

## 关于答复中国证监会行政许可项目审查 一次反馈意见相关问题的函

天源函报字[2017]第 0265 号

中国证券监督管理委员会：

贵会于 2017 年 7 月 4 日下发的 171118 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》收悉，本公司对反馈意见通知书中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。

如无特殊说明，本回复中简称与《兴源环境科技股份有限公司发行股份购买资产报告书》中的简称具有相同含义。

**反馈意见 6：**申请材料显示，最近三年，源态环保进行了 6 次股权转让。请你公司补充披露：1) 源态环保频繁进行股权转让的原因，对标的资产公司治理及生产经营的影响，是否存在经济纠纷或其他法律风险。2) 转让各方是否存在关联关系，与本次交易作价差异的原因，相关股权转让款是否已付清。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、源态环保频繁进行股权转让的原因，对标的资产公司治理及生产经营的影响，是否存在经济纠纷或其他法律风险；转让各方是否存在关联关系，与本次交易作价差异的原因，相关股权转让款是否已付清。

### 1、历次股权转让的原因、转让各方的关联关系及转让款支付情况

#### (1) 2014 年 4 月，第一次股权转让

##### ①基本情况

2014 年 4 月，李艳章将其对源态环保 144 万元出资权（占注册资本 9.60%）转让给经纬中耀；柏年机械将其对源态环保 306 万元出资权（占注册资本 20.40%）转让给经纬中耀。

2014 年 4 月 22 日，经纬中耀实缴出资 450 万元。

②本次股权转让的原因

经纬中耀系一家主要从事项目投资和开发的企业，有意于投资环保行业；李艳章、柏年机械作为源态环保股东希望引进新的投资者促进公司发展，因此进行本次股权转让。

③转让定价及作价依据

转让方	受让方	转让标的	转让价格	定价依据
李艳章	经纬中耀	注册资本 144 万元 (实缴 0 元)	0 元	转让标的仅为认缴出资额，因此转让价格为 0 元
柏年机械		注册资本 306 万元 (实缴 0 元)	0 元	

④关联关系、代持或其它协议安排

经核查，并经经纬中耀、李艳章、柏年机械承诺：

本次股权转让中，经纬中耀、经纬中耀股东、董事、监事、高级管理人员与李艳章、柏年机械、柏年机械股东、董事、监事、高级管理人员之间均不存在关联关系，本次股权转让中不存在代持或其他协议安排。

⑤相关股权转让款是否付清

本次股权转让系认缴出资额，不涉及股权转让款支付。经纬中耀取得上述出资权后已经向源态环保账户缴付该部分实缴出资。

(2) 2015 年 4 月，第二次股权转让

①基本情况

2015 年 4 月 22 日，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）转让给浙江创韵，未缴足部分由受让人履行缴纳义务。

②本次股权转让的原因

源态环保设立初期业务以设备销售、工程施工等为主，由于业务体系尚未完善、市场知名度较低，源态环保业务开发进展缓慢，并由此导致 2014 年度亏损。鉴于上述情况，柏年机械股东之间对于是否继续参与投资源态环保产生分歧，有意向通过对外转让源态环保股权收回投资。浙江创韵由于看好水污染治理行业前景，愿意受让源态环保股权并主导源态环保的业务发展。经双方协商一致，浙江

创韵受让柏年机械持有的源态环保 4,760 万元出资额（占注册资本 47.60%，其中实缴 693.60 万元），并于 2015 年 4 月办理了变更工商登记。

③转让定价及作价依据

转让方	受让方	转让标的	转让价格	定价依据
柏年机械	浙江创韵	注册资本 4,760 万元 (实缴 693.60 万元)	693.60 万元	因源态环保 2014 年亏损， 经交易双方协商，本次转 让按每 1 元实缴注册资本 价值 1 元定价

④关联关系、代持或其它协议安排

经核查，并经柏年机械、浙江创韵承诺：

浙江创韵、浙江创韵股东、执行董事、监事、高级管理人员与柏年机械、柏年机械股东、执行董事、监事、高级管理人员之间均不存在关联关系，本次股权转让中不存在代持或其他协议安排。

⑤相关股权转让款是否付清

浙江创韵因资金周转原因未向柏年机械支付股权转让价款，后将该等股权转让给柏年机械股东。

(3) 2015 年 5 月，第三次股权转让

①基本情况

2015 年 5 月 8 日，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）分别转让给柏年机械部分股东杨树先、葛秀芳、王征宇、张凯申、马秀梅，及新进投资者北树民、刘加起，未缴足部分由受让人履行缴纳义务。具体情况如下：

序号	股东名称/姓名	转让前		转出金额 (万元)	受让金额 (万元)	受让后	
		认缴出资 额(万元)	实缴出资 额(万元)			认缴出资 额(万元)	实缴出资 额(万元)
1	杨树先	-	-	-	1,400.00	1,400.00	204.00
2	葛秀芳	-	-	-	700.00	700.00	102.00
3	王征宇	-	-	-	490.00	490.00	71.40
4	张凯申	-	-	-	280.00	280.00	40.80
5	马秀梅	-	-	-	290.00	290.00	42.26

6	北树民	-	-	-	800.00	800.00	116.57
7	刘加起	-	-	-	800.00	800.00	116.57
8	浙江创韵	4,760.00	693.60	4,760.00	-	-	-

②本次股权转让的原因

浙江创韵成为源态环保股东后，因其资金周转原因，未能如期向柏年机械支付股权转让价款，且在短期内预计难以对源态环保增加投资。同时，柏年机械部分股东仍看好环保行业发展，并寻求到新的投资者北树民、刘加起共同投资源态环保并推动其业务发展。

2015年5月，经协商一致，浙江创韵退出对源态环保的投资，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。本次股权转让时，柏年机械股东共6名（即杨树先、张海生、葛秀芳、王征宇、张凯申、马秀梅），其中杨树先、葛秀芳、王征宇、张凯申、马秀梅5名股东希望继续持有源态环保股权，马秀梅自愿放弃部分源态环保股权的受让权，张海生由于个人原因不再参与对源态环保的投资，相应的源态环保股权由新进投资者北树民、刘加起承接。

③本次转让定价及作价依据

转让方	受让方	转让标的	转让价格	定价依据
浙江创韵	杨树先、葛秀芳、王征宇、张凯申、马秀梅、北树民、刘加起	注册资本4,760万元（实缴693.6万元）	693.6万元	由于源态环保2014年亏损，且浙江创韵持有源态环保股权时间较短，本次转让按每1元实缴注册资本价值1元定价（与2015年4月浙江创韵取得源态环保股权定价一致，未发生溢价）

④关联关系、代持或其它协议安排

经核查，并经浙江创韵、柏年机械及葛秀芳、杨树先、王征宇、马秀梅、张凯申、北树民、刘加起承诺：

浙江创韵、浙江创韵股东、执行董事、监事、高级管理人员与柏年机械、柏

年机械股东、执行董事、监事、高级管理人员之间，以及与北树民、刘加起均不存在关联关系，本次股权转让中不存在代持或其他协议安排。

⑤本次股权转让价款是否付清

经本次股权转让各方柏年机械、葛秀芳、杨树先、王征宇、马秀梅、张凯申、北树民、刘加起确认，本次股权转让价款已结清，并出具承诺本次股权转让不存在异议、纠纷或潜在纠纷，不存在代持或其他协议安排。

(4) 2015 年 10 月，第四次股权转让

①基本情况

2015 年 10 月 21 日，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，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（占注册资本 1.00%，其中实缴 14.57 万元）股权转让给北树民。上述出资未缴足部分由受让人履行缴纳义务，具体情况如下：

序号	姓名	转让前		转出金额 (万元)	受让金额 (万元)	受让后	
		认缴出资额 (万元)	实缴出资额 (万元)			认缴出资额 (万元)	实缴出资额 (万元)
1	李艳章	2,240.00	326.40	100.00	600.00	2,740	399.26
2	北树民	800.00	116.57	-	100.00	900.00	131.14
3	周萍	-	-	-	200.00	200.00	29.14
4	刘加起	800.00	116.57	800.00	-	-	-

②本次股权转让的原因如下：

刘加起因个人原因，拟将其持有的源态环保股权进行转让；北树民希望增加对源态环保的投资；新投资人周萍有意投资环保行业并与源态环保股东及管理层沟通良好，各方一致同意周萍向源态环保投资；李艳章作为源态环保股东为促进源态环保发展，引进新股东，同意进行上述股权转让受让行为。上述原股东与新股东各自达成相关转受让协议。

③转让定价及作价依据

转让方	受让方	转让标的	转让价格	定价依据
李艳章	北树民	注册资本 100 万元出资额	36 万元	源态环保 2015 年实现

		(实缴 14.57 万元)		业绩增长, 各方经协商一致确定本次转让按每 1 元实缴注册资本价值 2.47 元定价
刘加起	李艳章	注册资本 600 万元 (实缴 87.43 万元)	216 万元	
	周萍	注册资本 200 万元 (实缴 29.14 万元)	72 万元	

④关联关系、代持或其它协议安排

经核查, 并经李艳章、北树民、刘加起、周萍承诺: 李艳章、北树民、刘加起、周萍之间均不存在关联关系, 本次股权转让中不存在代持或其他协议安排。

⑤本次股权转让价款是否付清

本次股权转让过程中, 北树民通过其实际控制的海南博汇康泰实业有限公司向李艳章支付了股权转让价款, 周萍向刘加起支付了股权转让价款, 李艳章向刘加起支付了股权转让价格, 上述股权转让价款已付清。

(5) 2015 年 11 月第五次股权转让

①基本情况

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。具体情况如下:

姓名	转让前		转出金额 (万元)	受让金额 (万元) / 出让人	受让后	
	认缴出资额 (万元)	实缴出资额 (万元)			认缴出资额 (万元)	实缴出资额 (万元)
王俊辉	-	-	-	120.00 (经纬中耀)	400.00	57.27
				109.60 (李艳章)		
				56.00 (杨树先)		
				36.00 (北树民)		
				28.00 (葛秀芳)		
				19.60 (王征宇)		
				11.20 (张凯申)		

				11.60 (马秀梅)		
				8.00 (周萍)		
合计	-	-	-	400.00	400.00	57.27

②本次股权转让的原因

源态环保 2015 年度实现业绩增长，业务实现稳步发展；上海创韬与源态环保在业务上存在合作契机和较好的协同性，经双方协商一致，决定收购上海创韬成为源态环保全资子公司并吸收王俊辉成为源态环保股东。根据交易各方签署的本次股权转让协议，上海创韬 100%股权作价合计 241.46 万元，具体交易方案：①源态环保向上海创韬股东王俊辉、王警卫、王建涛支付 100 万元；②李艳章等 9 名源态环保股东向王俊辉合计转让源态环保 400 万元出资额(实缴 57.27 万元)，按每 1 元实缴注册资本 2.47 元定价，作价 141.46 万元。

③转让定价及作价依据

转让方	受让方	转让标的	转让价格	定价依据
经纬中耀、李艳章、杨树先、北树民、葛秀芳、王征宇、张凯申、马秀梅、周萍	王俊辉	注册资本 400 万元（实缴 57.27 万元）	141.46 万元	源态环保 2015 年实现业绩增长，各方经协商一致确定本次转让按每 1 元实缴注册资本价值 2.47 元定价

在本次股权转让时，上海创韬的股权结构如下：

序号	股东姓名	认缴出资额（万元）	实缴出资额（万元）	认缴出资比例（%）
1	王俊辉	100	50	50
2	王建涛	60	30	30
3	王警卫	40	20	20
合计		200	100	100.00

于本次股权转让时，王俊辉是上海创韬的实际控制人及核心技术人员，王警卫及王建涛授权王俊辉代表上海创韬全体股东与源态环保及其股东就本次交易进行协商，并一致同意上述交易方案。上海创韬 100%股权于 2015 年 11 月变更至源态环保名下，源态环保于 2016 年 6 月办理完毕王俊辉作为源态环保新进股东的工商登记手续，2016 年 12 月向王俊辉、王警卫及王建涛支付 100 万元。

④关联关系、代持或其它协议安排

经核查，并经本次股权转让的各方承诺，本次股权转让中，各转让方与受让方之间均不存在关联关系，本次股权转让中不存在代持或其他协议安排。

⑤本次股权转让价款是否付清

2015年11月，上海创韬100%股权变更至源态环保名下，2016年12月源态环保向王俊辉、王警卫及王建涛支付100万元，王俊辉取得源态环保上述股权的对价已付清。

(6) 2016年5月第六次股权转让

①基本情况

2016年5月，经纬中耀、李艳章将其各自所持源态环保部分出资额转让给楼华，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，具体情况如下：

序号	股东姓名	转让前		转出金额 (万元)	受让金额(万元) /出让人	受让后	
		认缴出资额(万元)	实缴出资额(万元)			认缴出资额(万元)	实缴出资额(万元)
1	楼华	-	-	-	300.00(经纬中耀)	700.00	107.59
					400.00(李艳章)		
	合计	-	-	-	<b>700.00</b>	<b>700.00</b>	<b>107.59</b>
2	姚水龙	-	-	-	300.00(李艳章)	500.00	70.34
					100.00(杨树先)		
					100.00(葛秀芳)		
	合计	-	-	-	<b>500.00</b>	<b>500.00</b>	<b>70.34</b>

②本次股权转让的原因

楼华、姚水龙均看好源态环保的发展，有意向投资于环保产业，受让源态环保股东股权。

③上述股权转让具体情况及转让价款支付情况如下：

转让方	受让方	转让标的	转让价格	定价依据
经纬中耀	楼华	注册资本 300 万元出资额（实缴 50.53 万元）	240 万元	各方于 2016 年 1 月协商本次股权转让，基于源态环保 2015 年业绩实现情况并经协商一致确定本次转让价格，具体为每 1 元注册资本对应 0.8 元转让款。由于各股东已实缴到位的出资比例不同，导致按每 1 元实缴出资计算的价格存在差异，其中：经纬中耀的转让价格为 4.75 元/每 1 元实缴出资，李艳章的转让价格为 5.61 元/每 1 元实缴出资。
李艳章		注册资本 400 万元出资额（实缴 57.06 万元）	320 万元	
李艳章	姚水龙	300 万元出资额（实缴 42.8 万元）	300 万元	各方于 2016 年 4 月协商本次股权转让，基于源态环保的 2015 年业绩实现情况及 2016 年业绩预期经协商一致确定本次转让价格，具体为每 1 元注册资本对应 1 元转让款。由于经过前期多次股权转让，各股东已实缴到位的出资比例因四舍五入产生差异，导致按每 1 元实缴出资计算的价格存在差异，其中：李艳章的转让价格为 7.01 元/每 1 元实缴出资，杨树先的转让价格为 7.39 元/每 1 元实缴出资，葛秀芳的转让价格为 7.14 元/每 1 元实缴出资。
杨树先		100 万元出资额（实缴 13.54 万元）	100 万元	
葛秀芳		100 万元出资额（实缴 14 万元）	100 万元	

注：经纬中耀作为源态环保的财务投资者，其实缴出资比例较高；李艳章、杨树先、葛秀芳作为源态环保创始团队，其实缴出资比例基本一致。

#### ④关联关系、代持或其它协议安排

经核查，并经本次股权转让的各方承诺，本次股权转让中，各转让方与受让方之间均不存在关联关系，本次股权转让中不存在代持或其他协议安排。

基于上述，除源态环保现有股东中马秀梅系李艳章姐姐配偶之母亲，两人之间具有亲属关系以外，历次股权转让涉及的交易各方之间无其他关联关系；历次股权转让的交易各方之间不存在代持或其它协议安排。

#### ⑤本次股权转让价款是否付清

楼华分别向经纬中耀、李艳章支付了股权转让价款。姚水龙分别向李艳章、杨树先、葛秀芳支付了股权转让价款，上述股权转让价款已付清。

## 2、股权转让对标的公司的治理及生产经营的影响，是否存在经济纠纷或其他法律风险

源态环保自设立以来历次股权变动主要系引入外部投资者以满足其业务开展过程中的资金、市场资源等要素的需要，在股权变动过程中源态环保的核心经营管理团队始终保持稳定，未发生重大变化，其生产经营能够保持平稳发展，新进股东对源态环保的公司治理结构起到了进一步完善的作用。总体来看，源态环保的股权变动均系股权转让双方协商一致的结果，未对其公司治理及生产经营产生不利影响，历次股权转让不存在经济纠纷或其他法律风险。

## 3、与本次交易作价差异的原因

源态环保历次股权转让主要依据企业发展情况、盈利水平以及股权转让双方谈判结果而来。由于 2015 年以前，源态环保处于亏损状况，2015 年实现略有盈利，因此此前的股权转让与本次交易作价不存在可比性。源态环保 2016 年 6 月最近一次股权转让与本次交易作价差异原因详见本反馈回复问题 14。

## 三、核查意见

经核查，评估师认为：

1、源态环保历次股权转让原因真实且交易已经履行完毕，均为股权转让各方协商一致决定，未对其公司治理及生产经营产生不利影响，历次股权转让不存在经济纠纷或其他法律风险。

2、源态环保现有股东马秀梅系李艳章姐姐配偶之母亲，源态环保历次股权转让交易双方不存在其他关联关系，历次股权转让与本次交易作价差异合理，相关股权转让款已付清。

反馈意见 13：申请材料显示，源态环保被认定为高新技术企业有效期为 2016-2018 年，本次评估假设源态环保未来能够持续通过高新技术企业认定并获得税收优惠政策。请你公司：结合行业整体情况等，补充披露评估假设中源态环保能够持续通过高新技术企业认定并获得税收优惠的合理性及对评估值的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

## 一、结合行业整体情况等，补充披露评估假设中源态环保能够持续通过高新技术企业认定并获得税收优惠的合理性

源态环保主要从事环境监测，属于生态保护和环境治理行业的一个细分行业，具有高成长性，政策支持力度大，市场增量空间大，技术壁垒偏高，行业集中度高，同时遍及环保产业各个环节的特点，属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围中资源与环境领域。因行业高技术壁垒的特点，需要行业内企业均投入较大的研发支出，目前可比上市公司中诸如雪迪龙、碧水源、先河环保、聚光科技、开能环保等企业均被认定为高新技术企业，享受 15%的企业所得税税收优惠。

源态环保于 2016 年 11 月取得由浙江省科学技术厅、浙江省财政厅、浙江省国家税务局、浙江省地方税务局批准核发的《高新技术企业证书》，证书编号 GR201633001307，有效期为 3 年，从 2016 年 11 月至 2019 年 11 月。

依据《中华人民共和国企业所得税法》第二十八条第二款、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第九十三条以及《国家税务总局关于实施高新技术企业所得税优惠有关问题的通知》（国税函[2009]203 号文件）的相关规定，经国家相关部门认定的高新技术企业，减按 15%的税率征收企业所得税。标的公司不属于《关于清理规范税收等优惠政策的通知》中所述的地方自行制定的税收优惠政策的情形，该所得税税收优惠具有持续性。

根据科技部、财政部、国家税务总局颁发的国科火发 [2016]32 号《高新技术企业认定管理办法》第三章第十一条相关内容，将认定高新技术企业须同时满足的条件与源态环保的具体达标情况对照如下：

1) 企业申请认定时须工商注册满一年以上。

源态环保成立于 2013 年 10 月，工商注册满一年以上。

2) 企业通过自主研发、受让、受赠、并购等方式，获得对其主要产品（服务）在技术上发挥核心支持作用的知识产权的所有权。

源态环保是在中国境内注册的企业，截止目前已经取得 6 项实用新型，13 项软件著作权，拥有对主要产品的核心技术发挥支持作用的自主知识产权，符合

《高新技术企业认定管理办法》本条款的规定。

3) 企业主要产品(服务)的技术属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围。

源态环保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,归属于《国家重点支持的高新技术领域》规定范围中的资源与环境领域,符合本条款的规定。

4) 企业从事研发和相关技术创新活动的科技人员占企业当年职工总数的比例不低于 10%。

截至 2017 年 6 月末,源态环保共有员工 220 人,技术人员 29 人,占员工总数的比例为 13.18%,符合本条款的规定,根据源态环保人员招聘计划,在保持既有的运营模式持续经营基础上招聘更多的技术人员,预计未来科技人员占源态环保员工总数的比例将符合高新技术企业的要求。

5) 企业近三个会计年度(实际经营期不满三年的按实际经营时间计算)的研究开发费占同期销售收入总额的比例必须符合如下要求:1.最近一年销售收入小于 5000 万元(含)的企业,比例不低于 5%;2.最近一年销售收入在 5000 万元~2 亿元(含)的企业,比例不低于 4%;3.最近一年销售收入在 2 亿元以上的企业,比例不低于 3%。

其中 2015 年经审计的研究开发费金额为 109.62 万元,营业收入为 1,864.56 万元,占比为 5.88%;2016 年经审计的研究开发费为 277.96 万元,营业收入为 4,667.83 万元,占比为 5.95%。

源态环保以后年度的研发投入预测情况如下:

单位:人民币万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入	14,447.90	17,655.39	21,383.25	24,702.87	27,833.87	30,028.69
研发费用	683.73	877.70	1,059.43	1,208.56	1,390.41	1,517.76
研发费用占比	4.73%	4.97%	4.95%	4.89%	5.00%	5.05%

以上预测数和占比满足高新技术企业认定的要求,同时随着经营过程中的技

术研发和经验积累，预计源态环保将不断形成新的核心技术。

6) 近一年高新技术产品（服务）收入占企业同期总收入的比例不低于 60%。

2016 年经审计的营业收入为 4,667.83 万元，高新技术产品（服务）收入金额为 3,532.62 万元，占整个营业收入 75.68%，高于规定的 60%。未来源态环保将不断加大新技术研究和新产品开发力度，高新技术产品（服务）收入占总收入的比例将进一步提高，能够满足本条款的规定。

7) 企业创新能力评价应达到相应要求。

源态环保当前的研究开发组织管理水平、科技成果转化能力、自主知识产权数量、销售与总资产成长性等指标符合《高新技术企业认定管理办法》的要求，预计能够满足本条款的规定。

8) 企业申请认定前一年内未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为。

源态环保自 2013 年成立以来，未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为。

综上分析，所在行业的特点以及源态环保自身条件符合高新技术企业认定的条件，源态环保目前及未来能够满足高新技术企业资质保持和续展的主要条件，可以按照相关规定在未来年度继续享受 15%的企业所得税税率优惠，该项假设具有合理性。

## 二、所得税优惠政策对本次交易评估值的影响。

在评估基准日，假设不考虑高新技术企业所得税税收优惠的续展，在其他条件不变的情况下，自 2019 年起以 25%的所得税税率进行测算，由此得出源态环保的盈利预测与原盈利预测对比情况如下表：

单位：人民币万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2022 年
考虑所得税优惠净利润	3,796.23	4,682.48	5,683.80	6,546.18	7,248.72	7,668.75	7,705.88
不考虑所得税优惠净利润	3,796.23	4,682.48	5,045.09	5,812.09	6,438.77	6,815.74	6,852.87
净利润差异			638.71	734.09	809.95	853.01	853.01

在此前提下，不考虑其他参数变化影响，源态环保 100%股权评估值合计约

50,500.09万元,较原评估值56,081.89万元下降约5,581.80万元,降幅约9.95%。

综上所述:源态环保各项条件均符合高新技术企业认定的标准,预计未来持续通过高新技术企业认定并获取税收优惠该假设具有合理性。

如果未来源态环保不能通过高新技术企业认定并继续享受税收优惠,会对未来年度的盈利预测及估值产生不利影响,会使评估值下降5,581.80万元,降幅约9.95%。

### 三、核查意见

经核查,评估师认为:源态环保各项条件均符合高新技术企业认定的标准,预计未来持续通过高新技术企业认定并获取税收优惠该假设具有合理性。

如果未来源态环保不能通过高新技术企业认定并继续享受税收优惠,会对未来年度的盈利预测及估值产生不利影响,会使评估值下降5,581.80万元,降幅约9.95%。

**反馈意见 14:** 申请材料显示,2016年5月股权转让中,按转让价格计算源态环保整体估值约1.03亿元,本次交易评估作价5.50亿元。请你公司结合前述情况,补充披露本次评估作价的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

#### 一、结合前述情况,补充披露本次评估作价的合理性

源态环保2016年5月19日股权转让中,李艳章、杨树先、葛秀芳将所持部分股权转让给姚水龙,合计转让认缴出资额500万元,实缴出资额70.34万元;同日,上述各方分别签署《股权转让协议》,转让价格合计为500万元,按照转让价格计算的源态环保的整体估值约为1.03亿元。源态环保2016年5月股权转让价格较本次交易源态环保100%股权估值56,081.89万元差异较大,主要原因如下:

#### 1、本次交易以评估值作为交易定价依据

本次交易价格以评估值为定价依据,本次估值采用收益法作为评估结论,由独立的第三方评估机构秉持勤勉尽职的执业态度在考虑了预测期内标的公司在手订单、生产能力、未来利润水平等,并综合考虑了标的公司优秀管理团队,技

术研发持续投入、市场开拓、项目运作、经验积累等因素，对标的公司获利能力、现金流控制能力等进行了综合评估，更能够客观、全面的反映标的公司的股东全部权益价值。2016年5月股权转让交易价格的确定未进行评估，估值为交易各方基于2015年、2016年上半年的业绩水平以及对未来发展初步判断的基础上协商一致确定。

## **2、源态环保进入快速发展阶段，未来业绩预期良好**

2016年以来，源态环保基于前期的业务开拓和技术积累，自主研发了智慧治水和智慧环保物联网管控及信息处理云平台，在承接的多个县区的智慧治水、智慧环保项目中建立了良好的口碑和示范效应，经营规模迅速扩大，业绩大幅提升。其中软件开发和平台搭建在营业收入总额中的占比较高，由此实现了销售收入较大幅度的增长，呈现了良好的增长态势。源态环保目前已进入业务快速发展阶段，截至本回复出具之日，源态环保已签订尚在执行的在手订单合同总额达到3.34亿元，2017年度承诺净利润不低于3,800万元，较以前年度有较大幅度的增长，未来业绩预期良好。

## **3、本次交易的全部股东承担业绩承诺和补偿义务**

2016年5月股权转让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，若业绩承诺无法完成，将向上市公司以股份或现金的方式进行补偿。

## **4、本次交易涉及股份对价具有锁定期，交易支付对价方式为发行股份**

2016年5月股权转让受让方所获得的股份无股份禁售期限，且支付对价方式为货币资金；本次交易，上市公司以发行股份的方式进行，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，且交易支付对价方式为非货币资金存在货币时间价值差异，该差异需要在交易对价中反映。

## **5、本次交易为控制权转让，管理层有任职限制要求**

2016年5月股权转让不涉及标的公司控制权转让；本次交易完成后，标的公司成为上市公司全资子公司，交易对方将其持有源态环保的全部股权转让给

上市公司，实现控制权的转让。此外，管理层股东出具了任职期限承诺并承担违约责任。

## 6、标的公司拥有了更为完善的资质

从 2016 年 5 月股权转让后至评估报告日，源态环保新增取得了多项与其未来业务拓展相关的资质证书，包括：浙江省环境污染防治工程专项设计服务能力评价证书（评价范围：水污染治理；证书等级：乙级。）、浙江省环境污染防治工程总承包服务能力评价证书（评价范围：水污染治理；证书等级：乙级。）、建筑企业资质证书（市政公用工程施工总承包叁级、环保工程专业承包叁级）、污染治理设施运行服务能力评价证书（评价类别与级别：生活污水处理三级）。此外，2016 年 11 月源态环保通过高新技术企业的认证，并获取《高新技术企业证书》。以上资质的取得延伸了标的公司业务开展的宽度与广度，从而提升未来业务收入的规模和利润空间。

综上所述，源态环保本次评估价值相较 2016 年 5 月的股权转让价格的差异具有合理性。

## 二、核查意见

经核查，评估师认为 2016 年 5 月的股权转让价格与本次交易存在较大差异，主要原因系（1）交易的定价方式不同；（2）标的公司处于不同的发展阶段，经营发展预期不同；（3）本次交易股东涉及业绩承诺与补偿义务；（4）本次交易涉及股份对价具有锁定期，交易支付对价方式为发行股份；（5）本次交易涉及控制权的转让；（6）标的公司于本次交易时点拥有更为完善的资质。

本次交易是在充分考虑行业发展、标的公司自身发展阶段以及预测期内标的公司在手订单、生产能力、未来利润水平等前提下，并综合考虑了标的公司管理团队，技术研发持续投入、市场开拓、项目运作、经验积累等因素，对标的公司获利能力、现金流控制能力等进行了综合评估，采用收益法对其企业价值进行了整体评估，得出的估值更能够客观、全面的反映标的公司的股东全部权益价值。故我们认为本次评估作价具有合理性。

**反馈意见 15：申请材料显示，本次评估结合在手订单及正在谈判中的意向**

性项目预测 2017 年收入较上一年度增长 211%；同时考虑同行业可比公司以及企业自身定位对 2018 年及以后年度盈利情况进行预测。请你公司：1) 结合正在实施的重大项目及 2017 年上半年中标订单情况、预计实施时间安排，相关收入确认时点及金额等，说明 2017 年收入的可实现性。2) 结合同行业可比上市公司情况、市场竞争情况、产业政策风险等补充披露源态环保 2018 年及以后年度收入持续保持高速增长的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、结合正在实施的重大项目及 2017 年上半年中标订单情况、预计实施时间安排，相关收入确认时点及金额等，说明 2017 年收入的可实现性

截至本回复出具之日，标的公司正在实施的项目合同总额为 3.34 亿元，其中 2017 年上半年新签订合同总额为 2.42 亿元，以前年度签订尚未执行完毕的合同总额为 0.92 亿元。标的公司正在实施的重大项目及 2017 年上半年中标订单情况、预计实施时间安排、相关收入确认时点及金额具体如下：

序号	交易对方名称	合同名称/项目名称	合同总额 (含税) (万元)	合同签订 时间	预计实施时间 安排	以前年度确 认收入 (万元)	预计 2017 年度确认收 入(万元)
1	寒亭区固堤街道办事处	战略合作框架协议书	15,000.00	2017.6.24	2017-2019	-	2,564.10
2	杭州市富阳区住房和城乡建设和局	杭州市富阳区住房和城乡建设局富阳区农村生活污水治理设施运维项目	2,511.18	2016.8	2016-2018	-	789.68
3	北京城建亚泰建设集团有限公司	金泰.南燕湾工程泳池设备及污水处理设备供货安装工程专业分包施工合同	2,456.29	2015.3.1	2017.12.31 前	1,295.50	1,103.57
4	北京城建亚泰建设集团有限公司	金泰南燕湾酒店泳池设备、雨污水提升泵、生活给水泵房设备供货及安装工程工业品买卖合同	2,248.16	2017.3.18	2017.12.31 前	-	960.75
5	杭州市富阳区"五水共治"工作领导小组办公室	富阳区五水共治综合管理平台站点二期建设项目合同	1,670.00	2016.9.12	合同签订后 30 个工作日	1,054.94	452.12

关于答复中国证监会行政许可项目审查  
一次反馈意见相关问题的函

序号	交易对方名称	合同名称/项目名称	合同总额 (含税) (万元)	合同签订 时间	预计实施时间 安排	以前年度确 认收入 (万元)	预计 2017 年度确认收 入 (万元)
6	富阳区人民政府农业和农村工作办公室	富阳区农村生活污水治理工程一体化提升泵站采购合同	909.88	2016.4.7	根据甲方通知供货	278.16	499.51
7	中共安吉县委农业和农村工作办公室	中共安吉县委农业和农村工作办公室农村生活污水治理提标改造工程集中式一体化污水处理终端政府采购项目	833.00	2017.6.1	合同签订后的120天	-	355.98
8	浙江航天恒嘉数据科技有限公司	基于嘉兴港区水气共治智慧管控系统框架合作协议	770.00	2017.4.28	预计 2017.12.31	-	693.69
9	北京城建亚泰建设集团有限公司	金泰南燕湾酒店小市政工程专业分包协议	600.00	2017.3.2	2017.8.1	-	270.27
10	北京城建亚泰建设集团有限公司	金泰南燕湾酒店泳池、雨污水提升泵、生活给排水泵房设备供货及安装工程工业品买卖合同	590.49	2017.3.18	预计 2017.12.31 前	-	252.35
11	灵武市环境保护局	“智慧环保”物联网管理系统合同	585.58	2017.3.20	2017.9.20 前	-	539.32
12	富阳区人民政府农业和农村工作办公室	富阳区五水共治农村终端污水站点信息化建设项目采购合同	509.01	2017.1.4	合同签订后的3个月内	-	458.57
13	安吉县各镇经济合作社	2016年分散式终端采购合同	319.24	2016.6.7	2016.10.7 前	-	272.85
14	北京市延庆区供排水管理中心	北京市延庆区农村污水处理与再生水利用设施运行监测系统建设	315.80	2017.7.4	2017.12.31 前	-	297.92
15	安吉递铺街道办事处	安吉县递铺街道农村生活污水一体化政府采购项目	302.40	2017年5月11日	2017.9.30 前	-	272.43
16	安吉县各镇经济合作社	2016年集中式终端采购合同	300.71	2016.6.7	2016.10.7 前	-	257.01
17	建德环境保护局	建德市农村生活污水长效管理智能监管平台采购及租赁合同	293.80	2017.2.23	2017-2022	-	58.33

关于答复中国证监会行政许可项目审查  
一次反馈意见相关问题的函

序号	交易对方名称	合同名称/项目名称	合同总额 (含税) (万元)	合同签订 时间	预计实施时间 安排	以前年度确 认收入 (万元)	预计 2017 年度确认收 入 (万元)
18	北京城建亚泰建设 集团有限公司	金泰南燕湾酒店泳池、 雨污水提升泵、生活给 水泵房设备供货及安装 工程工业品买卖合同	243.95	2017.3.18	2017.12.31 前	-	104.25
19	上海新三星给排水 设备有限公司	智慧水务平台开发项目	228.00	2017 年 5 月 9 日	协议签订后 50 天内	-	215.09
20	富阳区人民政府农业 和农村工作办公室	富阳区五水共治农村终 端污水站点信息化建设 项目采购合同	223.98	2016.2.6	合同签订后的 3 个月内	97.92	100.89
21	海宁市各镇经济合 作社	海宁市农村生活污水治 理设施运行维护合同	190.61	2017.2.20	2017-2022	-	35.96
22	富阳区人民政府农业 和农村工作办公室	农村生活垃圾分类软件 开发及信息化站点接入 合同	149.06	2016.10.8	合同签订后的 3 个月内	-	136.36
23	海宁市水利建设投 资开发有限责任公司	海宁市上塘河西段和泥 坝港桥水环境治理一期 工程施工合同	146.53	2017.3.21	2017.4.30	-	132.01
24	杭州德坦自动化科 技有限公司	智慧水环境管控平台开 发项目	117.80	2017.4.23	协议签订后 50 天内	-	111.13
25	建德市环境保护局	农村生活污水治理运维 只能管理系统项目	124.96	2017.8	2017.8-2022.8		117.89
26	北京市通州区水务 局	通州区水环境在线监管 平台建设项目	729.10	2017.8	预计 2017.12.31 前		687.83
27	其他 100 万以下合 同	-	1,049.41	2016 年至 2017 年	2017 年至 2018 年	38.12	918.35
<b>合计</b>			<b>33,418.94</b>	-	-	<b>2,764.64</b>	<b>12,658.21</b>
<b>2017 年承诺利润对应收入金额</b>							<b>14,447.90</b>
<b>在手订单中预计可于 2017 年确认的收入占比</b>							<b>87.61%</b>

注：预计实施时间安排主要为各个合同中甲方的工期条款要求，部分未明确列示相关条款的合同根据该项目的实际进度及计划统计。

由上表可知，截至本回复出具之日，标的公司尚在执行的在手订单总额为 3.34 亿元，根据合同规定的工期条款要求及标的公司具体实施进度，预计 2017 年可确认的收入约为 1.27 亿元，占 2017 年承诺利润对应收入金额的 87.61%。标的公司仍在洽谈中的意向订单约为 5.90 亿元，2017 年下半年预计仍有部分合同

落地，2017 年的收入具有可实现性。

## 二、结合同行业可比上市公司情况、市场竞争情况、产业政策风险等补充披露源态环保 2018 年及以后年度收入持续保持高速增长的合理性

本次重组中，标的公司预测 2018 年度至 2022 年度的营业收入增长率分别为 22.20%、21.11%、15.52%、12.67%、7.89%，该等预测较为谨慎、合理，具体如下：

### 1、水环境治理行业市场空间较大，规模增长较快

目前水环境治理行业正处于快速发展阶段。根据国家环保部环境规划院、国家信息中心发布的《2008-2020 年中国环境经济形势分析与预测》，在处理水平正常提高的情况下“十二五”和“十三五”期间的废水治理投入（含治理投资和运行费用）将分别达到 10,583 亿元和 13,922 亿元，在既定控制目标下“十二五”和“十三五”期间废水治理投入将分别达到 12,781 亿元和 15,603 亿元，“十三五”期间较“十二五”期间的增长幅度分别为 31.55%和 22.08%。而在水质监测领域，2016 年环保部印发《“十三五”国家地表水环境质量监测网设置方案》，提出将地表水国控监测点位由 972 个扩至 2,767 个，“十三五”期间增长幅度为 184.67%。结合上述发展规划，标的公司对于未来期间的增长率预测较为谨慎。

### 2、同行业上市公司业务规模快速增长

在水环境治理行业快速发展的宏观背景下，行业内相关企业也保持了较快的业务增长态势。从同行业可比上市公司来看，雪迪龙、碧水源、先河环保、聚光科技、开能环保等上市公司合计营业收入规模从 2014 年度的 62.37 亿元增长至 2016 年度的 136.72 亿元，2015 年度和 2016 年度的增长幅度分别为 46.47%和 49.67%。2017 年以来，该等上市公司继续保持了高速增长态势。在国家宏观政策的鼓励和支持下，水环境治理行业的相关企业将面临良好的发展机遇。

### 3、标的公司具有较为突出的竞争优势

水环境治理行业涉及领域较多，竞争格局差异较大。在废水处理等工程领域已形成较为充分的竞争格局，但在水质监测、系统集成领域竞争较为缓和，专业从事相关业务的企业较少，仅部分设备生产企业通过产业链延伸涉足该领域的经

营。标的公司在水环境治理行业具有较为突出的竞争优势，特别是在水质在线实时监测、智慧治水和智慧环保的物联网管控及信息处理云平台建设方面具有一定的先发优势，在成功实施了多个智慧治水和智慧环保平台项目后已形成了良好的示范效应，有利于进一步的市场开发。总体来看，标的公司在报告期内业务规模高速增长的基础上有望在未来保持持续增长。

### 三、核查意见

经核查，评估师认为：

1、截至本回复出具之日标的公司尚在执行的在手订单总额为 3.34 亿元，根据合同规定的工期条款要求及标的公司具体实施进度，预计 2017 年可确认的收入约为 1.27 亿元，占 2017 年承诺利润对应收入金额的 87.61%。标的公司仍在洽谈中的意向订单约为 5.90 亿元，2017 年下半年预计仍有部分合同落地，2017 年的收入具有可实现性。

2、水环境治理行业市场空间较大，规模增长较快，同行业可比上市公司均保持了较高的业务增长速度。标的公司在所处行业领域具有较为突出的竞争优势，其承接实施的多个智慧治水和智慧环保的物联网管控及信息处理云平台形成了良好的示范效应，在行业内具有一定的先发优势。结合行业产业政策、可比上市公司发展情况和市场竞争情况，标的公司对于 2018 年度及以后收入增长预测较为谨慎、合理。

反馈意见 16：请你公司补充披露：1) 本次交易备考财务报表中，源态环保可辨认净资产公允价值及商誉的具体确认依据，是否符合《企业会计准则》的相关规定。2) 备考报表编制及本次交易资产基础法评估的中，是否已充分辨认及合理判断源态环保拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，包括但不限于专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、特许经营权、合同权益等。3) 大额商誉确认对上市公司未来经营业绩的可能影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

一、本次交易备考财务报表中，源态环保可辨认净资产公允价值及商誉的具体确认依据，是否符合《企业会计准则》的相关规定

**1、本次交易备考财务报表中，源态环保可辨认净资产公允价值及商誉的具体确认依据。**

(1) 备考财务报表以上市公司经审计 2016 年度财务报表及经审阅的 2017 年 1-6 月财务报表为基础，并假设上市公司通过本次交易实现的非同一控制合并源态环保的整体架构于 2015 年 1 月 1 日已存在，即假设购买日为 2015 年 1 月 1 日，自 2015 年 1 月 1 日起将源态环保纳入备考合并财务报表的编制范围，上市公司按此整体架构持续经营。

(2) 备考财务报表以发行股份购买资产方案确定的支付对价作为购买成本，以该购买成本扣除购买日源态环保的可辨认净资产公允价值份额确认为备考合并财务报表的商誉。

源态环保 2017 年 6 月 30 日备考合并财务报表的商誉形成过程如下：

单位：元

企业合并成本	550,000,000.00
减：源态环保2016年12月31日归属于母公司的可辨认净资产公允价值	57,889,677.24
加：源态环保2015年1月1日以后购置的资产，相应的增值金额及其所得税影响	1,974,251.02
加：源态环保2015年度的归属于母公司的备考净利润	-1,659,767.45
加：源态环保2016年度的归属于母公司备考净利润	7,680,199.67
商 誉	500,105,006.00

注：公司以源态环保截至 2016 年 12 月 31 日经审计的净资产为基础，考虑评估增值因素，对源态环保 2015 年度、2016 年度的备考报表进行调整，并以此推算 2015 年 1 月 1 日源态环保可辨认净资产的公允价值，从而计算公司合并源态环保的商誉。

根据天源资产评估有限公司出具的《资产评估报告书》(天源评报字[2017]第 0111 号)，截至 2016 年 12 月 31 日，源态环保可辨认净资产公允价值 57,889,677.24 元，归属于母公司的可辨认净资产公允价值为 57,889,677.24 元。

备考合并财务报表已按可辨认净资产公允价值对源态环保 2015 年度、2016 年度财务报表进行调整，调整减少源态环保 2015 年度净利润 2,580,946.78 元，调整减少源态环保 2016 年度净利润 2,051,707.03 元。

(3) 备考财务报表以本次重组交易的资产基础法评估值为基础，考虑 2015 年至 2016 年的折旧与摊销后确定购买日源态环保各项资产、负债的公允价值，并以此为基础在备考财务报表中进行后续计量，源态环保可辨认净资产公允价值

与账面价值的差额主要系专利权、商标权、房屋建筑物等资产的评估增值，该等评估增值额在备考合并财务报表中已确认为无形资产和固定资产。在编制本备考合并财务报表时假设该等无形资产和固定资产于 2015 年 1 月 1 日已经存在，并且在备考期内进行折旧与摊销。

## 2、《企业会计准则》的相关规定

根据《企业会计准则第 20 号——企业合并》，第十四条规定：被购买方可辨认净资产公允价值，是指合并中取得的被购买方可辨认资产的公允价值减去负债及或有负债公允价值后的余额。

根据《企业会计准则第 20 号——企业合并》，第十三条规定：购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，应当确认为商誉。

本次交易备考财务报表中，源态环保可辨认净资产公允价值及商誉的具体确认依据，符合《企业会计准则》的相关规定。

**二、备考报表编制及本次交易资产基础法评估的中，是否已充分辨认及合理判断源态环保拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，包括但不限于专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、特许经营权、合同权益等。**

本次交易资产基础法评估时，已充分辨认及合理判断源态环保拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，如专利权、软件著作权等。由于资产基础法是从现时成本角度出发，以源态环保账面记录或可辨识的资产、负债为出发点，将构成企业的各种要素资产的评估值加总后减去负债评估值作为源态环保股东全部权益的评估价值，不能完全体现各个单项资产组合对整个企业的贡献，也不能完全衡量各单项资产间的互相匹配和有机组合因素可能产生出来的整合效应，对源态环保拥有的其他如企业拥有的管理团队、客户资源、生产经营管理水平、产品研发队伍、服务平台、销售网络及商誉等无形资产未能进行涵盖。

## 三、大额商誉确认对上市公司未来经营业绩的可能影响

上述商誉对兴源环境未来经营业绩的影响主要取决于源态环保未来可带来

的经济利益与现时所预计的未来可带来的经济利益高低，如未来不能达到预期将有可能对商誉计提减值准备，这将直接影响兴源环境未来经营业绩。根据兴源环境与本次交易对手方签署的《盈利补偿协议》及《盈利补偿协议之补充协议》，源态环保全体股东承诺源态环保 2017 年度、2018 年度及 2019 年度合并财务报表经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 3,800 万元、4,700 万元、5,700 万元。如源态环保届时实际实现的净利润未达到上述承诺净利润数，则交易对方应就未达到利润预测的部分对上市公司进行补偿。基于上述情况，在未来三年内，上述商誉对兴源环境公司经营业绩的影响较小。

本次交易完成后，公司将通过与原有业务的整合、资源共享，开拓更广阔的业务空间，进一步加强对源态环保的管理和人才引进，通过业务规模的扩张，提升源态环保的盈利能力，保持和提升其市场地位，确保源态环保不因盈利能力下降而带来商誉减值。

#### 四、核查意见

经核查，评估师认为：

1、本次交易备考财务报表中，源态环保可辨认净资产公允价值及商誉的具体确认依据符合《企业会计准则》的相关规定。

2、备考报表编制及本次交易资产基础法评估中，已充分辨认及合理判断源态环保拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产。

3、本次交易所产生的商誉对兴源环境未来经营业绩的影响主要取决于标的公司未来可带来的经济利益与现时所预计的未来可带来的经济利益高低。本次交易完成后，兴源环境将通过与原有业务的整合、资源共享，开拓更广阔的业务空间，进一步加强对源态环保的管理和人才引进，通过业务规模的扩张，提升源态环保的盈利能力，保持和提升其市场地位，确保源态环保不因盈利能力下降而带来商誉减值。

**反馈意见 17：**申请材料显示，源态环保本次收益法评估折现率为 11.99%。请你公司：1) 补充披露源态环保折现率相关参数（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，补充披露源态环保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。

一、补充披露源态环保折现率相关参数（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。

（一）补充披露源态环保折现率相关参数（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

本次源态环保以 2016 年 12 月 31 日为基准日的收益法评估中，折现率的确定采用企业目标资本结构计算的加权平均资本成本，即 WACC，计算公式如下：

$$WACC = R_e \times E / (D+E) + R_d \times D / (D+E) \times (1-T)$$

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

$R_e$  权益资本成本

$R_d$  债务资本成本

T 企业所得税率

折现率计算过程如下：

(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 ( $R_e$ )

权益资本成本  $K_e$  按国际通常使用的 CAPM 模型求取，计算公式如下：

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

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

预估中相关参数的选择如下：

①无风险报酬率

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，经计算无风险收益率为 3.50%。

②市场预期报酬率

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<sub>i</sub>*，则：

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

*P<sub>i</sub>* 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<sub>m</sub>*，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%。

### ③β值

β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β系数。上述β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β系数计算公式如下：

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

计算得到行业卸载财务杠杆后的β系数平均值为0.8660。

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：*β<sub>e</sub>* ——评估对象股权资本的预期市场风险系数

*β<sub>u</sub>* ——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

经计算，源态环保的 Beta 系数如下：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	永续
Beta 系数	0.8660	0.8660	0.8660	0.8660	0.8660	0.8660	0.8660

④公司特有风险超额收益率

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。公司特有风险超额收益率 ( $R_s$ ) 确定为 2.5%。

⑤权益资本成本

将上述参数代入权益资本成本计算公式，得出源态环保的权益资本成本为：

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	永续年度
$R_E$	11.99%	11.99%	11.99%	11.99%	11.99%	11.99%	11.99%

⑥债务资本成本

源态环保及其子公司未来无借款计划。

⑦折现率

将以上计算所得的各参数代入折现率计算公式，计算加权平均资本成本 WACC

如下：

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	永续年度
WACC	11.99%	11.99%	11.99%	11.99%	11.99%	11.99%	11.99%

(二) 分析源态环保折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 $\beta$  值、特定风险系数等）的合理性。

证券代码	证券名称	交易标的	评估基准日	折现率	无风险收益率	市场期望报酬率	$\beta$ 值	特定风险系数
300145.SZ	中金环境	金山环保 100% 股权	2014 年 12 月 31 日	12.16%	3.6219%	7.15%	0.7762	4%
000967.SZ	盈峰环境	宇星科技 100% 股权	2014 年 12 月 31 日	11.49%	3.6219%	7.15%	0.8367	3%
300490.SZ	华自科技	格兰特 100% 股权	2017 年 3 月 31 日	11.69%	4.1501%	7.79%	0.8596	2%

300332.SZ	天壕环境	赛诺水务 100%股权	2016年3月31日	11.45%	2.8419%	7.11%	1.1173	1.50%
300437.SZ	清水源	同生环境 100%股权	2015年12月31日	11.13%	3.7800%	11.12%	0.7263	3.07%
002310.SZ	东方园林	中山环保 100%股权	2015年5月31日	12.20%	3.6200%	7.22%	0.894-0.96	2.10%
<b>最高值</b>				12.20%	4.1501%	11.12%	1.1173	4%
<b>最低值</b>				11.13%	2.8419%	7.11%	0.7263	1.50%
<b>源态环保</b>				<b>11.99%</b>	<b>3.5000%</b>	<b>6.92%</b>	<b>0.8660</b>	<b>2.50%</b>

由上述可比交易案例可知，源态环保折现率中各参数大部分位于可比交易案例参数取值区间内，可知源态环保折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 $\beta$ 值、特定风险系数等）取值具有合理性。

二、结合市场可比交易折现率情况，补充披露源态环保折现率取值的合理性。

经收集生态保护和环境治理业并购案例，可比交易案例折现率选取情况如下：

证券代码	证券名称	交易标的	评估基准日	折现率
300145.SZ	中金环境	金山环保 100%股权	2014年12月31日	12.16%
000967.SZ	盈峰环境	宇星科技 100%股权	2014年12月31日	11.49%
300490.SZ	华自科技	格兰特 100%股权	2017年3月31日	11.69%
300332.SZ	天壕环境	赛诺水务 100%股权	2016年3月31日	11.45%
300437.SZ	清水源	同生环境 100%股权	2015年12月31日	11.13%
002310.SZ	东方园林	中山环保 100%股权	2015年5月31日	12.20%
<b>平均值</b>				<b>11.69%</b>
<b>源态环保</b>				<b>11.99%</b>

源态环保折现率取值为 11.99%，高于可比交易案例的折现率平均值，较为谨慎，折现率选取较为合理。

### 三、核查意见

经核查，评估师认为：

1、本次交易中，源态环保折现率相关参数大部分位于可比交易案例参数取值区间内，取值具有合理性。

2、本次交易中，源态环保折现率取值高于可比交易案例的折现率平均值，取值较为谨慎、合理。

(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： 二〇一七年八月九日