

关于中国证券监督管理委员会[161341]号文

<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>中的

反馈意见相关问题的回复

中国证券监督管理委员会：

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》”）。银信资产评估有限公司收到《反馈意见》后，会同财务顾问、律师和会计师对相关问题进行了认真讨论，并进行了复核及估算，现对贵会提出的反馈意见回复如下：

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

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
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

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。

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

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。

（本页无正文，为《关于中国证券监督管理委员会[161341]号文<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>中的反馈意见相关问题的回复》之签字盖章页）

银信资产评估有限公司

中国注册资产评估师：董海洋

中国注册资产评估师：张长健

年 月 日