

SDRI 启源

西安启源机电装备股份有限公司

关于

《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见
通知书》[161341]号

之

反馈意见答复

独立财务顾问



签署日期：二〇一六年七月

中国证券监督管理委员会：

西安启源机电装备股份有限公司（以下简称“启源装备”、“本公司”或“公司”）收到贵会于2016年6月29日出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（[161341]号，以下简称“《反馈意见》”），我公司及相关中介机构对《反馈意见》进行了认真研究和落实，并按照《反馈意见》的要求对所涉及的事项进行了资料补充和问题答复，现提交贵会，请予审核。

在本反馈意见答复中，除非另有说明，所述词语或简称与《西安启源机电装备股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》中“释义”所述词语或简称具有相同含义。

目 录

- 1、申请材料显示，六合天融所在行业特点为前期资金投入金额较大，款项回款期较长。由于工程施工、结算与收款进度不匹配，报告期应收账款及存货余额均持续增加，2014年底金额分别为3.34亿元和4.72亿元，2015年底金额分别为7.17亿元和7.36亿元。请你公司结合六合天融主要项目、信用政策、同行业可比公司应收账款和存货周转率情况等，补充披露六合天融报告期应收账款及存货金额较大的原因及合理性。请独立财务顾问及会计师核查并发表明确意见。..... 4
- 2、申请材料显示，2015年六合天融减小了烟气治理相关业务拓展，转而开拓清洁能源的替代升级改造等业务，业务结构发生一定变化。请你公司结合六合天融收入结构的调整，补充披露开展清洁能源业务对六合天融应收账款和存货周转率的影响。请独立财务顾问及会计师核查并发表明确意见。..... 9
- 3、申请材料显示，2015年六合天融对业务拓展领域进行了调整，增加了盈利能力较强的清洁能源替代行业，导致六合天融2015年收入大幅下降的同时，净利润仍大幅上升。请你公司结合同行业可比公司同类产品毛利和毛利率水平的比较分析，分业务补充披露六合天融2015年毛利和毛利率水平的合理性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。..... 11
- 4、申请材料显示，本次交易以2015年11月30日为基准日对六合天融全部股东权益价值进行评估，评估结果较以2014年11月30日为基准日的评估值减少3,390万元。从两次评估差异看，本次交易评估经营现金流较前次增加，营运资金及付息、债务较前次增加。请你公司结合两次评估基准日六合天融经营情况的主要变化及同行业可比公司同类业务毛利率水平，补充披露六合天融：1) 收益法评估中预测期净利润增加的主要依据及合理性。2) 有息负债增加的原因及主要用途。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。..... 14
- 5、申请材料显示，由于业务种类的调整，六合天融的业务侧重有所转变，减少了对销售人员的依赖。同时，六合天融不再按照传统模式依靠销售人员个人跑单接单，而是更依靠自身品牌效应及行业积淀，依靠整体的渠道资源去争取新的项目合作机会，导致销售经费有所减少。请你公司补充披露上述销售模式改变的原因、可持续性及其对六合天

融经营业绩和评估结果的影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

..... 21

1、申请材料显示，六合天融所在行业特点为前期资金投入金额较大，款项回款期较长。由于工程施工、结算与收款进度不匹配，报告期应收账款及存货余额均持续增加，2014年底金额分别为3.34亿元和4.72亿元，2015年底金额分别为7.17亿元和7.36亿元。请你公司结合六合天融主要项目、信用政策、同行业可比公司应收账款和存货周转率情况等，补充披露六合天融报告期应收账款及存货金额较大的原因及合理性。请独立财务顾问及会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、六合天融报告期应收账款及存货金额较大的原因及合理性

（一）六合天融应收账款及存货的确认符合会计准则的规定

报告期内，六合天融从事烟气治理工程及运营、清洁能源替代升级改造工程及运营等业务以EPC模式为主，其收入、成本、存货、应收账款的确认原则和方法如下：

1、收入与成本的确认

在建造合同的结果能够可靠估计的情况下，于资产负债表日按照完工百分比法确认合同收入和合同费用。合同完工比例采用累计发生成本占预计总成本的比例确认，具体计算公式如下：

完工进度=累计发生成本÷预计总成本

累计合同收入=完工进度×合同总收入

当期工程收入=累计合同收入—以前会计期间累计已确认合同收入

其中：（1）预计总成本根据计划经营部门协同项目负责人、采购部、设计部共同报送的项目总概算确定；（2）合同总收入根据标的公司与客户签订的总包合同报价以及工程施工过程中的洽商变更（工程增、减项，补充协议或补充合同）等确定。

合同执行期间，根据各项目报送的分月产值表分别确认其各月已发生成本，计算出完工比例，最终以项目合同总金额及完工比例确认项目收入；如果由于工程增、减项或劳务用工量、主材用量、主材价格等因素变化导致造价发生较大变更，计划经营部根据变动因素影响金额编制修订的预计总成本，并报事业部经营负责人审批；完工时，根据实际与分包商、供应商的结算金额，调整最终成本。

2、具体会计处理

(1) 标的公司在发生施工成本时，借记“工程施工-施工成本”科目，贷记“货币资金”、“应付账款”等相关科目；采购到现场暂未安装的设备作为存货核算，借计“存货”科目，贷记“应付账款”等相关科目；设备安装完成时，借记“工程施工-施工成本”科目，贷记“存货”科目。

(2) 月末根据工程进度，按完工百分比法确认工程收入时，借记“工程施工-合同毛利”科目，借记“主营业务成本”科目，贷记“主营业务收入”科目，并同时借记“工程结算”科目（相应收入部分的销项增值税金额），贷记“应交税金-应交增值税-销项税”科目。

(3) 客户根据工程进度签署结算单时，借记“应收账款”科目（含销项税金额），贷记“工程结算”科目（含销项税金额）。

(4) 工程结束，项目施工及结算工作全部完成时，同一项目下“工程施工”科目余额应等于“工程结算”科目余额。标的公司借记“工程结算”科目，贷记“工程施工”科目，将上述科目余额结清。

(5) “存货-建造合同形成的已完工未结算资产”是由前述工程施工减工程结算计算得来，工程施工是对建设项目成本、毛利的归集，随着项目成本的发生和收入成本的确认，按完工进度每期确认，工程结算是依据客户出具的验收单进行确认。由于工程类项目经客户验收出具的结算单与工程自身的施工进度确认时点不一致，导致工程施工与工程结算之间存在差额，即形成完工未结算存货。

(二) 应收账款金额较大的原因及合理性分析

截至 2014 年末和 2015 年末，六合天融应收账款净额分别为 31,581.31 万元和 45,630.79 万元，截至 2015 年末六合天融应收账款较 2014 年末增加，主要因为：(1) 六合天融主要采取 EPC 模式，按完工比例确认收入，依据客户确认的结算单确认应收账款，并根据合同约定按照工程进度收取进度款，存在进度款结算较项目工作量结算延后情形；(2) 部分六合天融承建的项目为大型工程项目中环保相关工程，需等到整体工程全部完工验收合格后，方能结算付款；(3) 六合天融从事脱硫脱硝等烟气治理业务的客户群主要为钢铁、冶金、电解铝及上述行业配套电厂等。六合天融给予客户的信用期

一般为 1-3 个月，但是由于下游行业产能过剩、景气度较低，业主因资金紧张加强资金管控，付款内部控制流程繁琐，支付进度款出现一定程度的延期；（4）清洁能源业务的项目工程施工主要集中在 2015 年四季度并在 2015 年末进入主体结算阶段，形成了应收账款。

六合天融 2014 年和 2015 年的应收账款周转率分别为 3.97 次/年和 2.34 次/年，和同行业可比公司同期应收账款周转率比较如下所示：

公司	2015 年	2014 年
清新环境（002573.SZ）	3.00	3.60
龙净环保（600388.SH）	4.16	4.14
远达环保（600292.SH）	2.26	2.62
永清环保（300187.SZ）	2.61	5.12
平均值	3.01	3.87
六合天融	2.34	3.97

注：选择主营业务中烟气治理占比较大的 A 股上市公司为可比公司；应收账款周转率=营业收入/（（期初应收账款账面价值+期末应收账款账面价值）/2）

六合天融 2014 年的应收账款周转率接近可比公司应收账款周转率平均水平。六合天融 2015 年应收账款周转率有所下降并低于可比公司平均水平，主要因为：（1）六合天融减小了烟气治理相关业务拓展，转而开拓清洁能源的替代升级改造等业务，使得六合天融 2015 年收入较 2014 年有所下降；（2）清洁能源业务的项目工程施工主要集中在 2015 年四季度，工程结算及收款需要一定周期，期末形成应收账款 8,464.71 万元，使得 2015 年末应收款金额较 2014 年末增加。截至 2016 年 5 月末，上述应收账款已收回 5,330.00 万元。

报告期内，六合天融应收账款账龄结构如下：

账龄分析	2015 年 12 月 31 日		2014 年 12 月 31 日	
	余额（万元）	占比	余额（万元）	占比
1 年以内	34,699.93	73.56%	18,951.24	56.68%
其中：6 个月以内	22,554.21	47.81%	16,229.33	48.54%
7-12 个月	12,145.72	25.75%	2,721.91	8.14%

账龄分析	2015年12月31日		2014年12月31日	
	余额(万元)	占比	余额(万元)	占比
1至2年	9,919.88	21.03%	8,594.22	25.70%
2至3年	1,237.30	2.62%	3,322.85	9.94%
3至4年	694.66	1.47%	1,355.95	4.06%
4至5年	253.04	0.54%	877.12	2.62%
5年以上	365.98	0.78%	333.63	1.00%
合计	47,170.79	100.00%	33,435.01	100.00%

从账龄结构来看，截至2014年末和2015年末，六合天融应收账款余额中账龄在两年之内的应收账款占比分别为82.39%和94.59%，账龄结构较为健康。截至2016年5月末，六合天融（母公司口径）已收到期后回款11,412.93万元。

（三）存货金额较大的原因及合理性

1、六合天融存货金额较大的原因

截至2014年末和2015年末，六合天融的存货余额分别为76,411.44万元和76,999.91万元。存货主要为建造合同形成的已完工未结算资产，具体构成如下：

单位：万元

存货种类	2015年12月31日		2014年12月31日	
	金额	占比	金额	占比
建造合同形成的已完工未结算资产	73,631.26	95.63%	71,441.98	93.50%
库存商品	2,225.53	2.89%	2,956.51	3.87%
原材料	935.27	1.21%	1,225.43	1.60%
在产品	207.85	0.27%	786.17	1.03%
周转材料	-	0.00%	1.34	0.00%
合计	76,999.91	100.00%	76,411.44	100.00%

由于烟气治理行业竞争日趋激烈，六合天融为保持市场份额，在2015年前承接大量钢铁、冶金、电解铝及上述行业配套电厂等客户的烟气治理工程项目，此类项目工期通常较长、合同金额较大，在施工后客户结算手续尚需履行评审验收等程序，耗时较长。

六合天融截至 2015 年末计入已完工未结算工程的项目主要为包括滨州市北海信和新材料有限公司提供二期 4×330MW 机组烟气脱硫项目、本溪北方铁业有限公司三期 400m² 烧结机脱硫项目、信阳县汇宏新材料有限公司 4×330MW 烟气脱硫工程项目等，上述项目未能在 2015 年取得客户结算确认，使得六合天融期末存货余额较大。

六合天融 2014 年和 2015 年的存货周转率分别为 2.11 次/年和 0.89 次/年，和同行业可比公司同期存货周转率情况比较如下所示：

公司	2015 年	2014 年
清新环境（002573.SZ）	3.93	6.35
龙净环保（600388.SH）	1.06	1.16
远达环保（600292.SH）	3.47	3.24
永清环保（300187.SZ）	1.84	1.93
平均值	2.57	3.17
六合天融	0.89	2.11

注：选择主营业务中包含烟气治理业务的 A 股上市公司为可比公司。存货周转率=营业成本/（（期初存货账面价值+期末存货账面价值）/2）

报告期内，六合天融的存货周转率低于行业可比公司平均水平，主要由于六合天融的业务以 EPC 模式为主，工程类项目收入占比达到 70%左右；同行业上市公司除工程项目外，有大量的运营、设备销售等业务，此类业务的存货周转率一般高于工程类项目，使得可比公司的综合存货周转率高于六合天融。2015 年六合天融减小了烟气治理相关业务拓展，转而开拓清洁能源的替代升级改造等业务，使得营业成本较大幅度下降，导致 2015 年存货周转率相应降低。

二、中介机构结论性意见

（一）独立财务核查意见

经核查，独立财务顾问认为：六合天融应收账款的确认符合会计准则的要求，报告期末余额较大主要是由于 EPC 模式下工程施工、结算与收款进度不匹配、下游客户受行业影响结算及付款周期较长、清洁能源业务集中在第四季度施工且期末尚未结算等原因，根据与同行业可比公司情况的比较和六合天融应收账款账龄结构的分析，具有合理性。

六合天融存货的确认符合会计准则的要求。由于六合天融承接的工程项目工期较长、合同金额较大，结算前在“存货-建造合同形成的已完工未结算资产”科目核算，使得六合天融期末存货余额较大。六合天融的存货周转率低于同行业上市公司，主要是由于 EPC 模式业务会计核算、报告期内工程类项目占比较大和下游行业客户结算周期较长所致。随着六合天融业务模式的调整、建设工程的逐步完工及客户的确认结算，存货金额预计将逐步下降。

（二）会计师核查意见

经核查，会计师认为：根据工程合同、概算书、产值表等原始单据，会计师履行了必要的审计程序，认为报告期内应收账款已按照《企业会计准则第 22 号-金融工具确认和计量》的相关规定合理确认，存货已按照《企业会计准则第 1 号-存货》及《企业会计准则第 15 号—建造合同》的相关规定合理确认。六合天融的应收账款及存货金额符合标的公司实际情况，具有合理性。

三、关于补充披露的说明

上述相关内容已在重组报告书“第九节 管理层讨论与分析/四/（一）主要资产负债构成”相关部分补充披露。

2、申请材料显示，2015 年六合天融减小了烟气治理相关业务拓展，转而开拓清洁能源的替代升级改造等业务，业务结构发生一定变化。请你公司结合六合天融收入结构的调整，补充披露开展清洁能源业务对六合天融应收账款和存货周转率的影响。请独立财务顾问及会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、清洁能源业务对六合天融应收账款和存货周转率的影响

六合天融根据行业发展趋势和国家政策指引，自 2015 年起对业务拓展领域进行调整，减少了利润率相对较低、回款较慢的钢铁、冶金、电解铝及上述行业配套电厂等客户的烟气治理项目，利用现有客户资源和品牌效应，逐步增加盈利能力较强的清洁能源替代升级改造等业务。

六合天融开展清洁能源业务对应收账款的影响如下：

项目	2015年	2014年
应收账款周转率-包含清洁能源业务（次/年）	2.34	3.97
应收账款周转率-扣除清洁能源业务（次/年）	2.31	3.99
差异	0.03	-0.02

注：应收账款周转率-扣除清洁能源业务=扣除清洁能源业务后的营业收入/（（扣除清洁能源业务后的期初应收账款账面价值+扣除清洁能源业务后的期末应收账款账面价值）/2）

2014年，清洁能源业务收入规模较小，仅占当年主营业务收入的0.57%，对应收账款周转率影响较小。2015年，清洁能源业务的项目工程建设主要集中在第四季度，工程结算及收款需要一定周期，造成年末应收款金额较大，其应收账款周转率与其他业务的综合周转率较为接近，对应收账款周转率影响也较小。从长期来看，清洁能源业务回款周期较短，2016年初至2016年5月末，清洁能源业务收回款项5,330.00万元，占2015年末清洁能源项目应收账款的62.97%；随着该项业务的拓展，将有利于提高六合天融的应收账款周转率。

六合天融开展清洁能源业务对存货周转率的影响如下：

项目	2015年	2014年
存货周转率-包含清洁能源业务（次/年）	0.89	2.11
存货周转率-扣除清洁能源业务（次/年）	0.78	2.10
差异	0.11	0.01

注：存货周转率-扣除清洁能源业务=扣除清洁能源业务后的营业成本/（（扣除清洁能源业务后的期初存货账面价值+扣除清洁能源业务后的期末存货账面价值）/2）

2014年，清洁能源业务规模较小，对存货周转率影响较小。截至2015年末，清洁能源业务不存在已完工未结算资产，完工进度已经业主确认，使得六合天融存货周转率有所提高。

二、中介机构结论性意见

（一）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：报告期内，清洁能源业务对六合天融应收账款周转率的影响较小。从长期来看，清洁能源业务回款周期较短，随着该项业务的拓展，将有利于提高六合天融的应收账款周转率。2014年，清洁能源业务对存货周转率的影响较小；

截至 2015 年末清洁能源业务不存在已完工未结算资产，使得六合天融存货周转率有所提升。

（二）会计师核查意见

经核查，会计师认为：报告期内，清洁能源业务对六合天融应收账款周转率的影响不大，小幅度提高了六合天融 2015 年的存货周转率。

三、关于补充披露的说明

上述相关内容已在重组报告书“第九节 管理层讨论与分析/四/（二）财务指标分析”相关部分补充披露。

3、申请材料显示，2015 年六合天融对业务拓展领域进行了调整，增加了盈利能力较强的清洁能源替代行业，导致六合天融 2015 年收入大幅下降的同时，净利润仍大幅上升。请你公司结合同行业可比公司同类产品毛利和毛利率水平的比较分析，分业务补充披露六合天融 2015 年毛利和毛利率水平的合理性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、同行业可比公司同类产品毛利率比较

报告期内，六合天融按产品分类的毛利情况如下：

项目	2015 年		2014 年	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
烟气治理	4,088.24	18.70%	10,295.99	49.15%
清洁能源替代升级改造	5,259.37	24.06%	59.60	0.28%
环境监测	6,359.51	29.09%	6,841.25	32.66%
大数据应用	2,292.62	10.49%	606.13	2.89%
脱硝催化剂	1,885.40	8.63%	522.24	2.49%
其他	1,973.45	9.03%	2,621.69	12.52%
合计	21,858.59	100.00%	20,946.90	100.00%

报告期内，六合天融按产品分类的毛利率情况如下：

项目	2015年	2014年
烟气治理	10.69%	11.21%
清洁能源替代升级改造	37.07%	8.30%
环境监测	29.27%	33.12%
大数据应用	59.99%	38.04%
脱硝催化剂	36.32%	34.95%
其他	27.53%	25.99%
综合毛利率	24.20%	16.58%

报告期内，六合天融的毛利主要来源为烟气治理业务、清洁能源替代升级改造业务和环境监测业务，上述业务毛利率与同行业可比公司同类产品毛利率的比较分析具体如下：

1、烟气治理业务

报告期内，六合天融烟气治理业务与同行业可比公司同类产品毛利率比较情况如下：

公司	2015年	2014年
清新环境（002573.SZ）	39.43%	34.22%
龙净环保（600388.SH）	18.46%	20.20%
远达环保（600292.SH）	15.10%	17.28%
永清环保（300187.SZ）	20.46%	15.91%
平均	23.36%	21.90%
六合天融（合并口径）	10.69%	11.21%

与同行业可比公司相比，六合天融烟气治理业务的毛利率较低，主要由于六合天融的脱硫脱硝工程业务主要面向钢铁、冶金、电解铝及上述行业配套电厂等客户。受到行业产能过剩影响，钢铁、冶金、电解铝等行业效益近年来出现较大幅度下降，行业内客户对价格较为敏感，使得六合天融烟气治理业务的毛利率水平相对较低。同行业可比公司的客户包括火力发电等盈利能力较好的客户，具有一定议价能力，毛利率相对较高。受此影响，六合天融正逐步调整经营策略，减小了烟气治理工程及运营方面的业务拓展。

2、清洁能源替代升级改造业务

报告期内，六合天融清洁能源替代升级改造业务与同行业可比公司同类产品毛利率比较情况如下：

公司	2015 年	2014 年
北京华远意通热力科技股份有限公司	29.50%	19.53%
北京蓝天瑞德环保技术股份有限公司	30.98%	27.12%
平均	30.24%	23.33%
六合天融（合并口径）	37.07%	8.30%

注：北京华远意通热力科技股份有限公司数据来源于其预披露的招股说明书，2015 年为其一季报数据（更新数据未披露）；北京蓝天瑞德环保技术股份有限公司为新三板挂牌公司，数据来源于其年报

2014 年，由于六合天融承接的清洁能源改造项目业务量较小，固定成本占比较高，使得毛利率相对较低。2015 年，六合天融承担香堂村清洁能源改造项目，该项目为工程总承包模式，工程量大、施工周期短，对承包方的技术水平、业务经验等要求较高；同时，六合天融采用的新技术“分布式低氮智能热力装备”，较传统燃煤锅炉大幅降低运行及维护成本。项目具有较高的准入、技术附加值，经济效益较好。相对地，可比公司的业务范围包括清洁能源供热项目的建设及运营，业务来源除自建外还包括收购及承包经营权。由于工程总承包项目的毛利率通常高于运营项目、承包项目或收购项目的毛利率，因此，六合天融清洁能源替代升级改造业务 2015 年毛利率略高于同行业可比公司同类产品平均水平。

3、环境监测业务

报告期内，六合天融环境监测业务与同行业可比公司同类产品毛利率比较情况如下：

公司	2015 年	2014 年
聚光科技（300203.SZ）	43.41%	41.58%
先河环保（300137.SZ）	46.99%	46.15%
雪迪龙（002658.SZ）	50.11%	47.60%
平均	46.84%	45.11%
六合天融（合并口径）	29.27%	33.12%

六合天融环境监测业务的毛利率低于同行业可比公司同类产品平均水平，主要是由

于：（1）可比公司的客户群体较为丰富，包括政府客户及排放企业，而六合天融主要以热力和钢铁行业客户为主，毛利率相对较低；（2）同业可比上市公司具有较强的资金及规模优势，较六合天融在采购环节拥有较强的议价能力；（3）同行业可比公司在销售环境监测设备的同时提供咨询、运营、数据服务等服务，使得项目综合毛利率较高。

二、中介机构结论性意见

（一）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：六合天融烟气治理业务的毛利率低于同行业可比公司平均水平，主要由于六合天融的客户所处行业及议价能力所致；清洁能源替代升级改造业务 2015 年毛利率略高于同行业可比公司同类产品平均水平，主要由于香堂村清洁能源改造项目的准入及技术附加值较高；六合天融环境监测业务的毛利率低于同行业可比公司同类产品平均水平，主要由于六合天融的客户结构、议价能力及服务的综合性不及同行业可比上市公司所致。六合天融 2015 年综合毛利率较 2014 年上升，主要由于毛利率较高的清洁能源替代升级改造业务的毛利占比提升所致，具有合理性，符合其实际经营情况。

（二）会计师核查意见

经核查，会计师认为：六合天融 2015 年毛利和毛利率与同行业可比公司同类业务相比，具有合理性，符合其实际经营情况。

三、关于补充披露的说明

上述相关内容已在重组报告书“第九节 管理层讨论与分析/五/（四）/4、与同行业可比公司同类产品毛利率水平的比较分析”相关部分补充披露。

4、申请材料显示，本次交易以 2015 年 11 月 30 日为基准日对六合天融全部股东权益价值进行评估，评估结果较以 2014 年 11 月 30 日为基准日的评估值减少 3,390 万元。从两次评估差异看，本次交易评估经营现金流较前次增加，营运资金及付息、债务较前次增加。请你公司结合两次评估基准日六合天融经营情况的主要变化及同行业可比公司同类业务毛利率水平，补充披露六合天融：1) 收益法评估中预测期净利润增加的主要依据及合理性。2) 有息负债增加的原因及主要用途。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、收益法评估中预测期净利润增加的主要依据及合理性

（一）六合天融经营情况变化及预测毛利率的合理性

1、营业收入的变化分析

两次评估基准日之间，六合天融主要对业务领域进行调整，减小了烟气治理业务的拓展，转而增加了盈利能力较强的清洁能源替代业务的开拓。上述业务为六合天融的主要业务，在预测期合计收入占营业收入的比例在 80% 以上。评估师根据 2015 年的实际情况及未来发展规划，对未来营业收入的预测进行了调整。由于清洁能源改造项目的工程规模一般小于烟气治理工程，因此，造成本次评估预计未来业务收入较前次评估时有所降低。同时，由于烟气治理类业务中的脱硫脱硝市场已经趋于饱和，而清洁能源改造是我国政府近几年将大力支持的产业项目，因此，本次评估中营业收入的增长率高于前次评估。两次评估各期营业收入对比情况如下表所示：

单位：万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020
本次评估	66,409.06	72,485.97	85,970.98	95,441.06	101,113.55	105,781.94
增长率		9.15%	18.60%	11.02%	5.94%	4.62%
前次评估	112,020.18	118,183.75	124,482.77	130,730.41	137,160.52	137,160.52
增长率		5.50%	5.33%	5.02%	4.92%	0.00%
差异额	-45,611.12	-45,697.78	-38,511.79	-35,289.36	-36,046.97	-31,378.57

2、同行业可比公司同类业务毛利率水平

六合天融（母公司）历史年度及预测期的烟气治理工程及运营、清洁能源替代业务的毛利率如下表所示：

毛利率	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
烟气治理及运营	10.81%	9.72%	8.26%	8.17%	8.17%	8.17%	8.17%
清洁能源替代	8.30%	37.07%	35.82%	33.14%	31.43%	29.71%	29.01%

（1）可比公司烟气治理同类相关业务的毛利率水平

公司	2015 年	2014 年
清新环境（002573.SZ）	39.43%	34.22%
龙净环保（600388.SH）	18.46%	20.20%
远达环保（600292.SH）	15.10%	17.28%
永清环保（300187.SZ）	20.46%	15.91%
平均	23.36%	21.90%
六合天融（母公司）	9.72%	10.81%

与同行业可比公司相比，六合天融烟气治理业务的毛利率较低，主要是由于六合天融的脱硫脱硝工程业务主要面向钢铁、冶金、电解铝及上述行业配套电厂等客户。受到行业产能过剩影响，钢铁、冶金、电解铝等行业效益近年来出现较大幅度下降，行业内客户对价格较为敏感，使得六合天融烟气治理业务的毛利率水平相对较低。同行业可比公司的客户包括火力发电等盈利能力较好的客户，具有一定议价能力，毛利率相对较高。受此影响，六合天融正逐步调整经营策略，减小烟气治理工程及运营方面业务的投入。

（2）可比公司清洁能源同类相关业务的毛利率水平分析

六合天融清洁能源替代业务，受宏观“煤改气”、“煤改电”政策影响，清洁能源替代升级改造板块在节能减排大环境下，拥有较为广阔的市场前景，行业的毛利水平相对较高。

报告期内，六合天融清洁能源替代升级改造业务与同行业可比公司同类产品毛利率比较情况如下：

公司	2015 年	2014 年
北京华远意通热力科技股份有限公司	29.50%	19.53%
北京蓝天瑞德环保技术股份有限公司	30.98%	27.12%
平均	30.24%	23.33%
六合天融（母公司）	37.07%	8.30%

注：北京华远意通热力科技股份有限公司数据来源于其预披露的招股说明书，2015 年为其一季报数据（更新数据未披露）；北京蓝天瑞德环保技术股份有限公司为新三板挂牌公司，数据来源于其年报

2014 年，由于六合天融承接的清洁能源改造项目业务量较小，固定成本占比较高，使得毛利率相对较低。2015 年，六合天融承担香堂村清洁能源改造项目，该项目为工程

总承包模式，工程量大、施工周期短，对承包方的技术水平、业务经验要求较高；同时，六合天融采用的新技术“分布式低氮智能热力装备”，较传统燃煤锅炉大幅降低运行及维护成本，项目具有较高的准入、技术附加值，经济效益较好。相对地，可比公司的业务范围包括清洁能源供热项目的建设及运营，业务来源除自建外还包括收购及承包经营权。由于工程总承包项目的毛利率通常高于运营项目、承包项目或收购项目的毛利率，因此，六合天融清洁能源替代升级改造业务 2015 年毛利率略高于同行业可比公司同类产品平均水平。

在收益法评估中，考虑到前述因素对业务溢价的影响将逐步降低，预测毛利率逐渐下降，回归到清洁能源替代升级改造及运营业务的市场平均毛利率水平。

3、毛利率及毛利的变化分析

由于六合天融根据行业的发展趋势及国家对环保行业的投入对业务拓展领域进行了调整，减少了利润率相对较低、回款较慢的钢铁、冶金、电解铝及上述行业配套电厂等客户的烟气治理项目，利用现有客户资源和品牌效应，逐步增加盈利能力较强的清洁能源替代升级改造等方面的业务，在本次评估中预测期综合毛利率较前次评估有所提高，具体如下表所示：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
本次评估	21.50%	21.98%	21.43%	21.08%	20.66%	20.59%
前次评估	15.19%	15.45%	15.70%	15.93%	16.07%	16.07%
差异额	6.31%	6.54%	5.73%	5.15%	4.60%	4.52%

由于前述六合天融对其业务进行调整，收入结构发生了一定改变，因此，成本和毛利也相应变化，两次评估各期毛利对比情况如下表所示：

单位：万元

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
本次评估	14,274.78	15,934.85	18,420.01	20,121.72	20,895.00	21,778.99
前次评估	17,020.14	18,255.37	19,543.06	20,822.73	22,037.77	22,037.77
差异额	-2,745.36	-2,320.52	-1,123.05	-701.01	-1,142.77	-258.78

本次评估预测收入的下降导致毛利相应减少。

（二）六合天融预测期间费用的变化

1、预测期销售费用的变动及合理性分析

随着国家环保政策近年来不断趋严，环保行业市场环境发生较大变化，各地政府、大型企业的环保需求也日益多样化与复杂化。除脱硫脱硝业务以外，燃煤散烧治理（清洁能源替代升级改造）、大气监测等需求逐渐增加，要求环保工程技术服务供应商能够整合资源、提供综合解决方案。在上述行业发展背景及趋势下，个体销售人员为主的销售模式的弊端逐渐明显，难以有效整合资源、无法充分满足客户需求。两次评估期间，六合天融将销售模式调整为与具备市场资源的大型企业共同设立合资公司共同开拓特定市场、通过与地方政府签订战略合作协议深耕区域市场、与政府部门合作开发项目拓展特定业务等模式，减少了所需销售人员数量，降低了销售费用。

两次评估销售费用率对比如下表所示：

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
本次预测销售费用率	1.87%	1.93%	2.01%	2.13%	2.15%
前次预测销售费用率	2.70%	2.67%	2.63%	2.58%	2.54%
差异额	-0.83%	-0.74%	-0.62%	-0.45%	-0.39%

预测收入和销售费用率的下降，使得预测期销售费用相应下降，对比如下表所示：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
本次预测销售费用	1,242.03	1,398.41	1,731.12	2,037.31	2,174.56
前次预测销售费用	3,024.06	3,158.28	3,276.26	3,377.23	3,489.81
差异额	-1,782.02	-1,759.87	-1,545.14	-1,339.92	-1,315.25
差异比例	-58.93%	-55.72%	-47.16%	-39.68%	-37.69%

本次评估中，六合天融的销售模式较前次评估时进行了调整，并且此种模式的改变符合市场的需要及企业的发展方向。评估机构根据六合天融最新的实际情况及发展规划进行预测，对销售费用率进行了调整，符合客观事实，具有合理性。

2、预测期管理费用的变动及合理性分析

预测期管理费用率对比如下表所示：

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
本次预测管理费用率	6.83%	6.81%	6.77%	6.72%	6.70%
前次预测管理费用率	6.08%	6.11%	6.12%	6.02%	5.92%
差异	0.75%	0.70%	0.65%	0.70%	0.78%

两次评估相比，管理费用率基本保持一致，本次评估略有提高。由于本次评估中，六合天融预测收入结构发生了一定改变，企业整体预测收入有所下降，造成管理费用有所下降。

预测期管理费用如下表所示：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
本次预测管理费用	4,534.48	4,934.46	5,816.16	6,416.59	6,775.57
前次预测管理费用	6,815.19	7,223.93	7,614.14	7,867.53	8,125.27
差异额	2,280.71	2,289.46	1,797.98	1,450.94	1,349.70
差异比例	33.47%	31.69%	23.61%	18.44%	16.61%

（三）六合天融预测期净利润的变化

由于两次评估期间六合天融对其业务结构进行调整，收入结构发生了一定改变，毛利和期间费用有所变化，使得本次评估预测期净利润较前次有所增加，两次评估净利润预测情况如下：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
本次预测净利润	6,081.40	6,305.96	7,403.78	8,101.91	8,364.06
前次预测净利润	4,642.94	5,390.53	6,321.99	7,338.40	8,192.57
差异额	1,438.46	915.43	1,081.79	763.51	171.49
差异比例	30.98%	16.98%	17.11%	10.40%	2.09%

综上所述，评估机构认为，本次评估预测净利润比前次评估有所增加具备合理性。

二、有息负债增加的原因及主要用途

六合天融截至前次评估基准日的付息负债合计 19,918.67 万元，主要为银行及其他

机构的短期借款，主要用途为补充流动资金。

由于六合天融主要从事 EPC 工程项目，前期资金投入金额较大、款项回收较慢，对营运资金占用较大。截至本次评估基准日的存货余额和应收账款余额较前次评估基准日分别增加 18,578.39 万元和 9,541.59 万元，造成经营性占用增加。六合天融通过借款的方式补充流动资金，使得本次评估基准日付息负债较前次评估基准日有所增加。

六合天融截至本次评估基准日的付息负债合计 31,492.75 万元，较前次评估基准日增加 11,574.08 万元；其中，28,500.00 万元为银行借款，主要用于补充流动资金；2,992.75 万元为融资租赁费用。

三、中介机构结论性意见

（一）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：由于六合天融业务结构的调整造成收益法预测中收入、毛利率及期间费用率发生了变化，使得预测净利润增加，符合六合天融实际情况和业务拓展领域的调整，具有合理性。由于工程业务对营运资金占用较大，六合天融通过借款等方式补充流动资金，使得其截至本次评估基准日的付息负债较前次评估基准日有所增加。

（二）会计师核查意见

经核查，会计师认为：六合天融通过借款的方式补充流动资金，使得其截至本次评估基准日的付息负债较前次评估基准日有所增加。

（三）评估师核查意见

经核查，评估师认为：由于六合天融业务结构的调整造成收益法预测中收入、毛利率及期间费用率发生了变化，导致预测净利润增加。上述变化符合六合天融实际情况，具有合理性。由于工程业务对营运资金占用较大，六合天融通过借款的方式补充流动资金，使得本次评估时企业的付息负债较前次评估有所增加。

四、关于补充披露的说明

上述相关内容已在重组报告书“第四节 标的资产基本情况/十/（二）/2、本次交易评估值与 2014 年 11 月 30 日基准日评估值差异说明”相关部分补充披露。

5、申请材料显示，由于业务种类的调整，六合天融的业务侧重有所转变，减少了对销售人员的依赖。同时，六合天融不再按照传统模式依靠销售人员个人跑单接单，而是更依靠自身品牌效应及行业积淀，依靠整体的渠道资源去争取新的项目合作机会，导致销售经费有所减少。请你公司补充披露上述销售模式改变的原因、可持续性及其对六合天融经营业绩和评估结果的影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、六合天融销售模式改变的原因、可持续性

六合天融传统脱硫脱硝业务主要服务钢铁、冶金、电解铝及上述行业配套电厂等客户，由于客户所处行业行业不景气，传统项目毛利率逐年下降。此外，业主因资金紧张加强资金管控，付款内部控制流程繁琐，支付进度款出现一定程度的延期。与此同时，近年来我国制定了一系列加强环境保护的法律法规及相关措施，确立了可持续发展战略。大气治理是环保政策中的重要一环，“十二五”以来，有关大气污染防治的环境标准不断提升，各地政府、污染物排放企业的环保需求也日益多样化与复杂化。除脱硫脱硝业务以外，燃煤散烧治理（清洁能源替代升级改造）、大气监测等需求逐渐增加，要求环保工程技术服务供应商能够整合资源、提供综合解决方案，需要深入理解客户需求、提供长期稳定的服务。在上述行业发展背景及趋势下，个体销售人员为主的销售模式的弊端逐渐明显，难以有效整合资源、无法充分满足客户需求。

六合天融为了适应市场变化，及时调整了销售策略。将销售模式调整为与具备市场资源的大型企业共同设立合资公司共同开拓特定市场、通过与地方政府签订战略合作协议深耕区域市场、与政府部门合作开发项目拓展特定业务等，减少了所需销售人员数量，有效降低了销售费用。目前，六合天融正与中煤集团成立合资公司，共同开拓火电、煤化工等领域环保市场；与哈尔滨市政府在 PPP 领域开展深入合作，相关项目正申请财政部第三批 PPP 示范项目；与唐山市建立全面合作关系，并将优先承建唐山市范围内烟气治理、在线监测等环保项目，销售模式转变的效果将逐步显现。六合天融调整后的销售模式符合行业发展趋势、客户的实际需求及企业服务能力，在环保排放标准不断提高、排污企业的治理需求不断提升的背景下，具有可持续性。

二、销售模式的改变对六合天融经营业绩和评估结果的影响

两次评估期间，六合天融对其销售模式进行调整，有效降低了销售费用。两次评估销售费用率对比如下表所示：

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
本次预测销售费用率	1.87%	1.93%	2.01%	2.13%	2.15%
前次预测销售费用率	2.70%	2.67%	2.63%	2.58%	2.54%
差异额	-0.83%	-0.74%	-0.62%	-0.45%	-0.39%

（一）销售模式的改变对六合天融经营业绩的影响

由于六合天融对其经营方向、业务重点进行了调整，收入结构发生了一定改变，整体预测收入有所下降。按照两次评估的销售费用率测算，销售模式的改变对六合天融销售费用影响如下：

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
本次评估预测收入	66,409.06	72,485.97	85,970.98	95,441.06	101,113.55
销售费用率-本次评估	1.87%	1.93%	2.01%	2.13%	2.15%
销售费用-本次评估	1,242.03	1,398.41	1,731.12	2,037.31	2,174.56
销售费用率-前次评估	2.70%	2.67%	2.63%	2.58%	2.54%
销售费用-按前次评估费用率	1,242.03 ^注	1,935.38	2,261.04	2,462.38	2,568.28
销售费用差异额	-	536.97	529.91	425.07	393.72

注：2015年的销售费用金额为实际金额，故不存在差异

销售模式的调整使得六合天融销售费用降低，净利润有所增加。

（二）销售模式的改变对六合天融评估结果的影响

假设本次评估时六合天融的销售模式保持不变，采用前次评估的销售费用率进行测算，评估值将减少 3,310.00 万元，变动比例为 3.67%，销售模式的改变对六合天融评估结果的影响相对较小。

三、中介机构结论性意见

（一）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：随着国家环保政策近年来不断趋严，各地政府、大型

企业的环保需求也日益多样化与复杂化。个体销售人员难以有效整合资源、无法充分满足客户需求。为了适应市场环境的变化，六合天融调整销售模式，调整为与具备市场资源的大型企业共同设立合资公司等方式拓展业务，减少了所需销售人员数量，降低了销售费用。六合天融销售模式的改变符合行业发展趋势、客户的实际需求及企业服务能力，具有可持续性。随着六合天融业务及销售模式的调整，六合天融销售费用减少，净利润有所增加。经测算，销售模式的改变对六合天融评估结果的影响未超过评估值的 5%，影响相对较小。

（二）会计师核查意见

经核查，会计师认为：六合天融销售模式的改变有利于提高企业的盈利能力，有利于企业经营业绩的改善，具有可持续性。随着六合天融业务及销售模式的调整，六合天融销售费用减少，净利润有所增加。

（三）评估师核查意见

经核查，评估师认为：六合天融销售模式的改变有利于提高企业的盈利能力，符合行业发展趋势、客户的实际需求及企业服务能力，具有可持续性。随着六合天融业务及销售模式的调整，六合天融销售费用减少，净利润有所增加。经测算，销售模式的改变对六合天融评估结果的影响未超过评估值的 5%，影响相对较小。

四、关于补充披露的说明

上述相关内容已在重组报告书“第四节 标的资产基本情况/十/（二）/2、本次交易评估值与 2014 年 11 月 30 日基准日评估值差异说明”相关部分补充披露。

（本页无正文，为《西安启源机电装备股份有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>[161341]号之反馈意见答复》之签章页）

西安启源机电装备股份有限公司

年 月 日