

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）关于上海证券交易所《关于贵州长征天成控股股份有限公司2021年年度报告的信息披露监管问询函》中有关事项的说明

上海证券交易所：

贵州长征天成控股股份有限公司（以下简称“公司”）于2022年5月4日收到上海证券交易所上市公司管理二部下发的《关于贵州长征天成控股股份有限公司2021年年度报告的信息披露监管问询函》（上证公函（2022）0322号，以下简称“问询函”），公司已转至本事务所收悉，现将有关事项说明如下：

《问询函》问题二、年报披露，公司2021年末归属于上市公司股东的净资产为1.33亿元，由负转正。北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）对公司持有的贵阳贵银金融租赁有限责任公司（以下简称贵银金租）13%的股权投资和香港长城矿业开发有限公司（以下简称香港长城）17%的股权投资进行了评估，评估方法均为收益法。贵银金租13%股权公允价值为6.04亿元，比2020年末增加2.22亿元；香港长城17%股权公允价值为4.05亿元，比2020年末增加0.93亿元。请公司补充披露评估报告。请评估师说明：（1）收益法作为第三层次估值依据，本次评估优先选取收益法的理由，评估的具体参数与过程，两项股权投资评估增值的详细原因；（2）近三年来对上述两项股权投资的评估方法及评估结论等，是否与本次评估存在重大差异及相关理由，是否具有合理性。

【评估师说明】：

1、收益法作为第三层次估值依据，本次评估优先选取收益法的理由，评估的具体参数与过程，两项股权投资评估增值的详细原因

目前资产公允价值评估通行是三种方法：资产基础法、市场法、收益法。贵银金租属于非银行金融机构，实物资产较少，主要为往来科目，且基于企业经营的保密要求，无法提供全部资料，因此不适合采用资产基础法。而市场法主要参数选取中国资本市场上的同类型公司，近两年中国股市受疫情影响，波动较大，甚至出现股价低于每股净资产的情况，这些都会严重影响市场法的结果；并且对比的上市公司与被评估单位之间存在诸多差异，在比较调整中存在失真等因素而



使其结果与实际股权价值之间存在偏差，因此市场法不能准确反映被评估公司实际经营状况所体现的公允价值。

收益法是立足于企业本身的经营状况、盈利能力，更为合理的反映了被评估企业的企业价值，更具有可靠性。故本次评估优先采用收益法的结果。

1.1对天成控股持有的贵银金租13%的股权的评估

1.1.1采用的具体参数与过程：

本次对贵银金租的评估采用股权自由现金流折现模型。股东全部权益价值由正常经营活动中产生的经营性资产价值和与正常经营活动无关的非经营性资产价值构成，即：

股东全部权益价值=经营性资产价值+非经营性资产价值-非经营性负债价值

其中：经营性资产价值按以下公式确定

$$P = \sum_{i=1}^n [R_i \times (1 + R)^{-i}]$$

式中：P：经营性资产价值；

R_i：企业第i年的经营性资产现金流；

i：为明确的预测年期；

r：年折现率。

(A) 经营性资产价值的确定

经营性资产现金流=净利润-权益增加额+其他综合收益

根据贵银金租的经营历史以及未来市场发展等，预测其未来经营期内的资产现金流量。将未来经营期内的资产现金流量进行折现并加和，测算得到经营性资产价值。

净利润是由企业的收入减去支出决定的；

权益增加额是通过所有者权益科目的变化进行预测。

其他综合收益，是指企业根据《企业会计准则第30号——财务报表列报》的要求，列示在利润表中的其他综合收益，是指根据其他会计准则规定未在当期损益中确认的各项利得和损失（《企业会计准则第30号——财务报表列报》第33条。）

(B) 预测期的确定

贵银金租依法可以永续运营，因此采用永续年期作为收益期。实际操作时分为两个阶段，第一阶段为2022年1月1日至2026年12月31日，预测期为5年，在此阶段中，现有经营能力逐步释放，并趋于稳定；第二阶段为2027年1月1日至永续经营期，在此阶段中，贵银金租经营规模基本稳定，并保持2026年的水平不变。

(C) 折现率(r)的确定

为了确定股权回报率，我们利用资本资产定价模型(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：

$$Re = Rf + \beta \times ERP + Rs$$

其中：

Re —— 股权回报率

Rf —— 无风险回报率

β —— 风险系数

ERP —— 市场风险超额回报率

Rs —— 公司特有风险超额回报率

(D) 溢余资产价值的确定

溢余资产是指与企业收益无直接关系的，超过企业经营所需的多余资产。

(E) 非经营性资产及非经营性负债价值的确定

非经营性资产及非经营性负债是指与企业收益无直接关系的，不产生效益的资产和负债。

1.1.2 股权投资评估增值的详细原因：

贵银金租2021年经安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)上海分所审计后的所有者权益为413,186.40万元，净利润68,947.70万元，贵银金租的收益法评估值为464,554.00万元，与所有者权益(净资产)相比，增值51,367.60万元，增值率12.43%。

增值的详细原因如下：

(1) 贵银金租2017年--2021年，营业收入的年平均增长率为22.52%，年复合增长率(年几何增长率)为26.85%。所有者权益由2016年7月成立时的注册资本200,000.00万元，增加到2021年12月31日的413,186.40万元，5年翻了一番。

2019年—2021年，融资租赁中，回租业务的毛利率分别为51.95%、59.89%和53.60%，三年平均毛利率为55.15%；融资租赁中，直租业务的毛利率分别为55.82%、67.21%和33.85%，三年平均毛利率为52.29%。2021年直租业务收入占融资租赁业务总收入的91.35%，回租业务收入占融资租赁业务总收入的8.65%。由此可以看出，贵银金租是一家成长性很强、获利能力很强的金融租赁公司。

(2) 2022年年初，贵银金租在手执行的融资租赁合同年收入为207,021.87万元，高于2021年全年的融资租赁合同收入204,754.88万元。

(3) 贵银金租的未来发展规划中预计未来5年的收入年平均增长率为5.3%左右。

(4) 本次评估本着谨慎性原则，2022年的融资租赁业务收入，按贵银金租目前在手执行的融资租赁合同年收入核实后确认，2023年—2026年融资租赁业务收入按每年增长率5%预计，2027年及以后年度保持2026年的收入水平。营业成本费用率按前三年平均成本费用率预计。

综上所述，增值的主要原因是企业的毛利率较高，收入稳定增长。

1.2对天成控股持有的香港长城17%的股权的评估：

本次对天成控股持有的香港长城17%的股权投资优先选取收益法的理由如下：香港长城的主要生产经营所在地，位于非洲莫桑比克，目前疫情比较严重，评估人员无法前往现场对具体资产详细勘察，因此本次评估不适合采用资产基础法。

1.2.1采用的具体参数与过程：

本次评估采用未来收益折现法中的企业自由现金流模型。

股东全部权益价值=企业整体价值-有息债务

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产+非经营性资产价值

(A) 经营性资产价值的确定

经营性资产价值按以下公式确定

企业自由现金流量折现值=明确的预测期期间的自由现金流量现值+明确的预测期之后的自由现金流量现值

明确的预测期期间是指从评估基准日至企业达到相对稳定经营状况的时间。

(B) 预测期的确定

根据香港长城及其子公司非洲长城矿业的实际状况及未来计划，按矿石实际开采年限预测，预测期选择为 2022年1月1日至 2040年12月31日。

(C) 自由现金流量的确定

预测期内每年自由现金流量=税后净利润+折旧与摊销+税后利息支出-资本性支出-净营运资金变动

(D) 折现率的确定

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为企业自由现金流量，则折现率选取加权平均资本成本(WACC)。

$$\text{公式：} WACC = Re \times E / (D+E) + Rd \times D / (D+E) \times (1-T)$$

式中：Re：权益资本成本

Rd：债务资本成本

T：所得税率

E/(D+E)：股权占总资本比率

D/(D+E)：债务占总资本比率

其中：Re=Rf+β×ERP+Rs

Rf：无风险收益率

β：企业风险系数

ERP：市场风险溢价

Rs：企业特定风险溢价

(E) 溢余资产价值的确定

溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需，评估基准日后企业自由现金流量不涉及的资产。

(F) 非经营性资产、负债价值的确定

非经营性资产、负债是指与被评估单位生产经营无关的，未纳入收益预测范围的资产及相关负债。

(G) 有息债务价值的确定

有息债务主要是指公司向金融机构借入的款项。

1.2.2股权投资评估增值的详细原因：

香港长城2021年经审计后的所有者权益为354,131.67万元，净利润

52,491.89万元，香港长城的收益法评估值为237,963.00万元，与所有者权益（净资产）相比，增值-116,168.67万元，增值率-32.80%。香港长城2020年经审计后的所有者权益为307,777.19万元，净利润14,540.80万元，香港长城的收益法评估值为183,540.40万元，与所有者权益（净资产）相比，增值-124,236.79万元，增值率-40.37%。2021年收益法评估值与2020年收益法评估值相比，增值54,422.60万元，增值率29.65%。

增值的详细原因如下：

（1）香港长城2017年—2021年，营业收入的年平均增长率为67.45%，年复合增长率（年几何增长率）为42.26%。所有者权益由2017年12月31日的303,822.83万元，增加到2021年12月31日的354,131.67万元。

2018年—2021年，矿石开采的毛利率分别为71.61%、61.30%、71.72%和53.31%，2021年毛利率减少的原因是企业把原本在销售费用中核算的海运费和矿砂化验费调整到主营业务成本中。2018年—2021年毛矿石（毛矿砂）的年平均售价分别为每吨0.12万元、0.11万元、0.10万元和0.16万元，2021年企业的主要产品毛矿石（毛矿砂）的平均售价比2020年的平均售价高60%。

（2）香港长城的产品全部销往中国内地市场，目前产品供不应求。

（3）香港长城的5004C矿权位于莫桑比克，开采期限为15年，根据莫桑比克矿业法规定，矿业权到期后，可以延期15年，5004C矿权可开采至2042年。根据公司编制的《2022-2040生产计划表》，该区间累计计划采原矿21,391万吨，出产毛矿984万吨，2040年12月31日，剩余的毛矿石全部开采销售完毕。预测收益期为2022年—2040年，共19年。

（4）矿产品的市场价格涨跌有一定的周期性，加上疫情造成大宗商品涨价的叠加影响，本着谨慎性原则按照2017年至2021年的5年平均价格的原则来预测市场销售价格，主要产品毛矿石是从2018年开始生产销售的，毛矿石实际是按2018年-2020年现有的4年平均价格来预测的，主营业务成本费用率按2021年的平均成本费用率预测（2021年的主营业务成本中增加了海运费和矿砂化验费）。

（5）毛矿砂的远洋运输工作，香港长城委托其关联公司的海运公司。该海运公司目前运力已达到150万吨，企业生产的矿产品可及时运回国内销售。

综上所述，增值的主要原因是矿产品价格上涨及运输能力增加。

2、近三年来对上述两项股权投资的评估方法及评估结论等，是否与本次评估存在重大差异及相关理由，是否具有合理性

2.1关于贵银金租的评估差异和理由：

此次评估与前次出现差异，主要来源两个因素：一是评估具备的前提条件发生变化；二是贵银金租制定了分红计划。

2.1.1评估具备的前提条件发生变化的原因

2019年1月1日天成控股开始执行新的金融工具准则。在2020年对贵银金租的2019年12月31日公允价值评估工作中，天成控股2020年1月17日致函贵银金租，请求贵银金租接洽资产评估机构对其进行现场资产评估的事宜。2020年1月19日贵银金租回函，回绝了天成控股委托评估机构去其公司现场评估事宜。在2021年对贵银金租的2020年12月31日公允价值评估工作中，贵银金租也只提供了财务报表，拒绝提供报表数据的科目详细明细。因此不具备用收益法做资产评估的条件，我们只能依据委托方提供的审计报告中的报表，采用市场法来做估值。

市场法主要参数选取中国同类型上市公司的对比数据。由于市场法的结果与股票价格息息相关，波动较大，同样的上市公司由于不同年度股价表现差异较大，也使得评估结果与实际股权价值之间存在偏差，造成评估结果失真。例如2020年12月31日贵银金租的所有者权益（净资产）为345,149.04万元，2020年度净利润为68,530.04万元，市场法评估值为293,609.00万元；2021年12月31日贵银金租的所有者权益（净资产）为413,186.40万元，2021年度净利润为68,947.70万元，市场法评估值为273,206.00万元。无论所有者权益（净资产），还是净利润，贵银金租2021年均高于2020年，评估值也应该是2021年高于2020年，但用市场法评估得出的结论反而是2021估值低于2020年。

在2021年天成控股资产公允价值评估中，在天成控股的多轮沟通、协调下，贵银金租同意我们评估机构进场评估，我们具备了采用收益法评估的条件，我们相信收益法是立足于企业本身的经营状况、盈利能力，更为合理的反映了被评估企业的企业价值，更具有可靠性。

2.1.2贵银金租制定的分红计划

贵银金租于2016年7月成立，经过五年的稳健经营，净资产从最初的20亿元增加到41亿元，前三年实现的利润优先用于计提金融企业风险准备金，后二年出

于稳健经营的需要，大股东贵阳银行也不主张进行分红。因此自贵银金租成立以来，从未进行过任何利润分配。

在金融企业的股权评估中，计算未来现金流中要扣除权益增加额，如果金融企业对利润不进行分配，每年的未分配利润都变成了权益增加额，未来现金流里的净利润只有法定公积金和一般准备金，这样就不能完整的反应企业实际经营情况。贵银金租2020年、2019年没有利润分配计划，不适合采用收益法评估；2022年，贵银金租计划对2021年的利润进行分配，拟以净利润的30%进行分配，因此在2021年12月31日公允价值评估中，我们基于收益法，给予贵银金租的评估值为464,554.00万元，与所有者权益（净资产）相比，增值51,367.60万元，增值率12.43%。我们认为这一结果更为合理。

2.2关于香港长城的评估差异和理由

2019年12月下旬天成控股聘请我们做香港长城评估时，协助我们办理去莫桑比克的签证，并于2020年1月办理好签证手续。但由于2020年1月下旬开始，中国国内疫情爆发，莫桑比克政府限制外国公民入境，因此现场资产评估无法成行。在天成控股公司向交易所申请延期出具年报后，直至2020年6月初，莫桑比克尚未取消入境禁令，我们评估人员仍无法前往莫桑比克。由于无法勘察重大资产，即使通过电话、网络也无法详细了解和获取非洲矿业公司的资产和经营的详细情况，我们无法履行评估必要的程序。经天成控股和我们的多次沟通，双方达成共识：1、在天成控股年报披露的前十日内（评估工作时间不到20日），对资产重大且实物资产较多的海外矿业公司，无法依据资产评估准则出具评估报告或评估咨询报告；2、如果一定坚持要做评估的话，评估人员只能依据香港长城的财务报表的数据资料出具估值报告，该估值报告难以依据资产评估准则而做。在这种特殊的情况下，评估人员只能依据香港长城的财务报表采用市场法出具估值报告。

2020年12月31日的公允价值评估，鉴于疫情原因仍然无法前往莫桑比克，无法履行现场勘察的评估程序，只能出具评估咨询报告。天成控股2021年1月初就着手协调香港长城和非洲长城按我们开具的评估清单做准备工作，填写评估申报表，1月下旬开始，香港长城和非洲长城按照要求开始为我们准备有关资料和填写相关明细表。评估人员与香港长城和非洲长城的有关人员，通过网络和

电话，从 2021 年 1 月下旬开始就评估资料开始沟通，一直沟通到 2021 年 4 月 20 日左右，沟通时间前后长达三个月之久，获得完整详细的评估所需的收益法资料。我们采用了市场法、收益法两种评估方法，最终选取了收益法的结论

2020年和2021年，评估人员采用了收益法和市场法两种评估方法，其中，2020年市场法评估值563,627.52万元，收益法评估值183,540.40万元；2021年市场法评估值676,909.00万元，收益法评估值237,963.00万元。市场法的评估结果明显高于收益法的原因是，疫情以来，受供应链不畅和大宗商品涨价影响，铅钛矿价格上涨明显，上市的矿业公司整体业绩较好，同时，二级市场上资金追捧大宗商品和矿业类股票，股价高涨，这些因素都会严重影响市场法的结果。

与市场法相比，收益法是立足于企业本身的经营状况、盈利能力，更为合理的反映了被评估企业的企业价值，更具有可靠性，收益法的结果也更为合理。因此我们最终选取了收益法的结论。

综上所述，贵银金租的市场法评估值低于其收益法评估值，而香港长城的市场法评估值高于其收益法评估值。为了准确、公允地反映天成控股的金融资产的价值，我们采用一致的评估方法，即收益法，其所形成的评估结论也更为合理。

北京北方亚事资产评估事务所（特殊普通合伙）

2022年5月10日

