

天津中联资产评估有限责任公司

关于

《深圳证券交易所关于对杭州大地海洋环保股份有限公司的
重组问询函》

[创业板许可类重组问询函（2022）第 11 号]

之

回复

深圳证券交易所：

根据贵所于 2022 年 8 月 30 日下发的《关于对杭州大地海洋环保股份有限公司的重组问询函》（创业板许可类重组问询函（2022）第 11 号）有关问题和要求，天津中联资产评估有限责任公司组织评估项目组对贵所的问询问题进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本回复，现将具体情况汇报如下：

问题 1

本次交易中，标的公司 100% 股权资产基础法评估值为 16,621.6 万元，增值率 53.77%。主要是长期股权投资、无形资产、固定资产、使用权资产增值较多。请具体说明上述资产的内容，评估增值的主要原因和判断依据。

请评估机构、独立财务顾问核查并发表明确意见。

【答复】

一、请具体说明长期股权投资、无形资产、固定资产、使用权资产的内容，评估增值的主要原因和判断依据

(一) 长期股权投资的内容及评估增值的主要原因和判断依据

1、主要内容

长期股权投资账面值 2,700.00 万元，被投资单位（子公司）共 6 家。下表所列示的账面价值为长期投资单位在母公司虎哥环境单体报表上长期股权投资账面值，子公司所有者权益为评估基准日经审计的报表反映的所有者权益，两者差额为子公司成立至评估基准日的期间损益。具体情况如下：

单位：万元

序号	单位名称	投资日期	投资比例	子公司所有者权益	账面价值	评估价值
1	浙江虎哥电子商务有限公司	2017/09/18	100.00%	1,370.11	1,000.00	1,117.77
2	安吉虎哥环境服务有限公司	2018/12/29	100.00%	562.30	200.00	700.46
3	虎哥（衢州）环境有限公司	2020/12/22	100.00%	938.05	1,000.00	1,153.88
4	浙江虎哥数字科技有限公司	2021/02/23	100.00%	1,201.56		1,236.75
5	虎哥（新昌）环境有限公司	2021/11/19	100.00%	637.45	500.00	626.23
6	杭州虎哥环境服务有限公司	2021/12/22	100.00%	-	-	-
合计				4,709.47	2,700.00	4,835.08

2、判断依据

对于标的公司的全资子公司，本次评估根据按同一标准、同一基准日进行核实和评估，以各子公司评估后的股东全部权益中标的公司所占份额（股东全部权

益的评估价值×股权比例)为评估值。标的公司的各子公司资产增减值(如有)的具体原因如下:

(1) 浙江虎哥电子商务有限公司

截至评估基准日,浙江虎哥电子商务有限公司账面所有者权益 1,370.11 万元,评估价值 1,117.77 万元,评估减值 252.34 万元,主要资产增减值情况如下:

流动资产评估增值 115.74 万元,增值率 2.45%,流动资产评估增值主要系应收账款、其他应收款未确认坏账准备以及原材料按实际数量进行评估所致。

固定资产评估增值 0.17 万元,增值率 7.91%,固定资产评估增值主要系电子设备市场价格波动及会计折旧年限与经济耐用年限不同所致。

无形资产评估减值 339.32 万元,减值率 100.00%,无形资产评估减值主要系评估值在母公司账面以合并口径考虑所致。

递延所得税资产评估减值 28.93 万元,减值率 100.00%,递延所得税资产评估减值主要系未确认应收账款、其他应收款坏账准备相应递延所得税资产评估为零所致。

(2) 安吉虎哥环境服务有限公司

截至评估基准日,安吉虎哥环境服务有限公司账面所有者权益 562.30 万元,评估价值 700.46 万元,评估增值 138.16 万元,主要资产增减值情况如下:

流动资产评估增值 67.66 万元,增长率 3.53%,流动资产评估增值主要系应收账款、其他应收款未确认坏账准备以及产成品考虑了部分利润所致。

固定资产评估增值 69.08 万元,增长率 11.22%,固定资产评估增值主要系设备价格波动及会计折旧年限与经济耐用年限不同所致。

长期待摊费用评估增值 14.51 万元,增长率 33.92%,长期待摊费用评估增值系隔音房的会计折旧年限与经济耐用年限不同所致。

递延所得税资产评估减值 13.09 万元,减值率 86.91%,递延所得税资产评估减值主要系未确认应收账款、其他应收款坏账准备相应递延所得税资产评估为零所致。

(3) 虎哥（衢州）环境有限公司

截至评估基准日，虎哥（衢州）环境有限公司账面所有者权益 938.05 万元，评估价值 1,153.88 万元，评估增值 215.83 万元，主要资产增减值情况如下：

流动资产评估增值 191.50 万元，增值率 8.59 %，流动资产评估增值主要系产成品考虑了部分利润所致。

固定资产评估增值 50.88 万元，增值率 8.45 %，固定资产评估增值主要系市场价格波动及会计折旧年限与经济耐用年限不同所致。

递延所得税资产评估减值 26.56 万元，减值率 28.98%，递延所得税资产评估减值主要系因坏账准备引起的递延所得税资产按实际确认坏账金额确定所致。

(4) 浙江虎哥数字科技有限公司

截至评估基准日，浙江虎哥数字科技有限公司账面所有者权益 1,201.56 万元，评估价值 1,236.75 万元，评估增值 35.19 万元，主要资产增减值情况如下：

流动资产评估增值 51.71 万元，增值率 4.04%，流动资产评估增值主要系应收账款、其他应收款未确认坏账准备所致。

固定资产评估减值 3.60 万元，减值率 15.18%，电子设备评估减值主要系市场价格波动及会计折旧年限与经济耐用年限不同所致。

递延所得税资产评估减值 12.93 万元，减值率 100.00%，递延所得税资产评估减值主要系未确认应收账款、其他应收款坏账准备相应递延所得税资产评估为零所致。

(5) 虎哥（新昌）环境有限公司

截至评估基准日，虎哥（新昌）环境有限公司账面所有者权益 637.45 万元，评估价值 626.23 万元，评估减值 11.22 万元，主要资产增减值情况如下：

流动资产评估增值 29.87 万元，增值率 3.49%，流动资产评估增值主要系应收账款、其他应收款未确认坏账准备以及产成品考虑了部分利润所致。

固定资产评估减值 34.84 万元，减值率 10.87%，机器设备评估减值主要系机器设备价格波动、会计折旧年限与经济耐用年限不同所致；电子设备评估增值主

要系市场价格波动及会计折旧年限与经济耐用年限不同所致；车辆评估减值主要系价格波动及会计折旧年限与经济耐用年限不同所致。

递延所得税资产评估减值 6.25 万元，减值率 100.00%，递延所得税资产评估减值主要系未确认应收账款、其他应收款坏账准备相应递延所得税资产评估为零所致。

3、增值原因

长期股权投资评估值 4,835.08 万元，评估增值 2,135.08 万元，增值率 79.08 %，主要系母公司对长期投资单位（子公司）采用成本法核算，长期投资单位（子公司）成立至评估基准日期间的投资损益未在母公司单体报表中反映，同时长期投资单位（子公司）的相应资产评估有一定增值所致。

（二）固定资产的内容及评估增值的主要原因和判断依据

1、主要内容

固定资产账面值 1,457.82 万元，均为设备类固定资产，详细情况如下表所示：

单位：万元

编号	科目名称	账面价值		评估价值	
		原值	净值	原值	净值
1	固定资产—机器设备	1,643.70	1,013.01	1,605.75	1,097.78
2	固定资产—车辆	675.23	324.88	681.21	502.46
3	固定资产—电子设备	516.86	119.93	461.82	260.29
	合计	2,835.79	1,457.82	2,748.78	1,860.52

（1）主要设备及分布

标的公司主要从事居民生活垃圾分类回收和资源化利用业务，列入评估范围的设备主要包括分拣流水线、打包机、破碎机等机器设备，电脑空调等办公电子设备及车辆，设备均分布于各自的生产车间和办公区域。

（2）设备账面价值来源和构成

标的公司拥有的设备由标的公司自成立以来陆续购置，账面原值中主要为设备的购置费，另有部分运杂费及安装调试费等费用。

2、判断依据及增值原因

根据本次评估的特定目的及被评估设备的特点，确定采用成本法评估，基本

计算公式为：

评估价值=重置价值×综合成新率

其中：重置价值按现行市场价确定设备购置价格后，根据设备的具体情况考虑相关的运杂费、安装调试费、合理期限内资金成本和其他必要合理的费用，以确定设备的重置价值。

综合成新率以年限法为基础，先根据委估设备的构成、功能特性、使用经济性等综合确定经济耐用年限 N，并据此初定设备的尚可使用年限 n；再按照现场勘查的设备技术状态，对其运行状况、环境条件、工作负荷大小、生产班次、生产效率、产品质量稳定性、维护保养水平以及技术改造、大修等因素加以分析研究，确定各调整系数，综合评定该设备的成新率。

综合成新率=（经济耐用年限-已使用年限）÷经济耐用年限×100%×K

根据上述评估方法，固定资产评估值 1,860.52 万元，较账面价值评估增值 402.70 万元，增值率 27.62%。增值原因包括：①现行重置价与历史账面成本有一定的差异，导致评估增减值变动；②评估中采用的设备经济耐用年限与会计折旧年限差异。

其中，设备经济耐用年限与会计折旧年限差异的具体情况如下：

（1）企业会计政策中固定资产折旧年限

类别	折旧方法	折旧年限（年）	残值率（%）	年折旧率（%）
机器设备	直线法	5-10	5.00	9.50-19.00
运输设备	直线法	3-4	5.00	23.75-31.67
电子及其他设备	直线法	3-5	5.00	19.00-31.67

（2）设备经济使用年限

设备经济使用年限参照《资产评估常用方法与参数手册》的有关数据，分别按如下标准确定：

分拣流水线、变压器	14 年
剪切机、破碎机等	12 年
打包机等	10 年
电脑空调打印机等	5-8 年

电子汽车衡及监控工程系统等 10-12 年

列入本次评估范围内主要设备经济耐用年限比会计折旧年限较长，使得固定资产有一定的增值。

例如，对列入评估范围的机器设备-大件破碎机及分选处理系统，经评估机构重新询价及原合同进行分析后，确认了其重置价值，并参考《资产评估常用方法与参数手册》经济耐用年限取值确认为 12 年（会计折旧年限 10 年），得出该项资产的成新率，最终两项设备评估价值评估增值 63.36 万元，其他设备同理。

（三）无形资产的内容及评估增值的主要原因和判断依据

1、主要内容

无形资产账面价值 1,497.05 万元，具体如下，系商标、域名权、专利、软件著作权及作品登记版权，除下表软件著作权账面记录外，其余无形资产在账面未进行记录。

无形资产名称和内容	原始入账价值（万元）	账面价值（万元）	评估价值（万元）
虎哥回收运营管理系统软件 V2.0	265.49	191.74	3,110.00
虎哥客服工作台系统软件 V2.0	353.98	272.86	
虎哥垃圾分类数据中枢软件 V2.0	796.46	678.47	
虎哥回收监管系统软件 V3.0	442.48	353.98	
专利、软件著作权及作品登记版权组合			1,000.00
商标、域名权组合			
合计	1,858.41	1,497.05	4,110.00

账面记录的软件著作权明细具体如下：

序号	软件名称	登记号	证书号	著作权人	开发完成日期	首次发表日期
1	虎哥回收运营管理系统软件 V2.0	2021SR1836443	软著登字第 8559069 号	浙江虎哥数字科技有限公司	2021/10/27	2021/10/27
2	虎哥客服工作台系统软件 V2.0	2021SR1836445	软著登字第 8559071 号	浙江虎哥数字科技有限公司	2021/10/27	2021/10/27
3	虎哥垃圾分类数据中枢软件 V2.0	2021SR1836446	软著登字第 8559072 号	浙江虎哥数字科技有限公司	2021/10/27	2021/10/27
4	虎哥回收监管系统软件 V3.0	2021SR1806647	软著登字第 8529273 号	浙江虎哥数字科技有限公司	2021/10/27	2021/10/27

除账面已记录的软件著作权外，标的公司账面存在未记录的可辨认商标、域

名权、专利、软件著作权及作品登记版权情况，导致标的公司的无形资产评估出现增值。具体而言，截至评估基准日，标的公司及其子公司拥有已注册商标 600 项，已授权的实用新型专利 12 项，外观设计专利 7 项，发明专利 5 项，软件著作权 24 项，作品登记版权 8 项，域名 2 项，账面均无记录，均列入本次评估范围。具体情况请详见中联评报字[2022]D-0149 号资产评估报告“三、评估对象和评估范围/（三）企业申报的账面未记录的无形资产情况”。

2、判断依据

（1）商标、域名权

根据本次评估资产的自身特点并结合评估机构的市场调查，目前国内外与评估对象相似转让案例极少，信息不透明，缺乏可比性，因此不适宜采用市场法评估；由于商标及域名组合形成的直接成本往往与其价值没有直接的对应关系，即投入的弱对应性，因此不适宜采用成本法；结合本次资产评估的对象、评估目的和评估师所收集的资料，确定采用收益法对商标及域名组合进行评估。

商标及域名组合评估结果如下：

单位：万元

项目	2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
营业收入	31,598.83	53,234.25	62,588.35	66,920.25	70,919.17	70,919.17	70,919.17	70,919.17
收入分成率	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%
分成收益	77.04	129.78	152.59	163.15	172.90	172.90	172.90	172.90
折现率	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
折现期	0.33	1.17	2.17	3.17	4.17	5.17	6.17	
折现系数	0.9490	0.8326	0.7116	0.6082	0.5199	0.4443	0.3798	2.2339
折现后净现金流量	73.11	108.06	108.59	99.23	89.88	76.82	65.66	386.24
评估值	1,000.00（取整）							

（2）专利、软件著作权及作品登记版权

由于目前国内外与评估对象相似的转让案例极少，且信息不透明，缺乏可比性，因此不适宜采用市场法评估；由于无形资产的投入、产出存在弱对应性，即很难通过成本来反映资产的价值，因此也不适宜采用成本法评估；根据本次评估可以收集到资料的情况确定对专利、软件著作权及作品登记版权组合的评估采用收益法。

专利、软件著作权及作品登记版权组合评估结果如下：

单位：万元

项目	2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
营业收入	31,598.83	53,234.25	62,588.35	66,920.25	70,919.17	70,919.17	70,919.17
技术分成率	2.05%	1.76%	1.46%	1.17%	0.88%	0.59%	0.29%
分成收益	647.10	934.43	915.52	783.11	622.43	414.95	207.48
折现率	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
折现期	0.33	1.17	2.17	3.17	4.17	5.17	6.17
折现系数	0.9490	0.8326	0.7116	0.6082	0.5199	0.4443	0.3798
净现值	614.11	778.03	651.53	476.32	323.58	184.38	78.79
评估值	3,110.00（取整）						

3、增值原因

(1) 无形资产账面价值主要为4项虎哥相关软件著作权账面开发成本，其余列入评估范围内的商标、域名、软件著作权、专利、作品登记版权等均无账面价值。

(2) 标的公司经过多年的经营管理和市场培育，商标及软件著作权等无形资产均对标的公司做出了较大的贡献，且协同对标的公司作出贡献，在各项业务产品中存在相互交叉或需要共同使用的情况，故本次评估对无形资产采用收益法进行评估，各项无形资产组合的价值随着标的公司收入规模的扩大而增长，故相较于账面价值有一定的增值。

(四) 使用权资产的内容及评估增值的主要原因和判断依据

1、主要内容

截至评估基准日，标的公司的使用权资产账面价值2,562.89万元，主要系融资租赁的60辆运输货车、经营厂区及服务站点租赁形成的权利，具体如下：

使用权资产名称	原始发生额 (万元)	账面价值 (万元)	评估价值 (万元)
60辆运输车	361.20	109.93	479.59
房屋租金	3,239.98	2,452.96	2,452.96
合计	3,601.18	2,562.89	2,932.55

2、判断依据及增值原因

(1) 使用权资产—车辆的评估

对上述车辆的评估方法同“固定资产—车辆”，详见本回复“问题1/(二)固定资产的内容及评估增值的主要原因和判断依据”。

(2) 使用权资产—房屋租金的评估

对于租赁合同形成的使用权资产，期后需按合同履行，本次以确认合理折旧后

的账面价值确认为评估值。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：长期股权投资增值原因主要系母公司会计政策为对长期投资单位采用成本法核算，长期投资单位的投资损益未在母公司单体报表中反映及长期投资单位相应资产评估增值所致。对于固定资产，机器设备评估增值主要系机器设备价格波动、会计折旧年限与经济耐用年限不同评估所致；电子设备评估增值主要系市场价格波动及会计折旧年限与经济耐用年限不同所致；车辆评估增值主要系价格波动及会计折旧年限与经济耐用年限不同所致。无形资产评估增值主要系考虑账内可辨认无形资产和账外可辨认无形资产对标的公司的协同贡献所致。使用权资产评估增值主要系使用权资产—车辆评估增值，车辆评估增值主要系价格波动及会计折旧年限与经济耐用年限不同所致。

问题 2

本次交易中，标的公司 100% 股权收益法评估值为 91,000 万元，增值率 743.13%。

(1) 根据报告书，对标的公司各项主要参数的预测中，预计标的公司 7 年后经营状况趋于稳定，故取 2028 年作为预测期分割点。但有关营业收入、成本、毛利率、期间费用、折旧摊销等具体参数预测仅披露至 2026 年。请核实以上披露内容的准确性，以 2028 年作为预测期分割点的合理性。

(2) 收益法评估中，预计标的公司垃圾分类回收收入 2022 年至 2026 年增长率先升后降，在 5% 至 16% 之间，2021 年相关收入同比增长 28.6%；预计再生资源销售收入 2022 年至 2026 年增长率从 35% 持续下滑至 6% 左右，2021 年相关收入同比增长 58.1%；再生资源销售收入占垃圾回收服务收入的相对占比从 51.3% 提升至 57.1%，2021 年相关收入占比为 42.4%。此外，预计虎哥商城销售收入 2022 年至 2026 年从 2,011.35 万元持续增长至 7,215.4 万元。请结合标的公司历史业绩情况，分析说明预测期垃圾分类回收收入同比增长的预测依据和计算过程、较历史业绩增长情况差异较大的原因，是否充分考虑了服务区域扩展不确定性、行业政策变更、平均服务价格变动因素的影响，是否具有相关储备项目支撑；分析说明再生资源销售收入预测增幅高于同期垃圾分类收入增幅、相对收入占比较历史情况大幅增长的原因和合理性，是否充分考虑了下游产品价格波动的风险和不确定性；分析说明虎哥商城销售额持续大幅增长的预测依据和合理性，是否充分考虑平台历史交易情况、电商行业整体增长和竞争情况的趋势变化和公司相对竞争优势的影响；并结合以上因素分析说明有关标的公司增长期收入的预测是否谨慎、合理，就垃圾分类回收平均服务价格和再生资源商品销售价格波动做敏感期测试，并充分提示相关风险和不确定性。

(3) 请详细披露有关预测期标的公司成本明细构成，并结合历史成本构成情况，分析说明有关增长变动趋势和差异的原因和合理性，存在的不确定性因素和风险。

(4) 预测期内，标的公司管理费用从 4,715.48 万元增长至 5,619.88 万元，折旧摊销金额从 1,805.93 万元增长至 2,620.13 万元。请结合管理费用构成明细，

逐项分析管理费用增幅小于同期收入增长的原因和合理性，是否充分考虑的人员规模、薪酬、资产规模等增长导致的管理费用增长的情况，折旧摊销的具体预测和计算过程，是否充分考虑资产规模的增长情况。

(5) 收益法预测中，标的公司选择的可比上市公司包括上海环境(601200.SH)、瀚蓝环境(600323.SH)和旺能环境(002034.SZ)等，预测期 Beta 值存在小幅波动。请结合标的公司和选取的可比上市公司业务的差异，进一步分析说明有关 Beta 值确认的过程和合理性，是否结合有关差异因素进行针对性调整，预测期 Beta 值不一致的原因和合理性。

(6) 请结合上述回复，以及标的公司收益法评估中各项成本、费用的预测数据、变动趋势和历史情况的差异，风险调整系数影响因素及合理性等，有关预测的不确定性等，充分分析说明收益法评估结果是否审慎合理，本次交易作价是否公允，是否存在向关联方输送利益的情形。

请会计师、评估机构、独立财务顾问核查并发表明确意见。

【答复】

一、根据报告书，对标的公司各项主要参数的预测中，预计标的公司 7 年后经营状况趋于稳定，故取 2028 年作为预测期分割点。但有关营业收入、成本、毛利率、期间费用、折旧摊销等具体参数预测仅披露至 2026 年。请核实以上披露内容的准确性，以 2028 年作为预测期分割点的合理性

本次评估以 2022 年 5-12 月至 2026 年为标的公司成长期。成长期内，标的公司的营业收入及各项费用均有一定幅度的增长，2027、2028 年为标的公司稳定期，营业收入、成本、期间费用、折旧摊销等金额均不再变化。

虽然标的公司营业收入、成本、期间费用、利润总额于 2026 年保持基本稳定水平，但由于标的公司各子公司在 2022 年 5-12 月至 2028 年所享受的所得税优惠政策不同，导致评估测算综合所得税率有所差异，进而致使标的公司所得税费用、息前税后净利润出现波动。至 2028 年，综合所得税率不再发生变化，各项预测指标保持稳定。

标的公司所得税优惠政策及所得税费用的具体情况如下：

1、标的公司及其子公司企业所得税率情况

年度/公司	企业所得税率					
	虎哥环境	安吉虎哥	电子商务	衢州虎哥	数字科技	新昌虎哥
2022年	15.00%	12.50%	25.00%	免征	免征	免征
2023年	15.00%	12.50%	25.00%	免征	12.50%	免征
2024年	15.00%	12.50%	25.00%	12.50%	12.50%	免征
2025年	15.00%	25.00%	25.00%	12.50%	12.50%	12.50%
2026年	15.00%	25.00%	25.00%	12.50%	25.00%	12.50%
2027年	15.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	12.50%
2028年	15.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

注1：根据财政部、税务总局、发展改革委、生态环境部2021年第36号关于公布《环境保护、节能节水项目企业所得税优惠目录（2021年版）》以及《资源综合利用企业所得税优惠目录（2021年版）》的公告，企业从事属于规定范围的项目，若2020年12月31日前已取得第一笔生产经营收入，可在剩余期限享受政策优惠至期满为止；2021年12月31日前已进入优惠期的，可按政策规定继续享受至期满为止。

注2：根据财政部、税务总局2019年第68号《财政部、税务总局关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》规定，依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业，在2018年12月31日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照25%的法定税率减半征收企业所得税，并享受至期满为止。

2、所得税率的测算

根据上述母子公司享有的税收优惠政策，确定本次未来年度的综合所得税率如下：

2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
11.03%	15.28%	14.77%	15.53%	19.79%	19.28%	19.21%

3、所得税额的预测

根据《财政部 税务总局 关于进一步完善研发费用税前加计扣除政策的公告》（财政部 税务总局公告2021年第13号）文件，除制造业外的企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在2023年12月31日前，在按规定据实扣除的基础上，再按照实际发生额的75%在税前加计扣除。

根据标的公司收入、成本及期间费用等分析，所得税费用预测情况如下：

单位：万元

项目/年度	2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
利润总额	4,737.20	9,359.69	11,580.27	12,296.08	12,900.26	12,910.30	12,910.30
可加计扣除 费用	843.20	1,361.34	994.06	1,042.94	1,094.75	1,094.75	1,094.75
应纳税所得 额	3,894.00	7,998.35	10,586.21	11,253.14	11,805.51	11,815.55	11,815.55

所得税额	429.51	1,222.15	1,563.58	1,747.61	2,336.31	2,278.04	2,269.77
------	--------	----------	----------	----------	----------	----------	----------

基于上述所得税优惠政策，本次营业收入、成本、毛利率、期间费用、折旧摊销等具体参数预测披露至 2026 年，并在稳定期对部分相关政策的影响进行考虑，以 2028 年作为预测期分割点，具有合理性。

二、收益法评估中，预计标的公司垃圾分类回收收入 2022 年至 2026 年增长率先升后降，在 5%至 16%之间，2021 年相关收入同比增长 28.6%；预计再生资源销售收入 2022 年至 2026 年增长率从 35%持续下滑至 6%左右，2021 年相关收入同比增长 58.1%；再生资源销售收入占垃圾回收服务收入的相对占比从 51.3%提升至 57.1%，2021 年相关收入占比为 42.4%。此外，预计虎哥商城销售收入 2022 年至 2026 年从 2,011.35 万元持续增长至 7,215.4 万元。请结合标的公司历史业绩情况，分析说明预测期垃圾分类回收收入同比增长的预测依据和计算过程、较历史业绩增长情况差异较大的原因，是否充分考虑了服务区域扩展不确定性、行业政策变更、平均服务价格变动因素的影响，是否具有相关储备项目支撑；分析说明再生资源销售收入预测增幅高于同期垃圾分类收入增幅、相对收入占比较历史情况大幅增长的原因和合理性，是否充分考虑了下游产品价格波动的风险和不确定性；分析说明虎哥商城销售额持续大幅增长的预测依据和合理性，是否充分考虑平台历史交易情况、电商行业整体增长和竞争情况的趋势变化和公司相对竞争优势的影响；并结合以上因素分析说明有关标的公司增长期收入的预测是否谨慎、合理，就垃圾分类回收平均服务价格和再生资源商品销售价格波动做敏感期测试，并充分提示相关风险和不确定性。

（一）结合标的公司历史业绩情况，分析说明预测期垃圾分类回收收入同比增长的预测依据和计算过程、较历史业绩增长情况差异较大的原因，是否充分考虑了服务区域扩展不确定性、行业政策变更、平均服务价格变动因素的影响，是否具有相关储备项目支撑

报告期内，标的公司的垃圾分类回收收入主要由基本户回收服务经费和大件垃圾回收资金两部分构成，其中基本户回收服务经费占比约 90%，具体情况如下：

单位：万元

项目	2022 年 1-4 月	2021 年	2020 年
基本户回收服务经费	7,904.75	22,384.57	17,808.75

大件垃圾回收资金	788.38	2,602.82	1,623.02
合计	8,693.13	24,987.38	19,431.77

预测期内，基本户回收服务经费和大件垃圾回收资金的预测逻辑如下：

项目	计算公式	预测逻辑
基本户回收服务经费		
基本户数	A	按现有基本户数综合考虑未来已签约客户的拓展计划、拟参与投标项目中预计可中标项目、标的公司规划及区域人口自然增长进行预测
运行天数	B	已覆盖区域按照实际运行天数进行预测，对于新拓展区域，首年按照从年中开始覆盖进行预测（运行天数按半年测算）
回收服务经费单价（不含税）	C	已覆盖区域按已签订政府服务合同或最新中标价格水平预测，对于新拓展区域按照已签约区域同类型项目的最低回收服务经费单价比照预测，按照在服务合同到期后各区域回收服务经费单价考虑一定比例下降
考核核减后比例	D	政府定时对标的公司服务进行考核并按照考核结果对应拨款金额扣减一定金额后发放，实际发放金额占应拨款金额的比例即为考核核减比例。其中一项考核约定垃圾回收量须达到合同约定标准，否则按回收重量扣减发放比例，通常来说实际垃圾回收量与当地的生活垃圾产生量相关，随着区域经济的发展，生活垃圾产生量一般呈现上升趋势，预测期按照历史期各区域的考核核减后比例进行预测
基本户回收服务经费	$E=A \times B \times C \times D$	
大件垃圾回收资金		
回收总量（吨）	F	预测逻辑详见本回复“问题 2/（二）/1、再生资源销售的收入预测逻辑”
全区大件垃圾回收量占回收总量比例（%）	G	全区大件垃圾回收量占回收总量比例若大于 35%，按 35% 确定；若小于 35%，则按实际的全区大件垃圾回收量占回收总量比确定，预测期各区域全区大件垃圾回收量占回收总量比按照历史期水平确定
大件垃圾回收资金不含税单价（元/每吨）	H	据各签订合同约定，仅原余杭区享有大件垃圾回收资金，预测期按照最新约定扣税价格预测
大件垃圾回收资金	$J=F \times G \times H$	

上表中，运行天数、考核核减后比例两项指标与区域经济发展水平、区域生活垃圾产生量以及客观事实相关，因此确定性较高。基本户数、回收服务经费单价是决定预测期标的公司垃圾分类回收收入的关键因素，具体分析如下：

1、基本户数

（1）历史期基本户数

截至评估基准日，标的公司服务的基本户数情况如下：

区域/年度	基本户数（户）	合同截止期限
-------	---------	--------

区域/年度		基本户数 (户)	合同截止日期
余杭区	城市	229,545	2022/04/30
	农村	21,545	2022/12/31
临平区	城市	195,199	2022/04/30
安吉县	城市	50,746	2025/04/01
衢州市	城市	182,576	2024/03/31
新昌县	城市	81,000	2024/11/25
合计		760,611	

注 1: 2021 年 4 月, 由于杭州区域重新划分, 原余杭区分为余杭区与临平区, 简称原余杭区。

注 2: 2022 年 8 月, 标的公司以 0.92 (元/户/天) 的服务单价中标分区后的余杭区政府采购服务项目, 同月, 标的公司与杭州市余杭区综合执法局签订《城区生活垃圾回收利用政府购买服务框架协议》, 约定新服务期间为 2022 年 8 月 18 日至 2025 年 8 月 17 日。

注 3: 标的公司与原余杭区政府签订的政府采购合同服务期自 2021 年 5 月 1 日至 2022 年 4 月 30 日, 服务合同按年签订, 服务合同期满并通过验收和考核, 符合续签约定的, 报经财政部门批准后, 可根据原采购合同的约定在招标期限 (3 年) 内续签合同, 续签次数最多不超过 2 次。由于原余杭区招标期限尚未到期, 同时分区后的临平区因疫情尚未开始重新招标, 故临平区服务按原招标内容执行。

注 4: 余杭区农村包括良渚街道农村和荀山村。

评估基准日至评估报告出具日, 标的公司在安吉县、衢州市又陆续新增基本户数合计约 2.79 万户, 具体如下:

地区		新增基本户数 (户)	新增时间
湖州市	安吉县	26,123.00	2022/05/02
衢州市	城区	655.00	2022/05/10
	城区	1,120.00	2022/05/20
合计		27,898.00	

综上, 截至评估报告日, 标的公司的服务区域已覆盖杭州市余杭区, 湖州市安吉县, 衢州市柯城区、衢江区, 绍兴市新昌县等地, 基本户数约 78.85 万户。

(2) 预测期基本户数

标的公司的服务区域、截至评估基准日基本户数及未来预测情况如下:

区域/年度	状态	基本户数 (户)	预测期新增基本户数及 实现时间	预测依据
余杭区	城市	229,545	2022年、2023年、2024年各年累计新增10万户	根据前期对余杭区综合行政执法局的访谈，其表示预计扩面计划为10万户，分三年实现（2022年、2023年、2024年）。2022年8月12日，标的公司收到杭州市余杭区综合行政执法局关于城市生活垃圾回收利用政府采购服务项目（编号为YHZFCG2022-150）的中标（成交）通知书。
	农村	21,545		根据2022年8月25日杭州市余杭区综合行政执法局发布的余综执（2022）15号《关于明确“生活垃圾回收利用政府采购服务项目”合同签订事宜的通知》文件，余杭区中标后第一年扩面4万户左右，第二年扩面3万户左右，第三年扩面3万户左右，与访谈信息及本次预测相符。
临平区	城市	195,199		
安吉县	城市	50,746	2022年5月已新增2.61万户，2023年新增0.92万户至8.61万户	根据2022年4月2日已与安吉县综合行政执法局签订的服务合同约定覆盖8.61万户，截至评估报告日已覆盖至7.69万户。
衢州市	城市	182,576	2022年5月已新增0.18万户，2022年、2023年、2024年、2025年、2026年各年累计新增17万户	根据2021年3月衢州市人民政府办公室发布的《衢州市全域“无废城市”建设实施方案》，衢州政府进一步完善城市固体废物管理体制机制，健全“无废城市”管理制度和技术体系，增加政府财政投入，并分为全面启动阶段（2020年）、重点建设阶段（2021—2023年）、持续推进阶段（2023年之后）展开。此外，2021年5月衢州市统计局发布的衢州市2020年第七次全国人口普查相关数据，全市有城镇家庭50万户以上，截至评估报告日标的公司已覆盖18.44万户，预测期标的公司已制定拓展计划，逐步提升服务的覆盖率。
新昌县	城市	81,000		
龙港市	城市	-	2023年新增9.5万户	根据2022年7月中共龙港市委市政府办公室印发的【2022】8号龙港市人民政府市长办公会议纪要，明确指出同意通过公开招投标，引进第三方服务企业助推龙港市的垃圾分类工作。同月，龙港市综合行政执法局已在浙江政府采购网发布关于《龙港市生

区域/年度	状态	基本户数 (户)	预测期新增基本户数及 实现时间	预测依据
鹿城区	拟覆盖	-	2023年新增30万户	活源再生资源回收利用采购项目》的政府采购意向。基于2020年11月第七次全国人口普查相关数据，龙港市共有城镇家庭预计在15万户以上。 根据鹿城区统计局2021年《鹿城区2020年第七次全国人口普查主要数据公报》相关数据，该区共有城镇家庭约35万户。2022年7月，鹿城区政府代表对标的公司进行了现场调研，详细了解了“虎哥”生活垃圾精细化分类及末端资源利用等方面的情况。根据对鹿城区综合行政执法局的访谈，其对虎哥的营运模式及社会价值表示了充分的肯定。
其他	拟覆盖	-	从2024年开始，考虑人口自然增长，每年按前一年加权平均基本户数的3%预测	
合计		760,611		

在浙江省美丽浙江建设领导小组办公室印发的《浙江省全域“无废城市”建设实施方案（2022—2025年）》（以下简称《实施方案》）指引下，浙江省计划到2025年，所有设区市及60%的县（市、区）通过全域“无废城市”建设评估，全域“无废城市”建设走在全国前列。这一方案以减量化、资源化和无害化为主要目标，提升固体废物源头治理、综合利用和安全处置的能力。在浙江省政府的大力推广及标的公司的市场拓展下，预计未来上述区域政府采购再生资源回收利用项目的概率较大。

预测期标的公司覆盖区域基本户数主要以已覆盖区域为主，同时根据对杭州市余杭区综合行政执法局、安吉县综合行政执法局等政府的访谈内容及既有合同，考虑已覆盖区域的未来规划及拓展计划对基本户数带来的增量。预测中尚未覆盖区域仅为龙港市和鹿城区，占比相对有限。

此外，根据历史数据，标的公司历史期的中标概率为100%，但考虑到临平区、龙港市和鹿城区未来能否采购再生资源回收利用项目及标的公司是否中标具有一定不确定性，基于谨慎性原则，在本次预测中，上表中临平区、龙港市、鹿城区的预计中标概率假设为50%，即前述3个区域预测期的相关收入、成本均按50%进行折算确定。

（3）未来拓展计划

对于已覆盖区域，标的公司将为区域内居民持续提供优质服务，并不断提高服务质量，继续提升居民及政府满意度，促进各级政府的持续购买生活垃圾回收利用服务。对于计划拓展区域，标的公司优先选择经济富裕、理念开放的地区进行拓展，未来将主要以浙江省内作为重点开拓区域。截至评估报告日，温州市、台州市等地区领导已多次到访标的公司进行调研，两地区实际户数约373万户，两市的部分区县正在投标准备中，未来存在较大的潜在合作机会。鉴于标的公司的业务模式标准化、可推广、可复制，因此随着新区域的拓展，标的公司将不断获取新的业务机会，叠加标的公司原服务区域基本户数自然增长及覆盖率的提高，标的公司服务基本户数将不断增加。

2、回收服务经费单价

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
回收服务平均价	1.27	1.06	0.97	0.94	0.92	0.90	0.89

格(元/户/天)							
企业整体毛利率	35.12%	35.03%	31.64%	32.26%	32.18%	31.82%	31.51%
增长率		-16.54%	-8.49%	-3.09%	-2.13%	-2.17%	-1.11%

(1) 历史期的服务价格

报告期内，标的公司积极参与相关地区政府主管部门的生活垃圾回收招投标项目，垃圾回收服务收入规模持续上升，垃圾回收服务平均价格呈下降趋势，主要有两方面原因：一方面，由于业务模式不断优化，运营成本持续降低，标的公司可以采取更具竞争力的报价方案，通过以价换量，保持业务规模和盈利水平稳步增长；另一方面，标的公司会结合当地的户数量、垃圾回收量、是否包含大件垃圾等因素核算综合成本，并给出不同的报价方案，报告期内新拓展地区对垃圾回收服务的要求不同，因此垃圾回收服务的单位价格相对较低。

以2021年为例，虽然回收服务年平均价格（1.06元/户/天）较2020年（1.27元/户/天）下降了16.54%，但标的公司的年综合毛利率仍然维持在35%左右，回收服务平均价格的下降对标的公司的盈利能力影响有限。

同时，从各区域服务价格走势上看，随着标的公司垃圾回收服务运营模式的逐渐稳定，价格下降幅度逐渐放缓。根据各区域最新服务价格，各区域之间差异水平已经较小，具体如下表所示，2022年各区域最新确定的不含税服务价格水平在0.8元至0.9元之间，已基本到达稳定。

区域		2022年		2021年		2020年	
		服务价格 (元/天/ 户)	偏离幅度	服务价格 (元/天/ 户)	偏离幅度	服务价格 (元/天/ 户)	偏离幅度
杭州市	余杭区、临平区	0.87	0.00%	0.93	0.00%	1.18	0.00%
湖州市	安吉县	0.84	-3.26%	1.32	41.41%	1.32	12.00%
衢州市	柯城区、衢江区	0.84	-3.26%	0.84	-10.10%		
绍兴市	新昌县	0.82	-2.25%				

注：偏离度系以各年余杭区服务价格为基准计算其他区域服务价格水平与余杭区价格水平的差异度。

(2) 政府购买服务对价格敏感度较低

根据标的公司最新一期杭州市余杭区综合行政执法局于2022年7月开展城区生活垃圾回收利用政府购买服务采购项目的招投标(编号：YHZFCG2022-150)，其采用综合法进行评分，技术商务得分与投标价格得分之总和为100分，其中：

投标价格得分 10 分，商务技术得分 90 分。相较于服务单价，政府购买服务时更关注为服务单位的收集方案、分拣出资方案、服务提供商的产能规模及人员配置、运营平台搭建及应急方案等能力。在招投标过程中，由于业务模式不断优化，运营成本持续降低，标的公司通常会结合服务区域的用户数量、垃圾回收量增长情况，采取更具竞争力的报价方案，通过以价换量，保持业务规模和盈利水平稳步增长。

(3) 预测期的服务价格

基于历史期标的公司平均服务的变动趋势以及政府访谈内容，综合考虑政府议价能力、市场竞争程度以及标的公司自身的成本模式不断优化，本次评估对各区域在合同约定的服务期 3 年届满时一次性下调服务价格预测。具体预测结果如前述表格所示。

同时，对比最新一次服务价格调整变动情况，2022 年 8 月，余杭区中标含税服务价格由 0.99 元/天/户下降为 0.92 元/天/户，即 2021 年至 2022 年执行 0.99 元/天/户，2022 年至 2025 年执行 0.92 元/天/户，下降率为 7.07%，此价格将在 2025 年前保持稳定，环比年下降率为 2.41%，与前述预测期 2024 年及后水平基本一致。

项目	年增长率	三年一期增长率
余杭区	-7.07%	-2.41%

综上，预测期回收服务经费单价均低于历史期，且呈现逐年下降趋势，因此平均服务价格的价格取值较为合理。

3、垃圾回收服务收入预测

根据上述基本假设，标的公司在预测期的垃圾回收服务收入预测如下：

单位：万元

覆盖区域	折算系数	2022 年 5-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
余杭区	100%	6,205.13	10,569.58	11,526.48	11,726.06	11,610.07
临平区	50%	4,024.61	2,997.93	3,006.14	2,928.54	2,894.55
安吉县	100%	1,579.77	2,498.89	2,645.89	2,567.66	2,544.42
衢州市	100%	3,897.43	7,095.35	7,981.97	8,928.48	9,963.25
新昌县	100%	1,595.56	2,377.06	2,374.99	2,290.09	2,290.09
龙港市	50%		1,393.95	1,397.77	1,393.95	1,342.95
鹿城区	50%		2,219.07	4,414.01	4,401.95	4,320.77
其他	100%			506.06	1,595.61	2,812.77

覆盖区域	折算系数	2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年
基本户回收服务经费		17,302.50	29,151.83	33,853.31	35,832.34	37,778.87
大件垃圾回收资金		1,861.52	2,483.87	2,690.54	2,782.45	2,782.45
合计		19,164.02	31,635.71	36,543.86	38,614.79	40,561.32

由上表可知，目前尚未覆盖区域龙港市、鹿城区的垃圾分类回收收入占垃圾分类回收收入总额的比例在 11.42%至 15.90%的区间范围内。此外，基于谨慎性原则，本次预测中将标的公司已覆盖并持续服务的临平区垃圾分类回收收入按照 50%折算预测。根据模拟测算，在仅有临平区中标的情况下，标的公司亦可基本实现预测的收入金额，若临平区、龙港市和鹿城区均得以中标，则标的公司可超预期完成预测收入。具体测算结果如下：

假设情况	覆盖区域	2023年	2024年	2025年	2026年
目前情况 (50%中标概 率)	临平区	3,587.83	3,597.65	3,518.44	3,484.45
	龙港市	1,393.95	1,397.77	1,393.95	1,342.95
	鹿城区	2,219.07	4,414.01	4,401.95	4,320.77
	合计	7,200.85	9,409.43	9,314.34	9,148.17
情景 1 (仅临平区 中标)	临平区	7,175.66	7,195.30	7,036.87	6,968.89
	龙港市	-	-	-	-
	鹿城区	-	-	-	-
	合计	7,175.66	7,195.30	7,036.87	6,968.89
情景 2 (三区均中 标)	临平区	7,175.66	7,195.31	7,036.88	6,968.89
	龙港市	2,787.90	2,795.54	2,787.90	2,685.91
	鹿城区	4,438.14	8,828.03	8,803.91	8,641.54
	合计	14,401.69	18,818.88	18,628.69	18,296.34

4、预测期与历史期业绩增长情况比较

(1) 历史期垃圾回收服务收入情况

单位：万元

收入类别	2022年 1-4月		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
垃圾回收服务	8,693.13	4.37%	24,987.38	28.59%	19,431.77	不适用

近年来，国家陆续出台相关产业政策，各地政府主管部门积极响应国家政策，引入有品牌、有技术、有实力、有经验的第三方服务企业，加快建立分类投放、分类收集、分类运输、分类处理的生活垃圾处理系统，推进辖区内的居民生活垃圾分类工作。标的公司入行时间较早，前期已为杭州市余杭区等地提供生活垃圾回收服务，且形成了一套标准化、可推广、可复制的成熟模式。2021年，标的公司加大市场拓展力度，中标衢州市政府采购项目，新增基本户数 16.67 万户，同时杭州市余杭区各街道、湖州市安吉县的基本户数亦有不同程度增长，垃圾回

收服务收入较 2020 年增加 5,555.61 万元。2022 年 1-4 月，虎哥环境实现垃圾回收服务收入 8,693.13 万元。

(2) 预测期垃圾回收服务收入情况

单位：万元

项目	2022 年 5-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
垃圾回收服务	19,164.02	31,635.71	36,543.86	38,614.79	40,561.32
增长率	11.48%	13.56%	15.51%	5.67%	5.04%

注：2022 年增长率按照全年口径计算。

由上表可知，2022 年标的公司垃圾回收服务收入的增长率较 2021 年(28.59%)有所下降，主要系 2022 年上半年杭州地区的新冠疫情导致标的公司暂停在特定区域内的相关业务，一定程度上影响到标的公司 2022 年 1-4 月的经营业绩，但因 2022 年衢州市、余杭区的基本户数有所增加，因此从全年来看，垃圾回收服务收入仍保持增长。预测期内，标的公司垃圾回收服务收入的增长率均低于历史期水平。

5、服务区域扩展不确定性、行业政策变更、平均服务价格变动因素的考虑及储备项目的说明

(1) 服务区域扩展不确定性及储备项目情况

详见本回复“问题 2/二/（一）/1、基本户数”的相关分析。

(2) 平均服务价格

详见本回复“问题 2/二/（一）/2、回收服务经费单价”的相关分析。

(3) 行业政策变更

2005 年 8 月，时任浙江省委书记习近平在浙江省湖州市安吉县余村考察时，首次提出“绿水青山就是金山银山”的重要论断。党的十八大以来，习近平总书记在多个场合对“两山论”进行了更加深刻、系统的理论概括和阐释。习近平总书记深刻指出：“我国建设社会主义现代化具有许多重要特征，其中之一就是我国现代化是人与自然和谐共生的现代化，注重同步推进物质文明建设和生态文明建设。”同时，我国生态文明建设明确要求经济与生态资源协调发展，需建立可持续发展的制度体系。近年来，国家陆续出台了《“无废城市”建设试点工作方案》《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》《“十四五”

城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》《“十四五”循环经济发展规划》等产业政策，启动“无废城市”试点，加快建立分类投放、分类收集、分类运输、分类处理的生活垃圾处理系统。这些产业政策的出台，将逐步提升国内固体废物资源化利用水平，为包括标的公司在内的“无废城市”建设先行者提供了良好的发展机遇，有利于业内公司持续扩大业务规模，丰富业务类型，不断提升废弃资源综合利用水平，也为标的公司未来收入增长的可持续性提供良好保障。

2013年9月26日，国务院办公厅以国办发〔2013〕96号印发《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》，对政府向社会力量购买服务做出了部署，并且明确要求在公共服务领域更多利用社会力量，加大政府购买服务力度。从全球角度来看，以日本、德国、美国和新加坡为代表其他国家虽然在国情条件、发展理念、分类方法、处理方式、保障制度有所不同，但均在一定程度上引入了政府购买服务的模式，由社会资本提供垃圾分类相关服务。从国内角度来看，除标的公司已覆盖的区域外，北京市、青岛市、成都市、重庆市、南京市等全国多个城市均已尝试或推进在居民生活垃圾处理回收中引入政府购买服务。

综上，生活垃圾分类回收的行业政策稳健向好，相关业务市场空间较大，且政府购买服务参与生活垃圾分类回收已成为国内趋势。关于政策变化的相关风险如下：

环境保护与国家宏观经济政策及产业政策导向的关联度较高，随着国内民众对环境保护意识的进一步加强，政府对环保产业的日益重视，国家在政府投资、制度建设、财税政策等方面出台了一系列产业优惠政策，以支持居民生活垃圾分类回收和资源化利用的推广，该类政策通常具有长期性、持续性的特点。但若国家产业政策未来出现调整，如设定较高的行业准入门槛和资质要求，则会对标的公司未来业务发展带来不确定性，进而影响标的公司的经营业绩。

（二）分析说明再生资源销售收入预测增幅高于同期垃圾分类收入增幅、相对收入占比较历史情况大幅增长的原因和合理性，是否充分考虑了下游产品价格波动的风险和不确定性

1、再生资源销售的收入预测逻辑

报告期内，标的公司的再生资源销售的可回收物品种主要为小件垃圾、大件

垃圾和废旧电器等，其中大件及小件垃圾销售收入占比超过 97%，为再生资源销售的主要收入来源。具体而言，大、小件垃圾又可细分书纸类、橡塑类、废纺类、金属类、玻璃类、竹木类和小家电类等等，其具体的预测逻辑如下：

项目	计算公式	预测逻辑
基本户数	A	按现有基本户数综合考虑未来已签约客户的拓展计划、拟参与投标项目中预计可中标项目、标的公司规划及区域人口自然增长进行预测
运行天数	B	已覆盖区域按照实际运行天数进行预测，对于新拓展区域，首年按照从年中开始覆盖进行预测（运行天数按半年测算）
考核户均日回收量（公斤/户/天）	C	已覆盖区域按已签订政府服务合同或最新中标约定的考核户均日回收量水平预测，对于新拓展区域按照已签约区域同类型项目的考核户均日回收量比照预测
实际垃圾占考核垃圾量比例	D	实际垃圾量通常与当地的生活垃圾产生量相关，随着区域经济的发展，生活垃圾产生量一般呈现上升趋势，因此实际垃圾量占考核垃圾量比例应呈上升趋势。预测期已覆盖区域按历史期比例情况进行预测；新覆盖区域第一年按已签约区域同类型项目第一年比例比照预测，第二年垃圾量稳定后按已签约区域同类型项目稳定期比例预测，第三年及以后未考虑增长比例预测
实际垃圾总量（吨）	$E=A \times B \times C \times D / 1000$	
某类垃圾量占实际垃圾总量比例	F	某类垃圾量占实际垃圾总量比例系书纸类、橡塑类、废纺类、金属类、玻璃类、竹木类及小家电类等垃圾分别占实际垃圾总量的比例，预测期该比例按各区域历史期占比确定
某类垃圾销售单价（不含税）	G	某类垃圾销售价格系书纸类、橡塑类、废纺类、金属类、玻璃类、竹木类及小家电类等垃圾的销售平均价格。预测期按 2021 年各区域各类垃圾含税销售价格扣除增值税后水平确定。再生资源销售价格变动趋势与大宗商品价格指数趋同，2022 年 1-4 月大宗商品价格指数呈上升趋势，预测期未考虑价格上涨
废旧电器销售收入	H	预测期废旧电器销售收入按占历史期垃圾回收服务收入比例预测
再生资源销售的收入	$I=E \times F \times G + H$	

注：在计算再生资源销售收入 I 时，需将各区域各垃圾种类的销售收入（ $E \times F \times G$ ）加总，即为大件和小件垃圾销售收入，再加上废旧电器销售收入

由上表可知，标的公司再生资源销售收入主要受基本户数、再生资源销售价格的影响。

（1）基本户数

详见本回复“问题 2/（一）/1、基本户数”的相关分析。

(2) 下游产品价格

报告期内，系受大宗商品价格整体上涨的影响，标的公司再生资源销售价格呈现上升趋势，具体如下：

项目	2022年1-8月	2022年1-4月	2021年	2020年
再生资源销售平均价格（元/吨）	811.81	767.49	688.39	612.52

基于以下原因，预测期垃圾销售单价按 2021 年各区域各类垃圾平均含税销售价格扣除增值税后水平确定：

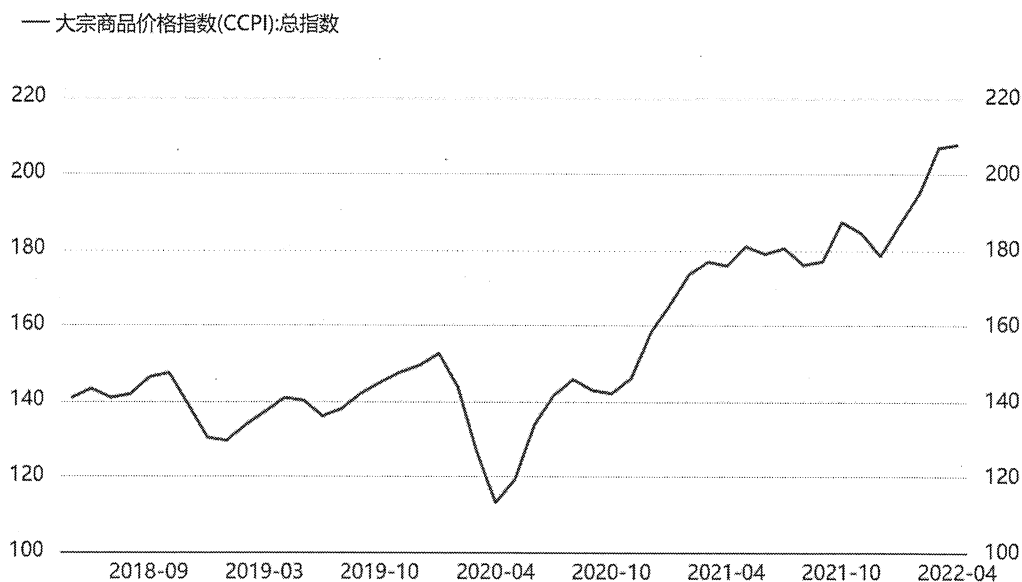
①标的公司再生资源的平均价格趋势

2021 年以来，标的公司的再生资源销售价格呈现前低后高，稳步上行趋势。本次评估以 2021 年再生资源销售平均价格为预测基准，该价格并非 2021 年的高点价格，而是已考虑价格前低后高的平均影响。2022 年 1-8 月，标的公司未经审计的再生资源销售平均价格为 811.81 元/吨，较 2021 年平均价格上涨 17.93%，平均价格较前期继续保持上升趋势。

②大宗商品的价格指数走势

根据对评估基准日前五年大宗商品价格指数分析，2018 年全球经济流动性面临紧缩，2020 年新冠疫情的突然爆发，对大宗商品价格造成较大冲击，大宗商品价格指数下跌至历史低点。但随着疫情影响下的全球供应链危机逐渐暴露，叠加疫情后全球央行纷纷采取的货币宽松政策，全球大宗商品价格迅速反弹，迎来全面上涨趋势，特别是原油、铜、铁矿石、煤等主要工业原料及大豆、玉米等农产品的价格实现触底反弹。总体来看，截至评估基准日大宗商品价格指数呈上涨趋势，与标的公司再生资源销售平均价格变动趋势保持一致。

大宗商品价格指数(CCPI):总指数



数据来源：同花顺iFinD

③全球主流投行的观点

2022年4月，摩根大通发布报告称，在通胀不断加剧之际，投资者可能会继续增加对大宗原材料的配置，从而令大宗商品价格继续飙升40%，达到创纪录水平。摩根大通以 Nikolaos Panigirtzoglou 为首的策略师团队表示，尽管投资者对大宗商品的配置水平似乎已高于历史平均水平，但还没有到非常超配的程度。这意味着大宗原材料还有进一步上涨空间。

2022年8月，高盛在标题为“现在先买入大宗商品，之后再担心衰退”的报告中称“从跨资产的角度来看，由于通胀率保持在高位，美联储更有可能在鹰派方面出乎市场意料，股市可能会受到冲击”并补充说道：“另一方面，在后周期阶段，需求仍高于供应，大宗商品是最好的资产类别。”因此，其认为大宗商品具有投资价值。

再生资源销售平均价格敏感期测试详见“问题 2/2、垃圾分类回收平均服务价格和再生资源商品销售价格波动敏感期测试/（2）再生资源商品销售价敏感期测试”。

综上，由于报告期再生资源销售平均价格、近五年大宗商品价格指数波动趋势以及全球疫情的逐步常态化防控，考虑到年度垃圾平均销售价格水平更能反映整个年度各类垃圾的价格状况，基于谨慎原则，本次评估按 2021 年各类垃圾平

均含税销售价格扣除增值税后的水平为基础，对预测期每期平均含税销售价格按2021年价格水平不增长预测，该价格预测具备合理性。

2、再生资源销售收入预测增幅高于同期垃圾分类收入增幅的原因和合理性

报告期内，再生资源销售的收入增长率高于垃圾回收服务的收入增长率，主要系垃圾回收服务价格在合同期内保持不变，而各类垃圾销售单价跟随大宗商品价格出现上涨。报告期内，再生资源销售平均价格和垃圾回收服务价格的对比及涨跌幅波动情况如下：

项目	2022年1-4月	2021年	2020年
再生资源销售平均价格（元/吨）	767.49	688.39	612.52
增长率	11.49%	12.39%	不适用
回收服务平均价格（元/户/天）	0.96	1.06	1.27
增长率	-9.43%	-16.54%	不适用

由上表可知，再生资源销售平均价格与回收服务平均价格的涨跌幅方向不一致，导致再生资源销售收入在标的公司营业收入总额中的占比持续提升。根据本回复“问题 2/（一）2、回收服务经费单价”的相关分析，预测期回收服务价格平均价格将由2021年的1.06元/户/天下降至2026年的0.89元/户/天，下降幅度为19.10%。而再生资源销售的各项品类的销售含税单价保持不变，而新拓展区域以销售价格较高的小件垃圾为主，因此再生资源销售收入预测增幅整体高于同期垃圾分类收入增幅，其差异具有合理性。

3、相对收入占比较历史情况大幅增长的原因和合理性

单位：万元

收入类型	指标	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
垃圾回收服务	金额	19,431.77	24,987.38	27,857.15	31,635.71	36,543.86	38,614.79	40,561.32
	增长率		28.59%	11.48%	13.56%	15.51%	5.67%	5.04%
	占比	73.69%	68.51%	62.87%	59.43%	58.39%	57.70%	57.19%
再生资源销售	金额	6,520.39	10,371.35	14,054.91	17,211.89	20,137.54	21,545.08	22,771.31
	增长率		59.06%	35.52%	22.46%	17.00%	6.99%	5.69%
	占比	24.73%	28.43%	31.72%	32.33%	32.17%	32.20%	32.11%

由上表可知，2020年-2026年，再生资源销售的收入增长率均高于同期垃圾回收服务的收入增长率，两者增长幅度不一致，导致再生资源销售收入增长较快，而垃圾分类回收收入总额增长较慢，再生资源销售占销售收入的比重逐渐由24.73%提升至32.11%。因此，标的公司的预测期相对收入占比与历史期存在差异，具备合理性。

(三) 分析说明虎哥商城销售额持续大幅增长的预测依据和合理性, 是否充分考虑平台历史交易情况、电商行业整体增长和竞争情况的趋势变化和公司对竞争优势的影响

1、平台历史交易情况

报告期内, 虎哥环境环保金兑换情况占已发放环保金的比例如下:

单位: 万元

项目	2022年1-4月	2021年	2020年	历史累计
线上使用金额	443.05	554.25	-	997.30
线下使用金额	674.23	3,788.64	3,013.52	14,064.69
提现金额	16.35	-	-	16.35
环保金使用小计	1,133.63	4,342.89	3,013.52	15,078.34
环保金发放金额	1,628.68	4,901.04	3,369.53	17,612.90
占比	69.60%	88.61%	89.43%	85.61%

注: 历史累计自标的公司开始发放环保金起算, 至 2022 年 4 月 30 日。

2022 年 1-4 月, 标的公司的线上环保金使用量占比较 2021 年大幅增长, 相对应的线下环保金使用量占比大幅下降, 主要原因系: 从 2022 年 1 月起, 余杭区及临平区的线下便利店开始逐渐关闭, 环保金消费逐渐转移至虎哥商城。截至 2022 年 4 月底, 标的公司的线下便利店由 2021 年底的 335 家减少至 172 家, 合计减少 163 家。预测期内, 考虑线下便利店环保金使用量占比在历史期的基础上逐年下降, 直至居民全部采用线上渠道使用环保金。因此, 虎哥商城的销售额收入较历史期出现大幅增长。

2、电商行业整体增长、竞争情况

近年来, 我国政府继续出台财政政策加快中小企业应用电子商务。国内外环境均利好我国企业间电子商务的发展, 而在网购市场中, 行业内企业加大移动端布局, 移动购物发展迅速, 成为拉动网购市场发展的重要力量, 进而推动电子商务整体市场增长。

2018 年以来, 尽管面临诸多超预期因素影响, 中国电子商务仍展现出极强韧性。根据商务部数据, 2011-2020 年间, 我国电子商务交易额持续增长, 2020 年全国电子商务企业销售额为 189,334.7 亿元, 较上一年增加了 20,008.8 亿元, 同比增长 11.8%。电子商务采购额为 109,133.4 亿元, 较 2019 年增加了 7,858.3 亿元, 同比增长 7.8%。

从竞争格局来看，国内的零售电商之间的竞争相对激烈。按照营收划分，阿里巴巴、京东、苏宁易购、唯品会营收都在千亿级别，坐在第一梯队，拼多多、国美零售和乐信营收百亿级别占领第二梯队，其余各零售电商营收都在百亿及以下，20余家零售电商企业营收不足百亿。

3、标的公司的业务定位以及相对竞争优势

与国内的主流零售电商企业不同，标的公司的虎哥商城业务并非以单纯买卖商品盈利为目的，该项业务为标的公司“虎哥模式”的重要环节，即在《关于促进绿色消费的指导意见》《促进绿色消费实施方案》的指导下，通过发放环保金的方式鼓励居民参与生活垃圾分类，提升居民的参与感、获得感。目前，虎哥商城的主要消费人群为使用虎哥上门回收的用户，前述用户可使用环保金购买相关商品。

对标的公司而言，由于虎哥商城的消费对象相对特定，因此电商行业整体状况以及竞争情况并不会给标的公司造成直接的影响。标的公司通过向居民推广在虎哥商城使用环保金，一方面可以增加居民使用虎哥 APP 的活跃度和粘性，提升虎哥品牌形象，深化居民对虎哥品牌的认知，提高居民参与垃圾分类的积极性，另一方面可以降低在新区域的业务拓展门槛以及后续运维和管理的成本。

2022年1月起，环保金兑换逐步转移到线上渠道，主要原因是：（1）近年来，智能手机、移动互联网和网络购物的普及率快速提升，有利于提高居民使用虎哥 APP 的频率，增加用户活跃度和粘性，提升虎哥的品牌形象，深化用户对品牌的认知，提高用户参与垃圾分类的积极性；（2）在开拓新区域方面，线上渠道可以降低新区域的业务拓展门槛，标的公司在开拓新区域时无需逐个寻找并洽谈线下便利店，新区域的业务拓展速度得以提升；（3）在运营和管理方面，线下渠道模式下标的公司需与各家便利店进行分别对接，管理相对复杂，且商品价格和质量难以统一，而线上渠道可以实现标准化管理，不仅降低了运营成本，而且保证了商品价格和质量。

从虎哥商城的盈利角度分析，2020年、2021年和2022年1-4月，虎哥商城销售的毛利率分别为6.29%、24.09%和2.65%，远低于从事电商业务的A股上市公司，如值得买（2021年毛利率51.73%、2020年毛利率67.33%）、壹网壹创

(2021年毛利率47.83%、2020年毛利率47.99%)、华鼎股份(2021年毛利率24.57%、2020年毛利率27.87%)。

预测期内，虎哥商城的预测毛利率维持在8%以内，若考虑到预测期的综合期间费用率水平(13%-17%)，则虎哥商城销售收入对于标的公司的净利润和现金流贡献极低。

项目/年度	预测数据				
	2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年
虎哥商城销售毛利率	7.13%	4.93%	6.64%	7.81%	7.58%
期间费用率	16.23%	14.68%	13.68%	13.45%	13.32%

综上，虎哥商城销售额在预测期内持续增长主要系标的公司改变环保金的兑换渠道所致，虎哥商城销售预测期的收入增长具有合理性。

(四) 结合以上因素分析说明有关标的公司增长期收入的预测是否谨慎、合理，就垃圾分类回收平均服务价格和再生资源商品销售价格波动做敏感期测试，并充分提示相关风险和不确定性。

1、标的公司增长期收入预测的合理性

报告期内，标的公司的收入主要由垃圾回收服务、再生资源销售和虎哥商城销售构成。预测期内，对垃圾回收服务、再生资源销售和虎哥商城销售的收入预测系基于对基本户数、覆盖区域、平均服务价格、再生资源产品价格等因素的谨慎判断，居民生活垃圾分类的性质以及标的公司的业务优势亦决定了政府部门有长期购买标的公司服务的动力，因此各项收入预测具备合理性。整体来看，标的公司在报告期和预测期的营业收入以及增长率如下：

单位：万元

项目/年度	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
营业收入	26,368.40	36,474.40	44,309.54	53,234.25	62,588.35	66,920.25	70,919.17
增长率		38.33%	21.48%	20.14%	17.57%	6.92%	5.98%

综上，标的公司预测期的收入增长率低于报告期，且呈现逐年下降趋势，收入预测具备合理性。

2、垃圾分类回收平均服务价格和再生资源商品销售价格波动敏感期测试

(1) 垃圾分类回收平均服务价格敏感期测试

评估基准日	2022/04/30		
原始评估值 (万元)	91,000.00		
变动幅度	评估值 (万元)	评估值变动额 (万元)	评估值变动率
预测期内服务价格在预测基础上下降 5%	86,300.00	-4,700.00	-5.16%
预测期内服务价格在预测基础上下降 1%	89,900.00	-1,100.00	-1.21%
预测期内服务价格在预测基础上上升 1%	91,200.00	200.00	0.22%
预测期内服务价格在预测基础上上升 5%	95,300.00	4,300.00	4.73%

注: 上表中服务价格调整是指各区域在服务期 3 年届满时一次性在前期服务价格上下降或上升 1%或 5%。

由上表可知, 垃圾分类回收平均服务价格在 1%和 5%的上下波动内, 对标的公司估值影响绝对额在-4,700 万元与 4,300 万元之间, 相对额在-5.16%与 4.73%之间, 影响相对有限。

(2) 再生资源商品销售价敏感期测试

评估基准日	2022/04/30		
原始评估值 (万元)	91,000.00		
变动幅度	评估值 (万元)	评估值变动额 (万元)	评估值变动率
预测期内销售价在预测基础上下降 20%	73,000.00	-18,000.00	-19.78%
预测期内销售价在预测基础上下降 10%	82,200.00	-8,800.00	-9.67%
预测期内销售价在预测基础上下降 5%	86,600.00	-4,400.00	-4.84%
预测期内销售价在预测基础上下降 1%	90,100.00	-900.00	-0.99%
预测期内销售价在预测基础上上升 1%	91,800.00	800.00	0.88%
预测期内销售价在预测基础上上升 5%	95,200.00	4,200.00	4.62%
预测期内销售价在预测基础上上升 10%	99,400.00	8,400.00	9.23%
期内销售价在预测基础上上升 20%	107,400.00	16,400.00	18.02%

由上表可知, 再生资源商品销售价格在 1%、5%、10%及 20%的上下波动内, 对标的公司估值影响绝对额在-18,000.00 万元与 16,400.00 万元之间, 相对额在-19.78%与 18.02%之间。

此外, 相关风险和不确定性具体如下:

报告期内，标的公司积极开拓市场机会，并以招投标形式参与相关地区的生活垃圾回收服务项目。中标后，标的公司会与政府主管部门签署服务合同，针对特定区域内生活垃圾中的可回收物、大件垃圾等，引导居民做好前端分类，并提供上门收集服务。标的公司依据纳入服务范围的基本户数，结合中标单价和政府主管部门考核规则，与政府主管部门结算并收取服务费。若政府主管部门未来下调服务费价格或修改服务费计算规则，且标的公司无法通过扩充服务区域、基本户数等措施抵消前述影响，则标的公司将面临盈利水平下降的风险。

报告期内，标的公司完成精细化分拣后，将废纸张、废玻璃、废金属、废塑料、废纺织物、废电器等可回收物销售给下游再生资源利用企业，形成标的公司的再生资源销售收入。可回收物通常会受到大宗商品价格波动的影响，若未来大宗商品价格出现大幅下降，则标的公司将面临盈利水平下降的风险。

三、请详细披露有关预测期标的公司成本明细构成，并结合历史成本构成情况，分析说明有关增长变动趋势和差异的原因和合理性，存在的不确定性因素和风险。

(一) 标的公司历史期成本明细构成及预测期情况

单位：万元

项目	历史期			预测数据						
	2020年	2021年	2022年 1-4月	2022年5-12 月	2023年	2024年	2025年	2026年	永续期	
营业成本合计	17,109.05	23,698.78	8,557.34	21,732.83	36,060.12	42,444.57	45,623.56	48,573.46	48,573.46	
主营业务成本	16,902.75	23,436.18	8,521.54	21,618.20	35,972.04	42,394.18	45,596.72	48,573.46	48,573.46	
直接材料	3,385.74	5,147.73	1,933.18	5,826.04	10,372.11	12,851.31	14,228.48	15,510.55	15,510.55	
直接人工	1,389.54	1,530.94	527.06	1,684.62	2,668.70	3,185.52	3,467.55	3,719.71	3,719.71	
制造费用	12,127.47	16,757.51	6,061.30	14,107.54	22,931.23	26,357.35	27,900.69	29,343.20	29,343.20	
其中：折旧摊销	597.18	460.37	114.18	877.10	1,193.74	1,295.27	1,342.44	1,402.29	1,402.29	
使用权资产折旧	-	1,489.45	770.67							
租赁费	1,091.10	333.94	51.94	1,345.31	2,220.83	2,565.38	2,710.76	2,847.40	2,847.40	
薪酬	6,796.08	9,961.97	3,607.55	8,339.56	13,687.10	15,882.13	16,856.80	17,745.80	17,745.80	
汽车费	585.77	880.32	305.27	641.99	1,059.80	1,224.22	1,293.60	1,358.80	1,358.80	
材料费	1,269.21	1,270.97	422.63	1,052.10	1,736.80	2,006.26	2,119.95	2,226.82	2,226.82	
装修费	1,173.26	1,248.83	372.07	1,101.23	1,807.36	2,097.21	2,225.92	2,343.31	2,343.31	
其他费用	614.86	1,111.66	416.99	750.25	1,225.60	1,286.88	1,351.22	1,418.78	1,418.78	
其他业务成本	206.30	262.60	35.80	114.63	88.08	50.39	26.84	-	-	
材料	10.16	6.38	0.30	-	-	-	-	-	-	
手续费	196.14	246.91	35.50	114.63	88.08	50.39	26.84	-	-	
其他		9.31								

（二）预测期成本较历史期增长变动趋势和差异的原因和合理性

1、历史期成本变动情况

直接材料为标的公司垃圾回收服务过程中发放的环保金，分别为 3,385.74 万元、5,147.73 万元和 1,933.18 万元，占比分别为 20.03%、21.96%和 22.69%。随着业务规模扩大，可回收物增加，支付的环保金相应增加。该项成本相对收入的变动趋势具有持续性。

直接人工为标的公司分拣人员的工资，制造费用中的薪酬为“虎哥”回收人员、运输车司机的工资，两项工资合计分别为 8,185.62 万元、11,492.91 万元、4,134.61 万元，占主营业务成本的比例分别为 48.43%、49.04%、48.51%。随着业务规模扩大，基层人员数量增加，加上标的公司为吸引更多人从事环保行业，提高了基层服务人员的薪酬待遇，导致直接人工和制造费用中的薪酬支出逐年增加。该项成本相对收入的变动趋势具有持续性。

折旧摊销为标的公司机器设备、运输车等固定资产的折旧。使用权资产折旧、租赁费为标的公司租入的分拣中心、服务站点等相关租金。2021 年实行新租赁准则，原有租赁资产计入使用权资产，计提折旧，因此三个项目合并分析。报告期内，折旧摊销费、使用权资产折旧、租赁费合计分别为 1,688.28 万元、2,283.76 万元、936.79 万元，占主营业务成本的比例分别为 9.99%、9.74%、10.99%。两项费用增长均与标的公司业务规模扩大有关，该项成本相对收入的变动趋势具有持续性。

装修费系标的公司对分拣中心、服务站点进行装修后的摊销金额。报告期内，装修费分别为 1,173.26 万元、1,248.83 万元和 372.07 万元，占主营业务成本的比例分别为 6.94%、5.33%、4.37%。装修费占比下降，增长金额不明显，主要系标的公司分拣中心、服务站点多为报告期前进行装修，随着年限的增加，一些分拣中心和服务站点的装修陆续摊销完毕，抵消了新增服务站点装修费的增加。虽然报告期内该项费用变动与收入并不配比，但随着业务的增加，服务站点增加，相关装修费也会增加。因此该项成本相对收入的变动趋势仍有一定的持续性。

材料费系回收袋、回收支架、三轮车等回收服务过程中使用的材料，上述材

料价值较低，领用时一次性计入制造费用，领用后可以持续使用一段时间。报告期内，材料费分别为 1,269.21 万元、1,270.97 万元和 422.63 万元，发生额较为稳定。该项成本相对收入的变动趋势具有一定的持续性，因其使用周期较长因此并不明显。

汽车费及其他费用主要系办公费、环保处置费和汽车油费等日常费用，报告期内这些费用较为稳定。

综上，标的公司各项明细成本变动原因合理，直接材料、基层人员薪酬、折旧费、租赁费、装修费、材料费等主要成本项目相对收入的变动趋势具有持续性。

2、评估方法导致的差异原因及合理性

项目	预测方法
主营业务成本	
直接材料	历史期单位成本×实际处理或销售吨数/年平均基本户数
直接人工	历史期单位成本×实际处理或销售吨数/年平均基本户数
制造费用	
折旧摊销	按照企业会计政策测算
使用权资产折旧	占历史期垃圾回收服务收入比例预测
租赁费	占历史期垃圾回收服务收入比例预测
薪酬	占历史期垃圾回收服务收入及再生资源销售收入比例水平预测
汽车费	占历史期垃圾回收服务收入比例预测
材料费	占历史期垃圾回收服务收入比例预测
装修费	占历史期垃圾回收服务收入及再生资源销售收入比例水平预测
其他费用	按增长比例预测
其他业务成本	
材料	不预测
手续费	按历史期毛利率水平预测
其他	不预测

由上表可知，由于各项成本的性质不同，并非均与营业收入呈线性变动关系，因此预测方法不同，导致预测期营业成本较历史期增长出现一定波动。

3、预测期与历史期毛利率比较的合理性

标的公司历史期及预测期营业收入、成本及毛利率如下：

单位：万元

年度	历史数据			预测数据				
	2020年	2021年	2022年 1-4月	2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年
营业收入	26,368.40	36,474.40	12,710.71	31,598.83	53,234.25	62,588.35	66,920.25	70,919.17

营业成本	17,109.05	23,698.78	8,557.34	21,732.83	36,060.12	42,444.57	45,623.56	48,573.46
毛利率	35.12%	35.03%	32.68%	31.22%	32.26%	32.18%	31.82%	31.51%

2020年、2021年和2022年1-4月，虎哥环境的综合毛利率分别为35.12%、35.03%和32.68%。2020年和2021年，虎哥环境的综合毛利率相对稳定；2022年1-4月，虎哥环境的综合毛利率下降2.35个百分点，主要系新冠疫情导致部分区域临时停工所致。预测期内，标的公司的毛利率均低于历史期水平，营业成本的预测相对谨慎合理。

综上，标的公司营业成本的预测具有合理性。

四、预测期内，标的公司管理费用从4,715.48万元增长至5,619.88万元，折旧摊销金额从1,805.93万元增长至2,620.13万元。请结合管理费用构成明细，逐项分析管理费用增幅小于同期收入增长的原因和合理性，是否充分考虑的人员规模、薪酬、资产规模等增长导致的管理费用增长的情况，折旧摊销的具体预测和计算过程，是否充分考虑资产规模的增长情况。

（一）请结合管理费用构成明细，逐项分析管理费用增幅小于同期收入增长的原因和合理性，是否充分考虑的人员规模、薪酬、资产规模等增长导致的管理费用增长的情况

1、评估方法

项目	评估方法
职工薪酬	以一定增长比例预测
办公费	以一定增长比例预测
咨询服务费	以一定增长比例预测
机物料消耗	以一定增长比例预测
其他	2022年按1-4月发生比例预测，后期以一定增长比例预测
汽车费	以一定增长比例预测
通讯费	2022年按1-4月发生比例预测，后期以一定增长比例预测
业务招待费	占垃圾回收服务收入比例预测
折旧摊销费	按照企业会计政策测算
使用权资产折旧	按公司租赁计划预测
房屋租赁费	按公司租赁计划预测
差旅费	2022年按1-4月发生比例预测，后期以一定增长比例预测
股份支付	未来不预测

如上表可知，各项管理费用评估预测方法各不同，仅管理费用业务招待费用

的预测按垃圾回收服务收入占比预测，其余除折旧摊销、使用权资产折旧、服务租赁费、股份支付外基本按趋势增长比例预测，由于趋势增长比例小于同期收入增长率，标的公司长期收入的增长对管理费用有一定的摊薄效应，因此管理费用预测期增幅小于同期收入的增长。

2、预测期管理费用各项增长率和同期收入增长率比较

单位：万元

项目	2022年 1-4月	2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年
职工薪酬	501.02	1,421.27	2,018.40	2,119.32	2,225.29	2,336.55
办公费	49.31	144.68	203.69	213.87	224.56	235.79
咨询服务费	35.49	225.09	273.61	287.29	301.65	316.73
机物料消耗	7.83	37.34	47.43	49.80	52.29	54.90
其他	39.37	78.74	124.02	130.22	136.73	143.57
汽车费	26.96	44.95	75.51	79.29	83.25	87.41
通讯费	29.16	58.32	91.85	96.44	101.26	106.32
业务招待费	219.77	523.18	863.65	997.65	1,054.18	1,107.32
折旧摊销费	108.11	673.72	916.94	994.93	1,031.16	1,077.14
使用权资产折旧	58.99	21.72	41.09	43.15	45.30	47.57
房屋租赁费	5.22	7.04	12.87	13.51	14.19	14.90
差旅费	25.14	50.28	79.19	83.15	87.31	91.68
合计	1,106.37	3,286.33	4,748.25	5,108.62	5,357.17	5,619.88
管理费用年增长率		-41.75%	8.09%	7.59%	4.87%	4.90%
收入年增长率		21.48%	20.14%	17.57%	6.92%	5.98%

2022年，标的公司的管理费用较2021年下降41.75%，主要系2021年股份支付计提额3,660.00万元。剔除股份支付的影响，2022年管理费用较2021年增长13.20%。预测期内，管理费用增长率随着标的公司的经营稳定逐渐趋于缓和，相对合理，具体分析如下：

(1) 标的公司评估基准日管理人员规模及职责分工完整齐全，职工薪酬的预测在考虑人员规模及薪酬增长的前提下，本次评估对职工薪酬按2021年以一定增长比例预测；结合历史期标的公司办公费用、咨询费用、机物料销售、汽车费用的发生情况以及费用性质，均为企业日常经营所需的管理支出，故按2021年各项费用总额按经营趋势增长以一定增长比例进行预测。

(2) 差旅费、通讯费及其他费用2022年1-4月份发生情况基本能反映2022年全年费用平均水平，故对2022年剩余期限按1-4月各项费用占比预测，后期基于2022年费用总额按经营趋势增长以一定增长比例进行预测。

(3) 业务招待费与垃圾回收服务收入相关，故按历史期占垃圾回收服务收入平均占比进行预测。

(4) 折旧摊销预测按照企业会计政策测算，即根据已测算出的预测期折旧摊销总金额 \times 历史期管理费用中折旧摊销占历史期折旧摊销总金额比例确定，预测期折旧摊销总金额预测及计算过程详见本回复“问题 2/四/（二）折旧摊销的具体预测和计算过程，是否充分考虑资产规模的增长情况”。

(5) 使用权资产折旧系衢州、安吉、新昌子公司总仓租赁费的分摊，房屋租赁费系研发人员房屋租赁等，未来年度按标的公司租赁计划预测。其中，使用权资产预测期测算金额小于历史期主要系衢州及新昌分拣总仓投产前期租赁费用全部计入管理费用中所致。

2023 年、2024 年，收入年增长率高于管理费用增长率，主要系以下原因：

①营业收入的未来增长部分系由于余杭区、衢州市等已覆盖区域的基本户数增长，而这些已覆盖区域的管理人员规模及职责分工完整齐全，没有大量配置管理人员的需求；②标的公司的业务模式标准化、可推广、可复制，对于新拓展区域的管理人员要求不高，而新覆盖区域仅涉及龙港市和鹿城区，预计新增管理人员以及对薪酬待遇相对有限；③折旧摊销预测已考虑未来年度资产规模的增长导致的管理费用的增加，但折旧摊销并非与营业收入呈现正比例的增长。因此，预测期管理费用的预测增幅已考虑新区域拓展及现有区域业务的发展所需的人员规模、薪酬、资产规模等增长导致的管理费用增长的情况，收入年增长率高于管理费用增长率具备合理性。

综上，本次标的公司管理费用的预测具有合理性，已考虑人员规模、薪酬、资产规模等增长导致的管理费用增长的情况。

（二）折旧摊销的具体预测和计算过程，是否充分考虑资产规模的增长情况

折旧和摊销包括固定资产及使用权资产折旧、无形资产及长期待摊费用摊销。

1、折旧预测合计算过程

固定资产的折旧是由两部分组成的，即对基准日现有的固定资产（存量资产）

和对基准日后新增的固定资产（增量资产）按企业会计政策计提的折旧

年折旧额=固定资产原值×年折旧率

根据上述评估方法，计算数据如下：

单位：万元

项目/年度		原值	净值	2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年
评估 基准 日存 量固 定资 产	机器设备	2,302.22	1,598.46	145.81	218.71	218.71	218.71	218.71
	电子设备	1,009.28	448.60	127.84	191.76	191.76	191.76	191.76
	运输设备	1,712.79	627.58	108.48	162.72	162.72	162.72	162.72
	小计	5,024.28	2,674.64	382.13	573.19	573.19	573.19	573.19
评估 基准 日存 量在 建工 程等	新昌-固定 资产	34.15		2.16	3.24	3.24	3.24	3.24
	小计	34.15	-	2.16	3.24	3.24	3.24	3.24
基准 日后 资本 性支 出及 摊销 (新 增)	第一年 2022	机器及运 输设备	28.30	0.90	2.69	2.69	2.69	2.69
	第二年 2023	机器及运 输设备	234.03		11.12	22.23	22.23	22.23
	第三年 2024	机器及运 输设备	184.63			8.77	17.54	17.54
	第四年 2025	机器及运 输设备	56.80				2.70	5.40
	第五年 2026	机器及运 输设备	68.19					6.48
	小计		571.95	0.90	13.81	33.69	45.16	54.34
折旧小计				385.19	590.24	610.12	621.59	630.77

2、摊销预测及计算过程

摊销系无形资产摊销及长期待摊费用摊销。

年摊销额=无形资产/长期待摊费用原值÷摊销期限

根据上述评估方法，计算数据与过程如下：

单位：万元

项目	原值	净值	预测摊销				
			2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年
使用权资产	8,187.08	5,164.21	125.42	188.13	188.13	188.13	188.13
使用权资产-房租	7,825.88	5,054.28					
使用权资产-车辆	361.20	109.93	125.42	188.13	188.13	188.13	188.13

长期待摊费用	5,403.72	1,812.69	1,128.22	1,452.08	1,621.91	1,698.57	1,801.23
服务台、总仓装修	2,420.28	1,299.00	537.84	806.76	806.76	806.76	806.76
长期待摊费用-衢州	1,081.32	513.69	513.69	360.44	360.44	360.44	360.44
长期待摊费用-南昌	215.12		47.80	71.71	71.71	71.71	71.71
长期待摊费用-未来投资计划-2022	260.00		28.89	86.67	86.67	86.67	86.67
长期待摊费用-未来投资计划-2023	759.00			126.50	253.00	253.00	253.00
长期待摊费用-未来投资计划-2024	260.00				43.33	86.66	86.66
长期待摊费用-未来投资计划-2025	200.00					33.33	66.66
长期待摊费用-未来投资计划-2026	208.00						69.33
合计			1,253.64	1,640.21	1,810.04	1,886.70	1,989.36

注：使用权资产房租，已在各期期间费用及成本中按租赁费用测算，故对其不预测。

综上，折旧摊销预测期结果如下：

单位：万元

项目/年份	2022年5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年
折旧	385.19	590.24	610.12	621.59	630.77
摊销	1,253.64	1,640.21	1,810.04	1,886.70	1,989.36
合计	1,638.83	2,230.45	2,420.16	2,508.29	2,620.13

综上，基于折旧摊销的具体预测和计算过程，本次对标的公司折旧摊销的预测已充分考虑资产规模的增长情况。

五、收益法预测中，标的公司选择的可比上市公司包括上海环境（601200.SH）、瀚蓝环境（600323.SH）和旺能环境（002034.SZ）等，预测期Beta值存在小幅波动。请结合标的公司和选取的可比上市公司业务的差异，进一步分析说明有关Beta值确认的过程和合理性，是否结合有关差异因素进行针对性调整，预测期Beta值不一致的原因和合理性。

（一）请结合标的公司和选取的可比上市公司业务的差异，进一步分析说明有关Beta值确认的过程和合理性，是否结合有关差异因素进行针对性调整

1、标的公司和选取的可比上市公司业务内容

报告期内，标的公司的主要收入来源为垃圾回收服务和再生资源销售，A股

上市公司中,无业务类型相同且完全可比的上市公司,部分上市公司有类似业务,但 Beta 值异常,故选取以下三家可比上市公司,其业务内容如下:

上市公司	披露业务口径	涵盖业务类型	经营范围
瀚蓝环境	固废处理业务	垃圾收集、中转站运营管理、生活垃圾焚烧发电等终端处置业务	自来水的生产及供应;供水工程的设计、安装及技术咨询;销售供水设备及相关物资;路桥及信息网络设施的投资;房地产经营;以下项目仅限设立分支机构经营:污水及废物处理设施的建设、设计、管理、经营、技术咨询及配套服务;销售污水及废物处理设备及相关物资。
上海环境	固体废弃物处理	餐厨垃圾和建筑垃圾等固废资源化业务	环境科技和产品开发,固体废弃物处置、城市污水处理等环保项目和其他市政基础设施项目的投资、设计、建设、运营管理及相关的咨询服务,固体废弃物处置及市政污水处理项目的设计施工总承包,土壤修复,环卫设施设备的检查、修理、维护及管理,固体废弃物、城市污水等资源综合利用开发及其他相关咨询业务,从事货物及技术的进出口业务。
旺能环境	生活垃圾项目运行	生活垃圾焚烧发电及其他固体废物资源综合利用业务	环保设备的研发、设计、制造、销售及安装服务,环境治理技术开发、咨询及服务,环境治理设施的运营服务,实业投资,资产管理,投资管理,投资管理咨询,生活垃圾、固体废弃物处置及回收利用相关配套设施的设计、开发、运营管理及技术服务。(未经金融等监管部门批准,不得从事向公众融资存款、融资担保、代客理财等金融服务)(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。

2、Beta 值确认的过程

系统风险系数 β 是衡量标的公司相对于资本市场整体回报的风险溢价程度,也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于标的公司目前为非上市公司,且样本上市公司每家企业的资本结构也不尽相同,一般情况下难以直接引用该系数指标值。故本次通过选定与标的公司处于相似行业的上市公司作为样本,于同花顺系统查询获取其评估基准日近 36 个月,以周为计算周期,剔除财务杠杆调整后的 Beta,选取 Beta 的平均值,再根据虎哥环境目标资本结构,加载该公司杠杆 Beta,具体计算见下表:

剔除财务杠杆因素后的 β 系数表

股票代码	股票名称	资本结构 (D/E)	所得税率	Beta (不剔除财务杠杆)	Beta (剔除财务杠杆)
601200.SH	上海环境	60.36%	25.00%	0.7011	0.4826

600323.SH	瀚蓝环境	65.15%	25.00%	0.8224	0.5525
002034.SZ	旺能环境	69.39%	25.00%	1.1801	0.7762
平均值		64.97%		0.9012	0.6038

通过公式 $\beta_l = \beta_u \times [1 + (1-t)D/E]$ ，计算标的公司带财务杠杆系数的 β 系数。

其中： β_u ：剔除财务杠杆的 β 系数

β_l ：具有财务杠杆的 β 系数

t：所得税率

D/E：财务杠杆系数，D 为付息债务市值，E 为股权市值

经向虎哥环境管理层了解，以及对虎哥环境资产、权益资本及现行融资渠道的分析，本次评估根据标的公司自身的资本结构确定，则 D/E=8.70%。

例如，2022 年 5-12 月的综合企业所得税率为 11.03%，则重构的

$$\beta = 0.6038 \times [1 + (1 - 11.03\%)] \times 8.70\%$$

$$= 0.6505$$

测算未来年度 β 取值如下：

项目/年度	2022 年 5-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
企业 beta 取值	0.6505	0.6483	0.6486	0.6482	0.6459	0.6462	0.6462

3、Beta 值确认的合理性

如上述 Beta 值确认和测算过程显示，本次 Beta 值确认过程中已对选取上市公司的 Beta 剔除上市公司自身财务杠杆，并对剔除财务杠杆后 Beta 的平均值，根据标的公司自身的目标资本结构再加载该公司杠杆得到最终 Beta 值，充分考虑选取可比上市公司与标的公司目标资本结构的差异，具有合理性。

(二) 预测期 Beta 值不一致的原因和合理性

如 Beta 计算公式 $\beta_l = \beta_u \times [1 + (1-t)D/E]$ 所示，由于在对剔除财务杠杆后 Beta 的平均值按照标的公司自身的目标资本结构加载该公司杠杆的过程中涉及标的公司预测期的综合所得税率，而标的公司综合所得税率因母子公司所得税优惠政

策影响而变动，详见本回复“问题 2/一/1、标的公司及其子公司企业所得税率情况”，故预测期 Beta 值也相应变动，因此预测期 Beta 值不一致具有合理性。

六、请结合上述回复，以及标的公司收益法评估中各项成本、费用的预测数据、变动趋势和历史情况的差异，风险调整系数影响因素及合理性等，有关预测的不确定性等，充分分析说明收益法评估结果是否审慎合理，本次交易作价是否公允，是否存在向关联方输送利益的情形。

（一）预测期净利率及折现率情况

本次在充分考虑标的公司各项成本、费用构成、变动趋势及各项费用驱动因素影响下，再结合标的公司自身资本结构和企业特殊风险情况下，预测期的净利率和折现率如下：

项目/年度	2022年 5-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
净利率	13.63%	15.29%	16.00%	15.76%	14.90%	14.99%	15.00%
折现率	11.14%	11.11%	11.12%	11.11%	11.09%	11.09%	11.09%
行业折现率	10.34%至 12.40%						

注：行业折现率数据系根据同行业可比交易案例统计得出，具体案例详见本回复“问题 2/六/（二）交易价格公允”。

报告期内，标的公司 2020 年、2021 年、2022 年 1-4 月净利率水平分别为 16.17%、9.09%、17.10%，扣非后归属于母公司股东的净利率分别为 14.56%、19.20%、17.16%。预测期净利率水平如上表所示，预测期净利率水平均低于 2021 年及 2022 年 1-4 月水平，预测期净利率相对谨慎。预测期折现率水平处于行业水平范围内。

综上，未来预测充分考虑了标的公司各项成本、费用构成、变动趋势及各项费用的驱动因素，结合标的公司自身资本结构和企业特殊风险考虑了风险调整系数，收益法预测结果相对谨慎合理。

（二）交易价格公允

标的公司深耕于居民生活垃圾分类回收和资源化利用业务领域，根据国家统计局发布的《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），标的公司所处行业属于

“N78 公共设施管理业”，细分领域属于“N7820 环境卫生管理”，当前 A 股市场尚无完全可比的上市公司。因此，以选取 Wind 环保指数成分股（合计 71 家上市公司），以评估基准日 2022 年 4 月 30 日前述上市公司市值为基准，本次交易市盈率与前述上市公司市盈率水平对比情况如下表所示：

项目	市盈率（倍）
Wind 环保指数成分股上市公司市盈率（LYR）平均值	26.14
本次交易（静态市盈率）	13.00

注：上表中选取的 Wind 环保指数成分股上市公司为 A 股主板公司，包括科创板及北交所上市公司。市盈率=截至 2022 年 4 月 30 日市值/2021 年扣非后归属于母公司股东的净利润，已剔除空值、负值及市盈率超过 100 等异常数值。

由上表可知，本次交易对应的市盈率低于环保行业平均水平，标的公司估值水平较为合理。

标的公司业务的细分领域包括居民生活垃圾分类回收和资源化利用两部分，当前 A 股市场并购重组案例中尚无完全可比的同行业并购案例，因此选取近年发生的并购标的属于环保行业的控制权交易案例进行对比。本次交易与市场案例市盈率对比情况如下：

证券代码	证券简称	收购标的	收购标的业务类型	评估基准日	静态市盈率（倍）	动态市盈率（倍）
600526.SH	菲达环保	紫光环保 62.95%股权	污水处理/环保设备	2021-04-30	15.40	11.94
600796.SH	钱江生化	海云环保 100%股权	环保工程/固废处置/污水处理/自来水制水	2020-12-31	18.42	12.39
300385.SZ	雪浪环境	长盈环保 72%股权	危险废物处置	2019-12-31	8.11	9.22
002778.SZ	中晟石化	中晟环境 70%股权	污水处理/环境工程 EPC	2019-12-31	8.70	9.01
002266.SZ	浙富控股	申联环保 100%股权	危险废物处置/再生资源回收利用	2019-06-30	26.34	10.17
002483.SZ	润邦股份	中油优艺 73.36%股权	危险废物处置	2018-12-31	22.91	7.75
603315.SH	福鞍股份	研究设计院 100%股权	烟气治理/能源管理	2018-12-31	14.49	9.87
000711.SZ	京蓝科技	中科鼎实 77.7152%股权	环境修复工程服务	2018-06-30	33.46	11.78
000967.SZ	盈峰环境	中联环境 100%股权	环卫装备/环卫运营服务	2018-04-30	31.06	12.31

603603.SH	博天环境	高频环境 70%股权	工业水处理服务	2017-12-31	23.39	10.95
300140.SZ	中环装备	兆盛环保 99.18%股权	污水处理设备	2017-07-31	12.73	10.70
平均值					19.55	10.55
中位值					18.42	10.70
301068.SZ	大地海洋	虎哥环境 100%股权	居民生活垃圾分类回收/ 资源化利用	2022-04-30	13.00	11.51

注 1：静态市盈率=估值/评估基准日前最近一个会计年度标的公司扣非后归属于母公司股东的净利润；动态市盈率=估值/标的公司承诺净利润的平均值

注 2：以上案例选取自最近五年已通过审核或正在审核中上市公司重大资产重组（或发行股份购买资产）且涉及控制权收购的案例

由上表可知，由于环保行业的收购标的业务类型不同，导致可比交易案例的静态市盈率和动态市盈率存在一定差异。本次交易中虎哥环境静态市盈率为 13.00 倍，动态市盈率为 11.51 倍，处于可比交易案例的对应静态市盈率和动态市盈率的区间范围内。本次交易估值及作价较为公允，具备合理性。

（三）其他保障措施

1、本次交易对价全部以股份支付

上市公司本次通过发行股份的方式，向唐伟忠、九寅合伙、张杰来、唐宇阳等交易对方购买其合计持有的虎哥环境 100%股权，交易价格为 91,000.00 万元。按照标的公司交易价格以及发股价格进行测算，上市公司向唐伟忠及其关联方九寅合伙、张杰来、唐宇阳发行股份具体情况如下：

交易对方	交易金额 (万元)	股份对价 (万元)	发行股份数量 (股)
唐伟忠	59,150.00	59,150.00	23,397,943
九寅合伙	16,900.00	16,900.00	6,685,126
张杰来	5,070.00	5,070.00	2,005,537
唐宇阳	3,380.00	3,380.00	1,337,025

因唐伟忠及其关联方九寅合伙、张杰来、唐宇阳在本次交易中的交易对价全部以股份支付，且相关股份设定有 36 个月锁定期。相较现金对价而言，股份对价以及相应的锁定期安排可有效保障交易对方的利益与上市公司的利益保持一致，有利于标的公司的业绩实现。

2、锁定期以及业绩承诺安排

唐伟忠及其关联方九寅合伙、张杰来、唐宇阳对从本次交易中取得股份的锁定期进行了承诺，同时本次交易方案设置了业绩承诺安排，具体如下：

本次发行股份购买资产由交易对方唐伟忠、九寅合伙、张杰来、唐宇阳作为业绩承诺方，业绩承诺方承诺虎哥环境 2022 年、2023 年、2024 年实现的经审计的税后净利润（指合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润，下同）分别不低于 6,250.00 万元、7,800.00 万元和 9,670.00 万元。

此外，若上市公司同时募集配套资金用于虎哥环境的，业绩承诺方承诺在计算每年承诺业绩实现情况时，每年使用募集配套资金的部分应按照中国人民银行公布的一年期金融机构人民币贷款基准利率、实际使用的额度、占用时间计算资金成本。

上市公司应当分别在 2022 年度、2023 年度及 2024 年度结束后 4 个月内，对虎哥环境当期实现净利润与承诺净利润的差额情况进行审查，并由上市公司聘请的审计机构对此出具《专项审核报告》。实现净利润与承诺净利润的差额根据审计机构出具的专项审核结果确定。

3、严格执行关联交易审议程序

上市公司在本次交易过程中严格按照相关规定履行法定程序进行表决和披露，独立董事事先认可本次交易并发表了独立意见。根据《公司法》《重组管理办法》《创业板上市规则》以及《公司章程》的相关规定，本次重组需经参加表决的非关联股东所持表决权三分之二以上通过。

综上，本次收益法评估结果审慎合理，本次交易作价公允，不存在向关联方输送利益的情形。

七、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

1、基于对预测期营业收入、成本、毛利率、期间费用、折旧摊销等具体参数以及标的公司母子公司所得税税收优惠政策的核查，本次评估以 2028 年作为

预测期分割点具有合理性。

2、基于对垃圾回收服务收入预测依据、计算过程、较历史业绩增长情况差异较大原因的核查,综合分析服务区域扩展不确定性(包含有关储备项目情况)、行业政策变更、平均服务价格变动等因素对收入预测的影响,认为本次对垃圾回收服务收入的预测谨慎合理;对于再生资源销售收入,本次核查了预测期大幅增长的原因,分析说明了下游产品价格波动的风险和不确定性对收入预测的影响,认为本次再生资源销售收入预测谨慎合理;基于对电商平台历史交易情况、电商行业整体增长和竞争情况的趋势变化和公司相对竞争优势的核查分析,认为本次评估对虎哥商城收入的预测具有谨慎合理性。

3、基于对预测期成本明细构成、增长变动趋势及差异的核查,认为本次评估对标的公司成本的预测具有合理性,但因实际经营成本发生与本次评估预测的成本金额有一定差异,故存在营业成本预测与实际情况不一致的风险。

4、基于对预测期管理费用、折旧摊销评估方法及计算过程的核查以及对测算可能存在影响因素(如:人员规模、薪酬、资产规模等的增长)的分析,认为标的公司管理成本及折旧摊销的预测具有合理性。


5、基于对预测期 Beta 值确计算调整过程的核查及对标的公司和选取的可比上市公司业务情况的差异分析,考虑综合所得税率的影响,认为本次确定预测期 Beta 值的测算具有合理性。

6、经对标的公司收益法评估中各项成本、费用的预测数据、变动趋势和历史情况的差异,风险调整系数影响因素及合理性等,有关预测的不确定性等的核查分析,认为收益法评估结果审慎合理。此外,通过本次交易市盈率水平与行业水平及市场案例的对比分析,认为本次交易作价公允,不存在向关联方输送利益的情形。

(本页无正文，为《深圳证券交易所关于对杭州大地海洋环保股份有限公司的重组问询函》[创业板许可类重组问询函(2022)第11号]之回复》之签章页)



二〇二二年九月十三日

资产评估师:  

资产评估师:  