

# 北京中企华资产评估有限责任公司

## 关于岭南园林股份有限公司发行股份及支付现金购买资产 并募集配套资金申请文件反馈意见的回复

中国证券监督管理委员会：

贵会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》第170792号（以下简称“反馈意见”）已收悉，北京中企华资产评估有限责任公司作为关于岭南园林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申请的资产评估机构，本着勤勉尽责、诚实守信的原则，就反馈意见所提问题进行了认真核查及讨论，具体情况如下文：

8. 申请材料显示，新港水务 2015 年度、2016 年度前五大客户营业收入占比分别为 73.40%、42.82%。新港水务存在业务拓展风险、合同执行变化的风险、未能及时完成项目的风险。请你公司：1) 结合新港水务业务特点、同行业可比公司情况等，补充披露客户集中度的合理性、相关风险及应对措施。2) 补充披露新港水务在手合同起止期限、是否存在违约或合同终止的风险，以及应对措施。3) 补充披露未来拓展新客户的措施及可行性，是否存在不能中标的风险，以及应对措施。4) 补充披露新港水务合同执行变化的风险、未能及时完成项目的风险的应对措施。5) 补充披露本次交易是否存在导致客户流失的风险及应对措施。6) 补充披露上述事项对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、相关风险及应对措施，对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力的影响

（一）客户集中度的合理性、相关风险及应对措施，对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力的影响

1、客户集中度的合理性

新港水务 2015 年度、2016 年度前五大客户收入分别为 34,211.60 万元、30,022.21 万元，对各期营业收入的占比分别为 73.40%、42.82%。报告期各期前五大客户收入规模波动程度较小，2016 年度客户集中度有所下降主要系由于 2016 年度营业收入较 2015 年增长较多。新港水务主要承接以财政资金为资金来源的工程项目，客户群包括地方政府和其下属部门单位，作为总承包商时通常须以投标方式获取项目业务机会。新港水务仅就具体工程项目与客户签署业务合同，而不会签署长期合约或框架合约。新港水务前五大客户会因承接工程的不同而出现变化。此外，随着新港水务业务的开拓，承接的工程数量增加，收入规模扩大，前五大客户收

入占比会相应降低。因此，新港水务在获得项目机会且实现业务收入时不会对单一客户产生依赖。

就前五大客户收入占比而言，新港水务可比上市公司的平均值 2015 年度为 46.98%，2016 年度为 43.09%，平均值保持在一定水平。新港水务 2016 年度前五大客户收入占比已降至 42.82%，与行业平均水平持平。

公司名称	2016 年度	2015 年度
巴安水务	90.19%	99.94%
安徽水利	14.58%	17.20%
万邦达	68.80%	61.07%
粤水电	19.73%	31.86%
碧水源	28.00%	33.12%
中电环保	37.21%	38.68%
<b>平均值</b>	<b>43.09%</b>	<b>46.98%</b>

综合以上，新港水务客户集中度具有合理性。

## 2、客户集中度的风险及应对措施

新港水务 2015 年度、2016 年度前五大客户收入分别为 34,211.60 万元、30,022.21 万元，对各期营业收入的占比分别为 73.40%、42.82%，2016 年度客户集中度有所下降。报告期各期前五大客户收入规模波动程度较小，2016 年度客户集中度有所下降主要系由于 2016 年度营业收入较 2015 年增长较多。随着营业收入规模继续扩大，新港水务客户集中度可能会进一步下降。如果业务拓展不及预期，营业收入规模增长放缓，可能会出现新港水务客户集中度提高的情况。

应对措施：新港水务将加大业务拓展力度，通过合法合规的方式获取更多的水务工程项目机会，提升客户单位的多样化程度，继续扩大营业收入规模。本次交易完成后，上市公司将协助新港水务按照上市公司的标准加强制度建设、治理机制建设和内控体系建设。通过上市公司和新港水务的对接，在客户关系维护与拓展、业务规划与实施等方面纳入统一管理体系。

## 3、对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力的影响

新港水务客户集中度具有合理性，不会对本次交易造成不利影响。本次交易完成后，随着营业收入规模继续扩大，新港水务客户集中度预期会进一步下降，有利于新港水务业务布局和盈利能力的可持续发展。

(二) 新港水务在手合同起止期限、是否存在违约或合同终止的风险，以及应对措施，对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力的影响

### 1、在手合同起止期限

截至本回复出具日，新港水务合同金额前十大的在手合同起止期限情况如下：

序号	合同编号	项目名称	合同起始时间	合同约定的完工时间
1	XG201411	平谷区洳河新城段（上纸寨-如河汇入口）治理工程施工1标段	2014年06月	2016年02月
2	XG201511	黑龙江省黑龙江干流堤防工程第六标段	2015年05月	2016年12月
3	XG201616	北运河（通州段）综合治理工程施工第2标段	2016年12月	2018年05月
4	XG201525	西藏拉洛水利枢纽及配套灌区工程德罗电站厂房及尾水、压力钢管土建及安装、金属结构及机电设备安装工程	2015年11月	2019年01月
5	XG201528	平谷区洳河（西峪水库-小辛寨石河汇入口）治理工程（生态治河部分）施工第三标段	2015年10月	2016年10月
6	XG201520	宿迁港中心港区洋北作业区码头工程	2015年08月	2016年06月
7	XG201522	延庆县三里河河道治理工程	2015年08月	2016年12月
8	XG201415	南沙河流域污水治理二期工程第4标段（西北旺镇工程）	2014年08月	2015年02月
9	XG201410	房山区马刨泉河治理工程（牛口峪水库-入周口店河口）第一标段	2014年05月	2015年01月
10	XG201534	平谷区洳河右支（刘家店-峪口）治理工程（生态治河部分）-第二标段	2015年10月	2016年09月

## 2、是否存在违约或合同终止的风险

在手合同涉及的工程项目当中，部分项目涉及多个标段的施工，存在客户单位组织其他标段施工，令新港水务负责的标段在时间上后延，这符合水务工程行业的实际施工情况。

根据新港水务及其实际控制人赵宁出具的声明，截至声明出具日，以上项目正处于施工阶段；存在实际进度滞后于合同约定的情形，皆非新港水务的责任导致，经与客户协商一致继续对相关项目进行施工，目前不存在违约或合同终止的情形，且未有客户就上述合同对新港水务提出任何异议。

未来项目施工过程中，存在导致项目进展发生延误的多方面因素。若发生属于新港水务直接责任的工期延误的情形，可能导致客户对新港水务提出索偿及/或提前终止全部或部分服务，从而可能对新港水务盈利能力及声誉造成不利影响。

### 3、应对措施

根据新港水务的说明，工程项目进度受到多方单位和多种因素的影响，新港水务制定了包括《施工进度管理制度》在内的一系列施工管理制度，未来施工过程中在保证质量基础上将加强施工进度管理，最大限度减少或消除归因于新港水务的工期延误情形；同时新港水务将与客户单位保持紧密沟通，反馈施工进度，取得一致意见。对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力的影响。

#### 4、对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力的影响

新港水务在手合同目前不存在违约或合同终止的情形，不会影响本次交易和标的资产持续盈利能力。

（三）未来拓展新客户的措施及可行性，是否存在不能中标的风险，以及应对措施，对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力的影响

#### 1、未来拓展新客户的措施及可行性，是否存在不能中标的风险

新港水务积极物色全国范围内的潜在项目。新港水务声誉良好且过往业绩优良，因此亦不乏已建立合作关系的客户向新港水务推荐投标机会。在接触新的项目机会时，新港水务业务人员会收集相关项目资料，管理团队考虑客户具体要求、新港水务预期回报、客户资金来源和信誉、对当地市场的认识及了解、项目竞争性、成功获得项目的机会等方面的因素，采用以市场为导向、以回报为本的标准识别和甄选项目。

新港水务和客户单位订立业务合同只基于特定项目；新港水务通常须经过竞标取得新项目；工程项目的评标委员进行评标时，会综合考虑多项因素，包括投标人的资历及资格、项目管理能力、声誉及经验、技术设计及建议商业条款，不排除未来某个工程项目投标过程中新港水务未能中标的可能性。

#### 2、应对措施

根据新港水务的说明，水务工程项目通常由地方政府发起和主导，需通过政府招标程序而获取。目前，新港水务拥有水利水电工程施工总承包壹级等多个业务资质，拥有经验丰富及专业的管理团队以及员工队伍，具备为大规模水务项目提供综合服务的能力和经验。新港水务将在已有业务基础上对工程项目实施严格的品质、环保及安全控制，与客户之间保持良好合作关系，提高公司品牌知名度，为业务扩张带来正面效应。

#### 3、对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力的影响

新港水务未来拓展新客户的措施具有可行性，不会对本次交易造成不利影响；该等措施有利于新港水务未来保持持续盈利能力。

（四）新港水务合同执行变化的风险、未能及时完成项目的风险的应对措施，对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力的影响

#### 1、应对措施

合同执行变化的风险的应对措施：根据新港水务的说明，新港水务将加大业务拓展力度，以缓和某单一项目合同执行变化带来的影响；同时，新港水务在项目执行过程中将继续加强与客户单位的沟通与反馈，及时就客户单位新的施工要求及时调整施工方案，同时把控对外采购的劳务服务和工程服务的施工质量，以符合客户的要求，减少或避免出现争议的情形。

未能及时完成项目的风险的应对措施：根据新港水务的说明，根据新港水务制定的工程项目管理制度，项目人员加强对工程项目各环节质量、安全监管的力度，全面掌握施工现场生产活动状况，加强本项目工程施工现场质量的过程控制管理，确保工程施工质量满足设计及规范要求，保证项目在质量实施过程中对每道工序质量都能掌握在预控当中，根据客户单位、公司要求及工程实际进行施工，减少或避免出现未能及时完成项目的情况。

## 2、对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力的影响

新港水务针对合同执行变化的风险、未能及时完成项目的风险具备应对措施，不会对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力造成不利影响。

(五) 本次交易是否存在导致客户流失的风险及应对措施，对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力的影响

水务工程项目通常由地方政府发起和主导，新港水务客户群包括地方政府和其下属部门单位。本次交易完成后，新港水务控股股东单位变更为上市公司。根据《购买资产协议》，交割日后，由新港水务董事会同意的管理团队对新港水务各项事务进行全面管理，除非新港水务目前董事长和总经理严重违反新港水务规章制度、连续两年未能完成考核指标或存在其他不胜任工作情形，新港水务目前董事长和总经理在交割日后 48 个月内保持不变。新港水务承诺，且交易对方承诺促使新港水务在本协议签署的同时，按照上市公司要求与上市公司认定的关键人员签订保密、竞业禁止及避免同业竞争协议，约定该等关键人员自本次股权转让完成之日起在新港水务至少任职 36 个月，在任职期间以及离职后 2 年内的竞业限制安排。因此，本次交易不会对新港水务业务发展造成负面影响，不存在导致客户流失的情况；不会对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力产生不利影响。

评估师核查后认为：

上市公司已补充披露标的公司客户集中度的合理性、相关风险及应对措施，标的公司在手合同起止期限以及项目实施情况、风险应对措施，标的公司未来拓展新客户的措施及相关的风险应对措施，合同执行变化的风险、未能及时完成项目的风险的应对措施，本次交易不存在导致客户流失的风险；上述事项对本次交易及交易完成后标的资产持续盈利能力不存在不利影响。

问题 19: 申请材料显示, 本次收益法评估按预计完工进度测算 2017 年和 2018 年的预计收入。请你公司: 1) 补充披露 2017 年 1-5 月实际中标情况, 中标后相关项目预计实施时间安排, 相关营业收入确认时点及金额的依据及合理性。2) 结合历史年度中标情况, 补充披露预计中标率的确认依据。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、2017 年 1-5 月实际中标情况, 中标后相关项目预计实施时间安排, 相关营业收入确认时点及金额的依据及合理性, 中标后相关项目预计实施时间安排

(一) 2017 年 1-5 月实际中标情况

原预计项目与实际中标情况对比分析如下:

金额单位: 人民币万元

序号	项目内容/名称	原预计情况	原预计 2017 年上半年签订合同金额	至 2017 年 5 月末实际情况	预计/实际合同	备注
1	中宁县喊叫水扬水工程 PPP 项目	确认中标	45,000.00	中标	37,456.65	预计合同额减少系甲方投资额调整所致。
2	宿城区镇村生活污水治理 PPP 项目	预中标公告	50,400.00	已中标	105,000.00	PPP 项目, 相关公司尚在成立过程中, 与项目公司施工合同尚未签订, 工期 2017-2019 年年。实际已开始实施。
3	泗阳县供水管网巩固提升和新建污水管网工程 PPP 项目	预计 2017 年上半年中标	13,800.00	已中标	30,502.19	PPP 项目, 相关公司尚在成立过程中, 与项目公司施工合同尚未签订, 工期 2017-2018 年, 项目现场已开始实施。
4	**城际铁路跨河工程	预计 2017 年上半年中标	12,000.00	因改线, 推迟	-	
5	**高铁跨河工程	预计 2017 年上半年中标	5,400.00	尚在进行中	-	
6	地铁**线跨河工程	预计 2017 年上半年中标	3,000.00	尚在进行中	-	
7	门头沟区黄塔沟治理工程施工第一标段	未预计		新增项目	3,195.05	合同已签订
8	北京市京密引水管理处水利工程日常维护保养费(第二标段)	未预计		新增项目	476.21	合同已签订
9	郑州市牛口峪引黄工程干线管道土建施工六标	未预计		新增项目	3,501.76	

序号	项目内容/名称	原预计情况	原预计2017年上半年签订合同金额	至2017年5月末实际情况	预计/实际合同	备注
	合计		129,600.00		180,131.86	

根据上表，截至2017年5月，原预计上半年中标的5个项目（序号2~6项），已中标2个，且新增加合同3个（序号7~9项），原预计合同金额129,600.00万元，实际合同金额预计达180,131.86万元，实际情况好于预计情况，原因主要是由于原预计时项目是否能中标尚有不不确定性，为谨慎考虑给予60%的折扣；其次是由于PPP联合体中，水利工程业务占比较原先估计值高。

### （二）中标后相关项目预计实施时间安排

项目名称	项目进展	项目工期
中宁县喊叫水扬水工程 PPP 项目	项目现场已经开始实施	2017-2019
宿城区镇村生活污水治理 PPP 项目	项目现场已经开始实施	2017-2020
泗阳县供水管网巩固提升和新建污水管网工程 PPP 项目	项目现场已经开始实施	2017-2019
门头沟区黄塔沟治理工程施工第一标段	项目现场已经开始实施	2017
北京市京密引水管理处水利工程日常维修保养费（2017年工程维护第一批）（第二标段）	项目现场已经开始实施	2017
郑州市牛口峪引黄工程干线管道土建施工六标	项目现场已经开始实施	2017-2018

由于PPP项目中标后还需要成立项目公司作为投资主体，项目公司成立需要一定的时间，但工程项目人员，设备等均已到位，目前已在开始实施过程中。

### （三）营业收入确认时点及金额的依据及合理性

收入确认时点及金额主要根据项目工期、当前进展情况等因素综合确定，由于企业会计核算系按工程进度相关营业收入，营业收入确认时点与完工度匹配。

对工程项目而言，工程项目的开始和结尾阶段，单位时间内投入的资源量较少；而在中间阶段，单位时间内投入的资源量较多。与此相对应，单位时间完成的任务量也呈同样的变化规律，而随工程进展累计完成的任务量则呈S形变化。

评估预测时，首先根据项目工程总时间要求，并参照工程进度确定完工程度。结合标的公司的工期规划，对于三年工期的项目，按首年完成30%左右，第二年完成50%（累积80%），第三年完成剩余的20%（累积100%）计算，对于当年要求完成的项目按当年全部确认销售收入。对于两年内的小型项目，一般按各50%确认。

#### 二、预计中标率的确认依据

标的公司2015年、2016年投标及中标情况如下表所示：

年度	投标	中标	中标率
2015年度	61	41	67.21%
2016年度	25	18	72.00%
平均			69.61%

标的公司 2015 年、2016 年度平均中标率为 69.61%，而本次预测按 60% 中标率测算，具备合理及谨慎性。

评估师核查后认为：

经核查，标的公司相关营业收入确认时点、金额以及预计中标率具有合理性。

问题 20：申请材料显示，新港水务本次收益法评估折现率为 12.95%。请你公司：1) 补充披露新港水务折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 $\beta$  值、特定风险系数等）取值依据及合理性。2) 结合市场可比交易折现率情况，补充披露新港水务折现率取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 $\beta$  值、特定风险系数等）取值依据及合理性

本次评估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）计算折现率。公式为：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E}$$

其中： $K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$ ，模型中重要参数选取如下：

（一）无风险收益率  $R_f$

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。根据 WIND 资讯系统所披露的信息，银行间固定利率国债在评估基准日的到期年收益率为 3.0115%，本次评估以 3.0115% 作为无风险收益率。

（二）权益系统风险系数的确定

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中： $\beta_L$ ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

$\beta_U$ ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估单位的所得税税率；

D/E：被评估单位的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点，通过 WIND 资讯系统查询了 6 家沪深 A 股可比上市公司基准日的  $\beta_L$  值，然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成  $\beta_U$  值，并取其平均值 0.8773 作为被评估单位的  $\beta_U$  值，具体数据见下表：

序号	股票代码	公司简称	$\beta_U$ 值
1	300070.SZ	碧水源	0.6116

2	002060.SZ	粤水电	0.6378
3	300172.SZ	中电环保	1.4497
4	300055.SZ	万邦达	1.3758
5	300262.SZ	巴安水务	0.6532
6	600502.SH	安徽水利	0.5355
平均值			<b>0.8773</b>

取可比上市公司资本结构的平均值 **0.3374** 作为被评估单位的目标资本结构。被评估单位评估基准日执行的所得税税率为 **25%**，则：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

$$= 1.0992$$

### （三）市场预期报酬率 MRP

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2016 年美国股票与国债的算术平均收益差 **6.24%**；国家风险补偿额取 **0.86%**。

则  $MRP=6.24\%+0.86\%=7.1\%$

### （四）企业特定风险调整系数 Rc 的确定

1、新港水务为非上市公司，内部管理机制、控制机制以及人员管理水平与上市公司相比有一定差距。

2、由于测算风险系数时选取的为上市公司，相应的证券或资本在资本市场上可流通，与参照企业（上市公司）相比，新港水务为非上市公司，流通性较低。

3、新港水务未来的销售和利润增长更多地依赖于市场的整体情况，具有一定的不确定性。

4、新港水务无抵押物，融资能力有限。

基于上述几个方面的因素，本次评估中对新港水务特定风险调整系数 **Rc** 取值 **5.3%**。

### （五）权益资本成本

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式，计算得出被评估单位的权益资本成本。

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$

$$= 16.12\%$$

### （六）加权平均资本成本

主要结合企业未来年度的贷款情况，评估基准日被评估单位付息债务以基准日执行的一年期金融机构贷款利率 **4.75%**为基础确定，将上述确定的参数代入加权平均资本成本计算公式，计算得出被评估单位的加权平均资本成本。

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E}$$

$$= 16.12\% \times 74.77\% + 4.75\% \times (1 - 25\%) \times 25.23\%$$

=12.95%

## 二、新港水务折现率取值的合理性

近年来同行业并购案例中收益法评估选取的折现率情况如下：

序号	证券代码	公司简称	被收购方	股权收益率计算				折现率
				无风险收益率	风险溢价	系统风险系数	企业风险系数	
1	600461.SH	洪城水业	南昌水业集团 二次供水公司	3.95%	8.02%	0.8869	3.00%	12.44%
2	002310.SZ	东方园林	中山环保	3.62%	7.22%	0.927	2.10%	12.40%
3	300070.SZ	碧水源	久安集团	3.60%	7.15%	0.9499	2.40%	11.50%
4	300332.SZ	天壕环境	赛诺水务	2.84%	7.11%	1.1173	1.50%	11.45%
5	300145.SZ	南方泵业	金山环保	3.62%	7.15%	0.7762	4.00%	12.16%
6	300190.SZ	维尔利	杭能环境	3.83%	7.40%	0.929	2.50%	13.00%
7	002310.SZ	东方园林	上海立源	3.62%	7.22%	0.781	5.00%	13.70%
算术平均				3.58%	7.32%	0.9096	2.93%	12.38%
新港水务				3.01%	7.10%	1.0992	5.30%	12.95%

从上表可以看出，由于基准日不同，无风险收益率和风险溢价有一定差异，系统风险系数接近，评估对象的企业风险系数较平均水平取值高，最终折现率12.95%与可比案例相比处于合理区间范围内且高于可比案例的平均值，折现率选谨慎合理。

评估师审查后认为：

新港水务折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 $\beta$ 值、特定风险系数等）的取值具有依据，参考同行业可比案例，相关参数的取值合理。

本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于岭南园林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申请文件反馈意见的回复》之盖章页)

北京中企华资产评估有限责任公司

年 月 日