

## 关于（创业板许可类重组问询函【2017】第 18 号）的 重组问询函的回复报告

天源函报字[2017]第 0088 号

### 深圳证券交易所创业板公司管理部：

贵所于 2017 年 3 月 30 日下发的对兴源环境科技股份有限公司发行股份购买资产《关于对兴源环境科技股份有限公司的重组问询函》（创业板许可类重组问询函【2017】第 18 号，以下简称：重组问询函）收悉，本公司对重组问询函要求评估师核查并发表明确意见的问题认真地进行了落实，现回复如下，请予审核。

**重组问询函问题 10：“请补充披露：（1）标的公司价值的收益法评估过程、主要参数及确定依据、增值率较高的原因；（2）对比本次估值与标的公司历次股权转让和增资价格是否存在差异，解释差异产生的原因（如有）。请评估师和独立财务顾问发表意见。”**

回复：

一、标的公司价值的收益法评估过程、主要参数及确定依据、增值率较高的原因。

（一）被评估单位企业自由现金流预测

1、营业收入与成本预测

源态环保及其子公司主要以自主研发的技术为核心，以智慧治水和智慧环保为出发点，提供物联网管控及信息处理云平台的开发及搭建、污水治理设备的研发与销售、污水治理工程的承接及运维服务，是一家围绕治水及环保行业规划、软件开发及系统集成、产品研发与销售、运行维护于一体的综合性环保服务企业。

顺应国家产业政策需求，源态环保主要为政府治水部门提供技术支撑，并在物联网管控及信息处理云平台的开发及搭建、污水治理及运维服务方面提供产品

和服务。

#### （1）营业收入预测

源态环保及其子公司营业收入主要分为物联网管控平台软件开发、水质在线监测站点及信息化站点搭建、运维服务类、污水处理类-设备类、污水处理类-工程类以及自动化控制系统及相关硬件设备的生产销售。

2016 年是“十三五”水利规划的伊始，也是“五水共治”工作的关键一年，依法治水与深化改革责任大、要求高，为了做好水污染治理工作，各省市加快了“十三五”治水规划的制定步伐，对未来五年的治水工作做了全面的部署安排，确保“五水共治”一贯到底。根据相关规划，“十三五”时期废水治理投入将达 1.39 万亿元，其中工业和城镇生活污水的治理投资将分别达 4,355 亿元和 4,590 亿元。仅就水质监测而言，无论是强调“河长”无缝覆盖的《关于全面推行河长制的意见》，亦或明确水污染防治力度的《“十三五”生态环境保护规划》，还是提出强力治水新常态的《水污染防治法修正案（草案）》等均体现了国家顶层设计对水环境保护的愈发重视。在环保需求日益增加和政府政策的强力引导下，水质监测和污水治理行业发展空间巨大。

源态环保现有业务涉及北京、浙江、海南、安徽、宁夏等省区的多个县、市，在为政府部门搭建智慧治水及智慧环保物联网管控及信息处理云平台方面抢占了一定的市场先机。源态环保在立足浙江区域市场，做好智慧治水、智慧环保的示范项目的基础上，将继续在上述区域目标市场布局，在现有业务的基础上再深耕发展。在对源态环保目前客户市场和历史经营统计资料等进行分析的基础上，综合考虑行业竞争情况、市场占有率、合同签订和执行等因素，结合水质监测行业及市场的发展趋势，并参照可比公司近三年的发展状况，2017 年营业收入预测主要考虑在手订单以及意向性正在谈判的订单，2018 年及以后考虑行业的发展以及源态环保的自身发展规划来综合确定源态环保预测期内营业收入。

#### （2）营业成本预测

营业成本主要包括原材料、人工、制造费用以及外包土建工程等，其中主要成本构成为各类水质监测设备仪器等原材料。

物联网管控平台软件开发主要系研发人员的人工成本，该部分在管理费用研发费用中考虑。其余营业成本，按照水质在线监测站点及信息化站点、运维服务类、污水处理类-设备类和污水处理类-工程类分别参照历史成本明细及结构，考虑在业务增长的前提下相应生产人员的增加，外购材料与外包成本的增加与企业内部对成本的管控力度等因素，按照料、工、费、外包成本等进行预测；自动化控制系统及相关硬件设备主要系外购材料的成本，故按照历史毛利率测算其营业成本。

## 2. 营业税金及附加预测

源态环保及其子公司营业税金及附加包括城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加、房产税、城镇土地使用税等。不同类别收入分别按照其对应税率，17%、11%、6%的税率计算销项税额并扣除成本中可抵扣的材料进项税额以及其他可作为进项抵扣项计算出当期应缴增值税，再按照 5%、3%、2%的税率分别计算城市维护建设税、教育费附加以及地方教育费附加；房产税按照源态环保房屋建筑物及土地账面原值扣除 30%的金额乘以 1.2%计算房产税；土地使用税按照当地每平方米的征税标准乘以土地面积测算。

## 3、销售费用预测

销售费用包括工资、广告及业务宣传费、业务招待费、佣金及手续费、差旅费、车辆费用以及汽车租赁费等费用。

各项费用的预测说明如下：

工资：销售人员工资分为基本工资、绩效工资，基本工资按照源态环保制定的员工岗位职级确定，绩效工资按照月度绩效考评确定。本次预测时，按照现有的人数和基本工资水平，考虑业务增长引起人员需求和工资水平的提高进行预测。

广告及业务宣传费、业务招待费、佣金及手续费、差旅费、车辆费用以及汽车租赁费等：该部分费用随着收入的增长随之增长，故采用2016年费用占收入的比例对后续该块费用进行预测。

#### 4、管理费用预测

管理费用主要包括研发费、工资性支出、折旧与摊销、税金、业务招待费、差旅费以及其他费用等。

各项费用的预测说明如下：

工资性支出：主要有管理员工资、社保支出以及其他工资性支出，根据目前的人员人数、未来招工计划以及源态环保及其子公司的工资政策进行预测，社保支出则根据目前的实际缴纳标准及未来工资的变化情况计算确定，其他工资性支出根据历史占工资的比例以及企业规划进行预测。

折旧及摊销：按照目前固定资产的原值和折旧政策测算确定折旧；考虑到无形资产变动不大，根据目前的无形资产原值和摊销政策确定摊销。

研发费用：主要包含研发人员的工资性支出、直接材料投入以及其他费用等；研发人员工资性支出参照管理人员中工资性支出进行预测；直接材料按照收入的一定比例进行测算；其他费用在考虑收入规模以及研发费用预算的前提下，考虑在现有规模上按照一定增长幅度进行预测。

税金：包括残疾人就业保障金，残疾人就业保障金按照富阳当地的缴纳标准进行测算。

业务招待费、差旅费：业务招待费与差旅费随着收入增长而相应增长，本次分别按照2016年两项费用占收入的比例对未来年度业务招待费以及差旅费进行预测。

除业务招待费、差旅费外其他费用主要参考历史年度的发生情况和以后年度的预算情况进行分析预测。

#### 5、财务费用预测

源态环保未来无借款计划，故不对财务费用进行预测。

#### 6、资产减值损失

从历史应收款项账龄进行分析，其款项收回比较及时，除明确可以收回的现浇池项目因为尚未完成验收导致尚未收回款项账龄1-2年外，其余款项账龄均为1年以内。考虑到源态环保及其子公司的账龄较短，应收款项发生损失的可能性较

小，且账面已有的坏账准备余额，足以覆盖以后年度可能存在的坏账损失。则根据预测的应收款项资金需求，按照现行的坏账准备政策预测资产减值损失，在现金流预测时予以加回。

#### 7、营业外收入、支出预测

对于营业外入、收，存在较大的不确定性，难以预计，因此本次评估不进行预测。

#### 8、所得税预测

源态环保系高新技术企业，发证时间为2016年11月21日，有效期为3年，按照源态环保未来业务类型以及未来将投入的研发支出，预计未来将通过高新技术企业复查、认定，继续享受15%的企业所得税优惠政策；本次合并口径内子公司上海创韬自控科技有限公司企业所得税税率为25%，但由于与母公司源态环保收入利润相比，其占比较小，影响整体估值小，故本次合并口径采用企业所得税税率15%进行预测。并按照源态环保以前年度研发费用加计扣除的实际比例在计算所得税的时候扣除。

#### 9、折旧及摊销预测

源态环保及其子公司的固定资产主要包括房屋建（构）筑物、机器设备、电子设备和车辆。无形资产为土地以及办公软件等。固定资产和无形资产按取得时的实际成本计价。

本次评估中，按照企业执行的固定资产折旧政策，以基准日经审计的经营性固定资产账面原值、预计使用年限等估算未来经营期的折旧额。无形资产摊销按照经审计的经营性无形资产账面原值、预计使用年限、资产更新等估算未来经营期的摊销额。

#### 10、资本性支出预测

资本性支出是指企业在不改变当前经营业务条件下，为保持持续经营所需增加的超过一年的长期资本性投入，主要包括经营规模扩大所需的资本性投资以及持续经营所必须的资产更新等。

资本性投资：经向管理层了解，在预测期内无需其他追加资本性投资。

资产更新：在本次评估中，资产更新是在维持现有经营规模的前提下未来各年所必需的更新投资支出。即只需补充现有生产经营能力所耗（折毕）资产的更新改造支出。

资本性投资和资产更新全部以年金化进行处理，同时扣除长期资产购置有关往来。

#### 11、营运资金增加额预测

营运资金增加额系指被评估单位在不改变当前主营业务条件下，为保持持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、存货购置、应收账款等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。其他应收款和其他应付款需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性确定（其中与主营业务无关或暂时性的往来作为非经营性或有息负债）。因此估算营运资金的增加考虑正常经营所需保持的现金、应收款项、存货和应付款项等主要因素。

本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中，营运资金=最低经营现金保有量+应收款项+存货-应付款项-应付职工薪酬-应交税费

其中，应收款项=营业收入总额/应收款项周转率

其中，应收款项主要包括应收账款、预收款项以及与经营业务相关的其他应收款等诸项。

存货根据期末余额占营业成本的比例进行分析预测。

应付款项=营业成本总额/应付款项周转率

其中，应付款项主要包括应付票据、应付账款、预付款项以及与经营业务相关的其他应付款等诸项。

应付职工薪酬按1个月工资考虑，应交税费按1个季度所得税、土地使用税、房产税考虑，增值税、城市维护建设税、教育费附加以及地方教育费附加按照1

个月考虑。

货币资金：按照付现成本并考虑每月需要储备的资金预测。

## 12. 净现金流量的预测结果

本次评估中对未来收益的预测，主要是在评估对象报表揭示的历史营业收入、成本和财务数据的核实以及对行业进行市场分析的基础上，根据其经营历史、已获订单、市场未来的发展等情况综合作出的一种专业判断。（注：预测时不考虑营业外收支以及其它非经常活动等所产生的损益）。

### （二）折现率的计算

#### 1、计算思路

与企业自由现金流匹配的折现率应为按企业目标资本结构计算的加权平均资本成本，即 WACC。计算公式为：

$$\text{公式 5: } WACC = \frac{E}{(D+E)} \times R_E + \frac{D \times (1-T)}{(D+E)} \times R_D$$

式中：WACC	加权平均资本成本
D	被评估单位的债务资本
E	被评估单位的权益资本
R <sub>E</sub>	权益资本成本
R <sub>D</sub>	债务资本成本
T	企业所得税率

#### 2、计算过程

##### （1）D 与 E 的比值及 T

经分析，源态环保评估基准日付息债务金额为零，且之后亦无融资计划，故 D 与 E 的比值为零。

##### （2）权益资本成本（R<sub>E</sub>）

权益资本成本 K<sub>e</sub> 按国际通常使用的 CAPM 模型求取，计算公式如下：

公式 6：

$$K_e = R_f + \text{Beta} \times \text{ERP} + R_c = R_f + \text{Beta}(R_m - R_f) + R_c$$

式中： $K_e$  ——权益资本成本

$R_f$  ——无风险利率

$R_m$  ——市场回报率

Beta ——权益的系统风险系数

ERP ——市场的风险溢价

$R_c$  ——企业特定风险调整系数

计算权益资本成本我们采用以下四步：

1) 无风险收益率 ( $R_f$ )

由于记账式国债具有比较活跃的市场，一般不考虑流动性风险，且国家信用等级高，持有该债权到期不能兑付的风险很小，一般不考虑违约风险，同时长期的国债利率包含了市场对未来期间通货膨胀的预期。因此，我们选择从评估基准日至国债到期日剩余期限在 5 年以上的记账式国债，计算其到期收益率，并取所有国债到期收益率的平均值作为本次评估无风险收益率。

2) 市场超额收益 (ERP)

风险溢价 (ERP) 是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分，即：

风险溢价 (ERP) = 市场整体期望的投资回报率 ( $R_m$ ) - 无风险报酬率 ( $R_f$ )

根据目前国内评估行业通行的方法，按如下方式计算 ERP：

a. 确定衡量股市的指数：估算股票市场的投资回报率首先需要确定一个衡量股市波动变化的指数，参照美国相关机构估算美国 ERP 时选用标准普尔 500 指数的经验，本次选用了沪深 300 指数。

b. 计算年期的选择：中国股市起始于上世纪 90 年代初期，但最初几年发展不规范，直到 1996~1997 年之后才逐渐走上正规，考虑到上述情况，我们在测算中国股市 ERP 时计算的时间从 1997 年开始，也就是我们估算的时间区间为 1997 年 12 月 31 日到 2016 年 12 月 31 日。

c. 指数成分股的确定：沪深 300 指数的成分股每年是发生变化的，因此我



们在估算时采用每年年底时沪深 300 的成分股。对于 1997~2005 年沪深 300 没有推出之前，采用外推的方式，即 1997~2005 年的成分股与 2005 年末一样。

d. 数据的采集：本次 ERP 测算借助 Wind 资讯的数据系统提供所选择的各成分股每年年末的交易收盘价。由于成分股收益中应该包括每年分红、派息和送股等产生的收益，因此选用的年末收盘价是 Wind 数据是从 1997 年 12 月 31 日起到 2016 年 12 月 31 日的复权交易年末收盘价格，上述价格中已经有效的将每年由于分红、派息等产生的收益反映在价格中。

e. 年收益率的计算采用几何平均值计算方法：

设第 1 年到第 i 年的几何平均值为  $C_i$ ，则：

$$C_i = \sqrt[i-1]{\frac{P_i}{P_1}} - 1 \quad (i=2,3,\dots,n)$$

$P_i$  为第 i 年年末交易收盘价（后复权）

通过估算 2001-2016 年每年的市场风险超额收益率，即以沪深 300 指数成份股的几何平均年收益加权平均后作为  $R_m$ ，扣除按照上述方法计算的各年无风险利率，计算得到历年平均 ERP 为 6.92%。

### 3) $\beta$ 系数

$\beta$  风险系数被认为是衡量公司相对风险的指标。本次评估我们选取了雪迪龙、碧水源、先河环保、聚光科技和开能环保五家上市公司作为同行业对比公司。经查阅 WIND 金融终端得到对比上市公司的  $\beta$  系数。上述  $\beta$  系数还受各对比公司财务杠杆的影响，需要先对其卸载对比公司的财务杠杆，再根据源态环保的目标资本结构，加载该公司财务杠杆。无财务杠杆影响的  $\beta$  系数计算公式如下：

$$\text{无财务杠杆}\beta\text{系数} = \frac{\text{有财务杠杆}\beta\text{系数}}{1 + \frac{\text{负债资本}}{\text{权益资本}} \times 100\% \times (1 - \text{所得税率})}$$

然后根据被评估对象目标资本结构转换为自身有财务杠杆的 Beta 系数，其计算公式为：

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

式中： $\beta_e$  ——评估对象股权资本的预期市场风险系数

$\beta_u$  ——可比公司的无杠杆市场风险系数

$D/E$  ——付息债务与所有者权益之比

$T$  ——所得税率，按照每年适用的所得税

#### 4) 计算公司特有风险超额收益率 ( $R_s$ )

企业的个别风险主要包括企业经营风险。影响经营风险主要因素有：企业所处经营阶段和经营区域；经营规模；历史经营状态；企业经营业务、客户资源；公司内部管理及控制机制；管理人员的能力和资历；核心技术人员的集中度等。

#### 5) 计算权益资本成本 ( $R_e$ )

将上述各参数代入公式 6，计算得到权益资本成本。

#### (3) 债务资本成本 ( $R_D$ )

源态环保及其子公司未来无借款计划。

#### (4) 折现率

将以上计算所得的各参数代入公式 5，计算加权平均资本成本 WACC。

### (三) 股东全部权益的计算

#### 1、溢余资产、非经营性资产（负债）净额 ( $C$ )

所谓溢余资产、非经营性资产（负债）是分析剥离出来的与被评估单位主营业务没有直接关系的资产（负债），由于这些资产（负债）对被评估单位的主营业务没有直接贡献，并且在采用收益法进行估算时也没有考虑这些资产的贡献，因此采用收益法得出的评估结论均没有包括上述资产。但这些资产（负债）仍然是被评估单位的资产（负债），因此，将分析、剥离出来的溢余资产、非经营性资产（负债）单独评估出其市场价值后加回到收益法估算的结论中。

#### 2、付息债务价值 ( $D$ )

截止评估基准日，付息债务为零。

#### 3、股东全部权益价值

将计算得到的预测期内企业自由现金流、永续的收益增长率、折现率、溢余及非经营性资产价值（负债）、付息债务价值以下公式，计算可知源态环保于评

估基准日的股东全部权益价值。

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+r)^{i_t}} + \frac{F_n}{r(1+r)^{n-0.5}} + \sum C - D$$

式中：P	评估对象的市场价值
F <sub>t</sub>	未来第 t 个收益期的预期收益额
r	折现率
t	收益预测折现期
i <sub>t</sub>	未来第 t 个收益期的折现期
n	详细预测期的年限
ΣC	基准日存在的溢余资产及非经营性资产（负债）的价值
D	基准日付息债务价值

#### （四）评估结果以及增值原因分析

本次预估工作是基于源态环保未经审定的合并财务报表为基础。本次交易中源态环保全部股权价值采取收益法的预估值约 5.5 亿元左右。

本次收益法预估结果增值较大主要原因系源态环保及其子公司主要以自主研发的技术为核心，以智慧治水和智慧环保为出发点，提供物联网管控及信息处理云平台的开发及搭建、污水治理设备的研发与销售、污水治理工程的承接及运维服务，是一家围绕治水及环保行业规划、软件开发及系统集成、产品研发与销售、运行维护于一体的综合性环保服务企业。综合性环保服务行业具有较显著的技术密集型特性，其价值不仅体现在评估基准日存量实物资产及可辨认无形资产上，更多体现于源态环保所具备的团队优势、客户资源、项目经验、综合业务能力等方面。未来年度随着国家对于环保事业的投入逐年增大，综合性环保服务行业的发展前景较为乐观，给源态环保未来发展提供了良好的市场环境，源态环保预计未来具有较强的获利能力。具体分析如下：

##### （1）行业政策和市场趋势的支持

环保行业属于公用事业，行业发展受到国家政策导向的影响，除了资金投入外，政策支持是推动环保行业发展的主要动力。《水污染防治行动计划》，《“十三

五”生态环境保护规划》、《关于全面推行河长制的意见》等文件的陆续出台，体现了国家顶层设计对水环境保护的愈发重视。2016 年是“十三五”水利规划的伊始，依法治水与深化改革责任大、要求高，为了做好水污染治理工作，各省市加快了“十三五”治水规划的制定步伐，对未来五年的治水工作做了全面的部署安排。根据相关规划，“十三五”时期废水治理投入将达 1.39 万亿元，其中工业和城镇生活污水的治理投资将分别达 4,355 亿元和 4,590 亿元。在环保需求日益增加和政府政策的强力引导下，水质监测和污水治理行业发展空间巨大。这为源态环保未来持续的发展提供了行业政策和市场趋势的支持。

## （2）源态环保的竞争优势

源态环保主要以自主研发的技术为核心，以智慧治水和智慧环保为出发点，提供物联网管控及信息处理云平台的开发及搭建、污水处理设备的研发与销售、污水处理工程的承接及运维服务，是一家围绕治水及环保行业规划、软件开发及系统集成、产品研发与销售、运行维护于一体的综合性环保服务企业。凭借先进的技术和研发能力，源态环保自主开发搭建的智慧治水和智慧环保物联网管控及信息处理云平台已在多个省市正式启动上线，并赢得了用户的一致认可和赞誉。源态环保现有业务涉及北京、浙江、海南、安徽、宁夏等省区的多个县、市，在为政府部门搭建智慧治水及智慧环保物联网管控及信息处理云平台方面抢占了一定的市场先机。

作为高新技术企业，源态环保近几年来以智慧治水和智慧环保为出发点，专注于物联网管控及信息处理云平台开发的技术研究并在所承接的项目中推广应用，在水环境治理在线自动监测及综合信息处理方面拥有自己的核心技术。源态环保的多个项目已实现成功交付运营，并与当地政府（业主）不断深化合作，成为当地水污染监控治理示范性项目，为现有业务深耕细作及后续业务推广奠定了重要基础，形成了有力的竞争局面。

因此，源态环保预计未来几年将实现较大的收入和利润增长。对源态环保所在行业未来发展的预期以及自身的竞争优势，导致了本次评估增值较高。

二、对比本次估值与标的公司历次股权转让和增资价格是否存在差异，解释差异产生的原因（如有）

（一）对比本次估值与标的公司历次股权转让和增资价格是否存在差异

序号	转让和增资时间	内容	对应估值	作价依据
1	2014 年 4 月第一次股权转让	2014 年 4 月 9 日，李艳章、柏年机械分别将其持有的标的公司 144 万元未实缴出资额、306 万未实缴出资额转让给经纬中耀。	1,020 万元	公司尚未盈利，按每 1 元注册资本价值 1 元定价。转让标的为未缴出资，不涉及股权转让款支付
2	2014 年 5 月第一次增资	2014 年 5 月 28 日，源态环保股东会决议同意注册资本由 1,500 万元增加至 10,000 万元。新增注册资本 8,500 万元，由李艳章认缴 1,904 万元出资额、柏年机械认缴 4,046 万元出资额、经纬中耀认缴 2,550 万元出资额。	1,470 万元	公司尚未盈利，按每 1 元注册资本价值 1 元定价。原股东按持股比例同比例增资
2	2015 年 4 月第二次股权转让	2015 年 4 月 28 日，柏年机械与浙江创韵签订《股权转让协议》，柏年机械将其持有的源态环保 4,760 万元出资额（占注册资本 47.60%，其中实缴 693.60 万元）按照 1 元每实缴注册资本的价格转让给浙江创韵，未缴足部分由受让人履行缴纳义务。	1,470 万元	根据标的公司过往业务情况，由交易双方协商确认，按每 1 元注册资本价值 1 元定价
3	2015 年 5 月	2015 年 5 月 8 日，源态环保召开股东会，同意浙江创韵将其持有的源态环保 4,760 万元出资额（占注册资本 47.60%，其中实缴 693.60 万元）分别转让给杨树先、葛秀芳、王征宇、张凯申、马秀梅、北树民、刘加起，未缴足部分由受让人履行缴纳义务。	1,470 万元	根据标的公司过往业务情况，由交易双方协商确认，按每 1 元注册资本价值 1 元定价
4	2015 年 10 月	2015 年 10 月 21 日，源态环保召开股东会，同意刘加起将其持有的源态环保 600 万元出资额（占注册资本 6.00%，其中实缴 87.43 万元）转让给李艳章、刘加起将其持有的源态环保 200 万元出资额（占注册资本 2.00%，其中实缴 29.14 万元）转让给周萍、李艳章将其持有的源态环保 100 万元出资额（占 1.00%，其中实缴 14.57 万元）股权转让给北树民。	3,630.90 万元	根据标的公司过往业务情况，由交易双方协商确认，按每 1 元注册资本价值 2.47 元定价

关于《创业板许可类重组问询函【2017】第 18 号》  
的重组问询函的回复报告

5	2015 年 11 月	2015 年 11 月，李艳章等 9 名源态环保股东与王俊辉及源态环保、上海创韬签署《股权转让协议》，作为源态环保收购上海创韬 100% 股权的对价的一部分，李艳章等 9 名源态环保股东将各自所持的合计 4% 的源态环保股权转让给王俊辉，并约定自上海创韬 100% 股权变更登记至源态环保名下之日起，王俊辉成为源态环保的股东并实际持有源态环保 4% 的股权。	3,630.90 万元	根据标的公司过往业务情况，由交易双方协商确认，按每 1 元注册资本价值 2.47 元定价
6	2016 年 5 月	2016 年 1 月，各方协商经纬中耀、李艳章将其各自所持源态环保部分出资转让给楼华，并于 2016 年 6 月办理工商变更登记。	6,982.50 万元[注 1]	根据标的公司过往业务情况，由交易双方协商确认
		2016 年 4 月，各方协商李艳章、杨树先、葛秀芳分别将其各自所持源态环保部分出资额转让给姚水龙，并于 2016 年 6 月办理工商变更登记。	1.03 亿元 [注 2]	
7	2017 年 3 月	兴源环境收购源态环保 100% 股权	5.5 亿元	基于评估结果，双方协商确定

注 1：交易意向于 2016 年 1 月达成，各方基于源态环保的 2015 年业绩情况经协商一致确定本次转让价格。其中，经纬中耀按每 1 元实缴注册资本价值 4.75 元定价；李艳章按照每 1 元实缴注册资本价值 5.61 元定价；对应估值按照较低的股权转让价格确定。

注 2：交易意向于 2016 年 4 月达成，各方基于源态环保的 2015 年业绩及 2016 年初的业绩增长情况经协商一致确定本次转让价格。其中，李艳章按照每 1 元实缴注册资本价值 7.01 元定价；杨树先按照每 1 元实缴注册资本价值 7.39 元定价；葛秀芳按照每 1 元实缴注册资本价值 7.14 元定价，价格差异不大；对应估值按照较低的股权转让价格确定。

（二）本次估值与标的公司历次股权转让和增资价格差异产生的原因

（1）本次交易与前几次交易时业绩预期不同

①根据标的公司未经审计的财务报表，2015 年度、2016 年度净利润分别为 92.12 万元、973.19 万元，标的公司盈利能力有较大改善；

②环保行业是战略性新兴产业之一，在国家及地方政府日益重视环境保护及水污染治理的大环境下，行业发展空间巨大。标的公司凭借自身的研发创新能力、平台开发经验及品牌效应占据了市场先发优势。

（2）本次交易的全部股东承担业绩承诺和补偿义务

前几次交易，股权转让均为交易双方协商确认标的公司估值，且未对标的公司或者其股东提出业绩承诺的要求；本次交易，标的公司的全部股东向上市公司承担了业绩承诺和补偿义务。

(3) 本次交易涉及股份对价具有锁定期

前几次交易，股权受让方所获得的股份不设有股份禁售期限；本次交易，上市公司以发行股份及支付现金的方式进行，交易对方通过本次交易获得的上市公司股份在交易完成后具有股份锁定期的要求。

综上所述，标的公司在本次交易中的评估值相较于标的公司历次股权转让和增资价格存在差异具有合理性。

### 三、核查意见

1、经核查，标的公司价值的收益法评估过程、主要参数及确定依据已在预案中补充披露。本次评估采用收益法，预估结果增值较大，主要系对源态环保所在行业未来发展的预期以及自身的竞争优势将引起未来几年收入利润的大幅度上涨，导致了本次评估增值较高。

2、经核查，本次估值与标的公司历次股权转让和增资价格存在差异，主要是因为本次交易与前几次交易时的业绩预期不同，本次交易涉及全部股东承担业绩承诺和补偿义务且本次交易股份对价具有锁定期，因此标的公司在本次交易中的评估值相较于标的公司历次股权转让和增资价格存在差异具有合理性。

**(以下无正文)**

(此页无正文)

法定代表人：

资产评估师：

资产评估师：

天源资产评估有限公司

报告日期： 年 月 日