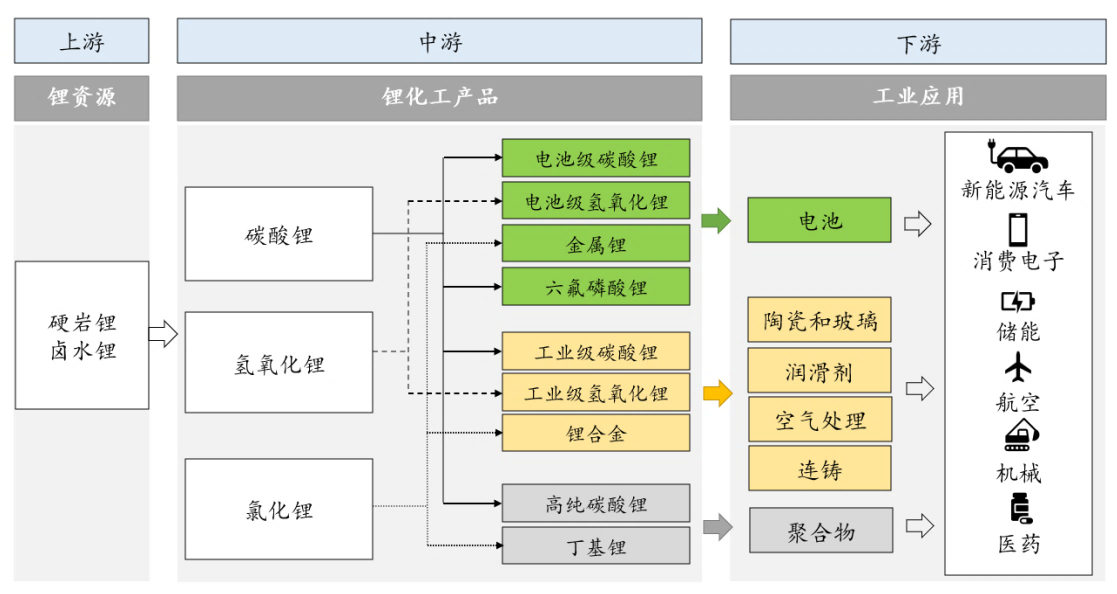
**项目方案初步分析**

**一、锂材料产业链简介**

从产业链上下游来看，锂行业的上游产业主要为天然矿产资源，主要包括锂矿开采，盐湖卤水提锂，及各种废旧锂电池回收。中游为冶炼环节，将获得的锂盐原材料经过深加工，形成锂电池等领域所需要的基础材料。其中包括工业级碳酸锂、工业级氢氧化锂、氯化锂、氟化锂等基础产品，运用于传统工业，包括玻璃陶瓷、冶金等领域；电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂、金属锂等深加工产品则运用于下游锂电板块。由于动力电池、储能电池等电池的需求暴涨，使得电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂地位不断提升，成为当下众多锂电企业的生产重点。



**二、锂材料行业发展现状**

（一）锂需求结构变动，动力、储能需求崛起

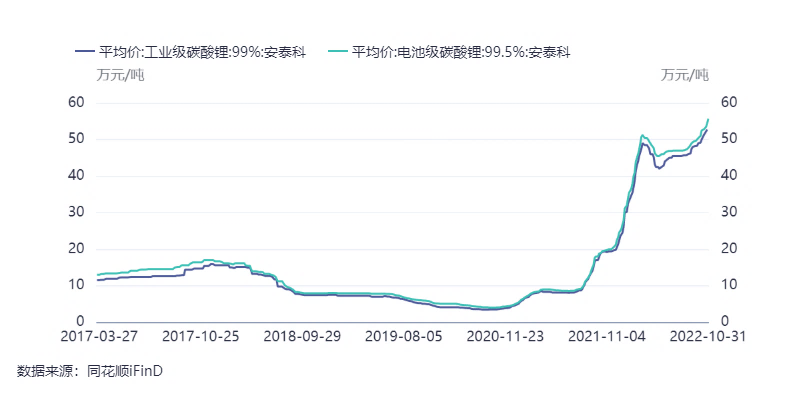
锂终端消费主要可分为传统领域消费及锂电池两部分，其中传统领域应用主要包括玻璃陶瓷、润滑脂及制冷液等，锂电终端主要包括动力电池、储能锂电池及3C消费电池等。具体来看，2021年锂终端消费以新能源汽车为主，整体占比超60%，储能占比约4%，传统行业占比约17%，随着锂电池应用增速进一步提升，预计锂传统行业应用占比将进一步缩小，新能源汽车及储能应用逐步提升。

资料来源：SMM

（二）供需错配导致锂盐、锂矿价格持续走高

2019年-2020年受到价格下降和新冠疫情的冲击，部分澳洲锂矿停产，南美盐湖扩产进度放缓。2021年疫情影响减弱后，用锂需求回升带动锂盐价格上涨，企业纷纷复产扩产。但受制于扩产周期长等原因，锂盐供应无法快速恢复。这导致2022年锂盐供给仍旧短缺，需求旺盛下价格保持高位。

锂盐价格自2021年以来持续上涨，安泰科发布数据显示，截至2022年10月31日，电池级碳酸锂报55.7万元/吨，工业级碳酸锂报53万元/吨，均创下历史新高。



锂矿方面，澳大利亚锂矿商皮尔巴拉（Pilbara Minerals）先后共进行了11次锂辉石精矿拍卖。最近一次10月24日拍卖成交价达到7,255美元/吨。据隆众资讯统计，若以90美元/吨的运费测算，产出的电池级碳酸锂成本约为55.55万元/吨。7,255美元/吨的成交价较首次拍卖成交价1,250美元/吨上涨6,005美元/吨，涨幅达480%。

资料来源：SMM

（三）我国锂矿资源主要集中于四川，资源禀赋好、开发程度低

根据四川省经信厅2022年6月发布的数据，四川省锂矿资源储量丰富，占全国总量的57%，居全国之首，现已具备采矿权的矿石储量达到1.58亿吨。

四川锂辉石矿山平均氧化锂品位在1.30%~1.42%，与澳洲主要锂辉石矿山品位接近。四川地区锂矿普遍规模较小，由于其地理位臵处于高海拔地区，前期基础建设投入大且时间长，导致目前开采规模暂时不足，其现有规模远不及澳洲锂矿。据统计，四川省锂矿勘探比例仅为4%，后续发展空间极大。

四川有采矿权的矿山共有六个，分别为甲基卡、德扯弄巴、雅江措拉锂辉石矿、阿坝李家沟、马尔康党坝、业隆沟锂矿。其中处于开采阶段的仅为康定甲基卡和业隆沟锂矿，其余均处于前期阶段。

| **锂矿名称** | **矿石资源量**  **（万吨）** | **折Li2O（万吨）** | **品味**  **（%）** | **折LCE（万吨）** | **矿权情况** | **归属公司/上市公司** | **采矿/探矿权人** | **产能** |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 四川省康定县甲基卡锂辉石矿134号脉 | 2,900 | 41.23 | 1.42 | 102 | 采矿权（2013/5/23-2041/5/23） | 融捷股份（100%） | 甘孜州融达锂业有限公司 | 年处理原矿105万吨，精矿产能7-8万吨 |
| 四川省雅江县措拉锂辉石矿 | 1,971 | 25.57 | 1.3 | 63 | 采矿权（2012/4/6-2032/4/6） | 天齐锂业（100%） | 四川天齐盛合锂业有限公司 | 年处理原矿120万吨，精矿产能11万吨（缓建，正在进行可行性研究） |
| **四川省雅江县德扯弄巴锂矿** | **2,492** | **29.3** | **1.34** | **72** | **探矿权（2019/6/30-2021/6/30）** | **/** | **雅江斯诺威矿业发展有限公司** | **规划年处理原矿100万吨，精矿16-24万吨** |
| 四川省金川县李家沟锂辉石矿 | 4,036 | 51.22 | 1.3 | 126 | 采矿权（2013/6/26-2043/6/26） | 川能动力（62.75%）、雅化集团（37.25%） | 四川德鑫矿业资源有限公司 | 年处理原矿105万吨，年生产精矿18万吨（在建，22年底可能出矿） |
| 四川省马尔康县党坝锂矿 | 3,652 | 66.09 | 1.33 | 163 | 探矿权（2008/12/16-2023/12/16） | 金鑫矿业（100%） | 马尔康金鑫矿业有限公司 | 许可生产规模85万吨/年（停产，暂未复产） |
| 四川省金川县业隆沟锂多金属矿 | 858 | 11.15 | 1.29 | 28 | 采矿权（2018/11/7-2036/11/7） | 盛新锂能（75%） | 金川县奥伊诺矿业有限责任公司 | 原矿生产规模40.5万吨/年，7.4万吨精矿 |
| 四川省甘孜州麦基坦矿区X03锂辉石矿 | 6,321 | 88.55 | 1.5 | 219 | / | / | / | / |

资料来源：研究整理

**三、锂材料行业未来发展趋势**

（一）供需紧缺格局持续，锂盐、锂矿价格有望维持高位

供应端来看，未来两年全球锂资源增量仍主要由澳洲项目扩产及复产产能贡献，海外部分远期绿地产能可能受到多种变量影响，建设节奏或相对较缓，投产兑现确定性相对较低，因此远期锂资源增量一定程度或不及预期。

需求方面，受全球能源结构转型政策指引，全球新能源车及电化学储能终端将长期保持高速增长。我国新能源车已逐步完成市场驱动的转化，技术升级及产品优化将持续保障市场规模维持高增速水平；欧美市场燃油车禁售及补贴政策将持续推动新能源车替换进程。电化学储能开启产业规模化新阶段，未来技术水平提升及产业体系完善将进一步打开锂电储能空间。

总体来看，未来1-2年内锂资源供应弹性仍小于需求端，供需紧缺格局或将持续，锂盐锂矿价格有望维持高位运行。

| **单位：万吨LCE** | | **2022E** | **2023E** | **2024E** | **2025E** |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 供应 | 中国锂矿 | 8.1 | 10.9 | 14.8 | 18.5 |
| 中国盐湖 | 7.6 | 9.6 | 12.5 | 16.3 |
| 海外锂矿 | 38.5 | 59.9 | 77.9 | 102.8 |
| 海外盐湖 | 25.0 | 38.4 | 48.3 | 56.1 |
| 再生量 | 3.0 | 4.2 | 6.3 | 8.0 |
| **总计** | **82.2** | **123.0** | **159.8** | **201.6** |
| 需求 | 新能源汽车 | 59.5 | 75.8 | 99.3 | 117.7 |
| 储能 | 8.1 | 15.2 | 20.9 | 31.2 |
| 其他 | 21.9 | 24.8 | 28.5 | 33.3 |
| 总需求 | 89.5 | 115.8 | 148.7 | 182.2 |
| **备货调整后总需求** | **96.9** | **125.4** | **161.0** | **196.8** |
| **供需平衡** | | **(14.8)** | **(2.3)** | **(1.3)** | **4.8** |

资料来源：各公司公告、SMM

（二）“矿冶垂直一体化”进程加快

锂矿采选与锂盐加工一体化已成为行业共识，多数锂矿已经在建/计划建设自有或合资的锂盐加工厂。当前多数中国锂盐加工企业资源自给率仍很低，包销的不确定性正在加大，中国锂盐企业寻求上游资源端与冶炼产能的匹配已成必须选项。

当前锂资源供给持续偏紧促使锂的定价权和产业链利润上移，锂原料和锂盐生产环节利润丰厚，同时掌握核心锂资源和锂盐冶炼加工能力的企业利润弹性更大，锂价上行叠加自给率提升将为一体化企业带来更高的业绩弹性。锂产业处于快速成长期，上游资源价格飙升，垂直一体化扩张将带来显著的效率优势和成本优势。资源自给率可以有效衡量锂企业一体化程度，由于目前锂精矿包销订单仅锁定供给量，价格大多不固定，需按季度或月度市场价调整，只有资源自给率高的企业才能真正实现供应保障及低成本锁定，最大化兑现利润。

近期频繁发生的锂行业并购案例已表明了锂行业企业涉足资源端、提高自给率、加强“锂矿采选+锂盐冶炼”一体化的大趋势。

| **日期** | **收购方** | **地区** | **项目类型** | **项目名称** | **收购金额（亿元）** | **收购股比（%）** | **规划产能（万吨，LCE）** | **资源量（万吨，LCE）** | **万吨产能估值（亿元）** | **万吨资源量估值（万元）** |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2022/6/30 | 紫金矿业 | 中国湖南 | 云母 | 湘源锂矿 | 18.0 | 71% | 6.5 | 216 | 3.9 | 1,172 |
| 2022/4/29 | 紫金矿业 | 中国西藏 | 盐湖 | 拉果错盐湖 | 49.0 | 70% | 5.0 | 214 | 14.0 | 3,269 |
| 2022/4/18 | 雅化集团 | 加拿大 | 锂辉石 | 福根湖 | 0.3 | 13% | 5.0 | 51 | 0.4 | 382 |
| 2022/4/21 | 宁德时代 | 中国江西 | 云母 | 宜丰县圳口里-奉新县枧下窝矿 | 8.7 | 100% | 15.0 | 660 | 0.6 | 131 |
| 2022/3/26 | 赣锋锂业 | 中国江西 | 云母 | 松树岗锂钽矿 | 14.0 | 80% | 3.5 | 149 | 5.0 | 1,172 |
| 2022/3/7 | 天华超净 | 津巴布韦 | 锂精矿 | Zulu | 1.0 | 13% | 1.3 | 53 | 5.6 | 1,407 |
| 2021/12/22 | 华友钴业 | 津巴布韦 | 透锂长石 | Arcadia | 27.4 | 100% | 4.5 | 190 | 6.1 | 1,444 |
| 2021/11/3 | 盛新锂能 | 津巴布韦 | 锂辉石 | 萨比星锂钽矿 | 5.0 | 51% | - | 22 | - | 4,452 |
| 2021/11/1 | 美洲锂业 | 阿根廷 | 盐湖 | Millenial Lithium | 26.0 | 100% | 2.4 | 492 | 10.8 | 529 |
| 2021/10/9 | 紫金矿业 | 阿根廷 | 盐湖 | Neo Lithium | 49.6 | 100% | 2.0（远期4.0） | 760 | 12.4 | 653 |
| 2021/10/8 | 藏格矿业 | 中国西藏 | 盐湖 | 麻米错盐湖 | 14.7 | 51% | 5.0 | 250 | 5.8 | 1,156 |
| 2021/10/8 | 金圆股份 | 中国西藏 | 盐湖 | 锂源矿业 | 评估值13 | 60% | 不低于0.8 | 23 | 16.3 | 5,778 |
| 2021/9/29 | 宁德时代 | 阿根廷 | 盐湖 | Millenial Lithium | 19.2 | 100% | 2.4 | 492 | 8.0 | 390 |
| 2021/9/27 | 天华时代 | 刚果金 | 锂矿山 | AVZ | 15.5 | 24% | 8.75 | 1,632 | 7.4 | 396 |
| 2021/9/23 | 盛新锂能 | 阿根廷 | 盐湖 | SESA | 2.4 | 运营权 | 5.0 | - | - | - |
| 2021/9/23 | 金圆股份 | 中国西藏 | 盐湖 | 辰宇矿业 | 评估值12 | 51% | 不低于0.5 | 9 | 24.0 | 13,483 |
| 2021/9/22 | 李良彬（赣锋董事长） | 中国内蒙古 | 锂矿山 | 蒙金矿业 | 13.44 | 70% | 2.0 | 101 | 9.6 | 1,904 |
| 2021/7/8 | 亿纬锂能 | 中国青海 | 盐湖 | 大柴旦 | 1.1 | 5% | 3.0 | 26 | 7.3 | 8,590 |
| 2021/6/14 | 赣锋锂业 | 马里 | 锂矿山 | Goulamina | 8.4 | 50% | 5.7 | 390 | 2.9 | 431 |

资料来源：研究整理

（三）新能源、储能需求长期保持高位，产业政策利好行业发展

在全球碳中和背景下，能源结构转型是必由之路，新能源汽车及储能发展是提升清洁能源占比，减少碳排放的重要路径，锂作为优质能量载体，应用于电池材料可有效提升电池的比容量和能量转换率，因此在动力电池及储能电池等应用场景具有广阔的发展空间。

我国新能源汽车相关政策梳理：

| **日期** | **印发部门** | **文件** | **重点内容** |
| --- | --- | --- | --- |
| 2017.1 | 国家发改委 | 《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》 | 确定了新能源产业12个子方向、新能源汽车产业14个子方向、新材料产业21个子方向。 |
| 2019.12 | 国家工信部 | 《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》 | 规划指出我国新能源汽车技术水平显著提升，明确到2025年新能源汽车市场竞争力明显提高，动力电池、驱动电机、车载操作系统等关键技术取得重大突破，目标新能源汽车新车销量占比达到25%左右，智能网联汽车新车销量占比到30%。 |
| 2020.4 | 财政部、税务总局、工信部 | 《关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告》 | 自2021年1月1日至2022年12月31日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。 |
| 2020.4 | 财政部、工信部、科技部、国家发改委 | 《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》 | 明确了2021年、2022年新能源汽车购置补贴退坡幅度。 |
| 2020.10 | 国务院办公厅 | 《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》 | 到2025年新能源汽车销量占比要达到20%左右，到2035年实现国内公共领域用车全面电动化。 |
| 2021.7 | 国家发改委、国家能源局 | 《关于加快推动新型储能发展的指导意见》 | 坚持储能技术多元化、推动锂离子电池等相对成熟新型储能技术成本持续下降和商业化规模应用。 |
| 2022.2 | 国家发改委、国家能源局 | 《“十四五”新型储能发展实施方案》 | 加强与能源相关规划衔接，统筹新型储能产业上下游发展。推动技术革新、产业升级、成本下降，有效支撑新型储能产业市场化可持续发展。 |
| 2022.8 | 科技部、发展改革委、工信部等九部门 | 《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030年）》 | 新型储能可作为独立储能参与电力市场。鼓励配建新型储能与所属电源联合参与电力市场。 |

我国储能相关政策梳理：

| **日期** | **印发部门** | **文件** | **相关重点内容** |
| --- | --- | --- | --- |
| 2014.11 | 国务院 | 《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》 | 将“储能”作为“推进能源科技创新”的9个重点创新领域之一。 |
| 2016.3 | 国家发改委、能源局、工信部 | 《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》 | 构建现代能源储运网络，加强能源储备和调峰设施建设，加快构建多能互补、外通内畅、安全可靠的现代能源储运网络。 |
| 2017.10 | 国家发改委、财政部、科技部、工信部、能源局 | 《关于促进储能技术与产业发展的指导意见》 | 明确了促进我国储能技术与产业发展的重要意义、总体要求、重点任务和保障措施。 |
| 2021.7 | 国家发改委、国家能源局 | 《关于加快推动新型储能发展的指导意见》 | 坚持储能技术多元化、推动锂离子电池等相对成熟新型储能技术成本持续下降和商业化规模应用。 |
| 2022.2 | 国家发改委、国家能源局 | 《“十四五”新型储能发展实施方案》 | 加强与能源相关规划衔接，统筹新型储能产业上下游发展。推动技术革新、产业升级、成本下降，有效支撑新型储能产业市场化可持续发展。 |
| 2022.8 | 科技部、发展改革委、工信部等九部门 | 《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030年）》 | 新型储能可作为独立储能参与电力市场。鼓励配建新型储能与所属电源联合参与电力市场。 |

四、新斯诺威公司估值

（一）估值方法选取

DCF估值法为最严谨的对公司估值的方法，原则上该模型适用于任何类型的公司，尤其适用于现金流可预测度较高的行业。

相对估值法为根据类似资产在市场中的价格对资产进行定价的方法，主要适用于市场上有可比公司公开数据且数据准确的情形，相对估值法计算方法较为简便，但可能忽略掉风险、增长率或现金流潜力等关键变量。

成本估值法为在目标企业资产负债表的基础上，通过合理评估企业各项资产价值和负债从而确定评估对象价值方法，主要适用于既无收益又很少发生交易的房地产估价。

针对斯诺威公司锂矿业务，未来收益与成本费用可合理进行预测，且市场上存在可比资产，因此，可选择以DCF模型为主、市场比较法为辅的方式对新斯诺威公司进行估值。

（二）DCF估值体系搭建

假设未来期间的现金流入全部来自于营业收入，现金流出包括2023年矿场建设支出、维持正常经营产生的支出（包括成本、管理费用、销售费用、财务费用）及相关税费等。依据假设条件，预计斯诺威公司未来期间现金流量。

**1、相关假设**

（1）假设一：假设2023年-2027年为详细预测期间，2027年之后为永续预测期间（即2027年后可实现可持续增长的稳定状态）；

（2）假设二：假设经营活动中的变动成本费用和营业收入成比例变动；

（3）假设三：假设永续增长期间的实体现金流量增长率为营业收入增长率。

**2、估值计算**

**步骤一：预测未来期间企业现金流量**

对未来现金流量的预测分为详细预测期间和永续期间。

（1）详细预测期间

①首先预测营业收入，并照经营活动中的变动成本费用比例测算出变动成本费用，再根据历史情形预测出固定成本费用等，据此计算出预测期各年的税后经营活动净利润，进而计算出公司实体现金流量。

计算公式：公司实体现金流量=（营业收入-营业收入\*变动成本费用占营业收入比例-固定成本费用）\*（1-所得税率）-净经营资产增加

（2）永续增长期间

按照营业收入的增长率对永续增长期间实体现金流量进行预测。

计算公式：公司实体现金流量=上一年度实体现金流量\*（1+营业收入增长率）

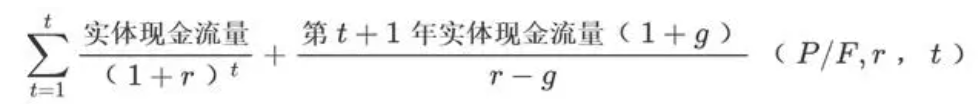
**步骤二：计算企业加权平均资本成本**

加权资本成本需考虑公司的资本结构，包括债务资本成本及股权资本成本，债务资本成本可采用到期收益率法、可比公司法，风险调整法预测；股权资本成本一般采用资本资产定价模型或则债券风险调整法等。

计算方式：企业加权平均资本成本=债务资本成本（1-所得税税率）\*（债务资本/总资本）+股权资本成本\*（股权资本/总资本）

**步骤三：折现计算企业价值**

企业价值=详细预测期间折现值+永续期折现值，即：



其中，t表示详细预测的时间，g为现金流量稳定增长率，即公司进入可持续增长状态的营业收入增长率。

详细预测期间现金流量折现用对应的详细预测期间加权平均资本成本；后续永续期间用后续期间对应的加权平均资本成本，先折现到第t年，再从第t年复利求现值。

（三）DCF估值体系优劣势提示

DCF模型通过对自由现金流的折现计算，反映了公司内在价值的本质，是最重要与最合理的估值方法；此模型需要的信息量更多，角度更全面，可充分考虑公司发展的长期性。

DCF模式就未来自由现金流的估计不准确，受折现率影响巨大；需要耗费较长的时间，须对公司的营运情形与产业特性有深入的了解；其数据估算具有高度的主观性与不确定性。

（四）估值初步分析

**1、市场价值初步分析**

（1）以矿产资源量初步估算

依据方案介绍，标的公司斯诺威公司持有四川雅江县德扯弄巴锂矿探矿权（以下简称“斯诺威锂矿”），从锂资源量看，合计矿石量2,492.4万吨，以氧化锂计29.3万吨；以碳酸锂计，锂资源量对应的碳酸锂量约72万吨；预计可以产生560万吨锂精矿。

以矿石量计算，斯诺威锂矿价值约为1,727.67亿元（以Pilbara对锂原矿拍卖价0.69万元/吨计算）；以碳酸锂计算，斯诺威锂矿价值约为3,528.00亿元（以2022年9月电池级碳酸锂49.7万元/吨和工业级碳酸锂48.3万元/吨的平均价格为基础计算）；以锂精矿计算，斯诺威锂矿价值约为2,240.00亿元（以2022年10月市场价格4万元/吨为基础计算）。

（2）以同行业可比上市公司数据初步估算

根据前文“二、（三）我国锂矿资源主要集中于四川，资源禀赋好、开发程度低”部分所述及公开研究资料，同行业可比上市公司矿石资源及截止2022年10月31日市值情况归纳总结如下：

| **证券代码** | **证券名称** | **矿权情况** | **矿石资源量**  **（万吨）** | **总市值**  **（亿元）** | **根据资源储量估算斯诺威锂矿潜在价值（亿元）** |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 002466.SZ | 天齐锂业 | 采矿权 | 1,971 | 1,568.19 | 1,983.03 |
| 002192.SZ | 融捷股份 | 采矿权 | 2,900 | 286.11 | 245.90 |
| 000155.SZ | 川能动力 | 采矿权 | 4,036 | 277.92 | 171.63 |
| 002240.SZ | 盛新锂能 | 采矿权 | 858 | 374.00 | 1,086.43 |
| **平均值** | | | | | **871.75** |

以资源储量初步估算，斯诺威锂矿未来潜在价值平均为871.75亿元。

（3）小结

综上所述，斯诺威锂矿潜在市场价值巨大，中国华融本次交易安全垫较厚，收益可期。但同时注意到，目前斯诺威公司仅持有探矿权，未来需要考虑探矿权转采矿权、投资建设成本、运输成本、锂精矿价格波动等多方面因素，最终交易价格需根据尽调的实际情况及评估结果综合确定。

**2、投资价值初步分析**

协鑫能科主营业务为清洁能源运营、移动能源运营以及综合能源服务，在斯诺威锂矿实现投产后，协鑫能科实现股份上翻，有助于协鑫能科碳酸锂生产线向纵深方向延伸，形成锂能源产业链上下游协同效应，实现产业融合，因此，相较于市场价值，斯诺威锂矿对于协鑫能科而言具备更高的投资价值。

五、未来盈利预测初析

以下为标的公司盈利预测的示意性分析，仅用于提示盈利预测的基本逻辑。标的公司实际盈利预测将根据尽调资料、标的公司的投资建设规划及评估机构的工作成果最终确定。

（一）盈利预测相关假设

**1、预测期间**

选取未来五年（即2023年-2027年）进行盈利预测。按照目前破产重整及锂矿探矿权续期时间安排，2023年为矿场建设阶段，2024-2027年为实现投产及实现产品销售阶段。

**2、销售产品类型**

主要产品为锂精矿。以现有锂矿勘探情况，从锂资源量看，斯诺威锂矿合计矿石量2492.4万吨，预计可以产生560万吨锂精矿。

**3、年生产能力及销售能力**

依据公司现有情况介绍，在探转采，选矿厂实现后，预计可以实现年产16万吨锂精矿的能力。假设全部实现销售且未来五年期间年产量不变。

**4、锂精矿销售单价**

2022年10月，锂精矿市场价约为3.5-4.5万元/吨，基于谨慎性与合理性考虑，按照销售单价4万元/吨进行预计，并按照销售单价为4.8万元/吨（即上涨20%）、销售单价为4万元/吨、销售单价为3.2万元/吨（即下降20%）三种情形分别进行测算。

**5、成本费用假设**

锂精矿生产成本主要包括直接材料（包括外购辅助材料、外购燃料及动力）、直接人工、制造费用（包括折旧费、修理费、摊销费）等；费用主要包括财务费用、管理费用（包括矿山安全生产费、尾矿库安全费、资源补偿费及其他管理费用等）、销售费用。

假设公司的成本费用随收入变动，参照同行业可比上市公司2021年度的成本费用占收入的比例，将成本占收入比例假定为38.00%，费用占收入比例假定为6.00%。

**6、相关税费**

税金及附加主要是缴纳的资源税，假设按照从价计征的方式，假设资源税税率为4.5%；假设所得税税率为25%。

（二）盈利预测模型

综上考虑以上假设，按照以下三种情形进行预测，未来五年的盈利预测情况分别为：

**1、情形一：锂精矿销售单价为4.8万元/吨**

单位：亿元

| **项目** | **2023年** | **2024年** | **2025年** | **2026年** | **2027年** |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 收入合计 | - | 76.80 | 76.80 | 76.80 | 76.80 |
| 成本费用合计 | - | 37.25 | 37.25 | 37.25 | 37.25 |
| 利润总额 | - | 39.55 | 39.55 | 39.55 | 39.55 |
| 所得税 | - | 9.89 | 9.89 | 9.89 | 9.89 |
| 净利润 | - | 29.66 | 29.66 | 29.66 | 29.66 |

**2、情形二：锂精矿销售单价为4万元/吨**

单位：亿元

| **项目** | **2023年** | **2024年** | **2025年** | **2026年** | **2027年** |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 收入合计 | - | 64.00 | 64.00 | 64.00 | 64.00 |
| 成本费用合计 | - | 31.04 | 31.04 | 31.04 | 31.04 |
| 利润总额 | - | 32.96 | 32.96 | 32.96 | 32.96 |
| 所得税 | - | 8.24 | 8.24 | 8.24 | 8.24 |
| 净利润 | - | 24.72 | 24.72 | 24.72 | 24.72 |

**3、情形三：锂精矿销售单价为3.2万元/吨**

单位：亿元

| **项目** | **2023年** | **2024年** | **2025年** | **2026年** | **2027年** |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 收入合计 | - | 51.20 | 51.20 | 51.20 | 51.20 |
| 成本费用合计 | - | 24.83 | 24.83 | 24.83 | 24.83 |
| 利润总额 | - | 26.37 | 26.37 | 26.37 | 26.37 |
| 所得税 | - | 6.59 | 6.59 | 6.59 | 6.59 |
| 净利润 | - | 19.78 | 19.78 | 19.78 | 19.78 |

六、交易方案分析

现方案总体上具有可行性，同时存在以下方面待优化：

（一）整体交易逻辑待进一步明确

现交易方案商业逻辑的合理性、合规性，即交易发生的原因、交易为谁解决什么问题、该等安排的合理性及合规性等尚待斟酌，集中表现在协鑫集团与协鑫能科在交易方案中的角色和安排处于不确定的状态：

1、若交易服务于协鑫集团，即协鑫集团系本次交易的主要风险承担方及受益方，则交易方案关于协鑫集团承担上翻前的利息支付义务并享受上翻退出后80%的超额收益的安排是符合商业逻辑的。但交易方案中以下关于协鑫能科承担回购或担保义务的安排则存在不合理之处，存在为上市公司大股东提供担保的嫌疑：

（1）现方案项目退出备选方式二约定，若SPV不能按约定上翻退出或标的估值不达预期时，SPV有权要求协鑫能科回购SPV所持斯诺威全部或部分股权；

（2）现方案对赌条款约定，若对赌条件未成就时，中国华融可视情况给予协鑫集团和协鑫能科一个季度宽限期；宽限期结束，条件仍未成就的，须回购中国华融所持SPV份额。即协鑫能科存在在对赌条件不成就时的回购义务；

（3）增信措施安排中，协鑫能科对中国华融首笔投放资金（要求探矿权2023年1季度末前续期）提供阶段性担保义务。

因上述安排对协鑫能科而言，主要增加了其义务且并未因此增加额外的收益，存在不合理之处。若该等安排被交易所或证监会认定为上市公司为大股东提供担保的，则存在重大合规问题，从而构成交易方案的重大障碍。

2、若交易服务于上市公司，即上市公司系本次交易的主要风险承担方及受益方，则前述关于上市公司承担回购或担保义务的安排具有了合理性，协鑫集团承担的只是补充回购或担保责任。但一方面现交易方案并未充分体现出协鑫能科自本次交易收益的逻辑，另一方面协鑫集团反而获取了超额收益，同时还存在以下不合理之处：

（1）现方案项目退出备选方式一约定，若SPV不能按约定上翻退出或标的估值不达预期时，SPV有权要求协鑫集团回购中国华融所持SPV份额，并有权行驶对协鑫集团所持标的15%股权的托售权；

（2）若在2023年9月30日标的仍未取得采矿权证，视为项目结束，协鑫集团需强制回购SPV所持标的股权。

上述回购义务均由协鑫集团单独承担，单方面增加了协鑫集团的义务，且协鑫集团并未因此直接获益。

综上所述，招商证券项目组建议现交易方案进一步明确协鑫集团与协鑫能科在交易中的定位，厘定各自的角色、风险及收益安排，以解决当前方案中协鑫集团与协鑫能科定位不清晰、角色及责任交叉，从而引起的交易合理性、合规性存疑的问题。

（二）交易安排需考虑协鑫能科的信息披露及审议程序的便利性

现方案交易结构部分提及，SPV自协鑫能科处收购标的51%的股权，而SPV由中国华融与协鑫集团认缴出资。考虑到协鑫集团若直接出现在SPV中，则在SPV自协鑫能科处购买标的股权时点，就需要判断SPV是否因协鑫集团的参与而构成协鑫能科关联方，从而导致本次交易需履行关联交易的信息披露及审议程序。若构成关联交易的，势必将增加交易的复杂性，降低收购效率，同时增加了SPV上翻后退出的不确定性。

为暂时搁置争议、提高收购效率，招商证券项目组建议SPV设立时，协鑫集团先不参与认缴，如此对SPV的收购，协鑫能科可按非关联交易程序审议与披露。待SPV与协鑫能科完成标的股权交易后，协鑫集团再参与SPV的认缴，实现SPV预定的合伙人结构与安排。

（三）上翻时SPV拟换取的股份需要考虑锁定36个月及业绩承诺风险

因现方案中协鑫集团为持有SPV约30%比例的LP，且有权分配SPV未来减持对价的80%，即虽然协鑫集团在SPV的合伙份额比例不高且无SPV管理权，但从收益分配角度来看，协鑫集团系上翻后SPV的主要受益者，该等安排或将导致SPV被认定为协鑫集团的关联方，从而导致SPV所持上翻股票被锁定36个月且承担业绩补偿义务。该等结果将导致中国华融的投资退出周期被大大延长，同时因业绩补偿义务大大增加退出收益的不确定性。

针对上述问题，招商证券项目组建议方案进一步优化，实现SPV上翻后所持股份锁定期为1年，同时不承担业绩补偿义务。

（四）上翻时现金对价部分需考虑税负

根据目前方案安排，中国华融上翻前总投资额为16.23亿元。上翻时约定支付的现金对价不低于中国华融出资本金，即不低于16.23亿元。但在上翻时点，标的公司估值上升，按当前方案安排，标的公司估值将至少翻一倍，则上述现金对价支付会直接产生增值部分对应的所得税。因此，为保证中国华融实际取得的现金对价不低于16.23亿元，则现金对价金额应设定为不低于中国华融出资本金及所得税成本，并在本次交易条款中进行明确。

此外，考虑到现金支付的交易对手方为有限合伙企业，根据《财政部国家税务总局关于合伙企业合伙人所得税的问题的通知》规定，合伙企业以每一个合伙人为纳税义务人，合伙企业生产经营所得采取“先分后税”的原则，并可依照合伙人协商决定的分配比例确定应纳税所得额。因此，中国华融可根据上述法规要求，协商确定SPV中各合伙人的所得税负担安排。

假设标的公司51%的股权评估值为33亿元，则支付16.23亿元的现金对价部分对应标的股权的49.18%，该部分股权在收购时点，对应的估值为3.72亿元（49.18%×7.56亿元），故现金对价支付产生的增值部分为12.51亿元。根据“先分后税”的原则，合伙人是法人和其他组织的，缴纳企业所得税，初步匡算应纳税额为3.13亿元（12.51亿元×25%）。因此，现金对价支付的金额应充分考虑所得税的影响。以上述计算结果为例，现金对价支付金额应调整为19.36亿元，对应方案要求退出的估值亦应同步调整。

（五）其他

**1、增资安排**

现方案投放第二笔资金时计划，1亿元计入实收资本，16亿元计入资本公积。该等安排将导致第二笔资金投放时标的公司估值为17元/股，而届时标的公司股本为6.075亿股，从而标的公司估值在数据上会达到103.275亿。但该估值没有实际依据，仅为计算所得，并且会给后续的上翻估值造成不必要的障碍。

因此本次增资为标的公司原股东同比例增资，招商证券项目组建议可将增资款全部计入股本。

**2、平层的合理性**

有限合伙人“平层”原则上需实现各合伙人按实缴出资承担风险、分配收益，彼此无兜底义务。但现方案的“平层”仅会附条件废除协鑫集团对中国华融的兜底义务约定，但仍然保留超额收益按8：2分配的约定，并不符合按实缴出资承担风险、分配收益的要求。即现方案的“平层”并非真正意义上的平层，若被审核要求完全平层的，则存在上翻障碍。

针对该问题，招商证券项目组认为：一方面审核要求平层的核心逻辑是保证实控人控制地位的稳定性，而现交易方案将协鑫集团所持标的股权一并上翻的安排已经充分保障了控制权的稳定性，因此因控制权稳定考虑而被审核要求平层的风险较小；另一方面，不排除审核从去杠杆角度考虑平层，则仍存在被要求完全解除结构化安排的风险，从而导致上翻障碍，但该风险目前看相对较小。

另外，为充分保障自身利益，招商证券项目组建议上翻时，先以SPV结构化的安排去申报，观察审核意见后再做平层与否的安排，而非在申报前即去除结构化。

**3、项目退出周期较长**

按现方案安排，上翻时点为36个月内，并在48个月内完成上翻，换言之，上翻时点将在资金投放后第3年底，换股完成在资金投放后第4年底，再考虑股票至少1年的锁定期，则整个投资周期至少5年，相对较长，投资退出的不确定性会因此增加。招商证券项目组建议贵司综合考虑标的公司的投资建设进度，适当压缩上翻等待期间。

**4、协鑫能科在本次交易应履行的信息披露义务**

根据协鑫能科《公司章程》第一百二十二条，公司发生的交易达到下列标准之一的，应当提交董事会审议并及时披露：

（1）交易涉及的资产总额占公司最近一期经审计总资产的10%以上的；该交易涉及的资产总额同时存在账面值和评估值的，以较高者为准；

（2）交易标的（如股权）涉及的资产净额占公司最近一期经审计净资产的10%以上，且绝对金额超过1,000万元，该交易涉及的资产净额同时存在账面值和评估值的，以较高者为准；

（3）交易标的（如股权）在最近一个会计年度相关的营业收入占公司最近一个会计年度经审计营业收入的10%以上，且绝对金额超过1,000万元；

（4）交易标的（如股权）在最近一个会计年度相关的净利润占公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上，且绝对金额超过100万元；

（5）交易的成交金额（含承担债务和费用）占公司最近一期经审计净资产的10%以上，且绝对金额超过1,000万元；

（6）交易产生的利润占公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上，且绝对金额超过100万元的；

（7）本章程第一百二十一条规定的由公司董事会作出决议的关联交易事项。

根据协鑫能科披露的2021年年度报告，协鑫能科的主要财务数据如下：

单位：万元

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **总资产** | **净资产** | **营业收入** | **净利润** |
| 2,750,165.78 | 801,729.89 | 1,131,432.46 | 127,155.69 |

考虑到本次协鑫能科出售斯诺威公司51%的股权作价不超过7.56亿元，且斯诺威公司2021年4月经审计的账面资产价值为2.01亿元，从上述数据初步判断，协鑫能科本次出售51%斯诺威公司股权无需履行董事会审议。具体信息披露应履行程序仍需根据最终评估报告及最终作价依据，结合协鑫能科《公司章程》综合判断。

七、备选方案建议

针对现方案前述待完善之处，招商证券项目组尝试提出备选方案，供贵司参考。

（一）整体交易逻辑的安排

综合考虑交易的安全性、合规性及原方案拟定的关键交易安排，招商证券项目组建议，本次交易首选从服务协鑫能科的角度出发厘清交易逻辑，并对交易安排进行优化，即：

1、协鑫能科因产业协同所需，拟收购标的公司，但因缺乏项目的收购及投资建设资金，因此与中国华融合作，由中国华融提供项目收购、建设资金，未来由协鑫能科回购该项目；

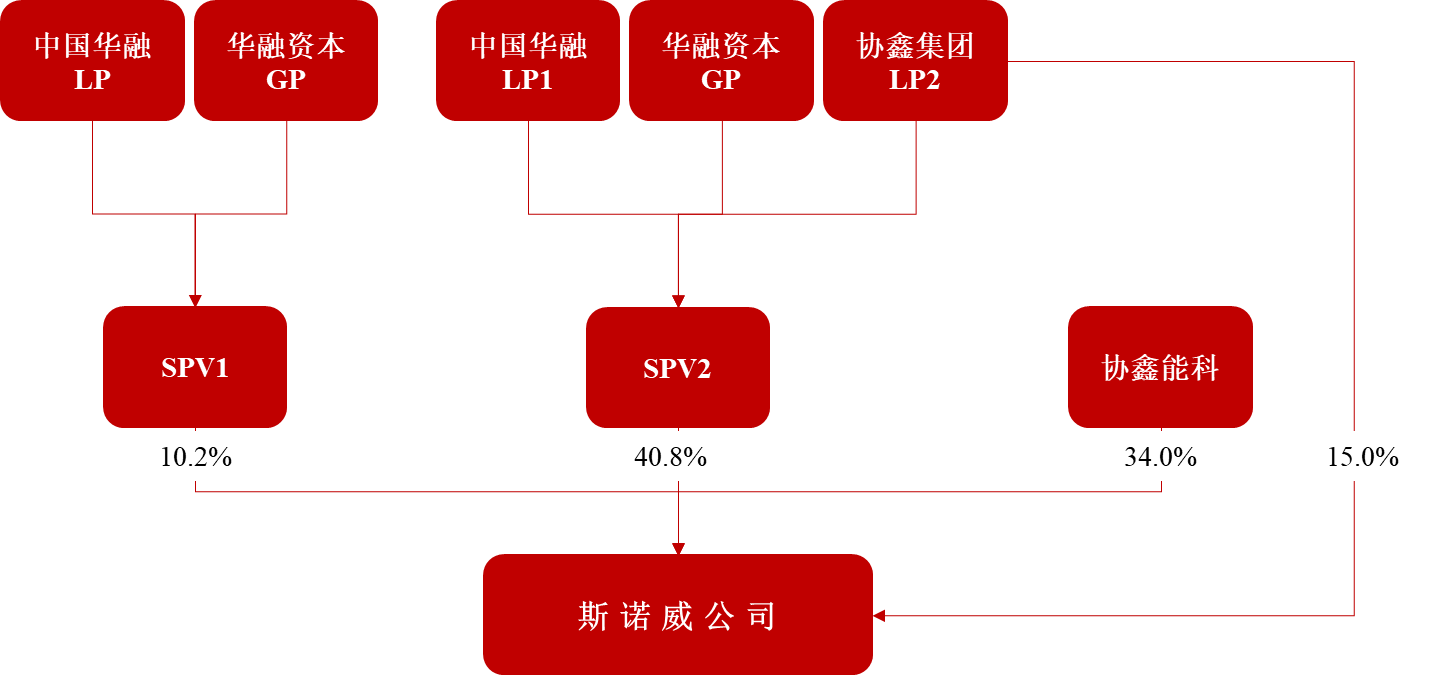
2、中国华融作为财务投资人参与该项目，为协鑫能科提供资金支持，相应的由协鑫能科承担项目投资风险，承担回购、担保义务，中国华融可享受项目的固定收益及可变回报；

3、协鑫集团承担了项目上翻前的资金成本，并承担补充回购、担保义务，因此享受项目超额收益。

若协鑫能科对于上述安排存在重大异议或上述安排与项目事实严重不符的，则可考虑本次交易主要服务于协鑫集团，相应需对原方案中关于协鑫能科担保、回购义务的约定进行必要调整。

（二）交易结构的优化

考虑到现有方案设计可能会导致SPV所持上翻股票被锁定36个月且承担业绩补偿义务，该等结果将导致中国华融的投资退出周期被大大延长，投资存在较大的不确定性。基于优化锁定期及业绩补偿的安排，同时满足中国华融、协鑫集团与协鑫能科在原方案中的核心诉求，招商证券项目组建议在设计SPV主体时，可考虑设立双SPV，具体结构如下：



如上图结构，SPV1作为未来中国华融获取现金支付及超额收益的主体，持有斯诺威公司10.2%的股权，SPV2作为未来中国华融获取现金支付的主体，持有斯诺威公司40.8%的股权，两家SPV合计持有斯诺威公司51%的股权，且持股比例设定为2：8。协鑫能科通过“发行股份+现金支付”的方式购买SPV1和SPV2持有的斯诺威公司股权，其中现金对价部分按SPV各自持股比例（2：8）支付给SPV1和SPV2。SPV1在取得现金支付及股份对价后，实现股权上翻至协鑫能科。SPV2在取得现金支付后，经合伙人会议审议向中国华融单独分配现金对价，中国华融退伙，GP转给协鑫集团，后实现股权上翻至协鑫能科。

在该方案下，实施股权上翻后，SPV1将作为中国华融获取股票二级市场超额收益的主体，因上市公司实际控制人不再是SPV1中的LP，SPV1将不再与上市公司实际控制人构成关联关系，故SPV1作为交易对手方的锁定期由36个月变更为12个月，大幅缩短中国华融投资期限，降低投资风险。SPV2在中国华融退伙后，将作为协鑫集团获取股票二级市场超额收益的主体，履行36个月锁定期及业绩补偿义务。考虑到股权上翻后，两家SPV持有上市公司股权比例仍为2：8，则该方案在优化中国华融锁定期安排并免除业绩补偿义务的同时，亦满足原方案中对超额收益的分配比例安排。

如实现该方案，仍需考虑两点影响因素：

1、项目固定收益比率的变更：在该方案中，协鑫集团仅作为SPV2的有限合伙人，中国华融固定收益的取得需全部通过SPV2来实现。考虑到中国华融的实缴金额需按2：8比例分配至SPV1和SPV2，因此SPV2的固定收益条款应调整为“协鑫集团分别在中国华融在SPV2实缴满12个月当日、满24个月当日、满36个月当日，按照实缴金额的第一年11.25%、第二年12.50%、第三年13.75%的比例向中国华融支付期间收益”。

2、根据《中华人民共和国合伙企业法》第六十九条规定，“有限合伙企业不得将全部利润分配给部分合伙人；但是，合伙协议另有约定的除外。”因此，该方案中对于SPV2将现金对价部分全部分配给中国华融并实现退伙的约定，需在设立有限合伙企业时，在合伙协议中明确约定。

（三）双SPV的设立安排

根据前文“六、交易方案分析”之“（二）交易安排需考虑协鑫能科的信息披露及审议程序的便利性”所述，协鑫集团若直接出现在SPV中，则可能构成SPV2因协鑫集团的参与而构成协鑫能科的关联方认定，从而导致本次交易需履行关联交易的信息披露及审议程序，增加交易的复杂性及交易完成时间。为降低交易的复杂度，提升收购效率，招商证券项目组建议两家SPV基本设立步骤如下：

1、华融资本及中国华融分别作为两家合伙企业的GP、LP，成立SPV1及SPV2，在SPV2设立初期，协鑫集团不参与入伙；

2、两家有限合伙企业完成对协鑫能科持有斯诺威公司51%标的股权的收购，其中SPV1持有斯诺威公司10.2%的股权，SPV2持有斯诺威公司40.8%的股权，两家SPV合计持有斯诺威公司51%的股权；

3、完成收购后，协鑫集团入伙SPV2认购财产份额，实现本方案的股权结构设计。

（四）其他

备选方案上翻时现金对价的安排参照原方案优化安排的建议，此处不再赘述。