

山东正源和信资产评估有限公司  
关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》  
[161171 号]之反馈意见回复

山东正源和信资产评估有限公司

签署日期：二〇一六年八月

中国证券监督管理委员会：

山东南山铝业股份有限公司于 2016 年 6 月 14 日收到贵会下发的 161171 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(以下简称“《反馈意见》”)并转发本评估机构，本评估机构对《反馈意见》所涉及的问题进行了认真核查和落实，现对贵会《反馈意见》回复如下，请予审核。

## 问题 13 及回复说明

申请材料显示，本次交易对怡力电业资产包评估仅采用资产基础法。请你公司补充披露未采用其他评估方法的原因，以及仅采用一种评估方法是否符合我会相关规定。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）补充披露未采用其他评估方法的原因，以及仅采用一种评估方法是否符合我会相关规定

### 1、证监会关于评估方法的相关规定

根据《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条规定，“重大资产重组中相关资产以资产评估结果作为定价依据的，资产评估机构应当按照资产评估相关准则和规范开展执业活动…，…评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值”。

### 2、未采用其他评估方法的原因和依据

根据《资产评估准则——基本准则》第十五条、第十六条的规定，“资产评估基本方法包括市场法、收益法和成本法”。“注册资产评估师执行资产评估业务，应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析三种基本方法的适用性，恰当选择评估方法，形成合理评估结论。”本次评估，评估机构根据评估对象的特点等条件，选用资产基础法（成本法）对其进行了评估，未采用市场法、收益法评估的原因如下：

#### （1）市场法适用性分析

就市场法而言，其运用的前提条件为：①存在一个活跃的公开市场，且市场数据比较充分；②公开市场上有合理比较基础的可比的交易案例；③能够收集可比的交易案例的相关资料。

针对纳入本次评估范围的怡力电业资产包，由于评估对象仅涉及电解铝委托加工业务，评估对象的业务流程单一，市场上类似的交易案例较少，缺少数据公开及活跃的市场交易资料，因此资产包的评估无法适用市场法。就实物资产而言，其房屋建筑物、机器设备和土地使用权等，主要为电解铝生产提供配套加工、动力能源等服务，其通用性和流通性较弱，难以找到相关成交案例，因此单项资产的评估也不适用市场法。综上，市场法不适用于本次评估。

## （2）收益法适用性分析

就收益法而言，其运用的前提条件为：①被评估资产的未来预期收益可以预测并可以用货币衡量；②被评估资产所有者获得预期收益所承担的风险也可以预测并可以用货币衡量；③被评估资产预期获利年限可以预测。

本次纳入评估范围的资产包主要为电解铝加工服务，其收益与电解铝加工收入相关。就电解铝行业而言，近期，电解铝行业出现了供大于求和环保、能耗等问题，国家行业政策调整和企业自身的重组、升级不断深入，再加电解铝下游产业建筑、交通等领域的发展前景具有不确定性，对电解铝及其原辅料的价格影响较大，且可能持续较长时间，上述多方位、复杂化的价格波动，其幅度和周期具有不确定性。另外，本次交易行为完成后，评估对象的受托加工经营模式可能发生变化，与资产包现有的经营模式存在一定差别；即使维持现有经营模式，委托加工收入将受电解铝价格及氧化铝粉价格波动的影响，未来收益的合理预测和估算存在不确定性。因此，无论从近期来看还是从中长期来看，评估对象未来的收益及其风险都难以合理预测和估算，收益法使用的可操作性较差，故本次评估不适合采用收益法。

综上，仅采用资产基础法对怡力电业资产包进行评估具备合理性，对《上市公司重大资产重组管理办法》没有实质性违背。

### 3、对资产基础法评估结果的匹配性测试

根据怡力电业资产包评估报告，资产基础法评估结果，以 2015 年 12 月 31 日为评估基准日，怡力电业资产包整体评估值为 716,205.96 万元。针对以上结果，评估机构根据可获取的数据资料按收益法进行了评估测试，如下：

按 2016 年 1-6 月份铝锭市价均值 11,612 元/吨（含税）、氧化铝粉市价均值 1,874 元/吨（含税）、其他指标参考历史及评估基准日前后数据并根据资产包特点模拟调整、折现率采用 WACC 模型计算为 9.5%，由此按净现金流折算的估值测试结果如下：

单位：万元

项目/年度	2016 年	2017 年	永续年
一、营业收入	468,015.75	464,064.95	464,064.95
减：营业成本	355,926.86	351,006.51	351,006.51
营业税金及附加	4,914.17	4,872.68	4,872.68

项目/年度	2016年	2017年	永续年
销售费用	-	-	-
管理费用	10,684.05	10,888.21	10,888.21
财务费用	1,514.23	1,514.23	1,514.23
其中：利息支出	1,496.25	1,496.25	1,496.25
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	94,976.45	95,783.33	95,783.33
减：所得税费用	23,744.11	23,945.83	23,945.83
三、净利润（净亏损以“-”号填列）	71,232.34	71,837.49	71,837.49
加：税后利息费用	1,122.19	1,122.19	1,122.19
四、息税前营业利润	72,354.53	72,959.68	72,959.68
加：折旧和摊销	53,804.28	54,483.74	54,483.74
减：资本性支出(更新)	45,323.68	45,913.04	45,913.04
资本性支出（投入）	13,223.27	3,933.63	0.00
追加营运资金	46,182.38	-557.99	0.00
五、净现金流量	21,429.48	78,154.75	81,530.39
六、折现率	9.50%	9.50%	9.50%
七、折现系数	0.91324	0.83401	8.77906
八、现值	19,570.30	65,181.92	715,760.39
九、现值合计	800,512.61		
加：溢余资产	205.17		
减：有息负债	30,000.00		
十、收益测试结果	770,717.78		

结合目前电解铝、氧化铝粉价格情况，按收益法测试的结果怡力电业资产包的收益法估值结果为 77.07 亿元，不低于资产基础法评估结果 71.62 亿元。

由以上分析可见，按目前铝锭及原辅材料的价格水平，收益法测试结果与资产基础法评估结果具备匹配关系。但是，上述测试结果对铝锭价格极度敏感，若未来铝锭平均价格浮动 1% 左右（其他指标基本不变），就会影响测试结果 6% 左右。从近期情况来看，2015 年 1 月至 2016 年 6 月，铝锭月均市场价最低值 10,140 元/吨、最高值 13,117 元/吨，相差 29.36%，未来铝价的波动幅度难以合理预测，加上其他因素的影响，增加了收益测试结果的不确定性。因此，以上收益测试结果仅供参考，不能作为评估值。

## （二）中介机构核查意见

经核查，评估师认为：市场法、收益法不适用于本次交易，仅采用资产基础法对怡力电业资产包进行评估具备合理性，对《上市公司重大资产重组管理办法》没有实质性违背。

(本页无正文，为《山东正源和信资产评估有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>[161171号]之反馈意见回复》之签章页)

山东正源和信资产评估有限公司



法定代表人:

注册资产评估师:

曹仕彦

刘世清

2016年8月3日