
中铭国际资产评估（北京）有限责任公司
关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》
（163809 号）之反馈意见回复

中国证券监督管理委员会：

在接到贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（163809 号）后，我公司就反馈意见通知书所提意见逐项进行了认真核查和分析，现就通知中涉及的与资产评估相关的问题说明如下，请贵会予以审核。

问题 7：申请材料显示：1)2016 年 9 月 27 日，Platmin Africa、True Nice 将其持有的四联香港股份转让给河钢国控，转让价格分别为每股 8.76 元(打九折)、9.73 元。2)2016 年 9 月 29 日，天物香港将其持有的四联香港股转让给境内持股主体天物进出口，每股价格为 8.77 元(打九折)；True Nice 将其持有的四联香港股份转让给境内持股主体俊安实业、中嘉远能，每股转让价格分别为 9.74 元、5.99 元(打六折)；上述折价系考虑到本次股份转让为关联方之间的转让，且目前境外投资购汇压力比较大。3)四联香港原预估值为 26 亿元，对应的每股价格 9.73 元。2016 年 11 月 25 日，经河北省国资委备案后的评估值为 279,059.40 万元。由于经备案的评估值与预估值存在差异，上述相关股权转让和增资的每股价格调整为 10.44 元/股。请你公司：

1)以列表形式补充披露河钢国控等相关方于评估基准日后进行上述股权转让、增资最终确定的价格，如存在折价说明原因及合理性，是否存在关联方利益输送，是否履行了必要的内部决策程序，对上市公司和中小股东权益的影响。

2)补充披露 True Nice 将四联香港股权转让给境内持股主体中嘉远能时，转让价格远低于本次交易价格，且远低于同为境内持股主体俊安实业的原因及合理性，申请材料关于折价的解释是否充分。

3) 补充披露四联香港原预估值为 26 亿元的依据，最终备案值与原预估值的参数差异情况。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复（上述问题 3））

1、预估值依据

四联香港原预估值 26 亿元是依据当时评估师的预估评估结果得出。

2016 年 6 月 1 日我们接受委托进场开始评估工作。根据上市公司对本次重组要求，评估师根据被评估公司——四联香港提供的相关评估明细表格，结合当时的现场核查工作，开始进行四联香港的预估工作。

最终根据上市公司的整体时间安排，于 2016 年 9 月底提供了四联香港全部股东权益的预估结果，即预估值为 260,219.72 万元人民币。

预案公告后，随着资产评估现场工作的深入进行，评估人员在实物资产的核算过程中发现被评估公司——四联香港及其子公司 PC 公司提供的相关评估明细表格与实物资产盘点情况存在差异。由于国外企业的管理特点，PC 公司侧重经营现场管理、成本管理及流动资产实物的管理，不太关注固定资产清理、固定资产盘点及固定资产明细核算。账面记录的固定资产存在有些设备已经报废、个别软件已不再使用但没有办理相关报废手续存在大量账面记录为零的固定资产实际正常使用以及固定资产存在未能分明细核算的情况。发现这一情况后，评估人员立即要求四联香港及其子公司 PC 公司根据评估师要求全面核实并申报固定资产，评估人员根据企业申报的实物资产并配合现场勘查确定这类固定资产的具体明细。经过上述资产核实工作后，最终形成正式评估报告。

由于涉及海外资产评估工作非常繁重，现场外勤时间比一般国内评估项目要求更长。由于形成的预估值中涉及个别资料及评估程序尚未完成，尤其是固定资产核实工作未完成，导致预估结果与最终评估结果存在一定差异。

四联香港及主要子公司 PC 公司初评结果如下表：

（1）四联香港初评结果评估汇总表

单位：美元

项	目	账面价值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C=B-A	D=C/A×100%
1	流动资产	150,182,847.20	150,182,847.20		

2	非流动资产	300,052,342.61	445,687,668.75	145,635,326.14	48.54%
3	中：固定资产	12,197.10	20,762.23	8,565.13	70.22%
4	长期股权投资	300,000,000.00	445,626,761.01	145,626,761.01	48.54%
5	无形资产				
6	递延所得税资产				
7	长期待摊费用	40,145.51	40,145.51		
8	资产总计	450,235,189.81	595,870,515.95	145,635,326.14	32.35%
9	流动负债	18,699,592.89	18,699,592.89		
10	非流动负债	174,285,414.44	174,285,414.44		
11	负债合计	192,985,007.33	192,985,007.33		
12	净资产（所有者权益）	257,250,182.48	402,885,508.62	145,635,326.14	56.61%
13	折合人民币（元）	1,661,553,203.63	2,602,197,211.61	940,644,007.98	56.61%

由以上对比表可以看出，四联香港预估值与最终评估结果差异主要是由于长期股权投资评估差异引起。

（2）PC 公司初评结果评估汇总表

单位：兰特元

项	目	账面价值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C=B-A	D=C/A×100
1	流动资产	4,679,710,804.68	7,489,432,848.02	2,809,722,043.34	60.04%
2	非流动资产	5,086,098,510.65	7,706,579,471.57	2,620,480,960.92	51.52%
3	其中：固定资产	946,742,907.46	1,433,435,721.40	486,692,813.94	51.41%
4	长期股权投资	193,049,864.57	281,698,036.13	88,648,171.56	45.92%
5	无形资产	9,955,806.69	2,055,095,782.11	2,045,139,975.42	20542.18%
	可供出售金融资产	979,819,971.63	979,819,971.63		
6	递延所得税资产				
	在建工程	2,956,529,960.30	2,956,529,960.30		
7	资产总计	9,765,809,315.33	15,196,012,319.59	5,430,203,004.26	55.60%
8	流动负债	2,124,971,321.88	2,124,971,321.88		
9	非流动负债	6,236,509,299.75	6,236,509,299.75		
10	负债合计	8,361,480,621.63	8,361,480,621.63		
11	净资产（所有者权益）	1,404,328,693.70	6,834,531,697.96	5,430,203,004.26	386.68%
12	折合人民币（元）	634,836,615.84	3,089,597,893.58	2,454,761,277.75	386.68%

2、预估值与最终评估值差异原因分析

预估值和评估值采用的评估方法一致，产生差异的主要原因是随着评估程序的逐渐完善，对预估值不断更新，主要是固定资产的评估准确性提高。备案评估值 279,059.40 万元人民币，评估值较预估值 260,219.72 万元人民币，增加

18,839.68 万元人民币，差异率 7.24%。主要差异是四联资源（香港）有限公司位于南非的主要经营实体子公司帕拉博拉铜业公司（以下简称“PC 公司”）评估值的变动。

PC 公司预估值 683,453.17 万元兰特，折合 308,989.18 万元人民币。评估价值 753,845.84 万元兰特，折合 340,813.70 万元人民币。评估值较预估值增加 70,392.67 万元兰特，折合 31,824.52 万元人民币（按照股权比例折合到四联香港评估值较预估值增加 18,840.12 万元人民币）。

评估师经对比分析差异列表如下：

单位：万元兰特

项目	预估值	评估值	增加额	折合人民币	变化率
无形资产-矿业权	204,514.00	205,708.85	1,194.85	540.19	0.58%
无形资产-土地使用权	7.48	5,350.00	5,342.52	2,425.35	71424.06%
存货-磁铁矿	268,498.15	263,791.38	-4,706.77	-2,127.93	-1.75%
固定资产	143,343.57	212,499.15	69,155.58	31,261.17	48.24%
其他	67,089.97	66,496.46	-593.51	-274.26	-0.88%
合计	683,453.17	753,845.84	70,392.67	31,824.52	10.30%

（1）无形资产-矿业权评估值 205,708.85 万元兰特，预估值 204,514.00 万元兰特，增加 1,194.85 万元兰特，折合 540.19 万元人民币。差异原因如下：（该部分引自矿权评估答复）

1）采矿权预评估与最终评估结果变化如下表：

序号	名称	预评估 价值 (万美元)	最终评估 价值 (万美元)	增减 变化 (万美元)	折合 (人民币)	变化率 (%)
1	铜矿(一期)采矿权	895.08	975.97	80.89	522.46	9.04
2	铜矿(二期)采矿权	5,187.94	5,896.43	708.49	4,576.10	13.66
3	蛭石矿采矿权	8,230.87	7,525.12	-705.75	-4,558.37	-8.57
4	合计	14,313.89	14,397.52	83.63	540.19	0.58

2）采矿权评估价值变化原因分析

①南非 PC 铜矿一期采矿权

由前表可知：铜矿一期采矿权评估价值 975.97 万美元较预案中披露的预评估结果 895.08 万美元增加了 80.89 万美元，变化率 9.04%。

引起变化的主要原因如下：

a、资源储量(矿石量、地质品位)发生变化

预评估时所用资源储量数据系依据《储量核实报告》(初稿)取值，铜矿一期保有资源储量：矿石量 1283.20 万吨，Cu 金属量 7.88 万吨、TFe 金属量 227.73 万吨，Cu 平均地质品位 0.61%、TFe 平均地质品位 17.75%。

最终评估时所用的资源储量数据系依据经北京中矿联咨询中心评审通过后的《储量核实报告》(终稿)取值，铜矿一期保有资源储量：矿石量 1135.28 万吨，Cu 金属量 7.73 万吨、TFe 金属量 223.29 万吨，Cu 平均地质品位 0.68%、TFe 平均地质品位 19.67%。

由上对比可知：矿石量减少 147.92 万吨，Cu 平均地质品位增加 0.07%、TFe 平均地质品位增加 1.92%。

储量数据变化对评估值的影响：Cu 平均地质品位增加 0.07%，地质品位的增加导致正常生产年份铜精矿产量的增加，铜精矿产量增加导致铜精矿销售收入增加，进而导致评估值增加。

b、采矿技术指标发生变化

预评估时所用采矿技术指标系参考《铜矿二期开发利用方案》(初稿)取值，设计采矿回采率 87%、废石混入率 25%、矿石贫化率 25%。

最终评估时所用采矿技术指标系参考《铜矿二期开发利用方案》(终稿)取值，设计采矿回采率 87%、废石混入率 37.75%、矿石贫化率 26.25%。

由上对比可知：废石混入率增加 12.75%，矿石贫化率增加 1.25%。

采矿技术指标变化对评估值的影响：废石混入率增大导致采出矿岩量增加，满负荷矿山服务年限延长 1 个月，服务年限延长导致评估值有所增加。

c、采矿权权益系数发生变化

预评估用折现率 11.35%，评估计算服务年限 1 年 4 个月，调整系数 1.04，调整后的有色金属矿产采矿权权益系数取值范围为 3.12~4.16%(中值 3.64%)。因预评估所依据的是《储量核实报告》(初稿)，采矿权权益系数分项评判所需的相关信息不完整，无法采用分项评判计算采矿权权益系数，故谨慎取采矿权权益系数中偏低值 3.60%。

最终评估用折现率 11.35%，评估计算服务年限 1 年 5 个月，调整系数 1.0374，

调整后的有色金属矿产采矿权权益系数取值范围为 3.11~4.15%(中值 3.63%)。评估所依据的是《储量核实报告》(终稿), 采矿权权益系数分项评判所需的相关信息完整, 故采用分项评判取值计算得出采矿权权益系数为 3.41%。

由上对比可知: 采矿权权益系数降低 0.19%。

采矿权权益系数变化对评估值的影响: 采矿权权益系数降低会导致评估值降低。

综上, 由上述三个主要因素综合影响后, 铜矿一期采矿权评估值有所增加。

②南非 PC 铜矿二期采矿权

由前表可知: 铜矿二期采矿权评估价值 5,896.43 万美元较预案中披露的预评估结果 5,187.94 万美元增加了 708.49 万美元, 变化率 13.66%。

引起变化的主要原因如下:

预评估时所用采矿技术指标系依据《铜矿二期开发利用方案》(初稿)取值, 设计采矿回采率 87%、废石混入率 25%、矿石贫化率 25%。

最终评估时所用采矿技术指标系依据《铜矿二期开发利用方案》(终稿)取值, 设计采矿回采率 87%、废石混入率 37.75%、矿石贫化率 26.25%。

由上对比可知: 废石混入率增加 12.75%, 矿石贫化率增加 1.25%。

采矿技术指标变化对评估值的影响: 废石混入率增大导致采出的矿岩量增加 2201.77 万吨, 矿山服务年限延长了 2 年, 矿山服务年限的延长最终导致评估值有所增加。

③南非 PC 蛭石矿采矿权

由前表可知: 蛭石矿采矿权评估价值 7525.12 万美元较预案中披露的预评估结果 8230.87 万美元减少了 705.75 万美元, 变化率-8.57%。

引起变化的主要原因如下:

预评估时所用资源储量数据系依据《储量核实报告》(初稿)取值, 蛭石矿保有资源储量: 矿石量 3837.63 万吨, 蛭石量 670.43 万吨、平均地质品位 17.47%。按设计采矿指标计算, 评估用可采储量(矿石量)2824.40 万吨。

最终评估时所用的资源储量数据系依据经北京中矿联咨询中心评审通过后的《储量核实报告》(终稿)取值, 蛭石矿保有资源储量: 矿石量 3631.77 万吨, 蛭石量 654.48 万吨、平均地质品位 18.02%。按设计采矿指标计算, 评估用可采

储量(矿石量)2578.05 万吨。

由上对比可知：评估用可采储量(矿石量)减少了 246.35 万吨。

储量数据变化对评估值的影响：评估用可采储量(矿石量)的减少导致矿山服务年限缩短了 2 年 7 个月，矿山服务年限缩短最终导致评估值有所降低。

(2)无形资产-土地使用权评估值 5,350.00 万元兰特，预估值 7.48 万元兰特，增加 5,342.52 万元兰特，折合 2,425.35 万元人民币。差异原因是评估师预估阶段初步了解到南非的土地价值并不高，PC 公司的三块土地用途是采矿，其中两块未用于生产经营，预估时认为土地用途受限影响土地价值，按照账面值确认预估值。后期通过对南非土地政策的深入了解，南非土地使用权不受用途限制，土地永久归属土地所有者，土地使用权存在一定的价值。最终评估结果引用当地熟悉土地评估业务的南非专业机构对土地使用权出具的评估报告，评估值 5,350.00 万元兰特。

(3)存货-磁铁矿评估值 263,791.38 万元兰特，预估值 26,8498.15 万元兰特，减少 4,706.77 万元兰特，折合 2,127.93 万元人民币。差异原因是随着审计机构审定后账面值的变化，以及矿权评估涉及的资源储量对各年磁铁矿加工量等数据变动，对评估计算过程的不断复核完善，对存货-磁铁矿评估涉及的相应数据进行不断更新，影响评估值变化。

(4)固定资产评估值 212,490.15 万元，预估值 143,343.57 万元，增加 69,146.58 万元，折合 31,261.17 万元人民币。差异原因是由于国外企业的管理特点，PC 公司侧重经营现场管理、成本管理及流动资产实物的管理，但对于固定资产管理存在未按照资产明细核算的情况。预估时由于固定资产数量繁多，资产建造购置时间长，资产账面价值的分析及账实相符清查工作量非常大，相应的清查工作尚未完成，这些都给预估准确性带来难度。评估师根据当时对资产情况的了解、总体勘查资产状况、使用状态及现阶段资产清查的情况进行预估，预计对总体评估值影响不大。后期随着固定资产清理彻底结束，评估人员根据企业申报并经 PC 公司管理层确认的实物资产明细，配合现场勘查，充分了解资产详细信息后进行评估，故与预估结果存在差异。

(5)其他差异，折合 274.25 万元人民币。差异原因是评估工作后期对软件类资产的清理，对不再使用的软件等资产评估减值。

二、资产评估师核查意见

经核查，我们认为预估值和评估值采用的主要评估方法及计算模型一致，评估价值及参数的变化主要是由于评估程序的完善、对评估资产信息的充分了解，评估资产进一步细化，对评估数据进行不断更新引起的合理变动。

问题 10. 申请材料显示：1)2013 年 7 月，PMC100%股权私有化收购的交易价格为 6.68 亿美元。2)本次交易以 2016 年 4 月 30 日为评估基准日，四联香港的核心资产 PMC100%股权评估值为 7.74 亿美元，较 2013 年 7 月的交易价格增值额为 1.06 亿美元，增值率 15.87%。增值原因主要是自 2013 年 7 月私有化后，PMC 盈利状况保持良好，留存收益增加、铜矿二期项目确定性增加等因素导致，上述因素影响金额约 4,109.29 万美元。请你公司进一步补充披露除上述 4,109.29 万美元的影响因素外，本次交易 PMC100%股权评估值较前次交易价格增值 1.06 亿美元的原因及合理性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

经了解 2013 年 7 月，PMC100%股权私有化收购的交易价格 6.68 亿美元没有聘请评估机构进行评估。收购价是根据双方协商谈判，聘请 MAM 进行项目尽职调查，且考虑当时 PMC 股价走势，各方面因素综合考虑形成收购价格。交易对手力拓矿业集团声明关于出售 PMC 股权的原因是：“运营的规模不适合力拓矿业集团或英美资源集团的投资标准”。这些因素同时也影响收购价格可能低于实际市场价值。2013 年 7 月私有化后，PMC 保持盈利状况，留存收益有所增加，综合多方面因素分析本次交易 PMC100%股权评估值增值率 15.87%是较为合理的。

二、资产评估师核查意见

经核查，我们认为由于 2013 年 7 月交易价格没有聘请评估机构进行评估，收购价受多方面因素影响，与本次交易根据评估结果定价不具备可比性，但也都反映不同时期不同因素影响下 PMC100%股权的价值。

问题 26. 申请材料显示，四联香港报告期向关联方河钢集团、天物进出口和 True Nice 销售的金额占当年营业收入的比例分别为 50.65%和 55.88%。根据备考报表，本次交易完成后，上市公司 2015 年和 2016 年 1-6 月关联销售的绝对

金额较重组前增长，2016 年 1-6 月关联销售的比例也较重组前有所增长，请你公司：

1) 补充披露四联香港报告期关联交易的相关背景、必要性及定价依据，并结合同行业情况，补充披露四联香港关联方销售占比较大的合理性。

2) 结合向第三方交易价格、市场可比价格，补充披露四联香港关联交易的公允性。

3) 补充披露本次交易完成后，上述关联交易定价原则是否发生变化，上述情形对标的资产评估值及业绩承诺考核的影响。

4) 补充披露本次交易是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条第一款第(一)项关于减少关联交易的规定，及应对措施。

请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复（上述问题 3））

标的资产评估值采用资产基础法评估，其中矿权及存货评估涉及到未来销售价格。未来销售价格同时受定价政策和市场价格两方面的影响。经了解 PMC 关联交易的定价政策与销售给第三方的定价政策是一致的，即采用市场价格，定价原则也不会发生变化。由于定价政策及原则始终不会改变，故标的资产不会因关联交易定价原则的变动对资产评估值及业绩承诺产生影响。

二、资产评估师核查意见

经核查，我们认为 PMC 关联交易的定价政策及原则不会改变，标的资产不会因关联交易定价原则的变动对资产评估值及业绩承诺产生影响。

问题 27. 申请材料显示，PC 铜矿一期以评估基准日前 1 年(12 个月)的价格均值确定为评估计算的价格基础，铜矿二期以评估基准日前 3 年(36 个月)的价格均值确定为评估计算的价格基础。本次评估参与作价的铜金属价格参考伦敦金属交易所报价，金、银价格参考伦敦金银市场协会报价，铁精粉价格参考普氏指数；实际评估选取价格高于上述参考价格。请你公司：

1) 结合铜金属近年来市场价格走势及近期市场可比交易案例价格选取情况，补充披露本次交易以评估基准日前 3 年的价格均值确定标的资产铜矿二期价格的合理性。

2) 补充披露本次交易最终选取的金属价格均高于参考价格的原因及合理性，上述金属目前实际市场价格与评估预测的差异情况及对评估值的影响。

3) 就金属价格对标的资产评估值的影响程度作敏感性分析并补充披露。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复（上述问题 3））

本次矿权评估对铜矿一期采矿权采用收入权益法进行评估；对铜矿二期采矿权采用折现现金流量法进行评估；对蛭石矿采矿权采用折现现金流量法进行评估；对形成存货的磁铁矿堆存采用市场法进行评估。

相关有色金属矿产品及非金属矿产品价格变动是影响采矿权及磁铁矿堆存评估价值的最重要因素。上述产品价格分别变动及同时变动对采矿权、磁铁矿堆存及四联香港 100%股权估值影响如下：

变动因素	变动幅度	矿业权（美元）		矿业权（人民币）		股权(人民币)	
		估值	变动比例	估值	变动比例	估值	变动比例
LME 铜	10%	26,657.25	85.15%	380,873.46	85.15%	325,935.20	16.80%
	5%	20,550.96	42.74%	293,628.01	42.74%	302,586.77	8.43%
	0	14,397.52	0.00%	205,708.89	0.00%	279,059.40	0.00%
	-5%	8,244.03	-42.74%	117,789.05	-42.74%	255,529.15	-8.43%
	-10%	2,006.21	-86.07%	28,664.33	-86.07%	231,677.79	-16.98%
LBMA 金	10%	14,909.67	3.56%	213,026.38	3.56%	281,016.35	0.70%
	5%	14,653.61	1.78%	209,367.85	1.78%	280,037.26	0.35%
	0	14,397.52	0.00%	205,708.89	0.00%	279,059.40	0.00%
	-5%	14,141.47	-1.78%	202,050.50	-1.78%	278,079.01	-0.35%
	-10%	13,885.39	-3.56%	198,391.68	-3.56%	277,099.84	-0.70%
LBMA 银	10%	14,530.26	0.92%	207,605.45	0.92%	279,565.61	0.18%
	5%	14,463.89	0.46%	206,657.17	0.46%	279,311.83	0.09%
	0	14,397.52	0.00%	205,708.89	0.00%	279,059.40	0.00%
	-5%	14,331.15	-0.46%	204,760.60	-0.46%	278,804.28	-0.09%
	-10%	14,264.81	-0.92%	203,812.75	-0.92%	278,550.62	-0.18%
磁铁矿普氏指数	10%	20,210.90	40.38%	288,769.30	40.38%	338,713.55	21.38%
	5%	17,304.21	20.19%	247,239.09	20.19%	308,885.80	10.69%
	0	14,397.52	0.00%	205,708.89	0.00%	279,059.40	0.00%
	-5%	11,490.82	-20.19%	164,178.54	-20.19%	249,230.27	-10.69%
	-10%	8,584.20	-40.38%	122,649.33	-40.38%	219,402.80	-21.38%
蛭石	10%	16,628.61	15.50%	237,586.25	15.50%	287,589.01	3.06%
	5%	15,513.03	7.75%	221,647.07	7.75%	283,323.40	1.53%
	0	14,397.52	0.00%	205,708.89	0.00%	279,059.40	0.00%
	-5%	13,281.99	-7.75%	189,770.42	-7.75%	274,792.64	-1.53%

	-10%	12,166.47	-15.50%	173,832.09	-15.50%	270,527.26	-3.06%
以上价格同时变化	10%	35,393.76	145.83%	505,698.96	145.83%	396,767.77	42.18%
	5%	24,895.62	72.92%	355,703.64	72.92%	337,912.84	21.09%
	0	14,397.52	0.00%	205,708.89	0.00%	279,059.40	0.00%
	-5%	3,899.41	-72.92%	55,713.99	-72.92%	220,203.24	-21.09%
	-10%	-6,598.59	-145.83%	-94,279.33	-145.83%	161,348.84	-42.18%

本次纳入评估范围的采矿权的矿种均分别属于有色金属矿产品及非金属矿产品。从评估基准日前 3-5 年价格走势看，铜、铁等有色金属矿产品价格波动较大，且目前矿产品价格处于历史低点。从长期来看，考虑到矿产资源稀缺性和不可再生等因素，矿产品价格仍将呈上升趋势；蛭石等非金属矿产品自 2011 年至评估基准日售价的整体趋势是上行的，且较为平稳。

二、资产评估师核查意见

经核查，我们认为本次纳入评估范围的采矿权的矿种涉及的有色金属矿产品及非金属矿产品的价格取值方法是符合《中国矿业权评估准则》、《矿业权评估参数确定指导意见》及《企业价值评估准则》的，从长期来看，取值结果也是合理的。但如果市场未来发生较大变化而导致产品价格出现较大波动，特别是大幅下跌的情况，将对标的公司的盈利能力造成重大不利影响。

问题 28. 申请材料显示，标的资产采用资产基础法评估的矿业权评估折现率取值为 11.35%，采用收益法评估选取的折现率为 11.26%，其中风险报酬率、特定风险系数等参数选取原则也不一致。请你公司：

1) 补充披露标的资产矿业权评估和收益法评估中，折现率及各项参数选取差异原因及合理性。

2) 结合近期市场可比交易案例的比较分析，补充披露本次交易标的资产评估折现率取值的合理性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

（一）补充披露标的资产矿业权评估和收益法评估中，折现率及各项参数选取差异原因及合理性。

1、折现率差异分析

（1）整体资产评估中收益法折现率测算过程

根据《资产评估准则——企业价值》第二十九条的规定：注册资产评估师

应当综合考虑评估基准日的利率水平、市场投资回报率、加权平均资金成本等资本市场相关信息和被评估企业、所在行业的特定风险等因素，合理确定资本化率或折现率。

1) 折现率计算模型

本次评估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率 r ：

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e$$

式中：

w_d ：评估对象的长期债务比率；

$$w_d = \frac{D}{(E + D)}$$

w_e ：评估对象的权益资本比率；

$$w_e = \frac{E}{(E + D)}$$

r_d ：所得税后的付息债务利率；

r_e ：权益资本成本，按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本 r_e ；

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon$$

式中：

r_f ：无风险报酬率；

r_m ：市场预期报酬率；

ε ：评估对象的特定风险调整系数；

β_e ：评估对象权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_u \times (1 + (1 - t) \times \frac{D}{E})$$

β_u ：可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

$$\beta_u = \frac{\beta_{ei}}{1 + (1 - t) \frac{D_i}{E_i}}$$

式中：

D_i 、 E_i ：分别为可比目标公司的付息债务与权益资本；

β ：为可比公司的权益贝塔。

2) 折现率的计算过程

A. 无风险收益率 r_f

参照国家当前已发行的中长期国库券利率,按照十年期以上国债利率平均水平确定无风险收益率 r_f 的近似,即 $r_f=4.1714\%$:

B. 市场预期报酬率 R_m

参照沪深 300,2005 年至 2015 年平均净资产收益率进行选取,取 12.89%作为市场期望报酬率的近似,即: $R_m=12.89\%$ 。

C. β_e 值

从江西铜业、鹏欣资源、西部矿业、铜陵有色、云南铜业、海亮股份、紫金矿业、中国铝业等 15 家在海外有矿业收购资产、规模、行业相类似的沪深可比矿业上市公司中,以基准日前 100 周的市场价格测算估计,得到可比公司股票的历史市场平均 β_{ei} ,再得到评估对象预期无财务杠杆风险系数的估计值 β_u ,计算得出被评估对象的市场 $\beta_e=0.9365$ 。

D. 权益资本成本 R_e

考虑到评估对象公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构和公司资本债务结果等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险,设公司特性风险调整系数 $\epsilon=2\%$;最终得到评估对象的权益资本成本 $R_e=14.34\%$ 。

目标债务比率为 0.4540,权益资本比率为 0.5460

采用资本资产加权平均成本模型(WACC)确定折现率:

$$r=14.34\% \times 0.5460 + 10.50\% \times 0.4540 \times (1-28\%) = 11.26\%$$

(2) 无形资产-矿业权-铜二期折现率测算过程

根据《中国矿业权评估准则》,矿业权评估中的折现率由无风险报酬率和风险报酬率构成,即折现率=无风险报酬率+风险报酬率。

无风险报酬率即安全报酬率,通常可以参考政府发行的中长期国债利率。本次评估无风险报酬率取评估基准日前五年间(2011 年 09 月~2016 年 09 月)5 年期凭证式国债票面利率的平均值 5.20%。

风险报酬率依据《矿业权评估参数确定指导意见》,风险报酬率=勘查开发阶段风险报酬率+行业风险报酬率+财务风险报酬率+社会风险报酬率。勘查开发阶段风险,主要是因不同勘查开发阶段距开采实现收益的时间长短以及对未来

开发建设条件、市场条件的判断的不确定性造成的，可以分为预查、普查、详查、勘探及建设、生产等五个阶段不同的风险。铜矿二期属于建设矿山，依据《矿业权评估参数确定指导意见》，勘探及建设阶段风险报酬率取值范围 0.35~1.15%。经综合分析，本次评估取勘查开发阶段风险报酬率 0.75%。行业风险，是指由行业性市场特点、投资特点、开发特点等因素造成的不确定性带来的风险。依据《矿业权评估参数确定指导意见》，行业风险报酬率取值范围 1.00~2.00%，本次评估对象矿种为铜矿，属于有色金属行业。经综合分析，本次评估取行业风险报酬率 1.50%。财务经营风险，包括产生于企业外部而影响财务状况的财务风险和产生于企业内部的经营风险两个方面。依据《矿业权评估参数确定指导意见》，财务风险报酬率取值范围 1.00~1.50%。PC 公司拥有先进的生产经营管理经验，财务经营风险相对较小。经综合分析，本次评估取财务风险报酬率 1.25%。社会风险，是一国经济环境的不确定性带来的风险。如：产业政策的调整、财政政策、金融政策的调整、所有制政策、经济发展政策的多变等，影响投资者的合理预期，造成投资风险。本次评估结合项目所在地南非的政治、法律及国内相关情况，谨慎取社会风险报酬率 3.00%。

折现率综上所述，本次评估折现率取值计算如下：

$$\begin{aligned}\text{折现率} &= \text{无风险报酬率} + \text{勘查开发阶段风险报酬率} + \text{行业风险报酬率} + \text{财务风险报酬率} + \text{社会风险报酬率} \\ &= 5.20\% + 0.75\% + 1.50\% + 1.25\% + 3.00\% \\ &= 11.70\%\end{aligned}$$

（3）无形资产-矿业权-蛭石矿折现率测算过程

根据《中国矿业权评估准则》，矿业权评估中的折现率由无风险报酬率和风险报酬率构成，即折现率=无风险报酬率+风险报酬率。

无风险报酬率即安全报酬率，通常可以参考政府发行的中长期国债利率。本次评估无风险报酬率取评估基准日前五年间(2011年09月~2016年09月)5年期凭证式国债票面利率的平均值5.20%。

风险报酬率依据《矿业权评估参数确定指导意见》，风险报酬率=勘查开发阶段风险报酬率+行业风险报酬率+财务风险报酬率+社会风险报酬率。勘查开发阶段风险，主要是因不同勘查开发阶段距开采实现收益的时间长短以及对未来

开发建设条件、市场条件的判断的不确定性造成的，可以分为预查、普查、详查、勘探及建设、生产等五个阶段不同的风险。PC公司蛭石矿属于生产矿山，依据《矿业权评估参数确定指导意见》，生产阶段风险报酬率取值范围0.15~0.65%。经综合分析，本次评估取勘查开发阶段风险报酬率0.40%。行业风险，是指由行业性市场特点、投资特点、开发特点等因素造成的不确定性带来的风险。依据《矿业权评估参数确定指导意见》，行业风险报酬率取值范围1.00~2.00%，本次评估对象矿种为蛭石矿，属于非金属行业。经综合分析，本次评估取行业风险报酬率1.50%。财务经营风险，包括产生于企业外部而影响财务状况的财务风险和产生于企业内部的经营风险两个方面。依据《矿业权评估参数确定指导意见》，财务风险报酬率取值范围1.00~1.50%。PC公司拥有先进的生产经营管理经验，财务经营风险相对较小。经综合分析，本次评估取财务风险报酬率1.25%。社会风险，是一国经济环境的不确定性带来的风险。如：产业政策的调整、财政政策、金融政策的调整、所有制政策、经济发展政策的多变等，影响投资者的合理预期，造成投资风险。本次评估结合项目所在地南非的政治、法律及国内相关情况，谨慎取社会风险报酬率3.00%。

折现率综上所述，本次评估折现率取值计算如下：

$$\begin{aligned}\text{折现率} &= \text{无风险报酬率} + \text{勘查开发阶段风险报酬率} + \text{行业风险报酬率} + \text{财务风险报酬率} + \text{社会风险报酬率} \\ &= 5.20\% + 0.40\% + 1.50\% + 1.25\% + 3.00\% \\ &= 11.35\%\end{aligned}$$

（4）折现率差异分析

从（1）-（3）计算折现率过程可以看出，收益法评估和资产矿业权评估差异原因为：

1）两者测算依据不同，测算模型有所差异

整体资产收益法根据《资产评估准则——企业价值》进行折现率测算，而铜二期矿业权及蛭石矿业权根据《中国矿业权评估准则》进行折现率测算，测算模型也有所差异，造成折现率有所不同。

2）评估对象不同，从而测算折现率有所不同

整体资产收益法评估对象是企业股东全部权益价值，而矿业权评估对象分别是不同的单项资产，本次交易中涉及到的单项资产分别是铜二期矿业权及蛭石矿业权，对应不同的评估范围其折现率会有所不同。

两者由于存在上述两种方面的差异，造成折现率有所差异，但是差异不大，在合理范围之内。

2、收入、成本、费用预测差异分析

整体资产收益法评估收入、成本、费用测算是基于企业实际生产销售的商品进行预测。根据历史资料和行业分析，铜棒、磁铁矿粉、蛭石销售价格受国际铜和铁等大宗商品的价格走势等因素的影响较大。铜棒主要销售给南非的国内客户，定价系参考 LME 铜价，历史数据从价格呈逐步下降趋势。磁铁矿粉的定价系参考普氏指数，历史数据分析 2014 年度和 2015 年呈下降趋势，2016 年 1-4 月有所反弹。蛭石价格定价受市场影响，历史数据呈上升趋势。评估师认为从未来长期预测的角度考虑，产品价格变动最终应趋于平衡，综合考虑选用基准日相近相关产品的实际销售均价较为合理。成本费用预测也是基于企业实际成本费用进行的预测。

矿权评估中，价格、成本费用的测算是基于单个评估对象能够产出矿产品的收入、成本、费用预测，与整体资产收益法评估预测整体资产价格成本费用不同，如铜二期铜产品收入、成本、费用，整体资产收益法预测的是企业最终产品铜棒等的收入、成本、费用，而矿权评估预测矿产品是提炼出的铜精粉、金粉、银粉的收入、成本、费用，故存在一定的差异。

整体资产收益法是基于企业实际经营情况进行预测，而矿业权根据矿业评估准则是对评估单项资产进行评估，是基于按照正常状态开发矿权进行的预测，也是收入、成本、费用参数差异的原因之一。

3、其他参数

其他主要参数如：资源储量、地质品位、建设期、服务年限、固定资产投资等两者基本保持了一致。

综上所述在对 PMC 的资产评估中，整体资产收益法评估及矿业权评估在资源储量等主要参数保持了一致，但是由于两者遵循的准则及评估对象的不同，折现率及收入成本费用参数有所不同，其差异是合理的。

（二）结合近期市场可比交易案例的比较分析，补充披露本次交易标的资产评估折现率取值的合理性。

近期资本市场中，我们查询到有关资源类重组案例，包括洛阳钼业收购境外资产、盛达矿业收购、兴业矿业等收购采用折现率取值与本项目对比情况如下：

1、收益法折现率对比情况：

项目名称	盛达矿业股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书		内蒙古兴业矿业股份有限公司向特定对象发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书		洛阳栾川钼业集团股份有限公司非公开发行股票报告书			河北宣化工程机械股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书
股票简称	盛达矿业		兴业矿业		洛阳钼业			河北宣工
股票代码	000603		000426		603993			000923
评估报告名称	盛达矿业股份有限公司拟收购赤峰金都矿业有限公司股权评估项目卓信大华评报字(2015)第 1103 号	盛达矿业股份有限公司拟收购内蒙古光大矿业有限责任公司股权评估项目卓信大华评报字(2015)第 1102 号	内蒙古兴业矿业股份有限公司拟发行股份收购正镶白旗乾金达矿业有限责任公司股权项目天兴评报字(2016)第 0070 号	内蒙古兴业矿业股份有限公司拟发行股份及支付现金收购西乌珠穆沁旗银漫矿业有限责任公司股权项目天兴评报字(2016)第 0069 号	洛阳钼业控股有限公司拟现金方式购买自由港麦克米伦刚果控股公司全部股权项目中联评报字[2016]第 1201 号	洛阳钼业控股有限公司拟现金方式购买英美资源集团巴西磷业公司全部股权项目中联评报字(2016)第 1200 号	洛阳钼业控股有限公司拟现金方式购买英美资源集团巴西铌业公司全部股权项目中联评报字(2016)第 1199 号	河北宣化工程机械股份有限公司拟实施发行股份购买资产并募集配套资金事宜涉及的四联资源(香港)有限公司股东全部权益价值项目中铭评报字[2016]第 10050 号
评估基准日	2015 年 9 月 30 日	2015 年 9 月 30 日	2015 年 11 月 30 日	2015 年 11 月 30 日	2016 年 3 月 31 日	2016 年 6 月 30 日	2016 年 6 月 30 日	2016 年 4 月 30 日
矿权类别	铅、锌、矿	铅、银、锌矿	铜、铅、锌矿	铅、锌、银、铜、锡矿	铜钴矿	磷矿	铌矿	铜、铁、蛭石矿
矿业所在国家	中国	中国	中国	中国	刚果	巴西	巴西	南非
收益法测算年限	25.41	21.83	12.58	35.83	34.08	36.5	25.5	18.08
收益法折现率取值	9.85%	9.85%	8.80%	8.80%	10.28%	11.07%	11.40%	11.26%

从上表可以看出，洛阳钼业收购境外资产评估项目折现率分别为 10.08%、11.07%、11.40%，盛达矿业收购评估项目折现率 9.85%；兴业矿业收购评估项目折现率 8.80%。其中洛阳钼业收购境外资产项目与本次评估相似度较高，同样涉及金属矿及境外收购，其折现率取值与本次评估也最为接近，通过比较我们认为本次交易标的资产评估折现率取值较为合理。

2、参考近期市场交易案例情况，矿业权评估依据《矿业权评估参数确定指导意见》取值如下：（本部分引自矿权评估答复）

项目名称		盛达矿业股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书		内蒙古兴业矿业股份有限公司向特定对象发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书		鹏欣环球资源股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书	河北宣化工程机械股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书		
股票简称		盛达矿业		兴业矿业		鹏欣资源	河北宣工		
股票代码		000603		000426		600490	000923		
评估基准日		2015 年 9 月 30 日		2015 年 11 月 30 日		2016 年 6 月 30 日	2016 年 4 月 30 日		
矿业权名称		克什克腾旗大地矿区银铅锌矿	克什克腾旗老盘道背后锡多金属矿勘探	西乌珠穆沁旗白音查干东山矿区铜铅锡银锌矿	内蒙古自治区正镶白旗东胡银多金属矿勘探	希图鲁矿业铜矿矿业权	铜一期	铜二期	蛭石矿
矿业权所在国别		中国		中国		刚果	南非		
开发现状		在建	勘探	在建	拟建	生产	生产	在建	生产
矿业权评估	1、无风险报酬率	4.67	4.67	4.42	4.42	4.14	5.20	5.20	5.20
	2、风险报酬率	3.50	3.80	3.95	3.95	8.85	6.15	6.50	6.15
	①勘查开发阶段	0.75	1.00	0.75	0.80	0.60	0.40	0.75	0.40
	②行业风险	1.50	1.50	1.90	1.90	2.00	1.50	1.50	1.50

折 现 率 取 值	③财务经营风险	1.25	1.30	1.30	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
	④社会风险					5.00	3.00	3.00	3.00
	3、折现率=1+2	8.17	8.47	8.37	8.37	13.00	11.35	11.70	11.35
	4、折现率(不含社会风险报酬率)	8.17	8.47	8.37	8.37	8.00	8.35	8.70	8.35

综上所述，矿业权评估中的折现率取值皆是依据《矿业权评估参数确定指导意见》要求取值(折现率=无风险报酬率+风险报酬率)，本次交易中矿业权评估折现率的选取符合相关评估准则的要求，也符合矿业权评估的行业惯例，扣除社会风险报酬率后的折现率较为接近，因此本次评估取值具有明确的依据和合理性。

三、资产评估师核查意见

经核查，我们认为本次标的资产矿业权评估和收益法评估中，在资源储量等主要参数保持了一致，但是由于两者遵循的准则及评估对象的不同，折现率及收入成本费用参数有所不同。结合近期市场可比交易案例的比较分析，本次交易标的资产评估折现率取值具备合理性。

29. 申请材料显示，本次交易对四联香港的表外资产磁铁矿粉进行了评估，并参照产成品的评估方法，采用市场法进行评估，评估值为 263,791.38 万兰特。请你公司补充披露对标的资产的表外资产进行评估的原因及合理性，是否符合行业惯例及资产评估准则相关规定，并举例论证。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

1、表外资产-磁铁矿的形成原因

PC 公司磁铁矿粉是加工铜矿石过程中分离出的伴生产品，账面价值为零。经过几十年的铜矿生产已经堆存了 19,221.80 万吨磁铁矿粉，Fe 平均品位 56.77%。PC 公司仅需要对磁铁矿粉进行简单的磁分离，即可将磁铁矿粉品位提高至 64.5%，生产出铁精粉。由于磁铁矿粉从 2013 年才开始进行加工出售，堆存量巨大，这些磁铁矿粉全部加工出售完毕需要加工至 2040 年

2、PC 公司实际拥有并控制、管理表外资产-磁铁矿

由于磁铁矿粉是加工铜矿石过程中分离出的伴生产品，PC 公司未进行成本分摊，PC 成本计算时一直未核算磁铁矿的账面成本，其账面价值为零。对于堆存磁铁矿，PC 公司按照存货进行管理，每月都有专门的评估小组按照正常存货的盘存

计划进行盘点，出入库也有正常的核算流程。每年还会聘请第三方机构进行航拍，测算存货的库存数量，保证存货的库存数据核算的准确性。近年磁铁矿的销售收入占 PC 总销售收入的比例超过 50%，2014 年占收入比例 63.92%、2015 年占收入 52.18%、2016 年 1-4 月占 57.05%，故磁铁矿粉属于 PC 公司重要的生产销售产品。

本次评估磁铁矿粉堆存储量也由中地宝联（北京）国土资源勘查技术有限公司进行了储量核实。评估人员经过现场勘查，结合 PC 公司聘请的第三方机构航拍数据，经核实确认账实相符。

PC 公司实际拥有并控制 19,221.80 万吨磁铁矿粉。

3、评估方法符合行业惯例及相关文件规定

评估行业对存货的评估，行业惯例参照《资产评估操作规范意见（试行）》第四十三条 产成品一般以其完全成本为基础，根据该产品市场销售情况好坏决定是否加上适当的利润，或是要低于成本。对于十分畅销的产品，根据其出厂销售价格减去销售费用和全部税金确定评估值；对于正常销售的产品，根据其出厂销售价格减去销售费用、全部税金和适当数额的税后净利润确定评估值；对于勉强能销售出去的产品，根据其出厂销售价格减去销售费用、全部税金和税后净利润确定评估值；对于滞销、积压、降价销售产品，应根据其可收回净收益确定评估值；报废产品应转列到待处理流动资产项目中。在制品、自制半成品一般按其折算为产成品的约当量，随产成品进行评估。

本次评估在经中地宝联（北京）国土资源勘查技术有限公司核实的基础上根据磁铁矿粉的堆存储量，参照产成品的评估方法，采用市场法进行评估，以其完全成本为基础，根据其现行正常合理的销售价格减去浮选成本、销售费用、加工过程发生的其他期间费用等、全部税金及适当数额的税后净利润确定评估值。对于库存量较大限于运输能力等原因超过一年才能销售的存货，考虑折现对存货价值的影响。

4、表外资产进行评估的原因及合理性

根据《资产评估准则—企业价值》第三十五条 注册资产评估师运用成本法进行企业价值评估，应当考虑被评估企业所拥有的所有有形资产、无形资产以及应当承担的负债。PC 公司申报的表外资产包括存货-磁铁矿粉和无形资产-采矿权。磁铁矿粉和采矿权资产，虽然账面价值为零，但属于矿山的主要资产，需要进行评估。磁铁矿作为重要的资产之一，和其他资产一起构成企业整体价值，虽然账面价值为零，但并不说明实际价值低，所以应该对磁铁矿进行评估。综上所述，根据评估相关准

则的要求，并考虑磁铁矿的实际情况及行业惯例，参照《资产评估操作规范意见（试行）》中存货的评估方法对磁铁矿进行评估，评估方法合理并符合行业惯例。

二、评估师核查意见

经评估师核查，我们认为本次交易对四联香港的表外资产磁铁矿粉进行了评估，并参照产成品的评估方法，采用市场法进行评估。符合行业惯例及资产评估准则相关规定。

问题 31. 请你公司补充披露：

1) 标的资产矿业权与在建工程、存货、无形资产的勾稽关系，是否存在重复评估情形。

2) 标的资产矿业权评估中可信度系数选取依据及合理性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复（上述 1））

标的资产矿业权包括三项：铜矿二期矿业权、铜矿一期矿业权、蛭石矿业权，其评估价值对应的是各自采矿权对应的 PC 公司尚未开采出来的矿石储量的价值。

在建工程是为了开采矿石、提炼加工产品，正在建设未完工的固定资产，如建设中的铜二期工程设计、井巷工程、各项更新改造工程、工程设备等。

PC 公司的无形资产包括矿业权（三项）及土地使用权（三项）。根据 Pam Golding Properties 出具的《土地评估报告》，南非土地使用权不受用途限制，土地永久归属土地所有者，土地使用权存在一定的价值。矿业权与土地使用权是分离的，并不一一对应，其权利也应该分别进行评估。

PC 公司的存货主要包括消耗性材料、产成品及在产品。产成品如阳极铜、电解铜棒、铜屑、磁铁矿粉---氧化铁、铁精矿、各种规格蛭石、硫酸镍及酸等。在产品是处于生产工序中尚未完工的存货，PC 公司的在产品包括冶炼厂、铸造车间、电解等工序的铜料，以及加工铜矿石过程中分离出的伴生产品——磁铁矿粉。存货的评估是以上已购买的原材料及已开采出地面的产成品及在产品的评估，其已不属于资源储量，因此与矿业权评估不存在重复评估情形。

二、评估师核查意见

经核查，我们认为以上资产评估价值是构成 PC 整体资产评估价值的组成部分，不存在重复评估的情形。

问题 32. 申请材料显示，本次交易标的资产资产基础法评估值为 43,205.40 万美元(其中主要资产矿业权采用折现现金流量法评估)，收益法评估值为 40,274.18 万美元，最终选取资产基础法评估结果为作价依据。请你公司补充披露：

1) 本次交易最终以评估值更高的资产基础法评估结果为作价依据的原因及合理性。

2) 本次交易设置的业绩承诺金额是否不低于标的资产采用基于未来收益预期的方法预测的净利润，是否符合我会相关规定。

3) 本次交易对标的资产矿业权采用的折现现金流量评估与标的资产收益法评估在收入、成本、费用等方面参数取值的差异情况、差异原因及合理性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见

一、问题答复

1、本次交易最终以评估值更高的资产基础法评估结果为作价依据的原因及合理性。

本次评估，我们分别采用收益法和资产基础法两种方法，通过不同途径对委估对象进行估值，资产基础法的评估值为 43,205.40 万美元，折合人民币 279,059.40 万元；收益法的评估值 40,274.18 万美元，折合人民币 260,131.42 万元，两种方法的评估结果差异 2,931.22 万美元，折合人民币 18927.98 万元，差异率为 6.78%。

资产基础法是从资产重置成本的角度出发，对企业资产负债表上所有单项资产和负债，用市场价值代替历史成本；收益法是从未来收益的角度出发，以经风险折现后的未来收益的现值和作为评估价值，反映的是资产的未来盈利能力。

因此采用收益法和资产基础法得到的评估结果之间存在差异是正常的，且在合理范围内。考虑到本次评估目的是为河北宣化工程机械股份有限公司拟实施发行股份购买资产募集配套资金事宜提供价值参考依据，由于铜、磁铁矿等商品价格波动，收益法对被评估企业四联香港未来具体投资和经营战略及实施的考量存在较大的不确定性，因此选定以资产基础法评估结果作为被评估企业四联香港股东全部权益价值的最终评估结论。

2、本次交易对标的资产矿业权采用的折现现金流量评估与标的资产收益法评估在收入、成本、费用等方面参数取值的差异情况、差异原因及合理性。

首先，最终产品方案不一致，导致收入、成本等方面参数取值有差异。铜矿二期采矿权评估采用的最终产品方案为铜精矿与铁精粉，而企业实际及收益法评估最终产品方案为铁精粉与精铜（铜棒）等。

矿权评估中，价格、成本、费用的测算是基于单个评估对象能够产出矿产品（铜精矿与铁精粉）的收入、成本、费用预测，与整体收益法评估预测整体资产价格、成本、费用不同，如铜矿二期评估时，整体收益法预测的是企业最终产品精铜（铜棒）等的收入、成本、费用，而矿权评估预测矿产品是提炼出的铜精粉、铁精粉、金粉、银粉 的收入、成本、费用。整体收益法评估收入、成本、费用测算是基于企业实际生产销售的商品进行预测。故存在一定的差异。

其次，采矿权评估报告中的参数选取主要依据《中国矿业权评估准则》及《矿业权评估参数确定指导意见》中国矿业权评估准则要求进行选取，而整体收益法是依据《资产评估准则——企业价值》要求选取。

例如销售价格取值，采矿权评估根据《中国矿业权评估准则》及《矿业权评估参数确定指导意见》，选用评估基准日前的三个年度内的价格平均值作为评估计算中的价格参数。而整体资产评估根据《资产评估准则——企业价值》，从未来长期预测的角度考虑，产品价格变动最终应趋于平衡，认为综合考虑选用基准日相近的相关产品实际销售均价较为合理。因此，选用基准日相近时段的平均销售价格作为未来价格预测的基准。整体资产评估成本、费用预测也是基于企业实际成本、费用进行的预测。

收入、费用、成本对比情况如下表：

表1

序号	项目	铜一期		
		收益法	矿权	差异原因
1	原矿产量（万吨）	1427.33	1427.33	无差异
2	生产规模(万吨/年.原矿)	1000	1000	无差异
3	产品规划	按照 PC 公司目前实际生产销售产品种类规划，包括：铜棒、硫酸镍、阳极泥、硫酸、磁铁矿	依据《开发利用方案》取值，只规划矿产品，包括：铜精粉、铁精粉	收益法测算以企业最终产品为基础，矿权以矿产品的金属为销售价格

4	销售价格	综合考虑选用基准日相近相关产品的实际销售价格。	按照矿权评估基准日前 3 年(36 个月)的价格均值	最终产品不同，整体评估与单项资产评估考虑因素不同，依据准则也不同。
5	费用	按照会计报表科目根据企业整体运行实际情况进行预测，包括财务费用、管理费用、销售费用。并且整体预测，不区别至各个产品。	采用收益权益法评估，不涉及费用的测算。	没有可比性
6	成本	按照企业实际发生成本情况进行预测。	铜二期费用系依据《开发利用方案》中设计单位成本，只针对单项资产按矿业权评估准则归集、计算得出。	成本预测对象不同，无可比性

表 2:

序号	项目	铜二期		
		收益法	矿权	差异
1	原矿产量（万吨）	16843.69	16843.69	无差异
2	生产规模(万吨/年.原矿)	1100	1100	无差异
3	产品规划	按照 PC 公司目前实际生产销售产品种类规划，包括：铜棒、硫酸镍、阳极泥、硫酸、磁铁矿	依据《开发利用方案》取值，只规划矿产品，包括：铜精粉、铁精粉	收益法测算以企业最终产品预测价格，矿权以矿产品的金属为销售价格
4	销售价格	综合考虑选用基准日相近相关产品的实际销售价格。	按照矿权评估基准日前 3 年(36 个月)的价格均值	最终产品不同，整体评估与单项资产评估考虑因素不同，依据准则也不同。
5	费用	按照会计报表科目进行预测，包括财务费用、管理费用、销售费用。并且整体预测，不区别至各个产品。	铜二期费用系依据《开发利用方案》中设计单位成本，只针对单项资产按矿业权评估准则归集、计算得出。	没有可比性

6	成本	按照企业实际发生成本情况进行预测。	铜二期费用系依据《开发利用方案》中设计单位成本，只针对单项资产按矿业权评估准则归集、计算得出。	成本预测对象不同，无可比性
---	----	-------------------	---	---------------

表 3

序号	项目	蛭石矿		
		收益法	矿权	差异
1	原矿产量（万吨）	2713.74	2713.74	无差异
2	生产规模(万吨/年.原矿)	100	100	无差异
3	产品规划	蛭石	蛭石	无差异
4	销售价格	综合考虑选用基准日相近相关产品的实际销售价格。预测价格 5148.27 元兰特/吨	按照矿权评估基准日前 5 年(60 个月)的价格均值 3941.85 元兰特/吨	整体评估与单项资产评估考虑因素不同，依据准则也不同。收益法从 PC 合并报表考虑进行预测，价格包含海外销售利润。矿权从 PC 单体经营实体考虑。
5	费用	按照会计报表科目进行预测，包括财务费用、管理费用、销售费用。并且整体预测，不区别至各个产品。	铜二期费用系依据《开发利用方案》中设计单位成本，只针对单项资产按矿业权评估准则归集、计算得出。	没有可比性
6	成本	按照企业实际发生成本情况进行预测。单位成本在 1236.21 元兰特/吨至 1266.86 元兰特/吨	蛭石矿成本费用系依据企业前 3 年平均成本，按矿业权评估准则归集、计算得出。单位成本 1121.65 元兰特/吨（总单位成本费用扣除销售费用及财务费用）	差异原因：收益法是预测 PC 合并报表层次，而矿权根据 PC 单体生产报表只针对蛭石成本进行统计。两者存在费用分摊等差异。

由上表可以分析，整体资产收益法基于企业实际经营情况进行预测，收入、成本、费用包含企业所有产品。而矿业权根据矿业评估准则是对评估单项资产进行评估，仅预测至矿产品，没有预测至企业最终生产产品，故存在差异。同时整体资产收益法对收入、成本、费用的预测考虑企业整体经营情况，而矿权评估预测是基于按照正常状态开发矿权进行的预测，也是收入、成本、费用参数差异的原因之一。由于整体资产收益法与矿业权评估的评估对象不同，最终产品不同，故存在合理性差异。

二、评估师核查意见

经核查，我们认为考虑到本次评估目的是为河北宣化工程机械股份有限公司拟实施发行股份购买资产募集配套资金事宜提供价值参考依据，由于铜、磁铁矿等商品价格波动，收益法对被评估企业四联香港未来具体投资和经营战略及实施的考量存在较大的不确定性，因此选定以资产基础法评估结果作为被评估企业四联香港股东全部权益价值的最终评估结论。

本次交易对标的资产矿业权采用的折现现金流量评估与标的资产收益法评估存在收入、成本、费用等方面参数取值的差异，由于两者评估对象、产品规划及依据准则的不同，这种差异是合理的。

问题 33. 申请材料显示，河钢集团、天物进出口、俊安实业、中嘉远能承诺四联香港 2016-2019 年净利润分别不低于 23,344 万元、25,323 万元、22,985 万元和 31,629 万元。请你公司结合标的资产截至目前的经营业绩、业务拓展情况，补充披露上述业绩承诺金额的可实现性。

请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

1、基准日后和整体收益法预测口径相同的利润完成情况（四联香港及 PMC 公司提供未审数据）

（1）四联香港母公司利润完成情况与收益法预测对比情况

2016 年 5-12 月份四联香港母公司未审计会计报表实现净利润 17.99 万元,较收益法盈利预测净利润-19.40 万元,增长 37.39 万元,主要是管理费用有所减少。

（2）PC 公司主要利润完成情况收益法预测对比情况（合并：万兰特）：

项目	实际 1-12 月份	实际 1-4 月份	实际 5-12 月份	收益法预测 5-12 月	差异
----	------------	-----------	------------	--------------	----

销售收入	781,700.90	236,281.96	545,418.94	638,421.02	-93,002.08
其他收入	56,904.50	1,069.02	55,835.48		55,835.48
销售成本	249,851.80	96,970.18	152,881.62	179,074.92	-26,193.30
其他成本		165.74	-165.74		-165.74
资源税	4,127.70	1,205.52	2,922.18	944.74	1,977.44
销售费用	266,017.90	82,692.77	183,325.13	327,548.05	-144,222.92
管理费用	75,322.30	21,452.80	53,869.50	39,139.71	14,729.79
财务费用	51,934.60	14,104.08	37,830.52	37,040.87	789.65
所得税	51,802.90	7,275.95	44,526.95	15,308.36	29,218.59
净利润	139,548.20	13,483.94	126,064.26	39,364.37	86,699.89

差异的主要原因：其他收入增加 55,835.48 万元（偶然收入），成本费用的节约，商品售价有所降低等。

其中：销售情况（合并，单位万兰特）如下：

月份	5 月份	6 月份	7 月份	8 月份	9 月份	10 月份
一、收入合计	47,039.00	39,509.05	55,727.78	65,282.24	63,630.64	75,138.98
铜棒	17,299.95	9,083.39	13,938.21	15,898.97	22,902.90	28,269.94
硫酸镍	6.95	7.44	26.84	7.67	11.12	7.47
阳极泥	452.73	-	-	-	-	-
硫酸	41.78	49.73	191.28	198.29	218.10	207.20
磁铁矿	22,821.41	26,735.23	37,983.94	45,495.47	36,724.76	40,530.69
蛭石	6,416.18	3,633.26	3,587.51	3,681.84	3,773.76	6,123.67
二、销量合计						
铜棒	2,305.88	1,186.35	1,833.64	2,174.40	3,347.15	4,397.62
硫酸镍	2.00	2.00	8.00	2.00	3.00	2.00
阳极泥	-	-	-	-	-	-
硫酸	1,524.54	1,873.02	5,998.92	5,735.74	6,707.32	6,039.89
磁铁矿	374,675.59	377,418.89	418,242.73	510,765.39	475,191.82	546,491.74
蛭石	11,817.08	7,651.91	7,153.48	7,399.19	10,000.55	12,409.31
三、单价						
铜棒	75,025.50	76,565.90	76,013.95	73,119.04	68,425.05	64,284.68
硫酸镍	34,740.20	37,184.40	33,548.08	38,345.47	37,082.31	37,361.97
阳极泥						
硫酸	274.07	265.50	318.86	345.70	325.17	343.05
磁铁矿	609.10	708.37	908.18	890.73	772.84	741.65
蛭石	5,429.58	4,748.18	5,015.05	4,976.00	3,773.56	4,934.74

月份	11 月份	12 月份	合计	2016 年 5-12 月 收益法预测	差异
一、收入合计	106,963.54	79,378.70	532,669.93	638,421.02	-105,751.09

铜棒	34,653.61	9,647.88	151,694.85	155,321.99	-3,627.13
硫酸镍	31.63	8.08	107.20	218.39	-111.19
阳极泥	-	13,386.50	13,839.23	5,134.11	8,705.12
硫酸	232.19	124.19	1,262.76	853.60	409.17
磁铁矿	67,763.32	54,294.99	332,349.81	427,212.13	-94,862.32
蛭石	4,282.80	1,917.05	33,416.08	49,680.81	-16,264.73
二、销量合计					
铜棒	5,003.31	1,239.34	21,487.67	20,686.48	801.19
硫酸镍	9.00	2.00	30.00	63.07	-33.07
阳极泥	-	118.38	118.38	57.92	60.45
硫酸	6,772.20	3,795.98	38,447.61	31,029.72	7,417.89
磁铁矿	457,903.20	473,828.90	3,634,518.26	4,880,249.15	-1,245,730.89
蛭石	9,693.54	4,214.29	101,359.50	96,500.00	4,859.50
三、单价					
铜棒	69,261.41	77,847.02	70,596.22	75,083.82	-4,487.60
硫酸镍	35,144.51	40,414.67	35,734.19	34,625.75	1,108.44
阳极泥		1,130,855.71	1,169,100.71	886,381.28	282,719.42
硫酸	342.86	327.17	328.44	275.09	53.35
磁铁矿	1,479.86	1,145.88	914.43	875.39	39.04
蛭石	4,418.20	4,548.93	3,296.79	5,148.27	-1,851.48

二、评估师核查意见

经核查，结合标的资产截至目前的经营情况，我们认为在经济形势不发生重大变化的前提下，按照收益法测算同口径利润实现是可以保证的。

问题 34. 请你公司补充披露四联香港收益法评估中：

- 1) 未来年度毛利率预测值大于报告期的原因及合理性。
- 2) 预测 2018 年起管理费用保持不变，销售费用持续下降的原因及合理性。
- 3) 未来年度营运资金预测与资产基础法中流动资金预测金额差异较大的原因及合理性，与营业收入增长是否匹配。
- 4) 未来年度资本性支出预测与营业收入增长是否匹配。
- 5) 净现金流量与净利润金额差异较大的原因及合理性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

（一）未来年度毛利率预测值大于报告期的原因及合理性。

四联香港收益法预测中，四联香港母公司预测期不涉及毛利率变动，PC 合并报表层次收益法预测，毛利率变动分析如下：

1、在收益法预测中 PC 公司毛利率较历史年度对比情况如下：

历史年度

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-4 月	平均毛利率
一、营业收入	1,129,492.73	766,430.19	236,281.96	2,132,204.88
减：营业成本	342,948.05	302,252.25	96,970.18	742,170.48
毛利	786,544.68	464,177.94	139,311.78	1,390,034.40
毛利率	69.64%	60.56%	58.96%	65.19%

2016 年度

项目	2016 年 1-4 月 (实际数据)	2016 年 5-12 月份 (预测数据)	2016 年度
一、营业收入	236,281.96	638,421.02	874,702.98
减：营业成本	96,970.18	179,074.92	276,045.10
毛利	139,311.78	459,346.10	598,657.88
毛利率	69.64%	60.56%	58.96%

预测期 1

项目	2016 年 5-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
一、营业收入	638,421.02	875,588.20	930,255.44	945,488.31	1,063,034.91	1,099,923.46
减：营业成本	179,074.92	245,612.49	324,421.73	328,634.87	384,186.06	419,242.80
毛利	459,346.10	629,975.71	605,833.71	616,853.44	678,848.85	680,680.66
毛利率	71.95%	71.95%	65.13%	65.24%	63.86%	61.88%

预测期 2

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
一、营业收入	1,099,923.46	1,099,923.46	1,099,923.46	1,099,923.46	1,099,923.46
减：营业成本	412,947.41	414,127.87	414,537.22	427,848.66	410,146.26
毛利	686,976.05	685,795.59	685,386.24	672,074.80	689,777.20
毛利率	62.46%	62.35%	62.31%	61.10%	62.71%

预测期 3

项目	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
一、营业收入	1,099,923.46	1,099,923.46	1,099,923.46	1,099,923.46
减：营业成本	410,087.33	410,420.12	411,074.89	426,883.71
毛利	689,836.13	689,503.34	688,848.57	673,039.75
毛利率	62.72%	62.69%	62.63%	61.19%

预测期 4

项目	2031 年	2032 年	2033 年	2034 年 1-3 月
一、营业收入	1,099,923.46	1,099,923.46	1,099,923.46	261,127.54
减：营业成本	418,710.63	421,905.08	428,655.08	96,923.56

毛利	681,212.83	678,018.38	671,268.38	164,203.98
毛利率	61.93%	61.64%	61.03%	61.03%

2、毛利率变动分析

2016 年 1-4 月实际毛利率 58.96%，2016 年 5-12 月份预测毛利率 71.95%，为便于全年数据的对比，计算出 2016 年毛利率 68.44%，较 2014 年、2015 年平均毛利率 65.10%仅提高 3.34%，原因是由于产品价格有所上升所致。

2016 年 5-12 月及 2017 年平均毛利率 71.95%，较历史年度平均毛利率 65.19%增加 6.76%，主要原因是 2016 年 1-4 月磁铁矿销售单价较历史年度有所回升，预测期销售单价按照接近评估基准日的售价预测，造成毛利率增加 6.06%。

如下表所列：

品种	历史年度单价(吨/元兰特)	2016 年 1-4 月单价(吨/元兰特)	预测期单价(吨/元兰特)	5-12 月份销售量	单位毛利变动额(元兰特)	毛利总变动额(万兰特)
铜棒	75,514.56	75,083.82	75,083.82	20,686.48	-430.74	-891.05
硫酸镍	31,440.94	34,625.75	34,625.75	63.07	3,184.81	20.09
阳极泥	966,544.50	886,381.28	886,381.28	57.92	-80,163.22	-464.32
硫酸	300.04	275.09	275.09	31,029.72	-24.95	-77.42
磁铁矿	814.02	875.39	875.39	4,880,249.15	61.37	29,952.40
蛭石	4,326.04	5,148.27	5,148.27	96,500.00	822.23	7,934.54
合计变动率%(变动额万兰特)	6.06%					36,474.24

同时由于一期固定资产折旧额减少，成本有所下降等原因，综合影响毛利率较历史年度上升 0.7%。

2018 年及以后预测年度毛利率较 2016 年 5-12 月及 2017 年有所下降的原因：2018 年铜二期投产，开采铜二期矿石较一期难度增加，每吨矿石开采成本增加，同时投产后铜二期新增加固定资产折旧费用增加，影响产品成本增加，毛利率有所下降。

由于存在上述影响毛利率变动的原因，造成毛利率的变动，变动趋势符合企业的生产经营情况。

(二) 预测 2018 年起管理费用保持不变，销售费用持续下降的原因及合理性。

四联香港收益法预测中，四联香港母公司预测期不涉及销售费用变动，PC 合并报表层次收益法预测，销售费用变动分析如下：

1、在收益法预测中 PC 公司预测期毛利率较历史年度对比情况如下：

历史年度

品种	2014 年	2015 年	2016（1-4）
销售费用（万兰特）	601,983.56	366,912.26	82,692.77
占收入比例	53.30%	47.87%	35.00%

预测期 1

品种	2016（5-12）	2017 年	2018 年	2019 年
销售费用（万兰特）	327,548.05	465,405.02	425,478.55	360,335.22
占收入比例	51.31%	53.15%	45.74%	38.11%

预测期 2

品种	2020 年	2021 年	2034 年 1-3 月份
销售费用（万兰特）	386,390.71	387,109.47	96,507.44
占收入比例	36.35%	35.19%	36.96%

2、销售费用变动分析

PC 公司的销售费用主要是各商品发生的陆运费、海运费、佣金、装卸费用等，基本都与收入相关，预测时主要是根据历史年度各种费用占收入的比例进行预测。其中运费、装卸费等由于近年物流的优化，呈下降趋势，故历史年度销售费用占收入比例下降。根据公司的经营计划，鉴于铜二期投产前铜一期产量及品味均有所下降，为维护销售市场，确保铜二期投产后销售渠道畅通及开拓销售市场，拟从铜二期投产前，即从 2016 年末开始至 2018 年投入一定金额的市场开拓及物流优化费用，其中 2016 年投入 63,842.10 万元兰特、2017 年投入 87,558.82 万元兰特、2018 年投入 46,512.77 万元兰特，故这三年销售费用预计总额增加，占收入比例也有一定幅度的增长。以后年度预计客户趋于稳定，销售费用占收入比例保持一个基本稳定的比例。

（三）未来年度营运资金预测与资产基础法中流动资金预测金额差异较大的原因及合理性，与营业收入增长是否匹配。

1、在整体收益法中营运资金含义

营运资金追加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收账款）等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收账款和其他应付账款核算的内容绝大多为与主业无关或暂时性的往来，需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性个别确定。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金、应收款项、存货和应付款项等主

要因素。

根据对企业历史资产与业务经营收入和成本费用的统计分析，在生产规模不发生变化时，营运资本基本保持稳定。故营运资产增加额的估算，按照生产规模的增减变动进行估算，预测得到的未来经营期各年度的营运资金增加额。

经过计算 PC 公司实际占用营运资金，考虑后期生产规模的变化，通过应收账款周转率、存货周转率、应付账款周转率、销售收入、销售成本、付现成本、非付现成本等综合因素测算出用生产经营占用资金及生产经营活动可以占用他人资金：

预测营运资金增加额=生产经营占用资金-生产经营活动可以占用他人资金

测算详细数据如下：

预测期 1

年度	2016 年 5-12	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
上期营运资金	143,489.49	143,489.49	120,569.48	123,809.15	122,664.03
预测增加额		-22,920.01	3,239.67	-1,145.12	10,966.76
本期营运资金	143,489.49	120,569.48	123,809.15	122,664.03	133,630.79

预测期 2

年度	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
上期营运资金	133,630.79	136,437.12	136,699.80	136,650.54	128,585.36
预测增加额	2,806.33	262.68	-49.26	-8,065.18	-555.43
本期营运资金	136,437.12	136,699.80	136,650.54	128,585.36	128,029.93

预测期 3

年度	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
上期营运资金	128,029.93	128,768.56	128,771.02	128,757.14	128,729.82
预测增加额	738.63	2.46	-13.88	-27.32	-659.62
本期营运资金	128,768.56	128,771.02	128,757.14	128,729.82	128,070.20

预测期 4

年度	2031 年	2032 年	2033 年	2034 年 1-3 月
上期营运资金	128,070.20	122,232.40	122,099.12	122,068.88
预测增加额	-5,837.80	-133.28	-30.24	-122,068.88
本期营运资金	122,232.40	122,099.12	122,068.88	

2016 年 5-12 月份预计延续上期生产规模，生产经营变化很小，营运资金没有发生变动。2017 年合计测算营运资金减少 22,920.01 万元，主要原因是铜一期开采量下

降，铜二期还没有投入生产，生产规模下降，营运资金减少。2018 年铜二期投产，生产规模有所上升，营运资金增加。2019 年是由于付现成本的变动引起营运资金减少。至 2021 年铜二期生产达产，期间营运资金随生产规模增加逐年增加。以后年度除 2024 年及 2013 年由于归还借款付现成本下降，营运资金下降，其他年度变动幅度不大，主要是由于付现成本的变动引起运营资金的增减变动。至预计经营期末所有营运资金收回。

2、矿权评估流动资金含义

铜二期：流动资金是企业维持生产正常运营所需的周转资金，主要用于购买辅助材料、燃料、动力、备品备件、低值易耗品等，其估算可采用扩大指标法。根据《矿业权评估参数确定指导意见》，有色金属矿山流动资金可按年销售收入的 30～40%计算，故本次评估取销售收入流动资金率 35%。

蛭石矿：流动资金是企业维持生产正常运营所需的周转资金，主要用于购买辅助材料、燃料、动力、备品备件、低值易耗品等，其估算可采用扩大指标法。根据《矿业权评估参数确定指导意见》，非金属矿山流动资金可按固定资产投资的 5～15%计算，故本次评估取固定资产资金率 10%。

3、差异分析

由于整体收益法评估基于企业整体实际经营情况测算运营资金，而矿权仅对铜矿二期和蛭石矿单项资产进行测算，所以存在较大差异。整体收益法测算口径是生产经营占用资金减去生产经营活动可以占用他人资金，同时受付现成本变动等多因素的影响，与公司经营发展预测情况相匹配。

（四）未来年度资本性支出预测与营业收入增长是否匹配。

收益法预测未来资本性支出包括经营规模扩大所需的资本性投资，以及持续经营所必须的资产更新等。在四联香港收益法预测中，四联香港母公司固定资产很少，仅有少额的办公设备，故根据预计办公设备使用寿命，每 5 年全部更新一次，投入支出 6 万美元，对评估价值影响很小。PC 公司收益法预测中对资本性支出的预测包括固定资产建设支出，固定资产更新改造支出，具体测算数据根据企业固定资产投资计划进行预测，预测数据如下：

预测期 1

项目	2016 年 5-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
----	---------------	--------	--------	--------	--------	--------

固定资产建设支出	208,286.58	833,146.3				
固定资产更新改造支出	10,000.00	40,000.00	10,000.0	10,000.00	10,000.00	30,000.00
资本性支出合计	218,286.58	873,146.3	10,000.0	10,000.00	10,000.00	30,000.00

预测期 2

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
固定资产建设支出						
固定资产更新改造支出	10,000.00	10,000.00	10,000.00	30,000.00	10,000.00	10,000.00
资本性支出合计	10,000.00	10,000.00	10,000.00	30,000.00	10,000.00	10,000.00

预测期 3

项目	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年	2033 年	2034 年 1-3 月
固定资产建设支出							
固定资产更新改造支出	10,000.00	10,000.00	30,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	
资本性支出合计	10,000.00	10,000.00	30,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	

PC 公司预测 2018 年铜二期投产，至 2021 年达产每年生产 1,100 万吨，持续开采经营至 2034 年，固定资产前期投入，生产经营阶段发生固定资产更新改造等支出，预测数据主要依据企业固定资产投资计划及更新改造计划进行，特点是铜二期开发前投入大量资本性支出，建设铜二期项目，铜二期投产后每年会发生一定金额的固定资产更新改造等支出，符合企业生产经营及生产规模，与收入增长相匹配。

（五）净现金流量与净利润金额差异较大的原因及合理性。

1、四联香港净利润与净现金流差异过程（单位：万美元）

差异过程表 1

项目	2016 年 5-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
一、净利润	-19.40	772.10	896.42	1,092.49	1,447.95	1,468.24
加：折旧/摊销	2.13	1.82	1.27	3.70	3.57	3.33
加：税后借款费用	467.76	494.49	402.88	237.97	15.62	-
减：资本性支出						6.00
减：营运资金增加		390.89	0.20	-0.87	44.27	0.09
二、净现金流量	450.49	877.53	1,300.37	1,335.03	1,422.87	1,465.48

差异过程表 2

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
一、净利润	1,469.50	1,469.96	1,467.93	1,468.04	1,468.24	1,469.50
加：折旧/摊销	1.82	1.27	3.70	3.57	3.33	1.82
加：税后借款费用						
减：资本性支出					6.00	
减：营运资金增加	0.54	0.20	-0.87	0.05	0.09	0.54
二、净现金流量	1,470.78	1,471.03	1,472.50	1,471.56	1,465.48	1,470.78

差异过程 3

项目	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年	2033 年	2034 年 1-3 月
一、净利润	1,469.96	1,467.93	1,468.04	1,468.24	1,469.50	1,469.96	363.94
加：折旧/摊销	1.27	3.70	3.57	3.33	1.82	1.27	0.93
加：税后借款费用							
减：资本性支出				6.00			
减：营运资金增加	0.20	-0.87	0.05	0.09	0.54	0.20	-821.94
二、净现金流量	1,471.03	1,472.50	1,471.56	1,465.48	1,470.78	1,471.03	1,186.81

2、PC 公司净利润与净现金流差异过程表（单位：万兰特）

差异过程表 1

项目	2016 年 5-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
一、净利润	39,364.37	32,899.66	17,343.86	45,200.54	71,149.29
加：折旧/摊销	20,389.79	33,591.14	82,073.99	77,134.65	95,138.60
加：递延所得税	15,308.36	12,794.31	6,744.83	17,577.98	27,669.17
加：税后借款费用	27,642.52	41,463.77	68,467.72	95,471.66	95,471.66
减：资本性支出	218,286.58	873,146.32	10,000.00	10,000.00	10,000.00
减：营运资金增加		-22,920.01	3,239.67	-1,145.12	10,966.76
二、净现金流量	-115,581.54	-729,477.43	161,390.73	226,529.95	268,461.96

差异过程表 2

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
一、净利润	72,006.92	76,539.60	75,689.67	129,402.82	119,818.59
加：折旧/摊销	112,337.26	106,041.86	107,222.33	107,631.67	120,943.11
加：递延所得税	28,002.69	29,765.40	29,434.87	50,323.32	-6,070.24
加：税后借款费用	95,471.66	95,471.66	95,471.66	41,463.77	41,463.77
减：资本性支出	30,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	30,000.00
减：营运资金增加	2,806.33	262.68	-49.26	-8,065.18	-555.43
二、净现金流量	275,012.20	297,555.84	297,867.79	326,886.76	246,710.66

差异过程表 3

项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
一、净利润	132,564.32	132,606.75	132,367.14	131,895.70	120,513.35

加：折旧/摊销	103,240.72	103,181.79	103,514.58	104,169.34	119,978.16
加：递延所得税	-24,388.26	-24,388.26	-24,388.26	-24,388.26	-24,388.26
加：税后借款费用	41,463.77	41,463.77	41,463.77	41,463.77	41,463.77
减：资本性支出	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	30,000.00
减：营运资金增加	738.63	2.46	-13.88	-27.32	-659.62
四、净现金流量	242,141.92	242,861.59	242,971.11	243,167.87	228,226.64

差异过程表 4

项目	2031 年	2032 年	2033 年	2034 年 1-3 月
一、净利润	167,861.74	165,561.73	160,701.73	37,747.23
加：折旧/摊销	111,805.09	114,999.53	121,749.53	26,786.10
加：递延所得税	-24,388.26	-24,388.26	-24,388.26	-5,162.21
加：税后借款费用				
减：资本性支出	10,000.00	10,000.00	10,000.00	-
减：营运资金增加	-5,837.80	-133.28	-30.24	-122,068.88
四、净现金流量	251,116.37	246,306.28	248,093.24	181,440.00

3、差异原因及合理性分析

本次评估，使用企业的自由现金流量作为评估对象投资性资产的收益指标，其基本定义为：

$$R = \text{净利润} + \text{折旧摊销等} + \text{扣税后付息债务利息} - \text{追加资本}$$

根据评估对象的经营历史以及未来市场发展等，估算其未来预期的自由现金流量。将未来经营期内的自由现金流量进行折现处理并加和，测算得到企业的经营性资产价值。

由于净利润是经过权责发生制会计核算的结果，测算自由现金流量需要将没有发生现金流的折旧摊销、递延所得税加回，并加回不属于经营现金流的扣税后财务费用，减去追加资本发生的现金支出，故净现金流量与净利润金额差异较大。经复核预测过程符合企业实际情况，预测结果合理。

二、评估师核查意见

经核查，我们认为四联香港收益法评估中毛利率、销售费用、未来年度营运资金、未来资本性支出、未来净现金流等预测值按照被评估企业未来生产经营及生产规模进行预测，预测结果合理。

问题 35. 申请材料显示，四联香港收益法评估值为 40,274.18 万美元，增值 14,548.96 万元，增值率为 56.56%。其中营业性资产评估值 10,569.19 万美元，其

余主要为非经常性资产。请你公司以列表形式补充披露标的资产收益法评估中，各项非经营性资产评估值较高的原因及合理性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、问题答复

1、收益法评估中营业性资产至评估值的计算过程

经测算，四联香港营业性资产价值 10,569.19 万元，加上基准日存在的溢余资产、非经营性资产，减去基准日非经营性负债，得到评估对象的股东全部权益价值为 40,274.18 万元，收益法评估值较账面价值 25,725.22 万元增值 14,548.96 万元，增值率为 56.56%。

上述溢余资产、非经营性资产、非经营性负债包括：

①四联香港存在付息债务 190,285,414.44 元，应付利息 2,180,171.95 元，属于非经营性负债。

②与四联资源（毛里求斯）有限公司内部往来应收款 144,779,574.00 元，属于非经营性资产。

③四联香港拥有长期股权投资-四联资源（毛里求斯）有限公司。四联香港对四联资源（毛里求斯）有限公司的股权投资比例 100%，经收益法评估，长期股权投资-四联资源（毛里求斯）有限公司股东全部权益价值为 34,474.29 万元。以上长期股权投资属于非经营性资产。

2、收益法评估值汇总方式说明及整体资产经营性资产计算

四联香港及其子公司中，只有母公司及 PC 公司有生产销售经营业务活动，其他子公司是为控股 PC 公司而设立存在。故对未来收益、成本的预测，除对母公司层次进行盈利预测外，仅对 PC 公司合并层次进行收益法预测，预测结果乘以股权比例折合长期股权投资的价值，按照股权层次加总至母公司，并在各个股权层次对其他子公司的资产及负债作为溢余资产及负债进行调整。通过评估计算得到各层次子公司及母公司收益法评估结果。

故在母公司层面进行收益法测算时非经营性资产-长期股权投资中实际包含着 PC 的经营性资产。而且在母公司层面的非经营性资产-四联资源（毛里求斯）有限公司内部往来应收款 144,779,574.00 元，在四联资源（毛利求斯）有限公司层面是非经营性负债，抵消后对整体资产反映为零。

整体层面经营性资产评估值应包含母公司层面经营性资产评估价值加上 PC 公

司层面经营性资产评估价值，如下表：

	PC 层面评估值 (万元兰特)	PC 层面评估值 (万美元)	按照股权折合到四 联香港层面 (万美元)
一、PC 公司现金流现值和		61,626.02	36,482.61
二、四联香港经营性资产现值和			10,569.19
三、整体资产中经营性资产合计			47,051.80
四、整体资产评估值			40,274.88
五、非经营性资产及非经营性负债净值			-6,776.92
六、非经营性资产及负债占评估值比率	-16.83%		

3、整体资产中扣除内部抵消后实际存在的非经营性资产及负债明细情况列表如下：

项目名称	币种	金额（万元）	折合美元（万元）
一、PC 公司非经营性资产及负债净额	兰特	31,929.13	2,234.71
1、非经营性资产合计	兰特	157,002.15	10,988.55
未用于生产经营房产-矿镇独栋院落	兰特	3,126.00	218.79
未用于生产经营土地	兰特	2,950.00	206.47
蛭石矿预测期后价值	兰特	11,896.21	832.61
磁铁矿预测期后价值	兰特	26,065.35	1,824.31
金融资产-基金	兰特	97,982.00	6,857.74
递延所得税资产-对基金资产计提递延所得税资	兰特	14,982.59	1,048.63
2、非经营性负债	兰特	125,073.02	8,753.83
应付恢复负债-恢复支出	兰特	53,509.25	3,745.10
应付股利-信托股东	兰特	44,128.87	3,088.57
递延所得税负债	兰特	27,434.90	1,920.16
二、PMC 非经营性资产及负债净额	兰特	74,705.88	5,228.65
1、PMC 非经营性资产	兰特	83,564.13	5,848.64
PMC 公司银行存款	兰特	82,687.34	5,787.27
应收账款	兰特	876.79	61.37
2、非经营性负债	兰特	8,858.25	619.99
现金结算股利	兰特	8,858.25	619.99
三、四联南非非经营性资产及负债净额	兰特	-44.08	-3.09
1、四联南非非经营性资产	兰特	1,343.17	94.01
南非四联银行存款	兰特	1,343.17	94.01
2、非经营性负债	兰特	1,387.25	97.09

应付账款	兰特	12.73	0.89
应付股利	兰特	1,374.52	96.20
四、四联毛求非经营性资产及负债净额	美元	37.48	37.48
1、四联毛求非经营性资产	美元	37.48	37.48
毛求银行存款	美元	37.48	37.48
五、四联香港非经营性资产及负债	美元	-19,246.56	-19,246.56
1、四联香港非经营负债	美元	19,246.56	19,246.56
四联香港付息债务	美元	19,028.54	19,028.54
应付利息	美元	218.02	218.02
六、非经营性资产及负债净额合计	美元		-11,748.80

4、非经营性资产及负债存在原因及合理性

整体收益法中的经营性资产不同于实际的经营性资产，例如 PC 公司的未用于生产经营的土地及院落、金融资产、预测期结束时未开发的矿权，实际也是企业经营的一部分，或者是前期经营留存至今，也会给企业带来一定的效益。但是在收益法测算中一般考虑预测期中及销售产品产生的经营效益，不考虑对于超过预测期未开发的矿权及其他业务收入、金融资产收入、营业外收支，它们的价值根据成本法评估值加回。另外每个企业都会存在有息负债，如：银行借款等等，这些在进行经营性资产预测时不考虑对评估价值的影响，也需要在最终计算评估值时按照成本法评估值减去。故收益法预测中存在非经营性资产及负债是合理的。

二、评估师核查意见

经核查，整体收益法中综合考虑企业实际存在的非经营性资产及负债对评估价值的影响，评估方法及评估结果是合理的。

37. 申请材料显示，本次交易对标的资产的土地使用权评估，系引用了南非 Pam Golding 出具的土地估价报告。请你公司按照我会相关规定，补充提供并披露上述引用的评估报告相关内容。

一、问题答复：

本次对土地使用权的评估，评估机构在进行现场勘查、当地市场调查、南非土地政策了解的基础上，出于谨慎性原则聘请当地熟悉土地市场及交易的南非 Pam Golding 地产对土地使用权进行评估。南非 Pam Golding 地产是南非本土和国际公认的独立不动产综合服务性机构。南非土地评估程序及报告披露与国内有所差异，尤其是在参数细节等方面没有详细的计算过程，主要侧重被评估对象影响评估价格的因

素分析及可比案例商业价值的比较，并重视各个角度土地资产现状及与评估相关图片、资料展示，评估报告格式较国内则更加生动、简略。

（一）评估机构、评估师及资质情况

评估公司名称： Pam Golding Properties

评估师： Dian De Bruin

报告日期： 2016 年 11 月 9 日

评估基准日： 2016 年 4 月 30 日

业务资质：南非地产代理事务委员会颁发证书编号为 2016202232 的执业证书，允许以帕姆·戈尔丁房地产公司（Pam Golding Properties）开展房地产估价业务。南非地产代理事务委员会于 2003 年 6 月 5 日为评估师 Dian De Bruin 颁发房产代理证书，证明 Dian De Bruin 通过由董事会根据 1976 年第 112 号法案《房地产经销法》（Estate Agency Affairs Act）之规定所开展的审查并有权使用房产代理证书。

（二）以下为南非 Pam Golding 地产出具的三份土地评估报告主要内容：

1、FARMS MERENSKY (农场矿层土地)

（1）评估报告要素

评估公司名称： Pam Golding Properties

评估师： Dian De Bruin

索引号： Blueprint-Prop:20161109093250

报告日期： 2016 年 11 月 9 日

评估基准日： 2016 年 4 月 30 日

报告号： 24345727

（2）土地登记信息

资产类型： 农场

具体位置： Farm Merensky,32 登记机关： LU 林波波省

注册地： 林波波省

行政区域： BA-帕拉博拉瓦

土地面积（登记）： 2408.0600 公顷

登记的所有人 帕拉博拉矿业公司

土地编号： 32 号第 0 部分

产权证号： G205/1969

（3）土地资产描述

A、概况：该块土地位于帕拉博鲁瓦当地直辖市区域内，周边区域主要是开展以旅游业为导向的活动，例如度假场，自然保护区和其他娱乐场。整个土地农场与克鲁格国家公园和闻名世界的汉斯麦伦斯基高尔夫地产相邻，南部边界是 Olifants 河流。这块土地有一些独特的特点：农场里有一个地下水温泉。该农场有一些传统形式的历史文化，且被当地文化居民每年拜访两次，可被称为遗产地。在农场上也进行各种各样的活动。最近由南非环境监测网站组织了 PMC 和周边土地大型哺乳动物普查活动，活动范围包括 Farm Pompey,16 和 Farm Merensky,32。

B、土地主要用途：该土地的可以用来开矿和住宿，因此被划分为综合用途的土地。

C、土地详细情况

经 Dian De Bruin 现场调查，该块土地可以进行市场交易。当出现新的有关的土地维护的信息时，我们有权修改该评估报告。现场情况如下：

Farm Merensky,32 地块中属于开采区域的土地，占整个农场的区域的 40%。属于开放区域的土地，占整个农场的 60%。

开采区域大概占农场的 40%。该块区域土地价值很低，因为未来需要花费较多的恢复成本来恢复现场。考虑到恢复成本对整块土地价值的影响，采用最低的价格对该块土地进行评估。开采区域目前已被开采开发，为了阻止车辆靠近，在矿堆的周围有栅栏围挡并挖有沟渠。

开放区域面积大约为 1450 公顷，农场东边紧邻克鲁格国家公园，边界处围有栅栏。非开采区域的土地占整个农场的 60%，主要由砾石、岩石和一些沙草原组成。草原主要是 Mopanie, Sekelbos（南非的丛林植物）和荆棘树。由于 Olifants 河在这块土地边上穿过，且有 4.5 千米的河面，这部分土地可以用来做酒店和观光，具有可观的价值。

开放区域的开发：

在 1450 公顷的开放区域上有一些水井并配有电泵，且通有 ESKOM 公司的电。

水井：由于现场未对这两口水井进行测试，因此不能确定每小时的供水量，值得一提的是这些泵和设备目前使用良好。

在 1450 公顷的开放区域上有一个旅馆。旅馆维持良好发展，主要设施如下：7 个院落及管理人员住房、游泳池和装有木地板的区域、烤肉设施、每个房间都配有

高质量的家具、空调和冰箱。旅馆附近也有一口水井供应旅馆新鲜水，该水井由 Eskom 电力公司供电。河边有一个第二帐篷营地，包括：四个小木屋（空调、床，床上用品）、烤肉设施、沐浴区、石屋、厨房。帐篷营地也有 Eskom 公司的电。该帐篷营地是野外露营者不错的选择，可以进行不同的活动。帐篷营地还有一个沐浴区域并配有储水罐和 Eskom 公司的电。在河床右侧还建有一个观鸟台。

D、被评估农场的规模、类型、质量和条件对评估价值的影响

开采区域大概占农场的 40%。该块区域土地价值很低，因为未来需要花费较多的恢复成本来恢复现场。考虑到恢复成本对整块土地价值的影响，采用最低的价格对该块土地进行评估。

靠近 Olifants 河的 1450 公顷的非开采区域由于风景优美拥有很大的商业潜能，有较大的商业价值。

E、租赁

值得关注的是评估师 Dian De Bruin 获知目前 PMC 与帕拉波拉瓦的 Sefapane 就 Olifants 河边的旅馆区域签有租赁协议，但评估师未能取得这些租赁协议。

F、土地诉讼

Farm Merensky,32 于 1998 年 11 月 24 日被帕拉波拉瓦市的 4 个社区提起诉讼。4 个原告分别是：The GaMakhushane Tribe、The GaMaseke、The Mashishimale、The GaSelwane。

（4）销售案例比较

最近几个月下述 3 块土地被销售：

名称	面积	价格
农场 MORELAAG 5 KU, 第 3 部分	426.58 公顷	R26,000,000.00(与第一部分土地一起)
农场 MORELAAG 5KU,第 1 部分	1227.266 公顷	R26,000,000.00(与第三部分土地一起)
农场 LILLIE148KT,第 3 部分	529.701 公顷	R6,500,000.00

上述三块农场均为狩猎农场，里面都有价值高的野生动物：弯角羚，黑斑羚，长颈鹿，水羚，水牛，还有一些小型的平原动物。它们都有狩猎设施和房屋游泳池类的设施。这三块土地因为所有者出于经营的考虑被出售。每公顷的平均价格（不包含猎物）大概是 R10,000.00/公顷。附有上述三块土地的转让评估报告。

（5）Farm Merensky,32 的市场估值

非常感谢给我们这个机会对 Farm Merensky,32 土地资产进行评估。在我们对 Farm Merensky,32 进行深入研究并与该区域的其他土地进行比较后,我们认为该块农场土地的市场价值为 2,400 万兰特。

2、VEREENINGING(弗里妮欣农场土地)

(1) 评估报告要素

评估公司名称: Pam Golding Properties

评估师: Dian De Bruin

索引号: Blueprint-prop:20161109095322

报告日期: 2016 年 11 月 9 日

评估基准日: 2016 年 4 月 30 日

报告号: 24346270

(2) 土地登记信息

资产类型: 农场

具体位置: 2 Portion,Farm Vereeniging,11

注册地: 姆普马兰加省

行政区域: 布希巴克里奇

土地面积(登记): 568.6400 公顷

登记的所有人帕拉博拉矿业公司

土地编号: 11 号弗里妮欣农场第 2 部分

产权证号: G205/1969

(3) 土地资产描述

A、概况:

该块土地位于姆普马兰加市直辖市区内,周边区域主要是开展以旅游业为导向的活动,例如游戏场,自然保护区和其他娱乐场。这块土地位于 Greater Klaserie 保护区,对外国游客和旅游业投资者来说是一个高需求的地方。该农场紧邻克鲁格国家公园。北部是 Olifants 河,在农场上也进行各种各样的活动。这块有名的土地上有一些独特的特点。

B、土地主要用途: 该农场主要用作旅馆,因此被划分为综合用途的土地。

C、土地详细情况

经 Dian De Bruin 现场调查，该块土地是可以销售的。当出现新的有关的土地维护的信息时，我们有权修改该评估报告。现场情况如下：

这片土地主要由砾石、岩石和一些沙地草原组成。草原上主要有 Mopanie, Sekelbos（南非的丛林植物）和荆棘树。

这部分土地可以用作旅馆和农耕区，由于它接壤 Olifants 河且有 4.5 千米的河面，具有特殊的价值。农场边界没有围栏，直接连通 Greater Klaserie 保护区。该农场未被开发，不过有一个 Eskom 电力线穿过。

D、被评估农场的规模、类型、质量和条件对评估价值的影响

靠近 Olifants 河的 4.5 千米的河面以及原生态的环境使得这块土地具有很大的商业潜能。

E、土地诉讼

无

（4）销售案例比较

最近几个月下述土地被销售：

名称	面积	价格
92 号 HULL 农场第 2 部分	988.745 公顷	R28 250 000.00

上述土地上有一个旅馆和价值较高的野生动物群。动物有捻角羚、黑斑羚、长颈鹿、羚羊、大象、犀牛、布法罗豹、狮子、和一些小型平原的动物。这块土地因为所有者出于经营的考虑被出售。上述土地每公顷的平均价格大概是 22,000.00 兰特（不含猎物和旅馆）。后附有上述土地的转让评估报告。

（5）2 Portion, Farm Vereeninging, 11 的市场估值

非常感谢给我们这个机会对 2 Portion, Farm Vereeninging, 11 土地资产进行评估。在我们对 2 Portion, Farm Vereeninging, 11 进行深入研究并与该区域的其他土地进行比较后，我们认为该块农场土地的市场价值为 1,250 万兰特。

3、POMPEY（庞培农场土地）

（1）评估报告要素

评估公司名称： Pam Golding Properties

评估师： Dian De Bruin

索引号： Blueprint-prop:20161109092630

报告日期：2016 年 11 月 9 日

评估基准日：2016 年 4 月 30 日

报告号：24345574

（2）土地登记信息

资产类型： 农场

具体位置：Farm Pompey,16 登记机关：LU 林波波省

注册地：林波波省

行政区域：八帕拉博拉瓦

土地面积（登记）： 2010.1200 公顷

登记的所有人 帕拉博拉矿业公司

土地编号：Farm Pompey,16 ， Ptn 0,

产权证号：T18397/1968

（3）土地资产描述

A、概况：

该块土地农场位于帕拉博拉地方市区域内，周围区域主要是农村环境，很适合开展以旅游业为导向的活动，例如游戏场，自然保护区和其他娱乐场。该地块处于 Lulekani 社区的北部。

由于靠近 Lulekani 社区（黑人社区），该农场很容易成为偷猎和行骗的目标，安全也是一个很大的问题。故此有很少的动物（平原猎物）留在该区域。但在封闭区域上还有一些动物，大象（3 只），野牛（8 只），弯角羚（12 只），长劲鹿（1 只），水羚（2 只），黑斑羚（40 只）。（上述数据由负责野生动物数量和安全的看守人提供）

B、土地主要用途：该农场主要用来开矿和狩猎，因此被划分为综合用途的土地。

C、土地详细情况

经 Dian De Bruin 现场勘查，这块土地尽管缺少维护，但是它是可以销售的。现场情况如下：

这片土地主要由砾石、岩石和一些沙草原组成。草原上主要有 Mopanie, Sekelbos（南非的丛林植物）和荆棘树。

庞培农场有部分是封闭的，另一部分是开放区域。开放区域目前已有一小部分被开采并且没有围栏，开放区域有两个丘陵,围栏区域没有通电。

封闭区域面积大概是 1000 公顷，草原与其它区域相同，与莱塔巴牧场接壤的北部边界全部围有围栏并加有 3 根电线。1000 公顷的封闭区域有 2 口水井且配有电泵，但是这些电泵需要发电机来供电。尽管这个农场通有 Eskom 公司的电但电泵没有电气连接。封闭区域还有两个院落。两口水井。这两口水井在现场勘察当天没有测试，因此不能确定它们每小时的供水量，但从看守人处得知水足以供应周围区域的动物饮用。另外这些电泵和设施都处于良好的使用状态。第一个院落由于严重失修破旧不堪，几乎没有价值。附件还有一个旧水坝，目前已干涸无水。第二个院落目前租赁给一个维护围栏、道路和动物种群的承包商。目前正在建设中，将很快完工并且适合住宿。新建房子旁边有个水坝。房屋屋内有 3 个卧室，浴室，厨房，储藏室，烤肉和活动区域。新建小屋是茅草屋顶，抹灰墙饰面，状态良好。

D、被评估农场的规模、类型、质量和条件对评估价值的影响

该农场拥有一定的商业潜力，但是值得注意的是由于土地经营的不一致性和缺乏修复，该农场有很大的跌价风险甚至会加速降至一个更低的市场价值。

E、租赁

据 Dian De Bruin 所知，PMC 公司与一些小的矿业公司就庞培农场的开放区域和封闭区域签有租赁协议，但 Dian 并未能够取得这些租赁协议。

F、土地诉讼

Farm Pompey,16 于 1998 年 11 月 24 日被帕拉波拉瓦市的 4 个社区提起诉讼。4 个原告分别是：The GaMakhushane Tribe；The GaMaseke；The Mashishimale；The GaSelwane。

(4) 销售案例比较

最近几个月下述土地被销售：

名称	面积	价格
农场 MORELAAG 5 KU, 第 3 部分	426.58 公顷	R26,000,000.00(与第一部分土地一起)
农场 MORELAAG 5KU,第 1 部分	1227.266 公顷	R26,000,000.00(与第三部分土地一起)
农场 LILLIE148KT,第 3 部分	529.701 公顷	R6,500,000.00

上述三块农场均为狩猎农场，里面都有价值高的野生动物：弯角羚，黑斑羚，长颈鹿，水羚，水牛和小的平原动物。它们都有狩猎设施和房屋游泳池类的设施。

这三块土地因为所有者出于经营的考虑被出售。每公顷的平均价格（包含猎物）大概是 R10,000.00/公顷。附有上述三块土地的转让评估报告。

（5）Farm Pompey,16 的市场估值

非常感谢给我们这个机会对 Farm Pompey,16 土地资产进行评估。在我们对 Farm Pompey,16 进行深入研究并与该区域的其他土地进行比较后,我们认为该块农场土地的市场价值为 1,700 万兰特。

二、评估师核查意见

经核查,我们认为本次交易对标的资产的土地使用权评估,引用南非 Pam Golding 出具的土地估价报告,是评估师谨慎性原则的体现,评估结果符合南非当地土地市场价格,评估结果具备合理性。