

北京卓信大华资产评估有限公司对深圳证券交易所  
《关于对厦门三维丝环保股份有限公司的问询函》  
相关问题的反馈

**深圳证券交易所创业板公司管理部：**

贵所发来的创业板问询函〔2019〕第 235 号《关于对厦门三维丝环保股份有限公司的问询函》已收悉，我公司对相关问题组织项目组进行了认真的理解和研究并做如下回复，请做进一步审核。

2. 根据《资产置换协议》，厦门珀挺 100%股权与祥盛环保 51% 股权的交易价格均参考收益法评估结果确定为 4.6 亿元。以公告披露当日收盘价计算，乙方将获取你公司股份的市值约为 2.4 亿元，远远低于上述股权评估值。此外，祥盛环保 2019 年 1-5 月实现的净利润为 1,306 万元，不足 2018 年全年的 20%，综合毛利率从 2018 年的 38%下降至 23%，其 2020 年至 2022 年度的承诺净利润数分别为 8,000 万元、9,600 万元和 10,400 万元。

(1) 请补充说明祥盛环保收益法评估时选取的收入、毛利率、净利润、折现率等主要参数及确定依据。

回复：1. 祥盛环保收益法评估时选取的收入、毛利参数具体见下表：

主要产品名称	单位	预测数据					
		2019年 6-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
产品数量	吨	48,450.79	73,149.47	78,136.38	79,237.42	79,237.42	79,237.42
锌片	吨	2,576.24		-	-	-	-
粗铅	吨	1,171.08	1,789.47	2,408.38	2,563.02	2,563.02	2,563.02
处置费收入	吨	38,703.47	56,800.00	56,800.00	56,800.00	56,800.00	56,800.00
锌锭	吨	6,000.00	14,560.00	18,928.00	19,874.40	19,874.40	19,874.40

产品单价	万元/吨						
锌片	万元/吨	1.75					
粗铅	万元/吨	1.67	1.67	1.67	1.67	1.67	1.67
处置费收入	万元/吨	0.113344	0.12	0.12	0.13	0.14	0.14
锌锭	万元/吨	1.79	1.79	1.79	1.79	1.79	1.79
<b>产品收入</b>	<b>万元</b>	<b>21,597.56</b>	<b>35,843.74</b>	<b>45,043.98</b>	<b>47,353.34</b>	<b>47,725.98</b>	<b>48,117.24</b>
锌片	万元	4,501.33	-	-	-	-	-
粗铅	万元	1,955.94	2,988.77	4,022.48	4,280.77	4,280.77	4,280.77
处置费收入	万元	4,386.79	6,759.81	7,097.80	7,452.69	7,825.33	8,216.59
锌锭	万元	10,753.50	26,095.15	33,923.70	35,619.89	35,619.89	35,619.89
<b>产品毛利</b>	<b>万元</b>	<b>6,988.86</b>	<b>10,954.18</b>	<b>12,503.92</b>	<b>13,458.56</b>	<b>13,681.96</b>	<b>13,916.53</b>
锌片	万元	1,112.62	-	-	-	-	-
粗铅	万元	505.04	771.73	1,038.64	1,105.33	1,105.33	1,105.33
处置费收入	万元	2,629.95	4,052.61	4,255.24	4,468.00	4,691.40	4,925.97
锌锭	万元	2,741.26	6,129.84	7,210.04	7,885.22	7,885.22	7,885.22

评估时选取的收入、毛利确定依据如下：

### 收入确认的依据：

祥盛环保近二个历史年度收入构成主要为危废处置费收入、锌产品销售收入、铅产品销售收入、以及其他业务收入。

危废处置为公司的核心业务，也是毛利水平最高，利润贡献占比最重要的业务。危废处置作为政策扶持性产业，一方面，国家政策层面的层层加码大大刺激了危废处理市场空间的释放，另一方面，国家对该行业准入的严控又导致市场批复的处置能力严重不足，在此情况下，危废企业应尽量接近批复的产能进行处置才能实现收益最大化。

从核定标准来看，根据祥盛环保危险废物经营许可证，核准经营规模为 50,000.00 吨/年（该标准为核定的全国标准量，不分省内外量）。按《危险废物经营许可证管理办法》（2004 年 5 月 30 日中华人民共和国国务院令 第 408 号公布，根据 2013 年 12 月 7 日《国务院关于修

改部分行政法规的决定第一次修订；根据 2016 年 2 月 6 日《国务院关于修改部分行政法规的决定》第二次修订），经营危险废物超过原批准年经营规模 20% 以上的，危险废物经营单位应当按照原申请程序，重新申请领取危险废物经营许可证。实际经营中，祥盛环保在企业危废的处置量在不超过核准标准的 20%，通过直接向有关部门（江西省生态环境厅）申请批准，录入系统后便可在不超过核准经营规模 20% 以内进行危废接收并处理。故企业实际可争取到的危废处理规模为 6 万吨。

从实际产能分析，祥盛环保实际的极限产能远大于核定标准。祥盛环保利用回转窑处理危废，现有回转窑的日处理能力在 400 吨左右，其中危废物料 300 吨、相关辅料 100 吨左右，从行业来看，例行检修、春节放假等影响 2 个月左右，回转窑每年理论可处置 300 天（即理论产能 9 万吨）。从历史数据来看，2018 年 10 月单月处置产能达到 8805.53 吨，在 2018 年 9-12 月间，实现产能 29239.67 吨。综上推测，祥盛环保一年具备 8 万吨的实际处置能力。

从地区及行业竞争分析：环保部发布的《2018 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》（“以下简称《防治年报》”）中，全国 202 个大、中城市工业危废产生量达 4,010.10 万吨，核准收集和利用处置能力达到 8178 万吨/年。但若按照危废产生占工业固废一般为 4% 比率来估算，我国 2017 年的危废产生量约为 1.3 亿吨，两者相差大约 2 倍。我们认为危废的实际产量应该比统计局口径下的危废产量更高，主要因为：1) 由于统计数据均为企业自行上报的产量，企业出于环保压力考虑，存在隐瞒倾向；2) 部分规模较小的企业未被纳入统计口径。因此，若考虑非法处理量及过往产生而尚未处理的危险废物，市场需求将远大于此。同时，危废核准收集和利用处置量也并

不等于实质处置能力，大量已核准企业由于环保排放原因最终未能形成有效产能。综上所述，危废企业实际处置能力远低于需求量，行业供不应求情况在一段时期内将长期存在。

江西省内，与祥盛环保处置危废细分领域类似（资源化利用及处置废物代码重合），即同行业竞争企业共 30 家，重点竞争对手 16 家，处置利用代码 HW17、HW23、HW48 规模在 40000 吨以上的只有 2-3 家。从江西祥盛危废经营规模来看（5 万吨），目前处于吉安市危废经营规模最大的企业。

江西地区的危废处置费用与相邻江苏、浙江等省份比偏低 50% 以上，因此目前祥盛环保主收取浙江、江苏、广东等相邻省份的此类危废。由于祥盛环保现主要的收料区域不在江西省内，主要在江苏、浙江及广东等省份。根据目前的危废政策，能资源化处置利用的危废全国所有省份都允许跨省转入。祥盛环保现收集的危废全部为可资源化利用的危废，目前均可跨省收料。

从祥盛环保自身了解的情况来看，祥盛环保服务单位年产废能力已经大幅度超过自身核准经营规模。且出于敏感性考虑，产废企业往往不愿意频繁更换危废处置企业。在国家政策不出现重大变化的情况下，无需过多营销即可达到最高核准经营规模。祥盛环保 2019 年在手合同及对应客户产废能力具体见下表（部分，不含零星合同）：

部分供应商	危废名称	合同数量 (吨)	预计年产废规模 (吨)
江西*****资源有限公司	HW48 (321-028-48)	10,000	20,000
宁波*****有限公司	电镀污泥	8,000	8,000
嘉兴市*****有限公司	电镀污泥	6,000	12,000
瑞安市*****有限公司	含锌污泥	5,000	8,000
浙江*****有限公司	电镀污泥	3,000	5,000
宁波鄞州*****有限公司	电镀污泥	3,000	4,000

温州*****有限公司	电镀污泥	3,000	5,000
连云港*****有限公司	电镀污泥	3,000	3,500
嘉兴*****有限公司	电镀污泥等	2,230	3,000
嘉兴市*****有限公司	电镀污泥	2,000	4,000
揭阳市*****有限公司	含锌污泥	2,000	8,000
*****有限公司	表面处理废物	2,000	3,000
天津市*****锌厂	表面处理废物	4,000	6,000
小计		53,230	89,500

从危废处置流程来看，在自身核准经营规模内：

省外转移：签合同——提交资料给产废省环保部门——产废省环保部门发拟转移函和转移资料给接收省厅（15 日左右）——接收省厅审查资料——发同意接收函给产废省厅（20 日左右）——办理联单转移手续——正式转移。累计时间大约 2 个月。

省内转移：签合同——办理联单转移手续——正式转移。累计时间大约 15 天。

当本年处理量已超过自身核准经营规模后，需江西省环保厅申请批准，一般从申请到转移量放开入接收省厅系统，接收省厅审查资料才能通过，该程序时间在二周左右。新增指标不能结转至下年度。也就是说，如需执行 20% 的新增指标，必须在 11 月上旬完成自身全部核准处置量并及时申报。

2019 年度，综合考虑在手合同情况、产能情况，我们认为祥盛环保虽已签订合同数量至 2019 年 6 月 24 日即已达 5.4 万吨，但按去年 9-12 月平均产能测算，大约在 12 月中下旬方能完成自身核准经营规模，故本年已无法再申请 20% 的新增指标，2019 年评估按照自身核准经营规模 5 万吨测算危废处置量。

对 2020 年及以后的危废处置量，祥盛环保表示，以后年度将充

分重视危废转移流程的复杂性，并积极应对。因此，在产能及订单都较为充裕的情况下，加强对薄弱环境的控制会提高祥盛环保整体的运行效率。祥盛环保 2018 年实际入库数量为 56680 吨，此外按祥盛环保年最高规模 95% 测算为 57000 吨，这两数值取平均数，最终我们在 2020 至永续年均按 56800 吨测算，该预测符合祥盛环保的实际情况。

从整个环保市场来看，危废处置单价近年来逐步上涨。尤其是上海、浙江、江苏、广东等地，由于处置能力不足，处置费用远高于其他地区。此外由于资源化利用的危废中含有一定的金属量，危废处理企业通过各种方式提炼危废中的金属进行回收处理再出售，故资源化利用的处置费往往低于纯无害化处置费。

就祥盛环保来说，从事的主要是处理和资源化含锌废物，含锌废物的一个重要来源是上游的电镀企业，浙江、江苏、广东等省电镀行业发达，而处置能力不足，尤其是资源化利用危废的企业更少，故整体来看浙江、江苏、广东等省的处置费会高于江西。此外，祥盛环保在和产废单位签订合同前，往往事先会对产废单位要处置的危废进行化验评估，综合考虑危废中的金属含量及收取的处置费。

祥盛环保危废处置的单价自 2017 年以来一直呈现持续上涨的趋势，年化增长率约为 20%。本次评估，2019 年处置费单价系按今年已实现平均单价 1,133.44 元/吨进行考虑，同时，出于谨慎考虑。自 2020 年起每年的增长率设定为 5%，2024 年达到稳定状态。

祥盛环保对收集来的含锌危废通过焚烧处置后产生次氧化锌。同时又以自产与外购的氧化锌粉为原料，采用酸浸+电解工艺生产电解锌，并对酸浸过程产生的铅渣进行综合回收，采用火法熔炼生产粗铅。主要产品为次氧化锌和锌片，副产品为粗铅。祥盛环保已建成及预计新增部分电解设备，预计未来电解锌产能将扩大到现有 2 倍左右的水

平。新建锌铸锭设备，将产品锌片扩展为销售价格更高的锌锭产品。本次评估设定其按一定幅度增长。在永续期能达到祥盛环保的预期水平。

### 成本及毛利率的确认依据：

从工艺流程及会计核算来看，祥盛环保收集含锌危废，通过焚烧处置 HW17、HW23、HW48 等含锌危废并产生次氧化锌，通过电解产生锌片。该一揽子业务收入包含危废处置收入以及锌产品销售收入，成本为危废处置成本。从历史期来看，该一揽子业务毛利水平接近。

以外购的氧化锌粉为原料，采用酸浸+电解工艺生产电解锌，成本包含材料成本及分摊的加工成本。从历史期来看，该业务毛利水平也非常接近。

本次评估对锌、铅产品总生产量按前述方法预计，自产数量通过危废处置数量以及不同危废历史期平均含量测出，差额部分则按外购测算。对二项业务按对应的可比历史平均毛利水平分别测算，从而测算出总成本及毛利。

### 2. 祥盛环保收益法评估时选取的净利润、折现率参数为

项目	2019年6-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	永续期
净利润	5,194.30	8,402.28	9,629.26	10,401.19	10,580.47	10,768.71	10,771.01
折现率	12.52%	12.52%	12.52%	12.52%	12.52%	12.52%	12.52%

评估时选取的净利润、折现率确定依据如下：

#### 净利润的确认依据

祥盛环保的净利润主要受到企业毛利、期间费用、税金及附加、其他收益和所得税的影响；其中企业的毛利在前一个问题中已经描述，以下期间费用等因素进行分析：

#### A、企业的期间费用

销售费用是根据企业历史年占收入的比例来进行预测的。

管理费用、研发费用中薪酬类费用是根据企业的发展规划，未来

业务规模进行预测。办公类费用主要包括差旅费、招待费、车辆费及其他管理费用等，根据其历史年度中的平均水平，参考企业历史年度的费用变动比例，结合通货膨胀因素考虑合理的增长率进行预测。折旧以固定资产每年应计提的折旧费用进行预测；摊销以无形资产的年摊销额进行预测。

#### B、税金及附加

主要包括城建税、教育费附加、地方教育费、房产税、土地使用税等。以企业应缴纳的增值税额，按照企业实际执行的税率进行预测。房产税、土地使用税、印花税等根据其相应的计税基础及相关税率进行预测。

#### C、其他收益

为增值税退税收入，根据财政部、国家税务总局关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录的通知(财税(2015)78号)》，公司利用废催化剂、电解废弃物、湿法泥、熔炼渣等提炼金属锌及化合物产生增值税享受即征即退 30%、污泥处理处置劳务产生增值税享受即征即退 70% 的优惠政策。未来年度根据历史年度的实际情况进行预测。

#### D、所得税费用

根据江西省高企认定工作领导小组《关于公布江西省 2018 年第一批高新技术企业名单的通知》(赣高企认发 (2018) 3 号)，祥盛环保通过高新技术企业认定，按 15% 的税率预测企业所得税；根据《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》(财税〔2018〕99 号)，企业研发费用可以按照实际发生额的 75% 在税前加计扣除；公司以《资源综合利用企业所得税优惠目录》(以下简称《目录》)中所列资源为主要原材料，生产《目录》内符合国家或行业相关标准的产品取得的收入，在计算应纳税所得时，减按 90% 计入当年收入总额，故未来



年度除处置费用收入，其他收入减按 90% 计入当年收入计算所得税。

综上，对未来年度的所得税费用进行预测。

折现率确定的依据

本次评估采用加权平均资本成本定价模型(WACC)。

$$R=Re \times We+Rd \times (1-T) \times Wd$$

式中：

Re: 权益资本成本；

Rd: 付息负债资本成本；

We: 权益资本价值在投资性资产中所占的比例；

Wd: 付息负债价值在投资性资产中所占的比例；

T: 适用所得税税率。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。

计算公式如下：

$$Ke= Rf+\beta \times MRP+Rc$$

Rf: 无风险收益率

MRP:  $Rm-Rf$ : 市场平均风险溢价

Rm: 市场预期收益率

$\beta$ : 预期市场风险系数

Rc: 企业特定风险调整系数

其中：目标资本结构(Wd/We)按照现行市场价值确定公司的目标资本结构，或者参考可比公司的资本结构。

各项参数的选取过程

1)无风险报酬率的确定

无风险收益率是指在当前市场状态下投资者应获得的最低收益率。在我国，国债是一种比较安全的投资，因此国债收益率可视为投资方案中最稳妥，也是最低的收益率，即安全收益率。本次评估，参

考 Wind 资讯的债券相关资料,选取中长期国债的到期收益率 3.2751%。

## 2)市场平均风险溢价的确定

市场风险溢价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利率的回报率,由于目前国内 A 股市场是一个新兴而且相对封闭的市场,一方面,历史数据较短,并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓,投资者结构、投资理念在不断的发生变化,市场波动幅度很大;另一方面,目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制,再加上国内市场股权割裂的特有属性(存在非流通股),因此,直接通过历史数据得出的股权风险溢价包含有较多的异常因素,不具有可信度;国际上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,因此本次评估采用公认的成熟市场(美国市场)的风险溢价进行调整,具体计算过程如下:

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家补偿额  
=成熟股票市场的基本补偿额+国家违约补偿额 $\times$ ( $\sigma$  股票/ $\sigma$  国债)  
本次评估市场风险溢价按此计算结果为 7.24%。

## 3)风险系数 $\beta$ 值的确定

$\beta$  值被认为是衡量公司相对风险的指标。通过 Wind 证券资讯终端系统,查取可比上市公司(具体选取启迪桑德、盈峰环境、东江环保、高能环境等 4 家公司)的评估基准日有财务杠杆的  $\beta$  值、带息债务与权益资本比值,并求取平均数,企业所得税率为 15%,换算为无财务杠杆的  $\beta$  值,取其算术平均值,即 1.0338。

## 4)公司特定风险的确定

公司特定风险是指企业在经营过程中,由于市场需求变化、生产要素供给条件变化以及同类企业间的竞争,资金融通、资金周转等可能出现的不确定性因素对被评估单位预期收益带来的影响。

由于被评估单位为非上市公司，而评估参数选取的可比公司是上市公司，故需通过特定风险系数调整。综合考虑企业的生产经营规模、经营状况、政策风险、财务状况及流动性等，确定被评估单位的特定风险系数为 5.00%。

#### 5) 权益资本成本折现率的确定

将选取的无风险报酬率、风险报酬率代入折现率估算公式计算得出折现率为 15.76%。

$$\begin{aligned} R_e &= R_f + \beta \times ERP + R_{sp} \\ &= 15.76\% \end{aligned}$$

#### 6) 加权平均资本成本折现率的确定

W<sub>d</sub>: 付息负债价值在投资性资本中所占的比例 33.99%；

W<sub>e</sub>: 权益资本价值在投资性资本中所占的比例 66.01%；

$$\begin{aligned} R &= R_e \times W_e + R_d \times (1-T) \times W_d \\ &= 12.52\% \end{aligned}$$

折现率为 12.52%。

(2) 请补充说明祥盛环保毛利率大幅下滑的原因，以及收益法评估时毛利率选取的合理性。请评估师核查并发表明确意见。

回复：

#### 1. 关于祥盛环保毛利率大幅下滑的原因

祥盛环保综合毛利率从 2018 年的 38% 下降至 2019 年 1-5 月的 23%，主要是因为 A. 上半年危废转移、处置数量明显小于下半年的数量，该业务有较明显季节性特征，主要原因为危废转移批准数量当年有效，次年失效，从合同签订到环保部门审批需要一定的时间周期，因此上半年转移的危废量一般较少，相应上半年处置收入也较少。业务存在一定的季节性。B. 今年来公司内部进行产能扩充及提升改造，

部分产线停产，导致上半年危废处置量未达到年度处理量的对应比例。通常情况下，回转窑改造一般 3 年一次，小检修通常是一年 1-2 次。祥盛环保 2018 年通过危废处置自产相关副产品生产的铅锌产品占比为 56.84%，而在今年 1-5 月份，仅为 26.01%。由于祥盛环保危废处置以及相关副产品生产一揽子业务的综合毛利远高于通过外购加工生产铅锌产品的综合毛利率，故 2019 年 1-5 月高毛利的危废处置以及相关副产品生产量较少而导致公司整体毛利率比 2018 年全年的平均毛利率出现大幅度下降。

## 2. 收益法评估时毛利率选取的合理性

收益法评估时，根据分析，将祥盛环保所有业务归类为危废处置以及相关副产品生产以及外购加工生产铅锌产品二类，从可比历史年度（2017-2019 年度）来看，二类业务各自二年一期的毛利水平大致接近，波动不大。因此预测期综合毛利率主要取决于预测期各自的毛利水平以及各自占比。

危废处置以及相关副产品生产业务，祥盛环保长期保持高毛利水平的做法是通过处置费涨价的方式，将毛利率稳定在一定范围。从处置合同来看，祥盛环保 2017 年以来每年处置单价均出现上涨，特别是 2019 年上半年已执行合同平均单价较 2018 年增长 30% 以上，且仍低于我们调查的市场平均水平以及在手未执行合同平均单价水平。故我们认为，在宏观面、国家政策不发生重大变化的基础上，该类业务毛利率长期保持在较高水平是合理的。

外购加工生产铅锌产品从技术上来看，属于相当成熟的工艺，从市场来看，生产销售基本均衡。各家生产企业毛利水平接近，目前的毛利率已经属于充分市场化的结果，未来大幅波动的可能性不大，故我们认为，在宏观面、国家政策不发生重大变化的基础上，其毛利率

长期保持在目前水平是合理的。

考虑以上因素，我们对这两类业务按其历史毛利水平分别计算各自的毛利率。

对两类业务数量上的考虑为：

对祥盛环保危废处置量存在影响的因素是危险废物经营许可证核准经营规模、生产能力、市场供需以及监管部门审批的进度等。根据现行政策及祥盛环保现有的核准经营规模、生产能力、在手订单、市场等一系列因素分析得出（具体在前述收入确认的依据中阐述，此处不再重复），符合企业的实际情况。

祥盛环保已建成及预计新增部分电解设备，预计未来电解锌产能将扩大到现有 2 倍左右的水平。本次评估设定其按一定幅度增长。在永续期能达到祥盛环保的预期水平。

由于高毛利的危废处理业务量保持稳定，低毛利的外购加工生产铅锌常规业务量在预测期内平缓增长，因此预测的祥盛环保未来的综合毛利率呈下降趋势也符合企业的实际情况。

**(3) 请结合乙方获取你公司股份的市值与置出祥盛环保 51% 股权的评估值的明显差异，补充说明是否存在其他协议安排，以及祥盛环保评估值的合理性及交易作价的公允性。请评估师核查并发表明确意见。**

**回复：**对于祥盛环保股东全部权益价值的评估，我公司了解了祥盛环保的生产工艺流程、会计核算流程、销售流程，并结合标的公司所在行业的政策限制性因素、以及实体销售、产能、人力、资金限制性因素等进行了相关的分析。影响祥盛环保收益法评估的关键参数指标主要有产量、单价、毛利率、折现率、营运资金、非经营性资产及负债等，其中产量（处置量）依赖于可获得批复的危废处置量额度，

因此对于收益法评估的现金流有重大影响。我们在评估过程中充分分析了以上因素，预测中未来年度的危废处置量符合相关法规的要求，也符合历史的实际情况；对于产品单价，我们也收集了企业相关在手合同并与市场询价结果进行验证，取价参数合理；对于毛利率则在充分分析历史可比期间的基础上按照不同业务分别采用了其历史平均毛利率，与历史毛利率情况匹配；对于折现率也在充分考虑同类型企业平均风险溢价的基础上较为保守的估计了标的公司的个别风险因素，折现率取值处于合理范围；营运资金的周转情况也与祥盛环保的历史平均水平相符；非经营性资产及负债则是在对公司充分尽调的基础上进行了合理的测算。

基于以上分析，我们对影响标的公司生产经营的主要因素均进行了合理的分析，并选取了适当的评估参数，因此祥盛环保估值结论是合理的。

此外，我们对比了近期同类危废处置企业的股权交易案例，具体情况见下表：

祥盛环保		西安达刚路面机械股份有限公司并购 众德环保	
评估基准日-2019年5月31日		评估基准日-2018年10月31日	
第一年承诺利润	8000万	第一年承诺利润	10000万
第二年承诺利润	9600万	第二年承诺利润	12000万
第三年承诺利润	10400万	第三年承诺利润	13000万
累计承诺利润	28000万	累计承诺利润	35000万
估值	90450万	估值	111820万
三年平均 PE	9.69	三年平均 PE	9.58
第一年承诺 PE	11.31	第一年承诺 PE	11.18

从上表可以看出，标的公司祥盛环保与近期可比案例并购价格处于同一水平，体现了本次评估结论的合理性。

北京卓信大华资产评估有限公司

2019年09月03日