

关于上海证券交易所《关于南京万德斯环保科技股份有限公司发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金申请文件的审核问询函》
(上证科审(并购重组)〔2021〕2号)
资产评估相关问题回复核查意见

上海证券交易所:

根据贵所 2021 年 6 月 10 日出具的《关于南京万德斯环保科技股份有限公司发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金申请文件的审核问询函》(上证科审(并购重组)〔2021〕2 号)的核查要求,中联资产评估集团有限公司技术支持中心组织评估项目组对贵所问询函的相关问题进行了认真的研究和分析,并就上市公司出具的资产评估相关问题回复出具了本核查意见。

核查意见中可能涉及的公司名称简称如下:

南京万德斯环保科技股份有限公司简称为“万德斯”或“上市公司”;

北京时代桃源环境科技股份有限公司简称为“时代桃源”或“标的公司”。

现将具体情况汇报如下:

问题 2. 根据申报材料, (1) 公司采用收益法评估, 评估基准日时代桃源股东全部权益评估值为 28,750 万元, 增值率 288.81%。标的公司近两年的综合毛利率分别为 28.79%和 30.67%, 预测期综合毛利率将保持在 30.33%至 31.65%之间; (2) 根据上市公司与业绩承诺方签署的交易协议, 本次交易的业绩承诺期为 2021-2023 年度。业绩承诺方承诺目标公司在业绩承诺期实现的实际净利润数累计不低于承诺净利润数 10,500 万元; (3) 采用资产基础法评估后的时代桃源总资产账面值 25,000.37 万元, 增值率 7.80%。其中无形资产评估增值 1,303.16 万元, 除软件外, 其余为商标、域名、专利权和软件著作权。请公司说明: (1) 结合市场需求、在手订单等情况, 分析收益法评估中预测期营业收入增长率的确定依据; (2) 结合行业竞争趋势和标的公司定价模式, 分析标的公司是否存在降价竞争的风险, 标的公司预测期内综合毛利率能够持续稳定在 30%的假设是否符合行业竞争趋势; 预测期综合毛利率高于标的公司近两年综合毛利率的合理性, 是否具有可行性; (3) 结合标的公司的期间费用率情况, 分析期间费用金额预测的合理性, 并与同行业可比公司进行比较; (4) 标的公司收益法估值是否充分考虑合同资产对追加营运资本的影响, 是否可能导致估值结果的重大调整; (5) 业绩补偿约定未考虑合同资产重大减值的合理性; (6) 结合在手订单情况, 分析 2021 年收入预测的合理性, 并基于历史利润水平, 分析业绩承诺是否具备可行性。请会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、结合市场需求、在手订单等情况, 分析收益法评估中预测期营业收入增长率的确定依据;

(1) 有机垃圾资源化行业市场正处于持续快速发展的轨道

《“十三五”生态环境保护规划》要求：提高城市生活垃圾处理减量化、资源化和无害化水平，积极发展生物处理技术；完善收集储运系统，设市城市全面推广密闭化收运，实现干、湿分类收集转运；加快建设城市餐厨废弃物、建筑垃圾和废旧纺织品等资源化利用和无害化处理系统。

2019年6月，住建部、发改委、生态环境部等九部门联合印发了《住房和城乡建设部等部门关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，决定自2019年起在全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作；到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统；到2025年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。

2019年7月，国务院办公厅印发了《关于加强非洲猪瘟防控工作的意见》，要求严防餐厨废弃物直接流入养殖环节，进一步明确禁止直接使用餐厨废弃物饲养生猪。《关于加强非洲猪瘟防控工作的意见》切断生猪饲养这一餐厨垃圾主要的消耗渠道，间接推动了有机垃圾处理 and 资源利用行业的发展。

2020年11月，住房和城乡建设部、中央宣传部、中央文明办、国家发展改革委、教育部、科技部、生态环境部、农业农村部、商务部、国家机关事务管理局、共青团中央、中华全国供销合作总社等十二部门联合印发了《关于进一步推进生活垃圾分类工作的若干意见》的通知，要求到2020年底，直辖市、省会城市、计划单列市和第一批生活垃圾分类示范城市力争实现生活垃圾分类投放、分类收集基本全覆盖，分类运输体系基本建成，分类处理能力明显增强；其他地级城市初步建立生活垃圾分类推进工作机制。力争再用5年

左右时间，基本建立配套完善的生活垃圾分类法律法规制度体系；地级及以上城市因地制宜基本建立生活垃圾分类投放、分类收集、分类运输、分类处理系统，居民普遍形成生活垃圾分类习惯；全国城市生活垃圾回收利用率达到 35% 以上。进一步明确了垃圾分类工作的阶段性目标。

2021 年 7 月，国家发改委印发《“十四五”循环经济发展规划》、《关于推进非居民厨余垃圾处理计量收费的指导意见》，明确对党政机关、事业单位等公共机构和宾馆、饭店等相关企业在食品加工、餐饮服务、单位供餐等活动中产生的厨余垃圾（即非居民厨余垃圾），按照“产生者付费”原则，建立健全计量收费机制。

随着国家密集发布和出台了环保产业政策，生活垃圾分类工作的大规模推行，餐厨垃圾“应收尽收，全部无害”的要求，有机垃圾处理 and 资源利用行业领域正处于持续快速发展的轨道。

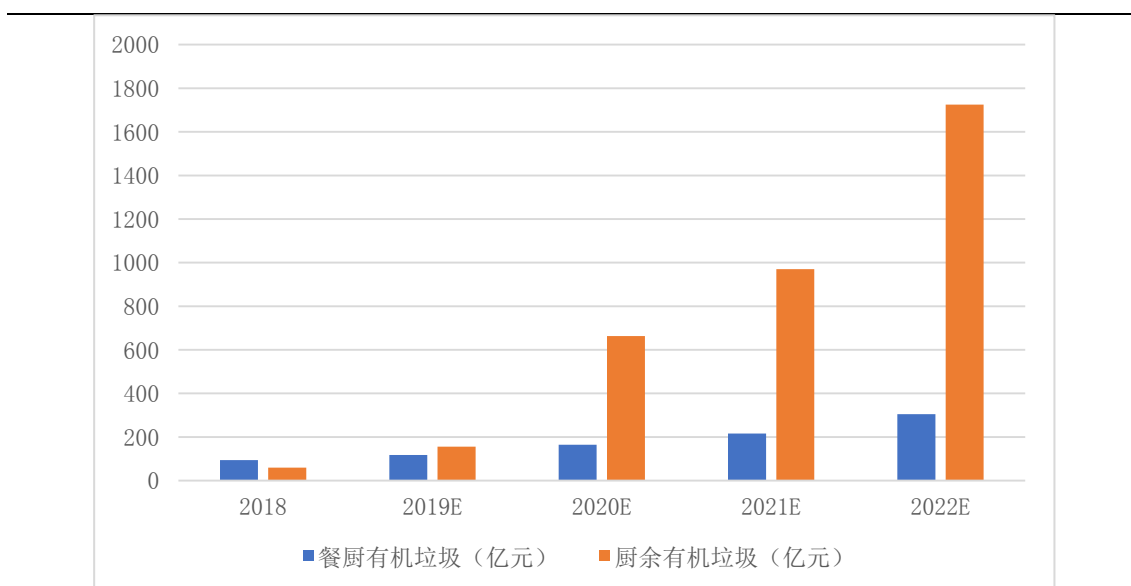
（2）有机垃圾资源化市场未来市场容量估算

报告期内，标的公司主要从事有机垃圾（餐厨、厨余等）的资源化业务，具体包括餐馆等经营场所产生的餐饮垃圾以及家庭场所产生的厨余垃圾。

近年来，随着国民环保意识的不断增强、垃圾分类的全面推行及政策端的全面支持，有机垃圾资源化领域在未来一段时间内均将呈现快速增长的态势。

根据 E20 研究院出具的《固废处理行业战略规划指南（2020 版）》对于餐饮有机垃圾和厨余有机垃圾处理领域的整体预测，有机垃圾资源化行业相关产业未来整体市场规模如下：

有机垃圾资源化相关产业整体市场规模预测



数据来源：E20 研究院¹

(3) 历史期标的公司有机垃圾资源化领域业务发展情况

2014-2020 年，标的公司有机垃圾资源化领域的收入情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 有机垃圾处理业务 | 2,450.24 | 5,003.68 | 5,518.41 | 7,918.87 | 2,658.13 | 9,012.46 | 18,668.60 |
| 增长率 | | 104.21% | 10.29% | 43.50% | -66.43% | 239.05% | 107.14% |

标的公司自 2011 年开始进入有机垃圾处理市场，相关业务范围主要包括餐厨有机垃圾处理及秸秆、粪便等其他有机废弃物处置。

虽然国家在 2011 年附近出台相应政策，对有机垃圾处理等进行推进，但由于垃圾收运量不足等原因的影响，有机垃圾处理缺乏经济效益，相关行业保持稳步增长态势。标的公司相关业务收入在 2014-2017 年间也随行业的发展稳步提升。

2018 年，受当年国内外经济形势的影响，市场资金相对紧张，部分客户资金周转能力紧张，部分原定开工项目大幅度推迟、延后。受上述因素的影响，标的公司当年实际开工量不足，承接订单规模一定程度下降，导致有机垃圾处理业务的整体收入规模当年大幅度

注¹：E20 研究院报告中所指的餐厨有机垃圾（亿元）单指餐饮垃圾

下滑。

2019 年以来，随着国家对环保支持力度加大，餐厨垃圾处理在相关政策的影响下，资本投资力度快速提升，相关的后续处理装置和工程大面积铺开，市场需求快速提升，标的公司业绩也随之快速增长。

(4) 报告期内标的公司新增订单持续增长

随着行业整体规模在报告期内的持续增长，标的公司在有机垃圾资源化领域的新增订单规模也在持续提升。具体情况如下：

单位：亿元

| 年度 | 新增有机垃圾处理相关订单金额 | 同比增长 |
|------|----------------|---------|
| 2020 | 3.71 | 161.27% |
| 2019 | 1.42 | |

(5) 标的公司在手订单情况

截至评估报告出具日，标的公司统计了所有正在执行的有机垃圾资源化领域在手订单，并根据订单的实际执行情况，预计了 2021 年的可确认收入，具体情况如下：

单位：万元

| 项目 | 预计 2021 年确认收入 |
|---------------|---------------|
| 截至评估报告出具日在手订单 | 25,059.98 |

(6) 标的公司业务开拓模式及增长合理性分析

标的公司未来的业绩将主要来自于行业快速发展，新客户带来的新增需求以及老客户业务规模增长带来的扩建、新建需求。由于标的公司业务主要以 EPC 模式为主，即为客户承建有机垃圾处理设施或设备。通常情况下，相关项目的运行、更新周期相对较长，因此标的公司新客户在报告期内增长较快，是带动标的公司业绩

持续增长的主要原因。

①标的公司业务开拓模式

标的公司开拓业务的方式具体如下：

A、打造标的公司标杆项目口碑

标的公司长期专注于有机垃圾处理 and 资源化利用业务，在标杆项目领域具有较强的行业竞争优势。目前已完成了多个处理规模在千吨/日级别的工程项目，在有机垃圾处理领域具有较多的标杆工程。

由于在有机垃圾处理行业，客户在筹建垃圾处理设施或采购相关设备前，通常会对同行的已有设施进行考察、学习，行业标杆项目及其实际运行情况一般为客户的主要考察对象。标的公司通过标杆工程的筹建，在行业内打造较强的业务口碑，形成一定的品牌效应，并以此获取新的客户资源。

B、打造营销网络，进行主动营销

标的公司在全国范围内构建了相对完善的营销网络，在北京、无锡、长沙、武汉等多地设立子公司或办事处，深耕区域市场，多渠道了解区域客户信息，覆盖当地区域的市场需求；并通过老客户介绍、行业展会等方式主动营销标的公司业务，借助标的公司的行业地位及技术解决能力，获取客户订单。

C、通过公开招投标网络跟踪业务订单

标的公司营销中心已建立了组织，定期扫描并跟踪行业内相关客户发布的公开招投标信息，并及时将相应的信息传递给各区域的销售人员。标的公司将在对项目情况进行初步判断后，参与相应的

招投标程序，以获取业务机会。

②同行业可比公司的客户拓展方式

标的公司与同行业可比公司在客户拓展方式上，不存在明显差异，均通过老客户介绍、招投标以及行业展会等渠道接触客户，向客户提供相应的技术解决方案。客户对方案进行综合评价后，选择合作单位，签订相应的合同，构建合作关系。

③标的公司报告期内客户变动较大、地域分布较为分散的原因

标的公司报告期内主要从事于餐厨等有机垃圾的资源化业务。

由于受政策因素及整体行业发展态势的变化，资本快速进入有机垃圾处理领域，投资建设垃圾处理设施。在市场快速扩容、新参与者不断进入的情况下，新客户的新增需求是标的公司报告期内业绩增长的主要来源，这导致标的公司报告期内客户变动较大。

由于有机垃圾分类及相关处置业务系根据城市的发展程度，由一线城市向二三线城市逐渐推广。由于垃圾处理设施在城市内集中分布，且大型城市的分布本身具有一定的地域特征，因此，标的公司的客户也将具备相似的特点，地域分布相对较广。

综上，标的公司报告期内客户变动较大、地域分布较为分散具有合理性。

④标的公司未来保持业绩增长的稳定性及合理性

从行业情况来看，由于国家对于环保领域的监管理念日趋深入，大中型城市垃圾分类政策也在持续推进，相关产业资本持续涌入有机垃圾资源化行业，行业市场规模的持续、快速扩张是行业发展的

基本方向，在预测期内预计不会发生根本性改变，而行业的持续扩张将带动行业参与者业绩的整体增长。

从标的公司自身情况来看，标的公司长期从事有机垃圾资源化业务，在技术、产品、市场口碑、标杆项目上都有着较深的积累，并已构建了在行业中行之有效的营销模式。在行业快速发展的背景下，这些积累将转化为标的公司快速发展，承接优质订单的基础。

综上，标的公司未来保持业绩持续增长具有合理性。

(7) 分析收益法评估中预测期营业收入增长率的确定依据

考虑到备件收入等，标的公司在预测期的营业收入预测及增长情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年 及以后 |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| 营业收入 | 19,411.14 | 25,359.98 | 31,724.97 | 38,089.97 | 39,969.47 | 41,153.55 | 41,153.55 |
| 同比增长 | | 30.65% | 25.10% | 20.06% | 4.93% | 2.96% | 0.00% |

①2021年营业收入的预测依据

标的公司2021年的预计营业收入主要依据标的公司截至评估报告出具日的在手订单，预计在2021年确认收入情况估算得出。

评估报告出具日至本回复出具日，标的公司订单规模仍维持持续、快速增长态势。从合同金额来看，上述期限内，标的公司新增合同金额约4,000万元，其中，部分新增合同将在2021年执行，并在2021年实现部分收入。

综上，标的公司2021年营业收入预测具有合理性。

②2022-2023年营业收入预测依据

从整体行业发展情况来看，随着有机垃圾资源化行业的快速发展，整体市场规模在 2022-2023 年仍将保持快速的发展趋势。根据 E20 研究院预测，2022 年，随着投资的进一步到位和市场各类参与者数量的持续增长，有机垃圾资源化相关产业的整体市场规模将较 2021 年增长近 100%，达到约 2,000 亿元的营收规模。预计 2023 年，行业仍将保持稳定增长态势。

从标的公司自身的订单情况来看，一方面，截至评估报告出具日，标的公司正在跟踪的项目共计 42 单，考虑一定的签订概率后，预计合同金额约 86,300 万元，跟踪订单的转化将为标的公司业绩的实现提供支持；另一方面，标的公司长期从事于有机垃圾资源化业务，具备行业核心技术，在行业内完成了较多的标杆工程，具有较强的竞争优势。在行业快速发展的背景下，新的参与者将进入市场，带来优质的新增设备需求，优质工程和设备生产能力将存在供需缺口，这为标的公司未来两年新增订单的获取奠定行业基础。

整体而言，标的公司 2022-2023 年营业收入的复合增长率预计为 22.55%，符合行业和标的公司发展的整体情况，具有合理性。

③2024 年以后营业收入预测依据

2024 年以后，预计有机垃圾资源化行业可能将由高速增长期进入相对稳定、持续的发展阶段。保守预计 2024-2026 年复合增长率为 2.61%，2026 年以后标的公司主营业务收入维持稳定。

二、结合行业竞争趋势和标的公司定价模式，分析标的公司是否存在降价竞争的风险，标的公司预测期内综合毛利率能够持续稳

定在 30% 的假设是否符合行业竞争趋势；预测期综合毛利率高于标的公司近两年综合毛利率的合理性，是否具有可行性。

(1) 结合行业竞争趋势和标的公司定价模式，分析标的公司是否存在降价竞争的风险

① 有机垃圾资源化行业处于快速发展阶段有利于保持较高毛利率水平

根据 E20 研究院的估测数据，有机垃圾资源化领域在短期内会处于较快发展阶段，市场资金将会持续进入。在这种情况下，由于有机垃圾资源化市场在较长时间内处于市场规模相对较小的情况，市场内专业从事相关业务的供应商较少，在资金大规模投入的情况下，市场将在一定期间内存在供需不平衡的情况。专业性较强的企业将有可能受益于市场的快速发展，订单规模和利润表现将可能快速提升。因此，从行业变化态势来看，有机垃圾资源化行业处于快速发展阶段有利于保持较高毛利率水平。

② 标的公司自身竞争优势和定价模式有利于保持较高毛利率水平

标的公司长期从事有机垃圾资源化业务，在行业内具有一定的先发优势。标的公司已建设多个具有千吨/日处理量级别的有机垃圾处理设施，在行业内具有较强的标杆效应，有助于标的公司订单的获取；标的公司持续加强在有机垃圾领域的研发投入，提升设施的处理效率，相关产品参数表现处于行业内较优的水平；标的公司具有有机垃圾预处理、厌氧发酵、沼气处理三个关键环节的整套生产能力，具备成套化供应能力，能一体化满足客户的需求。

在行业快速发展的情况下，标的公司较强的业务能力有助于业

务的开拓和较高毛利率的保持。

此外，标的公司综合考虑项目的实际执行难度、预计成本、客户需求工程、设备量、项目竞争情况等进行定价。在行业快速发展的情况下，标的公司订单获取能力较强，内部设定了综合毛利不低于 30% 毛利率的项目承接标准，这也有利于标的公司毛利率水平的保持。

③分析标的公司是否存在降价竞争的风险，标的公司预测期内综合毛利率能够持续稳定在 30% 的假设是否符合行业竞争趋势

标的公司的竞争模式取决于行业的发展阶段。在行业处于快速发展，资金不断涌入，且行业内存在供需不平衡的情况下，标的公司以降价方式进行业务竞争的可能性相对较小。

从长期来看，随着市场参与者的持续进入，市场空间增速下降，则不排除长期内，标的公司采用降价竞争的方式。标的公司可比同行业公司均系在固废领域长期发展的上市公司，其所处领域大多已达到充分稳定发展且充分竞争阶段。报告期内，同行业可比公司相似业务毛利率水平平均在 30% 以上。

匹配同行业可比公司的相似业务，相关毛利率水平情况如下：

| 证券代码 | 证券简称 | 2020 年度 | 2019 年度 |
|-------------|------|---------|---------|
| 688178.SH | 万德斯 | 30.05% | 31.95% |
| 300190.SZ | 维尔利 | 31.00% | 31.40% |
| 603588.SH | 高能环境 | 18.91% | 20.72% |
| 603568.SH | 伟明环保 | 48.87% | 57.18% |
| 平均值 | | 32.21% | 35.31% |
| 标的公司主营业务毛利率 | | 30.51% | 28.56% |

注：1、万德斯为环境整体解决方案；2、维尔利为环保工程业务、环保设备业务合并计算毛利率水平；3、高能环境为工程建设业务，高能环境工程建设毛利率相对较低主要系土建业务占成本较高所致。通常土建业务带来的毛利空间相对有限，2020 年，高能环境工程建设业务，土建工程及分包成本占工程建设业务成本的比重为 55.19%；4、伟明环保为设备

销售及技术服务、餐厨垃圾处理收入业务合并计算毛利率水平。

综上，考虑到有机垃圾资源化领域的发展态势，标的公司预测期内综合毛利率能够持续稳定在 30% 的假设符合行业竞争趋势。

（2）预测期综合毛利率高于标的公司近两年综合毛利率的合理性，是否具有可行性

标的公司预测期综合毛利率水平具体情况如下：

| 项目 | 历史年度 | | 未来预测期 | | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 |
| 有机垃圾处理相关工程项目及设备销售毛利率 | 28.73% | 29.91% | 31.35% | 31.00% | 30.50% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 备品备件毛利率 | 58.63% | 58.09% | 58.00% | 58.00% | 58.00% | 58.00% | 58.00% | 58.00% |
| 标的公司毛利率 | 28.56% | 30.51% | 31.65% | 31.33% | 30.85% | 30.34% | 30.33% | 30.33% |

①2021 年预测综合毛利率主要为根据在手执行订单估算得出

标的公司统计了截至评估报告出具日的在手执行订单情况，并根据合同的实际执行情况，估算了预计总收入和预计总成本，根据相关估算结果，测算 2021 年的预测有机垃圾处理相关业务的综合毛利率为 31.35%，略高于历史年度相关业务毛利率情况。

②未来预测期毛利率水平略高于历史期符合行业发展的特征

有机垃圾资源化行业目前正处于快速发展阶段，尤其在 2021 年以后处于加速发展期，市场存在一定的供需不平衡现象。在这种行业背景下，为完成项目的尽快落地、执行，业主方提供较优的采购价格符合行业发展的特征，具有合理性。

此外，标的公司 2020 年有机垃圾资源化相关业务毛利率水平低于 30% 主要系重庆洛碛区餐厨垃圾厂沼气净化提纯项目执行所致。由于该项目设计方案出现较大调整，采购内容和采购报价均与预计时存在较大差异，项目在 2020 年的实际毛利率为 -9.13%，导致 2020 年公司整体毛利率水平低于 30%。扣除该项目影响，标的公司 2020

年毛利率水平已达到约 37%。

综上，标的公司管理层在预测期内，充分考虑市场竞争情况及长期行业毛利率均衡水平，对标的公司毛利率水平进行估测。未来预测期毛利率水平略高于历史期符合行业发展的特征。

三、结合标的公司的期间费用率情况，分析期间费用金额预测的合理性，并与同行业可比公司进行比较；

标的公司的期间费用主要包括销售费用、管理费用、研发费用及财务费用，各项费用预测的合理性分析如下：

（1）标的公司销售费用预测的合理性分析

①标的公司销售费用构成情况

报告期及预测期内，标的公司的销售费用构成情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年及以后 |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 职工薪酬 | 922.15 | 799.52 | 1,179.48 | 1,297.42 | 1,427.17 | 1,498.52 | 1,543.48 | 1,543.48 |
| 占营业收入比例 | 6.49% | 4.12% | 4.65% | 4.09% | 3.75% | 3.75% | 3.75% | 3.75% |
| 差旅交通费 | 245.43 | 174.07 | 437.88 | 547.78 | 657.68 | 690.13 | 710.58 | 710.58 |
| 占营业收入比例 | 1.73% | 0.90% | 1.73% | 1.73% | 1.73% | 1.73% | 1.73% | 1.73% |
| 招待费 | 178.61 | 158.69 | 262.99 | 329.00 | 395.00 | 414.49 | 426.77 | 426.77 |
| 占营业收入比例 | 1.26% | 0.82% | 1.04% | 1.04% | 1.04% | 1.04% | 1.04% | 1.04% |
| 投标宣传支出 | 165.05 | 128.05 | 230.88 | 288.83 | 346.78 | 363.89 | 374.67 | 374.67 |
| 占营业收入比例 | 1.16% | 0.66% | 0.91% | 0.91% | 0.91% | 0.91% | 0.91% | 0.91% |
| 售后维护费 | 141.53 | 192.95 | 252.51 | 315.88 | 379.26 | 397.97 | 409.76 | 409.76 |
| 占营业收入比例 | 1.00% | 0.99% | 1.00% | 1.00% | 1.00% | 1.00% | 1.00% | 1.00% |
| 折旧费用 | 10.68 | 13.18 | 11.57 | 11.57 | 11.57 | 11.57 | 11.57 | 11.57 |
| 占营业收入比例 | 0.08% | 0.07% | 0.05% | 0.04% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% |
| 其他 | 52.86 | 41.35 | 50.00 | 60.00 | 70.00 | 80.00 | 85.00 | 85.00 |
| 占营业收入比例 | 0.37% | 0.21% | 0.20% | 0.19% | 0.18% | 0.20% | 0.21% | 0.21% |
| 销售费用合计 | 1,716.31 | 1,507.82 | 2,425.30 | 2,850.48 | 3,287.46 | 3,456.59 | 3,561.84 | 3,561.84 |

| | | | | | | | | |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 占营业收入比例 | 12.07% | 7.77% | 9.56% | 8.98% | 8.63% | 8.65% | 8.66% | 8.66% |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|

销售费用中，各项费用的预测情况具体如下：

A、职工薪酬：管理层结合销售人员数量及薪资福利政策，考虑到随着业务规模的扩大，需要新增部分销售人员，预测期 2021-2023 年按照每年薪酬平均增长 10%的水平进行预测，未来随着工资基数变大，销售收入增长率放缓，2024 年及 2025 年增长率考虑适当放缓，分别为 5%、3%；

B、差旅费：由于 2020 年疫情的影响，标的公司销售人员差旅费大幅度下滑。考虑到疫情逐步恢复后，销售人员差旅费将回到相对均衡水平，且相关费用金额与收入规模相关。管理层参考 2019 年发生金额占收入比重进行预测；

C、招待费、投标宣传费：由于存在 2020 年疫情的影响，相关费用率均大幅度下降。管理层认为：一方面，疫情结束后，相关费用率将回升；另一方面，相关费用的支出增速将低于营业收入的回升速度。因此，管理层参考 2019-2020 年的平均费用率估算预测期的费用情况；

D、售后维护费用：维护费用支出与收入规模直接相关，且报告期内费用占收入比重波动较小。管理层参考 2019-2020 年的平均情况对未来发生费用占收入比重进行预测；

E、折旧费用：结合标的公司固定资产规模情况，并参考 2020 年度销售费用中折旧占总折旧的比例进行估算；

F、其他费用：管理层结合 2020 年实际发生额及费用率情况进行测算。

整体而言，从销售费用具体构成来看，随着标的公司销售收入的增长，细项销售费用均有一定增长，2021 年-2025 年销售费用增

长率分别为 60.85%、17.53%、15.33%、5.14%、3.04%，销售费用率略有下降主要是规模效应的影响，预测期销售费用率并未出现显著变化，具有合理性。

②结合预测期业务及客户开拓情况，补充说明销售费用预测合理性

标的公司在有机垃圾领域的新增订单及跟踪订单情况如下：

单位：亿元

| 年度 | 订单金额 | 同比增长 |
|----------|------|---------|
| 新增订单 | | |
| 2021.1-5 | 0.66 | 67.32% |
| 2020 | 3.71 | 161.27% |
| 2019 | 1.42 | |
| 跟踪订单 | 8.63 | |

随着行业的快速发展，标的公司的新增订单情况近年来始终保持较高的增长态势。同时，为保证业绩的可持续性，标的公司持续跟踪客户信息，维护客户关系，以开拓新的业务增长点。

上述事项均需保持相对较高的销售费用水平。为保证业务的开展，销售费用在预测期内仍将保持一定水平的持续增长，销售费用率在预测期内将维持在 8.5% 以上。销售费用的整体增长情况具有合理性。

单位：万元

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年及以后 |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售费用合计 | 1,716.31 | 1,507.82 | 2,425.30 | 2,850.48 | 3,287.46 | 3,456.59 | 3,561.84 | 3,561.84 |
| 占营业收入比例 | 12.07% | 7.77% | 9.56% | 8.98% | 8.63% | 8.65% | 8.66% | 8.66% |
| 增长率 | | -12.15% | 60.85% | 17.53% | 15.33% | 5.14% | 3.04% | 0.00% |

③标的公司销售费用率与同行业可比上市公司对比情况

| 证券代码 | 证券简称 | 销售费用率（%） | |
|-----------|------|----------|---------|
| | | 2020 年度 | 2019 年度 |
| 688178.SH | 万德斯 | 3.70 | 3.19 |
| 603588.SH | 高能环境 | 1.37 | 1.40 |
| 603568.SH | 伟明环保 | 0.72 | 0.75 |
| 300190.SZ | 维尔利 | 4.10 | 4.23 |
| 平均值 | | 2.47 | 2.39 |
| 标的公司销售费用率 | | 7.77 | 12.07 |

报告期内，标的公司与同行业上市公司销售费用率存在一定差异，标的公司销售费用率较高，一方面系标的公司将部分支持人员的相关费用分摊至销售费用所致；另一方面系与同行上市公司相比，标的公司营收规模较小，人员工资等刚性支出所致。销售费用的详细分析请参见“四/4.5/（一）/1、比较标的公司报告期内销售费用具体构成与同行业可比公司的差异，具体分析标的公司销售费用占营业收入比重高于可比公司的原因”的相关描述。整体上看，标的公司销售费用率高于可比同行业上市公司具有合理性。

预测期标的公司高于同行业可比上市公司的平均水平，主要系标的公司部分技术人员的薪酬、差旅费、招待费等销售费用核算所致。基于报告期销售费用与营收规模的增长情况对预测期销售费用情况进行估算，报告期内，标的公司销售费用率高于同行业上市公司，故预测期整体销售费用率略高于同行业平均水平具有合理性。

（2）标的公司管理费用预测的合理性分析

①标的公司管理费用构成情况

报告期及预测期内，标的公司的管理费用构成情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年及以后 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 职工薪酬 | 617.30 | 619.22 | 709.98 | 780.98 | 859.08 | 902.03 | 929.09 | 929.09 |

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年 及以后 |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 占营业收入比例 | 4.34% | 3.19% | 2.80% | 2.46% | 2.26% | 2.26% | 2.26% | 2.26% |
| 折旧摊销 | 131.66 | 112.84 | 83.91 | 83.91 | 83.91 | 83.91 | 83.91 | 83.91 |
| 占营业收入比例 | 0.93% | 0.58% | 0.33% | 0.26% | 0.22% | 0.21% | 0.20% | 0.20% |
| 差旅交通费 | 35.37 | 18.57 | 63.10 | 78.93 | 94.77 | 99.45 | 102.39 | 102.39 |
| 占营业收入比例 | 0.25% | 0.10% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% | 0.25% |
| 办公费用 | 94.84 | 100.50 | 105.53 | 110.80 | 116.34 | 119.25 | 119.25 | 119.25 |
| 占营业收入比例 | 0.67% | 0.52% | 0.42% | 0.35% | 0.31% | 0.30% | 0.29% | 0.29% |
| 业务招待费 | 40.25 | 24.87 | 70.00 | 80.00 | 85.00 | 90.00 | 90.00 | 90.00 |
| 占营业收入比例 | 0.28% | 0.13% | 0.28% | 0.25% | 0.22% | 0.23% | 0.22% | 0.22% |
| 房租、物业及水电费 | 117.40 | 116.77 | 172.55 | 176.20 | 180.93 | 185.75 | 190.68 | 190.68 |
| 占营业收入比例 | 0.83% | 0.60% | 0.68% | 0.56% | 0.47% | 0.46% | 0.46% | 0.46% |
| 中介机构服务费 | 85.58 | 92.03 | 150.00 | 150.00 | 150.00 | 150.00 | 150.00 | 150.00 |
| 占营业收入比例 | 0.60% | 0.47% | 0.59% | 0.47% | 0.39% | 0.38% | 0.36% | 0.36% |
| 其他费用 | 43.85 | 38.54 | 70.00 | 80.00 | 85.00 | 90.00 | 90.00 | 90.00 |
| 占营业收入比例 | 0.31% | 0.20% | 0.28% | 0.25% | 0.22% | 0.23% | 0.22% | 0.22% |
| 管理费用合计 | 1,166.24 | 1,123.34 | 1,425.07 | 1,540.83 | 1,655.03 | 1,720.40 | 1,755.33 | 1,755.33 |
| 占营业收入比例 | 8.20% | 5.79% | 5.62% | 4.86% | 4.35% | 4.30% | 4.27% | 4.27% |

管理费用中，各项费用的预测情况具体如下：

A、职工薪酬：管理层结合管理人员数量及薪资福利政策，考虑到随着业务规模的扩大，需要新增部分管理人员，预测期 2021-2023 年按照每年薪酬平均增长 10%的水平进行预测，未来随着工资基数变大，销售收入增长率放缓，2024 年及 2025 年增长率考虑适当放缓，分别为 5%、3%；

B、差旅交通费及招待费：受 2020 年疫情影响，差旅交通费、招待费的费用率在 2020 年呈现一定程度的下降。管理层预计随着疫情影响消退，相关费用率将回升至疫情前水平。因此，管理层参照 2019 年相关费用率情况，结合收入增长规模，估算预测期的差旅交

通费、招待费金额；

C、办公费：管理层参照 2020 年的实际发生额，考虑预测期 2.5%-5%的增长率来进行预测；

D、房租、物业及水电费：管理层结合房屋租赁合同考虑一定比例的增长进行预测。由于相关费用金额较小，且在其他费用科目均有体现，故将所有相关费用在本科目进行归集预测；

E、折旧摊销费用：结合标的公司固定资产、无形资产规模，并参考 2020 年度管理费用中折旧摊销占总折旧摊销的比例进行估算，由于标的公司的固定资产中无锡的房屋部分对外租赁，未来年度这部分租赁的房屋在收益法中做溢余资产处理，所以未来年度整体折旧摊销费用较历史期有所下降；

F、中介服务费及其他费用：管理层结合 2019-2020 年的发生额，并考虑到随着标的公司规模扩大，需要增加相关费用，进行整体性估算。

整体而言，从管理费用具体构成来看，随着标的公司销售收入的增长，细项管理费用均有一定增长，2021 年-2025 年管理费用增长率分别为 26.86%、8.12%、7.41%、3.95%、2.03%，管理费用率略有下降主要是规模效应的影响，具有合理性。

②标的公司管理费用率与同行业可比上市公司对比情况

| 证券代码 | 证券简称 | 管理费用率（%） | |
|-----------|------|----------|---------|
| | | 2020 年度 | 2019 年度 |
| 688178.SH | 万德斯 | 8.23 | 6.37 |
| 300190.SZ | 维尔利 | 5.77 | 6.11 |
| 603588.SH | 高能环境 | 4.77 | 5.34 |
| 603568.SH | 伟明环保 | 2.91 | 4.87 |
| 平均值 | | 5.42 | 5.67 |
| 标的公司管理费用率 | | 5.79 | 8.20 |

报告期内，标的公司管理费用处于同行业可比公司较高水平，主要由于与同行业上市公司相比，标的公司营收规模较小，缺乏规模效应，人员工资等部分费用难以有效分摊所致。

预测期内随着标的公司收入规模的扩大，其规模效应显现，虽然管理费用整体预测额逐渐上升，管理费用率则逐渐降低，维持在4.27%的水平，可以满足自身经营需求，略低于同行业上市公司，具有合理性。

（3）标的公司研发费用预测的合理性分析

①标的公司研发费用构成情况

报告期及预测期内，标的公司的研发费用构成情况如下：

金额单位：人民币万元

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年及以后 |
|----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 职工薪酬 | 388.26 | 542.94 | 727.23 | 799.96 | 879.95 | 906.35 | 933.54 | 933.54 |
| 占营业收入比例 | 2.73% | 2.80% | 2.87% | 2.52% | 2.31% | 2.27% | 2.27% | 2.27% |
| 研发领料 | 145.99 | 126.34 | 138.97 | 152.87 | 160.51 | 168.54 | 173.59 | 173.59 |
| 占营业收入比例 | 1.03% | 0.65% | 0.55% | 0.48% | 0.42% | 0.42% | 0.42% | 0.42% |
| 技术服务 | - | 115.56 | 120.00 | 132.00 | 145.00 | 150.00 | 150.00 | 150.00 |
| 占营业收入比例 | 0.00% | 0.60% | 0.47% | 0.42% | 0.38% | 0.38% | 0.36% | 0.36% |
| 其他费用 | 111.00 | 99.02 | 93.32 | 103.32 | 113.32 | 123.32 | 123.32 | 123.32 |
| 占营业收入比例 | 0.78% | 0.51% | 0.37% | 0.33% | 0.30% | 0.31% | 0.30% | 0.30% |
| 研发费用合计 | 645.26 | 883.86 | 1,079.52 | 1,188.14 | 1,298.78 | 1,348.20 | 1,380.45 | 1,380.45 |
| 占营业收入比例 | 4.54% | 4.55% | 4.26% | 3.75% | 3.41% | 3.37% | 3.35% | 3.35% |

研发费用中，各项费用的预测情况具体如下：

A、职工薪酬：管理层结合研发人员数量及薪资福利政策，考虑到随着业务规模的扩大，需要新增部分研发人员，预测期2021-2023年按照每年薪酬平均增长10%的水平进行预测，未来随着工资基数变大，销售收入增长率放缓，2024年及2025年增长率考虑适当

放缓到 3%；

B、研发领料费用：管理层参照 2020 年的实际发生额，预测期 2021-2022 年考虑 10% 的增长，2023-2025 年考虑 3%-5% 的增长进行预测；

C、技术服务及其他费用：管理层结合 2020 年的实际发生，考虑 2021 年的将实施的技术服务及其他费用支出，考虑一定的增长率，进行测算。

从研发费用具体构成来看，随着标的公司销售收入的增长，细项研发费用均有一定增长，2021 年-2025 年研发费用增长率分别为 22.14%、10.06%、9.31%、3.81%、2.39%，研发费用率略有下降主要是规模效应的影响，预测期研发费用率并未出现显著变化，具有合理性。

②标的公司研发费用率与同行业可比上市公司对比情况

| 证券代码 | 证券简称 | 研发费用率（%） | |
|-----------|------|-------------|-------------|
| | | 2020 年度 | 2019 年度 |
| 688178.SH | 万德斯 | 4.04 | 3.97 |
| 300190.SZ | 维尔利 | 3.45 | 3.30 |
| 603588.SH | 高能环境 | 3.10 | 3.09 |
| 603568.SH | 伟明环保 | 1.93 | 1.68 |
| 平均值 | | 3.13 | 3.01 |
| 标的公司研发费用率 | | 4.55 | 4.54 |

报告期内，标的公司研发费用率略高于同行业上市公司主要系标的公司为保证产品的竞争力，长期专注于有机垃圾资源化领域的研发工作，在研发领域持续较大规模投入所致。

随着标的公司营收规模的扩大，预测期研发费用率将维持在 3.35% 的水平，该水平与同行业上市公司相比不存在较大差异。

（4）标的公司财务费用预测的合理性分析

标的公司历史年度及预测期财务费用明细如下：

金额单位：人民币万元

| 财务费用项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年及以后 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 利息支出及金融机构融资费用 | 154.63 | 227.2 | 279.45 | 279.45 | 279.45 | 279.45 | 279.45 | 279.45 |
| 减：利息收入 | 2.13 | 13.31 | | | | | | |
| 汇兑损益 | -14.84 | -0.54 | | | | | | |
| 合计 | 137.66 | 213.35 | 279.45 | 279.45 | 279.45 | 279.45 | 279.45 | 279.45 |

标的公司财务费用主要由银行借款利息费用、银行存款形成的利息收入、手续费及担保费构成。截至 2020 年 12 月 31 日，标的公司借款规模约 4500.00 万元。

财务费用中，各项费用的预测情况具体如下：

A、利息支出及金融机构融资费用：由于评估基准日后，标的公司新增了部分借款。在此基础上，标的公司管理层基于新增借款规模、利息支出和相关融资费用进行整体估算；

B、利息收入：鉴于企业的货币资金或银行存款等在生产经营过程中频繁变化且变化较大，预测中未考虑存款产生的利息收入；

C、汇兑损益：本次收益法假设未来汇率不发生重大变化，因此对未来的汇兑损益预测为零。

综上，标的公司预测期的财务费用高于报告期，且在预测期保持不变，具有合理性。

四、标的公司收益法估值是否充分考虑合同资产对追加营运资本的影响，是否可能导致估值结果的重大调整；

(1) 标的公司账面合同资产计提减值的方法

自 2020 年 1 月 1 日起，标的公司执行财政部于 2017 年修订的《企业会计准则第 14 号—收入》（以下简称“新收入准则”），将原与

存货和应收账款列报的相关项目移至合同资产列报。

标的资产 2020 年末账面合同资产余额 13,338.29 万元，计提减值准备 141.37 万元，账面价值 13,196.92 万元，合同资产具体情况请参见“四/4.1/（一）/4、合同资产计提减值的方法及依据，减值准备计提是否充分，与同行业可比公司会计处理是否相符”的相关描述。

（2）收益法估值中合同资产对追加营运资本的影响分析

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收款项）等所需的基本资金以及应付的款项等。

营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收款和其他应付款核算内容绝大多数为关联方的或非经营性的往来；应交税金和应付工资等多为经营中发生，且周转相对较快，拖欠时间相对较短、金额相对较小。

估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金（最低现金保有量）、存货、应收款项和应付款项等主要因素。

本核查意见所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

营运资金=最低现金保有量+存货+合同资产+应收款项-应付款项

其中：

最低现金保有量=标的公司日常经营活动中保有的货币资金

应收款项=应收账款+应收票据+其他应收款-预收账款-合同负债

应付款项=应付账款+应付职工薪酬+应交税费+其他应付款+其他流动负债+预计负债-预付账款

自 2020 年 1 月 1 日起，标的公司执行财政部于 2017 年修订的新收入准则，将原于存货和应收账款列报的相关项目移至合同资产列报。

经测算，标的公司 2020 年营运资金具体情况如下：

单位：万元

| 项目/年度 | 调整后账面值 |
|------------------|-----------------|
| 最低现金保有量 | 1,849.45 |
| 加：存货 | 865.35 |
| 加：合同资产 | 13,196.92 |
| 加：应收账款 | 4,662.29 |
| 应收票据 | 32.24 |
| 其他应收款 | 133.19 |
| 预付账款 | 589.35 |
| 减：应付账款 | 6,788.74 |
| 应付职工薪酬 | 527.33 |
| 应交税费 | 896.64 |
| 其他应付款 | 94.40 |
| 预收账款 | - |
| 合同负债 | 6,504.12 |
| 其他流动负债 | 32.24 |
| 预计负债 | 56.16 |
| 营运资金 | 6,429.16 |
| 营业收入 | 19,411.14 |
| 营运资金/营业收入 | 33.12% |

注：上述营运资金计算中计算过程中剔除了溢余资产及负债对测算结果的影响

未来年度对营运资金的占用按照 2020 年的营运资金占营业收入比例谨慎考虑资金占用，未来年度标的公司营运资金预测水平及追

加额如下：

单位：万元

| 项目/年度 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营运资金 | 6,429.16 | 8,399.47 | 10,507.61 | 12,615.76 | 13,238.27 | 13,630.45 | 13,630.45 |
| 营业收入 | 19,411.14 | 25,359.98 | 31,724.97 | 38,089.97 | 39,969.47 | 41,153.55 | 41,153.55 |
| 营运资金/营业收入 | 33.12% | 33.12% | 33.12% | 33.12% | 33.12% | 33.12% | 33.12% |
| 营运资金追加额 | | 1,970.31 | 2,108.15 | 2,108.15 | 622.51 | 392.18 | - |

本次营运资金的计算包含了标的公司运营全过程所需的现金、存货、合同资产、应收款项及应付款项，营运资金的计算过程中应收款项以净额参与计算，反映了资金的不同占用形态动态平衡过程。随着上述资产的变化，未来年度营运资本也随之变化，本次测算也包含合同资产增加对追加营运资本的影响，不会导致估值的重大调整。

五、业绩补偿约定未考虑合同资产重大减值的合理性

（1）标的公司业务转型有利于增强回款能力

标的公司于设立之初，主要从事瓦斯气相关设施建设和设备集成业务。

2010年以后，国家对于环保的重视程度逐渐增强，开始要求对餐厨有机垃圾进行规范处理。标的公司瓦斯气相关业务运用的技术与餐厨有机垃圾处理相关业务运用的技术具有一定程度的共通性。标的公司业务也开始由瓦斯气相关领域向餐厨有机垃圾领域进行延伸。

2018年以前，标的公司的主营业务涉及瓦斯气处置和有机垃圾处置两个领域。瓦斯气处置相关的设施、设备主要应用于煤矿相关客户，由于部分客户经营不佳，标的公司瓦斯气相关业务报告期外

的经营过程中积累了较多的坏账。

2019 年以后，随着餐厨垃圾分类处理开始推广，有机垃圾资源化市场快速发展。标的公司业务快速向有机垃圾资源化领域进行倾斜。2020 年，有机垃圾相关的设施和设备收入占主营业务收入达到 96.75%。由于市场快速发展，且客户支付能力相对较好，标的公司在报告期内有机垃圾资源化领域回款质量相对较好。

(2) 合同资产主要涵盖报告期内有机垃圾资源化项目，发生重大减值风险较小

自 2020 年 1 月 1 日起，标的公司执行财政部于 2017 年修订的新收入准则，将原于存货和应收账款列报的相关项目移至合同资产列报。

标的公司合同资产项目主要分为“竣工项目已完工未结算项目”和“在建项目已完工未结算项目”。其中，竣工项目已完工未结算合同资产对应原会计准则下应收账款科目，已按照应收账款的标准计提了相应的减值损失。

截至 2020 年末，标的公司在建项目中已完工未结算合同资产中，开工日期超过 2 年的项目为桑德齐齐哈尔市餐厨厌氧和沼气净化项目和爱德临沂 6240KW 电站建设项目。具体请参见“四/4.1/(一)/2、分析上述项目已确认收入是否符合收入确认条件，结算进度是否符合合同约定”的相关描述。除上述项目外，标的公司其余在建项目均属于有机垃圾资源化领域，发生重大减值风险较小。

(3)《盈利补偿协议》已对标的公司整体资产重大减值进行约定

本次交易双方已在《盈利补偿协议》中约定：

“在业绩承诺期限届满后，由甲方对标的公司进行减值测试并出具《减值测试报告》，并由甲方指定的具有法定资格的会计师事务所对标的公司依照中国证监会的规则及要求对《减值测试报告》出具专项审核意见。除非法律有强制性规定，否则《减值测试报告》采取的估值方法应与《资产评估报告》保持一致。甲方董事会及独立董事应对此发表意见。

如经甲方指定的具有法定资格的会计师事务所确认，若标的资产减值额>已补偿金额，则乙方应当对甲方另行补偿。乙方中的各方应当共同、连带地向甲方承担该补偿义务。”

由此可知，如果业绩承诺期届满时，标的公司整体资产发生重大减值，对标的公司的估值产生不利影响，业绩补偿方具有向上市公司进行补偿的义务，相关整体资产减值的情形已包括合同资产重大减值的情形。

（4）关于未对合同资产重大减值进行特别约定的说明

标的公司长期账务损失主要源自于煤炭相关的瓦斯气处置设施、设备业务。标的公司已将相关业务形成的欠款纳入应收账款核算，计提相应的减值损失，本次补偿义务人已对上述应收账款的回收情况出具承诺。

标的公司合同资产涉及项目主要为有机垃圾资源化领域相关项目，回款质量相对较好，标的公司预计不存在重大减值风险。上市公司与补偿义务人已在《盈利补偿协议》中对标的公司整体资产减值情况进行了约定，如对标的公司的估值产生不利影响，业绩补偿方具有向上市公司进行补偿的义务，相关整体资产减值的情形已包括合同资产重大减值的情形。。

综上，业绩补偿约定虽未对合同资产重大资产减值的情形进行特别约定，但已从整体上考虑了标的公司减值的可能性，相关整体资产减值的情形已包括合同资产重大减值的情形。此外，由于合同资产发生重大减值的风险较小，未单独设置合同资产减值约定具有合理性。

六、结合在手订单情况，分析 2021 年收入预测的合理性，并基于历史利润水平，分析业绩承诺是否具备可行性。

(1) 结合在手订单分析 2021 年收入预测的合理性

标的公司预测期收入快速增长主要系有机垃圾资源化行业整体快速增长及标的公司在行业中具备的相对竞争优势共同所致。相关描述及在手订单情况请参见本问题回复“（一）/结合市场需求、在手订单等情况，分析收益法评估中预测期营业收入增长率的确定依据”的相关描述。

(2) 在手订单的预计完工情况

截至 2021 年 6 月 30 日，截至评估报告出具日的在手订单已确认收入情况如下：

单位：万元

| 项目 | 预计 2021 年确认收入 | 截至 2021 年 6 月末已确认收入 |
|---------------|---------------|---------------------|
| 截至评估报告出具日在手订单 | 25,059.98 | 10,137.05 |

上述在手订单中，未确认收入的大额在手订单在 2021 年预计完工进度及依据如下：

单位：万元

| 项目 | 2021 年预计实现收入 | 截至 2021 年 6 月末已实现收入 | 预计 2021 年 12 月末完工进度及依据 |
|------------------|--------------|---------------------|----------------------------------|
| 湄潭县餐厨垃圾收运及资源化利用项 | 1,650.18 | - | 合同约定：到货验收且具备现场安装条件下，3 个月安装、调试验收合 |

| | | | |
|------------------------------|-----------|----------|--|
| 目 | | | 格； 实际情况：目前甲方土建未完成，预计 2021 年 9 月发货，12 月安装完成，2021 年底完工进度 80%。 |
| 宝山再生能源利用中心项目湿垃圾预处理系统 | 4,967.51 | - | 合同未约定具体工期； 实际情况：截至 2021 年 6 月底，已完成了设计和设备采购合同签署，正在筹备生产，预计 10 月发货，2021 年底完成进度预计 80%，2022 年 5 月安装完成，2022 年 8 月调试验收。 |
| 南宁市双定循环经济产业园项目有机厂设备供货及伴随服务合同 | 8,300.98 | 4,892.33 | 合同未约定具体工期； 实际情况：截至 2021 年 6 月底，已完成厌氧系统、沼气系统、部分餐厨预处理系统发货，同步进行系统安装，预计 9 月底安装完成，12 月底完成调试，2021 年底预计完工进度在 95%。 |
| 清远市绿能环保发电项目餐厨垃圾污水厌氧处理系统 | 1,141.79 | - | 合同约定：系统供货及安装工期为 5.5 个月，系统调试工期为 2 个月； 实际情况：截至 2021 年 6 月底，已完成设备采购和生产，目前正在进行发货前收尾工作，预计 7 月中下旬发货，10 月完成安装工作，2021 年底全部完工。 |
| 合计 | 16,060.46 | 4,892.33 | |

综上，在手订单中，主要项目的收入预计符合合同相关条款。目前，标的公司主要项目均按合同约定正常推进，出现大额跨期风险相对较小。

(2) 基于历史利润水平，分析业绩承诺是否具备可行性

标的公司报告期内及预测期收入及利润水平如下：

单位：万元

| 项目/年度 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入 | 14,214.26 | 19,411.14 | 25,359.98 | 31,724.97 | 38,089.97 | 39,969.47 | 41,153.55 |
| 收入增长率 | | 36.56% | 30.65% | 25.10% | 20.06% | 4.93% | 2.96% |
| 净利润 | -373.66 | 1,121.37 | 2,483.51 | 3,504.53 | 4,483.93 | 4,516.16 | 4,672.55 |
| 净利润增长率 | | 400.10% | 121.47% | 41.11% | 27.95% | 0.72% | 3.46% |

标的公司 2020 年收入及净利润水平呈现大幅增长，主要系相关政府部门于 2018 年开始推进厨余垃圾分类试点后，有机垃圾资源化行业开始快速发展和标的公司自身的相对竞争优势共同所致。

从行业情况来看，由于国家对于环保领域的监管理念日趋深入，大中型城市垃圾分类政策也在持续推进，相关产业资本持续涌入有机垃圾资源化行业，行业市场规模的持续、快速扩张是行业发展的基本方向，在预测期内预计不会发生根本性改变。

从标的公司自身情况来看，标的公司长期从事有机垃圾资源化业务，在技术、产品、市场口碑、标杆项目上都有着较深的积累。在行业快速发展的背景下，这些积累将转化为标的公司快速发展，承接优质订单的基础。

综上，由于监管政策的推动和资本的持续进入，标的公司报告期业绩呈现快速增长态势。预计相关因素在预测期内仍将持续推动标的公司业绩的提升，标的公司业绩和相关业绩承诺具有可行性。

七、核查意见:

经核查，评估师认为:

上市公司结合标的公司所处的有机垃圾资源化行业的市场需求、行业发展趋势及在手订单等情况，对标的公司预测期营业收入增长率及相关依据进行了补充说明。上市公司结合行业竞争趋势、标的公司的定价模式、预测依据以及同行业可比公司的毛利水平对预测期标的公司毛利率可以保持在相对较高的水平进行了补充说明。上市公司结合同行业可比公司的期间费用率水平，对标的公司期间费用的预测依据及合理性进行了补充说明。上市公司结合营运资金的测算过程对合同资产对追加营运资金的影响进行了补充说明。上述补充说明内容具有合理性。

（此页无正文，仅为关于上海证券交易所《关于南京万德斯环保科技股份有限公司发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金申请文件的审核问询函》（上证科审（并购重组）〔2021〕2号）资产评估相关问题回复核查意见之盖章页）

中联资产评估集团有限公司

