



## 金证（上海）资产评估有限公司

### 《关于对维尔利环保科技集团股份有限公司的关注函》

### 与评估机构有关问题之专项回复

深圳证券交易所创业板公司管理部：

贵部门于 2022 年 5 月 18 日出具的《关于对维尔利环保科技集团股份有限公司的关注函》（创业板关注函〔2022〕第 244 号）已收悉，金证（上海）资产评估有限公司（以下简称“我公司”）就贵部门关注函中涉及评估机构的相关问题进行了认真核查，现将相关情况回复说明如下：

一、问题 1：根据公告，北京宝旺主要从事股权投资，持有中国再生资源开发有限公司（以下简称中再生公司）9.6774%的股权，截至 1 月 31 日，北京宝旺净资产 951.89 万元。根据金证（上海）资产评估有限公司出具的《维尔利环保科技集团股份有限公司拟股权收购所涉及的北京宝旺投资有限公司股东全部权益价值资产评估报告》（以下简称北京宝旺评估报告），经资产基础法评估，北京宝旺所有者权益账面价值 951.89 万元，评估价值 29,127.57 万元，增值率 2,959.97%，增值较大主要因为北京宝旺对中再生公司的长期股权投资。同时，考虑到被评估单位于评估基准日存在引用专业报告、未来股权回购等可能对评估结论产生影响的特别事项，影响金额约为 5,825 万元。扣除上述特别事项影响金额，北京宝旺 100%股权的定价为 23,250.00 万元。

（1）请具体说明上述引用专业报告、未来股权回购等特别事项详情，公司评估相关事项对标的资产价值影响的计算过程和依据，评估机构在对

北京宝旺评估过程中未能充分考虑相关因素影响的原因，公司上述估值调整是否充分、合理，请相关评估机构、保荐机构发表明确意见。

## 【回复】

### 1. 引用专业报告事项详情

我公司在本次评估中，对北京宝旺持有中再生公司的长期股权投资，引用了北京中兴立资产评估有限公司出具的《北京宝旺投资有限公司拟了解对中国再生资源开发有限公司长期股权投资价值所涉及的中国再生资源开发有限公司股东全部权益项目评估报告》的评估结论，该引用报告的概况如下：

项目	内容
报告名称	北京宝旺投资有限公司拟了解对中国再生资源开发有限公司长期股权投资价值所涉及的中国再生资源开发有限公司股东全部权益项目评估报告
报告编号	中兴立评报字（2022）第 1003 号
报告出具日	2022 年 05 月 10 日
评估对象	中国再生资源开发有限公司股东全部权益
评估范围	中国再生资源开发有限公司全部资产及负债
评估基准日	2022 年 01 月 31 日
评估方法	资产基础法、收益法
评估结论	采用收益法评估的结果作为评估结论。经采用收益法评估，中国再生资源开发有限公司在评估基准日 2022 年 01 月 31 日的净资产账面价值为 61,783.14 万元，采用收益法评估后的股东全部权益价值为 300,587.54 万元，评估增值 238,804.40 万元，增值率 386.52%。

经北京中兴立资产评估有限公司评估，中再生公司于 2022 年 1 月 31 日的股东全部权益价值为 300,587.54 万元。我公司在对北京宝旺持有的中再生公司 9.6774% 股权评估时引用了上述评估报告的评估结论，经计算，北京宝旺持有的中再生公司 9.6774% 股权价值为 29,089.06 万元，即

北京宝旺持有的中再生公司 9.6774% 股权价值 =  $300,587.54 \times 9.6774\% = 29,089.06$  万元。

## 2.未来股权回购事项详情

2020年，中国再生资源开发有限公司及其相关下属企业、中再生资源开发有限公司将其持有的部分公司股权对中合嘉茂投资（天津）合伙企业（有限合伙）进行出资，并同时签有回购协议，在约定期限内原价回购相应股权，约定回购期限为收到款项后的三年。截至评估基准日，未回购股权的具体情况如下：

金额单位：元

序号	公司名称	2022年01月31日 账面净资产	出售股比	出售（未来回购）价格
1	成都川绿再生资源回收有限公司	-53,682,265.46	99%	24,750,000.00
2	广东亿捷科技发展有限公司	-47,296,668.41	60%	9,000,000.00
3	山东临沂中再生联合发展有限公司	-112,214,674.76	80%	8,000,000.00
4	洛阳汉鼎金属回收有限公司	-152,825,671.36	80%	2,400,000.00
5	清远天恒金属有限公司	-63,754,689.47	99%	1,980,000.00
6	唐山中再生环保科技服务有限公司	-110,800,035.53	51%	12,750,000.00
7	北京博坤再生资源开发有限公司	-31,188,412.73	80%	12,000,000.00
8	常州塑金高分子科技有限公司	24,497,590.58	94.87%	70,190,000.00
9	四川塑金科技有限公司	-1,466,442.94	99%	44,550,000.00
	合计	-548,731,270.08		185,620,000.00

我公司在对北京宝旺的评估过程中未考虑上述未来回购事项对评估结论的影响。

## 3.评估机构未能考虑相关因素影响的原因

我公司在评估北京宝旺的股权价值时，未考虑未来股权回购事项对评估结论的影响，主要是因为回购事项约定的时间为收到股权转让款后的三年，未来股权回购时被回购单位的财务状况及经营成果无法可靠估计，评估机构无法判断上述九家公司回购时对北京宝旺股权价值的准确影响数额，因此在评估报告中未考虑该等股权回购事项对评估结论的影响。

#### 4. 公司评估相关事项对标的资产价值影响的计算过程和依据及调整的充分性及合理性

根据公司对于未来股权回购事项的假设，在视为 2022 年 1 月 31 日基准日时点进行回购的前提下：①以基准日的账面净资产为计算基础进行调整；②按股权转让时股权出售价格扣减。估值调整额为①-②。

在假设 2022 年 1 月 31 日作为回购日，并以该日期各被回购单位账面净资产作为权益计算基础，同时扣减回购款作为调整基础的前提下，公司对标的资产价值影响的调整是充分、合理的。

二、问题 2：根据公告，北京中兴立资产评估有限公司出具了《北京宝旺投资有限公司拟了解对中国再生资源开发有限公司长期股权投资价值所涉及的中国再生资源开发有限公司股东全部权益项目评估报告》（以下简称中再生评估报告），中再生公司及其下属公司持有的上市公司中再生资源环境股份有限公司（中再资环，600217）的股份（直接和间接合计持有中再资环 63,580.39 万股）按照评估基准日的当月收盘价平均值和持股数量相乘作为评估值，较账面价值增值 24.4 亿元。根据评估，北京宝旺对中再生公司的股权投资，评估基准日持股比例为 9.6774%，账面值 947.83 万元，评估值 29,089.06 万元。公司同时披露，评估机构对中再生公司股东全部权益价值采用资产基础法和收益法评估，最终选取了收益法评估结果作为最终评估结论。

（2）请解释上述有关中再资环股份价值计算和评估机构“选取了收益法评估结果”之间的逻辑关系；请具体说明评估机构对中再生股权价值的评估过程、方式、主要参数预测和结论，并结合中再生自身业务和财务状况，分析评估增值率较高的原因和合理性。请相关评估机构、保荐机构

发表明确意见。

### 【回复】

1.上述有关中再资环股份价值计算和评估机构“选取了收益法评估结果”之间的逻辑关系。

中再生评估报告收益法评估思路如下：

由于中再资环为 A 股上市公司，采用市价法评估更易操作，森泰环保为新三板公司，可以采用合理的方法来评估，因此对中再生进行评估时，首先编制中再生合并范围内剔除中再资环、森泰环保的模拟合并报表，再选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型对中再生公司采用模拟合并口径进行收益法评估，中再资环股份价值以采用市价法、森泰环保股份价值以采用评估基准日账面净资产乘以持股比例评估并入企业整体价值，其评估增值对企业整体价值有直接影响。

收益法中，基于项目实际情况，将部分控股公司剥离出合并范围，编制模拟合并报表，并以模拟报表为基础进行收益法测算，再将剥离出的公司单独评估后再并入的做法在行业中较为常见，北京中兴立资产评估有限公司的收益法评估思路是合理的。

2.评估机构对中再生股权价值的评估过程、方式、主要参数预测和结论，以及评估增值率较高的原因和合理性。

(1) 评估机构对中再生股权价值的评估过程、方式、主要参数预测和结论。

根据中再生评估报告，北京中兴立资产评估有限公司对中再生股权价值采用资产基础法和收益法进行评估，最终选取了收益法作为评估结论。经评估，中国再生资源开发有限公司在评估基准日 2022 年 01 月 31 日的母



项目	归母股东权益 (P=B+C+D+E-F-A)	经营性资产 (B)	溢余资产 (C)	非经营性资产和负债净值 (D)	单独评估的长期股权投资 (E)	付息债务 (F)	少数股东权益 (A)
账面值	44,197.89	78,659.32	-	505,158.82	344,466.62	706,225.37	177,861.50
评估值	300,587.54	212,403.32	-	511,971.00	507,936.56	706,225.37	225,497.97
增值额	256,389.64 <sup>注</sup>	133,744.00	-	6,812.18	163,469.94	-	47,636.47

(注：上表中归母股东权益账面值为剔除中再资环、森泰环保后的模拟合并报表的归属母公司所有者权益的账面值，非中再生合并口径的归属母公司所有者权益的账面值。表中列示的归母股东权益评估值较账面值的增值额与中再生评估报告披露的中再生公司股东全部权益增值额有差异，主要是因为收益法采用的是合并口径，上表中归母股东权益账面值取自合并报表中归属于母公司所有者权益合计金额。而中再生评估报告评估对象为中再生公司股东全部权益，按照惯例，一般与母公司报表所有者权益账面值比较增值额。)

如上表，评估增值主要来自于经营性资产、非经营性资产和负债净值以及单独评估的长期股权投资价值评估增值。

### ① 增值原因分析：

#### A. 经营性资产价值增值分析

经营性资产价值评估如下：

金额单位：万元

项目/年份	2022年 2-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	永续期
主营业务收入	2,818,118.24	3,426,729.47	3,652,543.40	3,941,889.70	4,095,685.39	4,095,685.39
主营业务成本	2,853,177.37	3,482,982.37	3,707,516.54	3,997,079.20	4,147,152.22	4,147,152.22
销售税金及附加	33,173.33	40,520.07	43,046.45	46,282.70	48,002.86	48,002.86
主营业务利润	-68,232.45	-96,772.97	-98,019.59	-101,472.20	-99,469.69	-99,469.69
其它业务利润	9,238.62	10,144.26	10,195.56	10,195.56	10,195.56	10,195.56
管理费用	40,862.09	45,465.80	46,225.18	47,007.34	47,812.97	47,812.97
营业费用	14,880.50	16,066.53	16,225.42	16,389.07	16,557.64	16,557.64
财务费用	63,956.30	70,524.15	70,524.15	70,524.15	70,524.15	70,524.15
研发费用	3,064.69	3,374.32	3,454.12	3,536.31	3,620.97	3,620.97
其他收益	153,080.66	183,081.27	193,191.91	206,503.82	211,242.90	211,242.90
净利润	-33,657.03	-43,601.31	-36,829.29	-29,275.45	-24,414.72	-24,414.72
企业自由现金流	-38,900.59	27,957.26	27,194.77	37,925.23	36,008.43	18,911.05
经营性资产价值	212,403.32					

中再生公司为中国供销集团有限公司下属控股企业，致力于打造专业

化、产业化、规模化的再生资源回收利用体系，构筑起完备的废钢铁、废家电、废有色金属、废纸、再生塑料等再生资源品种的回收加工利用业务链条。中再生及其合并范围内的下属公司的经营性资产价值按照企业自有现金流折现，增值 133,744.00 万元，其增值原因是经营性资产综合获利能力较好，经未来收益折现后的价值高于其账面历史成本。

### B.非经营性资产和负债净值增值分析

非经营性资产和负债评估如下：

金额单位：万元

类别	会计科目名称	内容	账面值	评估值	增值额
非经营性资产	其他应收款	关联方往来、政府补助、应收股利和利息等	656,483.92	656,483.92	-
非经营性资产	其他流动资金、长期应收款等	待抵扣进项税、信托基金等	98,621.62	98,621.62	-
非经营性资产	在建工程	闲置的在建工程	39,380.41	34,099.67	-5,280.74
非经营性资产	无形资产	闲置在建工程占用土地	17,486.15	29,007.68	11,521.53
非经营性资产小计			811,972.10	818,212.89	6,240.79
非经营性负债	其他应付款	往来款、应付利息和股利	275,026.64	275,026.64	-
非经营性负债	长期应付款、预计负债、递延收益等	融资租赁款、环境保护和生态恢复费用、政府补助等	31,786.65	30,305.12	-571.40
非经营性负债小计			306,813.29	305,331.76	-571.40
非经营性资产、负债净值			505,158.82	511,971.00	6,812.18

非经营性资产和负债包括关联方往来款、闲置的在建工程和土地及长期应付款等。中再生公司非经营性资产和负债净值增值 6,812.18 元，主要为闲置土地的地价自然上涨引起的增值以及未来无需返还的政府补助按照应缴纳的所得税额评估引起的负债减值。

### C.单独评估的长期股权投资增值分析

单独评估的长期股权投资为未纳入合并范围的长期股权投资公司，包括中再资环、森泰环保及其他长期股权投资公司等。评估如下：

金额单位：万元



公司名称	账面值	评估值	增值额
中再资环	154,027.69	422,711.24	268,683.55 <sup>注</sup>
森泰环保	10,428.55	10,575.65	147.10
除中再资环以外的其他 长期股权投资	180,010.38	74,649.66	-105,360.72
合计	344,466.62	507,936.56	163,469.94

(注：本处的增值额 268,683.55 万元与提问中增值额 24.4 亿元有差异主要是因为两者口径不同，268,683.55 万元为中再生公司和二级公司直接持有中再资环股权的评估值增值额，24.4 亿元为中再生公司直接与间接持有中再资环股权的评估值增值额。)

单独评估的长期股权投资价值增值 16.35 亿元，主要是中再生及下属公司持有的中再资环股权评估增值造成。森泰环保评估增值额较小。

中再资环股权的评估，按照基准日当月交易日公司收盘均价乘以持股数量计算评估值。经同花顺 iFinD 资讯查询，2022 年 1 月中再资环股票交易日收盘价平均值为 6.2268 元。中再生及相关公司持股中再资环的明细及评估值情况如下表：

持有中再资环股权的主体	持股比例	持股数量(万股)	投资中再资环的账面 值(万元)	直接持股价值(万 元)
中再生	25.84%	35,889.11	97873.67	223,474.30
中再生资源	7.54%	10,466.71	43474.02	65,174.08
黑龙江中再生	7.15%	9,935.55	6000.00	61,866.66
广东华清	4.50%	6,254.97	5000.00	38,948.44
中再生投资控股	3.85%	5,339.46	1680.00	33,247.77
合计	48.88%	67,885.79	154,027.69	422,711.24

由上表计算得出中再生及相关公司直接持股中再资环股份的增值额 =  $422,711.24 - 154,027.69 = 268,683.55$  万元。

## ② 合理性分析

### A. 金证（上海）资产评估有限公司对中再生报告复核引用过程介绍

根据《资产评估执业准则——利用专家工作及报告》（中评协（2017）35 号）的要求，我公司评估人员了解了本次收购的项目背景、中

再生公司的历史沿革、组织架构、主营业务和经营模式，以及北京中兴立资产评估有限公司的资质及既往业绩情况、本项目的评估思路、工作计划及程序、评估方法的选取等；在北京中兴立资产评估有限公司出具正式评估报告前，我公司重点复核了中再生评估的评估说明和评估明细表，并与北京中兴立资产评估有限公司就作价方法及计算过程进行了较为充分的沟通讨论；在我公司取得北京中兴立资产评估有限公司出具的正式评估报告后，逐一分析了中再生评估报告的评估目的、评估基准日、评估对象、价值类型、评估依据、参数选取、假设前提、使用限制等是否满足资产评估报告的引用要求，在满足了引用条件后，我公司引用了北京中兴立资产评估有限公司出具的中再生评估报告。

#### B. 选用收益法作为评估结论的合理性分析

北京中兴立资产评估有限公司的中再生评估报告选用收益法作为最终结论，主要是因为收益法在评估过程中不仅考虑了被评估单位申报的固定资产、营运资金等有形资源外，同时也考虑了如企业拥有的经营资质、稳定客户资源、科学的生产经营管理水平等对获利能力产生重大影响的因素，因公司整体收益能力是企业所有环境因素和内部条件共同作用的结果，收益法更能反映被评估企业的真实价值。因此选用收益法作为评估结论具有合理性。

#### C. 经营性资产预测参数合理性分析

根据中再生评估报告，未来年度主营业务收入年平均增长率为 6.8%，远低于历史年度增长水平，主营业务毛利率平均值为 -1.42%，低于历史年度平均水平，其他收益占主营业务收入比重逐渐降低，净利润率由于规模效益的体现，考虑到未来年度行业竞争的加剧，经营性资产预测具有合理性。

#### D. 中再资环估值方法的合理性分析

北京中兴立资产评估有限公司对于中再生公司及下属单位持有中再资环的股份采用市价法评估，经同花顺 iFind 查询，评估基准日当月收盘价平均值为 6.2268 元/股，评估基准日前 20 个交易日的交易均价为 6.5650 元/股，评估时按照评估基准日的当月收盘价平均值和持股数量相乘作为评估值。通过分析，取某一期间股票交易价格的均值能够剔除评估基准日当天收盘价受短期资本市场行情波动的影响，也是对上市公司估值的常用方法之一，故该估值方法具有合理性。

#### E. 与行业指标进行对比后的合理性分析

结合中国再生资源开发有限公司所处行业和主营业务类型，筛选出七家 A 股可比上市公司，同类可比上市公司相关价值指标与标的公司对比如下：

证券代码	证券名称	主营业务	EV / EBITDA
002645.SZ	华宏科技	再生资源加工设备的研发、生产和销售。	20.82
600217.SH	中再资环	废弃电器电子产品的回收、规范拆解和深加工。	24.37
688087.SH	英科再生	可再生塑料的回收、再生、利用。	36.95
002672.SZ	东江环保	工业废物处理和市政废物处理	12.07
002996.SZ	顺博合金	再生铝合金锭的生产和销售	14.55
301026.SZ	浩通科技	贵金属二次资源综合利用及相关产品的研发、生产与销售。	25.18
301068.SZ	大地海洋	从事危险废物的资源化利用、危险废物的无害化处置、电子废物的拆解业务。	32.35
<b>平均数</b>			<b>23.75</b>
中国再生资源开发有限公司		废旧物资、残次和呆滞原料、清仓和超储物资的收购、销售、处理、处置。	13.71

数据来源：同花顺 iFind

（注：可比公司 EV 为 2021 年 12 月 31 日数据，EBITDA 为 2021 年度数据。根据同花顺 iFind 统计口径，EBITDA=利润总额+利息费用+本期计提的折旧与摊销，中国再生资源开发有限公司计算口径与同花顺 iFind 口径保持一致。）

由上表可见，本次对中国再生资源开发有限公司估值的 EV/EBITDA 指标小于可比上市公司平均值，故中再生公司评估及作价具有合理性。

**【评估师核查意见】**

综上，我认为北京中兴立资产评估公司对中再生公司股东全部权益的评估结论具有合理性。我公司按照国家相关法律法规及资产评估准则的要求，执行了相应的评估程序，对北京宝旺股东全部权益的评估结论是充分合理的。

（本页以下无正文）

（本页无正文，为《金证（上海）资产评估有限公司<关于对维尔利环保科技集团股份有限公司的关注函>与评估机构有关问题之专项回复》的盖章页）

金证（上海）资产评估有限公司

2022年5月25日