

# 苏宁环球股份有限公司

## 关于对深圳证券交易所关注函的回复

### 公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

苏宁环球股份有限公司（以下简称“公司”或“本公司”）于 2018 年 12 月 21 日收到深圳证券交易所《关于对苏宁环球股份有限公司的关注函》（公司部关注函【2018】第 250 号）。根据关注函要求，本公司对相关事项认真核查，现答复如下：

**1. 2018 年 4 月 20 日，你公司披露的《2018 年度日常关联交易预计公告》显示，你公司预计 2018 年度与控股股东的全资子公司苏浦建设、建材物流发生日常关联交易累计金额合计不超过 20,000 万元。请你公司结合上述日常关联交易截至目前的发生额，以及截至目前你公司与控股股东及其子公司发生的其他关联交易金额情况，对照《股票上市规则》第 10.2.10 条的规定，说明本次关联交易经累计计算是否达到了股东大会审议标准；如是，请补充履行股东大会审议程序。**

答：截至目前，公司与苏宁环球集团及其子公司共发生关联交易 6,482.00 万元（未经审计。其中包含 2018 年度经审议并披露的日常关联交易发生额 3,487.00 万元）。

日前，公司接到交易方苏宁现代农业股份有限公司确认函，为支

持宜兴农业未来发展，其在作出三年盈利承诺的同时，在原评估值的基础上折让 10%（即折扣 3,708.30 万元）。公司董事会同意交易方增加的条款，双方签订补充协议，本次交易最终成交价为 33,374.40 万元。

上述关联交易合计为 39,856.40 万元，占比公司 2017 年度经审计净资产为 4.92%，根据《股票上市规则》相关规定，无需提交公司股东大会审议。

2. 评估报告显示，截至评估基准日 2018 年 9 月 30 日，宜兴农业的评估值为人民币 37,082.70 万元，同时，截至评估基准日，标的公司净资产为 13,231.08 万元，增值率为 180.27%。此外，经我部初步测算，标的公司 2016 年度及 2017 年度的净资产收益率均低于你公司。请对照《主板信息披露业务备忘录第 2 号——交易和关联交易》第三十六条的规定，说明本次高溢价收购关联方资产，且购买资产净资产收益率低于上市公司净资产收益率的情况下，交易对方未提供标的资产盈利担保或补偿承诺、或标的资产回购承诺的原因及合理性，是否存在不利于上市公司及中小股东利益的情况。请公司独立董事发表意见，并对上述情况予以重大风险提示。

答：公司与宜兴农业两年及一期的净资产收益率对比如下表：

	2016 年 (%)	2017 年 (%)	2018 年 9 月 30 日 (%)
本公司净资产收益率	14.20	14.16	6.92
宜兴农业净资产收益率	6.28	12.91	13.03

宜兴农业成立于 2013 年，属于成长期的公司，从上表所示，公司经营持续稳定增长，净资产收益率也在稳定增长中。根据宜兴农业 2018 年 9 月 30 日最新一期审计数据，宜兴农业的净资产收益率已经

超过本公司，根据预测宜兴农业未来经营收益还将保持一定增长。评估机构结合宜兴农业的实际经营情况对标的股权采用了收益法评估。

鉴于本次收购所依据的评估结果主要系按照收益法进行评估，为保障上市公司及中小股东利益，交易方苏宁现代农业股份有限公司承诺如下：

苏宁现代农业同意就宜兴农业 2018 年度、2019 年度、2020 年度（以下合称“利润承诺期间”）实现的扣除非经常性损益后的净利润作出承诺，承诺实现净利润数分别不低于 2042 万元、2311 万元、3014 万元；若宜兴农业实际实现的净利润数（指经过公司聘请的具有证券从业资格的会计师事务所审计、扣除非经常性损益后的税后净利润，下同）未能达到苏宁现代农业向公司承诺的净利润数，则苏宁现代农业以现金方式进行补偿：

当期补偿金额=（截至当期期末累积承诺净利润数-截至当期期末累积实现净利润数）/补偿期限内各年的预测净利润数总和×标的资产交易价格-累积已补偿金额。

依据前述方式确定的补偿现金金额不超过苏宁现代农业在本次交易中获得的现金对价总额。在逐年补偿的情况下，当各年计算的补偿现金金额小于 0 时，按 0 取值，即已补偿的现金金额不冲回。

**3. 公告称宜兴农业主要经营项目为生态农业、苗木培育、观光旅游等，未来将增加休闲娱乐、养生度假等产业。本次收购完成后，公司将借助宜兴农业的经营优势，逐步培育和发展康养产业，增厚公司健康产业板块。2017 年年报及 2018 年半年报显示，你公司健康产业方面主要是医美医院相关，并无与宜兴农业相关的产业经验。请你**

公司结合公司经营战略、产业经验、财务情况及协同效应等，分析本次高溢价收购关联方资产的必要性和合理性，说明是否有利于保护中小股东权益。请你公司独立董事发表意见；请你公司就拟购买标的公司而进入新行业进行特别风险提示。

答：

### 一、标的公司情况

#### (一) 宜兴农业主要资产情况如下：

宜兴农业注册地址：宜兴市徐舍镇新 104 国道苏宁现代农业产业园科技生态园

主要资产情况如下：

项 目	账面价值（万元）
流动资产	14,085.95
非流动资产	3,362.00
固定资产	3,028.24
在建工程	333.76
资产总计	17,447.94
流动负债	4,216.86
非流动负债	
负债合计	4,216.86
净资产（所有者权益）	13,231.08

注：1、预付款项 77,459,964.35 元，主要是公司前期土地建设用地拆迁费用。目前公司租用 8000 亩土地，尚没有取得土地产权证书。

2、房屋建筑物合计 31,048,999.32 元，主要有智能温室大棚工程、科技生态园项目工程、上海快捷活动板房临时仓库、木屋等。

3、苗木存货主要为：香樟、银杏、朴树及各类彩苗，总值约为 560 万元整。

#### (二) 2013 年，宜兴市人民政府与苏宁环球集团签署《苏宁环球

现代农业产业园项目投资合作协议书》，协议主要内容如下：

苏宁环球集团拟在宜兴市徐舍镇西南部流转农业用地 6 万亩，分三期流转，每期流转 2 万亩，打造现代农业产业园，具体投资项目内容，总体规划为：

- 1、花卉苗木种植基地和花卉苗木交易中心 8000 亩；
- 2、现代高效农业示范区 48000 亩；
- 4、乡村旅游度假区 2000 亩；
- 5、综合配套服务区 2000 亩。

挂牌出让建设用地不少于项目总用地规模的 10%。

上述土地流转年限不少于 50 年。

### （三）近三年又一期收入明细构成

项目	2018 年 1 月-9 月		2017 年度		2016 年度		2015 年度	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本	收入	成本
主营业务收入：	30,643,917.04	10,060,498.77	20,195,439.99	4,281,757.80	5,062,155.46	2,263,552.45	2,284,885.96	1,437,610.75
其中：农业产品	27,964,488.13	8,302,687.61	19,762,409.82	4,126,242.56	5,062,155.46	2,263,552.45	2,284,885.96	1,437,610.75
餐饮	193,810.57	115,388.41	83,160.76	28,062.79				
门票	4,924.53		125,499.98					
会务服务	12,971.70	8,124.00	21,275.47	11,664.70				
旅游服务	264,471.68	156,425.40	201,507.56	112,489.22				
咖啡吧	515.09	312.10	1,586.40	3,298.53				
建筑工程	2,202,735.34	1,477,561.25						
其他业务收入：	2,400,243.18	2,329,060.13	7,390,642.91	3,852,997.77	11,284,342.93	8,548,886.22	6,785,232.25	6,210,711.65
其中：租金收入	2,400,243.18	2,329,060.13	7,390,642.91	3,852,997.77	11,284,342.93	8,548,886.22	6,785,232.25	6,210,711.65
<b>合计</b>	<b>33,044,160.22</b>	<b>12,389,558.90</b>	<b>27,586,082.90</b>	<b>8,134,755.57</b>	<b>16,346,498.39</b>	<b>10,812,438.67</b>	<b>9,070,118.21</b>	<b>7,648,322.40</b>

### （四）各年度前五大客户及对应销售金额的组成明细情况

	2018 年 9 月 30 日	2017 年度	2016 年度	2015 年度
南京苏浦建设有限公司	53,226,169.32	24,488,224.00	4,897,644.80	--
康颂美术文具用品宜兴有限公司	4,280.00	--	--	--
中辰电缆股份有限公司		1,000.00	--	--

1、南京苏浦建设有限公司系控股股东苏宁环球集团的全资子公司，与公司存在关联关系。

2、宜兴农业发生的农产品销售、观光旅游收入、会务服务及相关衍生收入均为现金收入，无往来挂账的情况，因此不列入前五大客户明细。

#### （五）目前宜兴农业产业规划及发展情况

宜兴农业位于江苏省宜兴市。宜兴是全国闻名的太湖风景名胜区阳羡景区、中国优秀旅游城市、国家园林城市、国家历史文化名城。2018年10月，宜兴成为全省第一家通过的省级城市总体规划改革试点城市。《总体规划》确定了宜兴作为“中国陶都国家历史文化名城、文化生态国际旅游城市、宁杭生态经济带新兴中心城市”的战略定位。

宜兴农业根据园区功能定位，主要发展农业生产、农业科技、农产品交易、农业观光旅游、休闲度假、田园养生等功能。

“科技生态园”：为苏南单体最大的智能温室，并集智慧农业展示和示范、科普、采摘体验于一体的现代农业展示基地；占地200亩，后期会扩充到1000亩，实现1-2日游的基本功能。为游客提供“吃、住、游、乐、休闲”等服务，同时包括科普教育、农业示范体验、科技展示、会议接待等。

“花木大观园”：用地面积为810亩，国道两侧有大面积的香樟、银杏，郁郁葱葱环境较好。该区域将打造成休闲娱乐、野外宿营、河边垂钓等多方面的休闲项目，使得大树区在苗木种植的基础上，提升农业的旅游功能。

“生态庄园”：规划面积1300亩，主要打造特色农庄，特色农庄

的面积划分为 0.5-30 亩大小不等，同时每个农庄提供一定比例的建设用地，兼顾为周边农业项目配套服务，提供一定的周末休闲活动和餐饮娱乐设施等。

“乡村旅游体验园”：农业观光区在引进新品种，推广有机农业生产的同时，引进休闲观光产业，经营模式主要是企业+合作社或合作社+公司+农户模式。

宜兴农业立足于宜兴市并服务于长三角，提供具有区域影响力的产业功能；为宜兴市民提供新鲜蔬果和高品质的文化休闲生活；为游客提供休闲、养生、体验生活的现代旅游农业园。

宜兴农业目前主要经营项目为生态农业、苗木培育、观光旅游等，未来将在休闲娱乐、养生度假等康养产业加大开发力度。未来产业开发已经制定规划方案。

## 二、公司健康产业转型及康养产业前期调研

公司最早于 2015 年提出产业转型战略，确定了大文体、大健康、大金融的转型目标。

2016 年，公司实施落地了大健康产业中细分行业医美产业的投资项目，包括与韩国 ID 集团合作，成立医美产业基金并收购多家医美医院等。

公司在不断推动医美产业发展的基础上，还在积极探索大健康产业板块里的其他细分行业，重点是康养产业。公司就康养产业的相关政策不断研究，就康养产业的相关项目不断进行实地考察等。

据国家统计局 2017 年人口数据，60 周岁及以上人口 2.41 亿人，占总人口的 17.3%。目前，中国已经成为世界上老年人口最多的国家。

根据预测,到 21 世纪 50 年代,我国的老年人口数量将达到峰值,老年人口数量将超过 4 亿人,平均每 3 个人中就有 1 个老年人。

伴随着中国老龄化的快速进程,养老服务机构和设施严重滞后,国家相继出台相关政策,鼓励社会力量参与养老服务产业,构建多层次的养老服务体系。未来养老产业行业发展空间巨大。

2016 年,中共中央、国务院发布《“健康中国 2030”规划纲要》,积极促进健康与养老、旅游、互联网、健身休闲、食品融合,催生健康新产业、新业态、新模式。

在国家政策鼓励和市场需求的引领下,以健康为主题的康养产业和康养项目蓬勃发展。

在诸多康养产业项目中,基础设施在整个投入中占比较大,建设和回收周期相对较长,房地产企业正好以资本运作和项目管理见长。目前,已有多家房企涉足康养产业。

公司管理层经过对国家政策和康养产业市场的深入研究,结合对其他已开发康养项目的多次考察,认为公司在房地产领域耕耘多年,拥有丰富的项目开发经验和市场运作能力,以适宜的康养项目为突破口进入康养产业,能够增厚公司大健康产业板块,促进公司健康产业更好更快发展。

### 三、结合上述情况,收购关联方资产的必要性与合理性

公司管理层经过深入研究和探讨,认为公司可以借助宜兴农业的经营优势,在现有经营基础上以田园养生、休闲旅游为切入点逐步培育和发展康养产业,增厚公司健康产业板块。

目前,宜兴农业主要与公司控股股东苏宁环球集团子公司发生业

务,该业务都是正常合理的市场交易行为。未来公司收购宜兴农业后,宜兴农业仍将会与控股股东子公司发生部分关联交易,公司将采取有效措施,确保交易行为客观公正关联交易价格公允,并逐步减少关联交易数额,保证公司及中小股东的利益不受损害。

公司收购宜兴农业,投资重点在于宜兴农业目前的经营优势及区域市场影响力,未来康养产业市场发展空间较大。公司未来在宜兴农业发展康养产业与公司正在实施的大健康产业转型方向相一致,宜兴农业的康养产业发展有益于增厚公司大健康产业板块,进一步提升公司价值。

综合上述情况,董事会同意公司收购宜兴农业 100%的股权。

公司选聘有证券从业资格的审计和评估机构对宜兴农业进行审计和评估,经评估宜兴农业全部股权评估值为 37,082.70 万元,经双方协商确定最终成交价为 33,374.40 万元。

截止三季度末,公司货币资金 35.69 亿元,公司目前除正在实施不低于 4 亿元不高 8 亿元的股份回购外,没有其他重大资金支出,公司支付 3.3 亿元的收购金额不会对公司经营和财务造成重大影响。

#### 四、独立董事意见

公司独立董事认为:

公司收购宜兴农业 100%股权事宜构成关联交易,本次关联交易定价以具有证券从业资格的评估机构出具的评估结果为依据并经双方确定,交易价格公允合理。本次收购选聘评估机构在评估过程中实施了相应的评估程序,遵循了独立性、客观性、科学性、公正性等原则,运用了合规且符合标的资产实际情况的评估方法。因此,资产评

估价值公允、准确，评估结论具备合理性。

公司收购宜兴农业后以田园养生、休闲旅游为突破口进入康养产业，有利于发挥公司地产项目运作的经营优势，康养产业也符合公司大健康产业的发展范畴，能够进一步增厚公司健康产业板块。公司目前资金充沛，本次收购不会对公司经营和财务造成重大影响。本次交易符合公司的长远规划及战略发展，能够进一步整合公司资源，加快公司发展，提高公司整体价值。

本次交易事项的审议、表决程序符合法律、法规及规范性文件以及《公司章程》的规定；关联董事在表决时进行了回避，表决结果合法、有效，未发现有损害公司和全体股东尤其是中小股东权益的情形发生。

建议公司管理层尽快制定周密科学的市场开发计划，采取有效措施防范市场风险，积极推动宜兴农业及公司康养产业的发展，不断提升公司健康产业的经营能力，为公司全体股东带来更多回报。

**五、公司将在补充公告里加入“就拟购买标的公司而进入新行业进行特别风险提示”。具体内容如下：**

公司目前主营业务为房地产开发，本次收购完成后公司进入新行业的经营与管理，该行业与公司所处的地产行业在盈利模式、日常运营管理、市场等方面均有一定程度的差异。上市公司进入新的行业，缺乏相应行业经验，因此，交易完成后，上市公司存在整合风险。一旦不能有效整合，则将对上市公司经营业绩、业务发展以及可持续产生较大影响。公司将建立科学的决策体系，完善的管理机制，对宜兴农业进行充分有效的管理，以降低未来投资不达预期的风险，确保项目的正常运作。

公司将根据事项的进展情况严格按照相关规定及时履行信息披露义务，敬请投资者注意投资风险。

**4. 本次交易选用收益法评估结果作为评估结论，请你公司根据《主板信息披露业务备忘录第6号—资产评估相关事宜》的规定，补充披露：（1）你公司董事会对评估价值分析原理、计算模型及采用的折现率等重要评估参数，预期各年度收益或现金流量等重要评估依据及评估结论的合理性发表的意见。（2）采用收益法进行评估的价值分析原理、计算模型及采用的折现率等重要评估参数，预期各年度收益或现金流量等重要评估依据，充分说明有关参数、评估依据确定的理由。（3）补充披露资产基础法评估结果，并说明与收益法评估结果差异巨大的原因及合理性。**

答：

**问题（1）回复如下：**

我公司董事会认可评估价值分析原理及计算模型，并认为评估机构采用的折现率等评估参数较为合理，预期各年度收益或现金流量等重要评估依据较为充分，评估结论客观的体现了被评估企业的股东全部权益的市场价值，评估结论较为合理。

**问题（2）回复如下：**

**1、采用收益法进行评估的价值分析原理：**

企业价值评估中的收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。运用收益法评估企业价值的基本原理是现值原理。

## 2、收益法的计算过程

本次评估首先确定基期数据，在分析宜兴苏宁农业历史数据的基础上确定基期数据。然后遵循我国现行的有关法律、法规，根据国家宏观政策、国家及地区的宏观经济状况，充分考虑企业的发展规划和经营计划、优势、劣势、机遇、风险等，尤其是企业所面临的市场环境和未来的发展前景及潜力，分析企业前几年数据，再根据企业发展规划及未来经营计划的分析来预测以后各年数据。

### 2.1、营业收入预测

宜兴苏宁农业收入主要分为苗木收入、旅游综合收入、苗木绿化收入以及承包出租收入四部分。

#### 历史年度销售收入

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
苗木收入	2,284,885.96	5,062,155.46	19,762,409.82	27,964,488.13
旅游综合收入			433,030.17	476,693.57
苗木绿化收入				2,202,735.34
承包出租收入	6,785,232.25	11,284,342.93	7,390,642.91	2,400,243.18
合计	<b>9,070,118.21</b>	<b>16,346,498.39</b>	<b>27,586,082.90</b>	<b>33,044,160.22</b>

针对以上四部分业务的构成，了解企业现有业务的开展情况、现有合同未执行完毕需在以后年份继续执行的情况，以及未来潜在合同的开发情况。在了解企业现有业务开展及已有合同的执行情况前提下，以及以往各年份企业业务开发能力的延续，预测未来各年份业务收入。

被评估单位与南京苏浦建设有限公司签订了未来业务战略合作协议，集团内部现有土地储备 200 万平方米，未来几年可开发住宅面积为 260 万平方米，按集团确定的 35%的绿化面积和 400 元/平方的绿化配套，被评估单位作为集团地产唯一指定的苗木供应单位，苗木

收入以及苗木绿化收入在 2019 年将迎来爆发式增长，并在未来年度逐步保持稳定。2019 年被评估单位将再从徐舍政府流转 12000 亩土地，拟将其中 1000 亩扩大大树采苗区种植，以保障苗木经营的持续稳定增长。

公司目前主打的苏宁现代农业产业园定位为集农业观光、科普教育、会展交流、休闲娱乐、养生度假为一体的现代农业产业园。其中科技生态园为苏南单体最大，并集智慧农业展示和示范、科普、采摘体验于一体的现代农业展示基地，并且是宜兴市中小学秋游活动指定单位之一，已与宜兴市陶都小学、宜兴市丁蜀实验中学等签订了旅游合同，成人票价 70 元/人，学生票价 45 元/人。成人与学生的入园比例约为 1: 4，则平均票价为 50 元/人。2018 年 10 月底入园人数已达 5 万人次，另学生入园人均消费约 15 元，预计未来每年入园人次为 68000 人次。

收入预测详见下表：

内容	预测年度					
	2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
苗木收入	27,964,488.13	218,176.78	39,382,041.47	51,141,386.85	61,332,819.52	70,505,108.93
旅游综合收入	97,500	3,770,000	4,030,000	4,160,000	4,420,000	4,420,000
旅游人次	1,500	58,000	62,000	64,000	68,000	68,000
票价	50	50	50	50	50	50
门票收入	75,000	2,900,000	3,100,000	3,200,000	3,400,000	3,400,000
人均消费	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
消费收入	22,500	870,000	930,000	960,000	1,020,000	1,020,000
苗木绿化收入	500,000.00	3,351,391.82	4,155,725.86	5,153,100.06	6,389,844.08	6,389,844.08
承包出租收入	5,628,456.82	8,751,283.00	9,538,898.47	10,397,399.33	11,333,165.27	11,333,165.27
合计	6,444,133.60	55,254,716.29	68,866,011.18	81,043,318.92	92,648,118.28	92,648,118.28

## 2.2、营业成本预测

主营业务成本包括苗木成本、旅游综合成本、苗木绿化成本以及

承包出租成本。2015-2018 年历史数据显示，企业的主营业务成本主要来自人工费以及材料费，这是由企业的经营特点决定的。

主营业务历史各类产品的成本及毛利率情况如下所示：

序号	明细项	历史数据			
		2015	2016	2017	2018 (1-9)
1	苗木成本	1,437,610.75	2,263,552.45	4,126,242.56	8,302,687.61
2	旅游综合成本			155,515.24	280,249.91
3	苗木绿化成本			-	1,477,561.25
4	承包出租成本	6,210,711.65	8,548,886.22	3,830,939.77	2,329,060.13
	其他			22,058.00	
	合计	<b>7,648,322.40</b>	<b>10,812,438.67</b>	<b>8,134,755.57</b>	<b>12,389,558.90</b>

通过对历史数据分析以及未来年度收入成本分析，企业苗木种植的平均毛利水平为 60%，根据未来旅游综合收入规划，通过计算得出 2018 年度旅游综合收入毛利率为 64%，苗木绿化的毛利率为 33%，承包出租的毛利率为 36%。

2018 年 10 月至 2023 年主营业务成本技术开发成本预测如下：

单位：人民币元

内容	预测年度					
	2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
苗木成本	86,290.45	15,575,875.14	20,226,779.17	24,257,562.66	27,885,267.81	27,885,267.81
旅游综合成本	35,015.43	1,353,929.81	1,447,304.28	1,493,991.51	1,587,365.98	1,587,365.98
苗木绿化成本	335,392.37	2,248,062.49	2,787,597.49	3,456,620.88	4,286,209.89	4,286,209.89
承包出租成本	537,865.88	5,583,048.60	6,085,522.98	6,633,220.05	7,230,209.85	7,230,209.85
合计	994,564.13	24,760,916.04	30,547,203.91	35,841,395.10	40,989,053.53	40,989,053.53

### 2.3、税金及附加预测

根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第十六条、农业生产者销售的自产农业产品免征增值税，即苗木收入及苗木绿化收入部分不考虑增值税；

根据《财政部 国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试

点的通知》(财税〔2016〕36号)附件3 营业税改征增值税试点过渡政策的规定：“将土地使用权转让给农业生产者用于农业生产免征增值税。土地出租收入主要是出租差价，该部分收入也不需要考虑增值税。

故税金及附加部分的销项税只考虑了旅游综合收入，主营业务税金及附加主要包括城建税和教育费附加以及印花税。其中城建税和教育费附加主要来源于实缴增值税，税率分别为5%和5%。根据未来收入成本的预测和对历史数据的分析，预测企业未来5年的主营业务税金及附加。

2018年10月至2023年主营业务税金及附加预测如下：

单位：人民币元

内容	预测年度					
	2018年10-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
城建税	146	5,655	6,045	6,240	6,630	6,630
教育费附加	146	5,655	6,045	6,240	6,630	6,630
印花税	658	7,079	8,795	10,340	11,822	11,822
合计	951	18,389	20,885	22,820	25,082	25,082

## 2.4、经营费用预测

经营费用包括福利费、广告费、宣传费、低值易耗品摊销以及运杂费等。根据历史数据，经营费用占主营业务收入的比例很小，在0.57%~1.71%之间，根据未来主营业务收入的预测和对经营费用历史数据的分析，对企业未来5年的经营费用进行预测。

2018年10月至2023年营业费用预测如下：

单位：人民币元

内容	预测年度					
	2018年10-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
办公费	124	1,063	1,325	1,560	1,783	1,783

车辆费用	1,286	11,030	13,747	16,178	18,494	18,494
业务招待费	293	1,173	1,173	1,173	1,173	1,173
福利费	2,667	11,200	11,760	12,348	12,965	13,614
广告费	3,376	28,946	36,077	42,456	48,535	48,535
宣传费	24,452	209,658	261,304	307,510	351,543	351,543
低值易耗品摊销	46,078	395,096	492,423	579,496	662,476	662,476
运杂费	12,362	105,996	132,106	155,466	177,728	177,728
教育经费	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
物料消耗	11,747	100,720	125,531	147,728	168,881	168,881
其他	3,707	31,787	39,617	46,622	53,298	53,298
<b>合计</b>	<b>107,892</b>	<b>898,469</b>	<b>1,116,864</b>	<b>1,312,337</b>	<b>1,498,678</b>	<b>1,499,326</b>

## 2.5、管理费用

管理费用主要包括折旧和管理人员的工资、劳动保险费、职工教育经费、办公费、差旅费、业务招待费及其他费用等变动费用。

职工薪酬包括工资、五险一金、及福利费等，参考人事部门提供的未来年度人工需求量因素，并考虑近几年当地社会平均工资的增长水平，预测未来年度员工人数、工资总额

对折旧费，遵循了企业执行的一贯会计政策，按照预测年度的实际固定资产规模，采用直线法计提。永续年度按年金确定资本性支出，同时确定当年的折旧费用。

其他管理费用主要是公司运营过程中产生的劳动保险费、职工教育经费、办公费、差旅费、业务招待费及其他费用等，我们根据其在历史年度中的支付水平，以企业发展规模和收入水平为基础，预测未来年度中的其他管理费用。

预测管理费用未来年度具体数据如下：

单位：人民币元

内容	预测年度					
	2018年10-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
折旧	415,805	1,663,219	1,663,219	1,663,219	1,663,219	1,663,219

办公费	20,784	178,207	222,106	261,380	298,808	298,808
车辆费	15,590	133,676	166,606	196,066	224,141	224,141
差旅费	6,377	54,679	68,148	80,199	91,682	91,682
通讯费	19,554	167,660	208,961	245,911	281,123	281,123
交通费	9,086	77,906	97,097	114,267	130,629	130,629
水费	4,298	36,853	45,931	54,053	61,793	61,793
电费	15,586	133,642	166,562	196,015	224,083	224,083
业务招待费	25,000	32,000	32,000	32,000	32,000	32,000
工资	301,582	1,519,406	1,595,376	1,633,153	1,667,211	1,750,501
福利费	106,827	203,090	213,245	218,744	221,949	223,432
工会经费	4,350	3,931	33,708	42,011	49,440	56,519
教育经费	2,500	2,800	2,800	2,800	2,800	2,800
劳动保护费	5,000	953	8,172	10,185	11,986	13,703
社会统筹	133,960	331,895	348,490	358,333	364,887	364,887
住房公积金	15,374	41,417	43,487	43,642	43,736	43,736
审计咨询费		60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
物料消耗	33,676	270,000	270,000	270,000	270,000	270,000
修理费		600	600	600	600	600
律师诉讼费	3,979	34,113	42,517	50,035	57,200	57,200
财产保险费	1,656	14,197	17,695	20,824	23,806	23,806
劳务费	4,753	40,757	50,797	59,780	68,340	68,340
印刷费	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500
其他	40,891	350,614	436,983	514,253	587,891	587,891
<b>合计</b>	<b>1,193,126</b>	<b>5,358,117</b>	<b>5,801,002</b>	<b>6,133,971</b>	<b>6,443,824</b>	<b>6,537,392</b>

## 2.6、财务费用

企业没有银行借贷，财务费用主要是银行手续费、关联方借款利息支出。

2018年10月至2023年财务费用不作预测。

## 2.7、所得税

根据上述一系列的预测，可以得出被评估企业未来各年度的利润总额，在此基础上，按照被评估企业执行的企业所得税率，对未来各年的所得税和净利润予以估算。所得税率按25%进行计算。

所得税预测如下表：

金额单位：人民币元

项目/年份	2018年10-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
所得税	980,486	1,108,793	1,235,766	1,341,917	1,466,471	1,463,309

## 2.8、资本性支出预测

基于持续经营假设，需在未来年度考虑一定的资本性支出，以维持企业的基本再生产。本次评估对资本性支出分两类，一类为原有资产的更新支出，即为维持企业简单再生产的资产更新改造支出，另一类为适应企业生产规模扩大需新增的资本性支出。本次评估对于更新资本性支出主要根据企业资产规模，结合资产的经济使用年限合理确定，对于新增资本性支出主要依据企业发展规划及资产的购置计划进行预计。稳定年度资本性支出水平基本与折旧水平持平。

2018年10月至2023年资本性支出预测如下：

单位：人民币元

内容	预测年度					
	2018年10-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
房屋建筑物	367,195	1,468,780	1,468,780	1,468,780	1,468,780	1,468,780
机器设备和运输设备	5967.83	23871.31	23871.31	23871.31	23871.31	23871.31
电子设备	64643.02	258572.07	258572.07	258572.07	258572.07	258572.07
<b>合计</b>	<b>437,806</b>	<b>1,751,223</b>	<b>1,751,223</b>	<b>1,751,223</b>	<b>1,751,223</b>	<b>1,751,223</b>

## 2.9 折旧和摊销费用的预测

企业固定资产主要包括房屋建筑物、机器设备、运输设备以及电子设备等。固定资产按取得时的实际成本计价。本次评估，基于企业现有资产规模，并考虑评估基准日后新增资本性支出，按照企业的固定资产折旧政策估算未来经营期的折旧额。

2018年10月至2023年折旧预测如下：

单位：人民币元

内容	预测年度					
	2018年10-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
房屋建筑物	367,195	1,468,780	1,468,780	1,468,780	1,468,780	1,468,780
机器设备	4,044	16,176	16,176	16,176	16,176	16,176
运输设备	1,924	7,695	7,695	7,695	7,695	7,695
电子设备	64,643	258,572	258,572	258,572	258,572	258,572
合计	437,806	1,751,223	1,751,223	1,751,223	1,751,223	1,751,223

## 2.10、营运资金的预测

营运资本=非现金流动资产-不含有息负债的流动负债

通过对企业资产负债表各项目构成内容的分析，预测期营运资金中流动资产由货币资金、应收账款、预付账款、存货 4 个科目构成，其中应收票据视同应收账款；流动负债由应付账款和预收账款 2 个科目构成。

本次评估对流动资产及流动负债各部分根据周转（付现）次数进行分别预测，然后预测出预测年度的营运资金，进而预测出营运资金追加额。具体预测如下：

单位：人民币元

内容	预测年度					
	2018年10-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
年需营运资金	27,078,691	44,521,593	55,123,662	64,706,470	73,934,290	73,946,435
营运资金追加额	-24,269,473	17,442,902	10,602,070	9,582,808	9,227,820	12,146

## 2.11、折现率的选取

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估值的重要参数。由于被评估单位不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次评估采用选取对比公司进行分析计算的方法估算被评估单位期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数  $\beta$  (Levered Beta)；第二步，根

据对比公司资本结构、对比公司  $\beta$  以及被评估单位资本结构估算被评估单位的期望投资回报率，并以此作为折现率。

#### 对比公司的选取

由于被评估企业为盈利企业，并且主营业务为苗木销售，因此在本次评估中，我们初步采用以下基本标准作为筛选对比公司的选择标准：

对比公司近两年为盈利公司；

对比公司必须为至少有两年上市历史；

对比公司只发行人民币 A 股；

对比公司所从事的行业或其主营业务为苗木及苗木绿化，或者受相同经济因素的影响，并且主营该行业历史不少于 2 年。

根据上述四项原则，我们利用同花顺数据系统进行筛选，最终选取了以下 3 家上市公司作为对比公司：

①对比公司一：美丽生态

证券代码：000010.SZ      上市日期：1995-10-25

成立日期：1989-01-09      注册资本：81,985.4713 万元

注册地址：广东省深圳市宝安区西乡街道宝安桃花源科技创新园主园 A 栋孵化大楼 321-322 室

公司简介：深圳美丽生态股份有限公司 2013 年股权分置改革完成后，主营业务确定为园林绿化业务。目前公司两家全资子公司具有风景园林工程设计专项甲级、市政行业设计专业乙级、工程设计（建筑工程）乙级及文物保护工程勘察古建筑设计丙级、旅游规划设计资质证乙级、国家壹级城市园林绿化企业资质、市政公用工程施工总承包贰级（含多项增项）、绿化造林施工资质乙级、绿化造林设计资质

乙级等多项设计和施工资质，公司资质可比肩国内一线企业，具有较强的综合竞争力。

经营范围：投资与管理；制造计算机软硬件；计算系统服务；技术开发、技术服务、经济信息咨询；销售林木（不含种子）、花卉（不含种子）、草坪（不含种子）；机械设备、建筑材料；电子产品、体育用品；货物进出口；代理进出口；技术进出口。

主要产品名称：燃气销售服务、园林建设、园林设计、苗木销售

②对比公司二：东方园林

证券代码：000010.SZ      上市日期：2009-11-26

成立日期：2001-09-12      注册资本：268,546.20 万元

注册地址：北京市朝阳区酒仙桥北路甲 10 号院 104 号楼 6 层 601 号

公司简介：北京东方园林环境股份有限公司创立于 1992 年，2009 年成为中国园林行业第一家上市公司。作为国际领先的生态运营商，东方园林以“心系地球”为使命，专注于环境治理和危废处置双主业，形成了集规划设计、技术研发、工程建设、投资运营为一体的生态价值提升产业链，在治理危废固废、改善生态环境、助力产业提升、促进就业等方面做出了突出贡献。公司主营业务是生态湿地、园林建设和水利市政等设计施工，向政府提供集生态城市规划、水利工程设计、市政工程施工一体化的全产业链服务。公司当前拥有 330 多项水环境治理方向专利及 130 多项危废处置技术专利。

经营范围：水污染治理；研究、开发、种植、销售、养护园林植物；园林环境景观的设计、园林绿化工程和园林维护；销售建筑材料、园林机械设备、体育用品、花卉、日用品、电子产品、计算机、软件

及辅助设备、工艺品、玩具、文具用品；技术开发；投资与资产管理；企业管理服务；汽车尾气治理；烟气治理；废气治理；大气污染治理；噪声、光污染治理；辐射污染治理；地质灾害治理；固体废弃物污染治理；出租办公用房；工程勘察设计；测绘服务；规划管理；游览景区管理；社会经济咨询；体育运动项目经营（高危运动项目除外）；承办展览展示；组织文化艺术交流活动；市场调查；设计、制作、代理、发布广告；旅游信息咨询；旅游资源开发；技术服务；计算机系统服务；企业策划；产品设计；电脑图文设计、制作；电脑动画设计；技术咨询；以下项目限外埠分支机构经营：林木育苗、花卉种植。

主要产品名称：工程建设、环保业务、设计规划、苗木

### ③对比公司三：棕榈股份

证券代码：002431.SZ                      上市日期：2010-06-09

成立日期：1991-12-19                      注册资本：148,698.55 万元

注册地址：广东省中山市小榄镇绩西祥丰中路 21 号

公司简介：棕榈生态城镇发展股份有限公司是一家以风景园林景观设计和营建、苗木销售为主业的企业,公司主要从事与园林规划设计、园林绿化、园林建筑、喷泉、市政工程;种植、销售花卉苗木、阴生植物,业务涵盖了风景园林项目建设的全过程,其中,景观设计和园林工程施工业务占公司主营业务收入的比例超过 90%.公司具有原建设部颁发的城市园林绿化一级资质(2000 年获得)和住建部颁发的风景园林工程设计专项甲级资质(2008 年获得)的综合性园林企业。

经营范围：城镇化建设投资；城镇及城镇基础设施的规划设计、配套建设、产业策划运营；生态环境治理、土壤修复、水处理；智能服务；项目投资、投资管理；市政工程、园林绿化工程施工和园林养

护；风景园林规划设计、城乡规划设计、旅游规划设计、建筑设计、市政工程设计、园林工程监理；销售园林工程材料及园艺用品；研究、开发、种植、销售园林植物；经营本企业自产产品及技术的进出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料及技术的进口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外。

主要产品名称：园林工程、景观设计、苗木销售、生态城镇

加权资金成本的确定（WACC）

WACC 代表期望的总投资回报率。它是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

在计算总投资回报率时，第一步需要计算，截至评估基准日，股权资金回报率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步，计算加权平均股权回报率和债权回报率。

#### 1) 股权回报率的确定

为了确定股权回报率，我们利用资本定价模型（Capital Asset Pricing Model or “CAPM”）。CAPM 是通常估算投资者收益要求并进而求取公司股权收益率的方法。它可以用下列公式表述：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

其中： $R_e$  为股权回报率； $R_f$  为无风险回报率； $\beta$  为风险系数； $ERP$  为市场风险超额回报率； $R_s$  为公司特有风险超额回报率

##### ①无风险收益率 $R_f$ 的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。

我们在沪、深两市选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过 10 年期的国债，并计算其到期收益率，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，我们以下述国债到期收益率的平均值 4.09% 作为本次评估的无风险收益率。详见《国债到期收益率计算表》。

2018 年 9 月 30 日剩余年限十年以上国债到期收益率（复利）

证券代码	证券名称	剩余期限(年)	剩余十年以上国债到期收益率（复利）
019594.SH	18 国债 12	49.64	4.1685
101812.SZ	国债 1812	49.64	4.1685
180012.IB	18 付息国债 12	49.64	4.1749
019581.SH	17 国债 26	49.14	4.4132
101726.SZ	国债 1726	49.14	4.4132
170026.IB	17 付息国债 26	49.14	4.0471
019565.SH	17 国债 11	48.64	4.1176
101711.SZ	国债 1711	48.64	4.1176
170011.IB	17 付息国债 11	48.64	4.1239
019554.SH	16 国债 26	48.14	3.5069
101626.SZ	国债 1626	48.14	3.5069
160026.IB	16 付息国债 26	48.14	3.5078
019541.SH	16 国债 13	47.64	4.2145
101613.SZ	国债 1613	47.64	4.1941
160013.IB	16 付息国债 13	47.64	4.4592
019528.SH	15 国债 28	47.15	4.2193
101528.SZ	国债 1528	47.15	4.1913
150028.IB	15 付息国债 28	47.15	4.4327
019510.SH	15 国债 10	46.65	4.1793
101510.SZ	国债 1510	46.65	4.0745
150010.IB	15 付息国债 10	46.65	4.0333
019427.SH	14 国债 27	46.15	4.2599
101427.SZ	国债 1427	46.15	4.2805
140027.IB	14 付息国债 27	46.15	4.1084
019410.SH	14 国债 10	45.65	4.7196
101410.SZ	国债 1410	45.65	4.7196
140010.IB	14 付息国债 10	45.65	4.7291
019324.SH	13 国债 24	45.13	5.3746
101324.SZ	国债 1324	45.13	5.3746
130024.IB	13 付息国债 24	45.13	4.0157
019310.SH	13 国债 10	44.64	4.2807
101310.SZ	国债 1310	44.64	4.2807

130010.IB	13 付息国债 10	44.64	4.0864
019220.SH	12 国债 20	44.13	4.3928
101220.SZ	国债 1220	44.13	4.3928
120020.IB	12 付息国债 20	44.13	4.3414
019208.SH	12 国债 08	43.63	4.2909
101208.SZ	国债 1208	43.63	4.2909
120008.IB	12 付息国债 08	43.63	3.9392
019123.SH	11 国债 23	43.11	4.3723
101123.SZ	国债 1123	43.11	4.3723
110023.IB	11 付息国债 23	43.11	3.9332
019112.SH	11 国债 12	42.65	4.5255
101112.SZ	国债 1112	42.65	4.5255
110012.IB	11 付息国债 12	42.65	4.2146
019037.SH	10 国债 37	42.13	4.4437
100037.IB	10 付息国债 37	42.13	3.9229
101037.SZ	国债 1037	42.13	4.4437
019014.SH	10 国债 14	41.65	4.0665
100014.IB	10 付息国债 14	41.65	3.8923
101014.SZ	国债 1014	41.65	4.0167
019930.SH	09 国债 30	41.17	4.3417
090030.IB	09 付息国债 30	41.17	4.3429
100930.SZ	国债 0930	41.17	4.3417
019599.SH	18 国债 17	29.81	4.2124
101817.SZ	国债 1817	29.81	4.0052
180017.IB	18 付息国债 17	29.81	4.2308
019588.SH	18 国债 06	29.47	4.2612
101806.SZ	国债 1806	29.47	4.2612
180006.IB	18 付息国债 06	29.47	4.2364
019577.SH	17 国债 22	29.06	3.9854
101722.SZ	国债 1722	29.06	4.3216
170022.IB	17 付息国债 22	29.06	4.2208
019569.SH	17 国债 15	28.81	4.1567
101715.SZ	国债 1715	28.81	4.0869
170015.IB	17 付息国债 15	28.81	4.2394
019559.SH	17 国债 05	28.39	3.8015
101705.SZ	国债 1705	28.39	3.8015
170005.IB	17 付息国债 05	28.39	4.2412
019547.SH	16 国债 19	27.89	4.1943
101619.SZ	国债 1619	27.89	3.2936
160019.IB	16 付息国债 19	27.89	4.2921
019536.SH	16 国债 08	27.57	4.2188
101608.SZ	国债 1608	27.57	3.5477

160008.IB	16 付息国债 08	27.57	4.3133
019525.SH	15 国债 25	27.05	3.7713
101525.SZ	国债 1525	27.05	3.7713
150025.IB	15 付息国债 25	27.05	4.3834
019517.SH	15 国债 17	26.82	4.1609
101517.SZ	国债 1517	26.82	3.9747
150017.IB	15 付息国债 17	26.82	4.2134
019425.SH	14 国债 25	26.07	4.3418
101425.SZ	国债 1425	26.07	3.2809
140025.IB	14 付息国债 25	26.07	4.0346
019416.SH	14 国债 16	25.81	4.8112
101416.SZ	国债 1416	25.81	4.8112
140016.IB	14 付息国债 16	25.81	3.7414
019325.SH	13 国债 25	25.19	3.7852
101325.SZ	国债 1325	25.19	5.1083
130025.IB	13 付息国债 25	25.19	4.3185
019319.SH	13 国债 19	24.96	4.0325
101319.SZ	国债 1319	24.96	4.8127
130019.IB	13 付息国债 19	24.96	3.9733
019213.SH	12 国债 13	23.84	4.1580
101213.SZ	国债 1213	23.84	4.1580
120013.IB	12 付息国债 13	23.84	3.7690
019212.SH	12 国债 12	23.74	3.9783
101212.SZ	国债 1212	23.74	4.1073
120012.IB	12 付息国债 12	23.74	3.9854
019116.SH	11 国债 16	22.73	4.1784
101116.SZ	国债 1116	22.73	4.5458
110016.IB	11 付息国债 16	22.73	3.8571
019105.SH	11 国债 05	22.40	3.8931
101105.SZ	国债 1105	22.40	4.3512
110005.IB	11 付息国债 05	22.40	3.8355
019040.SH	10 国债 40	22.19	4.2700
100040.IB	10 付息国债 40	22.19	3.9635
101040.SZ	国债 1040	22.19	4.2700
019026.SH	10 国债 26	21.88	3.9949
100026.IB	10 付息国债 26	21.88	4.0063
101026.SZ	国债 1026	21.88	3.9949
019023.SH	10 国债 23	21.83	3.3677
100023.IB	10 付息国债 23	21.83	4.0063
101023.SZ	国债 1023	21.83	3.9948
019018.SH	10 国债 18	21.72	4.0663
100018.IB	10 付息国债 18	21.72	3.9858

101018.SZ	国债 1018	21.72	4.0663
019003.SH	10 国债 03	21.42	4.1183
100003.IB	10 付息国债 03	21.42	3.8737
101003.SZ	国债 1003	21.42	4.1183
019925.SH	09 国债 25	21.04	4.5982
090025.IB	09 付息国债 25	21.04	4.3041
100925.SZ	国债 0925	21.04	4.2195
019905.SH	09 国债 05	20.52	4.0565
090005.IB	09 付息国债 05	20.52	3.4164
100905.SZ	国债 0905	20.52	4.0565
019820.SH	08 国债 20	20.06	3.9442
080020.IB	08 国债 20	20.06	3.4724
100820.SZ	国债 0820	20.06	3.9442
019806.SH	08 国债 06	19.60	4.5456
080006.IB	08 国债 06	19.60	3.8765
100806.SZ	国债 0806	19.60	4.5456
010706.SH	07 国债 06	18.63	4.3107
070006.IB	07 国债 06	18.63	3.9325
100706.SZ	国债 0706	18.63	4.3107
019521.SH	15 国债 21	16.98	3.9789
101521.SZ	国债 1521	16.98	3.7718
150021.IB	15 付息国债 21	16.98	3.9878
019508.SH	15 国债 08	16.57	3.9675
101508.SZ	国债 1508	16.57	4.1276
150008.IB	15 付息国债 08	16.57	3.8697
019417.SH	14 国债 17	15.86	4.6782
101417.SZ	国债 1417	15.86	4.6782
140017.IB	14 付息国债 17	15.86	3.7161
019409.SH	14 国债 09	15.58	4.8216
101409.SZ	国债 1409	15.58	4.8216
140009.IB	14 付息国债 09	15.58	3.8064
030014.IB	03 国债 14	15.21	1.6386
019316.SH	13 国债 16	14.87	2.9417
101316.SZ	国债 1316	14.87	4.3615
130016.IB	13 付息国债 16	14.87	3.9616
019309.SH	13 国债 09	14.56	2.9789
101309.SZ	国债 1309	14.56	4.0254
130009.IB	13 付息国债 09	14.56	3.4245
019218.SH	12 国债 18	13.99	4.0108
101218.SZ	国债 1218	13.99	4.1380
120018.IB	12 付息国债 18	13.99	3.9650
020005.IB	02 国债 05	13.65	3.8606

019206.SH	12 国债 06	13.56	4.0659
101206.SZ	国债 1206	13.56	4.0659
120006.IB	12 付息国债 06	13.56	3.7283
019110.SH	11 国债 10	12.58	2.9230
101110.SZ	国债 1110	12.58	4.1885
110010.IB	11 付息国债 10	12.58	3.7507
019029.SH	10 国债 29	11.92	3.8945
100029.IB	10 付息国债 29	11.92	3.8435
101029.SZ	国债 1029	11.92	3.8526
019009.SH	10 国债 09	11.54	4.1287
100009.IB	10 付息国债 09	11.54	3.8299
101009.SZ	国债 1009	11.54	3.9948
019920.SH	09 国债 20	10.91	4.0350
090020.IB	09 付息国债 20	10.91	3.6801
100920.SZ	国债 0920	10.91	4.0350
019902.SH	09 国债 02	10.39	3.8909
090002.IB	09 国债 02	10.39	3.7271
100902.SZ	国债 0902	10.39	3.8909
平均值			<b>4.09</b>

数据来源：wind

## ② 市场风险溢价 ERP 的确定

市场风险溢价（MRP），也称股权风险溢价（ERP），是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险收益率的回报率。

由于我国证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场，历史数据较短、市场波动幅度很大，存在较多非理性因素，并且存在大量非流通股，再加上我国对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，因此，直接采用我国证券市场历史数据得出的股权风险溢价有一定的局限性。而以美国证券市场为代表的成熟证券市场，由于有较长的历史数据，且市场有效性较强，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到。国际上对新兴市场的风险溢价通常采用成熟市场的风险溢价进行调整确定（以美国金融学家 Aswath Damodaran 为代表的

观点), 公式如下:

市场风险溢价=成熟股票市场的长期平均风险溢价+国家补偿额  
=成熟股票市场的长期平均风险溢价+国家违约补偿额 $\times(\sigma$  股票/ $\sigma$  国债)

式中: 成熟股票市场的风险溢价, AswathDamodaran 采用 1928 年至今美国股票市场标准普尔 500 指数和国债收益率数据, 计算得到成熟股票市场的长期平均风险溢价 6.38%;

国家违约补偿额: 根据国家债务评级机构 Moody's Investors Service 对中国的债务评级为 A1, 转换为国家违约补偿额为 0.72%;

$\sigma$  股票/ $\sigma$  国债: 以全球平均的股票市场相对于债券的收益率标准差的平均值 1.12 来计算, 则:

中国的市场风险溢价=6.38%+0.72% $\times$ 1.12=7.19%。

因此本次评估根据上述测算思路和公式计算确定市场风险溢价为 7.19%.

### ③权益系统风险系数 $\beta$ 的确定

#### a.确定对比公司相对于股票市场风险系数 $\beta$ (Levered $\beta$ ):

目前中国国内 Wind 资讯公司是一家从事于  $\beta$  的研究并给出计算  $\beta$  值计算公式的公司, 其股票市场指数选择的是沪深 300 指数, 与我们在估算国内股票市场 ERP 时采用的是沪深 300 指数相匹配。

本次评估我们是选取 Wind 资讯公司公布的  $\beta$  计算器计算对比公司的  $\beta$  值, 上述  $\beta$  值是含有对比公司自身资本结构的  $\beta$  值。

b.计算对比公司 Unlevered  $\beta$  和估算被评估单位 Unlevered  $\beta$ :  
根据以下公式, 我们可以分别计算对比公司的 Unlevered  $\beta$

$$\text{Unlevered}\beta=\text{Levered}\beta/[1+(1-T)\times D/E]$$

式中：D—债权价值；E—股权价值；T—适用所得税率。

将对对比公司的 Unlevered $\beta$  计算出来后，取其平均值作为被评估单位的 Unlevered $\beta$ 。

### c.确定被评估单位的资本结构比率

在确定被评估企业目标资本结构时我们参考了以下两个指标：

被对比公司资本结构平均值；

被评估企业自身账面价值计算的资本结构。

最后综合上述两项指标确定被评估企业目标资本结构。

### ④估算被评估单位在上述确定的资本结构比率下的 Levered $\beta$

我们将已经确定的被评估单位资本结构比率代入到如下公式中，计算被评估单位 Levered $\beta$ ：

$$\text{Levered}\beta = \text{Unlevered}\beta \times [1 + (1 - T) \times D/E]$$

式中：D—债权价值；E—股权价值；T：适用所得税率(取 25%)；

### ⑤企业特定风险调整系数 $R_s$ 的确定：

经过综合分析和考虑，设定被评估企业特定风险调整系数  $R_c$  为 3.0%，具体情况如下表：

序号	叠加内容	说明	取值 (%)
1	企业规模	企业规模为中型企业	0.3
2	企业所处经营阶段	企业处在经营上升阶段	0.3
3	历史经营情况	企业成立时间较长，近几年经营较好好，	0.3
4	企业的财务风险	企业的资产负债率一般	0.3
5	企业业务市场的连续性	业务市场的连续性较好	0.4
6	企业经营业务、服务和地区的分布	市场分布国内、国外均涉及，但在国内经营尚需加强	0.4
7	企业内部管理及控制机制	企业的内部管理和控制机制比较完善	0.4
8	管理人员的经验和资历	企业管理人员的经验丰富	0.3
9	对主要客户及供应商的依赖	对主要客户的及供应商的依赖度不高	0.3
合计			3.0

### ⑥计算现行股权收益率 $R_e$

将恰当的数据代入 CAPM 公式中，我们就可以计算出对被评估单位的股权期望回报率，计算过程如下：

$$\begin{aligned} Re &= 4.09\% + 0.72 \times 7.19\% + 3.00\% \\ &= 12.25\% \end{aligned}$$

## 2) 债权期望回报率的确定

在中国，对债权收益率的一个合理估计是将市场公允短期和长期银行贷款利率结合起来的一个估计。评估基准日有效的一年期贷款利率是 4.35%，我们采用该利率作为我们的债权年期望回报率。

## 3) 被评估企业折现率 WACC 的确定

股权期望回报率和债权回报率可以用加权平均的方法计算总资本加权平均回报率。权重评估对象实际股权、债权结构比例。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

其中：WACC 为加权平均总资本回报率；E 为股权价值；Re 为期望股本回报率；D 为付息债权价值；Rd 为债权期望回报率；T 为企业所得税率。

根据上述计算得到：

$$\begin{aligned} WACC &= 12.25\% \times 100\% + 4.35\% \times (1-25\%) \times 0\% \\ &= 12.25\% \end{aligned}$$

被评估单位总资本加权平均回报率为 12.25%，我们以其作为被评估公司的折现率。

## 12. 溢余资产、非经营性资产与负债

### 1) 溢余资产

公司货币资金 348,189.44 元，公司上年平均付现成本=营业成本+

管理费用-折旧摊销。一般经营必备现金为上年月平均付现成本的两倍。经计算经营用必备现金为 1,780,033 元，则货币资金中不存在溢余资产。

## 2) 非经营性资产

在评估基准日，企业存在如下非经营性资产：

预付账款中的拆迁款 77,414,000.00 属非经营性资产，

综上，非经营性资产合计为 7741.4 万元。

## 3) 非经营性负债情况如下表所示：

非经营性负债明细表

序号	科目	单位名称	金额（元）	属性
1	其他应付款-往来款	苏宁环球集团有限公司	32,803,564.96	非经营性负债
2	其他应付款-往来款	社保中心	5,463.51	非经营性负债
	合计		32,809,028.47	

综上，非经营性负债 3280.90 万元。

## 13. 收益法评估值的计算

收益法评估计算及结果见下表：

金额单位：人民币万元

项目	预测年度						
	2018年10-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	稳定增长年度
营业收入	644	5,525	6,887	8,104	9,265	9,265	9264.81
营业成本	99	2,476	3,055	3,584	4,099	4,099	4098.91
营业税金及附加	0	2	2	2	3	3	
销售费用	11	90	112	131	150	150	
管理费用	119	536	580	613	644	654	653.74
财务费用	0	0	0	0	0	0	
净利润	317	2,311	3,014	3,639	4,223	4,213	4512.17
加回：折旧	44	175	175	175	175	175	175.12
扣减：资本性支出	44	175	175	175	175	175	175.12
营运资金追加额	-2,427	1,744	1,060	958	923	1	
企业自由现金流量	2,744	567	1,954	2,681	3,300	4,212	4512.17
折现率	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%
企业自由现金流现值	2,704.42	519.68	1,596.40	1,951.09	2,139.54	2,432.96	21,278.11

企业自由现金流现值和		32,622.20
减：付息债务		
加：溢余及非经营性资产		4,460.50
减：溢余负债		
企业全部股权价值：		37,082.70
评估基准日净资产账面价值		13,231.08
收益法评估值增值额		23,851.61
收益法评估值增值率		180.27%

综上所述，采用收益法对被评估单位股东全部权益于评估基准日的价值进行评估的结果为人民币 37,082.70 万元。

**5. 请你公司根据《主板信息披露业务备忘录第 6 号—资产评估相关事宜》的规定，在公告中就如下事项进行补充提示：公司在本次关联交易中的评估报告使用收益法，因此公司承诺在该交易完成后连续三个会计年度（含完成当年）的年度报告中以对比列示的方式披露相关标的资产的利润或现金流量预测数和实现数，凡相关标的资产利润或现金流量实现数低于预测数 10%—20%的，公司及其聘请的评估师将在股东大会及指定报刊上作出解释，并向投资者公开道歉；凡未来年度报告利润或现金流量实现数低于预测数 20%以上的，公司及评估师除公开解释并道歉以外，深交所将视情况，根据规定对公司董事会或评估机构及相关人员采取监管措施。**

答：

公司将在补充公告中补充提示如下：

公司在本次关联交易中的评估报告使用收益法，因此公司承诺在该交易完成后连续三个会计年度（含完成当年）的年度报告中以对比列示的方式披露相关标的资产的利润或现金流量预测数和实现数，凡

相关标的资产利润或现金流量实现数低于预测数 10%—20%的，公司及其聘请的评估师将在股东大会及指定报刊上作出解释，并向投资者公开道歉；凡未来年度报告利润或现金流量实现数低于预测数 20%以上的，公司及评估师除公开解释并道歉以外，深交所将视情况，根据规定对公司董事会或评估机构及相关人员采取监管措施。

苏宁环球股份有限公司董事会

2018 年 12 月 28 日