

## 关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见 通知书》[170515]号之反馈意见答复

问题 20：申请材料显示，2016 年 10-12 月、2017 年至 2022 年，标的资产预测分别实现营业收入 17,533.46 万元、81,114.57 万元、95,770.53 万元、111,534.89 万元、125,379.75 万元和 134,798.25 万元，增长率分别为 34.01%、27.55%、18.07%、16.46%、12.41%和 7.51%；预测分别实现净利润 2,898.66 万元、10,418.25 万元、11,128.52 万元、13,264.70 万元、15,445.85 万元和 17,505.79 万元，预测期净利率分别为 16.53%、12.84%、11.62%、11.89%、12.32%、12.99%。请你公司：1) 结合标的资产 2016 年实际经营情况，补充披露 2016 年预测营业收入和净利润的实现情况。2) 请你公司结合标的资产已签订和意向性合同情况、所处行业的发展情况、标的资产的行业地位、市场占有率情况等，补充披露标的资产预测营业收入的合理性和可实现性。3) 结合报告期内标的资产的净利率水平情况，补充披露预测期内净利率水平的合理性和可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

### 一、2016 年预测营业收入和净利润的实现情况

根据信永中和出具的 XYZH/2017TJA20064 号《审计报告》，标的公司 2016 年实现营业收入 67,214.09 万元，高于 2016 年预测的营业收入 63,684.23 万元(=标的公司 2016 年 1-9 月实现的营业收入 46,150.77 万元+标的公司 2016 年 10-12 月预测营业收入 17,533.46 万元)；实现扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润 7,594.66 万元，高于 2016 年预测的净利润 7,447.50 万元 (=标的公司 2016 年 1-9 月实现的现扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润 4,548.84 万元+标的

公司 2016 年 10-12 月预测净利润 2,898.66 万元)。

## 二、标的资产预测营业收入的合理性和可实现性

(一) 已签署和意向性合同情况、所处行业的发展情况、标的资产的行业地位、市场占有率情况

### 1、已签署和意向性合同情况

#### (1) 已签署合同的项目

北方园林的主要收入来源为工程类项目，截至 2017 年 4 月 30 日，北方园林已签署合同及其在 2017 年可确认收入的情况如下：

单位：万元

序号	合同/项目名称	合同金额	预计 2017 年确认收入
1	软件及服务外包基地综合配套区配套居住区东区项目之总承包园林绿化专业分包工程	3,589.00	1,941.75
2	西青区大寺新家园 B 地块公共租赁住房项目绿化景观工程	773.29	339.81
3	大运河（南运河外环线至密云路段）河道治理及沿河道路、桥梁、绿化工程 3 标段	5,516.17	2,912.62
4	新梅江地区起步区内江路、添彩道、规划支路七绿化景观工程	993.41	776.70
5	嘉祥县凤凰山公园绿化工程	4,440.25	471.30
7	瓯江口新区起步区市政工程第 22 施工合同段 PPP 项目	46,000.00	13,513.53
8	外环线调整线外侧 500 米（诚运道至北环铁路）绿化带工程一标段	2,889.25	2,233.01
9	崇礼区 2016 年重点区域绿化工程施工第一标段	3,500.30	360.36
10	桥下空间绿化工程施工项目	4,755.03	2,072.07

序号	合同/项目名称	合同金额	预计 2017 年 确认收入
11	吕梁市新城湖面景观工程一期施工第三标段	2,416.89	630.63
12	嘉祥水系景观绿化工程 (PPP)	28,500.00	6,116.50
13	金钟路 (现状外环线-杨北公路) 道路两侧绿化提升工程	5,597.49	3,423.42
14	溢东公园	6,940.01	291.26
15	衡水市桃城区白云公园建设项目	1,711.71	540.54
16	健康产业园体育基地景观绿化二期工程 (一合同段)	7,463.89	7,090.70
<b>合计</b>		<b>125,086.69</b>	<b>42,714.20</b>

### (2) 拟签署合同的项目

截至 2017 年 4 月 30 日, 北方园林已中标、将于近期签署的项目如下:

序号	合同/项目名称	合同/中标金额	预计 2017 年 确认收入
1	某路原土改良绿化实验工程	828.00	800.00
2	某高新区**路、**路等绿化提升改造项目	333.30	333.30
3	某区生态储备林项目 (一期工程) 植树工程	2,096.87	1,200.00
4	某中学工程室外景观工程	1,749.65	1,749.65
5	某铁路调整线绿化工程	3,894.44	3,300.00
6	某环线调整线外侧 500 米绿化带工程一标段	2,889.25	2,500.00
7	新建道路绿化工程-某大街新绿轴工程	704.60	700.00
8	某大道旅游开发项目	25,860.00	20,688.00
9	某产业园分包合同	2,000.00	2,000.00
<b>合计</b>		<b>40,356.11</b>	<b>33,270.95</b>

### (3) 处于合同谈判阶段的项目

截至 2017 年 5 月 10 日，北方园林处于项目实施洽谈、合同谈判阶段且预计获得订单可能性较大的项目合同金额合计约 321,891.89 万元，上述意向合同在 2017 年预计可确认收入 30,375.84 万元。

## 2、所处行业发展情况

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）市政园林稳步增长

受益于城市化推进过程中城市绿化配套建设需求的增加和社会发展过程中人们对城市环境改善需求的日益增强，以及政府对城市绿化建设重视程度的不断提升，绿化建设投资的持续加大，我国市政园林市场得到了长足的发展，我国城市绿地面积和绿化覆盖率稳步提高。

### （2）地产园林不断发展

近年来，在城市化进程中新增城镇人口的住房需求、城镇人口改善居住环境的购房需求、居民收入水平以及产业政策等因素的促进下，我国房地产开发投资一直保持增长。园林绿化景观作为房地产开发商提升产品价值的重要手段，也成为当前开发商增加地产项目竞争力的重要因素。随着房地产开发商对园林绿化景观潜在价值认识的不断深入，以及居民对居住环境要求的不断提升，房地产开发商对园林绿化投资的逐步加大，地产园林的市场规模将会进一步扩大。

### （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。

### 3、标的公司的行业地位、市场占有率情况

#### (1) 北方园林行业地位

北方园林是园林绿化行业的优质企业，具有全产业链一体化优势、突出的科技研发能力、跨区域经营能力以及较高的品牌知名度和社会认同度。北方园林拥有城市园林绿化企业一级资质、风景园林工程设计甲级资质，具备较强的业务承接能力。

根据中国风景园林网、《世界园林》杂志社、中国林业出版社共同发布的《2013-2014 年城市园林绿化企业经营状况调查报告》显示，北方园林位列全国十佳科技创新企业名单的第 4 位、中国城市园林绿化企业综合竞争力排名百强名单的第 36 位，具备一定的行业竞争力。

#### (2) 北方园林市场占有率

根据中国产业信息网发布的《2016 年中国园林景观行业发展现状及行业市场容量分析预测》，我国 2014 年度、2015 年度园林绿化行业的市场规模分别为 3,720 亿元、4,050 亿元。

据此计算，我国园林绿化行业 A 股主要上市公司市场占有率如下所示：

股票代码	股票简称	2015 年度	2014 年度
002310.SZ	东方园林	1.33%	1.26%



股票代码	股票简称	2015 年度	2014 年度
002717.SZ	岭南园林	0.47%	0.29%
002775.SZ	文科园林	0.26%	0.25%
603778.SH	乾景园林	0.15%	0.16%
300197.SZ	铁汉生态	0.65%	0.54%
300355.SZ	蒙草生态	0.44%	0.44%
300495.SZ	美尚生态	0.14%	0.15%
000010.SZ	美丽生态	0.24%	0.06%
002200.SZ	云投生态	0.21%	0.20%
002431.SZ	棕榈股份	1.09%	1.35%
002663.SZ	普邦股份	0.60%	0.85%
603007.SH	花王股份	0.13%	0.14%
300536.SZ	农尚环境	0.09%	0.08%
600610.SH	中毅达	0.02%	0.02%
平均值		<b>0.41%</b>	<b>0.41%</b>
北方园林		<b>0.12%</b>	<b>0.11%</b>

由上表可知，我国园林绿化行业 A 股主要上市公司 2014 年度、2015 年度的平均市场占有率分别为 0.41%、0.41%。我国园林绿化市场呈现出市场总体规模大但集中度较低的特征。北方园林作为非上市公司 2014 年度、2015 年度的市场占有率分别为 0.11%、0.12%，占比低于上市公司，符合行业特征。

## （二）标的公司预测营业收入的合理性和可实现性

在对 2016 年及以后年度营业收入进行预测时，标的公司综合考虑了北方园林已签署和意向性项目合同未来预计确认收入、园林绿化行业的发展情况及标的公司的行业地位、市场占有率，营业收入的预测具有合理性和可行性：

1、标的公司 2017 年、2018 年营业收入预测分别为 81,114.57 万元、95,770.53 万元。截至 2017 年 4 月 30 日，北方园林已签署合同和意向性合同预计 2017 年可确认收入为 104,590.12 万元，占当年预测营业收入的 128.94%，已签署和意向性合同为北方园林实现预期营业收入提供了良好的保障。

2、同行业上市公司最近三年营业收入增长情况如下：

证券代码	证券简称	2016 年度	2015 年度	2014 年度
002310.SZ	东方园林	59.16%	14.98%	-5.91%
002717.SZ	岭南园林	35.94%	73.58%	35.11%
002775.SZ	文科园林	45.05%	10.72%	11.25%
603778.SH	乾景园林	-12.57%	0.71%	3.06%
300197.SZ	铁汉生态	75.00%	30.46%	34.44%
300355.SZ	蒙草生态	61.76%	8.75%	117.67%
300495.SZ	美尚生态	81.77%	1.33%	7.00%
000010.SZ	美丽生态	10.04%	315.71%	-36.45%
002200.SZ	云投生态	19.74%	15.38%	64.36%
002431.SZ	棕榈股份	-11.24%	-12.11%	16.51%
002663.SZ	普邦股份	11.75%	-23.04%	32.06%
603007.SH	花王股份	-5.18%	5.56%	-10.91%
300536.SZ	农尚环境	7.68%	13.15%	9.77%
600610.SH	中毅达	805.86%	-3.66%	-17.85%
平均值		<b>84.63%</b>	<b>32.25%</b>	<b>18.58%</b>

数据来源：Wind 资讯

由上可知，可比上市公司 2016 年、2015 年和 2014 年平均营业收入增长率分别为 84.63%、32.25% 和 18.58%，说明园林绿化行业发展前景良好。标的公司预测营业收入自 2016 年的 63,594.18 万元增长至 2021 年的 134,798.25 万元后保持稳定，复合增长率为 16.21%，低于可比上市公司最近三年的平均营业收入增

长率，符合行业发展特征。

3、从标的公司的行业地位来看，近年来，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，北方园林业务规模不断拓展，营业收入稳步增长。北方园林 2016 年、2015 年营业收入增长率分别为 38.25%、18.40%。

从标的公司的市场占有率来看，尽管标的公司的市场占有率较低，但是园林绿化行业呈现“大行业，小公司”的特点，行业发展前景良好，标的公司业务拓展空间广阔，有利于标的公司预测营业收入的实现。

综上所述，标的公司预测期营业收入具备合理性，已签署和意向性合同为标的公司实现预期营业收入提供了良好的保障。

### 三、净利率水平的合理性和可实现性

#### （一）标的公司历史期净利率水平

标的公司最近三年净利润和净利率情况如下：

项目	2016 年度	2015 年度	2014 年度
营业收入（万元）	67,214.09	47,576.81	40,289.83
净利润（万元）	7,621.93	3,838.46	442.09
净利率	11.34%	8.07%	1.10%

#### （二）标的公司预测期净利率水平的合理性和可实现性

标的公司预测期净利率水平如下：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入（万元）	81,114.57	95,770.53	111,534.89	125,379.75	134,798.25



净利润（万元）	10,418.25	11,128.52	13,264.70	15,445.85	17,505.79
净利率	12.84%	11.62%	11.89%	12.32%	12.99%

由上可知，标的公司预测期净利率高于历史期净利率。由于标的公司历史期净利润包括营业外收支，2015年至2017年按照15%的企业所得税税率享受高新技术企业税收优惠，因此，为了更好分析标的公司预测期净利率的合理性，下面重点以“营业利润率”（=营业利润/营业收入）作为标的公司预测期与历史期的对比指标进行分析。

标的公司历史期营业利润率如下：

项目	2016 年度	2015 年度	2014 年度
毛利率	26.98%	25.71%	25.25%
减：税金及附加/营业收入	1.30%	3.07%	3.37%
管理费用/营业收入	6.82%	8.38%	11.47%
财务费用/营业收入	2.56%	1.94%	5.72%
资产减值损失/营业收入	2.80%	1.91%	2.79%
加：投资收益/营业收入	0.05%	-	-
营业利润率	13.56%	10.41%	1.90%

标的公司预测期营业利润率水平如下：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
毛利率	25.27%	25.19%	25.10%	25.04%	25.00%
减：税金及附加/营业收入	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%
管理费用/营业收入	5.98%	5.65%	5.41%	5.25%	5.12%
财务费用/营业收入	3.52%	3.37%	3.16%	2.69%	1.89%
资产减值损失/营业收入	-	-	-	-	-
营业利润率	15.11%	15.49%	15.86%	16.43%	17.32%

对影响营业利润率指标逐项对比如下：

### (1) 毛利率

除 2017 年预测毛利率与 2014 年毛利率基本持平外，标的公司预测期毛利率均低于历史期毛利率，且标的公司预测期毛利率逐渐下降至 25.00% 后保持稳定，符合标的公司实际经营情况，具备谨慎性和合理性。

### (2) 税金及附加/营业收入

根据财会[2016]22 号文规定，自 2016 年 5 月标的公司全面试行营改增后，营业税金及附加科目名称调整为税金及附加，核算经营活动发生的城市维护建设税、教育费附加及印花税等相关税费。

本次对于标的公司预测期的税金及附加，主要结合历史城市维护建设税、教育费附加、印花税等、留抵增值税情况及营改增后的税率等因素预测未来年度税金及附加。因此，标的公司预测期税金及附加/营业收入较历史期下降主要受到税务政策的调整，具备合理性。

### (3) 管理费用/营业收入

标的公司预测期管理费用率较历史期下降，但是预测期管理费用金额较历史期大幅增加并且保持增长：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入（万元）	81,114.57	95,770.53	111,534.89	125,379.75	134,798.25
管理费用（万元）	4,849.34	5,413.98	6,032.91	6,583.44	6,896.53
管理费用/营业收入	5.98%	5.65%	5.41%	5.25%	5.12%

管理费用预测中，部分费用和营业收入具有一定的关联性，其金额随着收

入增长而增长，例如工资薪金、服务费、差旅费、办公费、车辆使用费、物料消耗费等，但是由于规模效应，其增幅小于营业收入增幅；部分费用与收入关联度不大，例如折旧费和推销费、聘请中介机构费等，随着北方园林业务规模的扩大，该类费用占营业收入的比重会下降。因此，尽管管理费用绝对额保持增加，但其增幅小于营业收入增幅，具备合理性。

#### (4) 财务费用/营业收入

标的公司预测期财务费用及财务费用率具体如下：

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业收入（万元）	81,114.57	95,770.53	111,534.89	125,379.75	134,798.25
财务费用（万元）	2,852.13	3,227.13	3,527.13	3,377.13	2,552.13
财务费用/营业收入	3.52%	3.37%	3.16%	2.69%	1.89%

本次在对财务费用预测时，根据标的公司现金流预测情况和标的公司现金缺口，结合标的公司借款安排和实际借款利率预测标的公司财务费用。标的公司预测期财务费用均高于 2016 年，2017 年-2019 年财务费用随着有息负债的增加逐渐增长，财务费用率高于 2016 年；2020 年及之后预测现金流为正，为了控制风险，标的公司 2020 年及之后逐渐降低有息负债规模，财务费用相应有所下降，财务费用率低于 2016 年。综上，标的公司财务费用预测及及财务费用率具备合理性。

#### (5) 资产减值损失/营业收入

标的公司历史期资产减值损失主要为坏账准备及根据库龄计提的存货跌价准备，由于资产减值损失不影响现金流的预测，预测期末考虑资产减值损失，具备合理性。

#### (6) 所得税率

本次评估假设标的公司所得税优惠到期之后不再享受，因此，综合所得税率预测情况如下：2016年、2017年综合所得税率为15%，2018年以后综合税率为25%。

综上所述，标的公司预测期净利率高于历史期毛利率是合理的、可行的，主要原因为：（1）受营改增的影响，预测期税金及附加占营业收入比重下降；（2）随着标的公司业务规模的扩大，预测期管理费用金额增加。由于规模效应及管理费用与营业收入关联性较低，管理费用率随着营业收入增加而下降；（3）资产减值损失不影响现金流的预测，预测期未考虑资产减值损失。

### 三、中介机构结论性意见

经核查，评估师认为：上市公司披露了标的资产2016年经审计后已经实现的营业收入及净利润的实现情况，并结合标的资产已签订和意向性合同情况、所处行业的发展情况、标的资产的行业地位、市场占有率情况补充披露标的资产预测营业收入的合理性和可实现性，其分析和披露具有合理性。

**问题 21：**申请材料显示，收益法评估中2016年10-12月、2017年至2022年，北方园林预测其净现金流量分别为80.34万元、-404.10万元、-2,086.16万元、-934.66万元、3,185.33万元、9,341.18万元。请你公司结合报告期内标的资产的现金流量情况，补充披露预测净现金流量的预测依据。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

#### 一、报告期标的资产的现金流量情况

报告期内，标的公司的现金流量情况如下：

单位：万元

项目	2016年1-9月	2015年度	2014年度
经营活动产生的现金流量净额	-17,622.15	-800.45	-45.24
投资活动产生的现金流量净额	-213.74	-88.48	-1,650.35
筹资活动产生的现金流量净额	14,890.42	3,850.36	-258.62

其中，将净利润调节为经营活动产生的现金流量净额如下：

单位：万元

项目	2016年1-9月	2015年度	2014年度
净利润	4,526.11	3,838.46	442.09
加：资产减值准备	717.62	909.97	1,126.08
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	284.43	397.33	258.66
无形资产摊销	1.04	0.59	1.55
长期待摊费用摊销	2.07	2.76	239.60
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	0.73		
固定资产报废损失（收益以“-”填列）	5.39		239.36
财务费用（收益以“-”填列）	1,801.49	2,043.96	2,434.05
递延所得税资产的减少（增加以“-”填列）	-111.62	740.55	-299.08
存货的减少（增加以“-”填列）	-17,858.14	-12,623.49	-11,676.55
经营性应收项目的减少（增加以“-”填列）	21,367.64	-1,972.11	921.91
经营性应付项目的增加（减少以“-”填列）	-28,358.91	5,861.53	6,267.10
经营活动产生的现金流量净额	-17,622.15	-800.45	-45.24

报告期内，北方园林经营活动产生的现金流量净额分别为-45.24 万元、-800.45 万元和-17,622.15 万元，主要是由于报告期内业务规模不断扩大，营业收入逐年增长，施工项目形成的存货、应收账款及采购规模均相应增加，对营运资金的占用持续增加所致。



### 二、评估预测现金流量的预测依据

对未来经营期内的净现金流量预测如下：

单位：万元

项目	2016年 10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年及 以后年度
营业收入	17,533.46	81,114.57	95,770.53	111,534.89	125,379.75	134,798.25	134,798.25
减：营业成本	12,112.65	60,615.82	71,650.60	83,540.09	93,981.67	101,101.31	101,101.31
营业税金及附加	164.69	540.51	640.80	748.48	843.05	907.22	907.22
管理费用	900.20	4,849.34	5,413.98	6,032.91	6,583.44	6,896.53	6,896.53
财务费用	648.24	2,852.13	3,227.13	3,527.13	3,377.13	2,552.13	2,552.13
资产减值损失	400.00	-	-	-	-	-	-
营业利润	3,307.68	12,256.77	14,838.03	17,686.27	20,594.46	23,341.06	23,341.06
利润总额	3,307.68	12,256.77	14,838.03	17,686.27	20,594.46	23,341.06	23,341.06
减：所得税	409.01	1,838.52	3,709.51	4,421.57	5,148.62	5,835.26	5,835.26
净利润	2,898.66	10,418.25	11,128.52	13,264.70	15,445.85	17,505.79	17,505.79
加：折旧	81.38	301.84	301.84	301.84	301.84	301.84	301.84
摊销	1.21	4.84	4.61	3.38	3.38	3.38	3.38
加：扣税后利息	551.00	2,424.31	2,420.35	2,645.35	2,532.85	1,914.10	1,914.10
减：营运资金增加额	3,770.53	13,251.50	15,639.64	16,848.09	14,796.74	10,082.08	-
资产更新	81.38	301.84	301.84	301.84	301.84	301.84	301.84
净现金流量	80.34	-404.10	-2,086.16	-934.66	3,185.33	9,341.18	19,423.27

根据上表，现金流预测是将未来年度预测净利润调整为企业自由现金流量并进行折现而得，与报告期内标的公司财务报告中现金流量表补充资料中将净利润调节为经营活动产生的现金流量净额的计算思路基本一致。现金流预测具体过程及相应预测依据如下：

### （一）净利润预测

净利润预测依据及合理性见本反馈意见答复“问题 20”。

### （二）折旧和摊销、资产更新预测

对于折旧和摊销的预测，按照标的公司执行的固定资产折旧政策和无形资产的摊销政策，以基准日经审计的固定资产账面原值和无形资产的账面原值、预计使用期、加权折旧率和加权摊销率等估算未来经营期的折旧额和摊销额。标的公司预测期的折旧摊销额与报告期折旧摊销数据差异较小，符合标的公司实际情况，具备合理性。

对于资产更新的预测，由于标的公司现有固定资产等可以支持预测期收入规模，本次按照标的公司预测的折旧额作为资产更新改造支出，具备合理性。

### （三）扣税后利息预测

对于扣税后利息预测，根据标的公司现金流预测情况和标的公司现金缺口，结合标的公司借款安排和实际借款利率、标的公司预测期所得税率预测标的公司扣税后利息，具备合理性。

### （四）营运资金追加额预测

对于营运资金追加额的预测如下： $\text{营运资金增加额} = \text{当期营运资金} - \text{上期营运资金}$ 。其中， $\text{营运资金} = \text{最低现金保有量} + \text{存货} + \text{应收款项} - \text{应付款项}$ 。

最低现金保有量根据历史期标的公司付现成本及费用与营业收入比例，结合预测期营业收入预测。

应收款项主要包括应收账款、应收票据以及与经营业务相关的其他应收款

等，根据历史期应收款项周转率，结合预测期营业收入预测：应收款项=营业收入总额/应收款项周转率。

应付款项主要包括应付账款、应付票据以及与经营业务相关的其他应付款等，根据历史期应付账款周转率，结合预测期营业成本预测：应付款项=营业成本总额/应付款项周转率。

存货主要根据历史期存货周转率，结合预测期营业成本预测：存货=营业成本总额/存货周转率。

具体各项营运成本及营运资金增加额预测情况如下：

单位：万元

项目/年度	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年及以后年度
最低现金保有量	3,447.49	4,364.13	5,141.31	5,979.43	6,715.87	7,213.86	7,213.86
存货 1（工程及设计类）	66,000.00	81,104.32	96,599.31	113,333.25	128,028.87	138,080.48	138,080.48
存货 2（苗木销售及其他）	5,190.96	3,842.79	4,031.08	4,206.82	4,361.47	4,444.98	4,444.98
应收款项	36,390.99	46,351.18	54,726.02	63,734.22	71,645.57	77,027.57	77,027.57
应付款项	39,131.69	50,513.18	59,708.83	69,616.75	78,318.06	84,251.10	84,251.10
营运资本	71,897.74	85,149.24	100,788.88	117,636.97	132,433.71	142,515.80	142,515.80
营运资本增加额	3,770.53	13,251.50	15,639.64	16,848.09	14,796.74	10,082.08	-

由上可知，营运资金追加额预测过程充分考虑了标的公司历史期随着营业收入增加营运资金占用增加的情况，符合标的公司报告期实际经营情况和现金流量情况，预测依据具备合理性。

### （五）净现金流由负值转为正值的主要原因分析

根据园林绿化行业内企业的现金流特点，园林工程施工项目前期阶段会有较大的资金投入，出现负的净现金流；而到了项目后期，随着资金的收回，会出现正的净现金流。结合企业的发展阶段分析，当企业处于高速发展阶段的时候，不断加大的资金需求，会出现负的净现金流量，当企业保持适当发展速度的时候会出现正的净现金流量。标的公司的现金流在报告期和预测期的情形基本符合这一特点。

净利润和营运资金增加额对现金流量的预测具有较大影响。当其他参数保持不变的情况下，当净利润超过营运资金的增量时，将增加自由现金流量；当净利润小于营运资金的增量时，将减少自由现金流量。

预测期营业收入、净利润以及营运资金增加额情况如下：

单位：万元

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年及以后年度
营业收入	81,114.57	95,770.53	111,534.89	125,379.75	134,798.25	134,798.25
营业收入增长率	27.55%	18.07%	16.46%	12.41%	7.51%	-
净利润	10,418.25	11,128.52	13,264.70	15,445.85	16,943.29	16,943.29
净利率	12.84%	11.62%	11.89%	12.32%	12.99%	12.99%
营运资金	85,149.24	100,788.88	117,636.97	132,433.71	142,515.80	142,515.80
营运资金占营业收入的比例	104.97%	105.24%	105.47%	105.63%	105.73%	105.73%
营运资金增加	13,251.50	15,639.64	16,848.09	14,796.74	10,082.08	-
净现金流量	-404.10	-2,086.16	-934.66	3,185.33	9,341.18	19,423.27

由上表可以看出，随着标的公司业务规模不断扩大，预测营业收入不断增加，但营业收入增长率在逐渐下降，由2017年的27.55%下降到2021年的7.51%，直至永续期的0%。

标的公司预测期营运资金占营业收入的比例从 2017 年的 104.97% 增长至 2021 年的 105.73%，永续期保持 105.73%。随着营业收入的不断增长，营运资金逐渐增加；但是由于营业收入增速下降，营运资金增加额呈现先增加后下降的趋势，由 2017 年的 13,251.50 万元增长至 2019 年的 16,848.09 万元，然后下降至 2021 年的 10,082.08 万元，永续期增长率为 0，无需追加营运资金，营运资金增加额为 0。

由于 2018 年北方园林高新技术企业优惠税率到期，标的公司预测净利率低于 2017 年。2018 年之后，随着标的公司业务规模的扩大，由于规模效应及部分管理费用与营业收入关联性较低，管理费用率随着营业收入增加而下降，导致标的公司预测期净利率保持上升趋势，进而净利润处于增长态势，由 2017 年的 10,418.25 万元增长至 2021 年的 16,943.29 万元，永续期保持 16,943.29 万元。预测期净利率的合理性见本反馈意见答复“问题 20/三、净利率水平的合理性和可实现性”。

鉴于上述净利润和营运资金增加额的变化趋势，自 2020 年开始，净利润增加额超过营运资金增加额，预测现金流量由负转正，具备合理性。

综上所述，预测期标的公司未来净现金流量的预测，是以标的公司报告期内的经营状况为基础，通过对标的公司的预测期的经营收入、成本、费用等的全面测算，以及考虑资产的折旧摊销、未来的营运资金增加及资产更新等各种因素的影响得到的，符合标的公司报告期实际经营情况和现金流量情况，预测依据具备合理性。

### 三、中介机构结论性意见

经核查，评估师认为：上市公司结合报告期内标的资产的现金流量情况，对标的公司的预测期营运资金各种影响因素进行了分析及披露，其分析和披露



具有合理性。

**问题 22:** 申请材料显示,本次交易中北方园林收益法评估选取的折现率为**10.99%**,低于市场近期可比交易的折现率。请你公司结合标的资产的业务规模、财务结构、经营环境、特定风险及可比交易等,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,并就折现率取值对评估价值的影响进行敏感性分析。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复:

#### 一、收益法评估中折现率相关参数选取的依据及合理性

##### (一) 标的公司的业务规模、财务结构、经营环境、特定风险及可比交易

##### 1、业务规模及财务结构

本次交易前,标的公司的业务规模及财务结构如下:

单位:万元

项目	2016 年度/ 2016 年 12 月 31 日	2015 年度/ 2015 年 12 月 31 日	2014 年度/ 2014 年 12 月 31 日
	营业收入	67,214.09	47,576.81
归属于母公司股东的净利润	7,658.74	3,832.42	441.09
资产合计	139,756.07	139,734.65	128,558.76
负债合计	95,923.00	105,473.01	99,461.59
归属于母公司所有者权益	43,386.49	34,102.75	28,944.33
资产负债率	68.64%	75.48%	77.37%

##### 2、经营环境

标的公司主要从事园林绿化的施工,所处经营环境主要特征如下:

### (1) 行业前景广阔

受益于城市化推进过程中城市绿化配套建设需求的增加和社会发展过程中人们对城市环境改善需求的日益增强,以及政府对城市绿化建设重视程度的不断提升,绿化建设投资的持续加大,我国市政园林市场得到了长足的发展,我国城市绿地面积和绿化覆盖率稳步提高,为行业内公司提供了历史性的发展机遇。

在城市化进程中新增城镇人口的住房需求、城镇人口改善居住环境的购房需求、居民收入水平以及产业政策等因素的促进下,我国房地产开发投资一直保持增长。园林绿化景观作为房地产开发商提升产品价值的重要手段,成为当前开发商增加地产项目竞争力的重要因素,地产园林的市场规模将会进一步扩大。

为了改善经济发展过程中对环境造成的负面影响,国家及各地政府持续加强了环境治理的力度,国内的生态修复市场迎来发展的黄金期。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也将迎来更加广阔的市场空间。传统的园林绿化与水生态、土壤修复高度关联,而园林绿化企业向水生态、土壤修复等业务领域的拓展将对现有的市场格局产生重大的影响。生态修复很有可能成为园林绿化行业中的新兴增长点。

### (2) 行业整体盈利能力较强

我国园林绿化行业的产业链较长,涉及苗木种植、景观设计、工程施工、养护管理等多个领域。此外,业务资质、资金实力、人才要求等壁垒为园林绿化行业构筑了较高的进入门槛,使行业具备了高利润空间的特点。总体而言,园林绿化行业的整体盈利能力较强。

### (3) 行业竞争较为激烈

当前我国园林行业处于充分竞争但市场集中度较低的阶段,全国范围内跨区

域经营大型企业少，不同等级资质的企业众多，竞争非常激烈，呈现“大行业，小公司”的特点。受益于行业整合效应，行业内的市场集中度将有所提升。

### 3、特定风险

标的公司主要影响盈利能力的特定风险包括：

#### （1）经营现金流为负的风险

2014年、2015年及2016年1-9月，北方园林的经营性现金流量净额分别为-45.24万元、-800.45万元和-17,622.15万元。

未来若北方园林的资金实力无法满足业务扩张的需要，其经营业绩将受到一定影响。

#### （2）应收账款回收风险

截至2014年12月31日、2015年12月31日、2016年9月30日的应收账款余额分别为35,749.72万元、30,740.21万元、26,054.99万元。

应收账款余额较大，一方面导致坏账准备计提较大，影响北方园林经营成果，另一方面对北方园林营运资金造成一定程度的占用，对北方园林现金流量形成压力，可能会削弱北方园林项目承揽和运营的能力。

#### （3）存货余额较大及跌价损失风险

2014年末、2015年末和2016年9月末，北方园林的存货余额分别为41,171.97万元、52,979.82万元和71,321.22万元。

存货余额较大一方面影响标的公司资产质量、资产周转能力，另一方面如果

计提存货跌价损失将对北方园林的经营业绩和财务状况产生不利影响。

#### (4) 税收优惠政策变化的风险

标的公司享受的税收优惠政策如下：北方园林自 2015 年至 2017 年享受 15% 的企业所得税优惠税率，北方设计院自 2014 年至 2016 年享受 15% 的企业所得税优惠税率，绿动植物自 2016 年至 2018 年享受 15% 的企业所得税优惠税率，花苗木公司从事林木的培育和种植的所得享受免征企业所得税的税收优惠政策，北方园林及其下属公司销售的部分自产农产品享受免征增值税的税收优惠政策。

如果国家对税收政策作出调整、税收优惠政策到期后国家不再实行原有优惠政策，或者由于北方园林及其下属公司自身原因无法满足继续享受优惠政策的相关条件，则将对北方园林的业绩和盈利能力产生不利影响。

#### 4、可比交易

本次交易与市场近期可比交易的标的资产估值及折现率情况如下：

首次公告日	证券代码	上市公司	标的资产	标的资产整体估值（万元）	折现率（%）
2016/5/28	300495	美尚生态	金点园林 100% 股权	150,100.00	12.30
2016/1/27	300355	蒙草抗旱	鹭路兴 60% 股权	45,500.00	13.40
2015/11/10	300266	兴源环境	中艺园林 100% 股权	124,552.24	13.71
2017/2/24	000711	京蓝科技	北方园林 90.11% 股权	80,039.95	10.99

由上表可知，本次收益法评估的折现率相对市场近期可比交易较低，主要由于标的公司付息债务比率较大，相对而言，税后付息债务利率低于权益资本成本，导致计算得到的加权平均资本成本较低。

标的公司与可比交易的付息债务比率、税后付息债务利率及权益资本成本比较如下：

标的资产	D/E	rd	re
金点园林 100%股权	18.60%	7.06%	13.33%
鹭路兴 60%股权	12.20%	4.96%	14.35%
中艺园林 100%股权	4.43%	-	13.71%
北方园林 90.11%股权	57.65%	4.79%	14.57%

由上可知，尽管本次收益法评估的权益资本成本取值处于较高水平，大于可比交易，但是由于标的公司付息债务比率远远大于可比交易，税后付息债务利率小于可比交易，导致计算得到的标的公司加权平均资本成本较低。因此，从可比交易角度而言，本次收益法评估折现率的选取合理。

### (二) 收益法评估中折现率相关参数选取的依据及合理性

本次收益法评估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率  $r$ ：

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e$$

式中：

$w_d$ ：被评估企业的付息债务比率；

$$w_d = \frac{D}{(E + D)}$$

$w_e$ ：被评估企业的权益资本比率；

$$w_e = \frac{E}{(E + D)}$$

$rd$ ：所得税后的付息债务利率；



re: 权益资本成本

B、权益资本成本 re 按资本资产定价模型（CAPM）确定；

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon$$

式中：

rf: 无风险报酬率；

rm: 市场预期报酬率；

ε: 被评估企业的特性风险调整系数；

βe: 被评估企业权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_u \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}\right)$$

βu: 可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

$$\beta_u = \frac{\beta_t}{1 + (1 - t) \frac{D_i}{E_i}}$$

βt: 可比公司的预期市场平均风险系数；

$$\beta_t = 34\% K + 66\% \beta_x$$

式中：

K: 一定时期股票市场的平均风险值，通常假设 K=1；

$\beta_x$ : 可比公司的历史市场平均风险系数;

$D_i$ 、 $E_i$ : 分别为可比公司的付息债务与权益资本。

### (1) 无风险报酬率 $r_f$

无风险收益率  $r_f$ , 参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平 (见下表), 按照十年期以上国债利率平均水平确定无风险收益率  $r_f$  的近似, 即  $r_f=4.03\%$ 。

序号	国债代码	国债名称	期限	实际利率
1	101119	国债 1119	10	0.0397
2	101123	国债 1123	50	0.0438
3	101124	国债 1124	10	0.0360
4	101204	国债 1204	10	0.0354
5	101206	国债 1206	20	0.0407
6	101208	国债 1208	50	0.0430
7	101209	国债 1209	10	0.0339
8	101212	国债 1212	30	0.0411
9	101213	国债 1213	30	0.0416
10	101215	国债 1215	10	0.0342
11	101218	国债 1218	20	0.0414
12	101220	国债 1220	50	0.0440
13	101221	国债 1221	10	0.0358
14	101305	国债 1305	10	0.0355
15	101309	国债 1309	20	0.0403
16	101310	国债 1310	50	0.0428
17	101311	国债 1311	10	0.0341



# 中联资产评估集团有限公司

## CHINA UNITED ASSETS APPRAISAL GROUP CO., LTD

序号	国债代码	国债名称	期限	实际利率
18	101316	国债 1316	20	0.0437
19	101318	国债 1318	10	0.0412
20	101319	国债 1319	30	0.0482
21	101324	国债 1324	50	0.0538
22	101325	国债 1325	30	0.0511
23	101405	国债 1405	10	0.0447
24	101409	国债 1409	20	0.0483
25	101410	国债 1410	50	0.0472
26	101412	国债 1412	10	0.0404
27	101416	国债 1416	30	0.0482
28	101417	国债 1417	20	0.0468
29	101421	国债 1421	10	0.0417
30	101425	国债 1425	30	0.0435
31	101427	国债 1427	50	0.0428
32	101429	国债 1429	10	0.0381
33	101505	国债 1505	10	0.0367
34	101508	国债 1508	20	0.0413
35	101510	国债 1510	50	0.0403
36	101516	国债 1516	10	0.0354
37	101517	国债 1517	30	0.0398
38	101521	国债 1521	20	0.0377
39	101523	国债 1523	10	0.0301
40	101525	国债 1525	30	0.0377
41	101528	国债 1528	50	0.0393
42	101604	国债 1604	10	0.0287

序号	国债代码	国债名称	期限	实际利率
43	101608	国债 1608	30	0.0355
44	101610	国债 1610	10	0.0292
45	101613	国债 1613	50	0.0373
平均				<b>0.0403</b>

### (2) 市场期望报酬率 $r_m$

一般认为，股票指数的波动能够反映市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率。通过对上证综合指数自 1992 年 5 月 21 日全面放开股价、实行自由竞价交易后至 2016 年 3 月 31 日期间的指数平均收益率进行测算，得出市场期望报酬率的近似，即： $r_m=10.50\%$ 。

### (3) 权益资本的预期市场风险系数 $\beta_e$

取沪深两市证监会行业分类中园林绿化可比公司股票，剔除部分亏损企业数据，以 2012 年 1 月至 2016 年 9 月 120 周的市场价格测算估计，得到可比公司股票的历史市场平均风险系数  $\beta_x$ ，计算得到可比公司股票的预期市场平均风险系数  $\beta_t$ 、可比公司股票的预期无财务杠杆风险系数的估计值  $\beta_u$ 、被评估企业权益资本预期风险系数的估计值  $\beta_e$ ，具体见下表，可比公司数据来自于 Wind 资讯金融终端。

证券代码	证券简称	$\beta_x$	$\beta_t$	$\beta_u$
000035.SZ	中国天楹	0.6175	0.7476	0.4652
002200.SZ	云投生态	0.6213	0.7501	0.3522
002310.SZ	东方园林	0.3843	0.5936	0.3889
002573.SZ	清新环境	1.1052	1.0694	0.7069
002663.SZ	普邦园林	1.2996	1.1977	1.0376
002672.SZ	东江环保	1.0519	1.0343	0.6294

002717.SZ	岭南园林	1.0000	1.0000	0.8108
002775.SZ	文科园林	0.1765	0.4565	0.3680
300055.SZ	万邦达	1.1795	1.1185	0.9754
300090.SZ	盛运环保	0.8501	0.9011	0.6669
300152.SZ	科融环境	0.8804	0.9211	0.7035
300187.SZ	永清环保	1.1563	1.1032	0.9729
300190.SZ	维尔利	0.4748	0.6534	0.5254
300197.SZ	铁汉生态	0.4312	0.6246	0.4219
300249.SZ	依米康	0.7327	0.8236	0.7454
300262.SZ	巴安水务	0.7419	0.8297	0.4288
300266.SZ	兴源环境	0.4445	0.6334	0.5508
300332.SZ	天壕环境	1.0696	1.0459	0.8221
300355.SZ	蒙草生态	1.1103	1.0728	0.7018
300362.SZ	天翔环境	0.7709	0.8488	0.5440
300385.SZ	雪浪环境	1.1245	1.0822	0.8833
600292.SH	远达环保	1.1453	1.0959	0.9521
603568.SH	伟明环保	1.1679	1.1108	0.9667
603588.SH	高能环境	1.3149	1.2078	1.0175
600217.SH	中再资环	0.4272	0.6220	0.3091
平均值		0.8511	0.9017	0.6779

#### (4) 权益资本成本 $r_e$

本次收益法评估考虑到被评估企业在融资条件、资本流动性以及治理结构等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，设特性风险调整系数  $\epsilon=0.04$ ，特定风险系数较高，最终计算得到评估对象的权益资本成本  $r_e$ 。

#### (5) 适用税率：评估基准日至 2017 年执行所得税率 15.00%；2018 年以后



执行所得税率 25%。

(6)  $W_d$  和  $W_e$ : 由北方园林的资本结构可得到债务比率  $W_d$ 、权益比率  $W_e$ 。

(7) 扣税后付息债务利率  $r_d$  见下表。

(8) 折现率  $r$ : 将上述各值分别代入公式可得到  $r$ , 具体见下表:

单位: 万元

项目/年度	2016年 10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年及 以后年度
所有者权益价值: $E=B-D$	80,039.95	80,039.95	80,039.95	80,039.95	80,039.95	80,039.95	80,039.95
付息债务价值: $D$	46,122.00	50,622.00	55,622.00	59,622.00	57,622.00	52,622.00	46,622.00
企业价值: $B$	126,161.95	130,661.95	135,661.95	139,661.95	137,661.95	132,661.95	126,661.95
权益比	0.6344	0.6126	0.5900	0.5731	0.5814	0.6033	0.6319
债务比	0.3656	0.3874	0.4100	0.4269	0.4186	0.3967	0.3681
贷款加权利率	0.0563	0.0580	0.0592	0.0586	0.0485	0.0485	0.0485
国债利率	0.0403	0.0403	0.0403	0.0403	0.0403	0.0403	0.0403
可比公司收益率	0.1050	0.1050	0.1050	0.1050	0.1050	0.1050	0.1050
适用税率	0.1500	0.1500	0.2500	0.2500	0.2500	0.2500	0.2500
历史 $\beta$	0.8511	0.8511	0.8511	0.8511	0.8511	0.8511	0.8511
调整 $\beta$	0.9017	0.9017	0.9017	0.9017	0.9017	0.9017	0.9017
无杠杆 $\beta$	0.6779	0.6779	0.6779	0.6779	0.6779	0.6779	0.6779
权益 $\beta$	1.0099	1.0423	1.0312	1.0566	1.0439	1.0121	0.9740
特性风险系数	0.0400	0.0400	0.0400	0.0400	0.0400	0.0400	0.0400
权益成本	0.1456	0.1477	0.1470	0.1487	0.1478	0.1458	0.1433
债务成本(税后)	0.0479	0.0493	0.0444	0.0440	0.0364	0.0364	0.0364
WACC	0.1099	0.1096	0.1049	0.1040	0.1012	0.1024	0.1040
折现率	0.1099	0.1096	0.1049	0.1040	0.1012	0.1024	0.1040

### 二、折现率取值对评估价值的影响

预测期内折现率变动对北方园林估值影响的敏感性分析如下：

单位：万元

评估基准日	2016年9月30日		
原始评估值	80,039.95		
折现率变动幅度	评估值	评估值变动额	评估值变动幅度
10%	75,263.39	-4,776.55	-5.97%
5%	77,617.00	-2,422.95	-3.03%
2%	79,062.29	-977.65	-1.22%
1%	79,549.70	-490.25	-0.61%
0%	80,039.95	0.00	0.00%
-1%	80,533.07	493.12	0.62%
-2%	81,029.09	989.14	1.24%
-5%	82,534.67	2,494.72	3.12%
-10%	85,103.69	5,063.75	6.33%

从上表中可以看出，当折现率变化幅度在-10%~10%之间变化，评估值的差异率在 6.33%~-5.97%之间。

### 三、中介机构结论性意见

经核查，评估师认为：上市公司结合标的资产的业务规模、财务结构、经营环境、特定风险及可比交易等补充披露了收益法评估中折现率相关参数选取的依据及合理性，并就折现率取值对评估价值的影响进行敏感性分析，本次评估收益法折现率的选取具备合理性。

中联资产评估集团有限公司

2017年5月15日