

# 中铭国际资产评估（北京）有限责任公司

## 关于《关于河北福成五丰食品股份有限公司 2019 年年度报告的信息披露监管问询函》的核查说明

上海证券交易所：

作为河北福成五丰食品股份有限公司（以下简称“本公司”或“公司”）聘请的评估机构，我们对上海证券交易所下发的《关于河北福成五丰食品股份有限公司 2019 年年度报告的信息披露监管问询函》（上证公函[2020]0690 号）（以下简称“问询函”）相关事项进行了专项核查。针对上述核查事项，我们的核查结果如下：

问题一、关于前期收购资产的经营情况。年报显示，2019 年度，公司前期收购的湖南天德福地陵园有限责任公司（简称天德福地），经营业绩显著低于收购时的水平，且与业绩承诺差异悬殊。天德福地 2019 年度实现营业收入 537 万元，实现净利润-1182 万元，与前期 2270 万元的业绩承诺差异较大。同时，公司前期披露，天德福地 2017 年度实现营业收入 6049 万元，净利润 1376 万元，并以此为基础采用收益法评估，标的公司全部权益评估价值为 2.80 亿元，增值率 241%。

请公司补充披露：（3）前期收购时评估参数依据、评估结果是否合理，公司前期高溢价收购是否具备商业合理性；请会计师及评估师发表明确意见。

回复

经核查，对天德福地公司评估最终采用收益法的评估结果，天德福地公司评估基准日评估结果如下：

单位：万元

| 项目      | 2018（4-12） | 2019     | 2020      | 2021      | 2022      |
|---------|------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 一、营业收入  | 6,246.14   | 8,957.81 | 11,046.93 | 13,284.61 | 15,625.06 |
| 减：营业成本  | 1,948.29   | 2,845.21 | 3,421.51  | 4,066.36  | 4,801.50  |
| 营业税金及附加 | 40.76      | 52.74    | 57.45     | 62.51     | 67.99     |
| 销售费用    | 567.84     | 898.28   | 1,022.60  | 1,156.31  | 1,299.92  |

|               |           |          |          |          |          |
|---------------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 管理费用          | 794.54    | 1,029.53 | 1,096.12 | 1,140.58 | 1,148.47 |
| 财务费用          | 128.45    | 171.16   | 171.31   | 171.46   | 171.61   |
| 二、利润总额        | 2,766.25  | 3,960.90 | 5,277.93 | 6,687.39 | 8,135.57 |
| 减：所得税费用       | 692.40    | 991.35   | 1,320.67 | 1,673.09 | 2,035.20 |
| 四、净利润         | 2,073.85  | 2,969.54 | 3,957.26 | 5,014.30 | 6,100.37 |
| 加：折旧摊销        | 313.15    | 449.22   | 483.16   | 483.25   | 485.51   |
| 扣税后利息支出       | 94.98     | 126.65   | 126.65   | 126.65   | 126.65   |
| 五、经营现金流       | 2,481.98  | 3,545.41 | 4,567.06 | 5,624.20 | 6,712.52 |
| 减：资本性支出       | 3.871     | 602.79   | 601.02   | 9.959    | 23.0958  |
| 营运资金增加（减少）    | 1,475.08  | 875.40   | 556.26   | 615.18   | 652.48   |
| 毛现金流          | 1,003.03  | 2,067.22 | 3,409.79 | 4,999.05 | 6,036.95 |
| 折现率           | 11.54%    | 11.54%   | 11.54%   | 11.54%   | 11.54%   |
| 折现系数          | 0.9599    | 0.8724   | 0.7821   | 0.7012   | 0.6287   |
| 净现金流量现值       | 962.81    | 1,803.44 | 2,666.80 | 3,505.34 | 3,795.43 |
| 减：负息负债        | 2200      |          |          |          |          |
| 加：非经营性资产、负债价值 | 2,684.52  |          |          |          |          |
| 股东全部权益价值      | 27,990.00 |          |          |          |          |

| 项目         | 2023      | 2024      | 2025      | 2026      | 2027      |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 一、营业收入     | 17,363.59 | 18,133.43 | 18,231.88 | 15,713.18 | 15,411.50 |
| 减：营业成本     | 5,387.58  | 5,741.11  | 5,947.07  | 5,367.42  | 5,478.44  |
| 营业税金及附加    | 73.07     | 77.75     | 82.92     | 87.31     | 93.11     |
| 销售费用       | 1,454.13  | 1,619.66  | 1,844.00  | 2,134.85  | 2,397.77  |
| 管理费用       | 1,194.27  | 1,253.76  | 1,320.31  | 1,404.60  | 1,481.83  |
| 财务费用       | 171.76    | 172.36    | 173.36    | 175.06    | 177.36    |
| 二、利润总额     | 9,082.78  | 9,268.79  | 8,864.22  | 6,543.93  | 5,782.98  |
| 减：所得税费用    | 2,270.70  | 2,317.20  | 2,216.06  | 1,635.98  | 1,445.75  |
| 四、净利润      | 6,812.09  | 6,951.59  | 6,648.17  | 4,907.95  | 4,337.24  |
| 加：折旧摊销     | 491.38    | 490.49    | 494.70    | 493.43    | 488.51    |
| 扣税后利息支出    | 126.65    | 126.65    | 126.65    | 126.65    | 126.65    |
| 五、经营现金流    | 7,430.11  | 7,568.72  | 7,269.51  | 5,528.02  | 4,952.39  |
| 减：资本性支出    | 46.6067   | 193.1445  | 14.5426   | 0.39      | 0         |
| 营运资金增加（减少） | 532.01    | 328.93    | 207.22    | -405.00   | 142.76    |
| 毛现金流       | 6,851.49  | 7,046.65  | 7,047.75  | 5,932.64  | 4,809.64  |
| 折现率        | 11.54%    | 11.54%    | 11.54%    | 11.54%    | 11.54%    |
| 折现系数       | 0.5636    | 0.5053    | 0.453     | 0.4062    | 0.3641    |
| 净现金流量现值    | 3,861.50  | 3,560.67  | 3,192.63  | 2,409.84  | 1,751.19  |

### （一）营业收入的预测

天德福地营业收入主要来源于墓位销售收入，根据湖南科迪建筑设计有限公司设计《规划》，截止基准日墓位个数如下所示。

| 地块        | 性质    | 项目       | 单位  | 数量       |
|-----------|-------|----------|-----|----------|
| 96 亩土地使用权 | 经营性公墓 | 规划用地面积   | 平方米 | 64009    |
|           |       | 墓碑数      | 个   | 19206    |
|           |       | 墓碑占地面积   | 平方米 | 19202    |
|           |       | 车行道占地面积  | 平方米 | 2628.19  |
|           |       | 台阶占地面积   | 平方米 | 1214.78  |
|           |       | 硬质铺装占地面积 | 平方米 | 4332.26  |
|           |       | 绿地占地面积   | 平方米 | 36631.77 |
|           |       | 绿化率      |     | 57.23%   |

| 地块        | 性质    | 项目       | 单位  | 数量    |
|-----------|-------|----------|-----|-------|
| 27 亩土地使用权 | 公益性公墓 | 规划用地面积   | 平方米 | 18000 |
|           |       | 墓碑数      | 个   | 5400  |
|           |       | 墓碑占地面积   | 平方米 | 5400  |
|           |       | 车行道占地面积  | 平方米 | 739   |
|           |       | 台阶占地面积   | 平方米 | 342   |
|           |       | 硬质铺装占地面积 | 平方米 | 1218  |
|           |       | 绿地占地面积   | 平方米 | 10301 |
|           |       | 绿化率      |     | 57%   |

墓位销售量综合天德福地销售推广力度及于德福地陵园的优势周边市场需求等因素进行预测。

由于人口持续老龄化，死亡率于 2007 年以来一走呈上升趋势，根据中国殡葬业协会的资料，中国的死亡为数在全球最高，故拥有最大的殡葬服务潜在消费群。全国死亡人数在 2017 年达到了 986 万人，随着老龄化不断的加剧，死亡人口将进一步上升。

中国城镇地区生活的大多数居民采用火化，中国的火化率过到五年一直保持相对稳定。鉴于中国每年的火化率及死亡人数不断增长，预测火化人数持续上升趋势。2017 年火化 479.6 万具。火化率达到了 48.6%。

委估宗地为墓葬用地，距韶山市区 7 公里，既可以解决本地死亡居民的安葬墓穴，同时还可以解决湘潭地区居民的安葬墓穴。周边距湘潭 50 公里，距湘乡市 22 公里，距宁乡市 50 公里，距娄底市 95 公里，距长沙市 75 公里。均在天德福地陵园的有效辐射区域内。天德福地陵园提供的墓位各种有艺术墓、规格墓、壁葬墓。根据规划及市场销售情况，预测每年销售量如下：

| 项目       | 未来年度销售量预测      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|----------|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|          | 2018<br>(4-12) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
| 艺术墓(经营性) | 30             | 35   | 45   | 60   | 75   | 90   | 100  | 115  | 130  | 140  |
| 规格墓(经营性) | 900            | 1200 | 1400 | 1600 | 1800 | 1900 | 1900 | 1800 | 1400 | 1269 |
| 壁坟墓(经营性) |                | 7    | 10   | 20   | 18   | 20   | 35   | 65   | 105  | 165  |
| 规格墓(公益性) | 270            | 380  | 400  | 420  | 460  | 500  | 520  | 560  | 580  | 630  |
| 合计       | 1200           | 1622 | 1855 | 2100 | 2353 | 2510 | 2555 | 2540 | 2215 | 2204 |

墓位用地由于其特殊用途,土地审批严格,导致墓位在社会上成为稀缺资源,销售单价根据历史平均单价以一定的增长率进行增长。由于中国已经进入老龄化社会,老龄人口占整个人口的比例越来越大,对墓地的需求也将越来越大,预计墓位的销售价格会持续上涨。单价预测如下:

| 项目       | 未来年度售价增长率预测    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|----------|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|          | 2018<br>(4-12) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
| 艺术墓(经营性) |                | 7%   | 6%   | 5%   | 4%   | 4%   | 3%   | 3%   | 3%   | 3%   |
| 规格墓(经营性) |                | 7%   | 6%   | 5%   | 4%   | 4%   | 3%   | 3%   | 3%   | 3%   |
| 壁坟墓(经营性) |                | 7%   | 6%   | 5%   | 4%   | 4%   | 3%   | 3%   | 3%   | 3%   |
| 规格墓(公益性) |                | 7%   | 6%   | 5%   | 4%   | 4%   | 3%   | 3%   | 3%   | 3%   |

| 项目       | 未来年售价度预测(万元)   |      |      |      |      |       |       |       |       |       |
|----------|----------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2018<br>(4-12) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
| 艺术墓(经营性) | 7.81           | 8.35 | 8.86 | 9.30 | 9.67 | 10.06 | 10.36 | 10.67 | 10.99 | 11.32 |
| 规格墓(经营性) | 6.00           | 6.42 | 6.80 | 7.14 | 7.43 | 7.72  | 7.96  | 8.19  | 8.44  | 8.69  |
| 壁坟墓(经营性) | 0.41           | 0.44 | 0.47 | 0.49 | 0.51 | 0.53  | 0.55  | 0.56  | 0.58  | 0.60  |
| 规格墓(公益性) | 2.22           | 2.38 | 2.52 | 2.64 | 2.75 | 2.86  | 2.94  | 3.03  | 3.12  | 3.22  |

主营业务收入预测结果如下:

单位: 万元

| 2018 (4-12) | 2019     | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025      | 2026      | 2027      |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 6,246.14    | 8,957.81 | 11,046.93 | 13,284.61 | 15,625.06 | 17,363.59 | 18,133.43 | 18,231.88 | 15,713.18 | 15,411.50 |

## （二）营业成本预测

天德福地营业成本主要包括维护成本与直接成本。直接成本为墓位的建造成本、墓碑成本、公共成本的摊销。

直接成本的预测：

### ● 建造成本、墓碑成本的预测

天德福地墓位的建造由公司承包给专业的建筑商来完成，墓碑由供应商供应并负责安装。这两项费用，基准日根据市场建造价格确定，未来预测年度，按每一年上涨一定的比例预测。

### ● 公共成本的摊销

公共成本主要为营业用地的出让金，墓园公共设施等部分的摊销。这部分按开德福地的规划设计总量进行平均摊销。

营业成本的预测如下：

单位：万元

| 项目   | 2018（4-12） | 2019     | 2020     | 2021     | 2022     | 2023     | 2024     | 2025     | 2026     | 2027     |
|------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业成本 | 1,948.29   | 2,845.21 | 3,421.51 | 4,066.36 | 4,801.50 | 5,387.58 | 5,741.11 | 5,947.07 | 5,367.42 | 5,478.44 |
| 毛利率  | 68.81%     | 68.24%   | 69.03%   | 69.39%   | 69.27%   | 68.97%   | 68.34%   | 67.38%   | 65.84%   | 64.45%   |

## （三）主营业务税金及附加预测

按现行增值税政策，天德福地免交增值税，并取得了当地税务局的认定。

目前由于天德福公司经营地为农村，未划入城镇范围，暂不征收土地使用税、房产税、考虑到国家税法的强制性及天德福地陵园用地经营的事实，出于谨慎性，自 2019 年起，预测土地使用税、及房产税。

土地使用税按韶山地区土地使用税标准预测。

房产税按现行政策从价计征预测。

印花税、残疾人保障金、水利基金按适用税率及征收标准预测。

主营业务税金及附加预测如下：

单位：万元

| 2018（4-12） | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 40.76      | 52.74 | 57.45 | 62.51 | 67.99 | 73.07 | 77.75 | 82.92 | 87.31 | 93.11 |

## （四）销售费用

销售费用包括：工资及福利、招待费用、办公费、汽车费用、差旅费、交通费用、水电费、租赁费、广告宣传费、活动费用、车保、培训费、销售折让、其

他等。

1. 工资及福利的预测

人员工资的预测主要根据企业劳动人事部门提供的未来年度职工人数，平均工资水平，同时考虑未来年度工资增长因素进行预测。未来年度平均工资增长5%进行预测。社会保费及公积金按未来年度公司所在地社会保险基数及缴费标准进行预测；

2. 广告宣传费、活动费用、销售折让的预测

销售折让用统一在广告宣传费中预测，考虑到销售未来年度销售力度的加大，此三项费用按 10%-5%的增长进行预测。

3. 租赁费的预测

租赁费用统一依据未来营销网点布局已签定的租赁合同详细预测，合同期以外考虑当地租金水平，考虑一定的上涨进行预测。

4. 招待费用、办公费、汽车费用、差旅费、交通费用、水电费、车保、培训费、其他等的预测

招待费用、办公费、汽车费用、差旅费、交通费用、水电费、车保、培训费、兼职及居间劳务费、其他等，此种费用性质为半变动费用，本次评估对此种费用依据历史平均水平考虑一定的增长预测。其他费用为销售费用中的不可预见费用，对此部分费用的预测，出于谨慎性的考虑，未来年度每年逐渐加大，其中考虑按开发协议每年给民政局的发展基金 30000 元。

销售费用预测如下：单位：万元

| 2018（4-12） | 2019   | 2020     | 2021     | 2022     | 2023     | 2024     | 2025     | 2026     | 2027     |
|------------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 567.84     | 898.28 | 1,022.60 | 1,156.31 | 1,299.92 | 1,454.13 | 1,619.66 | 1,844.00 | 2,134.85 | 2,397.77 |

（五）管理费用

管理费用包括：职工薪酬、折旧及摊销、水电费、低值易耗品摊销、评估审计费、殡仪服务费、培训费、交通费、办公费、汽车费、差旅费、招待费、装修维修费、周边协调费、礼仪费、残保基金、绿化、融资手续费、车辆保险费、养老保险、医疗保险、网络通讯费、其他等。

1. 职工薪酬、养老保险、医疗保险费的预测。

人员工资的预测主要根据企业劳动人事部门提供的未来年度职工人数，平均

工资水平，同时考虑未来年度工资增长因素进行预测。未来年度平均工资增长按5%进行预测。社会保费及公积金按未来年度公司所在地社会保险基数及缴费标准进行预测；

2. 折旧及摊销的预测。

按照企业的折旧及摊销政策进行详细预测。

3. 殡仪服务费、礼仪费、装修维修费、残保基金、绿化、融资手续费的预测。

殡仪服务费、礼仪费为其他收入的成本，在营业成本预测时已考虑，管理费用预测时不再考虑这些费用；装修维修费已在长期待摊中考虑，管理费用预测中不再考虑；残保基金已在税费的预测中考虑，管理费用预测中不再考虑；绿化费用已在成本中考虑，管理费用预测中不再考虑；融资手续费已在财务费用预测中考虑，管理费用预测中不再考虑。

4. 水电费、低值易耗品摊销、评估审计费、培训费、交通费、办公费、汽车费、差旅费、招待费、周边协调费、车辆保险费、网络通讯费、其他等预测。

水电费、低值易耗品摊销、评估审计费、培训费、交通费、办公费、汽车费、差旅费、招待费、周边协调费、车辆保险费、网络通讯费、其他等预测本次评估对此种费用依据历史平均水平考虑按 10%-5%的增长预测。

管理费用预测如下：单位：万元

| 2018（4-12） | 2019     | 2020     | 2021     | 2022     | 2023     | 2024     | 2025     | 2026     | 2027     |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 794.54     | 1,029.53 | 1,096.12 | 1,140.58 | 1,148.47 | 1,194.27 | 1,253.76 | 1,320.31 | 1,404.60 | 1,481.83 |

（六）财务费用预测

主要是借款利息及手续费，根据评估基准日天德福地手续费、借款本金，按照历史上平均财务费用率及相应的借款本金预测以后年度财务费用。

财务费用预测如下：单位：万元

| 2018（4-12） | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 128.45     | 171.16 | 171.31 | 171.46 | 171.61 | 171.76 | 172.36 | 173.36 | 175.06 | 177.36 |

（七）所得税预测

天德福地目前的所得税率为 25%。按所得税率及预测的应纳税所得额进行预测，所得额的测算考虑相应业务招待费用扣除在税务上的规定进行预测。

所得税预测如下：

单位:万元

| 2018（4-12） | 2019   | 2020     | 2021     | 2022     | 2023     | 2024     | 2025     | 2026     | 2027     |
|------------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 692.40     | 991.35 | 1,320.67 | 1,673.09 | 2,035.20 | 2,270.70 | 2,317.20 | 2,216.06 | 1,635.98 | 1,445.75 |

#### （八）营运资金增加额的预测

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金。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以及正常经营所需保持的资金、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。

营运资金的预测，一般根据企业最近几年每年经营性资产负债的周转率，在历史平均比例水平基础上结合企业目前及未来发展进行选择、调整。通过计算未来年度经营资产、经营负债，确定每年企业营运资金需求量及营运资金占用增加额。

营运资金增加额的预测如下：

单位：万元

| 2018（4-12） | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026    | 2027   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 1,475.08   | 875.40 | 556.26 | 615.18 | 652.48 | 532.01 | 328.93 | 207.22 | -405.00 | 142.76 |

#### （九）资本性支出的预测

资本性支出是为了保证企业生产经营可以持续发展的情况下，企业每年需要投入的资本性支出。对资本性支出的预测思路如下：

天德福地固定资产主要是维持墓园运营的电子设备、车辆。资本性支出的预测，首先，考虑了维持墓园运营的设备更新支出，其次，考虑了未来墓园未来计划的电梯安装支出。

资本性支出预测如下：

单位：万元

| 2018（4-12） | 2019   | 2020   | 2021 | 2022  | 2023  | 2024   | 2025  | 2026 |
|------------|--------|--------|------|-------|-------|--------|-------|------|
| 3.87       | 602.79 | 601.02 | 9.96 | 23.10 | 46.61 | 193.14 | 14.54 | 0.39 |

#### （十）收益期的预测

根据天德福地的企业性质，本次评估未来预测年期采用无限年期。

#### （十一）永续期的预测

根据目前中国的土地政策，墓葬用地受政府严格控制，从谨慎角度考虑，仅

---

考虑目前企业获得的墓葬用地，不考虑未来年度，有可能增加的新增加的墓葬用地。另外，2027 年墓位销售完毕进入永续期后，企业的收入主要来源于墓位再次上缴的使用费和管理费收入等收入，这部分收入用于墓园的维护绿化，预计收支基本平衡，略有盈余，从谨慎角度考虑，永续期现金流量按 0 预测。

## （十二）折现率的预测

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估价值的重要参数。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。

### 1. 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。资本定价模型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) 确定无风险收益率

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。

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。

以上述国债到期收益率的平均值 4.05% 作为本次评估的无风险收益率。

## 2) 确定股权风险收益率

股权风险收益率是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分。借鉴美国相关部门估算 ERP 的思路,通过对中国股票市场相关数据进行的研究,我们将每年沪深 300 指数成份股收益算术平均值或几何平均值计算出来后,需要将沪深 300 指数成份股收益率计算平均值作为本年算术或几何平均值的计算 ERP 结论,这个平均值我们采用加权平均的方式,权重则选择每个成份股在沪深 300 指数计算中的权重;每年 ERP 的估算分别采用如下方式:

算术平均值法:

$$ERP_i = A_i - R_{fi} \quad (i=1,2,\dots,N)$$

几何平均值法:

$$ERP_i = C_i - R_{fi} \quad (i=1,2,\dots,N)$$

通过估算 2008-2017 年每年的市场风险超额收益率  $ERP_i$ , 结果如下:

| 序号 | 年分            | Rm 算术平均值 | Rm 几何平均值 | 无风险收益率 $R_f$ | $ERP=Rm$ 算术平均值 $-R_f$ | $ERP=Rm - R_f$ |
|----|---------------|----------|----------|--------------|-----------------------|----------------|
| 1  | 2008          | 27.76%   | 0.57%    | 3.80%        | 23.96%                | -3.23%         |
| 2  | 2009          | 45.41%   | 16.89%   | 4.09%        | 41.32%                | 12.80%         |
| 3  | 2010          | 41.43%   | 15.10%   | 4.25%        | 37.18%                | 10.85%         |
| 4  | 2011          | 25.44%   | 0.12%    | 3.98%        | 21.46%                | -3.86%         |
| 5  | 2012          | 25.40%   | 1.60%    | 4.15%        | 21.25%                | -2.55%         |
| 6  | 2013          | 24.69%   | 4.26%    | 4.32%        | 20.37%                | -0.06%         |
| 7  | 2014          | 41.88%   | 20.69%   | 4.31%        | 37.57%                | 16.37%         |
| 8  | 2015          | 31.27%   | 15.55%   | 4.12%        | 27.15%                | 11.43%         |
| 9  | 2016          | 17.57%   | 6.48%    | 3.91%        | 13.66%                | 2.57%          |
| 10 | 2017          | 25.68%   | 18.81%   | 4.23%        | 6.87%                 | 14.58%         |
| 11 | 平均值           | 30.65%   | 10.01%   | 4.12%        | 25.08%                | 5.89%          |
| 12 | 最大值           | 45.41%   | 20.69%   | 4.32%        | 41.32%                | 16.37%         |
| 13 | 最小值           | 17.57%   | 0.12%    | 3.80%        | 6.87%                 | -3.86%         |
| 14 | 剔除最大、最小值后的平均值 | 30.44%   | 9.91%    | 4.13%        | 25.32%                | 5.80%          |

由于几何平均值可以更好表述收益率的增长情况,因此我们认为采用几何平均值计算的  $C_n$  计算得到 ERP 更切合实际,因此我们认为选择  $ERP = 5.8\%$  作为目前国内市场股权超额收益率 ERP 未来期望值比较合理。

## 3) 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 iFinD 公司是一家从事于  $\beta$  的研究并给出计算  $\beta$  值的计算公式的公司。本次评估我们是选取该公司公布的  $\beta$  计算器计算对比公司的  $\beta$  值，股票市场指数选择的是沪深 300 指数，选择沪深 300 指数主要是考虑该指数是国内沪深两市第一个跨市场指数，并且组成该指数的成份股是各行业内股票交易活跃的领头股票。选择该指数最重要的一个原因是我们在估算国内股票市场 ERP 时采用的是沪深 300 指数的成份股，因此在估算  $\beta$  值时需要与 ERP 相匹配，因此应该选择沪深 300 指数。

通过 iFinD 计算国内社会服务业 141 家上市公司，从 2017 年 4 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日，剔除财务杠杆的 Beta 系数，以算术平均数值 0.5884，作为本次评估 Unlevered  $\beta$  值。

#### ①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：

- 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。

最后选择对比公司资本结构平均值作为被评估企业目标资本结构。

#### A. 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；

#### B. 估算公司特有风险收益率 $R_s$

采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合（Portfolio）的组合投资回报率，资本定价模型不能直接估算单个公司的投资回报率，一般认为单个公司的投资风险要高于一个投资组合的投资风险，因此，在考虑一个单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的针对投资组合所具有的全部特有风险所产生的超额回报率。

目前国际上将公司全部特有风险超额收益率进一步细化为公司规模溢价（Size Premium） $RP_s$  和特别风险溢价  $RP_u$ ，即：

$$R_s = RP_s \pm RP_u$$

其中公司规模溢价  $RP_s$  为公司规模大小所产生的溢价，主要针对小公司相对

---

大公司而言，由于其规模较小，因此对于投资者而言其投资风险相对较高。

我们采用公司的资产规模、收益能力来研究公司特有风险超额收益 RPs 与公司资产规模和收益的关系得到回归方程：

$$RPs=3.73\%-0.717\%\times\ln(S)-0.267\%\times ROA$$

其中：RPs：公司规模风险

S：公司总资产（以亿元计）

ROR：总资产报酬率

LN：自然对数

经计算  $RPs=3.26\%$

除此以外，公司面临的風險還有其他特有經營風險，因此本次評估中還考慮其他非系統風險。殯葬業為受高度監管的行業，且可能於日後受到更嚴格監管，監管政策的變化可能對天德福地的財務、經營產生影響。綜上確定其他特有風險為 1.4%。

綜上本次評估考慮 4.66% 的特別風險。

#### C．計算現行股權收益率

將恰當的數據代入 CAPM 公式中，我們就可以計算出对被評估單位的股權期望回報率。

#### 2. 債權回報率的確定

在中國，對債權收益率的一個合理估計是將市場公允短期和長期銀行貸款利率結合起來的一個估計。評估基準日一年期貸款利率是 4.35%。我們採用該利率作為債權年期望回報率。

#### 3. 被評估企業折現率的確定

股權期望回報率和債權回報率可以用加權平均的方法計算總資本加權平均回報率。權重按評估對象實際股權、債權結構比例。總資本加權平均回報率利用以下公式計算：

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

其中：WACC 為加權平均總資本回報率；E 為股權價值；Re 為期望股本回報率；D 為付息債權價值；Rd 為債權期望回報率；T 為企業所得稅率 25%。

WACC 的計算詳見《加權資金成本計算表》。

根据上述计算得到被评估单位总资本加权平均回报率为 11.54%，我们以其作为被评估公司的折现率。

### （十三）非经营性资产的评估

#### 1. 非经营性资产

非经营性资产在这里是指对被评估单位主营业务没有直接“贡献”的资产。非经营性资产的另一种形态为暂时不能为主营业务贡献的资产或对企业主营业务没有直接影响的资产，如在建工程、超常持有的现金和等价证券、长期闲置资产等。天德福地的非经营性资产如下：

| 项目       | 账面价值     | 评估值      |
|----------|----------|----------|
| 非经营性资产   |          |          |
| 其他应收款    | 3,227.42 | 3,227.42 |
| 递延所得税资产  | 3.31     | 3.31     |
| 非经营性资产小计 | 3,230.73 | 3,230.73 |

#### 2. 非经营性负债

所谓非经营性负债是指企业承担的债务不是由于主营业务的经营活动产生的负债而是由于与主营业务没有关系或没有直接关系的其他业务活动如对外投资，基本建设投资等活动所形成的负债。天德福地非经营性负债如下：

| 项目       | 账面价值   | 评估值    |
|----------|--------|--------|
| 非经营性负债   |        |        |
| 其他应付款    | 546.21 | 546.21 |
| 应付利息     |        |        |
| 非经营性负债小计 | 546.21 | 546.21 |

### （十四）溢余资产

经测算，天德福地无溢余资产。

### （十五）负息负债

所谓负息负债是指那些需要支付利息的负债，包括银行借款、发行的债券等。负息负债还应包括其他一些融资资本，这些资本本应该支付利息，但由于是关联方或由于其他方面的原因而没有支付利息等。截止评估基准日，天德福地负息负债为 2200 万元。

综上，委估股东全部权益在持续经营等假设前提下市场价值为 27,990.00 万元，评估价值较账面价值评估增值额为 19,788.60 万元，增值率为 241.28%。

评估人员统计了评估时点附近，居民服务业上市公司股权并购案例共 33 宗，

平均增值率为 442.34%，增值率中位数为 312.18%，本次评估增值率接近增值率的中位数。

| 评估报告份数 | 评估对象   | 增值率平均值  | 增值率中位数  |
|--------|--------|---------|---------|
| 33     | 股东全部权益 | 442.34% | 312.18% |

作为全球人口最多且老年人口基数不断增加的国家，中国的殡葬服务业拥有巨大的市场潜力，中国老龄化人口增长较快。据国家统计局的数据显示，2017 年底，全国 60 周岁及以上老年人口 24090 万人，占总人口的 17.3%，其中 65 周岁及以上老年人口 15831 万人，占总人口的 11.4%。预期人口老龄化未来五年将会持续并加快。

由于人口持续老龄化，死亡率于 2007 年以来一走呈上升趋势，根据中国殡葬业协会的资料，中国的死亡为数在全球最高，故拥有最大的殡葬服务潜在消费群。全国死亡人数在 2017 年达到了 986 万人，随着老龄化不断的加剧，死亡人口将进一步上升。

天德福地位于韶山市杨林乡白翎村，知名度高，距湘潭市 50 公里，辐射周边地区。

天德福地坐落于韶山市正北面八公里杨林乡白翎村，北抵宁乡，东靠长沙、湘潭，南临韶山湘乡，伟人故里，知名度高，影响力强。周边无污染、无喧闹、山清水秀，有天然氧吧之称，项目地拥有关圣帝君等历史文物寺庙，历来香火不断。项目择址三面环山，中央聚水，坐北朝南，风水得天独厚，格局浑然天成，无论从项目地天子山小区域来看，还是从韶山整个大区域来看，格局优越。

天德福地陵园立足韶山，主要服务湘潭地区，并辐射带动周边地区。根据《湘潭市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年全市常住人口 285.2 万人。其中，城镇人口 176.9 万人，城镇化率 62.0%。全年出生人口 3.9 万人，出生率 12.1‰；死亡人口 2.1 万人，死亡率 7.2‰；人口自然增长率 4.9‰。0-15 岁（含不满 16 周岁）人口 46.8 万人，占常住人口的 16.4%，比上年提高 0.3 个百分点；16—59 岁（含不满 60 周岁）人口 178.6 万人，占常住人口的 62.6%，下降 0.8 个百分点；60 岁及以上人口 59.9 万人，占常住人口的 21.0%，提高 0.5 个百分点。

韶山总人口 11 万人，2017 年死亡人口 1391 人，死亡率 11.7‰；周边距湘潭 50 公里，湘潭市总人口 285 万人，2017 年死亡人口 21000 人，死亡率为 7.2‰；距

湘乡市 22 公里,湘乡市总人口 92 万人,2017 年死亡人口 4048 人,死亡率为 4.13‰; 距宁乡市 50 公里,宁乡市总人口 142 万人,2017 年死亡率为 18.34‰; 距娄底市 95 公里,娄底市 2017 年死亡人口 27100 人,2017 年死亡率为 6.95‰; 距长沙市 75 公里,长沙市 2017 年死亡率为 18.47‰。

天德福地经营墓地所处位置得天独厚,经过近几年的建设经营形成了一定的区域影响力。墓地经营许可证载许可经营面积达 400 亩,评估基准日已开发用地 123 亩,尚有 277 亩待批准可经营面积。

湘潭地区包括委估对象在内的公墓共三家。其余两家均在湘潭,韶山只此委估对象一家。从未来发展的趋势上来看,现有公墓总体上很难满足湘潭地区的市场需求,故委估宗地作为墓葬用地发展潜力较大。

### 评估师核查意见

综上,天德福地的评估值是合理的,该并购活动具有商业合理性。

中铭国际资产评估(北京)有限责任公司

二〇二〇年六月十六日

