批农业产业重点龙头企业，2006 年度荣获“广西 50 强民营企业”荣誉称号，2009 年度荣获“河池市纳税信用 A 级企业”称号。

公司现有蔗区甘蔗种植面积 18 万亩，为适应环江糖蔗发展需要，经过近年来对生产设备进行技改扩建。

3. 财务状况及经营成果

近三年及评估基准日企业的资产、财务、负债状况和经营业绩如下表：

货币单位：人民币 万元

科目/年度	2012	2013	2014
一、资产总额	42,459.43	35,032.83	20,153.25
1. 流动资产	33,361.63	24,277.91	10,296.52
2. 非流动资产	9,097.80	10,754.92	9,856.73
二、负债总额	37,855.04	34,330.29	43,822.24
1. 流动负债	34,855.04	31,330.29	43,822.24
2. 非流动负债	3,000.00	3,000.00	0.00
三、股东权益	4,604.39	702.54	-23,668.99
四、营业收入	27,311.80	24,968.48	25,310.85
1. 主要业务收	26,195.12	24,225.59	24,058.72
2. 其他业务收入	1,116.67	742.87	1,252.10
五、投资收益	0.00	-161.78	417.23
六、营业外收入	965.28	715.26	1,009.85
七、营业成本	25,654.13	24,664.18	25,524.06
1. 主营业务成本	25,654.13	24,170.73	24,779.29
2. 其他业务成本	0.00	493.45	744.77

七、营业税金及附加	97.18	133.93	126.03
九、销售费用	838.25	547.92	403.90
十、管理费用	1,829.43	1,798.69	1,714.05
十一、财务费用	2,379.09	2,268.56	3,311.67
十二、资产减值损失	0.00	0.00	19,967.25
十三、营业外支出	52.19	10.51	62.51
十四、利润总额	-2,573.19	-3,901.83	-24,371.54
十五、所得税	35.90	0.00	0.00
十六、净利润	-2,609.09	-3,901.83	-24,371.54

上述财务数据，由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）针对本次经济行为进行了专项审计。审计报告号为瑞华专审字[2015] 45030008 号。

4. 主要产品品种、生产能力，近年实际生产量、销售量，主要市场及其市场占有率，本企业产品在同类产品市场的地位，主要原材料、能源供应情况，环境污染及治理情况。

企业主要产品为白砂糖、赤砂糖。生产能力为白砂糖 5 万吨，赤砂糖 9 千吨。2012 年销售白砂糖 44,335.90 吨，销售赤砂糖 6,749.90 吨；2013 年销售白砂糖 45,093.55 吨，销售赤砂糖 7,173.65 吨；2014 年销售白砂糖 52,505.26 吨，销售赤砂糖 9,386.36 吨。

5. 形成企业主要生产能力的资产状况，正在或者计划进行的重大投资项目简况，企业的主要资产状况。

（1）制糖设备

主要为甘蔗压榨类设备的电子磅、吊车、称蔗台、输蔗机、甘蔗压榨机以及其配套设备；煮练设备类的种子箱、煮糖罐、离心机、干燥机以及其配套设备；动力系统的发电机组、锅炉以及其配套设备以及糖蜜储罐。

全厂 2 台汽轮发电机组、3 台锅炉，配套有环保的污水处理系统、锅炉除尘系统。

制糖企业属于季节性的企业，榨季时间为每年的 11 月到下年的 5 月左右，每年的 7 月份开始对设备进行大修。

（2）房屋建筑物

建筑物主要有主厂房、泵房、修配车间、泵房、仓库库、化验楼、配电间、锅炉房、办公楼、职工食堂和季节工宿舍等；构筑物主要有烟囱、排污工程沉淀池、冷却塔、挡土墙、围墙、输煤廊道、管沟等。建构筑物主要为钢筋混凝土框

(排)架结构和砖混结构，普通装修，安装部分上下水，电气及暖气齐全。房屋建筑物大部分在 2002—2004 年建成，施工质量较好，现场勘测未发现基础不均匀沉陷及墙体开裂风化等现象，总体看使用情况较好。

目前，企业没有大的投资计划。

6. 执行的主要会计政策，生产经营是否存在国家政策、法规的限制或者优惠，生产经营的优势分析和各种因素风险。

(1) 会计年度：采用公历年度即公历 1 月 1 日至 12 月 31 日。

(2) 记帐原则、计价基础：以权责发生制为记帐原则，以历史成本为计价基础。

(3) 外币折算：以人民币为记帐本位币，发生外币业务按业务发生日当日汇率折合人民币记帐。月末按外币帐户余额以期末国家外汇市场汇率进行调整，其差额计入汇兑损益（财务费用）。

(4) 存货计价方法：

1) 存货分类：本公司存货分为原材料、产成品、低值易耗品共三类。

2) 原材料：取得时按实际成本计价，发出时按移动平均计价。

3) 产成品：取得时按实际成本计价，发出时按加权平均计价。

4) 低值易耗品：领用时采用一次摊销法。

5) 存货跌价准备：本公司不计提存货跌价准备。

(5) 现金等价物的确定标准：公司将持有期限短、流动性强、购入日至到期日不超过三个月、易于转换为已知现金，且价值变动风险较小的投资作为现金等价物。

(6) 坏帐核算办法：

1) 坏帐的核算方法：采用备抵法，本公司按应收帐款余额的 5%计提坏帐准备。

2) 坏帐的确认标准：本公司对于因债务人破产或死亡，以其破产财产或遗产清偿后仍无法收回的应收款项和因债务人逾期未履行其清偿义务，而且具有明显特征表明无法收回的应收款项确认为坏帐损失。

(7) 固定资产及其折旧：

1) 固定资产标准：本公司将使用期限超过 1 年的房屋、建筑物、机器、机械、运输工具以及其他与生产、经营有关的设备、器具、工具等作为固定资产管理。不属于生产经营主要设备的物品，单位价值在 2,000 元以上，并且使用年限超过 2 年的，也作为固定资产管理。

2) 固定资产计价：按实际成本计价。

3) 固定资产分类及折旧办法：本公司固定资产按直线法计提折旧，不考虑残值，固定资产分类及折旧年限、折旧率如下：

固定资产类别	折旧年限(年)	年折旧率(%)	年净残值率(%)
房屋建筑物	20	5%	
机器设备	10	10%	
运输工具	5	20%	
办公用品	5	20%	

(8) 在建工程：以实际成本计价。与购置在建工程相关的借款利息支出和外币折算差额，在该项资产交付使用或完工之前，计入该项资产的成本。在建工程于实际交付使用时转作固定资产。

(9) 无形资产摊销办法：土地使用权按 50 年摊销。

(10) 收入的确认原则：

销售商品：在商品所有权的重要风险和报酬转移给买方，公司不再对该商品实施继续管理权和实际控制权，相关收入已取得或取得收款的证据，并且与销售商品有关的成本能够可靠地计量时，确认营业收入的实现。

生产经营不存在国家政策、法规的限制；企业所得税享受国家西部大开发 15% 税率优惠政策。

(11) 各种税率

企业所得税税率 15%，城建税 5%，增值税税率 17%，教育附加 3%，地方教育附加 2%，水利基金 0.1%。

(三) 委托方和被评估单位的关系

1. 委托方南宁糖业股份有限公司与被评估单位广西环江糖业有限责任公司是交易关系，广西环江糖业有限责任公司是南宁糖业股份有限公司的目标企业。

二、关于经济行为的说明

本次资产评估是为南宁糖业股份有限公司收购广西环江远丰糖业有限责任公司的股东权益提供价值参考。此经济行为经南宁糖业股份有限公司工作会议纪要、公司党委（扩大）会议纪要糖司政工纪要[2015]12 号形成了决议。

三、关于评估对象与评估范围的说明

委托北京中同华资产评估有限公司评估的评估对象为广西环江远丰糖业有限责任公司，资产评估范围包括广西环江远丰糖业有限责任公司于评估基准日 2014 年 12 月 31 日所拥有的流动资产、非流动资产、流动负债和非流动负

债，各类资产、负债帐面值如下表：

金额单位：人民币元

项目名称	账面价值	项目名称	账面价值
流动资产	102,965,166.05	流动负债	438,222,374.37
非流动资产	98,567,294.47	非流动负债	
		负债合计	438,222,374.37
资产总计	201,532,460.52	股东权益	-236,689,913.85

具体评估范围以广西环江远丰糖业有限责任公司申报确认的资产核实评估明细表所列各项资产、负债以及不在账上反映的注册商标、专有技术、蔗区资源。委托评估的表内资产、负债账面金额已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计确认。

四、关于评估基准日的说明

考虑取价的便捷性和有效性，本着有利于保证评估结果有效地服务于评估目的的原则，委托方与广西环江远丰有限责任公司共同商定本项目的资产评估基准日为：2014年12月31日。

五、可能影响评估工作的重大事项说明

（一）影响生产经营活动和财务状况的重大合同、重大诉讼事项。

1.借款合同

合同编号	名称	借款单位	金额	期限（年）
45274000-2013年（环江）字0009号	流动资金借款合同	中国农业发展银行	60,000,000.00	1
45274000-2014年（环江）字0002号	流动资金借款合同	中国农业发展银行	50,000,000.00	1
45274000-2014年（环江）字0001号	流动资金借款合同	中国农业发展银行	50,000,000.00	1
45274000-2012年（环江）字0008号	中期流动资金借款合同	中国农业发展银行	10,000,000.00	3
452740000-2012年（环江）字0009号	中期流动资金借款合同	中国农业发展银行	20,000,000.00	3
718629140031201	流动资金借款合同	环江农村信用合作联社	18,000,000.00	1
4501012000140001418	流动资金借	中国农业银行	40,000,000.00	1

	借款合同			
790013044007	流动资金借款合同	中国光大银行	14,000,000.00	1

2. 保证合同

合同编号	名称	金融部门
45274000-2012 年环江（保）字 0002 号	自然人保证合同	中国农业发展银行
45274000-2012 年环江（保）字 0001 号	自然人保证合同	中国农业发展银行
2013 年河委保字第 002 号	最高额委托保证合同	中国农业银行
790013ZB401701	最高额保证合同	中国光大银行
718604141140706	保证担保合同	环江县农村信用合作联社

3. 抵押合同

抵押合同号	名称	金融部门
45274000-2013 年环江（抵）字 0001 号	最高额抵押合同	中国农业发展银行
45274000-2012 年环江（抵）字 0001 号	浮动抵押合同	
45274000-2012 年环江（抵）字 0002 号	抵押合同	中国农业发展银行

4. 质押担保合同

合同号	名称	金融部门
45274000-2013 年环江（质）字 0003 号	最高额权利质押合同	中国农业发展银行
718604141140702	质押担保合同	环江农村信用合作联社

六、资产负债清查情况、未来经营和收益状况预测说明

（一）资产负债清查情况和结果说明

1. 核实范围

列入核实范围的资产负债，是广西环江远丰有限责任公司于评估基准日 2014 年 12 月 31 日所拥有的全部资产及相关负债，具体类型及账面金额详见评估范围。其中实物资产主要为房屋、构筑物、机器设备。分布于企业厂区内，具有制糖行业特点。

2. 核实工作的组织

为配合本次资产评估工作，广西环江远丰糖业有限责任公司成立了由财务处、设备科等部门负责人和专业人员参加的工作班子，于 2015 年 2 月 9 日，对申报的全部资产和负债进行了全面核实核定登记造册，填报资产评估明细表，准备评估所需的相关资料，至 3 月 2 日基本完成核实工作。

3. 核实过程和方法

(1) 在核实过程中，对建筑物、构筑物进行查看，填写《房屋评估调查表》，核实建筑结构、建筑面积、层次、高度、进深等各项技术指标，并准备了相关的竣工图纸、决算资料，办理产权证明文件。

(2) 对机器设备，对照设备台账逐台核实、核实设备的规格、型号、始用年月、修理记录等资料，对单台价值量大的设备填写了《机器设备调查表》。

(3) 对往来账款、银行存款、银行借款发函询征，对其它资产和负债，对照财务会计制度进行审核。

4. 核实结果

通过核实，认为申报评估的资产、负债与账面记录一致。

(二) 未来经营和收益状况预测说明

1. 被评估单位所在行业相关经济要素及发展前景、企业生产经营的历史情况、面临的竞争情况及优劣势分析。

由于国内食糖行业连续三年的成本“倒挂”，以及人工费用的逐年提高，已造成了部分抗风险能力弱或多元化经营（特别是涉足房地产开发的）制糖企业举步为艰，难以为继。我们有理由相信经过这几来的持续性的调整，制糖行业将走上一个良性发展的道路。

(1) 从全球市场来看，2014/2015 年，预计全球的糖由产量过剩转变成供需平衡，而且将以此为拐点，进入到整个行业的减产周期中去。以巴西为例，13/14 榨季入榨 6 亿吨甘蔗的历史在未来几年都不会再重复，今年持续干旱和去年的霜冻，将在这个榨季得到体现，影响更是深远的，将在以后几个榨季中逐步显现出来。并且巴西、印度和泰国方面整个制糖企业都是陷入了亏损的处境，国外的甘蔗种植业也在寻求新的转变，部分田地改种其他经济农作物，逐步进入减产周期。

(2) 从糖业国际化竞争方面看，针对进口糖过多的问题，商务部在近日召开加工糖会议，在 WTO 规则内，今年开始国家严格限制进口糖数量，国家将会加强企业的自律行为。因此从长远来看国内的配额外进口会逐年下降，政策偏向

于保护国内企业。

海关公布的统计数据显示，我国食糖进口量大幅增长的态势是从 2011 年开始的，当年食糖进口量在 292 万吨左右，2012 年达到 375 万吨，2013 年猛增至 455 万吨左右，接近国内产量的三分之一，2014 年进口总量共计 348.42 万吨，比 2013 年减少 106 万吨。本榨季预计商业进口总量将与上榨季持平，维持在 360 万吨，难有大幅增长。

从总量限制上来看，白糖年进口 15%关税配额 194.5 万吨，全关税进口“自律”配额 190 万吨，总共略低于 400 万吨的量。从利益驱动来看，2014/2015 年度前三个月的平均进口利润在 950 元/吨左右(山东日照现货基准)，在历史上处于相当高的水平。业内人士表示，目前关税外配额没有利润，预计后期进口量还会同比减少。

巴西政府周一（2015 年 1 月 26 日）宣布从今年 2 月 1 日开始恢复对汽油征收 0.22 雷亚尔/升的消费税，若税收传导至下游加油站，无疑变相调高了汽油价格，将进一步提升含水乙醇的竞争力，有助于提升乙醇用蔗比，减少原糖产量。这是本周国际原糖大涨的直接原因。

（3）从国内政策扶持来看，商务部及发改委都在酝酿糖业的直补政策，今年已经率先推行了棉花的直补政策，随着棉花直补的施行，接下来将轮到制糖企业，实行食糖或甘蔗收购最低保护价，将由财政资金来支持糖业的发展。

从 2014 年 11 月起，制糖企业执行新的甘蔗进项税抵扣政策，从 13%的抵扣率上升到 17%，以吨糖耗蔗 8.22 吨的比率计算甘蔗进项税抵扣，降低了企业的税赋成本。

另一看涨因素就是市场收储预期。有消息称国家有关部门通过国家财政补贴利息与仓储费的形式，将在近期实施 300 万吨的临时收储政策，并且将加大对于进口糖的管理力度。

（4）从国内市场来看，在有效控制原糖进口后，国内方面随着甘蔗收购价格的逐年递减，目前整个甘蔗的种植面积已经进入了缩减周期，从整个广西来看，甘蔗的种植面积今年比去年相比整体下降了 15%的种植面积。再加上北方甜菜糖企业的全面转产，食糖市场将完全由甘蔗制糖所占有。随着甘蔗种植良种良法、机械化作业的方式推广，从提高单产，提高甘蔗种植户的收入着手，将是甘蔗制糖企业的发展之道。

本榨季国产糖进入减产周期，之前糖协预测的 2014/2015 榨季产糖 1200 万吨，2013/2014 榨季产糖 1300 万吨，减产了 100 多万吨，而从实际情况来看，可能比这还要少。

而作为主产区的广西，甘蔗种植面积大幅下降，广西 2012/2013 榨季种蔗面积为 1640 万亩，2013/2014 榨季下降为 1600 万亩，2014/2015 榨季则大幅下滑至 1480 万亩左右，步估计广西食糖产量在 700 万吨左右，比上个榨季减少 150 万吨左右。

基于上述几点理由及目前的期货市场价格变化，以及国家对于经济提振的信心，我们认为从明下半年起，制糖行业将迎来重大的转机，

2. 企业内部管理制度、人力资源、核心技术、研发状况、无形资产、管理层构成等经营管理状况。

(1)公司目前采用压榨提汁、磷酸亚硫酸法、三系煮糖生产工艺，也是大部份制糖企业采用的生产工艺，企业已通过质量管理体系 ISO9001：2000 认证、环境管理体系 ISO14001：2004 认证、职业健康安全管理体系 GB/T28001-2001 认证、国家安全生产标准化三级认证、清洁生产企业认证、广西著名商标等。未来在自动化、节能、产品无硫化等方面可作重点考虑。

(2) 企业目前不具有新产品的研发能力，重点仍在于提高现有产品的收回和质量。大部份制糖企业在开发新产品方面仍以引进技术为主。我公司生产的高品质红糖生产工艺已获国家专利。

(3) 制糖的竞争对手们的优势不在于技术，而在于如何管理提高甘蔗的收购甘蔗量及质量，以提高糖份。

(4) 公司设总经理、副总经理、办公室、生产技术科、动力设备科、财务科、采购科等。

(5)目前公司拥有员工 302 人，本科以上的人员 5 人，占 1.66%，大专学历的 43 人，占 14.24%。

(6) 设高层管理人员 4 人，中层管理人员 26 人，基层管理人员 50 人

3. 近年企业资产、负债、权益、盈利、等资产财务状况

科目/年度	2012	2013	2014
一、资产总额	42,459.43	35,032.83	20,153.25
1.流动资产	33,361.63	24,277.91	10,296.52
2.非流动资产	9,097.80	10,754.92	9,856.73

二、负债总额	37,855.04	34,330.29	43,822.24
1. 流动负债	34,855.04	31,330.29	43,822.24
2. 非流动负债	3,000.00	3,000.00	0.00
三、股东权益	4,604.39	702.54	-23,668.99
四、营业收入	27,311.80	24,968.48	25,310.85
1. 主要业务收	26,195.12	24,225.59	24,058.72
2. 其他业务收入	1,116.67	742.87	1,252.10
五、投资收益	0.00	-161.78	417.23
六、营业外收入	965.28	715.26	1,009.85
七、营业成本	25,654.13	24,664.18	25,524.06
1. 主营业务成本	25,654.13	24,170.73	24,779.29
2. 其他业务成本	0.00	493.45	744.77
七、营业税金及附加	97.18	133.93	126.03
九、销售费用	838.25	547.92	403.90
十、管理费用	1,829.43	1,798.69	1,714.05
十一、财务费用	2,379.09	2,268.56	3,311.67
十二、资产减值损失	0.00	0.00	19,967.25
十三、营业外支出	52.19	10.51	62.51
十四、利润总额	-2,573.19	-3,901.83	-24,371.54
十五、所得税	35.90	0.00	0.00
十六、净利润	-2,609.09	-3,901.83	-24,371.54

5. 未来营业收入、成本、费用等的预测过程和结果。

南宁糖业股份有限公司与“远丰糖业”管理当局，针对此次股权交易事宜，多次组织农务、生产、技术、财务、营销有关人员，分析制糖行业的历史发展情况、国际贸易情况、国内、地方财税政策的变化情况，结合企业的实际，经过反复讨论。南宁糖业股份有限公司与被评估企业管理当局共同预测了“远丰糖业”未来白砂糖、赤砂糖、甘蔗糖蜜、蔗渣的销售量、销售单价以及经营成本费用、债务安排、设备更新等。对“远丰糖业”未来收益的预测结果如下：

货币单位：人民币 万元

项目	未来预测						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	永续期
一、营业收入	22,820.86	16,641.02	18,159.99	24,488.64	30,421.78	31,626.88	29,712.62
减：营业成本	20,820.70	15,491.19	15,918.60	20,482.90	25,000.68	25,914.52	24,756.44
营业税金及附加	204.80	62.64	-6.89	83.00	173.81	194.56	157.31
销售费用	386.58	257.59	295.05	383.14	459.81	493.32	474.39
管理费用	1,271.72	1,289.12	1,295.82	1,305.04	1,315.38	1,321.67	1,331.35
财务费用	2,259.97	2,194.47	2,194.47	2,194.47	2,194.47	2,194.47	2,194.47

资产减值损失							
加：公允价值变动收益							
投资收益							
其中：对联营企业和合营企业的投资收益							
汇兑收益							
二、营业利润	-2,122.92	-2,653.99	-1,537.06	40.08	1,277.62	1,508.33	798.65
加：营业外收入	1,004.56	1,004.56	1,004.56	1,004.56	1,004.56	1,004.56	1,004.56
减：营业外支出							
其中：非流动资产处置损失							
三、利润总额	-1,118.36	-1,649.43	-532.50	1,044.64	2,282.18	2,512.89	1,803.21
减：所得税费用						0.00	450.80
四、净利润	-1,118.36	-1,649.43	-532.50	1,044.64	2,282.18	2,512.89	1,352.40

七、资料清单

- (一) 收益法明细表；
- (二) 相关经济行为的批准文件；
- (三) “远丰糖业”2012--2014年及评估基准日审计报告；
- (四) 资产权属证明文件、产权证明文件；
- (五) 其他与评估资产相关的资料。

委托方负责人（签章）：

委托方（公章）：

二〇一五 年四 月二十七 日