

中联资产评估集团有限公司
对中国天楹股份有限公司关于
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[181140号]
的回复之核查意见

中国证券监督管理委员会：

贵会于2018年8月23日下发了关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书（181140号）》（以下简称“反馈意见”），本公司作为中国天楹股份有限公司（以下简称“上市公司”）发行股份购买资产项目的评估机构，就贵会所提问题回复进行了认真核查、逐项落实，现针对贵会《反馈意见回复》之核查意见附后，请予审核。

问题 8.

申请文件显示，本次交易价格以江苏德展 100%股权的评估结果为依据，并考虑江苏德展为间接收购 Urbaser 股权发生的收购费用，确定为 888,198.35 万元人民币。截至评估基准日 2017 年 12 月 31 日，江苏德展 100%股权评估价值为人民币 838,823.84 万元，Urbaser100%股权评估价值为 113,760.00 万欧元，折合人民币约为 887,600.00 万元。请你公司：1) 补充披露本次交易定价与评估结果的差异分析，江苏德展为间接收购 Urbaser 股权发生的收购费用的具体内容、金额及对本次交易定价的具体影响。2) 结合本次交易作价情况、评估增值率情况，主要经营实体未来年度盈利预测情况、业绩承诺金额占本次交易作价的比例等，补充披露本次交易作价的合理性，是否充分保护了中小股东和上市公司的利益。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复如下：

一、补充披露本次交易定价与评估结果的差异分析，江苏德展为间接收购 Urbaser 股权发生的收购费用的具体内容、金额及对本次交易定价的具体影响。

上市公司在《交易报告书》中“第六节 交易标的评估情况”之“四、上市公司董事会对交易标的评估合理性以及定价的公允性分析”之“(五) 交易定价与评估结果差异说明”已进行了披露。

(一) 本次交易定价与评估结果的差异分析

本次交易定价与评估结果差异情况如下表所示：

单位：人民币万元

本次交易定价	江苏德展评估结果	差异金额	差异率
888,198.35	838,823.84	49,374.51	5.89%

本次交易定价系基于江苏德展 100%股权的评估值 838,823.84 万元，并考虑前次交易江苏德展为间接收购 Urbaser100%股权发生的收购费用（包括中介机构费、境外融资费用和境内筹资成本等），经交易各方协商确定。本次交易定价与评估结果差异不大，交易溢价率为 5.89%，差异具有合理性。

本次交易作价溢价率处于市场已完成的上市公司重大资产重组案例交易作价的平均溢价率范围内，具体情况如下所示：

单位：万元人民币

序号	上市公司	收购标的	过会时间	交易作价	资产评估价值	溢价率
1	银江股份	智途科技 39.12%股权 杭州清普 70%股权	2016-4-22	22,148.35	18,804.85	15.10%
2	红相股份	银川卧龙股份有限公司 100%股权	2018-5-21	117,000.00	113,084.71	3.35%
3	太阳鸟	97.38%的亚光电子股权	2017-7-20	334,200.00	316,192.86	5.39%
4	银亿股份	宁波昊圣 100%股权	2016-12-26	284,516.14	269,616.14	5.24%
5	梅泰诺	宁波诺信 100.00%股权	2016-12-30	630,000.00	605,800.37	3.84%
6	恒泰实达	辽宁邮电 99.854%股权	2017-9-4	178,826.53	159,067.42	11.05%
平均数						7.33%

(二) 江苏德展为间接收购 Urbaser 股权发生的收购费用的具体内容、金额及对本次交易定价的具体影响

1、江苏德展为间接收购 Urbaser 股权发生的收购费用的具体内容、金额

江苏德展为间接收购 Urbaser 股权发生的收购费用主要包括中介机构费、境外融资费用和境内筹资成本等，具体内容和金额如下：

(1) 中介机构费用和境外融资费用

中介机构费用（包括境外财务顾问、境外律师、财务及税务尽职调查、技术及环境尽职调查等费用）、并购融资费用系 2016 年度、2017 年度实际发生的为完成前次交易由江苏德展及其子公司所承担的相关费用，合计金额为 43,666.47 万元，具体情况如下：

单位：万元

项目	2017 年度	2016 年度	合计
中介机构费用			
境外法律尽调、合同订立等相关事项费用	829.97	3,914.03	4,744.00
税务咨询费用	-	110.12	110.12
境外财务顾问费用	-	5,836.23	5,836.23
境外财务尽调费用	-	517.39	517.39
境外环境尽调费用	-	63.66	63.66
境外技术尽调费用	-	57.17	57.17
境外保险尽调费用	-	22.50	22.50
境外商务咨询费用	-	491.65	491.65
境外融资费用			

项目	2017 年度	2016 年度	合计
高级债费用	757.41	12,255.18	13,012.60
并购贷款利息	17,290.77	1,520.39	18,811.15
合计	18,878.14	24,788.33	43,666.47

(2) 境内筹资成本

2016年12月7日，华禹并购基金等交易对方筹集资金通过江苏德展、香港楹展以及Firion支付收购Urbaser100%股权交易款项。交易对方收购Urbaser100%股权后，标的资产运行已将近20个月，运营情况良好，经营业绩稳步增长。鉴于交易对方持有标的资产期间超过一年，同时，本次交易包含部分现金对价，经交易双方协商，同意交易价格适当考虑标的资产持有期间的筹资成本中的5,708.04万元。

综上，本次交易作价与评估值差异主要包括了中介机构费、境外融资费用以及境内筹资成本等，具有合理性，交易价差金额占交易定价金额比例较低，对本次交易定价影响较小。

二、结合本次交易作价情况、评估增值率情况，主要经营实体未来年度盈利预测情况、业绩承诺金额占本次交易作价的比例等，补充披露本次交易作价的合理性，是否充分保护了中小股东和上市公司的利益。

1、本次交易作价及评估增值率情况

根据中联评估出具的《江苏德展资产评估报告》，本次资产评估情况如下：

序号	评估方法	净资产账面值	评估价值	最终评估值	评估增值率
江苏德展（单位：万元人民币）					
1	资产基础法	807,204.69	838,823.84	838,823.84	3.92%
Urbaser（单位：万欧元）					
2	收益法	56,494.23	113,760.00	113,760.00	101.37%

本次交易标的资产主要为Urbaser100%股权，由上表，Urbaser最终评估值较净资产账面价值增值101.37%，评估增值率相较于上市公司并购重组标的资产评估增值率处于较低水平，评估增值率具有合理性。

通过对比近期与Urbaser处于同一或类似行业的可比交易评估增值情况可见，江苏

德展主要资产 Urbaser 的评估增值幅度为 101.37%，远低于近期市场同一或类似行业的可比交易的平均水平，具体如下表所示：

上市公司	标的公司	评估基准日	评估增值率	评估方法	增值原因
美欣达	旺能环保	2016年9月30日	233.03%	收益法	标的具有行业地位突出、运营规模较大、市场布局较广以及业绩增长较快等竞争优势
兴源环境	源态环保	2016年12月31日	1,417.78%	收益法	预计标的未来具有较强的获利能力
海陆重工	江南集成	2016年12月31日	154.09%	收益法	标的未来盈利水平较强
盈峰环境	中联环境	2018年4月30日	382.78%	收益法	预计标的未来具有较强的获利能力
海南瑞泽	广东绿润	2017年4月30日	593%	收益法	标的管理水平、人力资源、客户资源等无形资产产生的价值和协同作用
永清环保	康博固废	2017年9月30日	757.29%	收益法	公司整体收益能力较强
中金环境	金泰莱	2017年5月31日	814.76%	收益法	标的业绩成长性较快
平均数			621.82%	-	-
中国天楹	Urbaser	2017年12月31日	101.37%	收益法	拥有世界品牌影响力、全球领先技术工艺、专业资深管理团队，全产业链和全球布局，整体获利能力较强，现金流入强劲等

2、本次交易主要标的资产 Urbaser 未来年度盈利预测情况以及业绩承诺情况：

单位：万欧元

序号	项目\年份	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年 及以后
1	营业总收入	178,074	181,725	185,490	188,961	192,207	192,207
2	净利润	5,479	5,646	5,912	6,136	6,323	6,323
3	归属母公司净利润	4,975	5,127	5,368	5,571	5,741	5,741
4	业绩承诺金额	4,975	5,127	5,368	5,571	-	-

业绩承诺情况见《交易报告书》中“第七节 本次交易的主要合同”之“二、《业绩承诺补偿协议》的主要内容”之“(三) 业绩承诺安排”。

1)如本次交易于 2018 年 12 月 31 日前实施完毕,乙方承诺 Urbaser2018 年度、2019 年度和 2020 年度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 4,975 万欧元、5,127 万欧元、5,368 万欧元。

2)如本次交易于 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日期间实施完毕,乙方承诺 Urbaser2019 年度、2020 年度和 2021 年度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 5,127 万欧元、5,368 万欧元、5,571 万欧元。

3)本协议所称净利润指 Urbaser 经审计的扣除非经常性损益后合并报表口径下归属于母公司股东的净利润。

3、业绩承诺金额占本次交易作价的比例

根据《交易报告书》中“第五节 发行股份情况”之“一、发行股份购买资产”之“(五)标的资产定价”:本次交易标的资产定价参考《江苏德展资产评估报告》中江苏德展 100%股权的评估结果以及江苏德展为间接收购 Urbaser 股权发生的收购费用,经交易各方协商,江苏德展 100%股权的交易价格确定为 888,198.35 万元。按照评估基准日汇率折算约为 113,838 万欧元。

结合前述业绩承诺金额,计算的业绩承诺金额占本次交易作价的比例情况如下:

项目	承诺净利润 (万欧元)			占标的资产交易 价格比重	承诺偿付最大金额占 交易价格比重
	2018 年	2019 年	2020 年		
如本次交易于 2018 年实施完成	4,975	5,127	5,368	13.59%	100.00%
如本次交易于 2019 年实施完成	5,127	5,368	5,571	14.11%	100.00%

根据《交易报告书》中“第六节 交易标的评估情况”之“四、上市公司董事会对交易标的评估合理性以及定价的公允性分析”之“(一)资产评估机构的独立性、评估假设前提的合理性、评估方法与目的的相关性及评估定价的公允性”,上市公司董事会认为:本次江苏德展 100%股权的交易价格参照具有从事证券期货相关业务资格的评估机构的评估结果并经交易各方协商确定,定价公平、合理,符合相关法律、法规及公司章程的规定,不存在损害上市公司及其股东特别是中小投资者利益的情形。

三、中介机构核查意见

经核查,评估师认为:公司补充披露了本次交易定价与评估结果的差异分析及为江苏德展为间接收购 Urbaser 股权发生的收购费用的具体内容;补充披露了本次交易作价情况、评估增值情况。控股股东、实际控制人自愿作出业绩补偿承诺安排,不存在损害

上市公司及其股东特别是中小投资者利益的情形。相关披露及分析具有合理性。

问题 10.

申请文件显示，本次交易对标的资产江苏德展采用资产基础法一种方法进行评估，截至评估基准日 2017 年 12 月 31 日，江苏德展评估增值率 3.92%；对江苏德展的主要资产 Urbaser 100% 股权采用收益法和市场法进行评估，最终选取收益法评估结果作为最终评估结果，评估增值率为 101.37%。请你公司补充披露：1) 本次交易对江苏德展采用资产基础法评估的原因及合理性，仅采用一种评估方法是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条第三款的规定。2) 本次交易对江苏德展下属子公司 Urbaser 采用两种评估方法进行评估，最终选取收益法评估结果的原因及合理性。上述收益法评估与市场法评估结果的差异情况、差异原因及合理性。3) Urbaser 采取收益法评估中折现率的确定依据及合理性；对于选取海外市场利率作为参照的，请补充披露所在国利率政策的稳定性及政策变化可能对评估参数和评估结果产生的影响。4) 说明 Urbaser 采取收益法评估中是否考虑了大额商誉计提及主要资产减值因素的影响，如有，请详细说明具体影响情况。5) 列表显示本次交易标的资产与市场可比交易案例标的资产平均增值率的对比情况，并分析差异原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复如下：

一、本次交易对江苏德展采用资产基础法评估的原因及合理性，仅采用一种评估方法是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条第三款的规定。

(一) 本次交易对江苏德展采用资产基础法评估的原因及合理性

依据资产评估准则的规定，企业价值评估可以采用收益法、市场法、资产基础法三种方法。收益法是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化，强调的是企业的整体预期盈利能力。市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，它具有估值数据直接取材于市场，估值结果说服力强的特点。资产基础法是指在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的思路。

1、江苏德展适用资产基础法进行评估

资产基础法，是以在评估基准日重新建造一个与评估对象相同的企业或独立获利实体所需的投资额作为判断整体资产价值的依据，具体是指将构成企业的各种要素资产的评估值加总减去负债评估值求得企业价值的方法。

由于江苏德展为持股型公司，无经营业务，且无经营管理人员及其他运营费用支出，资产基础法从企业购建角度反映了公司的价值，结合本次资产评估的目的、资产业务性质，江苏德展可以提供、评估师也可以从外部收集到满足资产基础法所需资料，可以对被评估单位的资产、负债展开全面清查和评估，因此本次江苏德展的评估适用资产基础法。

2、江苏德展不适用收益法进行评估

由于江苏德展的定位为投资持股平台，自身没有经营业务，未来也不会发生实际经营业务，并计划待本次交易完成后注销，以缩减管理架构、提升经营效率，因此江苏德展不宜采用收益法进行评估。

3、江苏德展不适用市场法进行评估

就市场法而言，其运用的前提条件为：①存在一个活跃的公开市场，且市场数据比较充分；②公开市场上有合理比较基础的可比的交易案例；③能够收集可比的交易案例的相关资料。由于江苏德展为持股型公司，与其可比的上市公司较少，交易案例难以搜集，因此江苏德展不宜采用市场法进行评估。

（二）仅采用一种评估方法是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条第三款的规定

根据中国证监会《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条第三款的规定，评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值。

本次交易标的江苏德展为持股型公司，下属经营实体为 Urbaser，适用资产基础法进行评估，不适用收益法及市场法进行评估。本次评估对江苏德展主要资产 Urbaser 采取了收益法、市场法两种方法进行评估。因此本次评估符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条第三款“评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值”的规定。

二、本次交易对江苏德展下属子公司 Urbaser 采用两种评估方法进行评估，最终选取收益法评估结果的原因及合理性。上述收益法评估与市场法评估结果的差异情况、差异原因及合理性。

（一）本次交易对江苏德展下属子公司 Urbaser 采用两种评估方法进行评估，最终选取收益法评估结果的原因及合理性

本次评估中，中联评估对江苏德展下属子公司 Urbaser 采用收益法和市场法进行评估，最终选取收益法评估结果作为最终评估结论，具体评估结果如下：

单位：万欧元

序号	评估方法	净资产账面值	评估价值	评估增值率
1	收益法	56,494.23	113,760.00	101.37%
2	市场法		125,192.00	121.60%

注：净资产账面值为归属于母公司股东的净资产账面值。

由于收益法的评估结果着眼于被评估单位的未来整体的获利能力，通过对预期现金流量的折现来反映企业的现实价值，是企业的内在价值的合理反映，该评估结果不仅体现了被评估单位账面资产的价值，还包含了被评估单位无法在账面上反映的无形资产价值（如无形资产商誉、商标等）；而市场法是通过分析参考公司的各项指标，以参考公司股权或企业整体价值与其某一收益性指标、资产类指标或其他特性指标的比率，并以此比率倍数推断被评估单位应该拥有的比率倍数，进而得出被评估公司股东权益的价值。虽然评估人员对被评估单位、参考公司进行了充分必要的分析调整，但是仍然存在评估人员未能掌握参考公司独有的无形资产、或有负债等不确定因素或难以调整的因素，而导致评估结果与实际企业价值离散程度较大的风险，这使得市场法评估结果不能真实反映企业的内在价值，加之被评估公司是非上市公司，与上市公司相比仍存在着管理、融资能力等多方面的差异。

通过以上分析，考虑到 Urbaser 主要为政府部门和企业客户提供城市综合服务和垃圾处理服务，收益法评估中结合被评估企业业务发展等因素变化对未来获利能力的影响，更为合理的反映了被评估企业的企业价值。从稳健性原则出发，最终采用收益法评估结果作为本次 Urbaser 股权价值评估的参考依据。

（二）上述收益法评估与市场法评估结果的差异情况、差异原因及合理性

本次评估 Urbaser 100% 股权采用收益法评估的评估值为 113,760.00 万欧元，比市场法评估值低 11,432.00 万欧元，市场法与收益法的评估结果不存在重大差异。

市场法与收益法的评估结果差异主要系两种计算口径和评价标准存在差异，市场法是从企业经营情况及整体市场的表现来评定企业的价值，而收益法是立足于企业本身的获利能力来预测企业的价值。

市场法评估采用了上市公司比较法，即将估价对象与同行业的上市公司进行比较，对这些上市公司已知价格和经济数据作适当的修正，以此估算估价对象的合理价值，但该方法受到可比上市公司和调整体系的影响。收益法评估是以资产的预期收益为价值标准，反映的是资产的整体经营能力（获利能力）。

市场法和收益法两者是相辅相成的，市场法的结果是收益法结果的市场表现，而收益法结果是市场法结果的坚实基础，是企业的内在价值的合理反映，因此本次评估采用收益法和市场法的评估结果差异较小，具备合理性。

三、Urbaser 采取收益法评估中折现率的确定依据及合理性；对于选取海外市场利率作为参照的，请补充披露所在国利率政策的稳定性及政策变化可能对评估参数和评估结果产生的影响。

1、Urbaser 采取收益法评估中折现率的确定依据及合理性

(1) 本次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 ：被评估企业的债务比率；

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

w_e ：被评估企业的权益比率；

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

r_d ：所得税后的付息债务利率；

r_e ：权益资本成本。

(2) 本次评估按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本 r_e ；

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

式中：

r_f ：无风险报酬率；

r_m ：市场期望报酬率；

ε ：被评估单位的特性风险调整系数；

β_e ：被评估单位权益资本的预期市场风险系数；

(3) 具体计算说明

①无风险收益率和市场期望报酬率

Urbaser 总部位于西班牙，业务遍布以欧美市场为主的全球多个国家和地区，根据 Bloomberg 资讯终端查询的各地区的十年期国债收益率平均水平，按照 Urbaser 主要业务市场西班牙、阿根廷、智利等国家的评估基准日等的无风险收益率及市场期望报酬水平加权平均确定无风险收率 $r_f=2.75\%$ ，市场期望报酬率 $r_m=13.56\%$ 。

国家	收入占比	营业收入	市场回报	无风险利率	市场风险溢价
西班牙分部	59.68%	8,106,516,559	11.83%	1.57%	10.26%
欧洲其他分部	14.12%	1,917,673,035	9.82%	0.43%	9.39%
南美洲分部	22.66%	3,077,902,890	20.92%	7.52%	13.40%
其他	3.55%	481,595,965	10.70%	1.40%	9.30%
		13,583,688,449	13.56%	2.75%	10.81%

② β_e 值

评估对象无财务杠杆风险系数的估计值 β_u 主要根据同类或近似上市公司的平均水平确定。本次评估，主要通过 Bloomberg 资讯终端查询确定评估对象权益资本预期无财务杠杆风险系数的估计值 β_e ，再结合评估对象资本结构、所得税率计算出评估对象的权益资本风险系数， $\beta_e=0.7092$ 。

③公司特性风险调整系数

本次评估考虑到评估对象在公司规模、发展阶段、融资条件、资本流动性以及公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性 & 评估对象未来拓展市场的不确定性以及 Urbaser 市政特许经营项目属性、日常运营可能发生的款项回收、汇率波动等所可能产生的特性个体风险，设公司特性风险调整系数 $\varepsilon=1.60\%$ 。

(4) 适用税率：按照 Urbaser 集团合并口径加权平均所得税率 30.82%。

(5) 扣税后付息债务利率按照公司的实际借款规模、借款利率和未来年度的还款计划，按照加权方式进行计算。

预测期内，参考 Urbaser 业务所处地区评估基准日等十年期国债收益率的平均水平、市场回报平均值、可比公司的贝塔值、Urbaser 自身的资本结构等数据确定折现率，能够合理的反映出公司的折现率水平，取值具有合理性。

2、对于选取海外市场利率作为参照的，请补充披露所在国利率政策的稳定性及政策变化可能对评估参数和评估结果产生的影响

Urbaser 主要业务市场分布在西班牙、法国、阿根廷、智利等国家。在确定无风险收益率时，参考了西班牙、欧元区、阿根廷、智利等地区十年期国债的收益率。在确定债务成本时，主要参考 Urbaser 的实际借款利率，与其实际借款规模、借款利率等有关。Urbaser 借款主要系欧元借款，欧元借款利率受到欧洲央行的基准利率水平的影响。

1、欧洲

根据欧洲央行 2018 年 7 月 26 日公布的最新利率决议，目前将维持三大基准利率（再融资利率、隔夜存款及贷款利率）到 2019 年夏季不变，分别为 0.00%，0.25%及 -0.40%，因此，欧洲央行利率政策相对稳定。

法国的利率政策受到欧洲央行政策影响，根据法国中央银行公布数，自 2016 年 3 月起法国再融资利率一直维持在 0.00%，利率政策相对稳定。

根据英国中央银行公布数据，自 2009 年 3 月至 2016 年 7 月，英国基准利率一直保持 0.50%，自 2016 年 8 月 4 日起英国央行降息至 0.25%，于 2017 年 11 月和 2018 年 8 月分别加息至 0.50%和 0.75%，利率政策变化不大，考虑到 Urbaser 在英国的业务收入占比不高，对评估参数和评估结果的影响较小。

根据 Bloomberg 资讯终端查询，西班牙十年期国债的利率水平自 2016 年 11 月起基本保持在 1.5%左右，欧元区的十年期国债的利率每月平均水平自 2017 年 7 月起基本处于 0.4%-0.5%的水平，相对较为稳定。根据 WIND 数据统计，法国十年期国债利率水平自 2017 年 6 月起基本处于 0.7%-0.8%的水平，英国十年期国债利率水平自 2017 年 9 月中起基本处于 1.3%-1.4%左右。

2、南美洲

根据智利央行公布的数据，智利的利率从 2017 年 6 月起保持 2.50%，2018 年 7

月智利每月货币政策会议决议通过基准利率仍维持 2.5%，目前这一利率水平已保持 15 个月，利率政策较为稳定。

根据阿根廷央行公布的数据，阿根廷的基准利率自 2017 年 4 月至 2018 年 4 月基本保持稳定，为应对汇率波动，阿根廷央行自 2018 年 4 月 27 日起五次加息。同时，2018 年 8 月阿根廷 2024 年到期国债收益率上涨 103 个基点，报 10.33%，阿根廷 2025 年到期国债收益率上涨 48 个基点，报 10.89%，阿根廷 2033 年到期国债收益率上涨 96 个基点，报 10.91%。由此，虽然阿根廷基准利率呈现一定上浮，但长期国债收益率水平总体保持稳定，对评估结果不会产生重大影响，主要分析如下：

(1) 阿根廷利率政策波动不会影响 Urbaser 债务成本

阿根廷公司的业务主要为智慧环卫等轻资产特许经营项目，不涉及大量资本密集投入，依靠市政项目营业收入、现金流入稳定的优势，阿根廷下属公司的应收账款小，现金流充裕，同时报告期内通过政府预付垃圾收集服务款项以满足业务运营和采购资金需求等方式，阿根廷公司的借款金额占比低，阿根廷利率政策波动不会对 Urbaser 阿根廷公司的债务成本造成重大影响。

(2) Urbaser 特许经营合同约定价格调整机制，有效抵御利率、汇率波动风险

Urbaser 在阿根廷地区的项目合同大部分均设有合同价格调整条款，即根据地区消费者物价指数、运营成本等因素变动对合同价格进行定期调整，相关条款能有效抵御地区经济、汇率等宏观因素波动的风险，保证公司盈利实现的稳定性和持续性。报告期内，Urbaser 在阿根廷地区的主要经营实体 Urbaser Argentina, S.A.实现的营业收入分别为 137,659.22 万元、137,659.22 万元以及 45,898.57 万元，收入规模保持稳步提升。因此阿根廷未来利率波动对 Urbaser 业务运营和营业收入的影响较小。

(3) Urbaser 在阿根廷地区的营业收入占比相对不大

报告期内，Urbaser 营业收入按地区划分的情况如下：

单位：万元人民币

国家	2018 年 1-4 月		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
欧洲	369,408.83	76.93	1,002,418.96	73.80	971,800.82	75.80
其中：西班牙	281,446.24	58.61	810,651.66	59.68	802,923.65	62.63
法国	35,494.71	7.39	107,860.27	7.94	111,251.78	8.68
美洲	96,381.68	20.07	307,790.29	22.66	273,333.64	21.32

国家	2018年1-4月		2017年度		2016年度	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
其中：阿根廷	51,670.32	10.76	178,876.08	13.17	151,114.84	11.79
智利	42,966.46	8.95	127,131.90	9.36	120,627.08	9.41
其他地区	14,376.58	2.99	48,159.60	3.55	36,856.64	2.87
营业收入合计	480,167.09	100.00	1,358,368.84	100.00	1,281,991.11	100.00

由上表，Urbaser 2018年1-4月约77%的收入来自于欧洲地区，在阿根廷地区的营业收入占比为10%左右，阿根廷利率政策波动对于其在阿根廷的营业收入影响不大，因此对 Urbaser 整体经营业绩的影响更小。

(4) Urbaser 已建立完善的国家政治经济风险防范措施

Urbaser 已建立充分完善的风险防范措施以应对各国的政治经济风险，具体参见本核查意见问题12之“二、(一)补充披露业务所在国是否存在政治经济风险或潜在隐患，若有，请说明防范应对措施”中有关回复。

综上，Urbaser 业务所在的大多数国家利率政策相对稳定，国债利率水平和商业贷款利率水平短期内不会出现大幅度波动，且 Urbaser 已建立充分的风险防范措施以应对阿根廷的利率政策波动，公司盈利也持续稳定向好，因此所在国利率政策不会对评估参数和评估结果产生重大影响。

四、说明 Urbaser 采取收益法评估中是否考虑了大额商誉计提及主要资产减值素的影响，如有，请详细说明具体影响情况。

1、报告期期内 Urbaser 的商誉和资产减值损失情况

根据《交易报告书》中“第四节 交易标的基本情况”之“六、报告期的会计政策及相关会计处理”，Urbaser 已对主要资产减值进行了充分计提，识别了历史收购过程中形成的商誉，并经过了商誉减值测试，未发现减值迹象。

2、Urbaser 采取收益法评估中是否考虑了大额商誉计提及主要资产减值要素的影响，如有，请详细说明具体影响情况。

本次收益法评估模型选用自由现金流模型，即经济收益流是公司全部投资资本（全部股东权益和有息债务）产生的现金流，以未来若干年度内的企业自由现金流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出企业整体价值，然后再减去付息债务得出股东全部权益价值。

计算公式：

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

企业整体价值=经营性资产价值（企业自由现金流量折现）+溢余及非经营性资产价值

企业自由现金流量=息前税后净利润+折旧与摊销-资本性支出-营运资金增加额

（1）商誉减值计提因素

报告期内，Urbaser 业务经营持续稳定，盈利能力较强，并于每年年度终了时对商誉进行减值测试，报告期内，Urbaser 商誉不存在减值迹象，未计提商誉减值损失。

本次采用收益法对 Urbaser 进行评估，商誉如发生减值也已体现在本次评估结果中，不会对本次评估结果产生影响，具体分析如下：

①本次评估以企业自由现金流模型进行测算，通过未来现金流量反映企业价值，无论是否发生资产减值或商誉减值，其均通过未来现金流量的折现反映到评估价值中，因此，如发生商誉减值，商誉减值的计提不会产生额外现金流出，对评估结果无影响；

②Urbaser 近年来业绩状况良好，业务经营稳定，经营活动现金流入充沛，业务规模逐年扩大，预测未来现金流入稳步增加，Urbaser 评估价值能够得到充分支持。

（2）主要资产减值要素

报告期内，Urbaser 根据企业会计准则谨慎性原则，针对相关资产可能发生的风险事项对应收账款、存货、长期应收款、无形资产和固定资产计提减值准备或坏账准备。

通常，财务报表中计提资产减值准备是基于未来现金流风险因素等综合考虑后预估的判断，本次评估选取收益法评估模型，对未来标的资产现金流入及流出进行预估并进行折现，在计算现金流入以及折现率时对相关的风险因素综合考虑。

本次评估中考虑资产减值因素对未来现金流影响如下：

①应收账款坏账准备以及存货跌价准备

本次评估对营业收入增长率谨慎考虑。Urbaser 应收账款均为经营性款项，2016年、2017年以及2017年营业收入与销售商品现金流入对比如下：

单位：万元

项目	2018年1-4月	2017年度	2016年度
销售商品、提供劳务收到的现金	484,071.00	1,456,223.75	1,415,245.43
营业收入	480,167.09	1,358,368.84	1,281,991.11

项目	2018年1-4月	2017年度	2016年度
销售现金流入/营业收入	100.81%	107.20%	110.39%

由上表可知，近年来 Urbaser 收现比良好，报告期内均大于 100%，客户回款情况与营业收入匹配，业务规模亦稳步增长，最近两年收入增长率达 5-6%左右，但基于谨慎性原则，Urbaser 亦根据会计准则对应收账款计提了坏账准备。本次评估过程中，基于多重因素综合考虑，其中也包括应收账款坏账等因素影响，预测未来营业收入增长率处于 1.5%-2.5%。

②长期应收款和无形资产减值准备

Urbaser 长期应收款减值准备以及无形资产减值准备均为 Essex 项目所形成，此外，Essex 项目也是 Urbaser 唯一确认为长期应收款的特许经营项目。Urbaser 已对 Essex 项目未来可能发生的风险充分计提减值准备；在评估过程中，长期应收款减值准备已按照财务报表计提金额全额在非经营性资产评估过程中进行扣减，同时，无形资产部分的减值则通过未来自由现金流折现传导至评估值中。

Essex 项目产生的风险具有其特殊性，Urbaser 现有其他项目均不存在此类风险，因此，该类风险不具有普遍性。

③固定资产减值

固定资产减值主要为闲置土地、厂房所产生，该些资产不参与经营活动，不会对本次评估中的未来自由现金流产生影响，对评估值也没有重大影响。

④折现率参数考虑

Urbaser 经营长期市政特许经营项目，客户主要为具有较强公信力的政府机构，款项回收风险较其他行业更低，业务长期、稳定，且 Urbaser 自身运营情况良好，但在评估过程中，基于上述资产减值因素等可能发生的风险事项，在折现率的整体确定中，选取相对谨慎的个别风险系数，从而进一步在评估值中反映风险因素。

综上所述，收益法主要基于未来的盈利预测，历史数据以审计报告为基础，现有大额商誉计提及主要资产减值素的影响已经考虑，商誉计提及资产减值要素均不会对评估结果产生影响。而可能存在的未来大额商誉计提及未来主要资产减值因素的影响，在相关收益法评估中无法考虑。

五、列表显示本次交易标的资产与市场可比交易案例标的资产平均增值率的对比

情况，并分析差异原因及合理性。

江苏德展本次评估增值主要来源于其主要经营资产 Urbaser 的评估增值。近期与 Urbaser 处于同一或类似行业的可比交易评估增值情况如下表所示：

上市公司	标的公司	评估基准日	评估增值率	评估方法	增值原因
美欣达	旺能环保	2016年9月30日	233.03%	收益法	标的具有行业地位突出、运营规模较大、市场布局较广以及业绩增长较快等竞争优势
兴源环境	源态环保	2016年12月31日	1,417.78%	收益法	预计标的未来具有较强的获利能力
海陆重工	江南集成	2016年12月31日	154.09%	收益法	标的未来盈利水平较强
盈峰环境	中联环境	2018年4月30日	382.78%	收益法	预计标的未来具有较强的获利能力
海南瑞泽	广东绿润	2017年4月30日	593.00%	收益法	标的管理水平、人力资源、客户资源等无形资源产生的价值和协同作用
永清环保	康博固废	2017年9月30日	757.29%	收益法	公司整体收益能力较强
中金环境	金泰莱	2017年5月31日	814.76%	收益法	标的业绩成长性较快
平均数			621.82%	-	-
中国天楹	Urbaser	2017.12.31	101.37%	收益法	拥有世界品牌影响力、全球领先技术工艺、专业资深管理团队，全产业链和全球布局，整体获利能力较强，现金流入强劲等

由上表可知，江苏德展主要资产 Urbaser 的评估增值幅度为 101.37%，远低于近期市场同一或类似行业的可比交易的平均水平，因此本次评估结果谨慎合理，评估增值率远低于市场可比案例的增值幅度，评估具有合理性。

六、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：公司已补充披露相关情况，本次交易对江苏德展仅采用资产基础法进行评估具有合理性，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条第三款的规定；对 Urbaser 采用收益法和市场法进行评估，结果差异较小，最终选取收益法评估结果具备合理性。Urbaser 采用收益法评估中折现率的选取具备合理性，其业务所在大多数国家的利率政策稳定，且 Urbaser 已建立充分的风险防范措施以应对阿根廷的利

率政策波动，所在国利率政策不会对评估参数和评估结果产生重大影响；且收益法评估已考虑现有大额商誉计提及主要资产减值因素，不会对评估结果产生影响；本次评估增值处于市场可比交易案例标的资产平均增长率的合理水平，谨慎合理。

问题 11.

申请文件显示，上市公司与华禹基金管理公司于 2016 年 6 月 24 日共同发起设立华禹并购基金，华禹并购基金于 2016 年 9 月 15 日参与海外竞标程序，通过其海外持股公司 Firion 与西班牙 ACS, Servicios y Concesiones, S.L.（以下简称 ACS）公司订立协议，收购 Urbaser100%股权，收购价款为 11 亿欧元。本次交易中，Urbaser100%股权评估价值为 113,760.00 万欧元，折合人民币约为 887,600.00 万元，本次交易价格为 888,198.35 万元人民币。请你公司补充披露：1) 前次收购 Urbaser100%股权与本次收购的交易定价差异，并具体说明差异原因及合理性。2) 前述两次交易价格差异是否存在税务评估及其他税务风险，如有，请补充披露具体风险及对本次交易和上市公司的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复思路：

一、前次收购 Urbaser100%股权与本次收购的交易定价差异，并具体说明差异原因及合理性。

根据《交易报告书》中“第四节 交易标的基本情况”之“四、前次交易主要情况”，相关情况说明如下：

1、本次交易与前次交易主要收购资产均为 Urbaser100%股权。前次交易 Urbaser100%股权的交易作价系竞价交易中交易双方通过商业谈判最终确定，交易作价为 114,061.12 万欧元；本次交易参考评估结果交易各方商议确定，本次交易 Urbaser 100%股权确定评估值为 113,760.00 万欧元。

2、基于交易定价方式不同，前次交易系江苏德展直接收购 Urbaser100%股权，交易作价为 Urbaser100%股权购买价款，本次交易系上市公司收购江苏德 100%股权，交易作价除包含 Urbaser100%股权购买价款外，亦基于持股公司 Firion、香港楹展账面因前次交易产生的融资安排、合并对价以及江苏德展前次交易为收购 Urbaser 而发生的收购费用（包括境外融资费用、中介机构费、前次交易境内筹资成本等）等综合确定。

3、Urbaser100%股权的本次交易作价与前次交易无重大差异。交易作价差异不存在不合理情形。

二、前述两次交易价格差异是否存在税务评估及其他税务风险，如有，请补充披露具体风险及对本次交易和上市公司的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确

确意见。

根据《上市报告书》和法律意见书，前次交易与本次交易的价格差异符合实际情况，前次交易与本次交易的价格是交易各方的真实意思表示，前述两次交易主要涉及资产为 Urbaser100%股权，由于前次交易 Urbaser100%股权定价与本次交易定价无重大差异，因此不存在税务评估或其他税务风险。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，公司已补充披露，前次收购与本次收购的交易定价差异及原因，是交易各方的真实意思表示，两次交易价格差异不存在税务评估及其他税务风险。

问题 12.

申请文件显示，Urbaser 及其下属子公司运营的部分特许经营项目将于近五年内到期。请你公司：1) 补充披露 Urbaser 及其下属子公司报告期内新客户、新项目拓展及中标情况，说明 Urbaser 收入预测数据的依据及可实现性。2) Urbaser 客户遍布全球多个国家，主要为市政机构和企业，补充披露业务所在国是否存在政治经济风险或潜在隐患，若有，请说明防范应对措施。另外，请说明 Firion 完成 Urbaser 收购后是否因为所有者国籍变更而丧失西班牙本国企业的相关优惠政策条件，是否会对政府客户的稳定性造成影响，并结合上述情况说明是否会影响 Urbaser 的估值。3) 充分披露营业收入预测涉及的重要参数，包括但不限于各业务板块的预计完成合同数量及合同单价等。4) 结合 Urbaser 所处的行业发展情况、市场地位、主要竞争对手情况、目前在手客户和项目具体情况、市场覆盖率及未来的市场空间情况等，补充披露 Urbaser 预测期营业收入的可实现性及稳定性。5) 结合报告期主要项目合同单价及主要成本项目价格变动趋势、同行业可比公司毛利率的变动趋势，补充披露 Urbaser 预测期整体毛利率和各项业务毛利率的预测依据及水平的合理性，未来保持毛利率稳定的具体措施。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露 Urbaser 及其下属子公司报告期内新客户、新项目拓展及中标情况，说明 Urbaser 收入预测数据的依据及可实现性。

(一) Urbaser 及其下属子公司报告期内新项目中标情况

Urbaser 及其下属子公司凭借多年深耕固废管理领域积累的市场和品牌影响力、领先的智慧环卫和城市固废综合处理技术工艺、丰富完整的研发、设计、建设、运营和管理固废处理项目经验，以及成熟的全产业链整体解决方案服务提供能力，具有较强的项目拓展和获取能力，报告期内成功中标多个新项目（不包含现有项目续约或重新中标），主要项目合同和新客户情况如下：

1、2016 年 Urbaser 新客户、新项目拓展情况及中标情况

2016 年，Urbaser 新增项目合同金额合计 684,363.96 千欧元，项目分布于西班牙、智利、法国、墨西哥、英国、意大利、巴林等国家，各业务板块新增项目和客户情况如下：

单位：千欧元

序号	项目名称	客户	国家	金额
智慧环卫及相关服务				
1	SAN PEDRO DE CHOLULA	圣佩德罗·乔鲁拉市政府	墨西哥	17,276.45
2	COACALCO DE BERRIOZAR MUNICIPALITY	科阿卡尔科·德·贝尔奥萨尔市政府	墨西哥	2,748.12
3	JARDINES PORT VELL	2000 号港口城市规划处	西班牙	4,094.92
4	BILBAO, ESPARCIOS VERDES (JV)	毕尔巴鄂市政厅	西班牙	11,239.68
5	JAEN MUNICIPALITY	哈恩市议会厅	西班牙	250,000.00
6	ALGECIRAS	阿尔赫西拉斯市政厅	西班牙	3,983.37
7	SAN FERNANDO II	圣费尔南多市政厅	智利	10,333.41
8	KERBSIDE COMMINGLED RECYCLABLE MATERIAL COLLECTION SERVICE	伯恩茅斯市政府	英国	7,808.45
9	FONDI MUNICIPALITY	菲齐亚垃圾管理服务公司	意大利	11,979.54
10	FUENGIROLA	福恩吉罗拉市政厅	西班牙	10,221.83
11	FUENGIROLA COLLECTION	福恩吉罗拉市政厅	西班牙	11,575.53
12	PUERTO CORONEL	科罗内尔港口公司	智利	1,001.04
13	BARRIDO ANTOFAGASTA	安托法加斯塔市政府	智利	12,834.01
14	MERCAMADRID	梅尔卡马德里食品公司	西班牙	8,720.86
15	EL BRUSCO	布鲁斯科联合体	西班牙	4,833.61
16	CLEANSING OF THE PUBLIC COVENIENCES	圣奥尔本斯市及地方议会	英国	1,157.06
17	WASTE COLLECTION NORTH & SOUTH BAHRAIN MUNICIPALITY	巴林工程、市政和城市规划部 (the MOW)	巴林	110,755.35
18	LA ROCHELLE COLLECTE OM ET RECYCLABLES II	罗谢尔-阿格洛拉社区	法国	29,963.85
19	MOS COLLECTION	莫斯市政厅	西班牙	2,100.60
20	MUNICIPALITY COLLECTION	索诺拉市政府	墨西哥	84,895.66
21	VALDEJALON COLLECTION	巴尔德哈隆市政厅	西班牙	2,673.84
22	ASEO U FEDERICO SANTA MARIA	联邦圣玛利亚大学	智利	1,097.36
23	MAIPÚ RECOLECCION ÁREA A	迈普市政府	智利	1,469.73
24	MAIPÚ RECOLECCION ÁREA B	迈普市政府	智利	1,475.46
城市固废综合处理服务				
1	ROMAINVILLE EXPLOITATION II	西克托姆混合垃圾处理集团	法国	31,715.39
2	SAN PEDRO ATACAMA	安托法加斯塔地区政府	智利	3,533.49

序号	项目名称	客户	国家	金额
3	RS_HUAUCHINANGO	瓦乌奇南戈市政厅	墨西哥	3,763.44
工业再生资源回收处理服务				
1	BARRILES ECL TOCOPILLA	ECL 公司	智利	4,497.97
2	UTE SERTEGO-EONA	J.加西亚卡里翁公司	西班牙	2,398.50
水务综合管理服务				
1	HUESCA ORIENTAL DEPURA	阿拉贡水研究所(阿拉贡政府)	西班牙	34,215.44
合计				684,363.96

2、2017 年 Urbaser 新客户、新项目拓展情况及中标情况

2017 年, Urbaser 新增项目合同金额合计 758,165.00 千欧元, 项目分布于西班牙、智利、法国、墨西哥、委内瑞拉、英国、意大利、约旦等国家, Urbaser 各业务板块新增项目和客户情况如下:

单位: 千欧元

序号	项目名称	客户	国家	金额
智慧环卫及相关服务				
1	LLAGOSTERA	利亚戈斯特拉市政厅	西班牙	2,613.00
2	SARAGOSSA	萨拉戈萨市政府	西班牙	1,078.00
3	VALLE DE TRAPAGA	巴列特拉帕加兰市政厅	西班牙	2,221.00
4	VITORIA	维多利亚市政厅	西班牙	9,510.00
5	COLLECTE CC PALLUAU	帕吕奥公社社区	法国	3,472.00
6	CASABLANCA BARRIDO AREAS VERDES II (CTS)	卡萨布兰卡市政府	智利	1,249.00
7	LO BARNECHEA AREAS VERDES 2 (ECOGREEN)	圣地亚哥巴恩斯特珀尔区	智利	6,077.00
8	LO BARNECHEA AREAS VERDES 3 (ECOGREEN)	圣地亚哥巴恩斯特珀尔区	智利	5,828.00
9	INDEPENDENCIA RECOLECCIÓN	圣地亚哥独立区	智利	13,380.00
10	INDEPENDENCIA VEGA Y FERIAS (CTS)	圣地亚哥独立区	智利	3,360.00
11	PUBLIC SERVICE ZONA 2	冈比亚市政府	委内瑞拉	8,361.00
12	PUBLIC SERVICE ZONAS INDUSTRIALES	冈比亚市政府	委内瑞拉	5,665.00
13	STREET CLEANNING ROYAL	沃克高速公司	英国	7,338.00

序号	项目名称	客户	国家	金额
	BOROUGH OF WINDSOR AND MAIDENHEAD			
14	COLLECTE NANTES MÉTROPOLE	南特市政府	法国	15,665.00
15	PARRAL RECOLECCIÓN	帕拉尔区政府	智利	4,786.00
16	BARCELONA, HORTS URBAN - LOTE 1	巴塞罗那市政厅	西班牙	1,069.00
17	BARCELONA, HORTS URBAN - LOTE 2 (JV)	巴塞罗那市政厅	西班牙	1,116.00
18	COLLECTE ARDENNE	阿登区政府	法国	10,924.00
19	VITACURA RECOLECCIÓN II	维塔库拉市政府	智利	27,881.00
20	LAJA II	拉哈市政府	智利	3,313.00
21	SAN MIGUEL DE ALLENDE	圣米格尔-德阿连德市政府	墨西哥	13,343.00
22	PACHUCA DE SOTO (HIDALDO)	帕丘卡-德索托市政府	墨西哥	9,498.00
23	MONTCADA I REIXAC	蒙卡达和雷克萨奇市政厅	西班牙	1,522.00
24	DEBAGOIENeko, (JV)	德巴霍埃纳城市联合体	西班牙	3,877.00
25	PUNTE ALTO RECOLECCIÓN	上普恩特市政厅	智利	22,304.00
26	FROSINONE	弗洛西诺市政厅	意大利	9,997.00
27	BRUNETE	布鲁内特市政厅	西班牙	10,997.00
28	UDALTALDE (NERBIOI-IBAZABAL)	内维翁河-伊拜萨巴河可持续发展办公室	西班牙	2,920.00
29	TALAGANTE RECOLECCIÓN II	塔拉甘特市	智利	5,141.00
30	WASTE COLLECTION AND STREET CLEANSING	赫特福德市东北部	英国	71,460.00
31	SEVILLE, LOTE 5 GARDENING	塞维利亚市政厅	西班牙	1,563.00
32	JORDAN (JV)	亚喀巴特别经济行政区	约旦	9,721.00
城市固废综合处理服务				
1	CMG ZUBIETA (SAN SEBASTIAN PLANT) (JV)	EKONDAKIN 能源公司	西班牙	26,500.00
2	EKOBAL (SAN SEBASTIAN PLANT)	EKONDAKIN 能源公司	西班牙	369,237.00
3	MADRID, OBRA AUTOMATIZACIÓN LÍNEAS TRATAMIENTO FRACCIÓN	马德里市德赫萨斯企业临时联盟	西班牙	6,447.00

序号	项目名称	客户	国家	金额
	ENVASES			
4	CONSTRUCTION CALAIS CVOMR	塞瓦德克公司	法国	25,732.00
5	LOS ANGELES & TEMUCO	洛桑赫莱斯市及特木科市政	智利	8,800.00
6	ULEA (MURCIA)	西班牙固体废物管理联盟	西班牙	21,200.00
水务综合管理服务				
1	TRATOLIXO	特拉托利索垃圾回收公司	葡萄牙	3,000.00
合计				758,165.00

3、2018年1-6月 Urbaser 新客户、新项目拓展情况及中标情况

2018年1-6月，Urbaser 新增项目合同金额合计 304,762.00 千欧元，项目分布于西班牙、智利、法国、美国、芬兰等国家 Urbaser 各业务板块新增项目和客户情况如下：

单位：千欧元

序号	项目名称	客户	国家	金额
智慧环卫及相关服务				
1	PARLA (JV)	帕尔拉市政厅	西班牙	21,578.00
2	MOLLERUSA (JV)	莫雷卢萨市政厅	西班牙	1,071.00
3	PALMA DE MALLORCA AENA, AEROPALMA (JV)	马略卡岛帕尔马机场	西班牙	3,308.00
4	COLLECTE PAYS BASQUE	巴斯克地区政府	法国	1,242.00
5	PARIS NETTOIEMENT II URBAPROPRETE	巴黎市政厅	法国	48,478.00
6	PADRE HURTADO AREAS VERDES II	帕德里乌尔塔多市政厅	智利	1,062.00
7	LANZAROTE	兰萨罗特市政厅	西班牙	11,914.00
8	MARBELLA	西班牙马贝拉市政厅	西班牙	1,703.00
9	MOGAN	莫甘市政厅	西班牙	5,374.00
10	BARCELONA (MERCABARNA)	梅卡巴乐那食品贸易公司	西班牙	7,058.00
11	PKS/HELSINKI/HSY CLAS/METAL COLLECTIO UA 27	赫尔辛基大区环境服务局	芬兰	2,400.00
12	KIERTOKAPULA RIIHIMÄKI	芬兰 Kiertokapula 废物管理有限公司	芬兰	2,280.00
城市固废综合处理服务				
1	SIERRA GORDA	塞拉哥达市政厅	智利	1,703.00

序号	项目名称	客户	国家	金额
2	DAVIS STREET PROJECT	阿拉米达郡废物管理局	美国	166,429.00
3	MODERNISATION CHATEAU D OLLONNE UE	特立瓦里公司	法国	2,276.00
4	EXPLOITATION CHATEAU D OLLONNE II UE	特立瓦里公司	法国	15,401.00
5	COLLECTE CHINON	希农市斯密克托姆垃圾回收公司	法国	11,485.00
合计				304,762.00

(二) Urbaser 收入预测数据的依据及可实现性

1、Urbaser 收入预测数据的依据

Urbaser 的经营业务主要为政府授予的固废管理长期特许经营项目，通常特许经营期限根据业务类别设定为 8-30 年，在特许经营期内业务具有稳定性、连续性，依靠政府财政和信用背书，现金流入有保障。本次评估充分考虑 Urbaser 在手合同金额、数量，根据各业务板块的历史增长率、新项目获取能力，同时结合权威数据关于各国家未来行业增长率的预测，谨慎预测 Urbaser 未来收入数据。

(1) Urbaser 在手特许经营合同金额、数量情况

截至评估基准日 2017 年 12 月 31 日，Urbaser 在手的特许经营合同数量合计 854 个，主要覆盖智慧环卫及相关服务、城市固废综合处理服务和水务综合管理服务有关领域，具体情况如下表所示：

业务类型	合同数量 (个)	主要合同期限范围	在手合同 2017 年度产生的收入 (万元人民币)
智慧环卫及相关服务	687	8-12 年	765,523.65
城市固废综合处理服务	102	15-30 年	455,435.46
水务综合管理服务	65	15-30 年	41,955.35
工业再生资源回收处理服务	-	-	95,454.38

注：上述在手合同仅包含具有一定特许经营期限的特许经营合同，未统计零星建造服务项目以及工业再生资源回收处理服务等非特许经营权项目业务合同等。Urbaser 工业再生资源回收处理服务主要针对企业客户提供废油再生利用、燃料回收再利用以及工业垃圾填埋服务，收入主要来源于为私人企业客户销售再生油、燃料或提供工业垃圾填埋处理等销售或处理服务等。

如上表所示，截至评估基准日，Urbaser 在手智慧环卫及相关服务项目合同数量为 687 个，相关合同期限主要为 8-12 年，特许经营期满通常可延期（2-3 年）或续约（重

新履行投标程序)，同时在特许经营期满的重新招标间隔期间，Urbaser 仍应按原合同约定继续提供运营服务。Urbaser 凭借先进的智慧环卫技术和优质的项目运营管理服务能力，与市政机构客户保持了长期稳定的业务关系，合同续约情况稳定且良好。

截至评估基准日，Urbaser 在手城市固废综合处理服务项目及水务综合管理服务项目合同数量分别为 102 个和 65 个，相较于智慧环卫及相关服务项目，Urbaser 在手城市固废综合处理服务项目及水务综合管理服务项目服务期限较长，主要合同期限范围为 15-30 年，具有收益稳定性高、服务期限长的特点。

(2) Urbaser 报告期内的收入增长和新项目拓展情况

① Urbaser 报告期内的收入增长情况

Urbaser 立足于环境服务领域，依托自身横跨固废处理全产业链的综合技术工艺及运营管理优势，为市政机构和企业客户提供“一体化城市环境综合管理服务”。Urbaser 全球业务由“智慧环卫及相关服务”、“城市固废综合处理服务”、“工业再生资源回收处理服务”以及“水务综合管理服务”四大业务板块构成。

Urbaser 拥有丰富完整的研发、设计、建设、运营和管理固废处理项目的经验，具备成熟的全产业链整体解决方案服务提供能力，作为欧洲领先的综合环境管理服务平台，业务遍及以欧美市场为主的全球多个国家和地区。报告期内，Urbaser 业务发展较为稳定，波动幅度较小，分业务板块的营业收入构成如下：

单位：万元人民币

项目	2018 年度 1-4 月		2017 年度		2016 年度
	金额	增长率	金额	增长率	金额
智慧环卫及相关服务	263,188.17	3.14%	765,523.65	2.85%	744,281.99
城市固废综合处理服务	174,471.69	14.93%	455,435.46	9.45%	416,123.78
水务综合管理服务	13,494.56	-3.51%	41,955.35	-7.35%	45,282.87
工业再生资源回收处理服务	29,012.67	-8.82%	95,454.38	25.10%	76,302.47
合计	480,167.09	6.05%	1,358,368.84	5.96%	1,281,991.11

报告期内，Urbaser 营业收入总体较为稳定且略有增长。其中，2017 年度智慧环卫及相关服务营业收入、城市固废综合处理服务营业收入受业务运营增长而稳步上升；水务综合管理服务收入 2017 年度同比有所下降，主要系以前年度 Urbaser 取得较多供水和污水处理设施建造服务收入，综合考虑其低盈利属性，2017 年 Urbaser 为提升水

务综合管理服务经营效益而放弃该类低盈利项目致使营业收入有所下降；工业再生资源回收处理服务营业收入 2017 年度企稳回升，主要系西班牙燃料和原油市场价格回升和需求增长带来燃料回收和废油再生业务营业收入规模和毛利率同步增长。

② Urbaser 报告期内的新项目拓展情况

报告期内，Urbaser 及其下属子公司获取的新项目情况参见本节“（一）Urbaser 及其下属子公司报告期内新项目中标情况”，该部分新项目在报告期内实际贡献的收入情况如下：

单位：万元

项目	2018 年 1-4 月	2017 年	2016 年
2016 年新获取的项目产生收入	25,617.34	80,351.70	30,581.28
2017 年新获取的项目产生收入	18,377.75	23,351.58	-
2018 年 1-6 月新获取的项目产生收入	492.14	-	-
合计	44,487.24	103,703.28	30,581.28
新获取项目合计收入占当年营业收入的比例	9.26%	7.63%	2.39%

不考虑历史年度获取的新项目在报告期内产生的收入，仅统计报告期内新获取项目的收入贡献，报告期内新项目每年贡献的收入金额和占比均处于较高水平，新项目获取能力较强，新项目运营情况稳定。由于建设投入期等因素影响，新项目在报告期内并未全部投入运营，预计未来年度投入运营后会对 Urbaser 业绩带来进一步提升作用。

③ Urbaser 报告期内持续保持项目高续约率

Urbaser 高效先进的项目运营管理能力和技术获得政府客户的充分认可，原有项目持续经营粘性高，到期项目续约率保持在 80% 以上，报告期内续约率逐年稳步提高，其中 2018 年 1-6 月续约率高达 88%（尚未扣除 Urbaser 基于战略和盈利等多因素主动放弃的项目，如仅考虑主动续约项目则续约率高达 95% 以上），Urbaser 通过原有项目的不断优化并持续保持高续约率，有效维持经营规模稳定增长。

（3）Urbaser 业务所在国行业发展和未来增长情况

Urbaser 主营业务遍及以欧美市场为主的全球多个国家和地区，拥有丰富的海外项目拓展经验和管理经验。报告期内，Urbaser 营业收入按区域划分的情况如下：

单位：万元人民币

国家	2018 年 1-4 月		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)

国家	2018年1-4月		2017年度		2016年度	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
西班牙	281,446.24	58.61	810,651.66	59.68	802,923.65	62.63
阿根廷	51,670.32	10.76	178,876.08	13.17	151,114.84	11.79
智利	42,966.46	8.95	127,131.90	9.36	120,627.08	9.41
法国	35,494.71	7.39	107,860.27	7.94	111,251.78	8.68
其他地区	68,589.36	14.28	133,848.94	9.85	96,073.76	7.49
营业收入合计	480,167.09	100.00	1,358,368.84	100.00	1,281,991.11	100.00

报告期内，Urbaser 主营业务收入的地区构成较为稳定，西班牙、阿根廷、智利和法国是其收入主要来源，为 Urbaser 历史经营业绩提供了有效支撑。根据 BCG 咨询报告和 DBK 咨询报告，Urbaser 主要业务区域的未来行业发展趋势如下：

①西班牙地区

欧盟自 2008 年起陆续颁布《废弃物管理活动框架》、《欧盟循环经济发展方案》等多项政策，鼓励各成员国发展地区循环经济，提升可再生资源的回收利用效率，同时号召欧盟成员国更多使用环境效益好的回收利用、厌氧消化与堆肥等固废处理技术，以改善欧盟固废处理技术组合，提高欧盟固废处理经济效益。

根据 BCG 咨询报告，西班牙垃圾处理市场规模保持稳定增长趋势，由 2010 年的 13.01 亿元上升至 2015 年的 14.05 亿元，年均复合增长率约为 1.6%，其中 2015 年西班牙城市垃圾收集总量为 2,040 万吨，垃圾收集及相关服务市场规模为 37.18 亿欧元，相比 2014 年均有所增加。同时，根据西班牙统计局数据，2015 年西班牙经济开始企稳，2015 年西班牙 GDP 同比增长率为 3.2%。

BCG 咨询报告预测，随着西班牙经济的逐步回暖、CPI 指数的上扬以及固废处置率的进一步提升，预计 2016 年至 2020 年西班牙固废管理市场将迎来持续反弹，其中垃圾收集及相关服务行业规模将由 2015 年的 37.18 亿欧元上升至 2020 年的 41.34 亿欧元，年均复合增长 2.1%；垃圾处理市场规模预计由 2015 年的 14.05 亿欧元上升至 16.18 亿欧元，年均复合增长 2.9%。

据 BCG 咨询报告，西班牙固废管理市场历史发展情况和未来发展预测情况如下图所示：

图：西班牙城市垃圾产量和固废管理市场规模历史情况及未来预测

图：西班牙城市垃圾产量和固废管理市场规模历史情况及未来预测



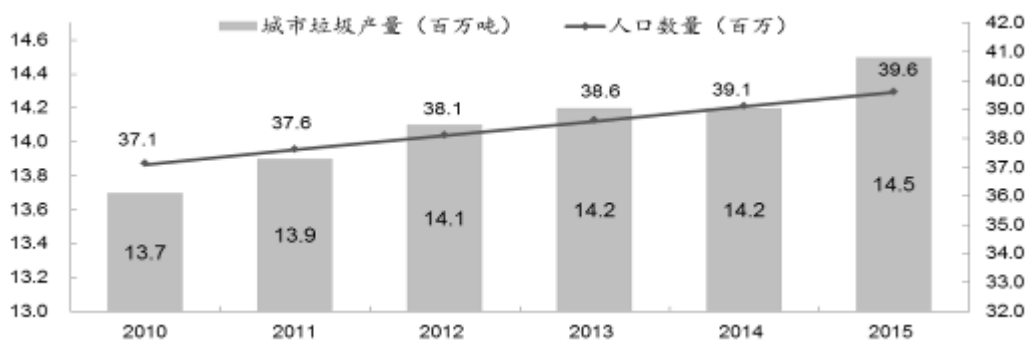
数据来源：BCG 咨询报告

与 BCG 咨询报告预测情况一致，西班牙 DBK 咨询报告也预测西班牙固废管理市场规模有望持续回升，DBK 咨询报告统计数据显示 2016 年西班牙固废管理市场的营业额相比 2015 年同比增长 1.4%，并预测 2017 年-2018 年增长率将达到 2%-2.5%。

②阿根廷地区

根据 BCG 咨询报告，2010 年至 2015 年，因阿根廷地区经济快速增长和人口数量持续增长等因素影响，阿根廷的城市垃圾产量保持了较为快速的增长，从 2010 年的 1,370 万吨上升至 2015 年的 1,450 万吨，年均复合增速约为 1.1%。

图：2010-2015 年阿根廷人口和城市垃圾产量变化

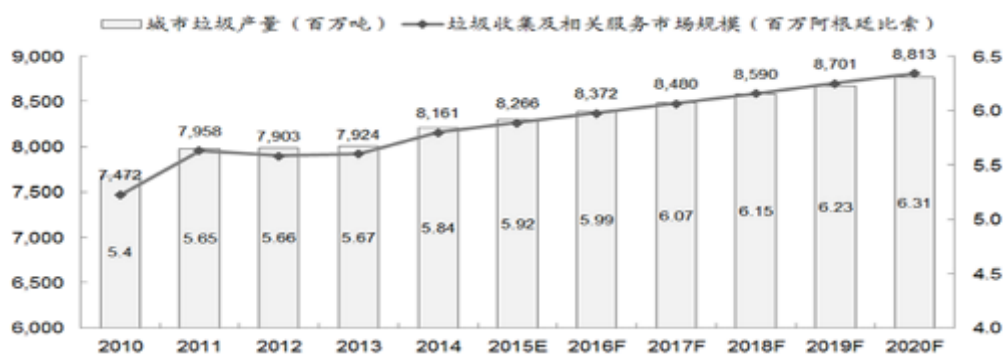


数据来源：BCG 咨询报告

Urbaser 在阿根廷的垃圾收集及相关服务主要集中在布宜诺斯艾利斯地区。根据 BCG 咨询报告，阿根廷布宜诺斯艾利斯地区的垃圾收集及相关服务市场历史发展情况和未来预测情况如下图所示：

图：布宜诺斯艾利斯垃圾收集及相关服务市场历史情况及未来预测

图：布宜诺斯艾利斯垃圾收集及相关服务市场历史情况及未来预测



数据来源：BCG 咨询报告

2005 年，阿根廷布宜诺斯艾利斯省立法会颁布了《城市固体废弃物综合治理-零垃圾法案》，该法案计划到 2020 年实现对所有填埋垃圾进行 100% 预处理，并对当地固废收运和处理的产业发展制定了详细的规划。目前布宜诺斯艾利斯是阿根廷目前少数已建立垃圾分类收运体系的地区。BCG 咨询报告预测，受益于经济和人口稳定增长以及当地环保政策的支持，布宜诺斯艾利斯地区垃圾收集及相关服务的市场规模预计由 2015 年的 82.66 亿阿根廷比索增加至 2020 年的 88.13 亿阿根廷比索，年均复合增长约 1.3%。

③智利地区

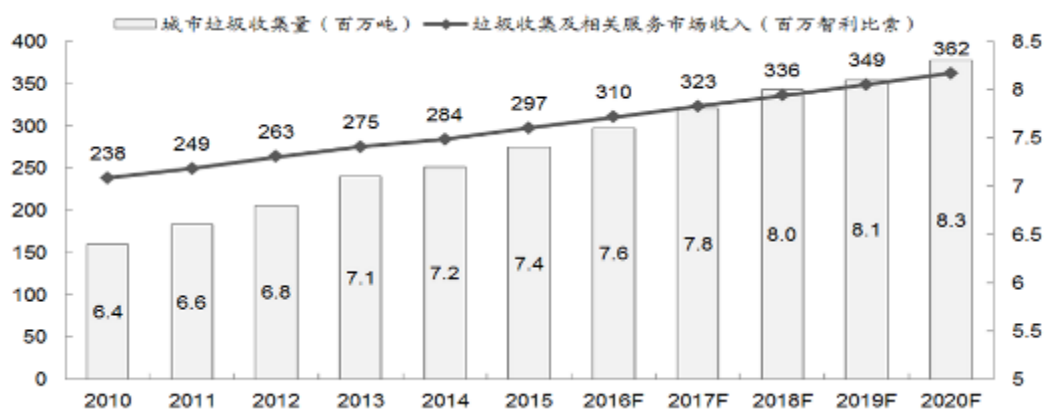
根据 BCG 咨询报告，在经济高速发展和城市居民人数持续增加等积极因素的带动下，2010 年至 2015 年智利的城市垃圾收集总量增加较快，由 640 万吨上升至 740 万吨，年均复合增长率约为 3.1%，垃圾收集及相关服务的市场收入也由 2010 年的 2.38 亿智利比索增加至 2015 年的 2.97 亿智利比索，年均复合增长率约为 4.5%。

目前智利垃圾处理产业仍处于初步发展阶段，整体发展潜力巨大。BCG 咨询报告预测，受益于经济和人口稳定增长以及当地环保政策的支持，预计 2016-2020 年期间智利的垃圾收集及相关服务市场有望保持 4.00% 复合增长率的生长。

根据 BCG 咨询报告，智利固废管理市场历史发展情况和未来发展预测情况如下图所示：

图：智利垃圾收集及相关服务市场历史情况及未来预测

图：智利垃圾收集及相关服务市场历史情况及未来预测



数据来源：BCG 咨询报告

④法国地区

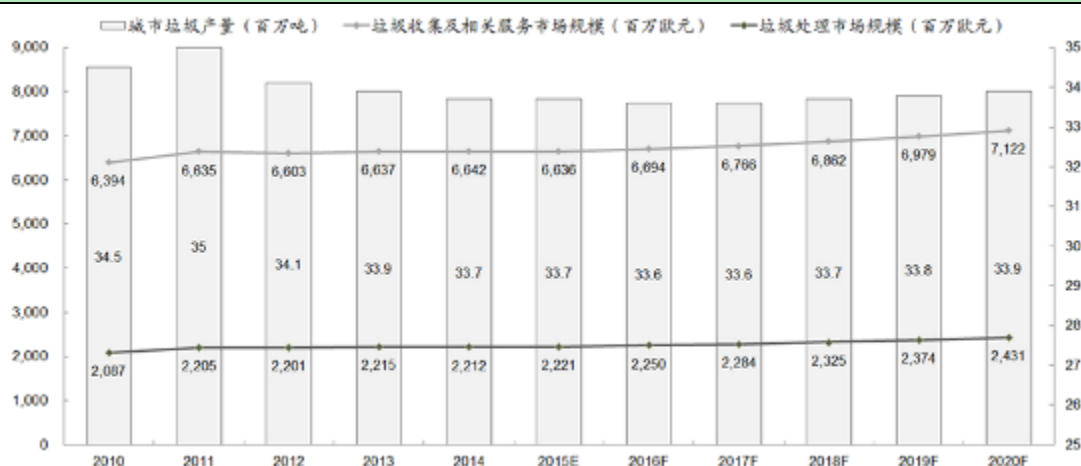
法国废弃物管理市场整体发展较为平稳,根据 BCG 咨询报告数据,2010 年至 2015 年法国的城市固废收集量波动较小,基本维持在 3,300 万吨至 3,500 万吨之间。受合同价格调整机制影响,2010 年至 2015 年法国的废弃物管理市场规模总体有所增加,其中垃圾收集及相关服务市场规模由 63.94 亿欧元上升至 66.36 亿欧元,年均复合增长率约为 0.8%;垃圾处理市场规模由 20.87 亿欧元上升至 22.21 亿欧元,年均复合增长率约为 1.3%,固废管理行业总体运行较为稳定,市场规模稳中有升。

结合法国经济持续回升背景,以及固废管理合同价格调整机制影响,BCG 咨询报告预测法国固废管理市场规模有望持续增加,其中垃圾收集及相关服务的市场规模预计由 2015 年的 66.36 亿欧元增加至 2020 年的 71.22 亿欧元,年均复合增长约 1.4%;法国的城市垃圾处理市场规模预计由 2015 年的 22.21 亿欧元上升至 2020 年的 24.31 亿欧元,年均复合增长约 1.8%。

根据 BCG 咨询报告,法国固废管理市场历史发展情况和未来发展预测情况如下图所示:

图：法国城市垃圾产量和固废管理市场规模历史情况及未来预测

图：法国城市垃圾产量和固废管理市场规模历史情况及未来预测



数据来源：BCG 咨询报告

(4) Urbaser 营业收入预测情况

本次评估基准日为 2017 年 12 月 31 日，本次评估预测期为 5 年，即 2018 年-2022 年，2023 年及以后年度属于永续年度。2018 年-2022 年预测根据 Urbaser 正在运营业务合同情况，以维持现有运营规模永续经营为假设，结合整体经济、行业增长因素以及公司经营计划等，考虑预测期收入适度增长并自 2023 年起维持业务规模永续不变。

营业收入按照四大业务板块进行预测，包括智慧环卫及相关服务、城市固废综合处理服务、工业再生资源回收处理服务以及水务综合管理服务，根据各区域、业务类型区别预计维持规模不变或 1.5%-2.5% 左右增长。具体预测如下：

① 智慧环卫及相关服务

Urbaser 智慧环卫及相关服务面向的客户主要为各地区市政机构，采取政府授予特许经营权的模式运营，特许经营内容为“运营、移交”（非 BOT）。智慧环卫及相关服务特许经营权的授予通常采用公开招投标的方式，项目中标后，公司或下属子公司与市政机构签订相应的特许经营权合同，合同期限一般为 8-12 年，期满可延期（2-3 年）或续约（重新履行投标程序），Urbaser 具有成熟完善的项目投标体系，通过持续参与投标能够永续维持现有智慧环卫及相关服务特许经营业务规模。

智慧环卫及相关服务按照 Urbaser 提供的各类城市街道清洁、垃圾收集及相关服务情况，根据特许经营协议约定的价格结算标准，按月收取服务费。智慧环卫及相关服务营业收入预测，根据 Urbaser 现有特许经营项目运营情况，结合西班牙、阿根廷、智利等区域未来垃圾收运市场规模预测，同时考虑维持并适度扩张现有业务规模的续约合

同和新增合同，预测期年增长率为 1.5-2.5%。

②城市固废综合处理服务

Urbaser 城市固废综合处理服务采取政府授予的特许经营权模式，服务客户为市政机构，根据政府特许内容具体分为“建设、运营和移交”模式（BOT）以及“运营、移交”模式（非 BOT）。城市固废综合处理服务收入主要包括垃圾处置费收入、发电收入、建造服务收入以及其他副产品（如：沼气、肥料、炉渣等）等销售收入，其中垃圾处置费收入根据垃圾处置服务执行情况，按照特许经营协议约定的价格结算标准，按月收取服务费。

城市固废综合处理服务营业收入预测结合特许经营合同，其中，BOT 业务预测期内维持现有项目运营规模不变，根据行业经验，BOT 项目依赖项目特有的长期运营、管理经验积累，对原有建设运营方具有较高粘性，因此，参考行业惯例假设项目到期续展或重新中标得以实现永续经营；对于非 BOT 业务，预测期内根据现有特许经营项目运营情况，同时考虑维持并适度扩张现有业务规模的续约合同和新增合同，预测期增长率为 1.5-2.5%，2023 年及以后永续期内维持运营规模不变。

③水务综合管理服务

Urbaser 水务综合管理服务主要包括污水收集及处理、饮用水净化及供应、水处理设施的设计及建造，致力于为客户提供遍及完整水循环的综合水资源管理服务。其中，饮用水和污水供应处理业务采取特许经营模式，由市政府授予供水和污水处理特许经营权，期限为 20-30 年不等，同时根据政府特许内容具体分为“建设、运营和移交”模式（BOT）以及“运营、移交”模式（非 BOT）；水资源和废水处理设施的设计、建筑、运营和管理非特许经营。

水务综合管理服务营业收入预测结合现有特许经营合同，按照 2017 年度收入情况对预测期及永续期营业收入进行预测。

④工业再生资源回收处理服务

工业再生资源回收处理服务主要针对企业客户提供废油再生利用、燃料回收再利用、工业垃圾填埋服务，其中工业垃圾填埋处理为政府授权经营。废油再生利用系销售废油处理后的润滑油原油获得收入，燃料回收再利用系将船舶燃烧废油经物理和化学方法处理后形成燃料对外销售，工业垃圾填埋按照垃圾处理服务执行情况并根据双方约定的

价格进行结算。

工业再生资源回收处理服务营业收入预测，结合未来原油、燃料价格走势预测；工业垃圾填埋业务考虑经济、行业增长因素，考虑维持并适度扩张现有业务规模的续约合同和新增合同，工业再生资源回收处理服务预测期收入增长率为 2-3%。

⑤Urbaser 营业收入预测数据

预测期内 Urbaser 的营业收入增长预测情况如下表所示：

单位：千欧元

项目\年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
营业总收入	1,780,738	1,817,246	1,854,901	1,889,612	1,922,069	1,922,069
营业收入增长率	1.59%	2.05%	2.07%	1.87%	1.72%	0%

如上表所示，预测期内，Urbaser 收益法预测的营业收入在 2018 年至 2022 年期间的年增长率处于 1.5%-2.5%之间，2023 年及以后不考虑增长，与行业未来预期增长率相符，低于 Urbaser 历史营业收入增长率，收入预测数据整体位于合理、谨慎水平。

2、Urbaser 收入预测数据的可实现性

(1) Urbaser 在手特许经营合同收入占收入预测的比例高

本次评估 2018 年-2022 年营业收入预测系根据 Urbaser 正在运营业务合同情况，以维持现有运营规模永续经营为假设，结合整体经济、行业增长因素以及公司经营计划等，考虑预测期收入适度增长约 1%-2%，2023 年起保持业务规模永续不变，2023 年及以后年度预测收入增长率为 0。其中，2018 年营业收入预测中在手合同占比情况如下：

单位：千欧元

项目	2018 年
在手特许经营合同预计在 2018 年度产生的营业收入（不包含工业再生资源回收处理服务的一次性销售或服务合同）（A）	1,636,321.74
收益法预测营业收入总额（B）	1,780,738.00
在手特许经营合同预计营业收入占收益法预测 2018 年度营业收入比重（C=A/B）	91.89%
在手合同预计在 2018 年度产生的营业收入（如包含工业再生资源回收处理服务的一次性销售或服务合同，将其按照 2018 年 1-4 月实际收入年化处理）（D）	1,748,634.65
在手合同预计营业收入占收益法预测 2018 年度营业收入比重（E= D/ B）	98.20%

注：1、上表在手特许经营合同仅包含具有一定特许经营期限的特许经营合同，未统计工业再生资源回收处理服务和零星建造服务项目等非特许经营权项目业务合同等。

2、Urbaser 在手特许经营合同具有长期、稳定的特点，鉴于部分合同实际收入根据处理量按合同约定处理单价确定，同时年内收入分布相对均匀、稳定，因此，在手合同预计在 2018 年度产生的营业收入谨慎起见按照 2017 年末在手合同进行测算，未考虑 2017 年 12 月 31 日以后新增合同收入的影响。

如上表所示，在不考虑工业再生资源回收处理服务和零星建造服务项目等一次性合同收入，以及不考虑 Urbaser2018 年度新拓展项目收入贡献，Urbaser 截至评估基准日 2017 年 12 月 31 日的在手合同预计在 2018 年度产生的营业收入占 Urbaser2018 年评估预测收入的比重为 91.89%。如假定 2018 年全年工业再生资源回收处理服务业务营业收入按照 1-4 月实际收入进行年化预测，2017 年末在手合同预计在 2018 年度实现的营业收入占收益法预测中 2018 年度预测营业收入比重为 98.20%，如在此基础上考虑 2018 年度新获取项目的收入贡献，则在手合同预计实现的收入占预测比例将更高，Urbaser 的收入预测具有较强可实现性。

考虑到 Urbaser 业务具有市政公用属性，现有在手合同主要为特许经营合同，均具有长期稳定的特许运营期，依靠政府信用背书和财政担保，在特许经营期限内均能产生稳定、持续的收入和现金流入。一方面，在实际业务运营中，通常合同到期后可延期（3-5 年）或续约（重新履行投标程序），且在特许经营期满的重新招标间隔期间，Urbaser 可按原合同约定继续提供运营服务，因此实际运营期限将会更长。另一方面，Urbaser 具有成熟完善的项目投标体系，依托国际品牌影响力、项目成功运营范例和先进的环保工艺技术等，既能通过持续参与招投标源源不断获取新项目，又能凭借在现有项目建设运营管理中积累的丰富经验，提高客户粘性、保持高续约率，从而永续维持并不断扩大现有业务运营规模。因此，本次评估预测以基准日 Urbaser 在手合同为基础，结合历史业绩增长率、未来行业增长预期和 Urbaser 强大项目拓展能力，以维持现有运营规模永续经营为假设，考虑预测期收入适度增长 1.5%-2.5%并自 2023 年起保持业务规模永续不变，较历史业绩增长率更为谨慎且与未来行业增长趋势相符，收入预测的可实现性高。

(2) Urbaser2018 年度营业收入的预测实现率高

根据德勤会计师审计的 2018 年 1-4 月 Urbaser 营业收入、净利润的实现情况，其业绩占 2018 年评估预测营业收入的比重如下表所示：

单位：万元

项目 2018年	评估预测 (A)	2018年1-4月		2018年度	
		营业收入 (B)	营业收入占2018 年预测的比重 (C=B/A)	年化营业收入 (D)	年化营业收入占 2018年预测的比重 (E=D/A)
营业收入	1,380,000.72	480,167.09	34.79%	1,440,501.26	104.38%

注：1、2018年评估预测营业收入与净利润系按照1欧元对人民币7.7496元进行折算；2、2018年收入系根据2018年1-4月业绩年化计算。

2018年1-4月，Urbaser经营业绩实现情况良好，营业收入实现额占2018年评估预测的比例为34.79%，如年化计算则为104.38%。同时，考虑到智慧环卫和城市固废处理业务具有季节性特征，1-4月并不是经营高峰，由于节假日效应和垃圾成分的季节性变化，垃圾产生和处理的高峰期在夏秋冬季，因此，Urbaser2018年度的预测业绩具有较高的可实现性。

(3) Urbaser 依托核心竞争力，能够永续维持并不断扩大现有业务规模

①立足智慧环境服务领域、业务覆盖固废管理全产业链

Urbaser 作为欧洲领先的综合废物管理平台，立足于智慧环境服务领域，依托自身横跨固废管理全产业链的综合技术工艺及运营管理优势，为市政机构和企业客户提供“一体化城市环境综合管理服务”，已形成覆盖“垃圾分类投放、道路清洁、垃圾分类收集、分类运输、垃圾中转、垃圾分选、垃圾分类处理及能源转化”等城市固废管理全产业链为主和以“工业再生资源回收处理服务、水务综合管理服务”为辅的全球综合业务版图，业务遍布固废管理全产业链。

②深耕综合固废管理领域、具备提供一体化定制服务能力

Urbaser 深耕综合固废管理领域 27 载，是全球固废管理领域技术最先进的企业之一，积累了先进的智慧环卫和城市固废综合处理技术工艺，拥有丰富完整的研发、设计、建设、运营和管理固废处理项目的经验，具备成熟的全产业链整体解决方案服务提供能力，积累了成熟的全产业链整体解决方案能力，为市政机构和企业客户提供“一体化城市环境综合管理服务”，在全球范围内形成了强大的品牌优势，对全球固废治理具有重要影响力。

Urbaser 拥有城市固废一体化综合管理能力和经验，通过全产业链上游“智慧环卫”整体解决方案中的垃圾分类投放、分类收集、分类运输，以及下游垃圾分类处理中的机械生物处理（MBT）、垃圾焚烧发电（WTE）、垃圾填埋等有机结合，Urbaser 可根据

地区属性、垃圾种类提供固废管理一体化定制服务整体解决方案。

③**Urbaser** 具备世界领先环保技术，可全面实现固体废物分类化、资源化、高效化处理

Urbaser 拥有横跨固废管理全产业链的综合技术及工艺，处于世界领先水平，依托覆盖固废处理前端到末端的先进处理技术，**Urbaser** 能有效实现垃圾源头的分类投放、收集，中端的精细化分类分选，以及末端的固废分类处理和资源循环利用，通过有效分类，最大化提升固体废物的资源化利用率。例如，**Urbaser** 拥有先进、完善、精细的垃圾分类收运体系和根据服务区域量身定制的收运方案，确保有效分类贯穿投放至处理全过程，同时机械化率高、处置能力和服务及时到位、各环节有效衔接，严格杜绝垃圾“先分后混”；**Urbaser** 针对不同特性垃圾制定适宜的处理方案，通过对分类收集的垃圾进行二次分离，将可循环与再生的物质和材料进行循环利用，将不可循环的物质根据生物特性进行厌氧消化、堆肥、焚烧发电、填埋等分类处理，实现固体废物处理的资源化和经济价值的最大化。

④提供从垃圾分类投放至分类处理的一站式固废管理服务

Urbaser 具备完整的固废“分类投放、分类收集、分类运输、分类处理”全产业链，能够为客户提供一站式、全流程服务，具体地，在前端配置分类垃圾收集设施实现垃圾的初始化分类回收，通过分类收集和分类运输，有效实现分类垃圾通过不同的筛选或分选环节进行有效分离，其中对可循环再生的物品和材料进行循环利用，对其他有机和无机物质进行分类处理，如厌氧发酵、堆肥、焚烧发电、填埋。**Urbaser** 通过对垃圾的分类收集、分类运输和分类处理，实现垃圾的高效化、清洁化和循环化处理。

⑤掌握行业先进技术工艺、具备持续研发能力

经过多年技术研发和固废管理项目运营实践，**Urbaser** 积累了先进的废弃物综合处理技术工艺和成熟的全产业链整体解决方案服务能力。在“智慧环卫”领域，**Urbaser** 依托物联网、互联网和云计算等最新技术，成功研发并运用国际领先的“智慧环卫”整体解决方案，实现城市环卫工作的分类化、专业化、高效化、信息化和智慧化。在垃圾处理领域，**Urbaser** 依托城市垃圾综合处理全产业链技术，拥有城市垃圾一体化综合处理能力和经验，是全球为数不多具备提供 **DFBOM**（设计、融资、建造、运营、管理）服务的综合性机械生物处理公司，通过垃圾分选、垃圾处理与回收技术的充分结合，实现“零

垃圾”排放。

Urbaser 组建了专业的技术研发团队，致力于结合实践运营需求不断研发、创新、优化现有固废管理技术，实时跟踪行业前沿技术和新需求，以持续保持领先的技术实力和研发能力。

⑥依托技术及管理优势、快速实现项目异地复制

Urbaser 在长期项目运营实践中，不断提升现有固废管理技术，优化固废管理运营模式，实现了固废管理项目管理的机械化、高效化、系统化和智能化，其研发的“智慧环卫”整体解决方案和城市垃圾一体化综合处理技术具有较强的适应性，并已成功在欧美等全球多个国家运用。

为快速实现项目异地复制，Urbaser 按照业务线分别设置管理部门，并针对境内和境外项目采取不同的管理模式。在西班牙境内实施大区项目管理制，在海外实施子公司直接管理、母公司持续输出技术和管理等本地化管理模式，Urbaser 现有项目管理模式和技术应用具有较强的可复制性，能适应不同国家不同类型的固废管理项目，有利于其占领新市场，迅速扩大项目布局。

⑦位居环保龙头、实现全球业务布局

Urbaser 致力于为全球客户提供固废管理综合服务，现有业务遍布以欧美市场为主的多个国家和地区，在稳步发展西班牙、法国等成熟市场固废管理业务基础上，也在阿根廷、智利、巴林、阿曼、墨西哥等多个新兴国家成功卡位，并与当地客户建立了长期良好的合作关系，国际化战略成果丰富。根据历史数据，Urbaser 的业务稳定性较好，固废管理项目续约率稳定在较高水平，Urbaser 具备一定的先发优势。基于行业发展前瞻，Urbaser 将持续拓展其他新市场固废管理项目，完善全球综合业务固废管理版图，进一步提高 Urbaser 在全球固废管理市场的竞争地位。

⑧项目竞标体系成熟、奠定业绩持续增长基础

固废管理公司的收入规模取决于获取的项目数量和质量，而竞标能力是持续获取优质固废项目的关键。由于市场参与者众多，因此竞标环保项目要求环保公司能对政府招标信息做出快速反应，在较短的时间内分析项目信息，并结合实际情况设计合理解决方案。经过多年的发展，Urbaser 内部已经形成一套完整成熟的项目竞标体系，具备高效率流程化的竞标工作机制，能对政府招标信息快速做出响应。为配合海外发展战略，

Urbaser 通常会采取海外收购、联合本土企业设立合资企业等方式与当地企业合作共同竞标，迅速渗透目标市场，并已在美洲、北非、亚洲等新兴市场成功复制项目竞标经验。成熟的内部竞标体系和丰富的竞标经验有助于 Urbaser 持续获取优质的海内外固废管理项目。

⑨项目管理和人力资源丰富

Urbaser 深耕城市固废综合管理多年，组建了一支专业的核心技术人员团队，相关人员拥有丰富的行业技术经验和项目管理经验，熟悉全球市场及国际业务，具有突出的智慧环卫和垃圾处理项目设计、运营、管理等整体服务能力，是 Urbaser 得以稳定发展的重要因素。此外，Urbaser 重视管理团队建设和员工培训，拥有一支成熟的人力资源管理团队，形成了较完善的公司管理架构体系。

二、Urbaser 客户遍布全球多个国家，主要为市政机构和企业，补充披露业务所在国是否存在政治经济风险或潜在隐患，若有，请说明防范应对措施。另外，请说明 Firion 完成 Urbaser 收购后是否因为所有者国籍变更而丧失西班牙本国企业的相关优惠政策条件，是否会对政府客户的稳定性造成影响，并结合上述情况说明是否会影响 Urbaser 的估值。

(一) 补充披露业务所在国是否存在政治经济风险或潜在隐患，若有，请说明防范应对措施

根据《交易报告书》“第四节 交易标的基本情况”之“五、Urbaser 业务与技术”之“(十一) 应对政治经济风险防范措施”，以及根据 Urbaser 提供的资料和调查了解，相关情况说明如下：

1、Urbaser 业务所在国收入分布状况

Urbaser 城市固废管理业务分布在以欧美市场为主的全球多个国家和地区，Urbaser（合并口径）分地区的收入构成如下所示：

单位：万元

国家	2018年1-4月		2017年度		2016年度	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
欧洲	369,408.83	76.93	1,002,418.96	73.80	971,800.82	75.80
其中：西班牙	281,446.24	58.61	810,651.66	59.68	802,923.65	62.63
法国	35,494.71	7.39	107,860.27	7.94	111,251.78	8.68

	2018年1-4月		2017年度		2016年度	
美洲	96,381.68	20.07	307,790.29	22.66	273,333.64	21.32
其中：阿根廷	51,670.32	10.76	178,876.08	13.17	151,114.84	11.79
智利	42,966.46	8.95	127,131.90	9.36	120,627.08	9.41
其他地区	14,376.58	2.99	48,159.60	3.55	36,856.64	2.87
营业收入合计	480,167.09	100.00	1,358,368.84	100.00	1,281,991.11	100.00

作为全球化企业，Urbaser 固废管理业务以欧洲发达国家为主，同时也触及阿根廷、智利等美洲国家。报告期内，Urbaser 约 75% 的收入来自于欧洲发达国家地区，其中西班牙收入占比约为 60%，约 20% 的收入来自于美洲国家。报告期各期内区域业务收入占比较为稳定，Urbaser 业务发展未因政治、经济或有风险受到重大不利影响。

2、Urbaser 主要业务所在国政治、经济情况

（1）西班牙

①政治因素

西班牙位于欧洲西南部伊比利亚半岛。西邻葡萄牙，东北与法国、安道尔接壤，北濒比斯开湾，南隔直布罗陀海峡与非洲的摩洛哥相望，东和东南临地中海。

西班牙实行议会君主制，实行立法、行政、司法三权分立，议会由参议院和众议院组成，议员由普选产生，任期 4 年。西班牙系欧盟成员国和二十国集团永久嘉宾国，现由人民党政府执政，于 2016 年 11 月 3 日成立。

②经济因素

西班牙是中等发达的资本主义工业国，经济以工业、农牧业、服务业等为主，经济总量居欧盟第五位。1998 年 5 月西班牙成为首批加入欧元区国家后，经济持续快速增长，年增幅高于欧盟国家平均水平。

近年来，西班牙经济虽受国际金融危机和欧债危机影响较大，但 2014 年起实现了恢复性增长。据西班牙统计局报告，2017 年西班牙国内生产总值（GDP）达 1.16 万亿欧元，国内生产总值增长率为 3.1%。

（2）阿根廷

①政治因素

阿根廷位于南美洲东南部，东濒大西洋，南与南极洲隔海相望，西邻智利，北与玻利维亚、巴拉圭交界，东北与乌拉圭、巴西接壤。

阿根廷宪法规定其为联邦制国家，实行代议制民主。总统为国家元首和政府首脑，通过直选产生，任期 4 年，可连选连任一次，议会为国家最高权力机构。阿根廷本届政府于 2015 年 12 月 10 日成立，提升经济竞争力，改善社会民生，推行多元务实平衡外交，社会政治形势总体稳定。

②经济因素

阿根廷是拉美地区综合国力较强的国家。工业门类较齐全，农牧业发达。2014 年年初以来，阿根廷政府采取放松外汇管制、提高利率、减少财政补贴等举措改善国内宏观经济形势。

2016 年国内生产总值 5,787 亿美元，人均国内生产总值 13,428 美元（世界银行统计数据）。根据国际货币基金组织预计，2017 年国内生产总值 6,198.72 亿美元，人均国内生产总值 14,062 美元，国内生产总值增长率为 2.9%，GDP 保持增长趋势。

（3）法国

①政治因素

位于欧洲西部，本土呈六边形，三面临水。与比利时、卢森堡、德国、瑞士、意大利、西班牙、安道尔、摩纳哥接壤，西北隔拉芒什海峡与英国相望。

法国实行国民议会和参议院两院制，国民议会任期 5 年，由选民直接选举产生，本届国民议会于 2017 年 6 月选出；参议院由国民议会和地方各级议会议员组成选举团间接选举产生，任期为 6 年，每 3 年改选 1/2，本届参议院于 2017 年 9 月改选产生。2017 年为法国大选年，随着总统选举结束新一届政府于 2017 年 6 月 21 日成立。

②经济因素

法国是最发达的工业国家之一，在核电、航空、航天和铁路方面居世界领先地位，经济以农牧业、工业、服务业、旅游业等为主。

2016 年法国国内生产总值（GDP）2.22 万亿欧元，同经济增长率 1.1%。根据法国国家经济研究与统计局数据统计，2017 年法国进出口总额 10,088 亿欧元，其中从中国进口 498 亿欧元，向中国出口 251 亿欧元。

（4）智利

①政治因素

智利位于南美洲西南部，安第斯山脉西麓。东邻玻利维亚和阿根廷，北界秘鲁，西

濒太平洋，南与南极洲隔海相望。自 1990 年军人“还政于民”以来，智利政局保持稳定。

智利为南美洲国家联盟的成员国，在南美洲与阿根廷及巴西并列为 ABC 强国，实行单一总统制，总统是国家元首和政府首脑，任期 4 年。智利本届政府于 2018 年 3 月 11 日成立，目前，智利政局总体稳定。

②经济因素

智利是拉美经济较发达的国家之一，矿业、林业、渔业和农业是国民经济四大支柱，智利经济多年保持较快增长，其综合竞争力、经济自由化程度、市场开放度、国际信用等级均为拉美之首，被视为拉美经济发展样板。

据智利央行报告显示，2016 年智利国内生产总值 2,470.3 亿美元，同比增长 1.86%，人均国内生产总值 13,593 美元。2017 年智利国内生产总值为 2,512.47 亿美元。智利进出口总额占国内生产总值的 50%左右。根据智利海关数据统计，2017 年智利外贸总额 1,258.61 亿美元，其中出口额 659.25 亿美元，进口额 599.36 亿美元，中国为其第一大进出口贸易国。

Urbaser 在上述主要四国均已稳定经营多年，其中，Urbaser 于西班牙经营固废管理业务达 27 年，于阿根廷经营固废管理业务达 23 年，于法国经营固废管理业务达 12 年，于智利经营固废管理业务达 22 年，稳定的业务发展来源于对所在国前期审慎评估以及充分融入所在国的政治、经济及文化，但尽管如此，上述国家的法律环境、政治波动、政府更替、经济波动等政治经济要素如未来出现重大变动，仍可能对 Urbaser 的业务拓展和运营带来一定程度不利影响。

3、Urbaser 应对政治经济风险防范措施

(1) 完善的国别风险考核机制

Urbaser 在全球范围内建立了严谨、完善的项目评判体系，在各地区开展新项目前，全面、综合评判当地的政治经济风险指标，具体包括：

①所在国政治稳定性：Urbaser 重点考查所在国执政党派情况，国家政局是否稳定，是否发生战争、恐怖主义或其具有其他关注风险情形；

②所在国经济状况：Urbaser 重点关注所在国及项目所在区域人口数量、人均产值以及国家税收、债务等财政状况，确认未来收益是否具有保障；

③所在国是否具备完善的法治体系：Urbaser 重点关注所在国是否具备完善的法律

体系，尤其与特许经营权相关法律体系是否完善；

④所在国相关产业政策：Urbaser 重点关注固废行业发展是否得到当地政府支持，未来固废行业的政策前景及发展趋势；

⑤所在国投资安全性：Urbaser 重点关注地域政治环境对投资安全性影响的同时，也与各大保险机构合作确认相关财产保险覆盖范围；

⑥所在国汇率波动情况：Urbaser 重点考量当地主要货币情况，尽可能利用当地货币融资，建立资产、负债有效对冲机制，有效控制汇率波动的风险；

⑦所在国地方保护主义：Urbaser 重点关注所在区域地方保护主义影响，并确定在当地具体业务开展方式，包括寻求当地环保企业合作开发业务，考量不同地域因素确定最终各类产融结合方案；

⑧员工行为适当性管理：Urbaser 建立了严格的全球员工行为准则，并逐层监督员工在当地行为、往来函件，确保员工行为及公司运营的合法合规。

（2）持续关注现有分部的政治、经济因素，拓展新兴市场分散风险

针对现有业务，Urbaser 也会对项目所在地的政治局势、社会治安、投资安全、经济波动等保持高度关注，并针对可能发生的政治风险制定相应的应对预案。如政治经济局势等出现不稳定的情形，Urbaser 将及时调整业务规模，及时采取业绩保全措施。

此外，Urbaser 针对不同国家市场采取差异化发展战略，对处于国家政治经济波动地区的业务进行适当调整，降低单一国家项目波动对公司整体业绩的影响，与此同时，持续拓展新兴固废管理市场，近年来 Urbaser 的业务发展至阿曼、巴林等新兴市场，恰好也是“一带一路”战略所在国，未来市场发展空间可观。

（二）请说明 Firion 完成 Urbaser 收购后是否因为所有者国籍变更而丧失西班牙本国企业的相关优惠政策条件，是否会对政府客户的稳定性造成影响，并结合上述情况说明是否会影响 Urbaser 的估值

1、Firion 完成 Urbaser 收购后不会因为所有者国籍变更而丧失西班牙本国企业的相关优惠政策条件

Urbaser 深耕城市固废综合管理 27 载，积累了先进的智慧环卫和城市固废综合处理技术工艺，拥有丰富完整的研发、设计、建设、运营和管理固废处理项目的经验，具备成熟的全产业链整体解决方案服务提供能力，业务遍及以欧美市场为主的全球多个国家

家和地区。Urbaser 获取业务及相关优惠政策条件主要基于其自身品牌效应以及在全球多个区域成功运营固废管理项目，与其最终所有者国籍并无直接关系，Urbaser 也并未享有与其最终所有者国籍直接相关的优惠政策。

2、最终控制人国籍变更对业务发展带来更多积极作用，不会对政府客户的稳定性造成影响

2016 年 12 月，江苏德展通过其西班牙子公司 Firion 完成对 Urbaser 的收购，Urbaser 及其股东 Firion 仍为设立在西班牙的法人机构，但其最终所有者均为中国境内设立居民企业，由于最终所有者国籍的变更并未导致 Urbaser 业务所在国政策条件发生变化，自前次业务交割以来，Urbaser 现有业务的续展以及在新的区域参与招投标并未受到不利影响，客户群保持稳定并不断增加，相反，中资背景更受到部分政府客户的偏爱，对业务开拓及持续发展到更为积极作用。随着我国在全球地位不断的提升，与全球贸易的持续升温，Urbaser 具备的中资背景将对其全球业务发展起到巨大的推动作用。

3、Firion 完成收购后，Urbaser 经营业绩稳定增长，所有者国籍变更不会影响 Urbaser 的估值

自 Firion 于 2016 年 12 月完成收购 Urbaser 后，Urbaser 经营业绩稳定增长，2017 年度营业收入同比增长 5.96%，2017 年度和 2018 年 1-6 月，Urbaser 新拓展合同总金额分别为 587,547.55 万元、236,178.36 万元，Urbaser 经营状况良好，业绩预测实现度高，所有者国籍变更不会对 Urbaser 的估值产生不利影响，收入预测的依据和可实现性参见本题“一、补充披露 Urbaser 及其下属子公司报告期内新客户、新项目拓展及中标情况，说明 Urbaser 收入预测数据的依据及可实现性”。

因此，最终控制人国籍变更并未对 Urbaser 现有政策环境、政府客户带来不利影响，亦不会对 Urbaser 未来经营业绩的预测和估值产生不利影响。

三、充分披露营业收入预测涉及的重要参数，包括但不限于各业务板块的预计完成合同数量及合同单价等。

本次评估营业收入预测涉及的重要参数包括 Urbaser 在手合同金额、分业务板块的合同收入增长，根据特许经营业务属性，Urbaser 运营业务服务价格在特许经营期内基本保持不变。

（一）Urbaser 业务合同单价的变动和预测情况

Urbaser 智慧环卫及相关服务、水务综合管理服务和城市固废综合处理服务的服务价格依据双方签署的特许经营业务合同约定执行，同时实行价格调整机制。具体而言，前述特许经营业务服务价格有两种定价机制，一种系单价结算，即特许经营合同约定单位服务价格，每月/季度按照实际清扫面积或垃圾收集量或垃圾处理量等运营服务量进行结算；一种系总价结算，即特许经营合同约定年度服务总价格和总工作量。

在特许经营期内服务价格保持稳定，但会根据相关参数（包括消费物价指数（IPC）、人工成本等其他成本）的实际变动情况进行价格调整，调整周期为月、半年或一年，通常以一年为主，具体有以下两种调整模式：

调价机制	描述	合同业务举例
根据消费物价指数（IPC）调整	合同支付价格根据消费物价指数（IPC）的实际变动，按约定的调整周期（年或月）进行调价。IPC 指数由国家统计局（INE）确定	<p>DEMARCO 公司与智利 PERALILLO 市政府签署《城市垃圾清运及填埋处理合同》，规定调价机制为：“服务价格将根据消费物价指数（IPC）的实际变化每年进行调整，2015 年 1 月的第一次付款调整将被视为对过去十二个月的调整，以二零一三年十二月的 IPC 作为基础。”</p> <p>SERTEGO 与 ENDESA 公司签署《工业垃圾处理服务合同》，规定调价机制为：“自 2014 年 1 月 1 日起，服务价格将按照去年 11 月 30 日的消费物价指数（IPC）同比上涨 80%。”</p>
根据消费物价指数（IPC）、劳动力成本、原材料价格等多个变量指数视服务内容综合调整	<p>合同价格的确定因服务业务的不同综合考虑成本结构，调价指数包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> ·IPC ·人工成本 ·税收成本 ·燃料成本 ·维修成本 ·设施租金 ·责任保险 	<p>STARCO 公司与科里纳市政府签署《城市垃圾清运服务合同》，规定调价机制为：“根据消费者价格目录变动、非农业土地增加量（服务用户）、额外卡车数量于每年 12 月 31 日对合同金额再调整。”</p> <p>TRANSPORTES OLIVOS 公司与阿根廷圣费尔南多市政府签署《城市垃圾清运服务合同》，规定调价机制为：“组成以下成本结构的价格总计增加或减少幅度超过百分之五（5%）时，由承包商提出重新定价。成本结构包括：人工、燃料和润滑油、备件和维修、物料、一般支出。”</p>

报告期内，Urbaser 服务单价保持稳定，基于 Urbaser 特许经营业务的服务价格属性，本次评估按照业务合同价格保持不变进行预测，即不考虑物价指数变动等因素带来的服务价格调整情形。

（二）Urbaser 分业务板块的合同收入预测情况

在预测期内服务价格不变的情况下，Urbaser 营业收入预测主要基于未来业务运营量的增加，由于不同业务合同的运营量存在大小差异，因此未来收入主要基于总体项目

合同运营量进行预测。2017年以及2018年1-4月，Urbaser同期营业收入增长率均达到约6%，针对未来几年的预测增长率整体约2.5%。具体为，Urbaser营业收入预测根据评估基准日在手合同在2018年内产生的营业收入并适度考虑新中标项目收入贡献，具体情况如下：

单位：千欧元

业务板块	在手合同在2018年产生的收入金额	预测期板块收入增长率
智慧环卫及相关服务	1,019,084.81	1.78%-2.07%
城市固废综合处理服务	564,001.84	1.44%-2.19%
水务综合管理服务	53,235.09	0%
工业再生资源回收处理服务	112,312.91	1.39%-2.66%
合计(A)	1,748,634.65	1.59%-2.07%
收益法预测营业收入总额(B)	1,780,738.00	-
在手合同预计营业收入占收益法预测2018年度营业收入比重(C=A/B)	98.20%	-

注：1、截至评估基准日2017年12月31日，Urbaser在手的固废管理特许经营合同合计854个，主要覆盖智慧环卫及相关服务、城市固废综合处理服务和水务综合管理服务领域，上表2018年收入金额为该三大板块业务于2017年12月31日的在手合同在2018年度预计产生的营业收入；

2、工业再生资源回收处理服务主要为一次性销售或服务合同，其2018年1-4月实际产生的营业收入为37,437.64千欧元，考虑到Urbaser工业再生资源回收处理服务主要分布在西班牙，且在西班牙市场占据领先地位，运营着西班牙最大的废物转运站网络，亦是西班牙工业垃圾填埋场的最大所有者，鉴于工业再生资源回收处理服务不存在季节性特征，为准确反映其2018年全年的收入实现情况，谨慎起见按照1-4月实际收入进行年化计算。

根据上表，2018年度在手合同预计产生的营业收入占收益法预测2018年度营业收入比重为98.20%，同时考虑Urbaser2018年1-6月获取的新合同金额304,762千欧元，则Urbaser2018年度收入预测的在手合同支撑比例较高。

根据BCG咨询报告，Urbaser业务主要分布国未来固废管理市场的行业增长率将保持在1%-3%之间，本次评估预测期内，Urbaser营业收入分板块的预测收入增长率处于1.5%-2.5%之间，与行业增长率相符，且略低于历史收入增长率，评估预测具有合理性、谨慎性。

四、结合 Urbaser 所处的行业发展情况、市场地位、主要竞争对手情况、目前在手客户和项目具体情况、市场覆盖率及未来的市场空间情况等，补充披露 Urbaser 预测期营业收入的可实现性及稳定性。

根据《交易报告书》“第九节 管理层讨论与分析”之“二、交易标的行业特点和经营情况的讨论与分析”，相关情况说明如下：

（一）Urbaser 所处的行业发展情况、市场地位、主要竞争对手情况、目前在手客户和项目具体情况、市场覆盖率及未来的市场空间情况

1、Urbaser 所处的行业发展情况和未来的市场空间情况

Urbaser 所处的行业发展情况和未来的市场空间情况详见本题“一、补充披露 Urbaser 及其下属子公司报告期内新客户、新项目拓展及中标情况，说明 Urbaser 收入预测数据的依据及可实现性”之“（二）Urbaser 收入预测数据的依据及可实现性”之“（3）Urbaser 业务所在国行业发展和未来增长情况”之“1、Urbaser 收入预测数据的依据”的具体分析。

2、Urbaser 市场地位及市场覆盖率、主要竞争对手情况

（1）Urbaser 的市场地位及市场覆盖率

Urbaser 为欧洲领先的综合环境管理服务平台，是全球固废管理领域技术最先进的企业之一，具备横跨固废管理全产业链的综合技术及服务优势，积累了丰富的行业经验和项目资源，拥有完整的研发、设计、建设、运营和管理固废处理项目的经验，是全球屈指可数的业务覆盖城市固废管理全产业链（即“垃圾分类投放、道路清洁、垃圾分类收集、分类运输、垃圾中转、垃圾分选、垃圾分类处理及能源转化”等各环节）的大型国际性集团公司，业务遍及以欧美市场为主的全球多个国家和地区并占有较大市场份额，为全球市政机构和企业客户提供“一体化城市环境综合管理服务”，在全球范围内形成了强大的品牌优势，对全球固废治理具有重要影响力。

在西班牙地区，固废管理行业的业务集中度较高，根据 DBK 城市服务报告，2016 年西班牙固废管理市场营业额前五名的公司（即 FCC 集团、Urbaser、Ferrovial Servicios 集团、Valoriza 集团和 Sogama 公司）合计占据了 69.5% 的市场份额，而在固废管理行业细分领域中，Urbaser 在垃圾处理领域位居西班牙第一，在垃圾收集及相关服务领域排名第二，具有绝对领先的行业地位。

根据 BCG 咨询报告，阿根廷布宜诺斯艾利斯省的垃圾收集及相关服务市场的行业集中度较高，6 家环保公司占据了 65% 的市场份额，其中 Urbaser 占据了约 13% 的市场份额，在当地的市场份额处于行业领先地位。

根据 BCG 咨询报告，Urbaser 在智利的垃圾收集及相关服务市场处于领先地位，在 BCG 报告统计的 48 个智利的主要城市中，Urbaser 合计占据 21% 的份额，市场份额排名第一，行业领导地位突出。

(2) Urbaser 主要竞争对手情况

全球固废管理行业规模巨大，参与者众多，且具备明显的区域性特征。从产业链分工和业务分布看，与 Urbaser 构成直接竞争关系的公司主要包括两类，一类是以威立雅集团（VEOLIA）、苏伊士集团（SUEZ）、美国废物管理公司、西班牙 FCC 集团和德国 Remondis 集团为代表的跨国型环保企业，这些公司固废管理业务遍布全球多个地区，与 Urbaser 在全球范围内构成竞争关系；另一类是一些区域性的本土环保企业，这类企业规模较小，业务分布范围有限，仅在局部市场与 Urbaser 形成竞争。

序号	公司名称或代码简称	公司简介
1	威立雅集团 (VEOLIA)	威立雅集团成立于 1853 年，总部位于法国。威立雅旨在为全球范围内的客户提供水管理、能源管理和废弃物管理解决方案，帮助市政所在地区实现循环经济。 公司官网： http://www.veolia.com/en
2	苏伊士集团 (SUEZ)	苏伊士集团成立于 19 世纪，总部位于法国。苏伊士是一家为客户提供专业工业服务和资源综合利用解决方案的集团公司，业务覆盖能源、水管理、废弃物处理以及城市可持续发展咨询。 公司官网： http://www.suez-environnement.com/
3	美国废弃物管理公司 (Waste Management)	美国废弃物管理公司成立于 1968 年，公司总部位于休斯敦，是北美领先的环境综合解决方案服务商，为美国、加拿大等国提供综合环境服务，现有业务覆盖城市和工业废弃物管理、城市固废回收以及可再生能源。 公司官网： http://www.wm.com/index.jsp
4	法国赛驰环境公司 (SCHP FP)	法国赛驰环境公司成立于 1984 年，并于 1997 年 11 月 27 日在泛欧交易所（法国）上市，其主营业务主要包括为市政客户提供街道清扫、城市固废收集、垃圾焚烧和填埋服务，以及为私人客户提供工业固废的收集、加工和处理等服务。 公司官网： http://www.groupe-seche.com/
5	共和废品处理公司 (RSG US)	共和废品处理公司成立于 1996 年，位于美国，是美国第二大固体废物处理服务公司，为美国 39 个州的市政和个人客户提供固体废物收集和垃圾处理服务。 公司官网： http://www.republicservices.com
6	Waste Connections 股份有限公司 (WCN US)	Waste Connections 股份有限公司是一家北美领先的固体废物收集和垃圾处理服务提供商，致力于向市政和私人客户提供各种可回收材料的收集、垃圾填埋和回收服务。 公告官网： https://www.wasteconnections.com/
7	法国 Pizzorno 环境公司 (GPE FP)	法国 Pizzorno 环境公司是法国第四大固废管理服务运营商和摩洛哥第一大固废管理服务运营商，其总部位于法国瓦尔省，主营业务覆盖家庭、城市

序号	公司名称或代码简称	公司简介
		和工业固体废物的收集、分类、转运和处理，以及水管理服务。 公司官网： http://pizzorno.com
8	拉希拉和迪卡诺亚公司 (LAT1V FH)	拉希拉和迪卡诺亚公司致力于向芬兰的城市、自治区、企业、个人提供环境管理和维护服务，服务内容包括废物管理和回收再利用服务、工业清洁及危险废物管理等。 公司官网： http://www.lassila-tikanoja.fi/

注：以上资料来自于 Bloomberg 数据库和各公司官方网站。

(二) 补充披露 Urbaser 预测期营业收入的可实现性及稳定性

1、Urbaser 预测期营业收入的可实现性

Urbaser 预测期营业收入的可实现性参见本题“一、补充披露 Urbaser 及其下属子公司报告期内新客户、新项目拓展及中标情况，说明 Urbaser 收入预测数据的依据及可实现性”的具体分析。

2、Urbaser 预测期营业收入的稳定性

(1) Urbaser 背靠全球政府机构客户，经营业务长期、稳定

Urbaser 成立于 1990 年，为全球政府客户提供领先的环境治理全产业链综合管理服务，业务广泛分布在以欧美市场为主的全球多个国家和地区，其突出的业务模式是与政府客户签署长期特许经营合同（合同期限主要为 8-30 年），依靠长期政府特许经营合同支撑以及政府信誉背书和国家财政支出担保，Urbaser 的经营业务长期、稳定，每月有稳定的现金流入。

Urbaser 特许经营合同期限主要为 8-30 年，通常合同到期后可延期（3-5 年）或续约，且在特许经营期满的重新招标间隔期间，Urbaser 可按原合同约定继续提供运营服务，因此实际运营期限将会更长。同时，Urbaser 具有成熟完善的项目投标体系，依托国际品牌影响力、项目成功运营范例和先进的环保工艺技术等，既能通过持续参与招投标源源不断获取新项目，又能凭借在现有项目建设运营管理中积累的丰富经验，提高客户粘性、保持高续约率，从而永续维持并不断扩大现有业务运营规模，充分保证经营业绩稳定增长。

(2) Urbaser 预测期营业收入增长稳定、预测谨慎

预测期内 Urbaser 的营业收入增长预测情况如下表所示：

单位：千欧元

项目\年份	2018 年	2019 年	2020 年
-------	--------	--------	--------

项目\年份	2018年	2019年	2020年
1-1 智慧环卫及相关服务收入	1,031,359	1,052,499	1,074,124
1-2 收入增长率	1.79%	2.05%	2.05%
2-1 城市固废综合处理服务	587,533	600,087	613,219
2-2 收入增长率	1.44%	2.14%	2.19%
3-1 工业再生资源回收处理服务	107,708	110,523	113,420
3-2 收入增长率	1.39%	2.61%	2.62%
4-1 水务综合管理服务	54,138	54,138	54,138
4-2 收入增长率	0%	0%	0%
营业收入合计	1,780,738	1,817,246	1,854,901
营业收入增长率	1.59%	2.05%	2.07%
项目\年份	2021年	2022年	2023年及以后
1-1 智慧环卫及相关服务收入	1,096,372	1,115,920	1,115,920
1-2 收入增长率	2.07%	1.78%	0%
2-1 城市固废综合处理服务	622,678	632,485	632,485
2-2 收入增长率	1.54%	1.58%	0%
3-1 工业再生资源回收处理服务	116,425	119,525	119,525
3-2 收入增长率	2.65%	2.66%	0%
4-1 水务综合管理服务	54,138	54,138	54,138
4-2 收入增长率	0%	0%	0%
营业收入合计	1,889,612	1,922,069	1,922,069
营业收入增长率	1.87%	1.72%	0%

结合以上因素， Urbaser 营业收入在 2018 年至 2022 年期间的年增长率处于 1.5%-2.5%之间，结合 Urbaser 历史营业收入增长率和未来行业预期增长率，定性分析 Urbaser 营业收入增长具备可实现性及稳定性。

五、结合报告期主要项目合同单价及主要成本项目价格变动趋势、同行业可比公司毛利率的变动趋势，补充披露 Urbaser 预测期整体毛利率和各项业务毛利率的预测依据及水平的合理性，未来保持毛利率稳定的具体措施。

（一）报告期主要项目合同单价及主要成本项目价格变动趋势、同行业可比公司毛利率的变动趋势

根据 Urbaser 提供的资料和相关信息分析，有关情况说明如下：

1、报告期主要项目合同单价的变动趋势

Urbaser 智慧环卫及相关服务、水务综合管理服务和城市综合服务固废综合处理服

务的服务价格依据双方签署的特许经营业务合同约定执行，同时实行价格调整机制。具体而言，前述特许经营业务服务价格有两种定价机制，一种系单价结算，即特许经营合同约定单位服务价格，每月/季度按照实际清扫面积或垃圾收集量或垃圾处理量等运营服务量进行结算；一种系总价结算，即特许经营合同约定年度服务总价格和总工作量。

(1) 智慧环卫及相关服务

Urbaser 智慧环卫及相关服务合同期限通常为 8-12 年，定价模式以总价结算为主，单价结算为辅，并通常设定合同价格调整机制，其中调整相关参数主要包括消费物价指数（IPC）、人工成本等其他成本，受益于西班牙、阿根廷等地 IPC 指数保持稳定，平均人工成本也未发生重大变化，报告期内智慧环卫及相关服务合同价格在总体保持平稳的基础上略有上升。评估预测期内按照业务合同价格保持不变进行预测，即不考虑物价指数变动等因素带来的服务价格调整情形。

(2) 城市固废综合处理服务

Urbaser 城市固废综合处理服务合同期限通常为 15-30 年，定价模式以单价结算为主，总价结算为辅，并通常设定合同价格调整机制，其中调整相关参数主要包括消费物价指数（IPC）、人工成本等其他成本，受益于西班牙、法国等地 IPC 指数保持稳定，平均人工成本也未发生重大变化，报告期内城市固废综合处理服务合同价格在总体保持平稳的基础上略有上升。本次评估按照业务合同价格保持不变进行预测，即不考虑物价指数变动等因素带来的服务价格调整情形。

(3) 工业再生资源回收处理服务

Urbaser 工业再生资源回收处理服务主要包括油再生、燃料回收和工业垃圾填埋业务，报告期其营业收入内占总收入比重为 6%-7%，受益于国际布伦特油价近期保持稳定上升趋势（其中 2018 年 4 月底布伦特原油指数相比 2016 年初上涨了近 98.6%），带来报告期内西班牙润滑油和燃料市场销售价格显著回升。但鉴于国际油价影响因素较多，较难准确估计宏观环境对油价走势影响，本次评估按照未来原油、燃料价格保持不变进行预测，即不考虑价格上涨因素。

(4) 水务综合管理服务

饮用水和污水供应处理业务特许经营合同期限通常为 15-30 年，定价模式以单价结算为主，即按合同约定的水费单价进行结算，并通常设定合同价格调整机制，其中调整

相关参数主要包括消费物价指数（IPC）、人工成本等其他成本，受益于西班牙 IPC 指数保持稳定，平均人工成本也未发生重大变化，报告期内水管理合同单价在总体保持平稳的基础上略有上升。本次评估按照业务合同价格保持不变进行预测，即不考虑物价指数变动等因素带来的服务价格调整情形。

2、主营业务成本构成情况

报告期内，Urbaser 主营业务成本主要包括原材料及相关采购成本、人工成本和制造费用等，具体构成如下：

项目	2018年1-4月		2017年度		2016年度	
	金额（万元）	占比（%）	金额（万元）	占比（%）	金额（万元）	占比（%）
原材料及相关采购成本	111,002.47	26.61	270,317.12	23.05	249,703.08	22.56
人工成本	218,922.77	52.49	650,650.34	55.48	627,779.04	56.73
制造费用	87,154.03	20.90	251,827.24	21.47	229,126.15	20.71
其中：折旧与摊销	37,871.91	9.08	107,113.54	9.13	105,499.95	9.53
合计	417,079.26	100.00	1,172,794.71	100.00	1,106,608.27	100.00

报告期内，Urbaser 主营业务成本中人工成本占比最大，稳定在 50%以上，人工成本主要为固废管理从业人员的工资薪金、社保等；原材料及相关采购成本包括对外采购的电力、天然气、汽油、固废管理项目耗用的辅料及清洁、运输服务等；制造费用主要包括折旧与摊销费用、车辆和设备的租赁费、维护费用等。报告期内，Urbaser 主营业务成本构成保持稳定，成本总额在总体保持平稳的基础上随着经营规模的增长而同步增加。本次评估按照采购价格保持不变进行预测，即不考虑物价指数变动等因素带来的价格调整情形。

3、同行业可比公司毛利率的变动趋势

2016 年度和 2017 年度，Urbaser 与欧洲同行业可比上市公司毛利率水平对比情况如下：

公司名称	证券代码	销售毛利率	
		2017年度	2016年度
法国赛驰环境公司	SCHP FP	11.18%	9.86%
法国 Pizzorno 环境公司	GPE FP	16.18%	19.12%
拉希拉和迪卡诺亚公司	LAT1V FH	11.37%	11.33%

公司名称	证券代码	销售毛利率	
		2017 年度	2016 年度
欧洲可比公司均值		12.91%	13.44%
Urbaser		13.66%	13.68%

注：1、由于同行业可比上市公司定期报告未区分披露固废管理细分业务毛利率情况，因此与其整体毛利率进行比较。

根据上表所示，Urbaser 毛利率与欧洲同行业可比公司相当，毛利率波动趋势与欧洲同行业可比公司基本一致，符合欧洲固废管理公司的行业特征。

（二）补充披露 Urbaser 预测期整体毛利率和各项业务毛利率的预测依据及水平的合理性

本次评估结合历史整体毛利率和各项业务毛利率水平，基于 Urbaser 特许经营合同约定的价格调整机制能够有效对冲成本上升影响，确定预测期内各项业务毛利率继续保持稳定。预测期内，Urbaser 整体毛利率和各项业务毛利率预测水平如下所示：

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度
整体毛利率	13.47%	13.41%	13.34%	13.29%	13.23%
智慧环卫及相关服务	12.04%	12.04%	12.05%	12.06%	12.06%
城市固废综合处理服务	16.10%	15.87%	15.64%	15.49%	15.32%
工业再生资源回收处理服务	12.99%	13.04%	13.08%	13.11%	13.13%
水务综合管理服务	13.34%	13.34%	13.34%	13.34%	13.34%

2016 年度、2017 年度，Urbaser 毛利率分别为 13.68%、13.66%，本次评估预测 2018 年度至 2022 年度，Urbaser 整体业务毛利率分别为 13.47%、13.41%、13.34%、13.29%和 13.23%，永续期的毛利率为 13.23%，未来预测期内毛利率保持稳定，与报告期内毛利率保持一致，波动性较低。同时，预测期内各业务板块毛利率也基本保持平稳态势，且略低于报告期内 Urbaser 各业务板块的毛利率，预测具有谨慎性和合理性。

（三）未来保持毛利率稳定的具体措施

根据 Urbaser 管理层介绍，为保持并适当提高 Urbaser 及其主要项目的收益水平，Urbaser 可采取如下措施：

1、加强项目投标的筛选和评估工作

Urbaser 目前业务已遍布以欧美市场为主的全球多个国家和地区，并面向全球市场积极拓展固废管理业务，随着 Urbaser 国际化项目的经验逐步积累，以及环保品牌、规模效应等优势日益突出，Urbaser 在项目选择上将有一定的主动权，Urbaser 将进一步加强项目投标遴选和评估工作，提高项目收入成本的预算能力，将投标重心放在项目收益较高的项目或符合公司发展战略的项目，适当放弃部分低毛利或盈利风险较大的项目。

2、及时启动项目调价机制，应对成本上升影响

Urbaser 智慧环卫及相关服务、水务综合管理服务和城市固废综合处理服务的特许经营业务合同中均约定价格调整机制，价格调整机制系合同支付价格根据消费物价指数（IPC）、人工成本等相关参数在约定调整周期内的实际变动进行调价，即在特许经营期内合同服务价格会根据通货膨胀、运营成本增加等因素合理上调，以应对成本上升对企业的不良影响。未来，Urbaser 将加强合同调整机制管理，实时跟踪调价参数变动，及时启动项目调价机制，传导成本上升影响，将毛利率保持在合理范围内。

3、进一步提升环保技术工艺水平、降低运营成本

Urbaser 拥有横跨固废管理全产业链的综合技术及工艺，处于世界领先水平，其中，Urbaser 成功研发的“智慧环卫”整体解决方案，借助环卫数据运营服务平台的管控和数据分析、挖掘、应用和管理，能够实现城市环卫工作的专业化、高效化、信息化和智慧化，降低环卫运营成本，未来 Urbaser 将进一步研发升级“智慧环卫”技术工艺，提升运营效率和适用性；在垃圾处理领域，Urbaser 城市垃圾一体化综合处理方案通过对不同垃圾进行有效分类回收和处理，充分实现垃圾处理的资源化和经济价值的最大化，未来 Urbaser 将进一步提升城市垃圾综合处理设计工艺，提高处理效率和经济附加值，降低运营成本。

4、加强员工培训体系，提高员工生产服务效率

Urbaser 重视管理团队建设和员工培训，目前拥有一支成熟的人力资源管理团队，形成了较完善的公司管理架构体系，随着 Urbaser 全球项目数量日益增多，项目区域分布的进一步扩张，势必对员工管理和培训体系提出了更高要求。未来 Urbaser 拟进一步完善员工管理和培训体系，实现员工管理、培训的标准化和流程化，提升员工的生产服务效率。

六、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，Urbaser 收入预测、毛利率水平依据历史经营情况及对未来的估计，变化幅度较小，收入预测具有可实现性及稳定性，毛利率预测合理。Urbaser 对可能存在的政治经济风险或潜在隐患具有一定的防范应对措施。根据 Urbaser 管理层的介绍，Firion 完成 Urbaser 收购后不会丧失西班牙本国企业的相关优惠政策条件，不会对政府客户的稳定性造成影响，亦不会对 Urbaser 的估值产生重大不利影响。

问题 17.

申请文件显示，根据江苏德展的评估结果，Urbaser 于 2016 年 12 月 7 日（江苏德展收购 Urbaser 交割日）特许经营权增值 91,570,331.49 欧元，因合并 Urbaser 所继承的或有负债的公允价值为 2,570,561.55 欧元。江苏德展备考财务报表将合并对价与 Urbaser 归属于母公司股东的可辨认净资产公允价值的差额 566,223,610.04 欧元（折合人民币 4,388,006,448.40 元）确认为商誉。请你公司结合江苏德展收购 Urbaser 时的评估作价情况、收购后经营业绩实现情况、未来盈利预测情况，补充披露江苏德展备考财务报表中商誉的形成原因、确认依据、减值测试的充分性及合理性，是否存在未足额计提减值损失的情形及对本次交易作价的影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复如下：

一、江苏德展收购 Urbaser 时的评估作价情况、收购后经营业绩实现情况、未来盈利预测情况

根据《交易报告书》中“第四节 交易标的基本情况”之“四、前次交易主要情况”，江苏德展前次交易 Urbaser 100% 股权的交易作价为 114,061.12 万欧元，收购价格系交易各方进行商业谈判确定。

前次交易完成后，Urbaser 2017 年及 2018 年 1-4 月的经营业绩实现情况如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年 1-4 月		2017 年度		2016 年度	
	金额	变化率	金额	变化率	金额	变化率
营业收入合计	480,167.09	6.05%	1,358,368.84	5.96%	1,281,991.11	
营业毛利	63,087.82	1.99%	185,574.14	5.81%	175,382.84	

注：2018 年度业绩实现变化率为年化后指标相比 2017 年的变动情况。

Urbaser 未来盈利预测情况如下：

项目 \ 年份	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入	1,780,738	1,817,246	1,854,901	1,889,612	1,922,069
净利润	54,788	56,463	59,121	61,355	63,230
归属于母公司损益	49,748	51,268	53,682	55,710	57,413

二、补充披露江苏德展备考财务报表中商誉的形成原因、确认依据、减值测试的

充分性及合理性

根据《审计报告》和会计师核查意见说明如下：

（一）江苏德展备考财务报表中商誉的形成原因

江苏德展间接控股子公司 Firion 于 2016 年 9 月 15 日与 Urbaser 原股东 ACS 签署《股权购买协议》以购买 Urbaser 100% 股权，该交易于 2016 年 12 月 7 日（以下简称“交割日”）完成。江苏德展备考财务报表中商誉的形成过程具体如下：

项目	欧元（万欧元）	人民币（万元）
前次交易收购对价公允价值	111,696.03	865,599.55
截至交割日 Urbaser 可辨认净资产公允价值	55,073.67	426,798.90
江苏德展备考财务报表中的合计商誉	56,622.36	438,800.65

注：均系采用统一汇率(1 欧元对人民币 7.7496 元)将欧元数折算为人民币金额

（二）江苏德展备考财务报表中商誉的确认依据

1、合并成本确定

根据《股权购买协议》相关约定，前次交易收购对价公允价值合计为 111,696.03 万欧元，按 1 欧元对人民币 7.7496 元折算，折合人民币约 865,599.55 万元，具体包括以下三部分：

项目	欧元（万元）	人民币（万元）
前次交易收购固定对价于交割日的公允价值（A）	107,894.53	836,139.43
或有对价支付截至交割日的公允价值（B）	6,061.12	46,971.24
根据收购协议预计能够获得补偿款公允价值（C）	2,259.62	17,511.12
收购对价合计（D=A+B+C）	111,696.03	865,599.55

（1）根据《股权购买协议》约定的分期付款安排，前次交易收购固定对价于交割日的公允价值为 107,894.53 万欧元，折合人民币约 836,139.43 万元；

（2）江苏德展管理层根据《股权购买协议》约定的或有支付计划以及 Urbaser 2017 年至 2023 年的盈利预测，确定或有对价支付于交割日的公允价值为 6,061.12 万欧元，折合人民币约 46,971.24 万元；

（3）根据《股权购买协议》约定的赔偿条款及 Urbaser 已经发生及预计可能发生的诉讼损失，预计能够获得补偿款的公允价值为 2,259.62 万欧元，折合人民币约 17,511.12 万元，相应调减收购对价。

2、可辨认净资产公允价值确定

江苏德展管理层于交割日对 Urbaser 归属于母公司的可辨认净资产的公允价值进行评估。江苏德展管理层根据采用收益法评估的结果，确认特许经营权增值 9,157.03 万欧元，根据预计的诉讼支出及败诉的可能性，评估因合并 Urbaser 所继承的或有负债的公允价值为 257.06 万欧元。上述资产及负债的评估结果与账面价值的差异形成的递延所得税负债 2,208.75 万欧元。于交割日，Urbaser 归属于母公司股东的可辨认净资产调增 6,599.23 万欧元，为 55,073.67 万欧元。

综上，江苏德展合并对价与 Urbaser 归属于母公司股东的净资产及可辨认资产及负债公允价值的调整基于江苏德展备考财务报表的编制基础确认商誉 56,622.36 万欧元，按 1 欧元对人民币 7.7496 元进行折算，该商誉折合人民币约 438,800.65 万元。该项商誉确认符合企业会计准则的规定。三、是否存在未足额计提减值损失的情形及对本次交易作价的影响

根据《审计报告》和会计师核查意见，按照《企业会计准则》规定，相关商誉不作摊销处理，但需在未来每年年度终了进行减值测试。如果相关标的资产未来经营状况未达预期，则存在商誉减值的风险，商誉减值将直接减少上市公司的当期利润，对上市公司的经营业绩造成影响。

《审计报告》和会计师核查意见表明，公司管理层已对商誉进行减值测试，减值测试结果表明商誉在报告期末不存在明显减值迹象。本次评估根据收益法确定 Urbaser 的企业价值，Urbaser 不存在减值的情形，交易作价参考了评估结论，不存在商誉减值对交易作价的影响情形。

四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，公司已补充披露，江苏德展备考财务报表中商誉的形成原因、确认依据、减值测试的充分性及合理性，以及是否存在未足额计提减值损失的情形及对本次交易作价的影响。认为备考财务报表中商誉的形成原因、确认依据、减值测试充分合理，不存在未足额计提减值损失而影响本次交易作价的情形。

问题 18.

申请文件显示，本次交易的备考财务报表将全部收购对价与江苏德展于 2017 年 12 月 31 日（模拟完成交易日）归属于母公司的净资产的差额人民币 784,956,291.50 元确认为商誉。请你公司补充披露：1) 标的资产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) 备考财务报表编制及本次交易评估中，是否已充分辨认及合理判断标的资产拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，包括但不限于特许经营权、专有技术、客户关系、合同权益、商标权和专利权等。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。

回复如下：

一、标的资产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

根据《审计报告》和会计师核查意见，相关情况说明如下：

标的资产江苏德展于 2016 年 12 月 7 日（以下简称“交割日”）完成对 Urbaser 的收购。江苏德展管理层对于交割日 Urbaser 未在财务报表中确认的无形资产进行了识别，并对识别后的可辨认资产及负债的公允价值进行了评估。于交割日，江苏德展按照 Urbaser 可辨认资产负债的公允价值在江苏德展备考财务报表中进行确认。江苏德展收购对价超过 Urbaser 可辨认净资产公允价值部分在江苏德展备考财务报表中确认为商誉。上述可辨认资产及负债根据江苏德展的会计政策进行后续计量。上述会计处理符合企业会计准则的规定，江苏德展备考财务报表中已经充分识别了于交割日 Urbaser 拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产。

截至 2018 年 4 月 30 日止，中国天楹尚未完成对江苏德展的收购。由于本次交易对价支付将以股权和现金相结合的方式，需要于中国天楹实际发行股份日方能确认最终对价金额，并将交易对价分摊至江苏德展于实际收购日的可辨认资产及负债中。因此，公司在编制中国天楹备考财务报表时，为了避免误导备考财务报表使用者认为中国天楹收购江苏德展交易对价分摊已经完成，并未对江苏德展 2017 年 12 月 31 日可辨认资产及负债进行识别，也未对其公允价值进行评估。待本次交易完成，即按照实际发行股份日时的交易对价对江苏德展的可辨认资产和负债的公允价值进行辨认。

根据中国天楹备考财务报表附注（二）编制基础中做出的假设，假定对江苏德展的收购于 2017 年 12 月 31 日完成，中国天楹按照交易方案中每股 5.89 元的定价发行股份完毕，确定交易对价人民币 888,198.35 万元。该对价与江苏德展备考财务报表于 2017 年 12 月 31 日归属于母公司的净资产人民币 809,702.72 万元的差额人民币 78,495.63 万元暂时计入中国天楹备考财务报表的商誉。

上述商誉仅为根据模拟备考报表编制基础计算的结果，。如果中国天楹按照 2018 年 8 月 23 日的收盘价 4.22 元/股发行股份，本次收购的对价将调整为 661,492.64 万元，较江苏德展 2017 年 12 月 31 日归属于母公司的净资产 809,702.72 万元低 148,210.08 万元，将会相应冲减减少中国天楹备考财务报表中商誉金额低 148,210.08 万元，冲减后即本次交易不会产生商誉，并且将冲减江苏德展合并报表中的商誉金额。

二、备考财务报表编制及本次交易评估中，是否已充分辨认及合理判断标的资产拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，包括但不限于特许经营权、专有技术、客户关系、合同权益、商标权和专利权等。

1. 备考财务报表编制

根据《审计报告》和会计师核查意见，本次交易标的江苏德展的主要资产系 Urbaser100%股权，江苏德展于 2016 年 12 月 7 日（以下简称“交割日”）完成对 Urbaser 的收购。江苏德展管理层对于交割日 Urbaser 未在财务报表中确认的无形资产进行了识别，并对识别后的可辨认资产及负债的公允价值进行了评估。于交割日，江苏德展按照 Urbaser 可辨认资产负债的公允价值在江苏德展备考财务报表中进行确认。江苏德展收购对价超过 Urbaser 可辨认净资产公允价值部分在江苏德展备考财务报表中确认为商誉。上述可辨认资产及负债根据江苏德展的会计政策进行后续计量。具体参见本核查意见问题 17 之“二”“(二) 江苏德展备考财务报表中商誉的确认依据”。

2. 本次交易评估

本次交易评估，评估人员选取了收益法和市场法对股东全部权益进行评估，评估范围包括公司所拥有的各项资产和负债，涵盖了特许经营权、专有技术、客户关系、合同权益、商标权和专利权等无形资产。但由于评估方法的具体技术要求，在评估报告中并未逐一辨认及判断标的资产拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产。

三、大额商誉确认对上市公司未来经营业绩的可能影响。

根据德勤会计师出具的上市公司备考审阅报告，本次交易完成后，上市公司截至2018年4月30日的总资产合计为3,606,314.97万元，商誉金额合计为539,112.31万元，商誉占资产总额的比例为14.95%。根据《企业会计准则》规定，商誉不作摊销处理，需在未来每年年度终了进行减值测试。若标的公司未来经营状况不达预期，则商誉存在减值风险，影响上市公司当期利润。

结合本次的交易作价情况、标的评估情况、以及标的自身竞争优势和经营业绩情况，本次交易标的的业绩承诺可实现性较高，商誉减值风险较低，对上市公司未来经营业绩产生重大影响的可能性较小，具体分析如下：

（一）本次商誉为备考报表的模拟结果，与实际购买日的商誉可能存在差异

本次交易的商誉确认系根据中国天楹备考财务报表编制基础中做出的假设，即假定对江苏德展的收购于2017年12月31日完成，中国天楹按照交易方案中每股5.89元的定价确定交易对价888,198.35万元与江苏德展备考财务报表于2017年12月31日归属于母公司的净资产809,702.72万元的差额78,495.63万元暂时计入中国天楹备考财务报表的商誉。

上述商誉仅为根据模拟备考报表编制基础计算的结果，实际商誉还需根据实际购买日的发行价格确定。如果中国天楹按照2018年8月23日的收盘价4.22元/股发行股份，本次收购的对价将调整为661,492.64万元，较江苏德展2017年12月31日归属于母公司的净资产809,702.72万元低148,210.08万元，将会冲减中国天楹备考财务报表中商誉金额148,210.08万元，即本次交易不会产生商誉，并且将冲减江苏德展合并报表中的商誉金额，因此上市公司合并报表的商誉金额将远低于备考审阅报告中的商誉539,112.31万元。

（二）本次交易作价合理，备考合并报表模拟确认的商誉处于合理水平

针对本次上市公司备考合并报表编制基础的模拟商誉进行分析，本次交易作价合理，溢价率处于市场已完成的上市公司重大资产重组案例的平均溢价率范围内，且评估增值率不高。在商誉水平相对不高的情况下，本次交易上市公司备考合并报表商誉体现了标的主要资产Urbaser的世界品牌影响、市场地位、客户资源、全产业链业务和全球业务布局、领先技术工艺、持续稳定的新项目拓展能力和现有项目的高续约率，商誉确

认具有合理性。具体分析如下：

1、本次交易作价溢价率与部分过会的上市公司重大资产重组案例溢价率水平一致，交易作价合理

本次交易作价 888,198.35 万元，与江苏德展评估值 838,823.84 万元相差 49,374.51 万元，交易作价溢价率为 5.89%，处于市场已完成的上市公司重大资产重组案例的平均溢价率范围内（平均值为 7.33%），交易作价合理，具体参见“问题 8”回复之“一”之“（一）本次交易定价与评估结果的差异分析”。

2、本次交易标的江苏德展主要资产 Urbaser 的评估增值率远低于近期市场同一或类似行业的可比交易的平均水平

截至评估基准日 2017 年 12 月 31 日，江苏德展的主要资产资产 Urbaser 的评估增值率为 101.37%，远低于近期市场同一或类似行业的可比交易的平均水平 621.82%，具体参见“问题 8”回复之“二”之“（一）本次交易作价及评估增值率情况”。

3、上市公司备考合并报表商誉占净资产比重远低于近期过会的可比交易的平均水平

根据上市公司备考审阅报告，截至 2018 年 4 月 30 日，上市公司备考合并报表中商誉占净资产的比重为 46.95%，占总资产的比例为 14.95%，商誉占比处于合理水平，且远低于近期的可比交易案例的平均水平，具体如下表所示：

上市公司	标的公司	过会时间	备考商誉金额(万元)	备考商誉占净资产的比重	备考商誉占总资产的比重
银亿股份	东方亿圣	2017-09-06	668,664.27	40.00%	15.90%
金科文化	杭州逗宝、 上虞码牛	2017-11-16	652,308.52	68.70%	45.98%
千方科技	交智科技	2018-02-08	333,213.42	43.16%	29.37%
东诚药业	安迪科	2018-03-07	270,880.34	65.60%	39.54%
蓝帆医疗	CBCH II、 CBCH V	2018-03-28	633,704.05	113.80%	51.95%
高升控股	华麒通信	2018-04-12	323,303.99	76.44%	65.16%
南京新百	世鼎香港	2018-05-23	965,349.72	68.40%	31.27%
茂业通信	嘉华信息	2018-07-13	306,216.17	87.22%	62.43%
平均数			519,205.06	70.41%	42.70%
中国天楹	江苏德展	-	539,112.31	46.59%	14.95%

由上表，上市公司备考合并报表商誉远低于近期过会的可比交易平均水平，商誉金

额相对水平处于合理范围内。

（三）标的资产经营业绩良好，未来发生商誉减值的风险较低

1、Urbaser2018年盈利能力良好，未来预测业绩具有较高的可实现性

根据德勤会计师审计的 Urbaser2018 年 1-4 月营业收入、净利润的实现情况，其业绩占 2018 年评估预测营业收入的比重如下表所示：

单位：万元

项目 2018 年	评估预测 (A)	2018 年 1-4 月		2018 年度	
		营业收入 (B)	营业收入占 2018 年预测的比重 (C=B/A)	年化营业收入 (D)	年化营业收入占 2018 年预测的比重 (E=D/A)
营业收入	1,380,000.72	480,167.09	34.79%	1,440,501.26	104.38%

注：1、2018 年评估预测营业收入与净利润系按照 1 欧元对人民币 7.7496 元进行折算；2、2018 年收入系根据 2018 年 1-4 月业绩年化计算。

2018 年 1-4 月，Urbaser 经营业绩实现情况良好，营业收入实现额占 2018 年评估预测的比例为 34.79%，如年化计算则为 104.38%。同时，考虑到智慧环卫和城市固废处理业务具有季节性特征，1-4 月并不是经营高峰，由于节假日效应和垃圾成分的季节性变化，垃圾产生和处理的高峰期在夏秋冬季，因此，Urbaser2018 年度的预测业绩具有较高的可实现性。

2、Urbaser 业务模式为长期特许经营，具有稳定持续的现金流

Urbaser 业务模式是与政府客户签署长期特许经营合同，依靠政府信誉背书和国家财政支出担保，Urbaser 的业务经营较为稳健，收款风险较低，因此一旦合同签订后项目投入运营，Urbaser 将长期享有持续、稳定的收入和现金流入。

综上，结合本次的交易作价情况、标的评估情况、以及标的自身竞争优势和经营业绩情况，本次交易标的的业绩承诺可实现性较高，商誉减值风险较低，对上市公司未来经营业绩产生重大影响的可能性较小。为提醒投资关注，上市公司已在《重组报告书》“重大风险提示”之“一、本次重大资产重组的交易风险”之“（四）商誉发生减值的风险”及“第十二节 风险因素”之“一、本次重大资产重组的交易风险”之“（四）商誉发生减值的风险”做出风险提示。

四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：公司已补充披露，标的资产可辨认净资产公允价值及商誉的具体确认依据，备考财务报表编制及本次交易评估中是否已充分辨认及合理判断标的资产拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产情况，以及大额商誉确认对上市公司未来经营业绩的可能影响。评估人员选取了收益法和市场法对股东全部权益进行评估，评估范围包括公司所拥有的各项资产和负债。若标的公司未来经营状况不达预期，则商誉存在减值风险，影响上市公司当期利润，结合本次的交易作价情况、标的评估情况、以及标的自身竞争优势和经营业绩情况，本次交易标的的业绩承诺可实现性较高，商誉减值风险较低，对上市公司未来经营业绩产生重大影响的可能性较小。

问题 21.

申请文件显示，Urbaser 及其员工存在多项未决民事、刑事诉讼或仲裁事项。请你公司补充披露未决诉讼或仲裁事项对 Urbaser 生产经营、本次交易标的资产估值产生的影响，是否会本次交易产生障碍。请独立财务顾问、评估师、律师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露未决诉讼或仲裁事项对 Urbaser 生产经营、本次交易标的资产估值产生的影响，是否会本次交易产生障碍

根据《交易报告书》“第四节 交易标的基本情况”之“十一、标的公司的未决诉讼或仲裁、行政处罚情况”之“（一）标的公司未决诉讼、仲裁情况”，Urbaser 集团和江苏德展管理层根据律师对未决诉讼潜在风险和损失的专业分析和评估结果，基于谨慎性原则，已按照未决诉讼潜在损失的可能性充分计提坏账准备、资产减值准备或预计负债。

同时，本次评估将其作为非经营性资产、负债进行评估，已充分考虑诉讼对估值的影响。

此外，前次交易 SPA 亦做出覆盖诉讼金额的兜底性赔偿安排。具体分析如下：

1、Urbaser 集团作为原告的未决诉讼、仲裁情况

截至境外律师尽调报告和法律意见出具日，Urbaser 集团作为原告涉诉金额或潜在涉诉金额在 50 万欧元以上的未决诉讼、仲裁的具体情况如下：

序号	被告	案由	案件进展情况	会计处理	或有损失金额	对 Urbaser 生产经营的影响
1	市政机构客户	Urbaser 及其下属公司 SOCAMEX、LEGIO VII JV、PINTO USW PLANT JV、ANTEQUERA USW PLANT JV、Evere, S.A.S. 作为原告共计向市政机构提起 21 起关于服务款项及税费结算的相关诉讼, 主要涉及市政机构客户未及时按合同约定向公司支付城市固体废物收集、道路清洁、绿地维护等服务款项, 未按合同约定调价而产生未付款项和延迟付款利息以及税费结算等, 合计涉诉金额为 114,824,814.19 欧元	该等案件正处于法院一审或二审阶段	1、该等诉讼系 Urbaser 及其下属公司作为原告要求被告市政机构支付服务款项等, 根据境外律师尽调报告和法律意见, 该等诉讼潜在损失的可能性程度主要为极小可能 (remote) (13 起)、可能 (possible) (6 起), 亦涉及少量很可能 (probable) (2 起); 2、截至报告期末, Urbaser 财务报表已将合计涉诉金额中的 44,620,206.45 欧元确认为应收账款, 并分别根据各可能性情况对应的经济利益流出金额单项确认坏账准备 9,840,740.92 欧元 (具体经济利益流出金额占应收账款的比例分别为极小可能 (remote) 5%、可能 (possible) 30%、很可能 (probable) 70%); 针对合计涉诉金额中剩余的 70,204,607.74 欧元, Urbaser 财务报表和江苏德展备考财务报表未确认为应收账款, 不构成或有会计处理事项	1、涉诉金额中 44,620,206.45 欧元已确认应收账款, 为提高应收账款回收率, Urbaser 执行严格的应收账款管理制度, 对于延期付款 6 个月以上的应收账款采取诉讼等法律回收措施, 符合当地操作惯例。截至报告期末, Urbaser 财务报表已分别根据各诉讼可能性情况对应的经济利益流出金额单项确认坏账准备 9,840,740.92 欧元; 同时, 亦可通过与市政机构签署受相关法规约束的市政融资协议以保障款项回收, Urbaser 历史应收账款坏账核销金额较小, 应收账款回收风险小, 不存在重大或有损失; 2、涉诉金额中剩余 70,204,607.74 欧元未确认应收账款, 该等未决诉讼不存在或有损失	该等诉讼系 Urbaser 根据自身应收账款管理制度所正常履行的服务款项及税费结算程序, 符合当地经营惯例, 不影响 Urbaser 与相关客户的后续业务开展, 不会影响 Urbaser 业务的正常运行
2	拉科鲁尼亚区议会	Urbaser 下属公司 ALBADA JV 根据建设运营需要对拉科鲁尼亚区议会授予的特许经营权项目进行追加投资, 但因拉科鲁尼亚区议会对新增投资的补偿方案未能有效覆盖 ALBADA JV 的成本支出,	2017 年 2 月, 法院作出部分支持原告的判决, 被告已提起上	1、该诉讼系 Urbaser 下属公司 ALBADA JV 作为原告要求市政客户拉科鲁尼亚区议会对新增投资予以补偿, 根据境外律师法律意见, 该项诉讼潜在损失的可能性为极小可能 (remote)。ALBADA JV 已于当期对	Urbaser 财务报表和江苏德展备考财务报表确认的应收账款为 0, 该项未决诉讼不存在或有损失	ALBADA 项目处于正常运营中, 政府及时足额支付服务款项

序号	被告	案由	案件进展情况	会计处理	或有损失金额	对 Urbaser 生产经营的影响
		ALBADA JV 提起赔偿 32,559,315 欧元（诉讼编号：171/2014）	诉	追加支出确认运营成本，同时鉴于无法确定可收回性，亦未将赔偿款确认为应收款项。因此，该诉讼不构成或有会计处理事项； 2、根据江苏德展及 Urbaser 管理层的减值测试结果，ALBADA JV 与特许经营权相关的无形资产未发生重大减值，因此 Urbaser 财务报表和江苏德展备考财务报表未对追加支出形成的长期资产计提资产减值准备		
3	Sertego 前员工及其他外部人员	Urbaser 下属公司 Sertego 前员工 Darío García 先生配合 Torrecillas 先生等其他外部人员以壳公司名义向 Sertego 采购再生油并在壳公司成为 Sertego 合格客户后，停止支付采购款，合计欠款金额为 1,292,084 欧元，Sertego 对此向其前员工 Darío García 先生及其他外部人员提起刑事诉讼	该案件正处于法院调查阶段	1、该诉讼系 Urbaser 下属公司 Sertego 作为原告要求被告支付再生油采购款项，根据境外律师法律意见，该项诉讼潜在损失的可能性为很可能（probable）。 2、Urbaser 及江苏德展管理层认为该再生油采购款项很可能无法收回，截至报告期末，Urbaser 财务报表和江苏德展备考财务报表确认的应收账款为 0，因此，该诉讼不构成或有会计处理事项	Urbaser 财务报表和江苏德展备考财务报表确认的应收账款为 0，该项未决诉讼不存在或有损失	Sertego 从 2011 年起即加强客户资格审核，其油再生业务运营正常，未再发生相关诉讼或纠纷
4	SYVADE	Urbaser 下属公司 Valorgabar 于 2008 年 2 月 18 日与市政客户 SYVADE 签署建造与运营垃圾处理厂的公共服务合同，2015 年 12 月 17 日瓜德罗普岛行政法院作出	该项诉讼已结案	该诉讼系 Urbaser 下属公司 Valorgabar 请求与市政客户恢复合同关系，或由市政客户赔偿投资款等，2016 年 12 月 31 日，Valorgabar 将该项目累计未收回的工程投资款	根据法院判决 Urbaser 可收到赔偿款 2,324,000 欧元，因此，该项诉讼计提的坏账准备比例为 80.63%，未决诉讼的损失已体现在财务报表中，该项诉讼不存在其	该建造与运营垃圾处理厂的公共服务合同已结束，不会对 Urbaser 未来生

序号	被告	案由	案件进展情况	会计处理	或有损失金额	对 Urbaser 生产经营的影响
		<p>判决（1200850 号），维持双方因 Valorgabar 违反服务合同项下义务而终止合同的决定，同时根据公共服务合同规定，责令 SYVADE 向 Valorgabar 赔偿履约工程投资全款，即 12,915,861.34 欧元；</p> <p>针对判决（1200850 号），双方向波尔多行政法院提起上诉，Valorgabar 在其上诉（16BX00628 号）中请求撤销判决（1200850 号）、恢复双方合作关系，如否要求 SYVADE 赔偿 43,347,976.34 欧元投资款及预期商业利润；SYVADE 在其上诉（16BX00187 号）中请求撤销判决（1200850 号）并重新指定专家评估双方损失；</p> <p>2017 年 10 月 31 日，波尔多行政法院驳回 Valorgabar 上诉并判决 SYVADE 向 Valorgabar 支付赔偿款 2,324,000 欧元</p>		11,999,296.00 欧元确认为应收账款并全额计提坏账准备，Urbaser 及江苏德展管理层结合诉讼判决进展，根据已判定赔偿金额于 2017 年度 Urbaser 财务报表和江苏德展备考财务报表转回了上述应收账款坏账准备 2,324,000 欧元	他或有损失	产经营产生影响
5	MED CLEAN SA	Urbaser 及其下属公司 Urbaser Environment、Socamex（以下合称“三家公司”）于 2014 年 7 月向 MED CLEAN SA 转让 Tecmed Environment 股权，因 MED CLEAN SA 未足额支付股权转让	该案件正处于法院审理阶段	1、该诉讼系 Urbaser 下属三家公司请求 MED CLEAN SA 支付股权转让未付款，根据境外律师法律意见，该项诉讼潜在损失的可能性为极小可能（remote），三家公司很可能收回股权转让未付款；	Urbaser 财务报表和江苏德展备考财务报表确认的应收账款为 0，该项未决诉讼不存在或有损失	该项股权转让非生产经营事项，不会对 Urbaser 生产经营产生影响

序号	被告	案由	案件进展情况	会计处理	或有损失金额	对 Urbaser 生产经营的影响
		款，三家公司于 2015 年 3 月向巴黎商事法院提起诉讼，请求 MED CLEAN SA 支付 2,819,537.36 欧元及延期履约利息。2015 年 6 月，MED CLEAN SA 向巴黎商事法院提起反诉，请求 Urbaser Environment 就其在转让 Tecmed Environment 股权中的假定不当行为支付 2,400,000 欧元赔偿款		2、Urbaser 及江苏德展管理层认为该股权转让款很可能无法收回，截至报告期末，Urbaser 财务报表和江苏德展备考财务报表确认的应收账款为 0，因此，该诉讼不构成或有会计处理事项		
6	SIVOM	Urbaser 下属公司 Valorga International 与合作伙伴 SRW 和 Generis-REPSIVOM（以下合称“三家公司”）共同为 SIVOM (Syndicat Intercommunal à Vocations Multiples) 提供厌氧消化设备及配套安装维护服务，SIVOM 因使用厌氧消化设备所受损失向凡尔赛行政法院提起诉讼。2017 年 2 月，凡尔赛行政法院判决三家公司合计向 SIVOM 赔偿 3,715,633.73 欧元（由于 SRW 破产，Valorga International 将最终赔偿 1,911,759.80 欧元）。2017 年 5 月，Valorga International 向凡尔赛行政法院提起上诉，请求停止执行一审判决	该案件正处于法院审理阶段	1、该项诉讼系 Valorga International 上诉请求撤销一审判决，根据境外律师尽调报告和法律意见，该项诉讼潜在损失的可能性为很可能（probable）； 2、截至 2015 年 12 月 31 日管理层根据预计赔偿的最佳估计数计提预计负债 807,813 欧元，2016 年 12 月 31 日管理层根据诉讼进展补充计提预计负债 824,720 欧元，截至报告期末，Urbaser 财务报表和江苏德展备考财务报表分别合计确认预计负债 1,632,533 欧元； 3、按照很可能（probable）情况对应的经济利益预计流出金额，该诉讼预计负债的计提比例为 85.39%	1、该项诉讼计提的预计负债比例为 85.39%，未决诉讼的主要或有损失已体现在财务报表中； 2、如该项诉讼败诉，扣除已计提预计负债金额后 Urbaser 下属公司需进一步确认的诉讼损失为 279,226.80 欧元，或有损失金额占 Urbaser 100% 股权评估值的比例为 0.02%，占比较低	目前 SIVOM 的该项厌氧消化设备处于正常运营状态，同时 Valorga 正常向其提供服务，双方不存在其他诉讼或纠纷

(2) Urbaser 集团作为被告的未决诉讼、仲裁情况

截至境外律师尽调报告和法律意见出具日，Urbaser 集团作为被告涉诉金额或潜在涉诉金额在 50 万欧元以上的未决诉讼、仲裁的资产减值或预计负债计提情况如下：

序号	原告	案由	案件进展情况	会计处理	或有损失金额	对 Urbaser 生产经营的影响
1	EMAYA	2014 年 7 月 7 日，EMAYA (Empresa Municipal Aigues Clavegeram de Mallorca, S.A) 针对 Urbaser 和 Envac Iberia 不当建设帕尔马老城区城市垃圾气动收集设备设施而给其造成的损害提起赔偿，帕尔马（马略卡岛）法院判定 Urbaser 和 Envac Iberia 赔偿 EMAYA 19,147,923 欧元，Urbaser 和 Envac Iberia 已平摊支付赔偿款。Urbaser 以损害未经正确评估为由提起上诉，巴利阿里群岛第四辖区法院于 2016 年 3 月 29 日驳回上诉。2016 年 4 月 29 日，Urbaser 以程序违法为由向最高院提起了特殊上诉并要求撤销一审判决	该特殊上诉正处于最高院受理阶段	1、截至 2015 年 12 月 31 日，Urbaser 已根据预计损失的最佳估计数计提预计负债 13,393,001.38 欧元，2016 年根据诉讼判决结果，支付赔偿金额 13,393,001.38 欧元并相应减少预计负债； 2、由于该项诉讼赔偿款已实际支付，因此 Firion 单体报表确认其他非流动资产 13,393,001.38 欧元	1、Urbaser 已根据诉讼判决结果，支付赔偿金 13,393,001.38 欧元，该项诉讼不存在或有损失； 2、根据前次交易 SPA 约定，卖方 ACS 承诺如因该项诉讼导致 Urbaser 及其下属公司或买方 Firion 遭受任何损失，ACS 将予以赔偿，索赔金额为 25,220,392 欧元； 3、SPA 兜底条款约定的索赔金额能够覆盖该项诉讼的涉诉金额，该项诉讼不存在或有损失	该气动收集设施建设合同已实施完毕，后续由 EMAYA 自行管理，不会对 Urbaser 生产经营产生影响
2	公诉机关及国家律师	Mutua Universal Mugenat (简称“Mutua”) 是西班牙专业从事工伤及职业病服务的非营利性社保合作机构，其接受社保机构拨付的社保基金，为 Urbaser 等公司提供员工工伤及职业病社保服务。每年年终时 Mutua 应将扣除 Urbaser 等公司员工当年实际医疗费用后的社保基金余额上交社保机构，但 Mutua 为维护客户关系，将部分应上交的社保费用用于向 Urbaser 及其他	Urbaser 已于 2016 年 9 月 1 日提交答辩意见，待案件所涉全体当事人提交各自的答辩意见	1、根据境外律师法律意见，该项诉讼潜在损失的可能性为可能 (possible)，该或有事项未达到确认为预计负债的条件，因此 Urbaser 财务报表未确认该或有事项的公允价值，作为或有事项进行披露； 2、根据企业合并会计处理准则，江苏德展于 Urbaser 股权交割日	1、根据前次交易 SPA 约定，卖方 ACS 承诺如因该项诉讼导致 Urbaser 及其下属公司或买方 Firion 遭受任何损失，ACS 将予以赔偿； 2、SPA 兜底条款约定的索赔金额能够覆盖该项诉讼的涉诉金额，该项诉讼不存在或有损失	该社保福利事项为非生产经营事项，不会对 Urbaser 生产经营产生影响

序号	原告	案由	案件进展情况	会计处理	或有损失金额	对 Urbaser 生产经营的影响
		2,000 多家客户提供医药箱、培训课程等“实物福利”，Urbaser 及其他 2,000 多家客户在毫无意识的情形下接受了该等实物福利，公诉机关及国家律师对此提起刑事诉讼，Urbaser 及其他 2,000 多家公司作为潜在受益人而被列为民事责任被告，被要求退回该等“实物福利”，共计 10,723,731.07 欧元。	后法院开始审理	确认该或有事项的公允价值为 1,608.56 欧元（按照可能（possible）情况对应的经济利益流出金额占诉讼金额的比例为 30%确认），江苏德展备考财务报表确认为预计负债；江苏德展备考财务报表同时根据前次交易 SPA 约定确认其他非流动资产 1,608.56 欧元		
3	Essex County Council（英国）	Urbaser 下属公司 UBB Waste（Essex）Limited（以下称“UBB”）于 2012 年 5 月 31 日与市政 Essex County Council（英国）（以下称“Essex 市政”）签署关于城市垃圾处理的设计、建造和运营服务合同，由于垃圾处理项目建成投入正式运营前，UBB 因垃圾成分不达标而未在合同约定的最晚验收截止日（Acceptance Longstop Date，2017 年 1 月 12 日）前通过政府的项目验收测试，因此 Essex 市政于 2017 年 4 月 28 日向法院提起诉讼，声称垃圾成分并非验收测试未通过的主要原因，并宣称其有权解除合同；UBB 于 2017 年 6 月 30 日向法院提起反诉，声称 Essex 项目未通过验收测试的主要原因系政府未提供合同约定成分的垃圾（已经专家仲裁确认），主张延长项目最晚验收截止日并请求政府根据合	该案件正处于法院审理阶段	1、根据 UBB 管理层说明，（1）如 UBB 胜诉，UBB 能够根据合同约定向 Essex 市政收取延迟验收产生的项目运营损失，并达到项目正常运营的最终目的，UBB 将不会承担相应损失；（2）如 UBB 败诉，无论是否违约，UBB 依然能够按照公允价值获得补偿，UBB 的损失预计为项目终止前已反映在财务报表中的运营损失；（3）政府将在诉讼结案前寻求通过商议和解、合同变更等方式解决争议。 2、Urbaser 及江苏德展管理层结合目前双方协商谈判的相关情况及上述三种情形，根据每种情形下的最大损失金额在 Urbaser 财	1、Essex 项目涉及诉讼未有明确诉讼金额，Urbaser 管理层评估各种可能情形下 Essex 项目对 Urbaser 合并报表带来的最大损失金额，并在 Urbaser 财务报表和江苏德展备考财务报表中对 Essex 项目相关长期应收款及无形资产分别充分计提了减值准备 55,823,845.93 欧元及 9,851,266.93 欧元。 2、Essex 后续诉讼结果将不会对 Urbaser 财务报表带来重大不利影响，因此不存在重大或有损失。	截至本核查意见出具日，Essex 项目处于验收测试通过前的试运营阶段，UBB 根据合同约定正常处理 Essex 市政提供的生活垃圾并收取垃圾处置费，对 Urbaser 生产经营没有重大影响

序号	原告	案由	案件进展情况	会计处理	或有损失金额	对 Urbaser 生产经营的影响
		同约定赔偿项目延迟验收的相关经济损失		务报表和江苏德展备考财务报表中对 Essex 项目相关长期应收款及无形资产分别计提了减值准备 55,823,845.93 欧元及 9,851,266.93 欧元。		

(3) Urbaser 集团员工涉及的未决刑事诉讼、仲裁情况

截至境外律师尽调报告和法律意见出具日，Urbaser 集团员工涉及的未决刑事诉讼、仲裁具体情况如下：

序号	原告	案由	案件进展情况	会计处理	或有损失金额	对 Urbaser 生产经营的影响
1	律 师 José Pérez Calaf 先生 以及 国 家 国 防 委 员 会	2013 年，智利检察院办公室启动关于“Caso Basura”（“垃圾事务”）的刑事调查，涉及智利圣地亚哥 Maipú 市 2010 年及 2011 年垃圾收集和垃圾处置协议公开招标中的行贿市政官员事项，2015 年 8 月 3 日，智利检察院办公室向包括 Urbaser 下属公司 KDM 现员工 Fernando Arturo León Steffens 先生和前员工 José Miguel Gutiérrez Sastre.先生在内的 7 名人员提起涉嫌行贿指控。2017 年 4 月 25 日，针对 KDM 现员工 Fernando Arturo León Steffens 先生的调查程序结束，其已与该刑事调查案件无关。 根据境外律师法律意见，（1）KDM 前员工 José Miguel Gutiérrez Sastre.先生很可能被认定无罪；（2）该案中 KDM 及其下属公司并未受到任何调查、指控或起诉，且该法律事实已过诉讼时效，KDM 及其下属公司将不会涉及任何刑事责任和民事责任。	该案件正处于法院 审理阶段	该诉讼中 Urbaser 下属公司不涉及刑事责任和民事责任，现员工亦与该刑事调查案件无关，因此，该诉讼不构成或有会计处理事项	1、根据前次交易 SPA 约定，卖方 ACS 承诺如因该项案件导致 Urbaser 及其下属公司或买方 Firion 遭受任何损失，ACS 将给予最高 400 万欧元的赔偿； 2、SPA 兜底条款约定的索赔金额能够覆盖该项诉讼的涉诉金额，该项诉讼不存在或有损失	该案中 KDM 及其下属公司并未受到任何调查、指控或起诉，且该法律事实已过诉讼时效，KDM 及其下属公司将不会涉及任何刑事责任和民事责任，不会对其生产经营产生影响
2	公 诉 人 及 国 家	2010 年，Huércal-Overa 第一刑事调查法院针对 Emilio Torrecillas Martínez 先生于 2008 年-2010 年期间的逃税等	该案件正处于法院	1、根据境外律师法律意见，该项诉讼潜在损失的	1、根据前次交易 SPA 约定，卖方 ACS 承诺如	Sertego 从 2011 年起即加强客户

序号	原告	案由	案件进展情况	会计处理	或有损失金额	对 Urbaser 生产经营的影响
	律师	行为开展刑事调查，即其利用多家公司将再生石油与汽油混合后作为燃料出售（属于禁止性行为）且未缴纳相应税额，Urbaser 下属从事废油再生处理公司 Sertego 的前员工 Darío García 先生通过伪造文件等方式配合 Emilio Torrecillas Martínez 先生从 Sertego 采购再生石油。为此，公诉人及国家律师对包含 Emilio Torrecillas Martínez 先生、Darío García 先生和 Sertego 在内的 17 方提起诉讼，索赔金额为 13,339,345 欧元（包含刑事责任和民事责任），其中 Sertego 因其雇员在履职过程中存在违法行为而承担民事责任，被要求提交 7,273,654 欧元的临时保证金。根据境外律师法律意见，（1）《西班牙刑法典》2010 年修订后引入法人刑事责任的规定，因此对于修订前的雇员违法行为，Sertego 不负有刑事责任（法不溯及既往）；（2）如 Sertego 前员工 Darío García 先生被判定承担刑事责任，则 Sertego 会承担附属民事责任；（3）根据保险公司 GENERALI 出具的有约束力法律意见，Sertego 前员工 Darío García 先生的违法活动在保险承保范围内，GENERALI 有责任支付 Sertego 承担的民事责任（如有）保险金。	审理阶段	可能性为很可能（probable），Urbaser 财务报表和江苏德展备考财务报表根据经济利益预计流出金额确认预计负债 7,273,654.00 欧元； 2、鉴于 Urbaser 财务报表已确认预计负债，因此 Firion 单体报表根据前次交易 SPA 约定确认其他非流动资产 7,273,654.00 欧元	因该项诉讼导致 Urbaser 及其下属公司或买方 Firion 遭受任何损失，ACS 将予以赔偿，索赔金额为 13,339,345 欧元； 2、SPA 兜底条款约定的索赔金额能够覆盖该项诉讼的涉诉金额，该项诉讼不存在或有损失	资格审核，其油再生业务运营正常，未再发生相关诉讼或纠纷
3	阿雷西费市检察院、公众指控人（包括城市管理透明	在关于加那利岛政党非法筹集资金的司法调查中，2016 年 12 月，阿雷西费市检察院、公众指控人和阿雷西费市政府向包含阿雷西费市长和 Urbaser 5 名（其中 1 名员工已于 2010 年解雇）员工在内的 17 名被告提起诉讼，指控其涉嫌在阿雷西费市 1998-2002 年期间的街道清洁和绿地维护服务合同公开招标中存在行贿受贿行为，合计涉及附加民事责任总金额为 9,789,461.85 欧元。	该案件正处于法院审理阶段	该诉讼中 Urbaser 不涉及刑事责任和民事责任，Urbaser 员工不涉及民事责任，且刑事责任适用无罪推定原则，因此，该诉讼不构成或有会计处理事项。	1、Urbaser 不涉及该诉讼刑事责任和民事责任，不够成会计处理事项； 2、根据前次交易 SPA 约定，Firion 可以卖方 ACS 未在前次交易中合	诉讼所涉合同已于 2014 年 3 月 13 日到期，不会对 Urbaser 生产经营产生影响

序号	原告	案由	案件进展情况	会计处理	或有损失金额	对 Urbaser 生产经营的影响
	度协会及法律辩护律师协会)及阿雷西费市政府	根据境外律师法律意见, (1) 关于 Urbaser 及其员工的刑事责任, Urbaser 不负有刑事责任(案件事实发生在 2010 年《西班牙刑法典》引入法人刑事责任前), Urbaser 员工适用无罪推定原则; (2) 关于 Urbaser 及其员工的民事责任, 由于本案中有权提前民事赔偿请求的一方为阿雷西费市检察院和阿雷西费市政府, 其中, 阿雷西费市检察院未提起, 阿雷西费市政府的民事赔偿请求被法院驳回, 因此 Urbaser 及其员工不再涉及民事责任。			理披露该等重大信息为由向卖方 ACS 主张索赔, 该项诉讼不存在或有损失	

(4) 未决诉讼对标的资产后续经营和本次估值的影响

综上, Urbaser 集团和江苏德展管理层根据律师对未决诉讼潜在风险和损失的专业分析和评估结果, 基于谨慎性原则, 已按照潜在损失的可能性充分计提坏账准备、资产减值准备或预计负债, 同时, 本次评估将其作为非经营性资产、负债进行评估, 已充分考虑诉讼对估值的影响。此外, 前次交易 SPA 亦做出覆盖部分诉讼金额的兜底性赔偿安排, 本次交易中上市公司控股股东南通乾创、实际控制人严圣军、茅洪菊亦对 Urbaser 未来连续三个会计年度净利润做出业绩承诺并在未达承诺业绩时提供现金补偿保障。因此, Urbaser 集团及其员工所涉诉讼不会对 Urbaser 集团正常业务运营产生重大不利影响, 亦不会对本次交易 Urbaser100%股权评估值产生重大影响。

Urbaser 集团及其员工所涉诉讼已计提的坏账准备/预计负债金额或已做出兜底赔偿及保障安排的金额合计占诉讼总金额的比例为 99.82%, Urbaser 集团未来可能承担的未决诉讼或有损失总金额仅为 27.92 万欧元, 占 Urbaser100%股权评估值的比例为 0.02%, 或有损失金额较小, 不会对 Urbaser 集团正常业务运营产生重大不利影响, 亦不会对本次交易 Urbaser100%股权评估值产生重大影响。具体如下:

序号	诉讼	涉诉金额	计提金额/兜底金额	或有损失金额及对后续经营和估值的影响
----	----	------	-----------	--------------------

序号	诉讼	涉诉金额	计提金额/兜底金额	或有损失金额及对后续经营和估值的影响
1	服务款项及延迟付款利息、税费结算诉讼	114,824,814.19 欧元（其中，44,620,206.45 欧元已确认应收账款；70,204,607.74 欧元未确认应收账款）	9,840,740.92 欧元	<p>1、Urbaser 客户主要以市政公共机构为主，依靠中央政府信誉背书和财政支出担保，应收款项回收情况整体良好。Urbaser 严格执行应收账款管理及催收制度，对于逾期超过六个月的应收款即启动行政诉讼程序，符合当地操作惯例，诉讼系 Urbaser 应收款项回收的正常管理措施。同时，Urbaser 亦可通过与市政机构签署受相关法规约束的市政融资协议以保障款项回收；</p> <p>2、报告期内，Urbaser 应收账款余额及占营业收入比例保持稳定，应收账款回款情况良好，同时 Urbaser 历史应收账款坏账核销金额低于 0.50%。因此，该等涉诉应收账款的回收风险小，不存在重大或有损失，不会对 Urbaser 后续经营产生重大影响</p>
2	其他 11 项诉讼	38,243,994.67 欧元	37,964,767.87 欧元	<p>1、或有损失金额为 279,226.80 欧元，不会对 Urbaser 后续经营产生重大影响；</p> <p>2、Urbaser 已按照潜在损失的可能性，对该等诉讼充分计提坏账准备、资产减值准备或预计负债，本次评估将其作为非经营性资产、负债进行评估，已充分考虑诉讼对估值的影响</p>

二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：Urbaser 集团和江苏德展管理层根据律师对未决诉讼潜在风险和损失的专业分析和评估结果，基于谨慎性原则，已按照潜在损失的可能性充分计提坏账准备、资产减值准备或预计负债，同时，本次评估将其作为非经营性资产、负债进行评估，已充分考虑诉讼对估值的影响。此外，前次交易 SPA 亦做出覆盖部分诉讼金额的兜底性赔偿安排，本次交易中上市公司控股股东南通乾创、实际控制人严圣军、茅洪菊亦对 Urbaser 未来连续三个会计年度净利润做出业绩承诺并在未达承诺业绩时提供现金补偿保障。因此，Urbaser 集团及其员工所涉诉讼不会对 Urbaser 集团正常业务运营产生重大不利影响，亦不会对本次交易 Urbaser100%股权评估值产生重大影响，不会对本次交易产生障碍。

问题 27.

申请文件显示，各个报告期末，Urbaser 长期应收款账面价值分别为 70,433.42 万元、79,861.13 万元和 86,020.83 万元。请你公司：1) 补充披露各个报告期末 Urbaser 长期应收款的账龄分析表及回款情况、回款周期的合理性及稳定性，并结合 Urbaser 的减值损失计提政策说明报告期长期应收款减值准备计提是否充分。2) 补充披露 ESSEX 项目公允价值评估的合理性和减值计提的充分性，以及对 Urbaser 评估价值和本次交易作价的具体影响。说明该项目未纳入前次交易 SPA（2016 年 9 月 15 日由 Firion 与 ACS 签署的《Sale and Purchase Agreement》）约定的原因及合理性，以及前次交易 SPA 约定对相关损失核算及收回对具体安排。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露各个报告期末 Urbaser 长期应收款的账龄分析表及回款情况、回款周期的合理性及稳定性，并结合 Urbaser 的减值损失计提政策说明报告期长期应收款减值准备计提是否充分。

根据《审计报告》和会计师核查意见，相关情况说明如下：

（一）Essex 项目基本情况及会计处理

1、Essex 项目基本情况

Urbaser 下属子公司 UBB Waste (Essex) Limited (以下称“UBB”) 于 2012 年 5 月 31 日与市政 Essex County Council (英国) (以下称“Essex 市政”) 签署特许经营协议，UBB 为 Essex 市政提供城市垃圾处理设施的设计、建造及运营服务，2014 年 11 月该垃圾处理项目建设完成。

2、报告期内 Urbaser 长期应收款均为 Essex 特许经营权确认资产

根据 BOT 特许经营项目准则相关规定，Essex 项目基础设施建造的公允价值包括两部分，一部分是根据合同规定构成未来可以无条件收取确定对价的权利，确认为一项长期应收款，另一部分是根据合同规定未来收费金额不确定，不构成一项无条件收取现金的权利，确认为无形资产。Essex 根据特许经营合同经测算后，将基础设施建造的公允减值按照 85%、15%的比例分别确认为长期应收款以及无形资产。

报告期内，Urbaser 集团 BOT 项目中，仅 Essex 特许经营项目符合长期应收款确认原则，报告期内，长期应收款均为 Essex 项目特许经营权确认的资产，其余 BOT 项目基础设施建造公允价值均确认为无形资产。

（二）各个报告期末 Urbaser 长期应收款的账龄分析表及回款情况、回款周期的合理性及稳定性

Urbaser 的长期应收款系为 Essex 特许经营权项目提供建造服务确认的应收款项。报告期各期末，Essex 项目长期应收款账面价值分别为 70,433.42 万元、79,861.13 万元和 86,020.83 万元。英国 Essex 项目于 2015 年度完工，于报告期各期末，上述长期应收款的账龄分别为 1 年以内、1 年至 2 年、2 年至 3 年。由于 Essex 项目处于试运营阶段（Commissioning Period），尚未完成验收进入服务阶段（Service Period），因此，截至 2018 年 4 月 30 日止，Essex 特许经营权确认的长期应收款尚未回收。

（三）长期应收款减值准备计提的充分性分析

长期应收款减值准备计提的充分性分析本题之“2、Essex 项目长期应收款及无形资产减值的公允性、充分性分析”。

二、补充披露 ESSEX 项目公允价值评估的的合理性和减值计提的充分性，以及对 Urbaser 评估价值和本次交易作价的具体影响。说明该项目未纳入前次交易 SPA（2016 年 9 月 15 日由 Firion 与 ACS 签署的《Sale and Purchase Agreement》）约定的原因及合理性，以及前次交易 SPA 约定对相关损失核算及收回对具体安排

（一）Essex 项目涉诉背景、涉及主体及减值准备计提情况

1、Essex 项目涉诉背景介绍

Urbaser 下属子公司 UBB Waste (Essex) Limited（以下称“UBB”）于 2012 年 5 月 31 日与市政 Essex County Council（英国）（以下称“Essex 市政”）签署特许经营协议，UBB 为 Essex 市政提供城市垃圾处理设施的设计、建造及运营服务，2014 年 11 月该垃圾处理项目建设完成。

由于垃圾处理项目建成投入正式运营前，UBB 因垃圾成分不达标而未在合同约定的最晚验收截止日（Acceptance Longstop Date，2017 年 1 月 12 日）前通过政府的项目验收测试，因此 Essex 市政于 2017 年 4 月 28 日向法院提起诉讼，声称垃圾成分并非验收测试未通过的主要原因，并宣称其有权解除合同；UBB 于 2017 年 6 月 30 日向法院提起反诉，声称 Essex 项目未通过验收测试的主要原因系政府未提供合同约定成分的垃圾（已经专家仲裁确认），主张延长项目最晚验收截止日并请求政府根据合同约定赔偿项目延迟验收的相关经济损失。

截至本核查出具日，Essex 项目仍处于验收测试通过前的试运营阶段，UBB 根据合同约定正常处理 Essex 市政提供的生活垃圾并收取垃圾处置费。

2、Essex 项目

根据管理层说明，如 UBB 胜诉，UBB 能够根据合同约定向 Essex 市政收取延迟验收产生的项目运营损失，并达到项目正常运营的最终目的，UBB 将不会承担相应损失；如 UBB 败诉，无论是否违约，UBB 依然能够按照公允价值获得补偿，UBB 的损失预计为项目终止前已反映在财务报表中的运营损失。管理层预计，政府选择终止协议的可能性最小，并将在诉讼结案前寻求通过商议和解、合同变更等方式解决争议，具体理由如下：

(1) Essex 市政负有为公众提供持续稳定垃圾处理服务的法定义务，即使目前双方处于诉讼纠纷中，UBB 仍在正常处理 Essex 市政垃圾，如 Essex 项目终止，将极大影响市政公共服务的稳定供给；

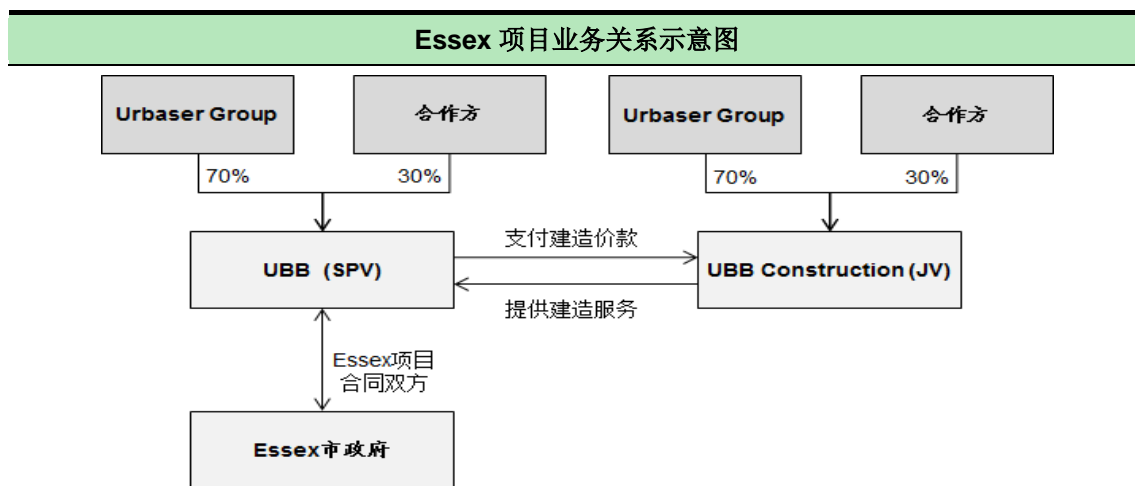
(2) Essex 项目属于 PFI 项目（Government Private Finance Initiative），享受中央政府拨付的专项补助资金，如 Essex 项目终止，Essex 市政亦无法将专项补助资金用于其他非 PFI 项目并对其未来获取中央政府补助产生消极影响；

(3) 如 Essex 项目终止，即使 UBB 违约，Essex 市政仍应根据服务合同约定向 UBB 一次性提供赔偿，赔偿金额根据 Essex 项目按现有合同价格条款和市价指数确定的再次招投标合同公允价值确定，或按照专家评估的公允价值确定。此外，Essex 市政亦需面对 Essex 项目借款银行的偿付需求，Essex 市政将面临巨大的财政经济压力；

(4) Essex 项目系一体化机械生物垃圾处理厂，拥有先进高效的垃圾处理和资源综合利用技术，如项目终止，Essex 市政将面临消耗巨额财政资金、政府公信力丧失等经济、舆论和政治压力。

2、Essex 项目涉及主体情况

UBB 系 Urbaser 与 Balfour Beatty（以下称“合作方”）共同设立的特殊目的有限责任公司，负责与 Essex 市政签署特许经营协议并运营垃圾处理项目，享有特许经营相关权利并承担相关义务；UBB construction 系 Urbaser 与合作方设立的共同经营实体（JV），负责垃圾处理项目的设计、建造，UBB construction 的资产及负债由合作双方按照约定享有或承担，其中，Urbaser 占比约 70%，Essex 项目所涉各方的业务关系如下图所示：



(1) UBB 与 Essex 市政签署特许经营协议，作为特许经营协议主体，UBB 负责项目融资、建设及运营，并向 Essex 市政收取垃圾处理费用；

(2) UBB（发包方）与 UBB construction（承包方）签署《委托建造合同》，由 UBB construction 承担 Essex 项目设计、建造义务并收取建设费用。根据合同约定，项目建设总价 10,717 万英镑，UBB construction 基于建造合同承担如下义务：

①若 Essex 项目延迟交付，UBB Construction 需要向 UBB 赔偿相应的损失，赔偿金额不超过合同总价的 21.60%。

②若 Essex 项目未被验收通过，UBB Construction 向 UBB 承担的最大赔偿金额，赔偿金额不超过合同总价的 80.00%。上述延迟交付的赔偿款能够在本条款中的赔偿款中予以抵扣。

基于上述安排，UBB 以及 UBB Construction 均为 Essex 项目专设主体，Urbaser 与合作方将按各自所占比例（70%与 30%）对 Essex 项目债务或损失承担连带责任，其责任上限即为项目建造合同总价之 80%。

3、Essex 项目的会计处理及减值计提情况

由于 Essex 项目特许经营协议约定了运营期间的最低付款金额，根据会计准则相关规定，UBB 测算未来运营期间保底收款金额，并据此将建造服务按一定比例分别确认为长期应收款及无形资产。由于 Essex 项目验收延迟且处于诉讼阶段，管理层出于谨慎性原则并充分考虑 Essex 项目潜在损失，对相应的长期应收款、无形资产分别计提减值。2015 年度、2016 年度 2017 年度和 2018 年 1-4 月，Essex 项目计提资产减值损失情况如下：

单位：万元

项目	2018 年 1-4 月	2017 年度	2016 年度	2015 年度
----	--------------	---------	---------	---------

项目	2018年1-4月	2017年度	2016年度	2015年度
长期应收款减值准备	-	-	33,709.87	9,551.38
无形资产减值准备	-	-	5,948.80	1,685.54
合计	-	-	39,658.67	11,236.92

截至 2017 年 12 月 31 日，Urbaser 合并报表确认 Essex 项目长期应收款合人民币 123,122.38 万元，无形资产折合人民币 21,690.26 万元，计提的减值准备合计折合人民币 50,895.59 万元，其中对长期应收款计提的减值准备折合人民币 43,261.25 万元，对无形资产计提的减值准备折合人民币 7,634.34 万元，资产减值准备占长期应收款及无形资产的比例为 35.15%。

(二) 补充披露 ESSEX 项目公允价值评估的合理性和减值计提的充分性，以及对 Urbaser 评估价值和本次交易作价的具体影响

1、Essex 项目潜在损失分析

Urbaser 从合并范围预计 Essex 项目带来的潜在损失，并据此衡量可回收金额的公允性。据此，Urbaser 合并范围内承担的损失为以下各项之和：

(1) 赔偿损失

① Essex 项目验收已延迟，UBB construction 基于《委托建造合同》确定需承担赔偿责任，具体金额为 $10,717 \text{ 万英镑} \times 21.6\% = 2,314.80 \text{ 万英镑}$ ，Urbaser 合并范围内确认的减值准备经抵消后为上述赔偿金额之 70%，折合人民币为 17,824.08 万元。

② 由于 Essex 项目验收未通过等原因，导致 UBB construction 承担的赔偿责任或将达到上限，除 (1) 中验收延迟的赔偿款外，UBB construction 还需承担的剩余最大赔偿金额具体为， $10,717 \text{ 万英镑} \times 80\% - 2,314.80 \text{ 万英镑} = 6,258.80 \text{ 万英镑}$ ，考虑到该赔偿可税前列支，Urbaser 与合作方实际将承担的损失为 4,694 万英镑，折合人民币 41,000.60 万元，Urbaser 根据 Essex 项目诉讼可能发生的各种情形之概率确定潜在损失金额。

(2) 投资损失

如 UBB 清算，Urbaser 对 UBB 的实际投资额无法收回，包括股权投资以及股东借款，根据计算，合计净投资为人民币 8,606.66 万元，则 Urbaser 承担的最大投资损失金额为人民币 8,606.66 万元，Urbaser 根据 Essex 项目诉讼可能发生的各种情形之概率确定潜在损失金额。截至 2018 年 4 月 30 日，Urbaser 对 UBB 的净投资为 7,265.14 万元，小于作为减值依据的 8,606.66 万元投资损，因此，该部分减值计提是充分的。

2、Essex 项目长期应收款及无形资产减值的公允性、充分性分析

上述“1、赔偿损失之第（2）项”和“2、投资损失”的最终损失金额系由 Essex 项目诉讼结果所决定，Urbaser 管理层结合 Essex 项目诉讼结果的各种概率，对上述“1、赔偿损失之第（2）项”和“2、投资损失”所涉或有赔偿的潜在损失金额进行了估计，截至本核查意见出具日，Essex 项目诉讼仍在进行中，管理层认为 Essex 项目最终通过协商解决，但对于该项目导致的最大损失估计 Urbaser 管理层按照如下三种情形进行分析：

单位：人民币万元

情形	情形分析	情形发生概率	情形损失金额
情形一	1、法院判决 UBB 胜诉，UBB 管理层认为 Essex 项目将通过验收并正式进入运营； 2、在此情形下，UBB 的长期应收款及无形资产不会发生减值	33%	-
情形二	1、法院判决 UBB 败诉，Essex 市政有权解除项目特许经营协议，Essex 项目或将由第三方接管。根据特许经营协议规定，即使在解除合同的情况下，UBB 仍然可以按照特许经营项目的公允价值收到赔偿款； 2、在此情形下，若 Urbaser 收到的赔偿款过低，由于 UBB 资不抵债，Urbaser 将选择清算 UBB，由此 Urbaser 合并范围因长期应收款及无形资产减值接受的最大损失即为上述“1、赔偿损失之第（2）项”和“2、投资损失”之和	33%	49,607.26
情形三	1、UBB 与 Essex 市政积极通过协商方式解决争议，基于 Essex 市政终止项目合同概率较低，最终 UBB 与 Essex 市政或将通过协商方式对合同条款进行调整，此时可能会出现 UBB 未来收费价格下调导致长期应收款及无形资产减值的情形； 2、在此情形下，若 UBB 可回收金额过低则其亦将选择清算，Urbaser 合并范围因资产减值承担的最大损失亦为上述“1、赔偿损失之第（2）项”和“2、投资损失”之和	33%	49,607.26

根据各情形的损失金额及对应概率加权平均计算得出上述“1、赔偿损失之第（2）项”和“2、投资损失”合计人民币 33,071.51 万元。

综上所述，根据前述“1、赔偿损失”和“2、投资损失”测算，Urbaser 合并范围内合计确认资产减值损失 $17,824.08+33,071.51=50,895.59$ 万元人民币，根据长期应收款及无形资产 85%及 15%分摊比例分别确认长期应收款资产减值准备 43,261.25 万元，无形资产减值准备 7,634.34 万元。

因此，管理层对 Essex 项目延迟验收事项导致的资产减值迹象进行了审慎评估，根据最大潜在损失金额对长期应收款、无形资产充分计提资产减值准备，减值计提依据充分、合理，减值金额公允。同时，本次 Urbaser 评估和本次交易作价均已充分考虑 Essex

项目减值因素影响，交易作价公允。

(三) 该项目未纳入前次交易 SPA (2016 年 9 月 15 日由 Firion 与 ACS 签署的《Sale and Purchase Agreement》) 约定的原因及合理性，以及前次交易 SPA 约定对相关损失核算及收回对具体安排

1、Essex 项目未纳入前次交易 SPA 约定的原因及合理性

(1) SPA 订立时点 Essex 项目尚无倾向性意见或明确结论

2016 年 9 月 15 日，Firion 与 ACS 签署《股权购买协议》，协议签署时，Essex 项目处于验收测试通过前的试运营阶段，虽然通过验收测试出现延迟但距离 Essex 项目特许经营合同约定的最晚验收截止日 (Acceptance Longstop Date, 2017 年 1 月 12 日) 尚有一段时间，Essex 项目能否通过验收测试尚无明确结论且未进入诉讼程序，因此，《股权购买协议》未将 Essex 项目纳入担保事项。

(2) 前次交易定价充分考虑 Essex 项目对 Urbaser 集团造成的影响

2015 年度，由于 Essex 项目验收时间延迟，Urbaser 合并范围已针对延迟验收情形计提资产减值损失。前次交易谈判中，Firion 也经过充分尽职调查，鉴于 UBB 净资产为负数，尽管项目验收测试还在有序推进过程中，Firion 仍就 UBB 清算时可能产生的最大损失进行了估计，并在与 ACS 价格谈判中充分考虑 Essex 项目产生的损失，因此，前次交易股权收购价格中已扣减 Essex 项目对 Urbaser 集团带来的最大损失，因而《股权购买协议》不再就此事项进行额外约定。

因此，由于 Essex 项目对 Urbaser 造成的损失不会对未来上市公司业务运营产生重大不利影响。

2、前次交易 SPA 约定对相关损失核算及收回对具体安排

Essex 项目未纳入前次交易 SPA 约定,无针对相关损失核算及收回的安排。

四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：公司已补充披露，各个报告期末 Urbaser 长期应收款的账龄分析表及回款情况、回款周期和减值准备计提情况；ESSEX 项目公允价值评估、减值计提以及对 Urbaser 评估价值和本次交易作价的具体影响。相关披露及分析具有合理性。

问题 38.

请你公司补充披露受益权被抵押的特许经营项目相关资产明细、占各项资产总额的比例以及抵押事项对 Urbaser 报告期财务数据及未来现金流量的具体影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、收益权被抵押的特许经营项目相关资产明细、占各项资产总额的比例

(一) 收益权被抵押的特许经营项目占各项资产总额的比例

于 2018 年 4 月 30 日、2017 年 12 月 31 日及 2016 年 12 月 31 日, Urbaser 收益权被抵押的特许经营项目及相关资产余额及占各项资产的比例如下:

单位: 万元

项目	2018 年 4 月 30 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
受限的固定资产	40,819.45	42,766.52	46,180.03
受限的无形资产	174,478.99	173,702.88	160,833.51
受限的长期应收款	86,020.83	79,861.13	70,433.42
固定资产账面金额	489,707.06	450,170.47	420,699.31
无形资产账面金额	418,245.14	425,404.86	419,567.57
长期应收款账面金额	86,020.83	79,861.13	70,433.42
受限的固定资产占比	8.34%	9.50%	10.98%
受限的无形资产占比	41.72%	40.83%	38.33%
受限的长期应收款占比	100.00%	100.00%	100.00%

(二) 收益权被抵押的特许经营项目相关资产明细

报告期各期末, Urbaser 收益权被抵押的相关资产明细如下表所示:

单位: 万元

项目名称	2018 年 4 月 30 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
1、受限的固定资产			
Ecoparc del Besòs, S.A.	207.76	230.30	287.64
Ecored	1,520.83	1,626.20	1,451.48
Residuos Industriales de Zaragoza, S.A.	20,424.00	20,863.36	22,031.39
KDM S.A.	18,421.89	19,011.91	22,185.55
Demarco S.A.	213.06	213.68	223.96
Tecmed Mexico	31.90	821.07	-
合计	40,819.45	42,766.52	46,180.03

项目名称	2018年4月30日	2017年12月31日	2016年12月31日
2、受限的无形资产			
Monegros Depura, S.A.	6,528.20	6,716.78	7,391.76
Ecoparc del Besòs, S.A.	35,903.72	37,086.26	40,643.52
Ecoparc de Barcelona, S.A.	47,669.97	49,026.64	52,962.76
Ecored	54,318.26	50,799.37	49,263.99
Residuos Industriales de Zaragoza, S.A.	4.30	5.79	8.44
Huesca Oriental Depura, S.A.	18,956.03	19,377.46	-
UBB Waste Essex	11,098.50	10,690.59	10,563.04
合计	174,478.99	173,702.88	160,833.51
3、受限的长期应收款			
UBB Waste Essex	86,020.83	79,861.13	70,433.42
合计	86,020.83	79,861.13	70,433.42

二、抵押事项对 Urbaser 报告期财务数据及未来现金流量的具体影响

Urbaser 通过将上述特许经营项目的收益权进行抵押以取得项目建设所需银行借款，随着有关项目建成投入运营，Urbaser 将以项目运营收入偿还有关银行借款本金及利息。报告期内，Urbaser 上述银行借款均正常履约，未出现逾期偿还等违约情形，相关特许经营项目收益权的抵押事项未对 Urbaser 报告期内财务数据产生影响。因 Urbaser 收益权被抵押的项目均为市政机构客户授予的特许经营权项目，项目具有稳定持续的收入和现金流入，相关银行借款偿还风险较小，相关特许经营权收益权的抵押事项对 Urbaser 未来现金流量无重大影响。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：公司已补充披露受益权被抵押的特许经营项目相关资产明细、占各项资产总额的比例以及抵押事项对 Urbaser 报告期财务数据及未来现金流量的具体影响。受益权被抵押的特许经营项目占总资产比例较小，目前未出现抵押事项对 Urbaser 报告期财务数据及未来现金流量的产生重大不利影响的情形。相关披露及分析具有合理性。

（本页无正文，为《中联资产评估集团有限公司对中国天楹股份有限公司关于〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉[181140 号]的回复之核查意见》之签字盖章页）

签字资产评估师：

葛其泉

汤茂国

中联资产评估集团有限公司

2018 年 月 日