

**关于对深圳市铁汉生态环境股份有限公司
发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金项目
反馈意见涉及评估事项的补充说明**

广东中广信资产评估有限公司

2015年12月23日

目 录

一、 申请材料显示，收益法评估时预测星河园林 2015 年 7 至 12 月实现收入 38,384.08 万元，净利润 3,777.27 万元。请你公司结合 2015 年项目进展、成本结转及收入确认情况，补充披露星河园林 2015 年预测营业收入和净利润的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。(反馈意见第 14 题).....	3
二、 申请材料显示，收益法评估时未披露未来营业收入预测的依据。请你公司结合已有合同执行情况、后续新增项目的业务拓展情况、行业发展、竞争状况、市场占有率、同行业情况等，补充披露星河园林 2016 年及以后年度营业收入的测算依据、测算过程及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。(反馈意见第 15 题).....	7
三、 申请材料显示，收益法评估时计算星河园林 Beta 值时选用的可比公司为“SW 园林工程III”板块的 7 家上市公司。请你公司：1) 补充披露“SW 园林工程III”板块上市公司的具体名称、选取原因及可比性。2) 比对重组报告书“管理层讨论与分析”部分选取的可比上市公司，补充披露是否存在差异，如存在，请披露原因。3) 按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组（2014 年修订）》第二十四条的要求，补充披露收益法评估中折现率相关参数选取的依据及合理性，请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。(反馈意见第 16 题)。.....	13
四、 请你公司补充披露收益法评估时追加营运资金的测算依据和测算过程。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。(反馈意见第 17 题)。.....	19

关于《深圳市铁汉生态环境股份有限公司拟股权收购事宜而涉及的北京星河园林景观工程有限公司股东全部权益价值评估报告书》（中广信评报字[2015]第 381 号）的补充说明

中国证券监督管理委员会：

广东中广信资产评估有限公司（以下简称“本公司”）接受深圳市铁汉生态环境股份有限公司（以下简称“铁汉生态”）委托，根据有关法律、法规和资产评估准则、资产评估原则，采用资产基础法、收益法，按照必要的评估程序，对深圳市铁汉生态股份有限公司拟进行股权收购事宜所涉及的北京星河园林景观工程有限公司（以下简称“星河园林”）股东全部权益在 2015 年 6 月 30 日的市场价值进行了评估，并出具了《深圳市铁汉生态环境股份有限公司拟进行股权收购事宜所涉及的北京星河园林景观工程有限公司股东全部权益价值评估报告书》（中广信评报字[2013]第 381 号）。现将贵会反馈的有关评估报告的意见进行补充说明如下：

一、 申请材料显示，收益法评估时预测星河园林 2015 年 7 至 12 月实现收入 38,384.08 万元，净利润 3,777.27 万元。请你公司结合 2015 年项目进展、成本结转及收入确认情况，补充披露星河园林 2015 年预测营业收入和净利润的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。（反馈意见第 14 题）

回复：

一、星河园林 2015 项目进展、成本结转及收入确认情况

星河园林 2015 年 1-11 月营业收入构成情况如下：

单位：万元

项目	2015年1-11月
园林工程收入	55,159.46
园林设计收入	902.82
苗木销售收入	1,305.95
合计	57,368.23

注：上表数据未经审计

截至2015年11月30日，星河园林工程项目进展、成本结转及收入确认情况如下：

单位：万元

序号	客户名称	项目名称	合同金额	完工比例	2015年1-11月确认收入	2015年1-11月结转成本
1	北京天时房地产开发有限公司	御汤山西区	11,296.09	88.91%	5,364.60	3,842.45
2	山东鲁能亘富开发有限公司	济南鲁能领秀城	4,992.19	79.49%	3,968.18	2,623.67
3	北京旺晟房地产开发有限公司	顺义区板桥G2地块景观工程	5,414.35	98.20%	2,974.64	2,189.31
4	天津景浩投资有限公司	天津北辰科技园区生活配套服务项目景观工程	7,756.48	69.47%	2,260.96	1,609.45
5	北京旺晟房地产开发有限公司	顺义板桥园林景观工程施工合同补充协议	6,111.15	55.12%	2,094.51	1,538.24
6	秦皇岛润滨房地产开发有限公司	北戴河滨海国际度假公寓高尔夫别墅	2,016.75	97.26%	1,961.42	1,465.95
7	协兴建筑(中国)有限公司	丽来花园A1-E-163#住宅楼等91项之一期33栋样板区别墅景观分包工程	4,300.00	97.00%	1,829.68	1,450.36
8	北京国锐房地产开发有限公司	国锐广场项目一标段园林景观工程合同	2,040.13	99.65%	1,430.89	1,083.11
9	秦皇岛润海房地产开发有限公司	北戴河滨海国际二期景观工程	1,400.00	97.00%	1,357.95	989.83
10	北京顺义新城建设开发有限公司	优山美地D区示范区景观工程	1,833.58	56.42%	1,034.51	764.44
	其他客户	其他项目	139,041.59	-	30,882.12	22,755.88
	合计		204,222.10	-	55,159.46	40,312.69

根据星河园林已签订合同的项目进展情况，2015年1-11月星河园林工程业务已确认收入55,159.46万元，已结转成本40,312.69万元。

二、2015年预测营业收入和净利润的可实现性

2015年1-11月，星河园林实际实现收入57,368.23万元，实现归属于母公司所有者的净利润6,353.08万元。星河园林2015年承诺净利润为6,500万元，现已完成97.74%，可实现性较高。

(一) 2015年预测营业收入的可实现性

2015年预测营业收入及2015年1-11月确认营业收入的情况如下：

单位：万元

项目	2015年1-6月 实际确认收入	2015年7-12月预 测收入	2015年 预测收入	2015年1-11月实 际确认收入
园林工程收入	28,378.28	37,472.10	65,850.38	55,159.46
园林设计收入	475.72	523.29	999.01	902.82
苗木销售收入	194.35	388.69	583.04	1,305.95
合计	29,048.35	38,384.08	67,432.43	57,368.23

注：2015年1-11月实际确认收入为星河园林2015年1-11月未经审计合并财务报表数据

星河园林2015年1-11月已确认收入金额为57,368.23万元，占2015年预测收入的85%，后续还有一个月的施工期能够产生收入，2015年实际收入与预测收入之间不会存在重大差异。

(二) 2015年营业预测净利润的可实现性

星河园林2015年1-11月未经审计合并利润表如下：

单位：万元

项目	2015年1-11月
营业收入	57,368.23
营业成本	41,591.94
营业税金及附加	1,859.86
销售费用	-
管理费用	6,582.18
财务费用	204.47
资产减值损失	100.50
投资收益	-
营业利润	7,029.28
营业外收入	33.77
营业外支出	5.19

利润总额	7,057.86
所得税费用	685.32
净利润	6,372.54
归属于母公司所有者的净利润	6,353.08

星河园林 2015 年 1-11 月实现净利润 6,372.54 万元，销售净利率为 11.11%，较 2014 年 10.87% 的销售净利率略有提高，主要是由于 2015 年 1-11 月星河园林毛利率水平提高，费用率保持稳定。

1、毛利率变动情况分析

项目	2015年1-11月		2014年度		2013年度	
	毛利额	毛利率	毛利额	毛利率	毛利额	毛利率
园林工程施工	14,846.77	26.92%	11,604.90	25.04%	7,503.00	23.31%
园林景观设计	364.33	40.35%	298.48	32.90%	257.95	51.62%
园林苗木销售	565.19	43.28%	1,000.62	44.40%	176.27	50.18%
合计	15,776.29	27.50%	12,904.00	26.06%	7,937.22	24.02%

星河园林 2015 年 1-11 月整体毛利率为 27.50%，较 2014 年 26.06% 的毛利率有所提升，主要是原因为：

(1) 星河园林充分发挥设计施工一体化的业务优势，广泛开展与优质地产商的设计施工一体化战略合作项目，公司进行项目设计施工并对景观效果负责，项目成果在市场上树立了良好的口碑。星河园林的议价能力不断增强。

(2) 星河园林先进的苗圃管理技术和丰富的苗圃管理经验有助于提升高品质苗木的盈利能力，随着星河园林自建苗圃中的苗木资产越来越多的应用于自身的工程项目，星河园林的毛利率水平进一步提高。

(3) 星河园林采取了多项节约工程成本的措施，主要包括：①通过集中采购的方式增加铁艺、木作、钢结构等原材料，从而降低各项目原材料的采购单价，节约了工程采购成本；②与长期合作的劳务队达成长期合作目标，通过签订框架协议确定固定综合单价，降低了签约招标成本，节约了工程劳务成本。

2、2015 年 1-11 月费用率小幅下降

项目	2015年1-11月	2014年度	2013年度
销售费用	-	-	-

管理费用（剔除股份支付费用）	6,366.89	6,215.51	4,702.19
财务费用	204.47	126.72	-26.06
期间费用合计	6,571.36	6,342.23	4,676.13
期间费用占收入比重	11.45%	12.81%	14.15%

剔除股份支付费用影响外，星河园林 2015 年 1-11 月费用占收入比重为 11.45%，受益于规模效应，期间费用率小幅下降。

综上所述，星河园林 2015 年 1-11 月实现收入 57,368.23 万元，受益于毛利率的提高，费用率的小幅下降，星河园林 2015 年 1-11 月实现净利润 6,372.54 万元。收益法评估预测星河园林 2015 年 1-12 月净利润为 6,599.30 万元，2015 年 1-11 月实现净利润占全年预测净利润的 96.56%，因此星河园林 2015 年预测净利润的可实现性较强。

中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问、评估师认为：星河园林 2015 年 1-11 月确认收入 57,368.23 万元，占 2015 年预测收入的 85%，后续还有一个月的施工期能够产生收入，2015 年实际收入与预测收入之间不会存在重大差异；受益于毛利率的提高，费用率的小幅下降，星河园林 2015 年 1-11 月实现净利润 6,372.54 万元，占收益法评估预测全年净利润的 96.56%，星河园林 2015 年预测净利润的可实现性较强。

二、 申请材料显示，收益法评估时未披露未来营业收入预测的依据。请你公司结合已有合同执行情况、后续新增项目的业务拓展情况、行业发展、竞争状况、市场占有率、同行业情况等，补充披露星河园林 2016 年及以后年度营业收入的测算依据、测算过程及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。（反馈意见第 15 题）

回复：

一、已有合同执行情况、后续新增项目的业务拓展情况、行业发展、竞争状况、市场占有率、同行业情况

（一）已签订的合同在 2016 年及 2017 年预计可实现收入的情况

截至 2015 年 11 月 30 日，星河园林已经签订的合同在 2016 年及 2017 年预计可实现收入的情况如下：

单位：万元

序号	客户名称	项目名称	合同金额	预计 2016 年可确认收入金额	预计 2017 年可确认收入金额
1	廊坊京御房地产开发有限公司	廊坊京御房地产开发有限公司环北京区域 2015-2016 年房源景观绿化工程	28,697.25	18,366.24	8,896.15
2	北京天时房地产开发有限公司	北京御汤山农业生态园项目及阿苏卫循环经济产业区重点工程村庄搬迁定向安置房项目景观工程	21,622.65	11,243.78	9,297.74
3	廊坊泰土房地产开发有限公司	华夏幸福基业廊坊大学里东西区景观工程	2,194.00	2,084.30	65.82
7	廊坊亿龙房地产开发有限公司	霸州 9 号公馆大区景观工程	3,099.54	1,859.72	1,084.84
4	山东鲁能亘富开发有限公司	领秀城线性公园、售楼处及各节点景观提升工程	4,620.00	1,617.00	115.50
5	北京顺义新城建设开发有限公司	顺义新城 B3 地块景观工程	1,797.80	1,348.51	44.95
6	北京华贸奥苑房地产开发有限公司	国华置业北京华贸城叠拼区域景观工程	1,343.00	1,141.55	33.58
8	大厂京御房地产开发有限公司	华夏幸福基业潮白河孔雀城榕枫园、玉兰园景观工程	984.00	934.80	29.52
9	北京京投瀛德置业有限公司	潭柘寺地块 C8 项目示范区景观工程	960.00	816.00	-
10	北京天时房地产开发有限公司	御汤山山体公园景观绿化工程	1,100.72	770.50	110.07
	其他客户	其他项目	157,849.87	6,075.52	3,153.02
	合计		224,268.83	46,257.92	22,831.19

（二）后续新增项目的业务拓展情况

星河园林的下游客户主要为各类房地产开发商，在业务拓展中推行打造战略客户网络的策略。结合行业发展趋势和企业自身优势，星河园林进一步巩固了现有客户资源网络，

并且积极与北京国华置业、鲁能集团、华夏幸福基业等地产商洽谈合作项目。在巩固优势地产园林业务的同时，星河园林将逐步建立与地方政府的合作关系，开拓市政园林项目，从而进一步完善业务类型，保障未来营业收入的增长。

（三）行业发展、竞争状况、市场占有率及同行业情况

1、行业发展情况

受益于国民经济的持续增长、城镇化进程的稳步推进、国家相关政策的大力支持以及居民生态环保意识的不断提升，我国园林绿化行业呈现出良好的发展趋势：

（1）地产园林市场不断发展

作为房地产行业的上游产业，地产园林市场的发展与房地产行业的发展有紧密的正向联系，房地产开发规模及其配套园林绿化投入直接决定了地产园林的市场空间。近年来，在城镇居民改善居住环境需求增高、城镇化过程中新增城镇人口的住房需求增加、居民收入水平提高以及产业政策利好等因素的促进下，我国房地产市场持续发展。根据国家统计局数据，2014年我国房地产开发总投资额达到95,035.61亿元，近十年复合增长率为25.06%。社会资金投入园林绿化成为行业发展的主要驱动力之一，地产园林绿化市场受益于房地产业健康发展而持续增长。

（2）市政园林市场稳步增长

市政园林的下游客户主要为各级政府机构及相关事业单位，市政园林的发展与地方政府对园林绿化行业的重视程度和投资力度密切相关。近年来，在国家“大力推进生态文明建设”和“美丽中国”等相关政策的指引下，各地政府对于城市绿化建设重视程度不断提升，不断加强了对城市绿化建设的投资力度，促进了市政园林长足发展。根据国家统计局数据，2013年我国城市绿化建设投资额达到2,234.86亿元，近十年复合增长率为25.02%。未来随着各级政府对公共园林绿化的持续投入，市政园林市场规模将进一步扩大。

（3）生态修复市场逐渐兴起

近年来，为了改善经济发展过程中对环境造成的负面影响，国家及各级政府持续加强了环境治理的力度，国内的生态修复市场逐渐发展起来，主要包括铁路和公路等道路边坡生态修复、水利工程生态修复、矿山开采生态修复、沙漠治理与荒漠化防治等。随着生态建设具体规划的进一步落实，生态修复领域作为生态环境建设的重要板块将迎来更加广阔

的市场空间，生态修复很有可能成为园林绿化行业中除了地产园林、市政园林之外的重要细分市场。

2、行业竞争情况

我国园林绿化行业竞争充分，市场竞争呈现如下特点：

(1) 行业集中度低。我国园林绿化行业处于蓬勃发展阶段，行业非常分散，各等级企业数量众多，呈现“大行业、小公司”特点。大部分中小园林绿化企业经营实力偏弱，导致行业内中低端市场竞争异常激烈，日趋饱和。未来随着行业的不断发展，行业资源将得到有效整合，市场集中度将不断提高，资质优秀、综合实力雄厚的园林企业将占据更大的市场份额。

(2) 区域性竞争为主。目前我国园林绿化行业的竞争仍然以区域性竞争为主。大多数园林企业凭借着对所在区域环境的熟悉，稳定而优质的供应商和客户资源，良好的区域内品牌信誉度，在区域内占有重要的市场份额。伴随园林绿化行业发展的新机遇，跨区域经营成为行业发展的新趋势。

(3) 园林绿化企业一体化经营成为必然的竞争趋势。在激烈的市场竞争中，行业内领先企业将业务链进一步向苗木种植和景观设计环节延伸，通过降低原材料风险和加强设计与施工联动提高整体业务毛利率。掌握绿化苗木培育、园林景观设计、园林工程施工及园林绿化养护一体化综合服务能力的园林企业能够充分满足客户的多项需求，具有差异化竞争优势，成为行业内企业竞争发展的必然趋势。

3、市场占有率及同行业情况

公开信息未披露园林绿化行业的总体市场规模，园林绿化市场主要由地产园林及市政园林组成，据中国产业信息网统计，2014年我国地产园林市场容量约为1,900亿元，市政园林市场容量约为2,800亿元，园林绿化行业市场规模超过4,700亿元。据此计算，园林绿化行业上市公司2014年市场占有率如下：

公司名称	营业收入（万元）	市场占有率
棕榈园林	500,355.23	1.06%
东方园林	467,952.74	1.00%
普邦园林	313,286.64	0.67%
铁汉生态	200,309.27	0.43%

岭南园林	108,595.98	0.23%
平均值	318,099.97	0.68%
星河园林	49,514.93	0.11%

由上表可见，园林绿化行业上市公司 2014 年平均市场占有率为 0.68%，其中营业收入最大的棕榈园林也只占园林绿化行业市场规模的 1.06%，因此，作为非上市公司星河园林，市场占有率较低，约为 0.11%。

二、星河园林 2016 年及以后年度营业收入的测算依据、测算过程及合理性

（一）营业收入预测依据及测算过程

园林工程收入是星河园林营业收入的主要来源，在收益法评估中预测 2016 年、2017 年星河园林的业务规模不断扩大，园林工程收入增长率均以 25%进行考虑，此后按照历年增长率递减的趋势进行预测，2018 年至 2020 年的增长率分别以 20%、14%、9%进行考虑，并假设在 2020 年后模保持不变，企业永续经营。

园林设计收入和苗木销售收入在星河园林主营业务收入中占比较小，在收益法评估中预测未来年度园林设计收入和苗木销售收入以递减的增长率保持小幅增长，2016 年至 2020 年的增长率分别为 10%、10%、5%、2%、0%。

收益法评估中 2016 年及以后年度的预测收入具体如下：

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
收入	园林工程	82,312.98	102,891.22	123,469.47	140,755.20	153,423.16
	园林设计	1,098.91	1,208.80	1,269.24	1,294.63	1,294.63
	苗木销售	641.34	705.48	740.75	755.56	755.56
	合计	84,053.23	104,805.50	125,479.46	142,805.39	155,473.35
增长率	园林工程	25%	25%	20%	14%	9%
	园林设计	10%	10%	5%	2%	0%
	苗木销售	10%	10%	5%	2%	0%
	合计	25%	25%	20%	14%	9%

（二）营业收入预测的合理性分析

本次收益法评估在预测 2016 年及以后年度营业收入时综合考虑了星河园林已签订工程项目合同未来预计确认收入、星河园林收入增长情况、园林绿化行业的发展情况及同行业上市公司营业收入增长情况，具有较强的合理性：

1、根据收益法预测，2016 年、2017 年的营业收入预测分别为 84,053.23 万元、104,805.50 万元。截至 2015 年 11 月 30 日，星河园林已签订工程项目合同预计 2016 年、2017 年可确认收入分别为 46,257.92 万元、22,831.19 万元，分别占当年营业收入预测的 55.03%、21.78%，已签订合同为星河园林实现预期销售规模提供了良好的保障。此外，星河园林推行打造战略客户网络的市场拓展策略，正在积极与多个地产商洽谈合作项目，未来将陆续进行项目建设，带来较大的工程销售收入。

2、近年来，星河园林凭借着丰富的苗木资源、设计施工一体化能力、区域品牌知名度等竞争优势，星河园林业务规模拓展迅速，营业收入呈现较高幅度的增长。2014 年，星河园林营业收入增长率为 44%，根据 2015 年 7-12 月的收入预测，2015 年的营业收入增长率预测为 36.19%。基于星河园林的业务开展情况与竞争优势，预测业绩承诺期星河园林营业收入持续增长，增长率均为 25%。此后，随着星河园林规模的扩大，预测收入增长率将有所放缓。

3、星河园林主要专注于打造地产园林工程项目，业务拓展与下游房地产行业的发展状况息息相关。近十年房地产开发总投资额复合增速超过 25%，预期未来也将保持稳定增长，为园林绿化行业的持续发展提供了充足的市场空间。

4、同行业上市公司最近三年营业收入平均增速约为 29%，反映出具有综合业务能力的园林绿化企业在行业竞争发展中业务规模不断扩大，发展前景良好。

中介机构核查意见

经核查，中广信评估机构：本次收益法评估在预测 2016 年及以后年度营业收入时综合考虑了星河园林已签订工程项目合同未来预计确认收入、星河园林历史收入增长情况、园林绿化行业的发展情况及同行业上市公司营业收入增长情况，具有较强的合理性。

三、 申请材料显示，收益法评估时计算星河园林 Beta 值时选用的可比公司为“SW 园林工程III”板块的 7 家上市公司。请你公司：1) 补充披露“SW 园林工程III”板块上市公司的具体名称、选取原因及可比性。2) 比对重组报告书“管理层讨论与分析”部分选取的可比上市公司，补充披露是否存在差异，如存在，请披露原因。3) 按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组(2014 年修订)》第二十四条的要求，补充披露收益法评估中折现率相关参数选取的依据及合理性，请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。(反馈意见第 16 题)。

回复：

一、“SW 园林工程III”板块上市公司的具体名称、选取原因及可比性

“SW-建筑装饰-SW 园林工程 II - SW 园林工程III”板块上市公司的具体名称如下表所示：

证券代码	证券简称
000010. SZ	深华新
002200. SZ	云投生态
002310. SZ	东方园林
002431. SZ	棕榈园林
002663. SZ	普邦园林
300197. SZ	铁汉生态
600610. SH	中毅达

评估师在在评估实务中通常有两种计算方法，一种是选取几个同行业单公司的 Beta，然后通过调整计算，取其平均数作为被评估企业所属行业的 Beta；另一种方法是直接计算行业的 Beta，然后再调整计算得出含财务杠杆调整的被评估企业所属行业的 Beta。本次运用的方法是直接计算行业的 Beta，然后再调整计算得出含财务杠杆调整的被评估企业所属行业的 Beta。资本市场上不同的研究机构对行业的分类口径并不完全一致，Wind 资讯中对行业的分类分别列出了证监会、申银万国、中信证券等多家机构的研究成果供选用。星河园林的主营业务是园林工程，评估师分别查询了多家机构对该类业务的行业划分，认为申银万国的分类方法下的公司更贴近星河园林所属行业，因此，在板块选取时选用了申银万国的分类方法即“SW-建筑装饰-SW 园林工程 II - SW 园林工程III”，而证券会的行业分类“CSRC

建筑业-CSRC 土木工程建筑业”和中信的行业分类“CS 建筑-建筑施工 II-建筑施工 III”下的公司包含了较多的建筑类企业与星河园林从事的园林工程业务有较大差异。

二、重组报告书“管理层讨论与分析”部分选取的可比上市公司与“SW 园林工程 III”板块上市公司存在差异的原因。

重组报告书“管理层讨论与分析”部分选取的 4 家可比上市公司，是独立财务顾问在对上市公司进行财务指标分析时依其职业经验选取，而评估师计算星河园林 Beta 值时对可比上市公司板块的选取是评估师依据 Wind 资讯软件中申银万国对行业所做分类的选取，存在一定的差异，其中东方园林、棕榈园林、普邦园林重叠。管理层讨论与分析”部分选取的 4 家可比上市公司为：东方园林、普邦园林、岭南园林和棕榈园林均从事园林行业多年，有着深厚的行业经验，与星河园林的业务类型、行业经验更为接近；而评估师因本次运用的方法是直接计算行业的 Beta，然后再调整计算得出含财务杠杆调整的被评估企业所属行业的 Beta，更加注重对行业内公司的覆盖。独立财务顾问和评估师选取的可比上市公司不完全一致并不影响计算和分析的合理性。

三、收益法评估中折现率相关参数选取的依据及合理性，

（一）折现率相关参数的选取依据

1、无风险报酬率

无风险报酬率是对资金时间价值的补偿，本次估值的无风险报酬率根据万得资讯查询并计算的 2015 年 6 月 30 日 10 年期以上的国债到期平均到期收益率确定为 4.1977%。

证券代码	证券简称	剩余期限(年) [日期]2015-06-30 [单位]年	收盘到期收益率 [日期]2015-06-30 [计算方法]央行规则
Z00057.00	98 特别国债	13.2274	
9802.IB	98 国债 2	13.2274	7.1965
019325.SH	13 国债 25	28.5452	4.9175
019040.SH	10 国债 40	25.5452	4.2291
100040.IB	10 付息国债 40	25.5452	4.2093
.....
.....
030014.IB	03 国债 14	18.5562	1.6398
019510.SH	15 国债 10	50.0192	3.9929
140010.IB	14 付息国债 10	49.0219	4.6776
101410.SZ	国债 1410	49.0219	4.6689
140010.BC	14 付息国债 10(柜台)	49.0219	

110012.IB	11 付息国债 12	46.0192	4.8519
019410.SH	14 国债 10	49.0219	4.6689
019112.SH	11 国债 12	46.0192	4.4790
101112.SZ	国债 1112	46.0192	4.4790
019930.SH	09 国债 30	44.5315	4.2991
100930.SZ	国债 0930	44.5315	4.2991
090030.IB	09 付息国债 30	44.5315	4.2998
	平均值		4.1977

2、风险系数 β

β 为衡量标的公司系统风险的指标，通常采用商业数据服务机构所公布的公司股票的 β 值来替代。本次评估中，根据被评估企业所属行业为园林工程，通过万得软件查询得出被评估企业所属行业加权剔除财务杠杆调整 Beta 为 0.8362。

板块名称		SW 园林工程III
证券数量:		7
标的指数		沪深 300
计算周期		周
时间范围	从	2012-7-1 至 2015-6-30
收益率计算方法		普通收益率
剔除财务杠杆 (D/E)		按市场价值比
加权方式		总市值加权平均
原始 beta		0.8628
加权调整 Beta		0.9081
加权剔除财务杠杆原始 Beta		0.7952
加权剔除财务杠杆调整 Beta		0.8362

数据来源：Wind 资讯

3、市场超额收益率 ERP 的确定

市场超额收益率 (ERP) 反映的是投资者因投资于风险相对较高的资本市场而要求的高于无风险报酬率的风险补偿。其中证券交易指数是用来反映股市股票交易的综合指标，证券交易指数的收益率可以反映股票市场的股票投资收益率，故结合被评估企业的经营规模等情况本次评估通过选用沪深 300 指数成份股的指数收益率作为股票投资收益的指标，计算确定其作为市场预期报酬率。

通过估算我们可以分别计算出 2003 至 2014 年每年的市场风险超额收益率 ERP_i ，由于本次我们评估是要估算未来的 ERP，因此我们最终需要选择上述 2009-2014 年每年 ERP 的平均值作为我们需要估算的未来的 ERP。我们的估算结果如下：

2014 年市场超额收益率 ERP 估算表（沪深 300）

序号	年份	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 几何平均值-Rf
1	2009	18.21%	4.05%	14.16%
2	2010	13.47%	4.25%	9.23%
3	2011	5.33%	3.89%	1.44%
4	2012	6.26%	4.11%	2.15%
5	2013	8.99%	4.27%	4.72%
6	2014	14.40%	4.27%	10.14%
	平均值	11.11%	4.14%	6.97%

由于本次评估被评估企业资产的持续经营期超过 10 年，因此我们认为选择 ERP=6.97% 作为目前国内股权超额收益率 ERP 未来期望值比较合理。

4、企业特定风险调整系数 Rc 的确定

经过对企业的规模、经营阶段、历史经营情况、财务风险、业务市场的连续性、经营业务、产品和地区的分布、内部管理及控制机制、管理人员的经验和资历、对主要客户及供应商的依赖等因素的综合分析和考虑，设定被评估企业特定风险调整系数 Rc 为 3.754%。具体分析如下：

（1）公司规模风险 Rs 的估算

我们按超额收益率 Rs 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：

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

其中：

Rs：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。

上一会计年度利润总额为 30,975,218.06 元，利息支出为 1,447,877.22 元，年初资产总额 188,007,775.66 元，年末资产总额 311,760,737.69 元，于是有：ROA=12.975%，Rs=2.88%。

(2) 企业的其他风险分析取值为 0.87%:

序号	叠加内容	说明	取值 (%)
1	企业所处经营阶段;历史经营情况;企业业务市场的连续性	企业处在经营上升阶段;企业已形成自身的品牌,在同行业有一定的知名度;业务市场的连续性较好.	0.24
2	企业的财务风险	企业凭保函向金融机构贷款	0.2
3	企业经营业务、产品和地区的分布;对主要客户及供应商的依赖	市场主要是国内,主要集中在京津冀地,中高端房地产市场,尚需拓广;对主要客户的及供应商的依赖度不高	0.22
4	公司内部管理及控制机制;管理人员的经验和资历	公司的内部管理和控制机制非常完善;公司管理人员的经验丰富	0.21
合计			0.87

5、折现率(即 WACC 模型)的计算

负息负债	37,569,114.90
权益价值	132,046,515.34
短期付息负债	37,569,114.90
长期付息负债	0
所得税率	12.53%
被评估单位 Beta*	1.04
无风险收益率(Rf) (1)	4.1977%
超额风险收益率(ERP)	6.97%
公司特有风险超额收益率(Rs)	3.75%
权益资本成本(Re) (2)	15.48%
银行贷款利率(1年以内平均)	7.20%
银行贷款利率(5年以上)	0
税前债务成本	7.20%
债务资金成本(Rd) (3)	6.30%
权益价值比例(We) (4)	77.85%
债权比例(Wd) (5)	22.15%
折现率(WACC) (6)	13.25%

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

上述公式中: D—债权价值; E—股权价值; T: 适用所得税率;

$$2、 R_d = \left(\frac{\text{短期负债}}{\text{负息负债}} \times \text{一年内银行贷款利率} + \frac{\text{长期借款}}{\text{负息负债}} \times \text{五年以上银行贷款利率} \right) \times (1 - \text{适用所得税率})$$

$$3、WACC = R_e \frac{E}{D + E} + R_d \frac{D}{D + E}$$

其中：WACC 为加权平均总资本回报率；E 为股权价值；Re 为股本回报率；D 为付息债权价值；Rd 为债权回报率。

根据以上结果，本次评估折现率取 13.25%。

四、与同类收购案例对比分析折现率的合理性

序号	收购方证券名称	标的资产	折现率
1	云投生态	云南洪尧园林绿化工程有限公司 66%股权	14.10%
2	蒙草抗旱	浙江普天园林建筑发展有限公司 70%股权	11.70%
3	深华新	江苏八达园林有限责任公司 100%股权	13.40%
4	海南瑞泽	三亚新大兴园林股份有限公司 100%股权	12.50%
5	三特索道	苏州枫彩生态农业科技集团有限公司 100%股权	预案阶段未披露
	平均值		12.93%
	铁汉生态	星河园林	13.25%

由上表可见，星河园林在评估过程中所采用的折现率与同类收购案例相比处于中间水平，具备合理性。

中介机构核查意见

经核查，中广信评估机构认为：公司已补充披露了“SW 园林工程III”板块上市公司的具体名称；申银万国的分类方法下的公司更贴近星河园林所属行业。“管理层讨论与分析”部分选取的 4 家可比上市公司均从事园林行业多年，有着深厚的行业经验，与星河园林的业务类型、行业经验更为接近；而评估师因本次运用的方法是直接计算行业的 Beta，然后再调整计算得出含财务杠杆调整的被评估企业所属行业的 Beta，更加注重对行业内公司的覆盖。独立财务顾问和评估师选取的可比上市公司不完全一致并不影响计算和分析的合理性。

公司已在“折现率的确定”中补充披露了折现率相关参数选取的依据及合理性。星河园林在评估过程中所采用的折现率与同类收购案例相比处于中间水平，具备合理性。

四、 请你公司补充披露收益法评估时追加营运资金的测算依据和测算过程。请独立财务

顾问和评估师核查并发表明确意见。（反馈意见第 17 题）。

回复：

营运资金增加额指被评估单位在不改变当前营业条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续增长的经营能力所需的新增资金。

营运资金的变化是现金流的组成部分，主要通过分析被评估单位历年流动资产和流动负债的变化情况，同时分析被评估单位经营情况特点进行预测。

在未来年度营运资金需求的预测实务中有多种方法，但目前尚没有统一使用的最好方法，评估师通过分析计算前期营运资金占营业收入的比率，然后以预测年度的销售收入作为基准，得出预测未来年度所需的营运资金，从而确定各年营运资金增量。预测时结合企业发展趋势、实际竞争力、行业地位等各方面因素综合考虑，该比例并不是一成不变，如行业地位高了，很多情况下可以占用更少的营运资金。预测年度营运资金根据历史年度占主营业务收入平均比例调整预测：

营运资金=流动资产-流动负债

营运资金占用率=(平均流动资产-平均流动负债)/营业收入净额

=营运资金平均占用/营业收入净额

未来年度营运资金平均占用=营运资金占用率*未来年度营业收入净额

某年度营运资金增量=某年度营运资金平均占用-上年度营运资金平均占用

具体估算过程：以审计后的两年一期的财务报表数据为基础，先计算出 2014 年和 2015 年评估基准日两报告期对应的营运资金占用占当期营业收入的比率，由于实际业务开展的非均衡性，取两期营运资金占营业收入的比率的平均值作为未来年度预测营运资金的依据：

单位：万元

项目	2013 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日	2015 年 6 月 30 日	营运资金占营业收入的比率（前两期的平均数）
流动资产：				
应收票据	-	-	-	-
应收账款	2,295.45	2,894.08	1,754.03	
预付账款	227.00	549.42	831.99	
存货	11,179.95	20,604.60	37,799.27	

流动资产合计	13,702.40	24,048.10	40,385.29	
流动负债：				
应付票据	-	-	-	
应付账款	2,885.27	10,003.62	21,962.66	
预收账款	10,484.10	6,595.80	4,301.24	
应付职工薪酬	90.38	526.46	296.87	
应交税费	252.53	294.20	707.38	
流动负债合计	13,712.27	17,420.07	27,268.15	
营运资金=流动资产-流动负债	-9.87	6,628.02	13,117.15	
平均营运资金	---	3,309.08	9,872.59	
主营业务收入	33,045.26	49,514.93	29,048.35	
营运资金占营业收入的比率=平均营运资金/销售收入净额		6.68%	33.99%	20.33%

未来年度营运资金及其增量的具体预测结果如下：

单位：万元

项目	2015年	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度
主营业务收入（预测）（A）	67,432.43	84,053.23	104,805.50	125,479.46	142,805.39	155,473.35
营运资金占营业收入的比率=平均营运资金/销售收入净额（B）	20.33%	20.33%	20.33%	20.33%	20.33%	20.33%
营运资金（C）=（A）*（B）	13,709.01	17,092.11	21,312.05	25,516.08	29,039.28	31,615.29
营运资金增加=下一年营运资金-当年营运资金	1,214.52	3,379.82	4,219.95	4,204.02	3,523.20	2,576.01

中介机构核查意见

经核查，中广信评估机构认为：追加营运资金的测算依据合理，测算过程准确。

(本页以下无正文)

法定代表人：汤锦东

(签章)

注册资产评估师：

杨子奇

注册资产评估师：

汤锦东

广东中广信资产评估有限公司

2015年12月23日