

共壹册 第壹册

云南旅游股份有限公司发行股份及
支付现金购买

江南园林有限公司 80%股权项目

资产评估说明

中同华评报字(2014)第 339 号



北京中同华资产评估有限公司

China Alliance Appraisal Co.,Ltd.

报告日期：2014 年 8 月 7 日

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院中海地产广场西塔 3 层

邮编：100077 电话：010-68090001 传真：010-68090099

云南旅游股份有限公司发行股份及
支付现金购买
江南园林有限公司 80%股权项目
资产评估说明目录

第一部分	评估说明使用范围声明	1
第二部分	企业关于进行资产评估有关事项的说明	2
第三部分	评估对象与评估范围说明	3
第四部分	资产核实情况总体说明	12
第五部分	收益法评估技术说明	16
第六部分	市场法评估技术说明	70
第七部分	评估结论及分析	83

第一部分 评估说明使用范围声明

本评估说明供国有资产监督管理机构（含所出资企业）、相关监管机构和部门使用。除法律法规规定外，材料的全部或者部分内容不得提供给其他任何单位和个人，不得见诸公开媒体。

二〇一四年八月七日

第二部分 企业关于进行资产评估有关事项的说明

（由委托方与被评估单位提供，原件附后）

第三部分 评估对象与评估范围说明

一、评估对象与评估范围内容

本次资产评估对象为江南园林有限公司（简称：江南园林）80%股东权益价值，云南旅游购买江南园林 80% 股权行为涉及的交易对象及购买股权比例情况如下：

序号	交易对象	发行股份购买股权比例	支付现金购买股权比例	支付现金及发行股份购买股权比例合计
1	杨清	44.63%	2.32%	46.95%
2	杨建国	-	20.00%	20.00%
3	中驰投资	1.74%	0.87%	2.61%
4	卢鹰	1.84%	0.92%	2.76%
5	胡娜	1.60%	0.80%	2.40%
6	胡九如	1.60%	0.80%	2.40%
7	秦威	0.27%	0.13%	0.40%
8	胥晓中	0.27%	0.13%	0.40%
9	陆曙炎	0.64%	0.32%	0.96%
10	许刚	0.27%	0.13%	0.40%
11	王吉雷	0.13%	0.07%	0.20%
12	葛建华	0.05%	0.03%	0.08%
13	金永民	0.05%	0.03%	0.08%
14	张建国	0.05%	0.03%	0.08%
15	罗海峰	0.05%	0.03%	0.08%
16	毛汇	0.05%	0.03%	0.08%
17	石荣婷	0.03%	0.01%	0.04%
18	杨小芳	0.03%	0.01%	0.04%
19	顾汉强	0.03%	0.01%	0.04%
合计		53.33%	26.67%	80.00%

本次评估范围为江南园林申报的于评估基准日经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）专项审计后的资产和负债，具体资产类型和审计后账面价值见下表：

1、合并口径

项目	账面值
货币资金	883.71
应收票据	584.00
应收账款	36,951.94
预付款项	117.77
其他应收款	4,628.72
存货	1,095.28
流动资产小计	44,261.43

长期应收款	25,440.56
固定资产	1,020.87
在建工程	1,608.19
无形资产	344.65
递延所得税资产	693.73
非流动资产小计	29,107.99
资产总计	73,369.42
短期借款	7,800.00
应付账款	36,809.58
预收款项	6.50
应付职工薪酬	0.60
应交税费	2,277.93
应付利息	59.03
其它应付款	8,173.82
流动负债小计	55,127.46
非流动负债小计	
归属于母公司股东权益小计	18,241.96
少数股东权益	-
股东权益合计	18,241.96

2、母公司口径

金额单位：人民币万元

项目	账面值
货币资金	789.91
应收票据	584.00
应收账款	36,951.94
预付款项	117.77
其他应收款	4,699.61
存货	1,015.81
流动资产小计	44,159.04
长期应收款	25,440.56
长期股权投资	100.00
固定资产	1,020.53
在建工程	1,608.19
无形资产	344.65
递延所得税资产	694.81
非流动资产小计	29,208.74
资产总计	73,367.78
短期借款	7,800.00
应付账款	36,809.58
预收款项	6.50
应付职工薪酬	0.60
应交税费	2,277.93
应付利息	59.03
其他应付款	8,173.82
流动负债小计	55,127.46
非流动负债小计	
负债总计	55,127.46

项目	账面值
股东权益合计	18,240.32

二、实物资产分布情况及特点

公司申报评估的实物资产主要为固定资产、在建工程和存货。

（一）固定资产

包括：房屋建筑物、机器设备、车辆、电子设备和在建工程。其中：

1.房屋建筑物

房屋建筑物包括 2002 年自建位于新北区珠江路 111 号公司院内的 2 栋三层办公楼、1 栋二层办公楼和 2012 年 12 月购置的位于钟楼区通江南路 18 号港龙·尚层写字楼内的 16 套商品房；目前，江南园林拥有 17 处房屋，均取得《房屋所有权证》，具体情况如下：

序号	房产证编号	房屋地址	所有权人	取得方式	建筑面积m ²	用途
1	常房权证字第 00043124 号	新北区珠江路 111 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	自建	1,535.12	待拆迁
2	常房权证字第 00592741 号	通江南路 18-1701 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	45.51	办公
3	常房权证字第 00592743 号	通江南路 18-1702 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	40.93	办公
4	常房权证字第 00592749 号	通江南路 18-1703 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	40.93	办公
5	常房权证字第 00592753 号	通江南路 18-1705 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	40.43	办公
6	常房权证字第 00592756 号	通江南路 18-1706 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	40.43	办公
7	常房权证字第 00592674 号	通江南路 18-1707 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	40.93	办公
8	常房权证字第 00592665 号	通江南路 18-1708 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	75.98	办公
9	常房权证字第 00592737 号	通江南路 18-1726 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	79.19	办公
10	常房权证字第 00592733 号	通江南路 18-1727 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	42.66	办公
11	常房权证字第 00592725 号	通江南路 18-1728 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	42.66	办公
12	常房权证字第 00592718 号	通江南路 18-1729 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	42.66	办公
13	常房权证字第 00592713 号	通江南路 18-1730 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	42.66	办公
14	常房权证字第	通江南路 18-1731 号	江苏江南园林建	外购商品房	42.66	办公

序号	房产证编号	房屋地址	所有权人	取得方式	建筑面积m ²	用途
	00592702号		筑工程有限公司			
15	常房权证字第00592692号	通江南路18-1732号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	42.66	办公
16	常房权证字第00592687号	通江南路18-1733室	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	42.66	办公
17	常房权证字第00592680号	通江南路18-1735号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	47.48	办公
合计					2,285.55	

注：根据常州市发展和改革委员会下发的常发改（2013）29号《市发展改革委关于下达“2013年常州市区旧城改造项目计划”的通知》，序号1新北区珠江路111号房产将拆迁。

2. 机器设备

机器设备主要是塔吊、搅拌机、蛙夯机、电焊机、提升机等施工相关设备，分布于公司办公场地和各工程施工现场。

3. 车辆

车辆为公司日常办公用车和施工现场用车，包括15辆轿车、1辆洒水车、2辆三轮车、1辆电动车、2辆翻斗车，购置于2005-2013年期间；其中，有车牌号码的车辆情况具体如下：

序号	号牌号码	所有权人	使用性质	品牌型号	注册日期	发证日期
1	苏D29980	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	醒狮派 SLS5162GSSE3	2009.06.01	2009.06.01
2	苏DJN666	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	奥迪 WAURGB4H	2011.12.20	2011.12.20
3	苏D75118	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	骐达牌 DFL7161BB	2009.08.04	2009.08.04
4	苏DYE873	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	帕萨特牌 SVW7203EP	2007.11.15	2011.12.15
5	苏D79267	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	桑塔纳牌 SVW7180LED	2010.01.22	2010.01.22
6	苏D79521	常州江南园林建筑工程有限公司	非营运	桑塔纳牌 SVW7180LED	2010.01.22	2010.01.22
7	苏D589G5	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	北京现代牌 BH6430MY	2012.11.05	2012.11.05
8	苏DEC760	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	北京现代牌 BH6430MY	2012.02.06	2012.02.06
9	苏D00903	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	奔驰 WDDNG9FB	2012.02.24	2012.02.24
10	苏DMA897	江苏江南园林建	非营运	北京现代牌 BH6430MY	2012.02.09	2012.02.09

序号	号牌号码	所有权人	使用性质	品牌型号	注册日期	发证日期
		筑工程有限公司				
11	苏 D80879	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	桑塔纳牌 SVW7180LED	2010.03.17	2010.03.17
12	苏 D80862	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	桑塔纳牌 SVW7182QQD	2010.03.17	2010.03.17
13	苏 D37028	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	飞度 HG7133	2005.03.16	2007.03.16
14	苏 D50028	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	奥迪牌 FV7201	2006.12.05	2006.12.06
15	苏 D80832	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	桑塔纳牌 SVW7180LED	2010.03.17	2013.05.03
16	苏 D325U5	江苏江南园林建筑工程有限公司	非营运	艾力绅牌 DHW6494R7ARD	2013.05.03	2013.05.03

车辆大多购置于 2010 年以后，经勘查状态良好。

4.办公及电子设备

办公及电子设备多数为 2010 年以后购置，为办公家具及电子设备，状态良好，均可正常使用。

（二）在建工程

在建工程为江南园林正在自行建造的位于常州市武进高新区西湖路 130 号新经营场地，包括 1 栋三层的主办公楼、6 栋二层的附属用房及职工宿舍、2 个一层的门卫室和铁艺大门、围墙、道路等。整体工程除少部分装修尚未完工外其他均已完工，工程形象进度达到 95% 以上。

（三）存货

江南园林的存货为其承接的尚未完工的市政园林、景观园林等施工项目，分布地点较为分散，涉及江苏、安徽、内蒙古、山东、沈阳等多个省市。

三、企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况

企业申报的无形资产包括土地使用权、专利、商标、软件、林地经营权等。

1、申报评估的账面记录的无形资产

（1）土地使用权

江南园林拥有 18 处土地使用权，具体情况如下：

序号	权证编号	土地位置	土地使用权人	取得方式	终止期限	使用权面积 ^m	备注
1	常国用（2009） 第变 0292254 号	新北区珠江路 111 号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2048.09.27	2,421.90	注释 1


序号	权证编号	土地位置	土地使用权人	取得方式	终止期限	使用权面积m ²	备注
2	常国用(2013)第167号	通江南路18-1701号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	4.20	
3	常国用(2013)第174号	通江南路18-1702号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.80	
4	常国用(2013)第177号	通江南路18-1703号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.80	
5	常国用(2013)第165号	通江南路18-1705号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.70	
6	常国用(2013)第77号	通江南路18-1706号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.70	
7	常国用(2012)第40234号	通江南路18-1707号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.80	
8	常国用(2012)第40241号	通江南路18-1708号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	7.00	
9	常国用(2013)第153号	通江南路18-1726号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	7.30	
10	常国用(2012)第40236号	通江南路18-1727号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
11	常国用(2013)第158号	通江南路18-1728号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
12	常国用(2012)第40256号	通江南路18-1729号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
13	常国用(2013)第84号	通江南路18-1730号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
14	常国用(2012)第40248号	通江南路18-1731室	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
15	常国用(2012)第40246号	通江南路18-1732号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
16	常国用(2013)第81号	通江南路18-1733号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
17	常国用(2012)第40257号	通江南路18-1735号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	4.40	
18	武国用(2014)第11561号	武进高新区西湖路	江南园林有限公司	出让	2064.04.05	8,512.00	注释2
合计						11,002.90	

注释 1: 根据常州市发展和改革委员会下发的常发改(2013)29号《市发展改革委关于下达“2013年常州市区旧城改造项目计划”的通知》, 新北区珠江路111号土地将被收储。

注释 2: 土地证中注明为预登记, 有效期至2019年4月29日。

(2) 注册商标

序号	商标名称	注册号	类别	适用范围	有效期至	取得方式

序号	商标名称	注册号	类别	适用范围	有效期至	取得方式
1		10084841	44	庭院设计；园艺学；庭院风景布置；园艺；植物养护；树木修剪；除草；风景设计；花卉摆放；草坪修整	2012年12月14日至2022年12月13日	原始取得
2	江南文保	10910001	37	乐器修复	2013年9月21日至2023年9月20日	原始取得

(3) 专利权

①已经取得的专利权

编号	专利名称	专利号	专利性质	申请日期	授权公告日	法律状态
1	城市废弃地的湿地化系统	ZL201320371055.4	实用新型	2013.06.26	2014.02.12	专利权维持
2	改良盐渍土壤的土壤结构	ZL201320371077.0	实用新型	2013.06.26	2014.02.12	专利权维持
3	可拆装式仿古建筑物结构	ZL201320371266.8	实用新型	2013.06.26	2014.04.02	专利权维持

②取得独占许可使用的专利权



2012年5月9日，江南园林与高雅琦签订《专利实施许可合同》，约定专利权人高雅琦将其拥有的一项发明专利（专利名称：改良盐渍土壤建造生态园林景观符合结构的方法，专利号：ZL200810054085.6）授予江南园林独占使用，许可期限为2012年5月9日至2017年5月8日，独占许可费用为8万元。2012年5月11日，该专利实施许可合同取得国家知识产权局备案，合同备案号为：2012320010085。


③正在申请的专利权

序号	申请号	发明创造名称	申请日	专利类型
1	201310258892.0	可拆装式仿古建筑物结构	2013-06-26	发明
2	201310258691.0	城市废弃地的湿地化系统	2013-06-26	发明
3	201310258771.6	改良盐渍土壤的土壤结构	2013-06-26	发明
4	201310258805.1	慢生性树种快速繁殖方法	2013-06-26	发明

2、账面未记录的无形资产

(1) 已取得的注册商标

序号	商标名称	注册号	类别	适用范围	有效期至	取得方式
1		10084782	31	未加工谷物；植物种子；藤本植物；干草；新鲜的园艺草木植物；树木；草皮	2012年12月14日至2022年12月13日	原始取得
2		10084834	37	道路铺设；室内装潢；建筑信息；工厂建设；建筑施工监督；拆除建筑物；建筑结构监	2013年1月7日至2023年1月6日	原始取得

序号	商标名称	注册号	类别	适用范围	有效期至	取得方式
				督；维修信息		
3		11560551	42	技术研究；城市规划；工程绘图；质量检测；质量评估；建筑制图；建设项目的开发；室内装饰设计	2014年3月7日至2024年3月6日	原始取得

(2) 通用网址

江南园林的通用网址注册证书如下：

序号	通用网址	注册时间	到期时间	注册服务机构
1	江南园林	2014年1月10日	2018年1月10日	中企动力科技股份有限公司

(3) 已取得的专利权

编号	专利名称	专利号	专利性质	申请日期	授权公告日	法律状态
1	树木种植用光能采集装置	ZL201220210450.X	实用新型	2012.05.11	2013.01.16	专利权维持
2	碱性土壤改良用采样检测仪	ZL201220210423.2	实用新型	2012.05.11	2013.01.16	专利权维持
3	土壤改良用旋耕机	ZL201220210369.1	实用新型	2012.05.11	2013.01.16	专利权维持
4	树木种植用栽植装置	ZL201220210446.3	实用新型	2012.05.11	2013.01.16	专利权维持
5	树木种植用修枝机	ZL201220210486.8	实用新型	2012.05.11	2013.01.16	专利权维持
6	树木种植用输液装置	ZL201220210388.4	实用新型	2012.05.11	2013.01.16	专利权维持
7	树木种植用驱虫装置	ZL201220210387.X	实用新型	2012.05.11	2013.01.16	专利权维持
8	树木种植用喷洒装置	ZL201220210449.7	实用新型	2012.05.11	2013.01.16	专利权维持
9	树木种植用排水装置	ZL201220210394.X	实用新型	2012.05.11	2013.01.16	专利权维持
10	树木种植生长监测装置	ZL201220210560.6	实用新型	2012.05.11	2013.01.16	专利权维持
11	树木种植用护架	ZL201220210558.9	实用新型	2012.05.11	2013.01.16	专利权维持
12	树木种植用防盗装置	ZL201220210399.2	实用新型	2012.05.11	2013.01.02	专利权维持

(4) 林地经营权

2013年11月6日，江南园林取得1处林地使用权，具体情况如下表：

序号	权证编号	土地位置	产权人	终止期限	使用权面积	备注
1	陵林证字（2013）第1号	刘向前支沟南	江苏江南园林建筑工程有限公司	2063.11.06	446亩	

四、企业申报的表外资产的类型、数量

企业除申报上述账外无形资产外，没有申报其他的表外资产。

五、引用其他机构出具的报告结论所涉及的资产类型、数量和账面金额（或者评估值）

本次评估不涉及引用其他机构出具的报告的结论事项。

第四部分 资产核实情况总体说明

一、资产核实人员组织、实施时间和过程

接受评估委托后，评估人员首先向被评估单位提供了评估明细表、填表说明、资料清单等电子文档，要求被评估单位进行资产申报和资料准备；然后成立了以现场项目负责人为主的核实小组，根据制定的现场核实计划进行核查。评估组核实工作期间为2014年7月4日至2014年7月25日。核实过程分三个阶段进行，第一阶段对评估申报明细表、盈利预测进行初步审核，了解委托评估资产的概况；第二阶段进行现场核实工作，对申报表及盈利预测表中与实际不符的项目经被评估单位确认后修正完善；第三阶段编写核实情况说明。现将核实方法说明如下：

（一）存货的核实情况

对照评估申报表收集全部的工程施工合同，向企业了解工程的承接方式、施工管理流程、资金渠道、回款方式等，并抽查重点施工项目到现场进行实地考察，查看工程实际进展状况、与业主单位和施工现场人员进行访谈。

（二）非实物性流动资产核实情况

通过核对企业财务账的总账、各科目明细账、会计凭证，对非实物性流动资产进行了核实。

（三）长期应收款核实情况

通过核对企业财务账的总账、各科目明细账、会计凭证、相关协议，对长期应收款进行了核实。

（四）长期股权投资核实情况

向被评估单位收集相关的投资协议，以及被投资单位的企业法人营业执照、公司章程、验资报告、评估基准日财务报表等资料；调查企业对长期股权投资的核算方法；与评估申报表进行核对，核实其账面价值、投资比例是否相符。

（五）房屋建筑物

根据被评估单位提供的建筑物评估项目及申报表所列项目的项数、面积、结构类型等对照房地产证进行核对。对房屋的使用情况进行了了解。

（六）设备核实情况

根据被评估单位提供的机器设备、电子设备、车辆评估明细表，对设备进行抽查核实，对于漏填和填报信息不全的部分，要求企业核对、填齐改正。核实内容主要包

括：设备名称、规格型号、生产厂家及数量是否与申报表一致；了解设备的工作条件、现有情况以及维护保养情况。

（七）在建工程

对于在建工程，评估人员主要了解了在建工程的具体内容、开工日期、结算方式、实际完工程度和工程量、实际支付款项等，并到在建工程现场对工程的实际状况进行勘查。

（八）无形资产核实情况

对土地使用权和知识产权类无形资产，收集相关权利证书、了解所属权利在评估基准日是否有效以及权利的展期情况，关注资产是否存在他项权利，权属是否清晰。

对其他无形资产根据评估申报表所列项目内容，调查各项形成方式，了解原始入账价值及包含的内容、企业摊销政策。

（九）递延所得税资产核实情况

根据评估申报表所列项目内容，针对各项递延所得税资产形成的具体原因，检查相关资料，并核查账面余额的正确性。

（十）负债核实情况

负债科目包括短期借款、应付账款、预收款项、应付职工薪酬、应交税费、应付利息、其他应付款。主要是核对各科目总账、明细账、会计凭证是否与审定后的金额一致，核实负债发生原因和负债的真实性及账面余额的正确性。

（十一）损益类财务指标核实情况

1. 对于收入的核实，了解申报数据的准确性、收入变化趋势、以及产品价格的变化趋势和引起价格变化的主要因素等。

2. 成本及费用的核实和了解，根据历史数据和预测表、了解主营成本的构成项目，并区分固定成本和变动成本项目进行核实。主要了解企业各项期间费用划分的原则、固定性费用发生的规律、依据和文件、变动性费用发生的依存基础和发生规律。

3. 了解税收政策、计提依据及是否有优惠政策等。

（十二）业务和经营调查

评估人员主要通过收集分析企业历史经营情况和未来经营规划以及与管理层访谈对企业的经营业务进行调查，收集了解的主要内容如下：

1. 了解企业历史年度权益资本的构成、权益资本的变化，分析权益资本变化的原因；

2. 了解企业历史年度各区域销售额及其变化，分析销售收入变化的原因；
3. 了解企业历史年度成本的构成及其变化；
4. 了解企业主要其他业务收入的构成，分析其对企业利润的贡献情况；
5. 了解企业历史年度利润情况，分析利润变化的主要原因；
6. 收集了解企业各项销售指标、财务指标，分析各项指标变动原因；
7. 了解企业未来年度的经营计划、投资计划等；
8. 了解企业的税收及其他优惠政策；
9. 收集被评估单位行业有关资料，了解行业现状、区域市场状况及未来发展趋势；
10. 了解企业的溢余资产（负债）和非经营性资产（负债）的内容及其资产状况。

二、影响资产核实的事项及处理方法

江南园林位于常州市新北区珠江路 111 号经营场所，根据常州市发展和改革委员会下发的常发改（2013）29 号《市发展改革委关于下达“2013 年常州市区旧城改造项目计划”的通知》，属于被拆迁范围，由于有关拆迁补偿问题企业目前还在与相关部门进行协商，将来能取得多少拆迁补偿款尚无定论，因此该处的房屋、土地等资产的拆迁补偿价暂时无法确定。

除此之外，评估人员未发现其他影响资产核实的事项。

三、核实结论

通过现场核实，评估人员发现纳入评估范围内的资产存在以下瑕疵事项：

1. 位于常州市武进高新区西湖路 130 号新建的经营场所，截至评估基准日尚未取得《建设工程规划许可证》、《建筑工程施工许可证》。

2. 江南园林在评估基准日与江苏森洋环境建设集团有限公司、常州科威天使环保科技有限公司存在互相担保事项，最高担保金额 3800 万元，实际担保金额 2500 万元，对外担保具体情况如下表：

被担保方	与上市公司的关系	最高担保金额	实际担保金额	担保方式	担保期间	保证合同编号
江苏森洋	非关联方	500	500	连带保证	2013.12.24-2014.12.15+主权期满两年	2013 常中小授保字 0772-01 号
江苏森洋	非关联方	500	500	连带保证	2013.9.2-2014.9.1+主权期满两年	2013 年高保字第 0046 号
江苏森洋	非关联方	800	500	连带保证	2014.1.20-2015.1.19+主权期满两年	BZ063314000022
科威环保	非关联方	2000	1000	连带保证	2013.8.21-2014.8.20+主权期满两年	13680113 综授 071 额保

注释：上表中江南园林为科威环保提供的 1000 万元担保责任在评估基准日后已经解除，科威

环保已于2014年6月30日归还了1000万元的借款。

3.评估基准日后江南园林为江苏森洋环境建设集团有限公司与江苏银行股份有限公司常州分行之间签署的编号为SX063314000067《最高额综合授信合同》提供保证，并与江苏银行股份有限公司常州分行签订了最高额保证合同；2014年06月16日，江苏森洋环境建设集团有限公司与江苏银行股份有限公司常州分行签订300万元流动资金借款，借款期间自2014年06月16日至2015年04月14日，江南园林承担连带保证责任。

4.江南园林在2013年7月16日变更名称之前曾用名江苏江南园林建筑工程有限公司，截至评估基准日，江南园林所拥有的房屋、土地、知识产权证书中仍有许多权利人名称仍为江苏江南园林建筑工程有限公司，尚未进行名称变更。

除上述事项外，纳入评估范围内的其他资产及负债账账、账表、账实相符，实物资产均可继续正常使用，且产权清晰，未发现产权纠纷问题。

第五部分 收益法评估技术说明

一、被评估单位概况

(一)公司简介

1. 注册登记情况

名称：江南园林有限公司（简称“江南园林”）

住所：常州市新北区珠江路 111 号

法定代表人：杨建国

注册资本：5118 万元整

企业类型：有限责任公司

经营期限：自 1992 年 10 月 28 日至 2015 年 05 月 10 日

经营范围：园林绿化工程、古建筑工程、文物保护及修缮工程、土木工程、市政工程、幕墙工程、室内外装饰工程、消防设施安装工程、机电设备安装工程、雕塑工程、喷泉工程的设计与施工；工程造价咨询、招投标代理、工程监理；建筑智能化工程的设计、施工和修缮；承包境外园林古建筑工程和境内国际招标工程；自营和代理各类商品和技术的进出口（国家限定公司经营或禁止进出口地商品和技术除外）；园林家具、园林机械、工艺美术品、金属材料、木材、建筑材料、化工材料、百货、针纺织品、电子产品、盆景的销售。[树木、花卉的种植、销售（限分支机构经营）]（涉及许可经营的项目凭许可证或资质证经营）。

2. 历史沿革

(1) 1992 年企业设立

1992 年 10 月，杨建国申请成立“常州经济技术开发区江南园林建筑工程公司”；常州经济技术开发区经济发展局于 1992 年 10 月 24 日以《关于同意成立常州经济技术开发区江南园林建筑工程公司的批复》（常开委经[1992]第 22 号）文件批复同意。企业成立时性质为集体所有制，隶属于常州经济技术开发区第三产业办公室，注册资本为 388 万元，公司总经理为杨建国，经营范围为“主营：园林绿化、土木工程建筑、建筑室内外装饰；兼营：苗木盆景、金属材料、木材、建筑材料、化工原料（除危险品）、煤炭、百货、针纺织品、服装。”

1992 年 10 月 26 日，常州经济技术开发区审计师事务所出具了常开审资（1992）字第 7 号《查验注册资金证明书》对“常州江南园林建筑工程公司”注册资本进行了审

验。根据审验报告，公司收到注册资本 388 万元。江南园林于 1992 年 10 月 28 日在常州市工商局办理完毕公司登记手续，领取了注册号为 13717500-4 的《企业法人营业执照》。

(2) 经过历次股权转让和工商变更，截止基准日，股权情况如下：

2013 年 7 月，姚俊将其在公司的出资额 2.559 万元（占注册资本的 0.05%）转让给股东杨清。2013 年 7 月 16 日，公司在江苏省常州工商行政管理局办理完毕变更登记手续，同时公司名称变更为“江南园林有限公司”，公司股权结构如下：

序号	股东名称	出资金额（万元）	占注册资本比率
1	杨清	2377.311	46.45%
2	杨建国	1535.4	30.00%
3	中驰投资	511.8	10.00%
4	卢鹰	176.571	3.45%
5	胡娜	153.54	3.00%
6	胡九如	153.54	3.00%
7	秦威	25.59	0.50%
8	胥晓中	25.59	0.50%
9	陆曙炎	61.416	1.20%
10	许刚	51.18	1.00%
11	王吉雷	12.795	0.25%
12	葛建华	5.118	0.10%
13	金永民	5.118	0.10%
14	张建国	5.118	0.10%
15	罗海峰	5.118	0.10%
16	毛汇	5.118	0.10%
17	石荣婷	2.559	0.05%
18	杨小芳	2.559	0.05%
19	顾汉强	2.559	0.05%
合计		5,118.00	100.00%

(3) 基准日后的股权变更情况

2014 年 6 月 28 日，江南园林召开临时股东会会议，一致同意许刚将其在公司的出资 51.18 万元中的 25.59 万元（占注册资本的 0.5%）转让给杨清，该股权转让已于 2014 年 7 月 2 日在江苏省常州工商行政管理局备案。转让前后股权结构如下：

股东名称	转让前	变动	转让后	持股比例
杨清	23,773,110.00	255,900.00	24,029,010.00	46.95%
杨建国	15,354,000.00		15,354,000.00	30.00%

股东名称	转让前	变动	转让后	持股比例
中驰投资	5,118,000.00		5,118,000.00	10.00%
卢鹰	1,765,710.00		1,765,710.00	3.45%
胡娜	1,535,400.00		1,535,400.00	3.00%
秦威	255,900.00		255,900.00	0.50%
胥晓中	255,900.00		255,900.00	0.50%
陆曙炎	614,160.00		614,160.00	1.20%
许刚	511,800.00	-255,900.00	255,900.00	0.50%
王吉雷	127,950.00		127,950.00	0.25%
葛建华	51,180.00		51,180.00	0.10%
金永民	51,180.00		51,180.00	0.10%
张建国	51,180.00		51,180.00	0.10%
罗海峰	51,180.00		51,180.00	0.10%
毛汇	51,180.00		51,180.00	0.10%
石荣婷	25,590.00		25,590.00	0.05%
杨小芳	25,590.00		25,590.00	0.05%
顾汉强	25,590.00		25,590.00	0.05%
胡九如	1,535,400.00		1,535,400.00	3.00%
合计	51,180,000.00	0.00	51,180,000.00	100.00%

2. 业务简介

江南园林的主要业务为园林工程施工和园林景观设计。其中：园林景观施工业务在江南园林主营业务中占主要地位，是江南园林营业收入和利润的主要来源，细分为市政园林工程、地产景观园林工程、古建筑及文物修缮工程；园林景观设计主要是为江南园林的园林工程施工业务提供设计方案，对外设计业务在逐年增长。

从业务的地域分布来看，江南园林的园林绿化施工项目范围布及江苏、安徽、山东、山西、河北、河南、内蒙古、吉林、辽宁、福建、湖南、湖北、四川、云南等多地，还曾赴泰国完成当地古建筑修复项目。

3. 江南园林的分公司简介

截至评估基准日，江南园林共有 11 家分公司，分别为：北京第一分公司、成都第二分公司、常州景观分公司、湟里分公司、重庆分公司、沈阳分公司、黄冈分公司、溧水分公司、山西分公司、青岛分公司和济宁分公司。这些分公司目前均作为江南园林的成本中心。

4. 江南园林的子公司简介

截至评估基准日，江南园林的账面拥有一家全资子公司，其注册登记情况如下所示：

公司名称：德州绿巨人园林有限公司（简称：绿巨人）

住所：陵县神头镇东店村南

法定代表人：杨建国

注册资本：100 万

注册号：371421200006638

成立日期：2014 年 1 月 14 日

经营范围：园林绿化；苗木、花卉种植、销售。

(二)财务状况及经营成果

◆ 合并口径

前 2 年及评估基准日合并口径的资产、负债及经营成果如下表（单位：人民币万元）：

资产负债表简表

项目	2012/12/31	2013/12/31	2014/5/31
流动资产	29,065.09	35,903.53	44,261.43
非流动资产	18,644.79	28,133.49	29,107.99
资产总计	47,709.88	64,037.02	73,369.42
流动负债	36,216.30	48,563.75	55,127.46
非流动负债	-	-	-
负债总计	36,216.30	48,563.75	55,127.46
归属母公司股东权益	11,493.58	15,473.26	18,241.96
少数股东权益			
股东权益合计	11,493.58	15,473.26	18,241.96

利润表简表

项目	2012 年度	2013 年度	2014 年 1-5 月
营业收入	44,684.02	46,286.04	18,891.65
营业成本	34,941.44	36,033.59	14,097.48
利润总额	5,114.53	4,380.84	3,213.92
净利润	4,466.30	3,836.72	2,754.17
归属母公司净利润	4,466.30	3,836.72	2,754.17

◆ 母公司口径

前 2 年及评估基准日母公司口径资产、负债及经营成果如下表（单位：人民币万元）：

资产负债表简表

项目	2012/12/31	2013/12/31	2014/5/31
流动资产	28,965.72	35,903.53	44,159.04
非流动资产	18,744.79	28,133.49	29,208.74
资产总计	47,710.51	64,037.02	73,367.78
流动负债	36,216.30	48,563.75	55,127.46
非流动负债	-	-	-
负债总计	36,216.30	48,563.75	55,127.46
所有者权益	11,494.21	15,473.26	18,240.32

利润表简表

项目	2012 年度	2013 年度	2014 年 1-5 月
营业收入	44,684.02	46,286.04	18,891.65
营业成本	34,941.44	36,033.59	14,097.48
利润总额	5,115.16	4,380.21	3,211.20
净利润	4,466.93	3,836.09	2,752.54

(三) 员工人数及构成情况

公司截至 2014 年 5 月 31 日的员工人数为 158 人。员工构成情况如下：

江南园林人员构成情况表			人数	占劳动合同员工 总数比例
1	年龄构成	30 岁以下	61	32.17%
		30-39 岁	44	30.77%
		40-49 岁	23	16.08%
		50 岁及以上	30	20.98%
		合计	158	100%
2	学历构成	研究生及以上学历	2	1.40%
		大学本科	41	28.67%
		大学专科	60	36.36%
		专科以下	55	33.57%
		合计	158	100%
3	专业分工	正副总经理	5	3.50%
		办公室	7	4.20%
		采购部	4	2.80%
		预算部	8	4.90%
		档案室	1	0.70%
		工程部	17	11.19%
		设计部	19	6.99%
		生产人员	50	32.17%
		销售人员	11	7.69%
		财务人员	11	6.29%
		研发人员	23	18.18%
		技术支持人员	2	1.40%
		合计	158	100%

(四) 主要实物资产及拥有的知识产权情况

见《第三部分 评对象与评估范围的说明》。

二、评估方法的介绍

收益法是基于一种普遍接受的原则。该原则认为一个企业的整体价值可以用企业未来现金流的现值来衡量。收益法评估中最常用的为折现现金流模型，该模型将资产

经营产生的现金流用一个适当的折现率折为现值。

企业价值评估中的收益法,是指通过将被评估企业预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估思路。收益法的基本公式为:

$$E = B - D$$

式中: E—被评估企业的股东全部权益价值; D—评估对象的付息债务价值; B—被评估企业的企业价值:

$$B = P + \sum C_i$$

式中: $\sum C_i$ —被评估企业基准日存在的长期投资、其他非经营性或溢余性资产的价值; P—被评估企业的经营性资产价值:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n}$$

式中: R_i —被评估企业未来第 i 年的预期收益(自由现金流量); r —折现率; n —评估对象的未来预测期。

对于全投资资本,上式中 R_i =净利润+折旧/摊销+税后利息支出—营运资金增加—资本性支出

三、宏观经济与行业分析

(一) 国家宏观经济发展分析

自改革开放以来,中国经济经历了一个较长期的稳定发展,在过去的 10 年中中国已经成为世界第 2 大经济体, GDP 呈现稳定的增长态势,增长率平均达到 10.5% 左右。

中国国内生产总值(GDP, 亿元/年)

时间(年)	GDP(亿元)	同比增长率(%)
2004	159,878.34	10.10
2005	184,937.40	11.30
2006	216,314.40	12.70
2007	265,810.30	14.20
2008	314,045.40	9.60
2009	340,902.81	9.20
2010	401,512.80	10.40
2011	473,104.00	9.30
2012	519,470.10	7.70
2013	568,845.20	7.70
平均值		10.22

数据来源: Wind 资讯

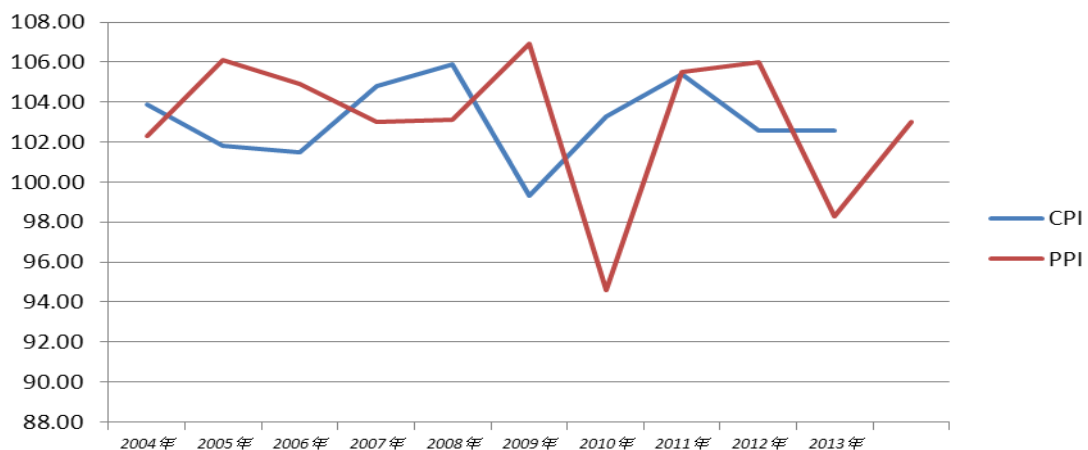
根据国家统计局发布的 2013 年初步核算, 全年国内生产总值 568845 亿元, 按可比价格计算, 比上年增长 7.7%。分季度看, 一季度同比增长 7.7%, 二季度增长 7.5%, 三季度增长 7.8%, 四季度增长 7.7%。分产业看, 第一产业增加值 56957 亿元, 增长 4.0%; 第二产业增加值 249684 亿元, 增长 7.8%; 第三产业增加值 262204 亿元, 增长 8.3%。从环比看, 四季度国内生产总值增长 1.8%。全年万元国内生产总值能耗比上年下降 3.7%。

在通货膨胀因素方面, 在过去的 10 年中国通货膨胀呈现出一个波动的趋势。

CPI/PPI 数据

时间	全国居民消费价格总指数 (CPI)	全部工业品出厂价格指数 (PPI)
2004 年	103.90	106.10
2005 年	101.80	104.90
2006 年	101.50	103.00
2007 年	104.80	103.10
2008 年	105.90	106.90
2009 年	99.30	94.60
2010 年	103.30	105.50
2011 年	105.40	106.00
2012 年	102.60	98.30
2013 年	102.60	98.10
平均值(几何)	103.09	102.57

数据来源: Wind 资讯

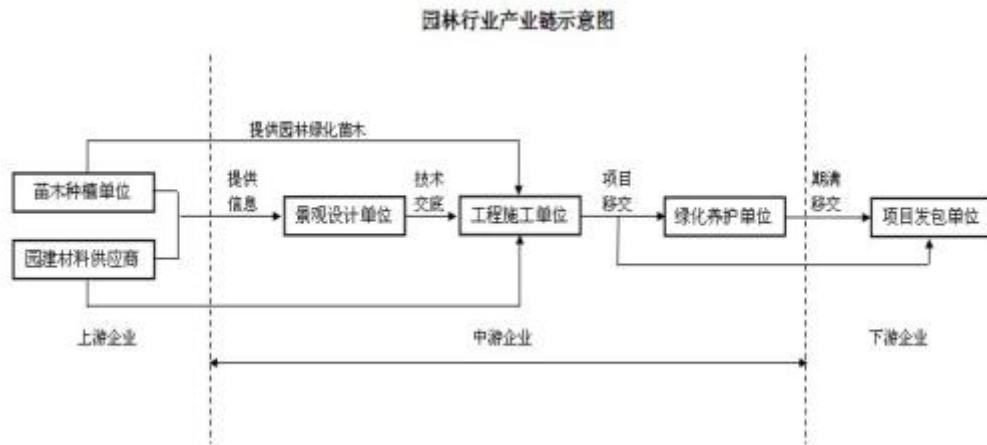


从上表数据中可以看出通货膨胀在 10 年时间内经历了一个波动周期, 在整个波动周期内平均年通胀率约为 3.00%。

(二) 行业情况分析

1. 行业概况

园林绿化行业主要包括绿化苗木产销、景观规划设计、园林工程施工和绿化养护等四个方面。以上四个方面既相互独立又相互影响。园林绿化项目一般先由设计师进行方案设计，再由施工方进行工程施工，工程完工后，则进入养护期。园林绿化苗木种植主要为园林工程施工服务，同时绿化苗木的品种和资源对设计师的设计方案也产生一定的影响。



根据《国民经济行业分类与代码》（GB/T4754-2002）的分类标准，园林工程施工属于建筑业和专业技术服务业中的“工程管理服务”；园林景观规划设计属于专业技术服务业中的“工程勘查设计”；园林的维护和管养则属于公共设施管理业中的“城市绿化管理业”；苗木、花卉和其他绿化植物的生产和培育属于农业中“园艺作物的种植”和林业中的“林木的培育和种植”。

该行业具有以下特征：

（1）资金密集型特征

一个园林绿化企业从项目招标、景观规划设计、原材料采购，到工程施工、项目维修质保、绿化养护等各个业务环节，都需要资金支持运行，而上下游领域的结算存在时间差异，导致园林企业在项目施工和养护管理过程中占用了大量运营资金。上述客观情况决定了园林行业具有资金密集型的特征。

（2）劳动密集型、技术密集型和知识密集型特征

在园林工程施工和绿化养护项目中，生产经营活动主要依靠大量劳动力的使用，为了满足不同发包方对多样化和个性化的需求，以及对精湛园艺品质的不同追求时，必须保留或采用大量的人工作业。因此，园林工程施工企业具有劳动密集型的特征。

经过多年的发展，园林工程施工和绿化养护所需的专业人才需求正朝着多层次和

多样化方向发展，技术结构已经表现出由劳动密集型向技术密集型方向的转变。在园林景观设计中，则更多是依赖设计师的天赋和灵感，并结合地域、地貌和整体布局，以完成园林景观的设计项目，这些都充分体现了知识密集型产业的特点。

（3）周期性特征

城市园林绿化水平与一个城市的经济实力和经济发展水平具有密切关系。一般来说，在满足基本发展需要的基础之上，政府和企事业单位等各类投资主体才更注重环境保护和园林绿化；而且，在我国国民经济总体发展态势良好时，各类投资主体的可支配收入相对较高，在园林绿化方面的投资也相对较大。所以，总体上讲，园林绿化产业发展与经济发展水平和经济发展周期具有一致性。园林绿化行业也会随着房地产市场的调控周期进行波动，在国家对房地产行业进行调控时，地产景观项目就会减少，反之，当调控放缓时，地产景观项目就会随房地产项目的增加而增加。

（4）季节性特征

苗木的种植与苗木资源在园林工程施工中的配置受季节性影响。在冬季土壤基本不冻结的西南、华南、华中和华东等地区，可以实现冬植，如以广东为例，气温最低的1月份平均气温仍在13摄氏度以上，无气候上的冬季，从1月份开始就可以栽植樟树、白兰花等常绿深根性树种，2月即可全面开展植树工作。对于园林工程施工业务而言，我国北方地区由于受寒冷气候影响，冬季属于园林工程施工业务的淡季，而南方地区因冬季温度相对较高，园林工程施工业务基本不受季节性影响。此外，气候、自然灾害等不可抗力因素也可能直接影响园林工程施工的可行性和施工周期，如旱涝、冷暖天气都将会影响到绿化施工的进度。

（5）区域性特征

我国幅员辽阔，各地区之间经济发展不平衡，我国园林绿化行业的发达程度在东部、中部和西部之间具有明显的差异。如以深、穗为中心的珠三角地区及海南等其他沿海省份，以京、津为中心的环渤海地区和以沪、浙、苏为中心的长三角地区等，园林绿地面积和绿化覆盖率居全国前列；相应地，园林绿化项目和园林绿化企业的数量也比较多，园林绿化行业产值也相对较高。

2. 行业发展情况

随着中国经济的持续快速增长和城市化进程的不断推进，城市园林绿化进程突飞猛进。1992年，国务院颁布《城市绿化条例》，园林绿化行业的发展步入法制化轨道，对园林绿化行业的健康、快速发展产生了重要的促进作用。2001年，国务院召开全

国城市绿化工作会议，并专门下发了《关于加强城市绿化建设的通知》，使得各级政府对城市绿化工作的重视程度大大提高，全社会广泛参与城市绿化的热潮开始形成，园林绿化行业进入了蓬勃发展时期。近年来，在城市化进程不断推进的背景下，城市居住舒适感和房地产消费水平升级的要求刺激了园林绿化率不断上升，同时，国家城市规划政策和“园林城市”、“生态城市”等标准也让地方政府在城市建设中重视园林的营造，这都为园林绿化行业进入高速发展通道提供了有利的条件。

根据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告（2010-2011 年度）》显示，经过近 20 年的发展，目前我国园林绿化行业的企业数量大致在 16,000 家左右。

3. 影响行业发展的有利因素

（1）国家园林建设的理念的提升为园林行业带来了发展契机

国家建设“生态文明”的园林建设理念为园林绿化行业的发展提供历史机遇，近年来，环保意识不断深入人心，人们对于园林绿化在城市中所占地位的认识有了进一步的升华。随着科技的发展、社会的进步和人民生活水平的提高，我国已将城市园林绿化的发展和水平提到保护生态平衡的高度来认识。国家制定的“建设良好生态环境、实现生态文明”的政策方针为园林绿化产业的发展提供了广阔的市场，同时对园林行业的设计、建设、质量、管理与科研实力也提出了更高的要求。

（2）我国的城市化进程也将持续推动对园林建设的需求

我国的城市化进程也将持续推动对园林建设的需求，在城市化进程中，不断增加的城镇人口对城市的生态环境要求越来越高，对城市管理者来说，不断发展提升城市园林的绿化水平，是维持城市化进程可持续发展的必要条件之一。

（3）“园林城市”建设为园林绿化行业提供发展空间

创建“园林城市、宜居城市”的理念正被越来越多的城市所接纳，以创建园林城市为契机，带动城市基础设施建设园林绿化工程的发展，如建设城市绿道、森林公园、湿地公园等。近年来，我国城市基础设施建设保持了快速增长，各级政府对园林环境的建设投资保持了持续的增长。

（4）我国政府持续加大对市政园林的投入

近年来，我国城市基础设施建设保持了快速增长，各级政府对园林环境的建设投资保持了持续的增长。2004 年，国务院颁布的《国务院关于投资体制改革的决定》（国发[2004]年 20 号），明确规定“放宽社会资本的投资领域，允许社会资本进入法律法规未禁入的基础设施、公用事业及其他行业和领域”，“各级政府要创造条件，

利用特许权经营、投资补助等多种形式，吸引社会资本参与有合理回报和一定投资回收能力的公益事业和公共基础设施的建设”。我国未来的公共园林市场，在政府引导前提下，将会更多的采用多渠道、多元化的发展方式。

四、评估假设前提

本次评估是建立在一系列假设前提基础上的。下面是其中一些主要的假设前提：

1. 本次评估以持续经营为前提。持续经营在此是指被评估单位的生产经营业务可以按其现状持续经营下去，并在可预见的未来，不会发生重大改变。

2. 本次评估的价值类型是市场价值，不考虑本次评估目的所涉及的经济行为对企业经营情况的影响。

3. 本次评估基于现有的国家法律、法规、税收政策以及金融政策，不考虑评估基准日后不可预测的重大变化。

4. 本次评估基于被评估单位未来的经营管理团队尽职，并继续保持现有的经营管理模式经营，被评估单位的经营活动和提供的服务符合国家的产业政策，各种经营活动合法，并在未来可预见的时间内不会发生重大变化。

5. 本次评估预测是基于现有市场情况对未来的合理预测，不考虑今后市场发生目前不可预测的重大变化和波动。如政治动乱、经济危机等。

6. 本次评估假设委托方及被评估单位提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整。

当上述条件发生变化时，评估结果一般会失效。

五、财务报表的审查与调整及其评估值确定

所谓财务报表的审查与调整是指评估人员对被评估单位提供的财务报表进行必要的审查，对其资产和收益项目根据评估的需要进行必要的分类或调整。

（一）非经营资产

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。我们知道，企业不是所有的资产对主营业务都有直接贡献，有些资产可能对主营业务没有直接“贡献”。

根据企业提供的评估基准日经审计的合并资产负债表，其他应收款和其他应付款科目中涉及资金往来的项目，与公司主营业务无关，故本次评估取其净额 559.30 作为非经营性资产考虑；此外，目前新北区珠江路 111 号经营场地由于当地政府市政规

划而涉及的搬迁范围的房屋建筑物、土地账面值共计 78.43 万元属于非经营性资产。

涉及搬迁的房屋建筑物已取得《房屋所有权证》，建筑面积为 1,535.12 平方米。房屋所占用的土地使用权属于被评估企业所有，并已取得了《国有土地使用证》，土地证号：常国用（2009）第变 0292254 号；面积：2,421.90 平方米；土地用途：办公生产；土地使用权性质：出让；土地使用年限：50 年；终止日期：2048 年 9 月 27 日。

经过测算，这两部分资产的评估值为 305.99 万元。其简要测算过程如下：

1、房屋建筑物的评估

（1）评估方法

根据本次评估的特定目的及被评估建筑物类资产的特点，采用重置成本法并考虑资产的折旧确定建筑物资产的评估价值。重置成本法的基本计算公式为：

评估价值 = 重置全价 × 成新率

重置全价 = 建安工程造价 + 前期费用及其他费用 + 资金成本

（2）评估参数确定

① 建筑工程造价

评估人员根据委估房屋建筑物的具体特点和所取得的相关资料，采用类比法确定建安工程费。

通过调查了解相关部门发布的建筑工程造价信息，选择近期与委估房屋建构物相类似的建构物进行类比分析，以其建安工程造价为基础，通过调整差异，测算出典型委估房屋建构物的建安工程造价。

② 前期费用及其他费用

前期费用及其他费用包括工程勘察费、工程设计费、工程保险费、工程招标代理服务费等、工程建设监理费、建设单位管理费，按建筑安装工程费的 11.35% 计取。详见下表。

前期费用及其他费用一览表

序号	费用名称	取费基础	取费标准%	文件依据
1	环境影响咨询费	建安工程造价	2.42	计价格[2002]125 号
2	招标代理服务费	建安工程造价	0.94	计价格[2002]1980 号
3	建设单位管理费	建安工程造价	1.50	财建[2002]394 号
4	勘察设计费	建安工程造价	2.62	计价格[2002]10 号

序号	费用名称	取费基础	取费标准%	文件依据
5	工程监理费	建安工程造价	1.45	发改价格[2007]670号
6	可行性研究费	建安工程造价	2.42	计价格(1999)1283号
	小计		11.35	

③资金成本

资金成本为委估建筑物正常建设工期内占用资金的筹资成本，本金和计息期按照正常施工建设情况下需占用资金的数额及相应的时间计算，利息率选择评估基准日仍在执行的与正常工期同期的基本建设贷款利率，本次采用1年期贷款利率，年利率为6.00%。评估时，假设资金均匀投入，计息期取正常工期的一半。

资金成本=(建安工程造价+前期费用+其他费用)×年利率×1/2×建设工期

④成新率

成新率的确定采用年限法和观察法以不同权重加权计算，其中年限法权重取40%，观察法权重取60%。即：成新率=年限法成新率×40%+观察法成新率×60%

(3) 评估结果及增值原因分析

序号	科目名称	账面价值(元)		评估价值(元)		增值率%	
		原值	净值	原值	净值	原值	净值
4-6-1	建筑物类合计	1,243,393.84	396,851.12	2,550,800.00	1,938,608.00	105.15	388.50
4-6-1-1	房屋建筑物	1,243,393.84	396,851.12	2,550,800.00	1,938,608.00	105.15	388.50
4-6-1-2	构筑物及其他						

增值原因分析：

①房屋建筑物于2000年建成，至评估基准2014年5月31日，人工费、材料费、机械费有所上涨，使得造价水平提高。

②财务核算计提折旧年限短于房屋实际经济寿命年限，账面净值低于房屋的实际价值。

(4) 评估案例

① 建筑物概况

办公楼于2000年1月建成，混合结构，地上三层，建筑面积704.46平方米，层高3.6米，条形基础，圈梁、构造柱，坡屋面，塑板平铺油毡。内外墙240厚砖墙，铝合金窗，成品木门局部办公室防盗门，外墙彩色瓷砖贴面，内墙混合砂浆抹灰刷涂料，矿棉板吊顶、防滑地砖地面，水、电配套设施齐全，使用正常。

② 建安工程造价计算

本次办公楼的评估采用基准单方造价类比法，建造单价的计算根据参照物的建

造单价，按案例的结构形式、层高、层数、基础、墙体、内外装修等与参照物进行比较，然后进行价格调整，得到案例的建造单价。

参照物概况：参照物取自常州建筑工程造价信息网站公布的建筑项目工程量清单计价经济指标分析表，该指标为2013年1月结算价格，与评估基准日相差一年半，根据苏建函价（2014）102号调整人工费，根据常州造价信息调整材料价格，机械费所占比例小，故不作调整。人工费稍有增长，但是材料费价格环比下降，综合确定调整系数为-16。

常州市某办公楼，地上5层，层高2.9m，建于2013年1月。该建筑基础为条形基础；混合结构，采用圈梁、屋面板、构造柱；墙体采用空心砖；铝合金推拉窗，成品木门；水泥砂浆楼地面，外墙保温涂料，内墙混合砂浆抹灰刷涂料，顶棚混合砂浆抹灰刷涂料；各楼层设有卫生间；地砖地面，基本卫生器具；水、电等配套设施齐全。造价调整计算过程如下：

办公楼类比法造价调整计算表

序号	调整项目名称	某办公楼造价指标	办公楼	权重%	调整比例%
1	建筑面积（m ² ）	2253	704.46		
2	建设年月	2013年1月	2000年1月		
3	结构	混合结构	混合结构		
4	层高	2.9m	3.6m		7
5	层数	五层	三层		-1
6	基础	条形砖基础	条形砖基础	11.00	0
7	墙体	砼空心砖	砖墙	4.00	-5
8	承重构件	圈梁、屋面板、构造柱	圈梁、屋面板、构造柱	20.00	0
9	门	成品木门	成品木门局部办公室防盗门	6.00	5
10	窗	铝合金推拉窗	铝合金推拉窗	6.00	0
11	地面	水泥砂浆楼地面	防滑地砖地面	6.00	5
12	外墙装饰	保温涂料	彩色瓷砖贴面	10.00	5
13	内墙装饰	混合砂浆抹灰刷涂料	混合砂浆抹灰刷涂料	8.00	0
14	天棚	混合砂浆抹灰刷涂料	矿棉板吊顶	8.00	5
15	屋面	瓦屋面、卷材屋面	玫瑰红色水泥瓦面	6.00	0
16	保温、防水	水泥基无机矿物轻集料 保温砂浆	塑板干铺油毡	6.00	-5
17	水卫	PVC给排水管	PVC给排水管	4	0
18	电气	照明、弱电	照明、弱电	5	0
19	调整系数	2013年1月	2014年5月	100	-16
20	单方造价（元/m ² ）	1645.00	1497.00		-9

③前期及其它费用

在确定单方建安工程造价的基础上，根据有关规定，计算工程前期费用和其它费用。

前期费用及其他费用计算表

金额单位：元/平方米

序号	费用名称	取费基础	取费标准%	计算结果
一	建筑工程造价			1,497.00
二	前期费		11.35%	169.92
1	环境影响咨询费	建安工程造价	2.42%	36.23
2	招标代理服务费用	建安工程造价	0.94%	14.07
3	建设单位管理费	建安工程造价	1.50%	22.46
4	勘察设计费	建安工程造价	2.62%	39.22
5	工程监理费	建安工程造价	1.45%	21.71
6	可行性研究费	建安工程造价	2.42%	36.23
	合计			1,667.00

④资金成本

该房屋建筑物的正常建设工期为 1 年，一年期的贷款利率为 6.00%，假设资金均匀投入。

$$\begin{aligned} \text{资金成本} &= (\text{建安工程造价} + \text{前期费用及其他费用}) \times \text{年贷款利率} \times 1 \times 1/2 \\ &= 50.01 \text{ (元)} \end{aligned}$$

⑤重置全价的确定

重置单价=建安工程造价+前期费用及其他费用+资金成本

$$= 1,717.00 \text{ (元)}$$

重置全价=1,717.00×704.46=1,209,600.00 元/平方米

⑥成新率的确定

该厂房 2000 年 1 月建成并投入使用，已使用 14.34 年，剩余使用年限为 35.66 年，土地剩余使用年限为 34.35 年，其成新率按年限法和观察法综合确定。

计算公式如下：

$$\text{成新率} = \text{观察法成新率} \times 60\% + \text{年限法成新率} \times 40\%$$

年限法成新率：房屋已使用 14.34 年，剩余使用年限 35.66 年，土地剩余使用年限 34.35 年，根据《房地产估价规范》按孰短原则取土地剩余使用年限计算。

年限法成新率=尚可使用年限 / (已使用年限+尚可使用年限) ×100%

$$=34.35 \div (14.34+34.35) \times 100\% = 71\%$$

观察法成新率为 79%，详见下表。

观察法成新率评定表

部件名称		标准分	具体情况	评定分
结构部分	基础	25	有承载能力，有少量不均匀沉降	20
	承重构件	25	墙、柱、梁基本完好，屋架各部件、节点基本完好	20
	非承重墙	15	轻微裂缝，面层破损	12
	屋面	20	局部渗漏，排水设施基本畅通	15
	楼地面	15	整体面层基本完好	11
综合求取时权重取为 0.6				78
装修部分	门窗	25	少量开关不灵，玻璃五金少量残缺，油漆尚好	20
	外粉饰	20	稍有空鼓、裂缝、风化	16
	内粉饰	20	稍有空鼓、裂缝、风化	16
	顶棚	20	少量面层破裂、破损，少量压条脱钉	17
	其他装修	15	稍有变形、腐蚀、破裂、松动	13
综合求取时权重取为 0.2				82
设备部分	水卫	40	上下水基本畅通，各种卫生器具基本完好，个别零件缺损	32
	电照	25	线路和各种照明装置基本完好	20
	其他	35	现状基本良好，使用正常	28
	综合求取时权重取为 0.2			
合 计				79

$$\text{成新率} = 79\% \times 60\% + 71\% \times 40\% = 76\%$$

⑦评估值的确定

评估值=重置全价×成新率

$$= 1,209,600.00 \times 76\% = 919,296.00 \text{ 元}$$

2、土地使用权的评估

(1) 评估方法

根据《城镇土地估价规程》和评估人员现场查勘，以及对估价对象的特点、评估目的及待估宗地所处区域的影响因素等资料进行分析，结合估价对象的实际情况，对于该土地使用权采用市场比较法和基准地价修正法综合评定土地价格。

(2) 评估对象描述

委估宗地位于常州市新北区珠江路 111 号，北临珠江路、南邻常州供电公司教育培训中心、西临衡山路、东邻伯林盖姆常州机械公司，用途为办公生产，使用权性

质为出让。为被评估单位于 1998 年通过出让方式取得，宗地来源合法、产权清晰。至估价基准日，宗地未设定抵押等他项权利登记。

A 土地登记状况

委估宗地已取得《国有土地使用权证》，证号：常国用（2009）第变 0292254 号；土地级别为二级。

①位置：珠江路以南、衡山路以东。

②土地用途：办公生产。

③四至：北临珠江路，南邻常州供电公司教育培训中心，西临常州市城市照明管理处，东邻伯林盖姆常州机械公司。

④面积：2,490.90 平方米。

B 土地权利状况

①土地所有权：国家所有权。

②土地使用权：江南园林于 1998 年通过出让方式取得；土地用途：办公生产；使用权类型为出让；证载土地使用权人：江苏江南园林建筑工程有限公司。

③他项权利：至评估基准日止，无他项权利。

C. 土地利用状况

委估宗地为江南园林的厂区，院内建有办公楼、辅房及仓库（工程设计楼），该厂区土地平整，呈矩形，形状规则，土地实际容积率为 0.63。

（3）地价定义

根据土地估价技术规程及评估目的，本次评估的地价定义为设定用途为工业用地、开发程度为宗地外五通（即通路、通电、供水、排水、通讯）宗地内场地平整，在评估基准日 2014 年 5 月 31 日的国有出让土地使用权价格。

本次估价设定用途为工业用地，是由于该宗地的实际用途为江南园林生产厂区用地，从企业提供的国有土地使用权出让合同和建设工程规划许可证等资料中显示的批复建设项目为生产用房及办公楼，也属工业用地性质，故本次按照工业用地进行估价。

（4）影响地价的因素分析

常州市地处长江下游南岸，太湖流域水网平原，位于江苏省南部，长江三角洲中心地带，北携长江，南衔太湖，东望东海，与上海、南京、杭州皆等距相邻，扼江南地理要冲，与苏州、无锡联袂成片。北纬 $31^{\circ} 09'$ - $32^{\circ} 04'$ 、东经 $119^{\circ} 08'$ - 120°

12'。境内地势西南略高，东北略低，高低相差 2 米左右。

由于地处长江下游三角洲苏南平原，常州地貌类型属冲积平原，境内地形复杂，山区平圩兼有。南为天目山余脉，西为茅山山脉，北为宁镇山脉尾部，中部和东部为宽广的平原、圩区。地貌类型属高沙平原，山丘平圩兼有。

常州属于北亚热带海洋性气候，常年气候温和，雨量充沛，四季分明。常州春末夏初时多有梅雨发生，夏季炎热多雨，最高气温常达 36℃ 以上，冬季空气湿润，气候阴冷。

2013 年，常州全年实现地区生产总值（GDP）4360.9 亿元，按可比价计算增长 10.9%，其中第一产业完成增加值 138.1 亿元，增长 3.1%；第二产业完成增加值 2250.8 亿元，增长 11.2%；第三产业完成增加值 1972.0 亿元，增长 11.2%。常州一、二、三次产业比重由上年的 3.2：52.9：43.9 调整为 3.2：51.6：45.2。常州按常住人口计算的人均生产总值达 92994 元，按平均汇率折算达 15016 美元。全年实现公共财政预算收入 408.9 亿元，比上年增长 7.9%。公共财政预算收入占 GDP 的比重为 9.4%。全年公共财政预算支出 403.9 亿元，比上年增长 3.2%，公共财政预算支出中，教育、文化体育与传媒、社会保障和就业、医疗卫生、节能环保、住房保障等六大民生类分别支出 66.6 亿元、6.1 亿元、43.3 亿元、24.6 亿元、16.8 亿元、10.7 亿元，占公共财政预算支出的比重达到 41.6%。

2013 年，常州列统规模以上工业企业 3887 家，比上年增加 224 家。全年规模以上工业总产值首次突破万亿元大关，达到 10067.9 亿元，比上年增长 11.5%。按省统一口径计算，常州完成规模以上工业增加值 2178.4 亿元，按可比价计算增长 11.8%。规模以上工业企业主营业务收入达到 10223.1 亿元，同比增长 12.5%；实现利税 844.2 亿元，利润 512.6 亿元，同比分别增长 18.9%、18.6%。

2013 年，常州全年完成工业总产值 4230.9 亿元，同比增长 14.6%，实现利税 373.6 亿元、利润 232.5 亿元，增长 19.5%、17.7%。光伏行业有所回暖，完成工业总产值 378.9 亿元，同比增长 5.1%；实现主营业务收入 375.0 亿元，同比增长 8.8%；实现利税 28.3 亿元，实现利润 14.4 亿元。电子行业保持快速发展，完成工业总产值 535.0 亿元，同比增长 15.8%，增幅高于常州平均水平 5.4 个百分点；实现利税 56.7 亿元、利润 39.1 亿元，分别增长 31.6%、49.3%。

①区域因素

影响估价对象价格水平的因素较多，主要指影响城镇内部各区域之间的区域位

置、交通状况、基础设施状况、环境质量等因素。本次评估仅对估价对象土地价格产生影响的区域因素进行分析。

● **区域概况：**常州国家高新技术产业开发区地处常州市北部，北纬 31° 48'~32° 03'，东经 119° 46'~120° 01'，北濒长江，与泰州市下辖泰兴市隔江相望，东与江阴市相邻，西与扬中市、丹阳市接壤，南接常州市老城区，境内地势平坦。开发区是 1992 年 11 月经国务院批准最早成立的全国 52 个国家级高新区之一，规划用地面积 5.63 平方公里。经两次区划调整后，2002 年 4 月，在高新区基础上设立了常州市新北区，地域面积扩大至 439.16 平方公里，目前下辖 6 镇 3 街道，常住人口近 70 万人。

● **区域位置：**待估宗地所在区域位于常州市北部，距市中心直线距离约 8km，平均道路交通距离约 200m。

● **交通条件**

道路状况

道路类型：待估宗地所在区域道路类型以主干道和次干道并重。待估宗地所在区域内主干道通江中路，次干道珠江路、衡山路等。

道路宽度：待估宗地所在区域主干道路宽为 20m，次干道路宽 15 米，沥青路面，路面保养维护较好，道路质量较好。

交通便捷程度及对外交通状况

待估宗地所在区域对外交通运输主要是通过沪宁高速公路、通江中路等常州出入口来完成。

公交状况：待估宗地所在区域内有 8-10 条公交线路。

待估宗地所在区域路网密度较密，交通便利程度较好，对待估宗地所在区域工业企业生产及出行影响较有利。

● **基础设施条件**

道路条件：待估宗地所在区域内采用棋盘式网络道路系统，均为城市一级道路，可通行区内任意一地块。道路标高 4.5 米（百年防洪 4.0 米），主干道为 4-6 车道。

供水条件：待估宗地所在区域内自来水取自长江，水量充足，日供水能力 35 万吨/日。

供电条件：待估宗地所在区域可建设两路供电，频率为 50HZ，电压为 10KV、35KV、110KV、220KV。区内已有 22 万伏大型变电所 9 座和 11 万伏大型变电所 25

座。

排水条件：待估宗地所在区域建有日处理污水 15 万吨的污水处理厂一座，江边日处理 40 万吨的污水处理厂一座，排水条件较优。

电讯条件：待估宗地所在区域 50 万门程控电话，宽带网开通；电讯条件较优。

● 环境状况

污染物排放及治理状况：污染物排放达标，污染治理状况好。

危险设施状况：危险设施对待估宗地所在区域基本无影响。

● 自然条件：待估宗地所在区域地形平坦，基本无淹水现象，自然条件较好。

● 工业区成熟度：待估宗地所在区域内企业间产业联系较差，协作程度较差，工业配套程度较差。

● 行政因素

城市规划限制：根据常州市城市总体规划，未来以发展住宅、商业为主。

交通管制状况：待估宗地所在区域内未实行交通管制。

产业管制状况：限制污染产业。

②个别因素

影响估价对象价格水平的个别因素主要指与宗地直接有关的基础设施条件、宗地自身条件、宗地在区域中的位置、现状利用和规划限制状况等。本报告仅对估价对象土地价格产生影响的个别因素进行分析。

● 宗地位置

待估宗地位于常州新北区高新区珠江路以南、衡山路以东，距市中心距离约 8 公里。

● 宗地用途

待估宗地登记用途为办公生产，实际用途为工业用地。

● 宗地地形状况

待估宗地地势较平坦，地形状况较优。

● 宗地地基状况

待估宗地地基较好，承载力较大，一般工业建筑建设时需作较简单的基础处理。

● 宗地形状

待估宗地矩形，形状规则，宗地形状较优。

● 宗地面积

待估宗地面积较适中，对土地利用较有利。

● 宗地利用状况

至估价基准日 2014 年 5 月 31 日，待估宗地内土地利用状况较优。

● 宗地周围道路状况

待估宗地临次干道珠江路、衡山路等，周围道路状况较优。

● 道路对外联接状况

同市区交通干道联接较好。

● 规划限制

待估宗地未来规划用途以住宅商业为主，规划对土地利用强度有限制。

● 宗地基础设施条件

待估宗地内供水、供电保证率达 95%-98%，排水较通畅，通讯状况较好，宗地内基础设施总体较优。

● 宗地开发程度

待估宗地红线外达到通路、通电、通上水、通下水、通讯“五通”和宗地红线内场地平整“一平”的开发水平。

● 宗地内道路状况

待估宗地内主要道路路面为水泥，路面质量较优，待估宗地内道路状况较优。

● 接近交通设施程度

待估宗地距常州北站火车站约 3-4km。

待估宗地距常州市汽车站大于 6km。

待估宗地距最近的公交站点约 0.2km。

待估宗地距高速公路出入口处约 1-2km。

● 土地权利状况与使用年期

在估价基准日 2014 年 5 月 31 日，待估宗地未设定抵押权。

在估价基准日 2015 年 5 月 31 日，按照工业用地考虑待估宗地土地剩余使用年限为 34.35 年。

● 距危险设施距离

待估宗地距危险设施距离远。

● 其它个别因素状况

待估宗地其它个别因素无影响。

通过以上分析可以看出，估价对象所处地理位置较好，影响估价对象价格的区域及个别因素条件整体较好，估价师综合分析认为，影响宗地地价的区域及个别因素条件会使估价对象价格有所增值。

（5）基准地价修正法评估简介及评估过程

首先分析基准地价评估基准日与本次估价期日之间地价变化情况，进行期日修正；然后分析待估宗地因素条件与所在区域因素条件平均状况之间存在的差异，进行区域因素和个别因素修正；最后，根据待估宗地地价内涵与所在区域基准地价内涵的差异进行开发水平修正、年期修正，得出待估宗地的地价。

根据常州市人民政府文件（常政发〔2013〕122号）公布的《常州市城镇土地级别和基准地价更新成果的通知》，常州于2012年对基准地价进行了全面更新。常州市工业用地基准地价是指基准日2013年1月1日，土地开发程度为宗地红线外达到通路、通上水、通下水、通电、通讯“五通”及红线内场地平整“五通一平”开发条件下工业用地50年期，平均容积率为1.0的土地平均价格，委估宗地属二级地价区，基准地价为480元/平方米。

①评估基本公式

评估地价 = 基准地价 × K₁ × K₂ × K₃ × (1 ± ∑K) + 开发程度修正

式中：

K₁—期日修正系数

K₂—土地使用年限修正系数

K₃—容积率修正系数

∑K—影响地价区域因数及个别因数修正系数之和

②确定修正系数

A、确定期日修正系数K₁

常州市基准地价基准日为2013年1月1日，本次评估的估价基准日为2014年5月31日，距评估基准日已过1.41年，经国土局咨询，以及中国地价监测网公布的有关地价指数信息等资料，每年平均增长1%，确定修正系数为1.0141。计算公式如下： $K_1 = (1+1\%)^{1.41} = 1.0141$ 。

B、确定土地使用权年期修正系数K₂

由于本次采用的基准地价的内涵为50年土地使用年期地价，根据被评估企业

提供的《国有土地使用权证》记载待估宗地为出让土地使用权其终止日期为 2048 年 9 月 27 日，至估价基准日待估宗的土地剩余使用年限 34.35 年，故需进行年期修正。土地还原率实质上是土地投资成本的收益率。我们采用投资复合收益法、安全利率加风险调整值两种方法，并结合常州市基准地价中土地还原率综合确定的土地还原率为 7%。经年期修正系数后，K2 如下：

$$\begin{aligned} K2 &= [1 - 1/(1+r)^n] / [1 - 1/(1+r)^{50}] \\ &= [1 - 1/(1+7\%)^{34.35}] / [1 - 1/(1+7\%)^{50}] = 0.9338 \end{aligned}$$

即 $K2 = 0.9338$

C. 容积率修正系数 (K3)

根据《常州基准地价修正系数表》，容积率在个别因素宗地利用状况中修正，本次不再单独修正。容积率修正系数取 1，即 $K3 = 1$ 。

D. 影响地价的区域因素及个别因素的修正系数 ($\sum K$)

根据基准地价影响因素说明表及修正系数表测算， $\sum K = +0.0174$

E. 开发程度修正

委估宗地现状使用条件系宗地红线外通电、通路、通上水、通下水、通讯及宗地红线内场地平整的“五通一平”，常州基准地价体系中此地价区段的土地开发程度为宗地红线外达到通路、通上水、通下水、通电、通讯“五通”及宗地红线内场地平整“一平”，二者在开发程度上一致。故开发程度不做修正。

③ 地价计算

$$\begin{aligned} \text{地价} &= 480 \times 1.0141 \times 0.9338 \times 1 \times (1 + 0.0174) \pm 0 \\ &= 462.00 \text{ 元/m}^2 \end{aligned}$$

(6) 市场比较法评估简介及评估过程

市场比较法是根据市场中的替代原理，将委估宗地与具有替代性的，且在估价时点近期市场上交易的类似地产进行比较，并对类似地产的成交价格作适当修正，以此估算委估宗地客观合理价值的方法。因常州经济开发区内土地交易市场比较成熟，交易活跃，交易资料公开，故可采用市场比较法进行评估。

① 可比案例

本次评估，选择了 3 个已发生的交易案例，以它们的价格作比较，结合影响综合用地价格的因素，进行因素修正，求取估价对象的评估价格。交易案例资料来源于江

苏常州市国土资源局的公告及相关资料,交易案例的土地用途均与估价对象本次评估设定用途相同或相近。

案例一 地块编号: GZX201427, 宗地项目位置: 新北区飞龙西路南侧、春江路西侧, 土地使用权人: 常州市长江制盖有限公司。建设用地面积为 13,220 平方米, 规划用途为工业用地, 规划容积率 $0.7 \leq R \leq 1.5$, 土地使用权出让年限为 50 年, 交易日期为 2014 年 8 月 1 日, 公开挂牌交易方式, 成交价格 634.56 万元, 折合地面单价 480 元/平方米。

案例二 地块编号: GZX201421, 宗地项目位置: 新北区太湖东路南侧、丁塘港西路东侧, 土地使用权人: 常州雅乐色彩商贸有限公司。建设用地面积为 11,090 平方米, 规划用途为工业用地, 规划容积率 $0.7 \leq R \leq 2$, 土地使用权出让年限为 50 年, 交易日期为 2014 年 5 月 30 日, 公开挂牌交易方式, 成交价格 532.32 万元, 折合地面单价 480 元/平方米。

案例三 地块编号: GZX201411, 宗地项目位置: 新北区春江路东侧、新林路西侧、新前路南侧、飞龙路北侧, 土地使用权人: 常州理研精工机械有限公司。建设用地面积为 54,200 平方米, 规划用途为工业用地, 规划容积率 $0.7 \leq R \leq 1.5$, 土地使用权出让年限为 50 年, 交易日期为 2014 年 4 月 23 日, 公开挂牌交易方式, 成交价格 2601.6 万元, 折合地面单价 480 元/平方米。

②比较因素

根据估价对象的条件, 参考常州市工业用地地价修正体系, 影响估价对象价格的主要因素有:

- A、交易时间: 确定地价指数;
- B、交易情况: 是否为正常、公开、公平、自愿的交易;
- C、剩余使用年期: 根据剩余使用年期公式确定系数;
- D、个别因素、区域因素: 主要指区域环境状况、交通便捷度、公共服务设施和基础设施状况、产业聚集度、宗地形状及可利用程度、土地开发程度、土地使用限制等。

③编制比较因素条件说明表

比较因素条件说明表

比较因素		委估宗地	实例一	实例二	实例三
位置		新北区珠江路 111 号	新北区飞龙西路南侧、春江路西侧	新北区太湖东路南侧、丁塘港西路东侧	新北区春江路东侧、新林路西侧、新前路南侧、飞龙路北侧
交易价格		待估	480.00	480.00	480.0
交易情况		挂牌出让	挂牌出让	挂牌出让	挂牌出让
交易日期		2014 年 5 月 31 日	2014 年 8 月 1 日	2014 年 5 月 30 日	2014 年 4 月 23 日
土地剩余使用年期		工业 50 年，剩余 34.35 年	工业 50 年	工业 50 年	工业 50 年
区域因素	环境状况	规划为住宅商业，不利于工业生产，由于委估宗地主要用于办公，环境较好	周边环境较好	周边环境较好	周边环境较好
	交通便捷度	位于珠江路及衡山路交叉口，交通通达度较好，公交便捷度较好	位于飞龙西路南侧、春江路西侧，交通通达度较好，公交便捷度一般	位于太湖东路南侧、丁塘港西路东侧，交通通达度较好，公交便捷度较好	位于春江路东侧、新林路西侧、新前路南侧、飞龙路北侧，交通通达度较好，公交便捷度一般
	基础公共设施状况	区域公共配套设施良好	区域公共配套设施良好	区域公共配套设施良好	区域公共配套设施良好
	产业聚集度	地处高新区市区周边工业企业一般，聚集度一般	周边现工业企业较少，聚集度未来较好，现一般	周边工业企业较少，聚集度较差	周边现工业企业较少，聚集度未来较好，现一般
个别因素	宗地面积/m ²	2,421.9 平方米	13,220 平方米	11,090 平方米	54,200 平方米
	宗地形状及可利用程度	矩形，规则好利用	矩形，规则好利用	矩形，规则好利用	矩形，规则好利用
	地形及工程地质条件	地形平坦，工程条件较好	地形平坦，工程条件较好	地形平坦，工程条件较好	地形平坦，工程条件较好
	土地开发程度；容积率	五通一平；R<1，符合规划	五通一平；1≤R≤1.5，符合规划	五通一平；1≤R≤2，符合规划	五通一平；1≤R≤1.5，符合规划

④编制比较因素条件指数表

交易日期：待估宗地与实例交易时间相差不大，经当地国土局咨询以及中国地价监测网公布的有关地价指数信息等资料，近期无变化故不做修正。

交易情况：比较案例为采用挂牌方式进行的土地出让。属正常成交价格，不做修正。

剩余使用年期：待估宗地剩余使用年限34.35年，案例为50年，根据年期修正公式计算，年期修正系数的计算公式为：

$$K = [1 - 1/(1+R)^n] / [1 - 1/(1+R)^N]$$

公式中：K—土地使用年期修正系数

R—土地还原率取 7%

n—待估宗地的剩余使用年期 34.35 年

N—法定土地使用年期 50 年

计算结果 $K=0.9338$ ，故剩余年限修正 107。

容积率修正：由于未对工业用地的容积率进行定量的限定，且案例均符合规划条件，故本次估价不进行容积率的修正。

区域因素：1)环境状况，委估宗地周边规划为住宅商业，不利于工业生产，但委估宗地主要用于办公，环境较好，与实例一致，故不做修正。2)交通便捷度，委估宗地所在位置交通通达度及便捷度较好，实例一、三交通便捷度与委估宗地相比稍差，故修正3%。3)公共设施配套状况，委估宗地所处区域配套完善，与实例一致，故不做修正。4)产业聚集度，实例二周边工业企业较少，聚集度较差，故修正2%。

个别因素：1)委估宗地与实例在宗地形状及可利用程度、地形及工程地质条件及土地开发程度上相同，故不做修正。2)面积，由于委估宗地面积与实例三面积相差较大，故对实例三进行相应修正。

比较因素条件指数表

比较因素		委估宗地	实例一	实例二	实例三
位置		新北区珠江路111号	新北区飞龙西路南侧、春江路西侧	新北区太湖东路南侧、丁塘港西路东侧	新北区春江路东侧、新林路西侧、新前路南侧、飞龙路北侧
交易价格		待估	480	480	480
交易情况		100	100	100	100
交易日期		100	100	100	100
土地剩余使用年期		100	107	107	107
区域因素	环境状况	100	100	100	100
	交通便捷度	100	97	100	97
	基础公共设施状况	100	100	100	100
	产业聚集度	100	100	98	100
个别因素	宗地面积/m ²	100	100	100	98
	宗地形状及可利用程度	100	100	100	100
	地形及工程地质条件	100	100	100	100
	土地开发程度；容积率	100	100	100	100

⑤比准价格确定

根据比较因素条件指数表，编制因素比较修正系数表，得到各比较案例比准价格。

因素比较修正系数表

比较因素	委估宗地	实例一	实例二	实例三
位置	新北区珠江路111号	新北区飞龙西路南侧、春江路西侧	新北区太湖东路南侧、丁塘港西路东侧	新北区春江路东侧、新林路西侧、新前路南侧、飞龙路北侧
交易价格	待估	480	480	480
交易情况	100	100	100	100
交易日期	100	100/100	100/100	100/100
土地剩余使用年期	100	100/107	100/107	100/107
区域因素	100	100/97	100/98	100/97
个别因素	100	100/100	100/100	100/98
比准价格	464.00	462.00	458.00	472.00

据此计算委估宗地单价为464元/平方米。

(7) 综合确定地价

根据《城镇土地估价规程》及估价对象的具体情况，分别采用了基准地价系数修正法和市场比较法进行地价测算。两种方法都是通过不同的计算途径评估地价的方法，两种评估结果都具有价值的同一性，从而具备了可比性。评估人员以两种方法测算结果的算术平均值作为估价对象的最终评估结果。即：

$$\text{土地单价} = (462 + 464) \div 2 = 463 \text{ 元/平方米}$$

(8) 评估结果

根据上述确定的土地单价以及江南园林拥有的土地使用权面积计算如下：

$$\text{土地总价} = 463.00 \times 2,421.90 = 1,121,300.00 \text{ (元) (取整)}$$

(二) 付息负债

截至评估基准日，公司的付息负债包括：

短期借款账面价值 7,800 万元、应付利息账面价值 59.03 万元；

新厂区建设过程中形成的应付工程款 207.40 万元；

有关企业非经营性资产、负债调整情况，请详见《资产、负债调整情况表》。

六、评估预测说明

考虑到江南园林及其所属全资子公司绿巨人均属于园林绿化行业，绿巨人的苗木是用在江南园林施工项目中的主要耗材，因此，本次收益法按照合并口径进行收益预测。

对未来五年及以后年度的盈利预测是由被评估单位管理层根据中长期规划提供

的。中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）对江南园林管理层提供的 2014 年和 2015 年的盈利预测数据进行了审核并出具了 CHW 证专字[2014]0118 号《盈利预测审核报告》。评估人员分析了管理当局提出的预测数据并与管理层讨论了有关预测的假设、前提及预测过程，基本采纳了管理层的预测。

（一）对未来收益情况主要指标的预测

1. 营业收入预测

江南园林的营业收入主要由工程施工收入和景观工程设计收入组成，其中，工程施工是其营业收入的重要组成部分。按照工程施工的对象不同，又可以将工程施工细分为市政园林、地产景观园林和古建筑及文物修缮工程三类。

截至评估基准日，江南园林已签约、中标及有框架协议的施工合同情况见下表：

2014 年 5 月 31 日尚在执行的合同明细表

序号	客户名称	分类	起始施工时间	预计完工时间	可确认收入金额(万)	2014年1-5月确认收入	预计确认收入金额(万元)		
							2014.6-12	2015年	2016年
1	常州市双源房地产开发有限公司	地产园林工程					6.44		
2	零星工程	仿古建筑及文保业务					0.84		
3	衡阳项目	景观工程设计					4.73		
4	豪庭国际售楼处	地产园林工程					4.21		
5	山东省东明县人民政府	市政园林工程	2012.06	2014.06	2,781.22	1,722.32	1,058.90	-	-
6	东川区腊利组团湿地公园片区土地一级开发区工程建设指挥部	市政园林工程	2012.12	2014.12	3,343.28	499.60	2,843.66	-	-
7	乌兰浩特市建设局园林管理局	市政园林工程	2013.06	2014.06	2,072.39	-	2,072.36	-	-
8	昆山山水房地产置业有限公司	地产园林工程	2012.09	2014.08	250.00	60.08	189.92	-	-
9	淮安市淮阴区住房和城乡建设局	仿古建筑及文保业务	2012.11.10	2014.06	126.37	218.05	-	-	-
10	宿州市城市管理局	市政园林工程	2013.11	2014.06	219.64	219.64	-	-	-
11	安徽世纪丽城置业有限公司	地产园林工程	2013.11	2014.06	121.19	98.39	22.80	-	-
12	山东省东明县人民政府	市政园林工程	2013.03	2014.12	1,175.35	-	1,175.35	-	-
13	常州市春秋乐园发展有限公司新宝林分公司	仿古建筑及文保业务	2012.10.	2014.07	199.96	199.64	-	-	-
14	徐州市云龙湖风景名胜区管理委员会	仿古建筑及文保业务	2013.08	2014.06	430.52	430.52	-	-	-
15	徐州潘安湖建设发展有限公司	市政园林工程	2013.07	2014.06	190.51	190.51	-	-	-
16	淮安市淮阴区住房和城乡建设局	仿古建筑及文保业务	2013.04	2014.06	270.20	269.88	-	-	-
17	郯城县白马河湿地公园建设指挥部办公室	市政园林工程	2013.10.	2014.07	2,319.90	792.98	1,526.92	-	-
2014年延续性合同情况小计					13,500.53	4,717.83	8,889.92	-	-
1	常州市文物保护管理中心	仿古建筑及文保业务	2014.01	2014.06	11.00	11.00	-	-	-
2	青岛万达游艇产业投资有限公司	地产园林工程	2014.01	2014.06	1,032.96	410.48	622.48	-	-
3	滨海县交通实业有限公司	市政园林工程	2014.01	2014.06	736.79	736.62	0.17	-	-
4	陵县经济开发区管理委员会	市政园林工程	2014.04	2014.11	4,598.75	971.65	3,627.10	-	-
5	邳州市旅游园林局	市政园林工程	2014.01	2016.12	30,000.00	2,925.62	7,505.05	10,000.00	9,569.33
6	呼和浩特市林业局	景观工程设计	2014.01	2014.12	600.00	283.02	316.98	-	-
7	镇江市水利投资公司工程建设管理中心	景观工程设计	2014.03	2014.12	122.50	56.60	65.90	-	-
8	九江民生文化旅游发展有限公司	景观工程设计	2014.04	2014.12	27.20	30.45	-	-	-
9	定陶县城乡规划局	景观工程设计	2014.02	2014.12	75.20	70.94	4.26	-	-
10	蚌埠万达广场有限公司	地产园林工程	2014.04	2014.06	236.24	188.89	47.35	-	-
11	南京浦东房地产开发有限公司	地产园林工程	2014.04	2014.06	690.32	401.06	289.26	-	-
12	海安保障性住房投资建设有限公司	地产园林工程	2014.04	2014.08	1,933.64	-	1,933.64	-	-
13	定陶县人民政府	市政园林工程	2014.04	2015.12	20,000.00	-	6,000.00	10,000.00	4,000.00
14	江苏方洋集团有限公司	市政园林工程	2014.04	2014.12	83.10	-	83.10	-	-
15		市政园林工程	2014.04	2014.12	424.04	-	424.04	-	-
16		市政园林工程	2014.04	2014.12	1,912.71	-	1,912.71	-	-
17		市政园林工程	2014.04	2014.12	1,724.08	820.57	903.51	-	-
18		市政园林工程	2014.04	2014.12	20.33	-	20.33	-	-
19		市政园林工程	2014.04	2014.12	1,021.27	-	1,021.27	-	-
20		市政园林工程	2014.04	2014.12	1,258.07	-	1,258.07	-	-
21	南京市人民防空办公室	市政园林工程	2014.02	2014.07	1,398.75	935.75	463.00	-	-
22	九江民生文化旅游发展有限公司	地产园林工程	2014.05	2014.06	330.00	-	330.00	-	-
23	常州市菜市场管理办公室	仿古建筑及文保业务	2014.05	2014.06	6.00	-	6.00	-	-
24	南通经济开发区总公司	地产园林工程	2014.05	2014.06	97.08	-	97.08	-	-
25	呼和浩特市林业局	市政园林工程	2014.05	2014.12	1,627.44	-	1,627.44	-	-
26	呼和浩特市林业局	市政园林工程	2014.05	2014.06	2,933.87	6,331.17	-	-	-
27	常州市春秋乐园发展有限公司新宝林分公司	仿古建筑及文保业务	2014.06	2014.10.	659.69	-	659.69	-	-
28	呼和浩特市林业局	市政园林工程	2014.06	2015.06	7,000.00	-	3,000.00	4,000.00	-
2014年新签订合同情况小计					80,561.04	14,173.82	32,218.43	24,000.00	13,569.33
2014年全部执行合同情况小计					94,061.57	18,891.65	41,108.35	24,000.00	13,569.33

依据目前正在执行的合同金额，管理层对于 2014 年全年营业收入预测为 60,000.00 万元，截至 2014 年 5 月 31 日，江南园林包含以前年度签署的和 2014 年新签订的订单，按照工程开工时间和工期进度，已经确认的收入金额为 18,891.65 万元，预计能在 2014 年内继续确认收入的订单约为 41,108.35 万元，能在 2015 年确认收入的订单约为 24,000.00 万元，能在 2016 年确认收入的订单约为 13,569.33 万元。

管理层结合 2012-2013 已经实现的收入及 2014 年全年预测收入情况，对于 2015-2019 年度营业收入进行了预测，2015 年-2019 的收入增长率分别 31.4%、20.4%、10.0%、5.0%和 3.0%。

评估人员分析了管理层预测的数据和预测依据，采纳了管理层的预测。

有关主营业务收入的预测，详见《营业收入预测表》。

2. 营业成本预测

江南园林的营业成本是按照各工程施工和工程项目进行核算的，经审计后的2012-2013及2014（1-5）的各类项目成本费用率如下表所示：

各类销售成本率	2012	2013	2014.1-5	2年1期均值
市政园林工程业务	77.93%	78.18%	74.57%	76.89%
地产景观园林工程业务	76.55%	79.95%	73.38%	76.63%
古建筑及文物修缮工程业务	72.90%	74.91%	74.67%	74.16%
景观工程设计	29.83%	50.42%	79.67%	53.30%

评估人员经与管理层讨论，本次评估对于各类业务成本的预计结合经审计后的2012-2013及2014（1-5）的费率平均值，并考虑到物价水平变动因素，在预测期中考虑了成本率逐渐上升的因素进行了综合预测，未来各期成本率具体预测如下表所示：

各类销售成本率	2014（6-12）	2015	2016	2017	2018	2019
市政园林工程业务	76.89%	76.89%	76.89%	78.05%	78.44%	78.83%
地产景观园林工程业务	76.63%	76.63%	76.63%	77.78%	78.17%	78.56%
古建筑及文物修缮工程业务	74.16%	74.16%	74.16%	75.27%	75.65%	76.03%
景观工程设计	53.30%	53.30%	53.30%	54.10%	54.37%	54.65%

有关主营业务成本预测，详见《营业成本预测表》。

3. 营业税金及附加预测

江南园林的工程施工项目属于营业税的征税范围，执行的税率为3%；景观工程设计项目属于增值税的征税范围，执行的税率为6%。

截至评估基准日，江南园林的附加税金的税率如下表所示：

附加税	税率
城市建设税	7%
教育费附加	3%
地方教育费附加	2%

本次评估结合各类业务收入及税率对营业税金及附加进行了预测。

有关主营业税金及附加的预测，详见《营业税金及附加预测表》。

5. 销售费用预测

江南园林的销售费用包括销售人员的工资、福利费、五险一金、奖金、办公费、通讯费、差旅费、交通费、业务招待费、维修费、广告费、业务宣传费、折旧费、招投标费用、养管费用。其中：

对于工资，本次评估结合业务发展情况考虑到未来员工的扩充，以及平均工资的涨幅进行了预测，2015年-2019年的工资增长率为8%。

对于奖金，它主要是指员工的年终奖，本次评估参照 2013 年该金额占工资比例，并结合未来年度工资情况对其进行了预测；

对于五险一金，江南园林执行的是常州市人均工资标准，2014 年情况如下表所示：

2014 年	企业承担比例	缴纳基数	缴纳标准
养老保险	20%	2299	常州市人均工资标准
医疗保险	8%	2299	常州市人均工资标准
工伤保险	0.80%	2299	常州市人均工资标准
失业保险	1.50%	2299	常州市人均工资标准
生育保险	0.80%	2299	常州市人均工资标准
住房公积金	10%	1480	常州市最低工资标准

管理层结合 2013 年和 2014 年缴费基数变化情况，对于社会保险缴纳基数每年按照 10% 的涨幅预计，公积金的涨幅按照 5% 预计；

对于五险一金的预测，本次评估结合管理层提供的及目前执行的缴费基数及缴费比例，并结合涨幅和员工数量，对于未来的数据进行了预测；

对招投标费用，本次评估，2014（6-12）数据结合 2012-2013 年、2014（1-5）该费用占营业收入比例及未来预测发展情况，考虑一定的增长幅度进行了预测；2015 及以后年度按照 0.3% 的占比进行预测；

对于养管费用，它主要是指项目后续养护的费用，按照合同约定，项目审定之后，且在养护期内的才会涉及这些质保费用，2013 年及 2014（1-5）该费用占总收入的比例分别为 0.012%、0.154%，2014（6-12）及以后年度结合 2014（1-5）的这一比例进行预测。

有关销售费用的预测，详见《销售费用预测表》。

6. 管理费用预测

管理费用包括工资、奖金、福利费、五险一金、工会经费、职工教育经费、办公费、通讯费、差旅费、交通费、业务招待费、维修费、会务费、培训费、水电费、低值易耗品（摊销）、中介费、上市审计顾问费等费用、上市中介方其它费用、招聘费、无形资产摊销、各种税、折旧费、汽车费用、研发费用、其他、保险费、劳保费、堤防维护费。

其中：

工资、奖金、五险一金的预测与销售费用中的这些费用的预测相同；

对于工会经费、职工教育经费结合历史占工资比例进行预测；

对于上市审计顾问费等费用、上市中介方其它费用这两项由于不是持续性费用，因此 2015 年及以后年度不再预测；

对于折旧费、摊销费用的预测结合各类资产的会计折旧年限及账面值进行综合考虑；

对于研发费，江南园林用该费用来核算一些新型项目的测试、研发、检验过程中发生的费用。研发费中最主要的费用是直接投入，基于评估基准日的实际测试投入项目情况，管理层对于该费用 2014 年预计了 2250 万元；对于 2015 及以后年度，考虑 2014 年已经对新型项目投入了大量测试费，且测试工作基本上完成，在 2015 年以后此类测试对于公司现有的业务来说将会减少，因此，参照 2014 年该费用占当年收入的比，并考虑该比例一定的下降因素后，将其结合未来收入，综合预测未来年度该费用情况。

有关管理费用的预测，详见《管理费用预测表》、《研发费用预测表》。

7.财务费用预测

被评估企业的财务费用主要包括利息支出、利息收入、银行手续费、其他。

基准日企业账面有 7,800 万的短期借款，本次评估在预测期结合基准日借款金额和借款协议约定的利率 6.60% 计算后续利息支出。

有关财务费用的预测，详见《财务费用预测表》。

8.所得税预测

江南园林在 2012 年 10 月 25 日获得高新技术企业证书，根据《中华人民共和国企业所得税法》规定，自获得高新技术企业认定后三年内，享受按 15% 的税率征收企业所得税的税收优惠政策。截至基准日，江南园林执行的所得税率为 15%。本次评估 2014(6-12) 年的所得税税率按 15% 预测，2015 及以后年度按 25% 预测。

(二) 企业自由现金流的预测

企业自由现金流= 净利润+利息支出×(1-所得税率)+折旧及摊销- 年资本性支出 - 年营运资金增加额

1.净利润的预测

根据以上各收益指标的预测值，可以直接求得未来每年的净利润。

净利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用-所得税。

有关净利润的预测，详见《毛现金流预测表》。

1. 折旧及摊销的预测

根据企业财务报告和资产负债调整情况表,截止评估基准日被评估单位折旧及摊销情况如下表:

资产类型	资产数额	折旧/ 摊销年限
房屋建筑物	719.20	20 年
机器设备	193.18	10 年
运输设备	478.42	6 年
电子设备	95.87	3 年
软件、商标无形资产	27.01	10 年
土地	286.00	50 年

其中,房屋建筑物、土地是考虑扣除搬迁涉及的相关资产账面价值后的价值。

有关折旧及摊销的预测,详见《折旧/摊销预测表》。

2. 资本性支出预测

资本性支出是为了保证企业生产经营可以正常发展的情况下,企业每年需要进行的资本性支出。本次评估我们采用如下方式预测资本性支出:

(1) 2014 年资本性支付包括两部分,其一为江南园林因涉及搬迁问题,从 2013 年起开始投入新厂区建设,新厂区建设项目整体预算为 2,173 万元,截至评估基准日,已累计投入工程建设资金 1,608.19 万元,在新厂区全面完工投入正式启用前,还需继续投入工程建设资金 528.81 万元;其二,对于除房屋建筑物以外的其他资本性支出,主要是考虑机器设备、运输车辆和电子设备的更新支出,这部分资本性支出依据管理层预测,结合历史上企业资本性支出情况以及每年折旧摊销金额,预测了每年的资本性支出金额,其中:机器设备类资产年折旧额约为 20 万元;电子设备年折旧额约为 30 万元;运输设备年折旧约为 80 万元;我们结合这些数据对未来固定资产更新性支出进行了预测。

(2) 2015 年及以后年度,新厂区建设投资已经完成,仅对各类资产的更新支出参照历史上企业资本性支出情况以及每年折旧摊销金额进行了预测。

3. 营运资金增加预测

营运资金的预测,一般根据企业最近几年每年营运资金占用占营业收入的比例进行分析和判断,在历史平均比例水平基础上结合企业目前及未来发展加以调整。

对于江南园林我们分析了经审计后的各营业期内营运资金占用情况,2012 及 2013 年其占收入比例分别为: 27.6%和 12.6%。本次评估,经与管理层共同讨论后,我们参照公司近 2 年的平均水平,并考虑由于业务发展情况及市场竞争加剧造成的资

金占用增加因素，综合预计了公司未来的营运资金占用比例，并将其结合未来公司收入情况对营运资金占用金额进行了预测。

有关营运资金的预测，详见《营运资金预测表》。

4.长期应收款涉及的 BT 项目的现金流变动预测

江南园林历史年度承接的项目中包含 BT 项目，BT 业务经营方式为“建设-移交 (Build-Transfer)”，即政府或代理公司与 BT 业务承接方签订市政工程项目 BT 投资建设回购协议，并授权 BT 业务承接方代理其实施投融资职能进行市政工程建设，工程完工后移交政府，政府根据回购协议在规定的期限内支付回购资金（含投资回报）。江南园林对 BT 业务在建造期间的会计核算方法是按《企业会计准则第 15 号-建造合同》的相关要求确认收入和成本，同时确认长期应收款。

截止评估基准日，公司账面经审计后的长期应收款涉及已经竣工结算和正在施工之中共计 7 个 BT 项目，BT 项目具有建设周期长、需施工企业垫支建设资金并在工程完工、通过工程验收及工程审计后才开始分期收回垫支资金的特点，BT 项目对于企业的资金实力情况要求较高，江南园林考虑到其自身资金周转情况，从 2013 年已经有意识的开始减少承接 BT 项目，在预测期，管理层对于 BT 项目的预计只限于评估基准日已有的合同涉及的项目而不再考虑新增 BT 项目。由于，BT 项目基本上不能在一个营业周期完成，因此，我们将这 7 个项目分别进行了现金流的预测，在未来预测期间分别考虑了项目预测收入、预测成本、预计应收款项和预计支付款项金额，并用该四个指标计算了 BT 项目的现金流变动金额。

有关预测，详见《长期应收款现金流预测表》。

5.终值预测

终值是企业在预测经营期之后的价值。本次评估采用 Gordon 增长模型进行预测，我们假定企业的经营在 2019 年后每年的经营情况趋于稳定，所谓趋于稳定也就是在未来的增长率中绝对增长率已经为零，但是由于存在通胀因素，因此还存在相对增长率，根据从 Wind 资讯取得的资料，2004 年至 2013 年度，全国居民消费价格总指数(CPI)和全部工业品出厂价格指数(PPI)平均值分别为 103.09 和 102.57，详细数据如下：

CPI/PPI 数据

时间	全国居民消费价格总指数 (CPI)	全部工业品出厂价格指数 (PPI)
2004 年	103.90	106.10
2005 年	101.80	104.90
2006 年	101.50	103.00
2007 年	104.80	103.10
2008 年	105.90	106.90
2009 年	99.30	94.60
2010 年	103.30	105.50
2011 年	105.40	106.00
2012 年	102.60	98.30
*2013 年	102.60	98.10
平均值	103.09	102.57

根据上述数据，本次评估我们采用 3% 作为未来年度通胀率，即稳定期增长率为 3%。具体详见《净现金流量表》。

七、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 β (Levered Beta)；第二步，根据对比公司资本结构、对比公司 β 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。

(一) 对比公司的选取

按照证监会行业分类，江南园林属于建筑业--土木工程建筑业，在基准日前两年其连续盈利。江南园林营业收入由工程施工收入（包括：市政园林、地产景观园林和古建筑及文物修缮工程三类）和景观工程设计收入组成，其中，工程施工收入为其收入的重要组成部分。因此在本次评估中，我们采用以下基本标准作为筛选对比公司的选择标准：

- 对比公司近三年经营为盈利公司；
- 对比公司只发行人民币A股；
- 对比公司所在行业为建筑业--土木工程建筑业；
- 对比公司从事的主营业务主要由工程施工业务组成，且该主营业务经营历史不少于3年。

根据上述原则，我们利用 Wind 数据系统进行筛选，最终选取了以下 5 家上市公司作为对比公司：

1. 对比公司一：棕榈园林

证券代码：002431 公司名称：棕榈园林股份有限公司

成立日期：1991-12-19 注册资本：46,080.00 万元

上市日期：2010-6-10 注册地址：广东中山小榄镇新华中路 120 号向明大厦 11C

经营范围：承接园林绿化、园林建筑、喷泉、雕塑、市政工程；风景园林规划设计、城乡规划设计、旅游规划设计、建筑设计、市政工程设计、园林工程监理；种植、销售：花卉苗木、阴生植物；销售：园林工程材料及园艺用品；经营本企业自产产品及技术的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料及技术的进口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外。

主营产品名称：酒店、渡假村园林、市政园林景观、小区、别墅园林、园林苗木

公司近三年经营业务指标及主营业务占全部经营业务的比重及相关数据如下：

报告期	2013 年报	2012 年报	2011 年报
盈利能力			
净资产收益率年化(%)	16.70	14.46	15.43
总资产报酬率年化(%)	9.73	11.02	12.22
总资产净利率年化(%)	6.94	7.93	10.42
销售净利率(%)	9.82	10.38	11.61
销售毛利率(%)	23.36	26.52	27.99
主营收入构成			
营业收入-工程收入(万元)	399,376.16	288,854.89	219,799.60
毛利率-工程收入(%)	21.96	23.57	23.43
收入构成-工程收入(%)	92.94	90.47	88.14

数据来源：Wind 资讯

2. 对比公司二：铁汉生态

证券代码：300197 公司名称：深圳市铁汉生态环境股份有限公司

成立日期：2001-8-7 注册资本：50,528.94 万元

上市日期：2011-3-29 注册地址：深圳龙岗龙城街道天安数码创新园三号厂房

经营范围：水土保持，生态修复，园林绿化工程施工和园林养护，生态环保产品的技术开发(不含限制项目)；风景园林工程设计专项甲级、造林工程规划设计、造林工程施工、市政公用工程施工总承包、土石方工程专业承包、园林古建筑工程专业承

包(以上各项按资质证书经营);苗木的生产和经营,销售生物有机肥,农产品的生产和经营,进出口业务(按深贸管准证字第 2003-4017 号证书办),清洁服务(不含限制项目)。

主营产品名称: 生态环境建设工程施工

公司近三年经营业务指标及主营业务占全部经营业务的比重及相关数据如下:

报告期	2013 年报	2012 年报	2011 年报
盈利能力			
净资产收益率年化(%)	14.15	14.79	17.55
总资产报酬率年化(%)	10.50	12.38	15.60
总资产净利率年化(%)	7.73	10.75	14.87
销售净利率(%)	15.71	17.86	17.00
销售毛利率(%)	30.22	30.43	31.21
主营收入构成			
营业收入-生态园林绿化(万元)	102,567.52	78,277.61	55,269.81
毛利率-生态园林绿化(%)	28.45	28.12	28.85
收入构成-生态园林绿化(%)	68.84	65.00	66.98

数据来源: Wind 资讯

3. 对比公司三: 普邦园林

证券代码: 002663 公司名称: 广州普邦园林股份有限公司

成立日期: 1995-7-19 注册资本: 55,897.60 万元

上市日期: 2012-3-16 注册地址: 广州越秀寺右新马路南二街一巷 14-20 号首层
经营范围: 园林绿化工程服务; 风景园林设计服务; 市政公用施工; 绿化管理; 室内装饰、设计; 对外承包工程业务; 景观和绿地设施工程施工; 工程总承包业务; 物业管理; 工程技术咨询; 工程项目管理服务; 古建筑工程; 工程围栏装卸施工; 市政工程设计服务; 花卉出租服务; 市政设施管理; 路牌、路标广告牌安装施工。

主营产品名称: 方圆鹤山二期园林景观工程、广州市花都区九龙湖社区发展项目高尔夫南区(A 区)绿化工程、淮安一期样板及公共区域景观绿化绿化工程、江南水都 6C 项目样板区总体管网、硬质景观及绿化工程、江南水都 6D 景观工程、江南水都 6E 项目硬质景观工程施工。

公司近三年经营业务指标及主营业务占全部经营业务的比重及相关数据如下:

报告期	2013 年报	2012 年报	2011 年报
盈利能力			
净资产收益率年化(%)	14.94	20.39	45.79
总资产报酬率年化(%)	12.95	18.32	36.12
总资产净利率年化(%)	10.80	16.51	30.30

销售净利率(%)	12.75	12.98	12.85
销售毛利率(%)	25.87	26.17	26.84
主营收入构成			
营业收入-工程(万元)	221,234.27	170,426.56	117,731.34
毛利率-工程(%)	23.07	22.89	22.66
收入构成-工程(%)	92.43	92.08	89.96

数据来源：Wind 资讯

4. 对比公司四：东方园林

证券代码：002310 公司名称：北京东方园林股份有限公司

成立日期：1992-7-2 注册资本：100,388.53 万元

上市日期：2009-11-27 注册地址：北京朝阳酒仙桥北路甲 10 号院 104 号楼

经营范围：研究、开发、种植、销售园林植物；园林环境景观的设计、园林绿化工程和园林维护；销售建筑材料、园林机械设备、体育用品；技术开发；投资与资产管理。

主营产品名称：奥运媒体村绿化工程、北京奥林匹克公园中心区龙形水系绿化工程、北京奥林匹克公园中心区中轴树阵绿化工程、北京通州北运河两岸景观工程绿化工程、北京通州北运河文化广场绿化工程、海南万宁神州半岛绿地公园绿化工程、昆明行政中心绿化工程、昆明莲花池公园绿化工程、苗木销售、山东潍坊白浪河生态湿地公园绿化工程、上海佘山国际高尔夫球场景观绿化工程、首都国际机场扩建绿化工程、顺义奥林匹克水上公园绿化工程、苏州金鸡湖大酒店国宾馆绿化工程、苏州金鸡湖大酒店商务酒店绿化工程、苏州金鸡湖国际高尔夫俱乐部球场绿化工程、通州北运河新东关大桥周边广场绿化工程。

公司近三年经营业务指标及主营业务占全部经营业务的比重及相关数据如下：

报告期	2013 年报	2012 年报	2011 年报
盈利能力			
净资产收益率年化(%)	22.82	30.29	28.42
总资产报酬率年化(%)	12.54	16.95	20.46
总资产净利率年化(%)	9.59	12.88	15.37
销售净利率(%)	18.07	17.52	15.56
销售毛利率(%)	38.44	37.23	37.03
主营收入构成			
营业收入-园林建设(万元)	469,557.29	369,432.64	275,571.38
毛利率-园林建设(%)	36.66	35.23	35.83
收入构成-园林建设(%)	94.41	93.81	94.69

数据来源：Wind 资讯

5. 对比公司五：蒙草抗旱

证券代码：300355 公司名称：内蒙古和信园蒙草抗旱绿化股份有限公司

成立日期：2001-6-12 注册资本：44,039.23 万元

上市日期：2012-9-27 注册地址：内蒙古呼和浩特市盛乐经济园区盛乐五街南侧

经营范围：许可经营项目：城市园林绿化壹级(按照资质证书可承揽各种规模及类型的园林绿化工程；可承揽园林绿化工程中的整地、栽植、建筑及小品、花坛、园路、水系、喷泉、假山、雕塑、广场铺装、驳岸、桥梁、码头等园林设施及设备安装项目；可承揽各种规模及类型的园林绿化综合性养护管理工程；可从事园林绿化技术咨询、培训和信息服务)(凭资质证书经营)；风景园林工程设计专项乙级(凭资质证书经营)一般经营项目：节水、抗旱植物的研发、生产、销售、推广及技术服务。(法律、行政法规、国务院决定规定应经许可的，未获许可不得生产经营)公司可以根据国内外市场变化、业务发展和自身能力，经有关政府部门批准，调整经营范围。

主营产品名称：工程设计施工、苗木培育

公司近三年经营业务指标及主营业务占全部经营业务的比重及相关数据如下：

报告期	2013 年报	2012 年报	2011 年报
盈利能力			
净资产收益率年化(%)	12.14	22.51	29.72
总资产报酬率年化(%)	8.41	15.05	20.02
总资产净利率年化(%)	6.72	12.53	14.32
销售净利率(%)	13.91	20.19	16.29
销售毛利率(%)	36.99	35.38	31.99
主营收入构成			
营业收入-工程施工(万元)	73,320.29	61,752.25	48,173.90
毛利率-工程施工(%)	37.22	35.62	32.25
收入构成-工程施工(%)	98.15	98.33	96.39

数据来源：Wind 资讯

(二) 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（Capital Asset Pricing Model or “CAPM”）。CAPM 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； β 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。

我们在沪、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，详见《国债到期收益率计算表》。

我们以上述国债到期收益率的平均值 4.32% 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场所期望的超过无风险收益率的部分。正确地确定风险收益率一直是许多股票分析师和资产评估师的研究课题。例如：在美国，Ibbotson Associates 的研究发现从 1926 年到 1997 年，股权投资年平均年复利回报率为 11.0%，超过长期国债收益率（无风险收益率）约 5.8%。这个超额收益率就被认为是股权投资风险超额收益率 ERP（Equity Risk Premium）。

借鉴美国相关部门估算 ERP 的思路，我们对中国股票市场相关数据进行了研究，我们按如下方式计算中国股市的股权风险收益率 ERP：

- 确定衡量股市整体变化的指数：估算股票市场的投资回报率首先需要确定一个衡量股市波动变化的指数。目前国内沪、深两市有许多指数，但是我们选用的指数应该是能最好反映市场主流股票变化的指数，参照美国相关机构估算美国 ERP 时选用标准普尔 500（S&P500）指数的经验，我们在估算中国市场 ERP 时选用了沪深 300 指数。沪深 300 指数是 2005 年 4 月 8 日沪深交易所联合发布的第一只跨市场指数，该指数由沪深 A 股中规模大、流动性好、最具代表性的 300 只股票组成，以综合反映沪深 A 股市场整体表现。沪深 300 指数为成份指数，以指数成份股自由流通股本分级靠档后的调整股本作为权重，因此选择该指数成份股可以更真实反映市场中投资收益的情况。

- 收益率计算年期的选择：所谓收益率计算年期就是考虑到股票价格是随机波动的，存在不确定性，因此为了合理稀释由于股票非系统波动所产生的扰动，我们需要估算一定长度年限股票投资的平均收益率，以最大程度地降低股票非系统波动所可能产生的差异。考虑到中国股市股票波动的特性，我们选择 10 年为间隔期为计算 ERP 的计算年期，也就是说每只成份股的投资回报率都是需要计算其十年的平均值投资回报率作为其未来可能的期望投资回报率。另一方面，我们知道中国股市起始于上世纪 90 年代初期，但最初几年发展极不规范，直到 1997 年之后才逐渐走上正

规，考虑到上述情况，我们在测算中国股市 ERP 时，计算的最早滚动时间起始于 1997 年，我们具体采用“向前滚动”的方法分别计算了 2003、2004、2005、...2011 和 2012 年的 ERP，也就是 2003 年 ERP 的计算采用的年期为 1997 年到 2003 年数据（此时年限不足 10 年），该年度 ERP 的含义是如果在 1997 年购买指数成份股股票持有到 2003 年后每年平均超额收益率；2004 年的 ERP 计算采用的年限为 1997 年到 2004 年（此时年限也不足 10 年），该年度 ERP 的含义是如果在 1997 年购买指数成份股股票持有到 2004 年后每年平均超额收益率；以此类推，例如，当计算 2010 年 ERP 时我们采用的年限为 2001 年到 2010 年（10 年年期），该年度 ERP 的含义是如果在 2001 年购买指数成份股股票持有到 2010 年后每年平均超额收益率。

● 指数成份股的确定：沪深 300 指数的成份股每年是发生变化的，因此我们在估算时采用每年年底时沪深 300 指数的成份股，即当计算 2011 年 ERP 时采用 2011 年底沪深 300 指数的成份股；计算 2010 年 ERP 时采用沪深 300 指数 2010 年底的成份股。对于 2003~2004 年沪深 300 指数没有推出之前，我们采用“外推”的方式，即采用 2005 年年底沪深 300 指数的成份股外推到上述年份，即 2003~2004 年的成份股与 2005 年末保持不变。

● 数据的采集：本次 ERP 测算我们借助 Wind 资讯的数据系统提供所选择的各成份股每年年末的交易收盘价。由于成份股收益中应该包括每年分红、派息等产生的收益，因此我们需要考虑所谓分红、派息等产生的收益，为此我们选用的年末收盘价是 Wind 数据中的年末“复权”价。例如在计算 2011 年 ERP 时选用数据是从 2002-12-31 起至 2011-12-31 止的以 1997 年 12 月 31 日为基准的年末复权价，上述价格中已经有效的将每年由于分红、派息等产生的收益反映在价格中。

● 年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种计算方法：

算术平均值计算方法：

设：每年收益率为 R_i ，则：

$$R_i = (P_i - P_{i-1}) / P_{i-1} \quad (i=1,2,3,\dots,N)$$

式中： R_i 为第 i 年收益率， P_i 为第 i 年年末交易收盘价(复权)

设第 1 年到第 n 年的收益平均值为 A_n ，则：

$$A_n = \sum_{i=1}^n R_i / N$$

式中： A_n 为第 1 年到第 n 年收益率的算术平均值， $n=1,2,3,\dots,9$ ， N 是计算每

年 ERP 时的有效年限。

几何平均值计算方法：

设第 1 年到第 i 年的几何平均值为 C_i ，则：

$$C_i = \sqrt[i-1]{P_i / P_1} - 1 \quad (i=2,3,\dots,N)$$

式中： P_i 为第 i 年年末交易收盘价(后复权)

● 无风险收益率 R_{fi} 的估算：为了估算每年的 ERP，需要估算计算期每年的无风险收益率 R_{fi} ，本次测算我们采用国债的到期收益率（Yield to Maturate Rate）作为无风险收益率。我们首先选择每年年末距到期日剩余年限超过 5 年的国债，然后根据国债每年年末距到期日的剩余年限的长短将国债分为两部分，分别为每年年末距国债到期日剩余年限超过 5 年但少于 10 年的国债和每年年末距国债到期日剩余年限超过 10 年的国债，最后分别计算上述两类国债到期收益率的平均值作为每年年末的距到期剩余年限超过 10 年无风险收益率 R_f 和距到期剩余年限超过 5 年但小于 10 年的 R_f 。

● 估算结论：

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 300 个股票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 2004-2013 年每年的市场风险超额收益率 ERP_i ，结果如下：

2013 年市场超额收益率 ERP 估算表

序号	年份	Rm 算术平均值	Rm 几何平均值	无风险收益率 R_f (距到期剩余年限超过 10 年)	ERP=Rm 算术平均值- R_f	ERP=Rm 几何平均值- R_f
1	2004	7.49%	1.95%	4.98%	2.51%	-3.03%
2	2005	7.74%	3.25%	3.56%	4.18%	-0.31%
3	2006	36.68%	22.54%	3.55%	33.13%	18.99%
4	2007	55.92%	37.39%	4.30%	51.62%	33.09%
5	2008	27.76%	0.57%	3.80%	23.96%	-3.23%

序号	年份	Rm 算术平均值	Rm 几何平均值	无风险收益率 Rf(距到期剩余年限超过 10 年)	ERP=Rm 算术平均值-Rf	ERP=Rm 几何平均值-Rf
6	2009	45.41%	16.89%	4.09%	41.32%	12.80%
7	2010	41.43%	15.10%	4.25%	37.18%	10.85%
8	2011	25.44%	0.12%	3.98%	21.46%	-3.86%
9	2012	25.40%	1.60%	4.15%	21.25%	-2.55%
10	2013	24.69%	4.26%	4.32%	20.37%	-0.06%
11	平均值	30.36%	11.05%	4.10%	25.70%	6.27%

序号	年份	Rm 算术平均值	Rm 几何平均值	无风险收益率 Rf(距到期剩余年限超过 5 年但小于 10 年)	ERP=Rm 算术平均值-Rf	ERP=Rm 几何平均值-Rf
1	2004	7.49%	1.95%	4.64%	2.85%	-2.69%
2	2005	7.74%	3.25%	2.94%	4.80%	0.31%
3	2006	36.68%	22.54%	2.93%	33.75%	19.61%
4	2007	55.92%	37.39%	3.85%	52.07%	33.54%
5	2008	27.76%	0.57%	3.13%	24.63%	-2.56%
6	2009	45.41%	16.89%	3.54%	41.87%	13.35%
7	2010	41.43%	15.10%	3.83%	37.60%	11.27%
8	2011	25.44%	0.12%	3.41%	22.03%	-3.29%
9	2012	25.40%	1.60%	3.50%	21.90%	-1.90%
10	2013	24.69%	4.26%	3.88%	20.81%	0.38%
11	平均值	30.36%	11.05%	3.57%	26.23%	6.80%

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,由于本次评估被评估标的资产的持续经营期超过10年,因此我们认为选择ERP = 6.27%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 β (Levered β)。

β 被认为是衡量公司相对风险的指标。投资股市中一个公司,如果其 β 值为1.1则意味着其股票风险比整个股市平均风险高10%;相反,如果公司 β 为0.9,则表示其股票风险比股市平均低10%。因为投资者期望高风险应得到高回报, β 值对投资者衡量投资某种股票的相对风险非常有帮助。

目前国内 Wind 资讯公司是一家从事于 β 的研究并给出计算 β 值的计算公式的公司。本次评估我们是选取该公司公布的 β 计算器计算对比公司的 β 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 β 值时需要与ERP相匹配,因此应该选择沪深300指数。

采用上述方式估算的 β 值是含有对比公司自身资本结构的 β 值。

(4) 计算对比公司 Unlevered β 和估算被评估单位 Unlevered β

根据以下公式，我们可以分别计算对比公司的 Unlevered β ：

$$\text{Unlevered}\beta = \text{Levered}\beta / [1 + (1 - T) \times D/E]$$

式中：D—债权价值；E—股权价值；T—适用所得税率。计算结果如下：

对比公司名称	股票代码	负息负债(D)	债权比例	股权价值比例	含资本结构因素的 Beta(Levered Beta)	剔除资本结构因素的 Beta(Unlevered Beta)
棕榈园林	002431.SZ	203,548	22%	78%	1.26	1.02
铁汉生态	300197.SZ	136,357	17%	83%	1.27	1.08
普邦园林	002663.SZ	81,346	10%	90%	1.33	1.22
东方园林	002310.SZ	262,181	15%	85%	0.68	0.59
蒙草抗旱	300355.SZ	54,204	10%	90%	1.36	1.24
对比公司 Unlevered Beta 加权平均值						1.03

将对比公司的 Unlevered β 计算出来后，取其平均值作为被评估单位的 Unlevered β 。

(5) 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。

最后综合上述两项指标确定被评估企业目标资本结构。

(6) 估算被评估单位在上述确定的资本结构比率下的 Levered β

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 β ：

$$\text{Levered}\beta = \text{Unlevered}\beta \times [1 + (1 - T) \times D/E]$$

式中：D—债权价值；E—股权价值；T：适用所得税率；

(7) β 系数的 Blume 修正

我们估算 β 系数的目的是估算折现率，但折现率是用来折现未来的预期收益，因此折现率应该是未来预期的折现率，因此要求估算的 β 系数也应该是未来的预期 β 系数，但我们采用的 β 系数估算方法是采用历史数据（评估基准日前对比公司的历史数据），因此我们实际估算的 β 系数应该是历史的 β 系数而不是未来预期的 β 系数。为了估算未来预期的 β 系数，我们需要采用布鲁姆调整法(Blume Adjustment)。Blume 在 1975 年其在“贝塔及其回归趋势”一文中指出股票 β 的真实值要比其估计值更趋近于“1”。并提出“趋一性”的两个可能的原因：（1）公司初建时倾向于选择风险相对高

的投资项目，当风险随着时间的推移逐渐释放时， β 会出现下降的趋势。（2）公司在决定新的投资时，作为风险厌恶者的管理层，可能倾向于考虑小风险的投资，这样公司的 β 系数就趋于“1”。

在实践中，Blume 提出的调整思路及方法如下：

$$\beta_a = 0.35 + 0.65\beta_h$$

其中： β_a 为调整后的 β 值， β_h 为历史 β 值。

该调整方法被广泛运用，许多著名的国际投资咨询机构等就采用了与布鲁姆调整相类似的 β 计算公式。鉴于此，本次评估我们采用 Blume 对采用历史数据估算的 β 系数进行调整。

（8）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。

在国际上有许多知名的研究机构发表过有关文章详细地定量阐述了公司资产规模与投资回报率之间的关系。如美国的 Ibbotson Associate 在其 SBBI 每年度研究报告中就有类似的论述。美国研究公司规模超额收益的另一个著名研究是 Grabowski-King 研究，下表就是该研究的结论：

国际上在对公司规模溢价 RP_s 研究最著名的包括 Ibbotson Associate 研究、Grabowski-King 研究，另外还有 Fama-French 研究，该研究不但包含 RP_s 也包含了部分 RP_u 的因素。

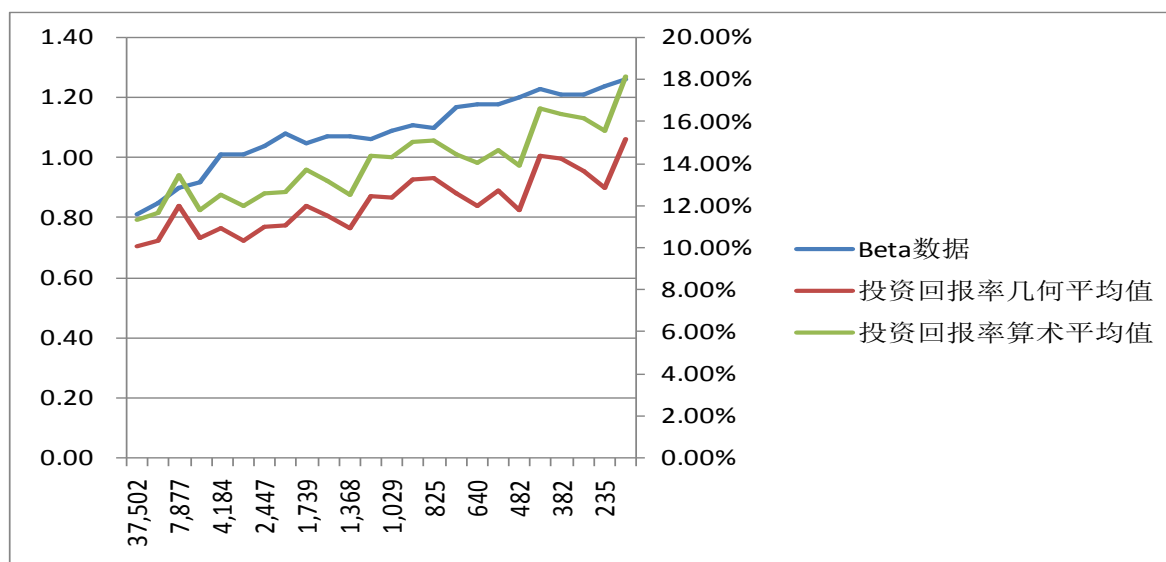
1) Ibbotson Associate 研究

美国 Ibbotson Associate 与 Duff & Phelps 合作对公司规模溢价 RP_s 进行了研究，根据 Duff & Phelps 发布的 2011 年报告，该研究基于两个思路，其一是研究公司规模、经营风险 β 系数与投资回报率之间的关系。该研究的结论可以表述如下：

公司投资回报率与股权账面价值关系表

分组序号	股权账面价值 (百万美元)	样本点 数量	Beta数据	投资回报率 标准差	投资回报率 几何平均值	投资回报率 算术平均值
1	37,502	38	0.81	16.42%	10.10%	11.35%
2	11,465	34	0.85	16.64%	10.37%	11.64%
3	7,877	35	0.90	17.85%	12.01%	13.46%
4	5,622	33	0.92	17.11%	10.50%	11.82%
5	4,184	36	1.01	18.50%	10.92%	12.54%
6	3,055	33	1.01	19.33%	10.31%	11.99%
7	2,447	38	1.04	18.44%	10.99%	12.61%
8	2,016	39	1.08	18.63%	11.05%	12.68%
9	1,739	35	1.05	19.44%	12.01%	13.73%
10	1,551	36	1.07	19.06%	11.52%	13.17%
11	1,368	44	1.07	18.74%	10.96%	12.54%
12	1,157	45	1.06	20.61%	12.46%	14.39%
13	1,029	42	1.09	20.43%	12.41%	14.31%
14	923	49	1.11	20.27%	13.23%	15.03%
15	825	44	1.10	20.28%	13.30%	15.13%
16	736	46	1.17	20.50%	12.56%	14.47%
17	640	49	1.18	21.23%	11.99%	14.06%
18	553	59	1.18	20.83%	12.70%	14.65%
19	482	45	1.20	21.53%	11.77%	13.91%
20	430	56	1.23	22.60%	14.36%	16.64%
21	382	61	1.21	21.58%	14.25%	16.33%
22	312	84	1.21	24.28%	13.63%	16.13%
23	235	112	1.24	25.13%	12.87%	15.56%
24	162	142	1.26	26.01%	15.19%	18.14%
25	60	394	1.30	31.70%	15.06%	19.04%

数据来源：Duff & Phelps Risk Premium Report 2011



由上表可以看出，随着公司规模减小，Beta系数呈增加趋势，同时公司的投资回报率呈增加趋势，该结论表明公司规模与投资风险呈负相关关系。

2) Grabowski-King 研究

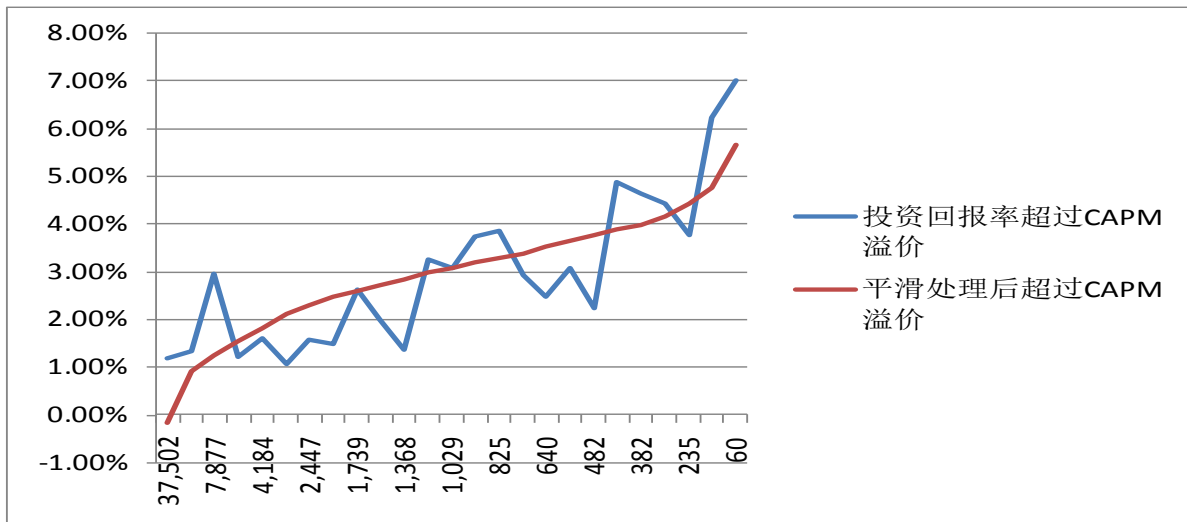
该研究更加具体、直接，实际上该研究采用多种方式作为企业规模大小的衡量标准，包括净资产账面价值、总资产账面价值、销售收入、EBITDA等，估算股票实际

投资回报率与采用 CAPM 模型估算结论之间差异与公司规模之间的关系。下表数据就是公司以股权账面价值（净资产）衡量的规模与公司投资回报率超过 CAPM 模型计算的投资回报率之差的关系数表：

公司投资回报率超过CAPM的超额收益与股权账面价值关系表

分组序号	股权账面价值 (百万美元)	计算超过无风险 收益率的投资回 报率平均值	CAPM模型计算的 超过无风险收益 率的回报率	投资回报率平均 值超过CAPM计算 值溢价	平滑处理后超过 CAPM溢价
1	37,502	4.31%	3.11%	1.20%	-0.16%
2	11,465	4.60%	3.26%	1.34%	0.91%
3	7,877	6.42%	3.45%	2.97%	1.25%
4	5,622	4.78%	3.55%	1.23%	1.55%
5	4,184	5.50%	3.89%	1.61%	1.82%
6	3,055	4.95%	3.88%	1.07%	2.11%
7	2,447	5.57%	3.99%	1.58%	2.31%
8	2,016	5.64%	4.15%	1.49%	2.48%
9	1,739	6.69%	4.05%	2.64%	2.61%
10	1,551	6.13%	4.12%	2.01%	2.72%
11	1,368	5.50%	4.13%	1.37%	2.83%
12	1,157	7.35%	4.08%	3.27%	2.98%
13	1,029	7.27%	4.20%	3.07%	3.09%
14	923	7.99%	4.25%	3.74%	3.19%
15	825	8.09%	4.24%	3.85%	3.29%
16	736	7.43%	4.50%	2.93%	3.39%
17	640	7.02%	4.55%	2.47%	3.52%
18	553	7.61%	4.52%	3.09%	3.65%
19	482	6.87%	4.62%	2.25%	3.77%
20	430	9.60%	4.71%	4.89%	3.88%
21	382	9.29%	4.66%	4.63%	3.98%
22	312	9.09%	4.65%	4.44%	4.16%
23	235	8.52%	4.74%	3.78%	4.42%
24	162	11.10%	4.86%	6.24%	4.76%
25	60	12.00%	4.99%	7.01%	5.66%

数据来源：Duff & Phelps Risk Premium Report 2011



从上表可以看出公司投资回报率超过 CAPM 计算值的溢价随着资产规模的降低由 1.12% 逐步增加到 7.01%。

3) Fama-French 研究

传统的 CAPM 模型实际表明股票的投资回报率与市场超额风险收益一个因素有

关，因此称之为单因素模型；Ibbotson Associate 研究和 Grabowski-King 研究在上述结论中增加了一个变量，就是规模超额回报率（Size Premium），也就是说股票投资回报率不但与市场超额回报率有关还与企业自身的规模大小有关，因此称之为二因素模型。但是公司的全部特有风险还与其他方面的因素有关，例如，与企业的盈利状态有关，具体的说就是盈利公司投资风险要低于亏损公司，盈利能力越强，企业的投资风险就应该越低，超额回报率就相对较低。因此在考虑公司特有风险超额回报率时，还应该考虑公司盈利能力指标。

美国芝加哥大学商学院（Graduate School of Business, University of Chicago）的 Eugene F. Fama 和马塞诸塞州技术大学的斯罗恩管理学院（Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology）的 Kenneth R. French 两位学者联合提出 Fama-French 模型，该模型可以表述如下：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + s \times SMB + h \times HML$$

式中： R_e =股权投资回报率；

R_f =无风险回报率；

ERP =市场超额风险回报率；

SMB =股票市值因素超额回报率，实际是规模超额回报率；

HML = HML 为股票市场价值超过账面价值因素超额回报率；

β 、 s 和 h 分别是上述三个因子的系数

上述模型中的 HML 参数实际是反映上市公司市场价值与账面价值之比，市场价值超过账面价值部分所产生的超额收益率，对于一般的企业，市场价值超过账面的主要原因就是企业存在的“商誉”，商誉高，则市场价值就会高于账面价值，但企业上述的高低主要是由企业的盈利能力决定的，因此可以分析认为该模型在理论上表明股权投资回报率除了跟市场因素、规模因素有关外，还与企业盈利能力有关，也就是所谓的三因素模型。

参考 Grabowski-King 研究的思路，同时在 Grabowski-King 研究的思路的基础上再进一步，我们在考虑公司的资产规模基础上，同时再引进另一个参数--收益能力指标，来研究公司特有风险超额收益 RP_s 与公司资产规模和收益能力两个指标参数的关系。我们对沪、深两市的 1,000 多家上市公司 2005~2010 年的数据进行了分析研究，我们的研究过程主要分为以下几步：

- 选取样本点：

在国内沪、深两市上市公司中共选取 1,051 家上市公司作为样本点，借助 Wind 资讯的数据系统提供的从 1997-12-31 起至 2011-12-31 的复权交易年收盘价格作为基础数据分别采用算术平均值和几何平均值方法分别计算每个选定的样本点从 2005 年~2011 年的每年收益的平均值：

算术平均值计算方法：

设：每年收益率为 R_i ，则：

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_i} \quad (i=1,2,3,\dots,n)$$

式中： R_i 为第 i 年收益率

P_i 为第 i 年年末交易收盘价（复权）

设第 1 年到第 n 年的收益平均值为 A ，则：

$$A = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

几何平均值计算方法：

设第 1 年到第 n 年的几何平均值为 C ，则：

$$C = \sqrt[n-1]{\frac{P_n}{P_1}} - 1$$

P_n 为第 n 年年末交易收盘价（后复权）。

估算每个样本点的实际平均收益之后，我们采用 CAPM 模型，即：

$$R_e = R_f + \text{Beta (ERP)}$$

估算出每个样本点采用 CAPM 模型估算的收益率 R_e 。

● 样本点公司规模数据和收益能力数据的选择

对于衡量样本点的资产规模指标我们选择“账面总资产”，对于衡量收益能力指标我们相应地选择总资产回报率 ROA。

● 数据整理

我们首先将样本点的公司规模超额收益率，也就是采用 2005 年到 2011 年平均股票收益率 R_e 与采用资本定价模型估算出来的 CAPM 的差额，即，股票 j 的公司超额收益率 Δ_j 为： $\Delta_j = R_{e_j} - \text{CAPM}_j$ ($j=1, 2, \dots, n$)

我们将公司特有风险超额收益率 Δ 与选择出来衡量资产规模的总资产账面价值

S 和衡量收益能力指标的总资产回报率 ROA 组成样本点数据序列。对上述数据序列进行排序和分组，排序、分组的方法如下：

- 先按公司总资产进行排序，将数据序列按总资产规模从小到大进行升序排序；
- 按按总资产规模进行分组，分别为以下 9 组：

序号	资产规模（亿元）	样本点数量
1	$0 \leq S < 5$	111
2	$5 \leq S < 10$	212
3	$10 \leq S < 15$	101
4	$15 \leq S < 20$	76
5	$20 \leq S < 30$	61
6	$30 \leq S < 40$	76
7	$40 \leq S < 50$	71
8	$50 \leq S < 100$	101
9	$S \geq 100$	102

- 再在上述按总资产划分的分组中，再按收益率指标 ROA 进行第二次排序，并进行分组，分组情况如下：

序号	总资产规模分组标准（亿元）	总资产收益率分组标准（%）	样本点数量
1	$0 \leq S < 5$	$R < 0$	28
2	$0 \leq S < 5$	$0 \leq R < 10$	53
3	$0 \leq S < 5$	$R \geq 10$	30
4	$5 \leq S < 10$	$R < 0$	22
5	$5 \leq S < 10$	$0 \leq R < 10$	148
6	$5 \leq S < 10$	$R \geq 10$	42
7	$10 \leq S < 15$	$R < 0$	10
8	$10 \leq S < 15$	$0 \leq R < 10$	74
9	$10 \leq S < 15$	$R \geq 10$	17
10	$15 \leq S < 20$	$R < 0$	7
11	$15 \leq S < 20$	$0 \leq R < 10$	28
12	$15 \leq S < 20$	$R \geq 10$	41
13	$20 \leq S < 30$	$R < 5$	27
14	$20 \leq S < 30$	$R \geq 5$	34
15	$30 \leq S < 40$	$R < 5$	26
16	$30 \leq S < 40$	$R \geq 5$	50
17	$40 \leq S < 50$	$R < 5$	30
18	$40 \leq S < 50$	$R \geq 5$	41
19	$50 \leq S < 100$	$R < 5$	32
20	$50 \leq S < 100$	$R \geq 5$	69
21	$S \geq 100$	$R < 5$	19
22	$S \geq 100$	$5 \leq R < 10$	51
23	$S \geq 100$	$R \geq 10$	32

- 将上述 23 个小组中的每组样本的超额收益率、总资产和 ROA 的平均值作为该组样本的超额收益率、总资产和 ROA，则可以得到如下数据表格：

序号	总资产规模分组标准（亿元）	总资产收益率分组标准（%）	样本点数量	超额收益率Rs	总净资产平均值S（亿元）	总资产平均值（亿元）的自然对数	总资产收益率平均值ROA
----	---------------	---------------	-------	---------	--------------	-----------------	--------------

序号	总资产规模分组标准 (亿元)	总资产收益率分组标准 (%)	样本点数量	超额收益率 R_s	总资产平均值 S (亿元)	总资产平均值 (亿元)的自然对数	总资产收益率平均值 ROA
1	$0 \leq S < 5$	$R < 0$	28	3.00%	2.96	1.08	-6.41%
2	$0 \leq S < 5$	$0 \leq R < 10$	53	2.80%	3.64	1.29	5.74%
3	$0 \leq S < 5$	$R \geq 10$	30	2.74%	3.39	1.22	17.26%
4	$5 \leq S < 10$	$R < 0$	22	2.45%	7.17	1.97	-57.48%
5	$5 \leq S < 10$	$0 \leq R < 10$	148	2.41%	7.56	2.02	4.67%
6	$5 \leq S < 10$	$R \geq 10$	42	2.28%	7.36	2.00	14.94%
7	$10 \leq S < 15$	$R < 0$	10	2.17%	16.88	2.83	-2.31%
8	$10 \leq S < 15$	$0 \leq R < 10$	74	2.09%	17.43	2.86	5.54%
9	$10 \leq S < 15$	$R \geq 10$	17	2.03%	17.08	2.84	13.75%
10	$15 \leq S < 20$	$R < 0$	7	1.29%	22.35	3.11	-8.94%
11	$15 \leq S < 20$	$0 \leq R < 10$	28	1.61%	22.51	3.11	3.34%
12	$15 \leq S < 20$	$R \geq 10$	41	1.45%	22.24	3.10	8.35%
13	$20 \leq S < 30$	$R < 5$	27	1.22%	27.09	3.30	0.22%
14	$20 \leq S < 30$	$R \geq 5$	34	1.12%	27.40	3.31	9.23%
15	$30 \leq S < 40$	$R < 5$	26	0.97%	34.65	3.55	1.38%
16	$30 \leq S < 40$	$R \geq 5$	50	0.94%	35.47	3.57	8.94%
17	$40 \leq S < 50$	$R < 5$	30	0.81%	44.34	3.79	1.73%
18	$40 \leq S < 50$	$R \geq 5$	41	0.73%	44.84	3.80	10.07%
19	$50 \leq S < 100$	$R < 5$	32	0.59%	69.17	4.24	2.98%
20	$50 \leq S < 100$	$R \geq 5$	69	0.35%	70.62	4.26	10.37%
21	$S \geq 100$	$R < 5$	19	0.19%	379.82	5.94	2.86%
22	$S \geq 100$	$5 \leq R < 10$	51	-0.72%	295.01	5.69	7.41%
23	$S \geq 100$	$R \geq 10$	32	-0.66%	506.88	6.23	14.61%

● 估算结论

我们按超额收益率 RP_s 与总资产的自然对数和总资产报酬率ROA进行二元一次线性回归分析,得到如下结论:

$$RP_s = 3.73\% - 0.717\% \times \ln(S) - 0.267\% \times ROA \quad (R^2 = 93.14\%)$$

其中: RP_s : 公司规模超额收益率;

S : 公司总资产账面值 (按亿元单位计算);

ROA: 总资产报酬率;

\ln : 自然对数。

根据以上结论,我们以被评估企业数据分别代入上述回归方程即可计算被评估企业的规模超额收益率 RP_s 。

以上公式计算的超额收益率仅仅是被评估企业规模因素形成的非系统风险收益率,除此之外,公司面临的风险还有其他特有经营风险,因此本次评估中还考虑其他非系统风险因素。

经营风险是指公司经营因素导致公司盈利水平变化,从而使投资者预期收益下降的可能。经营风险主要受公司本身的管理水平、技术能力、经营方向、产品结构等

内部因素影响。一般认为上市公司在公司治理结构和公司治理环境方面优于非上市公司，故被评估企业作为非上市公司，与作为上市公司的对比公司而言，在公司治理方面存在经营风险。综合上述原因，本次评估中被评估企业的除规模外的特有风险收益率为3%。

由此两项得出，被评估企业的特有风险超额收益率 R_s 的值 5.27%。

(9) 计算现行股权收益率

将恰当的数据代入 CAPM 公式中，我们就可以计算出对被评估单位的股权期望回报率。

即：被评估单位 2014 年 6-12 的 CAPM

$$\begin{aligned} &= 4.32\% + 6.27\% \times 1.118 + 5.27\% \\ &= 16.60\% \end{aligned}$$

被评估单位 2015 年及以后年 CAPM

$$\begin{aligned} &= 4.32\% + 6.27\% \times 1.106 + 5.27\% \\ &= 16.53\% \end{aligned}$$

2. 债权回报率率的确定

在中国，对债权收益率的一个合理估计是将市场公允短期和长期银行贷款利率结合起来的一个估计。

目前在中国，只有极少数国营大型企业或国家重点工程项目才可以被批准发行公司债券。事实上，中国目前尚未建立起真正意义上的公司债券市场，尽管有一些公司债券是可以交易的。然而，另一方面，官方公布的贷款利率是可以得到的。我们以现行有效的一年期贷款利率为基础结合企业在银行可能取得的贷款利率 6.60% 作为我们的债权年期期望回报率。

3. 被评估企业折现率的确定

股权期望回报率和债权回报率可以用加权平均的方法计算总资本加权平均回报率。权重评估对象实际股权、债权结构比例。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

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

其中：WACC为加权平均总资本回报率；E为股权价值； R_e 为期望股本回报率；D为付息债权价值； R_d 为债权期望回报率；T为企业所得税率。

根据上述计算得到被评估单位总资本加权平均回报率如下：

2014（6-12）年的总资本加权平均回报率

$$= 16.60\% \times 85.3\% + 6.60\% \times 14.7\% \times (1 - 15\%)$$

= 15.00%（取整确定）

2015年及以后总资本加权平均回报率

$$= 16.53\% \times 85.3\% + 6.60\% \times 14.7\% \times (1 - 25\%)$$

= 14.80%（取整确定）

WACC的计算详见《加权资金成本计算表》。

八、被评估企业股权价值的确定

按照收益法评估企业价值的思路，被评估企业股权价值=被评估企业的企业价值—付息负债价值，用字母表达的公式如下：

$$E = B - D$$

式中：E—被评估企业的股东全部权益价值；B—被评估企业的企业价值；D—评估对象的付息债务价值：

$$B = P + \sum C_i$$

式中： $\sum C_i$ —被评估企业基准日存在的长期投资、其他非经营性或溢余性资产的价值；P—被评估企业的经营性资产价值：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n}$$

式中：R_i—被评估企业未来第 i 年的预期收益(自由现金流量)；r—折现率；n—评估对象的未来预测期。

本次评估中，上式中 R_i=净利润+折旧/摊销+税后利息支出—营运资金增加—资本性支出+长期应收款流入

折现率、现金流等参数的详细计算过程如上所述，代入上述公式即可计算出被评估企业的股权价值，计算公式如下：

$$\begin{aligned} \text{被评估企业股权价值} &= \text{经营性资产价值} - \text{付息负债} + \text{非经营性资产价值} \\ &= (\text{预测期净现金流现值总额} + \text{终值的现值}) - \text{付息负债} + \text{非经营性资产价值} \\ &= 60,200 \text{ (万元)} \text{ (取整)} \end{aligned}$$

计算过程详见附表《净现金流预测表》。

九、收益法评估结果

经评估，截止评估基准日，江南园林股东全部权益在持续经营条件下收益法的评估价值为人民币 60,200 万元。

第六部分 市场法评估技术说明

一、市场法简介

市场法是根据与被评估单位相同或相似的对比公司近期交易的成交价格，通过分析对比公司与被评估单位各自特点分析确定被评估单位的股权评估价值，市场法的理论基础是同类、同经营规模并具有相同获利能力的企业其市场价值是相同的（或相似的）。市场法中常用的两种方法是上市公司比较方法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指通过对资本市场上与被评估企业处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估企业比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。

交易案例比较法是指通过分析与被评估企业处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例，获取并分析这些交易案例的数据资料，计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估企业比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。

二、市场法适用条件

运用市场法，是将评估对象置于一个完整、现实的经营过程和市场环境中，评估基础是要有产权交易、证券交易市场，因此运用市场法评估整体资产必须具备以下前提条件：

①产权交易市场、证券交易市场成熟、活跃，相关交易资料公开、完整；

②可以找到适当数量的案例与评估对象在交易对象性质、处置方式、市场条件等方面相似的参照案例；

③评估对象与参照物在资产评估的要素方面、技术方面可分解为因素差异，并且这些差异可以量化。

考虑到交易案例比较法由于受数据信息收集的限制而无法充分考虑评估对象与交易案例的差异因素对股权价值的影响，另一方面与证券市场上存在一定数量的与被评估企业类似的上市公司，且交易活跃，交易及财务数据公开，信息充分，故本次市场法评估采用上市公司比较法。

三、评估假设

1、基本假设前提是目前的中国的政治、经济保持稳定，国家税收和金融政策不作大的变化。

2、评估人员所依据的对比公司的财务报告、交易数据等均真实可靠。

3、被评估单位提供的相关基础资料和财务资料真实、准确、完整。

四、评估测算过程

市场法中的对比公司方式是通过比较与被评估单位处于同一行业的上市公司的公允市场价值来确定委估企业的公允市场价。这种方式一般是首先选择与被评估单位处于同一行业的并且股票交易活跃的上市公司作为对比公司，然后通过交易股价计算对比公司的市场价值。另一方面，再选择对比公司的一个或几个收益性和/或资产类参数，如 EBIT，EBITDA 或总资产、净资产等作为“分析参数”，最后计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的比例关系---称之为比率乘数 (Multiples)，将上述比率乘数应用到被评估单位的相应的分析参数中从而得到委估对象的市场价值。

通过计算对比公司的市场价值和分析参数，我们可以得到其收益类比率乘数和资产类比率乘数。但上述比率乘数在应用到被评估单位相应分析参数中前还需要进行必要的调整，以反映对比公司与被评估单位之间的差异。

1、比率乘数的选择

市场比较法要求通过分析对比公司股权（所有者权益）和/或全部投资资本市场价值与收益性参数、资产类参数或现金流比率参数之间的比率乘数来确定被评估单位的比率乘数，然后，根据委估企业的收益能力、资产类参数来估算其股权和/或全投资资本的价值。因此采用市场法评估的一个重要步骤是分析确定、计算比率乘数。比率乘数一般可以分为三类，分别为收益类比率乘数、资产类比率乘数和现金流比率乘数。

根据本次被评估单位的特点以及参考国际惯例，本次评估我们选用收益类比率乘数。

收益类比率乘数定义：用对比公司股权（所有者权益）和全投资资本市场价值与收益类参数计算出的比率乘数称为收益类比率乘数。收益类比率乘数一般常用的包括：

- 全投资资本市场价值与主营业务收入的比率乘数；
- 全投资资本市场价值与税息前收益比率乘数；
- 全投资资本市场价值与税息折旧/摊销前收益比率乘数；
- 全投资资本市场价值与税后现金流比率乘数；
- 股权市场价值与税前收益（利润总额）比率乘数；

通过分析，我们发现对比公司和被评估企业可能在资本结构方面存在着较大的差异，也就是对比公司和被评估企业可能会支付不同的利息。这种差异会使我们的“对

比”失去意义。为此我们必须剔除这种差异产生的影响。剔除这种差异影响的最好方法是采用全投资口径指标。所谓全投资指标主要包括税息前收益（EBIT）、税息折旧摊销前收益（EBITDA）和税后现金流（NOIAT），上述收益类指标摒弃了由于资本结构不同对收益产生的影响。

（1）EBIT 比率乘数

全投资资本的市场价值和税息前收益指标计算的比率乘数最大限度地减少了由于资本结构影响，但该指标无法区分企业折旧/摊销政策不同所产生的影响。

（2）EBITDA 比率乘数

全投资资本市场价值和税息折旧摊销前收益可以在减少资本结构影响的基础上最大限度地减少由于企业折旧/摊销政策不同所可能带来的影响。

（3）NOIAT 比率乘数

税后现金流不但可以减少由于资本结构和折旧/摊销政策可能产生的可比性差异，还可以最大限度地减少由于企业不同折现率及税率等对价值的影响。

2、比率乘数的计算时间

根据以往的评估经验，我们认为在计算比率乘数时限时选用与评估基准日相近的年报财务数据即可。

3、比率乘数的调整

由于被评估单位与对比公司之间存在经营风险的差异，包括公司特有风险等，因此需要进行必要的修正。我们以折现率参数作为被评估单位与对比公司经营风险的反映因素。

另一方面，被评估单位与对比公司可能处于企业发展的不同期间，对于相对稳定期的企业未来发展相对比较平缓，对于处于发展初期的企业可能会有一段发展相对较高的时期。另外，企业的经营能力也会对未来预期增长率产生影响，因此需要进行预期增长率差异的相关修正。

相关的修正方式如下：

采用单期间资本化模型得到企业市场价值的方式，市场价值为：

$$FMV = \frac{DCF_0 \times (1 + g)}{r - g}$$

因此：

$$\frac{FMV}{DCF_0} = \frac{(1+g)}{r-g} \quad (A)$$

实际上 $\frac{FMV}{DCF_0}$ 就是我们要求的比率乘数，因此可以定义：

$$\text{比率乘数 } \sigma = \frac{FMV}{DCF_0} = \frac{1+g}{r-g}$$

式中： r 为折现率； g 为预期增长率。

$$\text{对于对比公司，有：} \frac{1}{\sigma_1} = \frac{DCF_0 \times (1+g_1)}{FVM_1} = \frac{r_1 - g_1}{(1+g)}$$

对于被评估企业，有：

$$\begin{aligned} \frac{1}{\sigma_2} &= \frac{DCF_0 \times (1+g_2)}{FVM_2} = \frac{1}{(1+g_2)} \times (r_2 - g_2) \\ &= \frac{1}{(1+g_2)} \times (r_1 - g_1 + r_2 - r_1 + g_1 - g_2) \\ &= \frac{1}{(1+g_2)} \times \left[\frac{1+g_1}{\sigma_1} + (r_2 - r_1) + (g_1 - g_2) \right] \\ \text{即：} \quad \sigma_2 &= \frac{1+g_2}{\frac{1+g_1}{\sigma_1} + (r_2 - r_1) + (g_1 - g_2)} \quad (B) \end{aligned}$$

式中： $(r_2 - r_1)$ 即规模风险因素修正， $(g_1 - g_2)$ 即增长率因素修正。

r_1 ：为对比公司规模风险；

g_1 ：为对比公司预期增长率；

σ_1 ：为对比公司的 $\frac{1+g}{r-g}$ ；

r_2 ：为被评估企业规模风险；

g_2 ：为被评估企业预期增长率；

被评估单位市场价值为：

$$FMV_2 = DCF_2 \times \sigma_2$$

NOIAT、EBIT、EBITDA 比率乘数分别按如下方法估算和修正：

(1) NOIAT 比率乘数计算过程

式(A)中 $r-g$ 实际就是资本化率，或者准确地说是对于 DCF 的资本化率。如果 DCF 是全投资资本形成的税后现金流，如 NOIAT，相应的 r 应该是全部投资资本的折现率

WACC。因此有如下公式：

$$\frac{FMV}{NOIAT} = \frac{1 + g}{WACC - g}$$

① 折现率 r 的估算

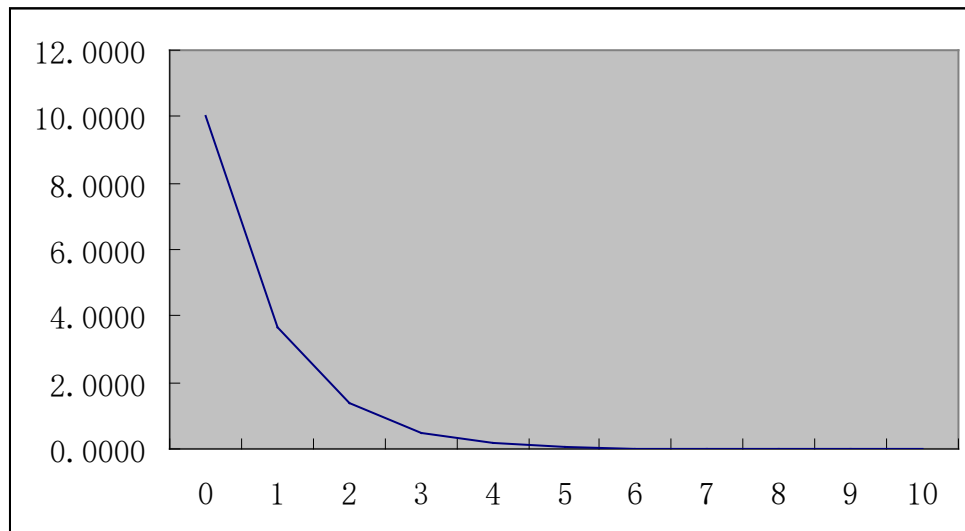
由于对比公司全部为上市公司，因此其市场价值可以非常容易确定，我们可以通过其加权资金成本估算其折现率，即

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

对于被评估单位的折现率我们采用对对比公司的折现率修正的方法进行估算。有关对比公司折现率和被评估单位折现率的估算，请详见市场法估算附表和收益法估算附表。

② 预期长期增长率 g 的估算

所谓预期长期增长率就是对比公司评估基准日后的长期增长率，我们知道对于企业未来的增长率应该符合一个逐步下降的一个趋势，也就是说其增长率应该随着时间的推移，增长率逐步下降，理论上说当时间趋于无穷时，增长率趋于零，其关系可以用以下图示：



我们根据对比公司和被评估单位的历史数据为基础分别采用高登增长模型和趋势预测法预测预期增长率 g 。

③ NOIAT 比率乘数 σ 的估算

根据式(B)，有：

$$\sigma_2|_{NOIAT} = \frac{1+g_2}{\frac{1+g_1}{\sigma_1} + (r_2 - r_1) + (g_1 - g_2)} \Big|_{NOIAT}$$

r_1 : 为对比公司折现率WACC;

g_1 : 为对比公司预期增长率;

σ_1 : 为对比公司的 $\frac{1+g}{r-g}$;

r_2 : 为被评估企业折现率WACC;

g_2 : 为被评估企业预期增长率;

(2) EBIT 比率乘数计算过程

①折现率 r 的估算

我们知道:

$$\frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} = \frac{NOIAT}{D + E} = \frac{EBIT}{D + E} \times \frac{NOIAT}{EBIT}$$

$$\text{因此: } \frac{EBIT}{D + E} = \frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} \times \frac{EBIT}{NOIAT} = \frac{r_{EBIT} - g_{EBIT}}{1 + g_{EBIT}}$$

$$\text{即: } r_{EBIT} = \frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} \times \frac{EBIT}{NOIAT} \times (1 + g_{EBIT}) + g_{EBIT}$$

②预期长期增长率 g 的估算

我们知道:

$$EBIT = \frac{NOIAT - DA \text{ (折旧/摊销)}}{(1 - T)}$$

我们可以认为在企业按现状持续经营假设前提下, 企业每年的 DA 变化不大, 可以忽略, 则有:

$$\Delta EBIT = \frac{\Delta NOIAT}{(1 - T)}$$

$$\frac{\Delta EBIT}{EBIT} = \frac{\Delta NOIAT}{NOIAT} \times \frac{1}{(1 - T)} \times \frac{NOIAT}{EBIT}$$

我们定义:

$$\lambda = \frac{NOIAT}{EBIT}, \quad g_{EBIT} = \frac{\Delta EBIT}{EBIT}, \quad g_{NOIAT} = \frac{\Delta NOIAT}{NOIAT}$$

$$\text{则: } g_{EBIT} = \frac{\lambda \times g_{NOIAT}}{1 - T}$$

③ EBIT 比率乘数 σ 的估算

根据式(B)，有：

$$\sigma_2 \Big|_{EBIT} = \frac{1 + g_2}{\frac{1 + g_1}{\sigma_1} + (r_2 - r_1) + (g_1 - g_2)} \Big|_{EBIT}$$

(3) EBITDA 比率乘数计算过程

① 折现率 r 的估算

我们知道：

$$\frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} = \frac{NOIAT}{D + E} = \frac{EBITDA}{D + E} \times \frac{NOIAT}{EBITDA}$$

$$\frac{EBITDA}{D + E} = \frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} \times \frac{EBITDA}{NOIAT} = \frac{r_{EBITDA} - g_{EBITDA}}{1 + g_{EBITDA}}$$

$$\text{即： } r_{EBITDA} = \frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} \times \frac{EBITDA}{NOIAT} \times (1 + g_{EBITDA}) + g_{EBITDA}$$

② 预期长期增长率 g 的估算

我们知道：

$$EBITDA = \frac{NOIAT}{(1-T)} - \frac{T}{(1-T)} DA$$

我们可以认为在企业按现状持续经营假设前提下，企业每年的 DA 变化不大，可以忽略，则有：

$$\Delta EBITDA = \frac{\Delta NOIAT}{(1-T)}$$

$$\frac{\Delta EBITDA}{EBITDA} = \frac{\Delta NOIAT}{NOIAT} \times \frac{1}{1-T} \times \frac{NOIAT}{EBITDA}$$

我们定义：

$$\delta = \frac{NOIAT}{EBITDA}, \quad g_{EBITDA} = \frac{\Delta EBITDA}{EBITDA}, \quad g_{NOIAT} = \frac{\Delta NOIAT}{NOIAT}$$

$$\text{则： } g_{EBITDA} = \frac{\delta \times g_{NOIAT}}{1-T}$$

③ 比率乘数 σ 的估算

根据式(B)，有：

$$\sigma_2|_{EBITDA} = \frac{I + g_2}{\frac{I + g_1}{\sigma_1} + (r_2 - r_1) + (g_1 - g_2)}|_{EBITDA}$$

分别采用上述的比率乘数可以通过公式(C)计算得到被评估单位的股权价值，即
被评估单位市场价值=被评估单位比率乘数×被评估单位相应分析参数。

4、缺少流通折扣的估算

(1) 缺少流通性对股权价值的影响

流通性定义为资产、股权、所有者权益以及股票等以最小的成本，通过转让或者销售方式转换为现金的能力。

缺少流通折扣定义为：在资产或权益价值基础上扣除一定数量或一定比例，以体现该资产或权益缺少流通性。

股权的自由流通性是对其价值有重要影响的。由于本次评估的企业是非上市公司，其股权是不可以在股票交易市场上交易的，这种不可流通性对其价值是有影响的。

流通性实际是资产、股权、所有者权益以及股票在转换为现金时其价值不发生损失的能力，缺少流通性就是资产、股权等在转换为现金时其价值发生一定损失。美国评估界在谈论缺少流通性时一般包含两个层面的含义：1) 对于控股股权，一般认为其缺少流通折扣实际主要表现在股权“缺少变现性”（Discount for Lack of Liquidity 或者 DLLOL），即该股权在转换为现金的能力方面存在缺陷，也就是股权缺少流通折扣就是体现该股权在不减少其价值的前提下转换为现金的能力方面与具有流通性的股权相比其价值会出现的一个贬值；2) 对于少数股权，一般认为其缺少流通折扣实际主要表现在股权“缺少交易市场”（Discount for Lack of Marketability 或者 DLOM），即，由于这类股权没有一个系统的有效的交易市场机制，使这些股权可以方便的交易，造成这类股权交易的活跃程度等方面受到制约，不能与股票市场上的股票交易一样具有系统的市场交易机制，因此这类股权的交易价值与股票市场上交易的股票相比存在一个交易价值的贬值。

一般认为不可流通股与流通股之间的价格差异主要由下列因素造成：①承担的风险。流通股的流通性很强，一旦发生风险后，流通股持有者可以迅速出售所持有股票，减少或避免风险。法人股持有者在遇到同样情况后，则不能迅速做出上述反映而遭受损失。②交易的活跃程度。流通股交易活跃，价格上升。法人股缺乏必要的交易人数，另外法人股一般数额较大，很多投资者缺乏经济实力参与法人股的交易，因而，与流

流通股相比，交易缺乏活跃，价格较低。

(2) 缺少流通性对股权价值影响的定量研究

不可流通性影响股票价值这一事实是普遍存在的，有很多这方面的研究。目前国际上定量研究缺少流通折扣率的主要方式或途径主要包括以下几种：

1) 限制性股票交易价格研究途径（“Restricted Stock Studies”）。该类研究途径的思路是通过研究存在转让限制性的股票的交易价与同一公司转让没有限制的股票的交易价之间的差异来定量估算缺少流通性折扣。在美国的上市公司中，存在一种转让受到限制性股票，这些股票通常有一定的限制期，在限制期内不能进入股票市场交易，或者需要经过特别批准才能进场交易。但这些股票可以进行场外交易。

下面的表格是对上述限制股研究的一个总结：

序号	研究名称	覆盖年份	折扣率平均值 (%)
1	SEC Overall Average	1966-1969	25.8
2	SEC Non-reporting OTC Companies	1966-1969	32.6
3	Gelman	1968-1970	33
4	Trout	1968-1972	33.5
5	Moroney		35.6
6	Maher	1969-1973	35.4
7	Standard Research Consultants	1978-1982	45
8	Willamette Management Associates	1981-1984	31.2
9	Silber Study	1981-1988	33.8
10	FMV Study	1979-1992.4	23
11	FMV Restricted Stock Study	1980-2001	22.1
12	Management Planning, Inc.	1980-1995	27.7
13	Bruce Johnson	1991-1995	20
14	Columbia Financial Advisors	1996-1997.2	21
15	Columbia Financial Advisors	1997.5-1998	13

从上述研究结论中可以看出利用上世纪90年代前限制期为2年的限制股交易价格研究缺少流通折扣率大约在30%左右，利用90年代后的数据研究的结论则在20%左右，这个差异主要是由于限制股的限制期由2年变为1年的原因。

2) IPO前交易价格研究途径（“Pre-IPO Studies”）。该类研究的思路是通过公司IPO前股权交易价格与后续上市后股票交易价格对比来研究缺少流通折扣率。根据美国证券市场的相关规定，公司在进行IPO时需要向美国证监会（SEC）报告公司前2年发生的所有股权交易情况，因此IPO前研究一般是根据公司IPO前2年内发生的股权交易的价格与IPO后上市后的交易价格的差异来定量估算缺少流通折扣率的。

IPO前研究主要 Robert W. Baird & Company 的研究，该研究包含了1980年到2000年

超过 4,000 个 IPO 项目以及 543 项满足条件的 IPO 前交易案例的数据，研究结果表明从 1980 年到 2000 年缺少流通折扣率的中位值和平均值分别为 47% 和 46%。研究结果数据如下：

研究涵盖日期	IPO 项目数量	符合条件的交易案例数量	折扣率平均值	折扣率中位值
1997-2000	1,847	266	50%	52%
1995-1997	732	84	43%	41%
1994-1995	318	45	45%	47%
1991-1993	443	49	45%	43%
1990-1992	266	30	34%	33%
1989-1990	157	17	46%	40%
1987-1989	98	21	43%	43%
1985-1986	130	19	43%	43%
1980-1981	97	12	59%	68%
1980-2000	4,088	543	46%	47%

另一个研究是 Valuation Advisor 研究，该研究收集并编辑了大约 3,200 个 IPO 前交易的案例，并建立一个 IPO 前研究缺少流通折扣率的数据库。这个研究包括的数据主要是公司 IPO 前 2 年内普通股、可转换债券、优先股以及股票期权等的交易价格。1999 年到 2008 年的交易汇总表如下：

IPO 前交易时间	1-90 天	91-180 天	181-270 天	271-365 天	1-2 年
1999 折扣率中位值	30.8%	53.9%	75.0%	76.9%	82.0%
2000 折扣率中位值	28.7%	45.1%	61.5%	68.9%	76.6%
2001 折扣率中位值	14.7%	33.2%	33.4%	52.1%	51.6%
2002 折扣率中位值	6.2%	17.3%	21.9%	39.5%	55.0%
2003 折扣率中位值	28.8%	22.3%	38.4%	39.7%	61.4%
2004 折扣率中位值	16.7%	22.7%	40.0%	56.3%	57.9%
2005 折扣率中位值	14.8%	26.1%	41.7%	46.1%	45.5%
2006 折扣率中位值	20.7%	20.8%	40.2%	46.9%	57.2%
2007 折扣率中位值	11.1%	29.4%	36.3%	47.5%	53.1%
2008 折扣率中位值	20.3%	19.2%	45.8%	40.4%	49.3%

目前，美国一些评估分析人员相信 IPO 前研究缺少流通折扣率与限制股交易研究相比，对于非上市公司，可以提供更为可靠的缺少流通折扣率的数据。原因是 IPO 前的公司股权交易与实际评估中的非上市公司的股权交易情况更为接近，因此按 IPO 前研究得出的缺少流通折扣率更为适合实际评估中的非上市公司的情况。

3) 国内缺少流通折扣率的定量估算

缺少流通性的资产存在价值贬值这一规律在中国国内也是适用的,国内的缺少流通性折扣也是客观存在的。借鉴国际上定量研究缺少流通折扣率的方式,本次评估我们结合国内实际情况采用非上市公司购并市盈率与上市公司市盈率对比方式估算缺少流通折扣率。

采用非上市公司购并市盈率与上市公司市盈率对比方式估算缺少流通折扣率的基本思路是收集分析非上市公司并购案例的市盈率(P/E),然后与同期的上市公司的市盈率(P/E)进行对比分析,通过上述两类市盈率的差异来估算缺少流通折扣率。

我们分别收集和对比分析了发生在2013年的非上市公司的少数股权交易并购案例和截止于2013年底的上市公司市盈率数据,得到如下数据:

序号	行业名称	非上市公司并购		上市公司		缺少流通折扣率
		样本点数量	市盈率平均值	样本点数量	市盈率平均值	
1	采掘业	14	23.96	39	14.13	-69.6%
2	传播与文化产业	16	21.10	17	34.71	39.2%
3	电力、煤气及水的生产和供应业	28	16.87	44	23.67	28.7%
4	电子	46	19.28	64	49.01	60.7%
5	房地产业	53	12.24	61	24.39	49.8%
6	纺织、服装、皮毛	7	13.11	33	31.41	58.3%
7	机械、设备、仪表	73	15.44	242	37.11	58.4%
8	建筑业	18	16.29	28	26.53	38.6%
9	交通运输、仓储业	18	16.76	44	18.55	9.6%
10	金融、保险业	40	10.73	34	21.32	49.7%
11	金属、非金属	29	16.10	121	39.99	59.7%
12	农、林、牧、渔业	6	27.46	20	38.70	29.0%
13	批发和零售贸易	56	13.11	80	26.91	51.3%
14	社会服务业	7	28.94	39	37.81	23.5%
15	石油、化学、塑胶、塑料	27	13.80	114	32.34	57.3%
16	食品、饮料	18	16.31	48	34.84	53.2%
17	信息技术业	57	19.01	62	52.49	63.8%
18	医药、生物制品	41	19.71	71	44.33	55.5%
19	造纸、印刷	6	10.23	23	40.49	74.7%
20	其他制造业	4	16.00	10	40.37	60.4%
21	综合类	59	14.18	19	25.97	45.4%
22	合计/平均值	623	17.17	1213	33.10	42.7%

本次评估涉及的行业是建筑业,因此我们取上述估算的缺少流通折扣率38.6%作为我们最后采用的缺少流通折扣率。

5. 非经营性资产净值和付息负债净值

根据企业提供的评估基准日经审计的合并资产负债表,评估人员对被评估单位提供的财务报表进行必要的审查,对其资产和收益项目根据评估的需要进行分类或调整。有关对非经营性资产、付息负债的调整和其评估值的确定,参见收益法相关内容。

6、上市公司比较法评估结论的分析确定

1) 关于比率乘数种类确定

EBIT 比率乘数、EBITDA 比率乘数和 NOIAT 都是反映企业获利能力与全投资市场价值之间关系的比率乘数，这种比率乘数直接反映了获利能力和价值之间的关系，其中 EBIT 比率乘数最大限度地减少了由于债务结构和所得税造成的影响，EBITDA 比率乘数在 EBIT 比率乘数的基础上又可以最大限度地减少由于企业折旧/摊销政策不同所可能带来的税收等方面的影响，NOIAT 比率乘数在 EBITDA 比率乘数的基础上可以最大限度地减少由于企业不同折现率及税率等方面的影响。因此我们最后确定采用计算的 NOIAT 比率乘数、EBIT 比率乘数和 EBITDA 比率乘数的分别计算企业全投资市场价值，最后取其平均值作为被评估企业的全投资市场价值。计算结果如下：

NOIAT 比例乘数计算表

对比公司名称	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司 NOIAT 增长率	目标公司 NOIAT 增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
棕榈园林	11.30%	14.77%	5.92%	8.05%	3.47%	-2.13%	19.68	16.08	15.93
铁汉生态	12.09%	15.43%	8.45%	8.05%	3.33%	0.40%	29.80	14.65	
普邦园林	13.06%	16.63%	9.39%	8.05%	3.58%	1.34%	29.83	12.59	
东方园林	8.43%	12.56%	3.98%	8.05%	4.13%	-4.07%	23.37	23.95	
蒙草抗旱	13.36%	16.76%	11.19%	8.05%	3.40%	3.14%	51.23	12.40	

EBIT 比例乘数计算表

对比公司名称	NOIAT/EBIT(λ)	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司 EBIT 增长率	目标公司 EBIT 增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
棕榈园林	94.3%	12.31%	16.55%	6.56%	9.57%	4.24%	-3.01%	18.55	15.72	15.57
铁汉生态	92.9%	13.18%	17.23%	9.24%	9.57%	4.04%	-0.34%	27.68	14.32	
普邦园林	87.7%	13.88%	18.48%	9.69%	9.57%	4.60%	0.12%	26.16	12.30	
东方园林	91.4%	9.16%	14.25%	4.28%	9.57%	5.09%	-5.30%	21.35	23.41	
蒙草抗旱	96.6%	15.00%	18.61%	12.73%	9.57%	3.61%	3.15%	49.50	12.12	

EBITDA 比例乘数计算表

对比公司名称	NOIAT/EBITDA(δ)	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司 EBITDA 增长率	目标公司 EBITDA 增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
棕榈园林	87.8%	12.25%	16.47%	6.11%	9.29%	4.22%	-3.18%	17.27	15.22	15.08
铁汉生态	88.3%	12.92%	17.18%	8.78%	9.29%	4.26%	-0.51%	26.31	13.86	
普邦园林	84.7%	13.69%	18.47%	9.36%	9.29%	4.78%	0.07%	25.27	11.91	
东方园林	89.5%	9.17%	14.11%	4.19%	9.29%	4.94%	-5.11%	20.91	22.67	
蒙草抗旱	87.6%	14.02%	18.61%	11.54%	9.29%	4.59%	2.24%	44.88	11.73	

市场法评估汇总表

序号	企业名称	NOIAT 比率乘数	EBIT 比率乘数	EBITDA 比率乘数
1	被评估公司比率乘数取值	15.93	15.57	15.08
2	被评估公司对应参数	6,660.91	7,467.54	7,693.34
3	被评估公司全投资计算价值	106,136.97	116,298.45	116,000.21
4	被评估公司付息负债	8,066.43	8,066.43	8,066.43
5	不可流通折扣率	38.60%	38.60%	38.60%
6	非经营性资产净值	865.29	865.29	865.29
7	被评估公司股权市场价值	61,081	67,320	67,137
8	评估结果(取整)	65,200.00		

2) 市场法评估结论的分析确定

我们选定 EBIT 比率乘数、EBITDA 比率乘数和 NOIAT 比率乘数的作为本次评估市场法采用的比率乘数。利用如下公式：

被评估单位比率乘数=对比公司比率乘数×修正系数 P

根据上式计算得出被评估单位全投资市场价值后我们通过如下方式得到股东全部权益的评估价值：

江南园林的股东全部权益价值=（全投资市场价值-付息负债）×（1-不可流通折扣率）+非经营性资产净值

根据以上分析及计算，我们通过 EBIT 比率乘数、EBITDA 比率乘数和 NOIAT 比率乘数分别得到股东全部权益的公允市场价值，我们取 3 种比率乘数结论的平均值作为市场法评估结果。即采用市场法确定的江南园林股东全部权益的市场价值为 65,200.00 万元（取整）。

第七部分 评估结论及分析

本次评估分别采用收益法和市场法两种方法对江南园林股东全部权益价值进行评估。江南园林经专项审计后资产账面价值为 73,367.78 万元，负债为 55,127.46 万元，净资产为 18,240.32 万元。

一、收益法评估结果

于评估基准日 2014 年 5 月 31 日，在持续经营的假设条件下，采用收益法确定的江南园林股东全部权益评估价值 60,200.00 万元，比审计后账面净资产增值 41,959.68 万元，增值率为 230.04%。

收益法评估结果见下表：

资产评估结果汇总表（收益法）

金额单位：人民币万元

项 目		账面净值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C=B-A	D=C/A×100
流动资产	1	44,159.04			
非流动资产	2	29,208.74			
其中：长期股权投资	3	100.00			
投资性房地产	4				
固定资产	5	1,020.53			
在建工程	6	1,608.19			
无形资产	7	344.65			
其中：土地使用权	8	324.75			
其他非流动资产	9	26,135.37			
资产总计	11	73,367.78			
流动负债	12	55,127.46			
非流动负债	13				
负债总计	14	55,127.46			
净资产(所有者权益)	15	18,240.32	60,200.00	41,959.68	230.04

收益法评估结果详细情况见收益法评估明细表。

二、市场法评估结果

于评估基准日 2014 年 5 月 31 日，在持续经营的假设条件下，采用市场法确定的江南园林股东全部权益评估价值为 65,200.00 万元，比审计后账面净资产增值 46,959.68 万元，增值率为 257.45%。

市场法评估结果见下表：

资产评估结果汇总表（市场法）

金额单位：人民币万元

项 目		账面净值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C=B-A	D=C/A×100
流动资产	1	44,159.04			
非流动资产	2	29,208.74			
其中：长期股权投资	3	100.00			
投资性房地产	4				
固定资产	5	1,020.53			
在建工程	6	1,608.19			
无形资产	7	344.65			
其中：土地使用权	8	324.75			
其他非流动资产	9	26,135.37			
资产总计	10	73,367.78			
流动负债	11	55,127.46			
非流动负债	12				
负债总计	13	55,127.46			
净资产(所有者权益)	14	18,240.32	65,200.00	46,959.68	257.45

市场法评估结果详细情况见市场法评估明细表。

三、评估结论

江南园林股东全部权益价值采用两种方法得出的评估结果分别为：

收益法的评估值为 60,200.00 万元；市场法的评估值为 65,200.00 万元，两种方法的评估结果差异 5,000.0 万元，差异率 8.31%。

收益法是从未来收益的角度出发，以被评估单位现实资产未来可以产生的收益，经过风险折现后的现值和作为被评估企业股权的评估价值，涵盖了诸如客户资源、商誉、人力资源、技术业务能力等无形资产的价值。

市场法则是根据与被评估单位相同或相似的对比公司近期交易的成交价格，通过分析对比公司与被评估单位各自特点分析确定被评估单位的股权评估价值，市场法的理论基础是同类、同经营规模并具有相同获利能力的企业其市场价值是相同的（或相似的）。

收益法与市场法评估结果均涵盖了诸如客户资源、商誉、人力资源、技术业务能力等无形资产的价值，二者相辅相成，市场法的结果是收益法结果的市场表现，而收益法结果是市场法结果的基础。但市场法对企业预期收益仅考虑了增长率等有限因素对企业未来价值的影响，并且其价值乘数受股市波动的影响较大。

根据以上分析，我们认为，本次评估采用收益法结论作为最终评估结论比较

合理。故，于评估基准日 2014 年 5 月 31 日，在持续经营的假设条件下，江南园林股东全部权益的市场价值为人民币 60,200.00 万元。

按照上述江南园林有限公司股东全部权益评估值乘以云南旅游股份有限公司拟购买的 80% 股权比例计算的评估结果为 48,160.00 万元。则本评估报告结论为：江南园林有限公司 80% 股东权益价值为 48,160.00 万元。

四、评估增值原因分析

增值原因主要是江南园林拥有的部分专利、商标等资产未全部在其账面价值中反映，同时，由于涵盖了诸如客户资源、商誉、人力资源、技术业务能力等无形资产的价值，因此造成评估增值。

附件一：关于进行资产评估有关事项的说明

企业关于进行资产评估有关事项的说明

一、委托方与被评估单位概况

（一）委托方概况

1. 注册登记情况

名称：云南旅游股份有限公司（以下简称“云南旅游”）

上市证券交易所：深圳证券交易所

证券代码：002059

住所：云南省昆明市白龙路世博园

法定代表人：王冲

注册资本：31201.0107 万元

企业类型：股份有限公司（上市公司）

成立日期：2000 年 12 月 29 日

经营范围：景区景点投资、经营及管理，园林园艺产品展示，旅游房地产投资，生物产品开发及利用，旅游商贸，旅游商品设计、开发、销售，旅游服务（景区导游礼仪服务，园区旅游交通服务，摄影摄像和照像业务），游乐场经营，婚庆服务，会议会务接待，渡假村开发经营，广告经营、会展、旅游咨询，旅游商品开发，文化产品开发，进出口业务。

2. 公司概况

① 公司设立

云南旅游股份有限公司前身为昆明世博园股份有限公司，是经云南省人民政府云政复[2000]175 号文批准，由云南世博集团有限公司（原名：云南省园艺博览集团有限公司）作为主发起人，联合云南红塔集团有限公司（原名：云南红塔实业有限责任公司）、云南世博广告有限公司、昆明樱花实业股份有限公司、云南铜业（集团）有限公司、北京周林频谱总公司六家法人于 2000 年以发起设立方式设立的股份有限公司。公司于 2000 年 12 月 29 日在云南省工商行政管理局注册登记，注册资本为 16,000 万元，注册号为：5300001011613。

② 控股股东及实际控制人情况

云南旅游控股股东为云南世博集团有限公司，实际控制人为云南省国资委。

③公司经营范围和主营业务

公司经营范围为景区景点投资、经营及管理，园林园艺产品展示，旅游房地产投资，生物产品开发及利用，旅游商贸，旅游商品设计、开发、销售，旅游服务（景区导游礼仪服务，园区旅游交通服务，摄影摄像和照像业务）游乐场经营，婚庆服务，会议会务接待，度假村开发经营，广告经营、会展、旅游咨询，旅游商品开发，文化产品开发，进出口业务。其中，主营业务为景区、酒店、房地产、园艺物业、婚宴会议、交通运输、旅行社、汽车修理等几大板块，相关业务由公司旗下各子公司分别经营。

公司旗下共拥有十一家子公司：云南世博兴云房地产有限公司、云南世博园艺有限公司、昆明世博园物业服务有限责任公司、昆明世博会议中心有限公司、昆明世博运动休闲有限公司、云南省丽江中国国际旅行社有限责任公司、云南世博旅游景区管理有限公司、云南旅游汽车有限公司、云南世博花园酒店有限公司、云南世博出租汽车有限公司和云南旅游酒店管理有限公司。公司拥有的子公司业务范围覆盖广泛，包括旅游景区、园艺、物业、地产、酒店会议、生态休闲、旅游、交通运输等行业上下游领域，业务发展多样化，综合化，实现了有机紧密的业务衔接。

公司于 2006 年在深交所成功上市，根据证监会公布的《2012 年 4 季度上市公司行业分类结果》，已被划入证监会行业分类中“水利、环境和公共设施管理业(N)”的“公共设施管理业”。

（二）被评估单位概况

1. 注册登记情况

名称：江南园林有限公司（简称“江南园林”）

住所：常州市新北区珠江路 111 号

法定代表人：杨建国

注册资本：5118 万元整

企业类型：有限责任公司

经营期限：自 1992 年 10 月 28 日至 2015 年 05 月 10 日

经营范围：园林绿化工程、古建筑工程、文物保护及修缮工程、土木工程、市政工程、幕墙工程、室内外装饰工程、消防设施安装工程、机电设备安装工程、

雕塑工程、喷泉工程的设计与施工；工程造价咨询、招投标代理、工程监理；建筑智能化工程的设计、施工和修缮；承包境外园林古建筑工程和境内国际招标工程；自营和代理各类商品和技术的进出口（国家限定公司经营或禁止进出口地商品和技术除外）；园林家具、园林机械、工艺美术品、金属材料、木材、建筑材料、化工材料、百货、针纺织品、电子产品、盆景的销售。[树木、花卉的种植、销售（限分支机构经营）]（涉及许可经营的项目凭许可证或资质证经营）。

2. 历史沿革

江南园林前身为常州经济技术开发区江南园林建筑工程公司，系杨建国于1992年10月申请设立，企业成立时性质为集体所有制，注册时实收资本为388.00万元；1993年2月公司名称变更为“常州市江南园林建筑工程总公司”；1999年由集体所有制变更为股份合作制，改制后企业是由自然人杨建国、潘新玉、唐时平3人共同出资参股的股份合作制企业，股本总额为688.00万元人民币；2003年11月公司第一次增资，由688.00万元增加到1,118.00万元；2005年5月，公司改制为江苏江南园林建筑工程有限公司；2006年9月公司第二次增资，由1,118.00万元增加到2,118.00万元；2010年1月公司第三次增资，由2,118.00万元增加到3,118.00万元；2010年4月公司第四次增资，由3,118.00万元增加到5,118.00万元；2013年7月，姚俊将其在公司的出资额2.559万元（占注册资本的0.05%）转让给股东杨清。2013年7月16日，公司在江苏省常州工商行政管理局办理完毕变更登记手续，同时公司名称变更为“江南园林有限公司”，公司股权结构如下：

序号	股东名称	出资金额（万元）	占注册资本比率
1	杨清	2377.311	46.45%
2	杨建国	1535.4	30.00%
3	中驰投资	511.8	10.00%
4	卢鹰	176.571	3.45%
5	胡娜	153.54	3.00%
6	胡九如	153.54	3.00%
7	秦威	25.59	0.50%
8	胥晓中	25.59	0.50%
9	陆曙炎	61.416	1.20%
10	许刚	51.18	1.00%
11	王吉雷	12.795	0.25%

序号	股东名称	出资金额（万元）	占注册资本比率
12	葛建华	5.118	0.10%
13	金永民	5.118	0.10%
14	张建国	5.118	0.10%
15	罗海峰	5.118	0.10%
16	毛汇	5.118	0.10%
17	石荣婷	2.559	0.05%
18	杨小芳	2.559	0.05%
19	顾汉强	2.559	0.05%
合计		5,118.00	100.00%

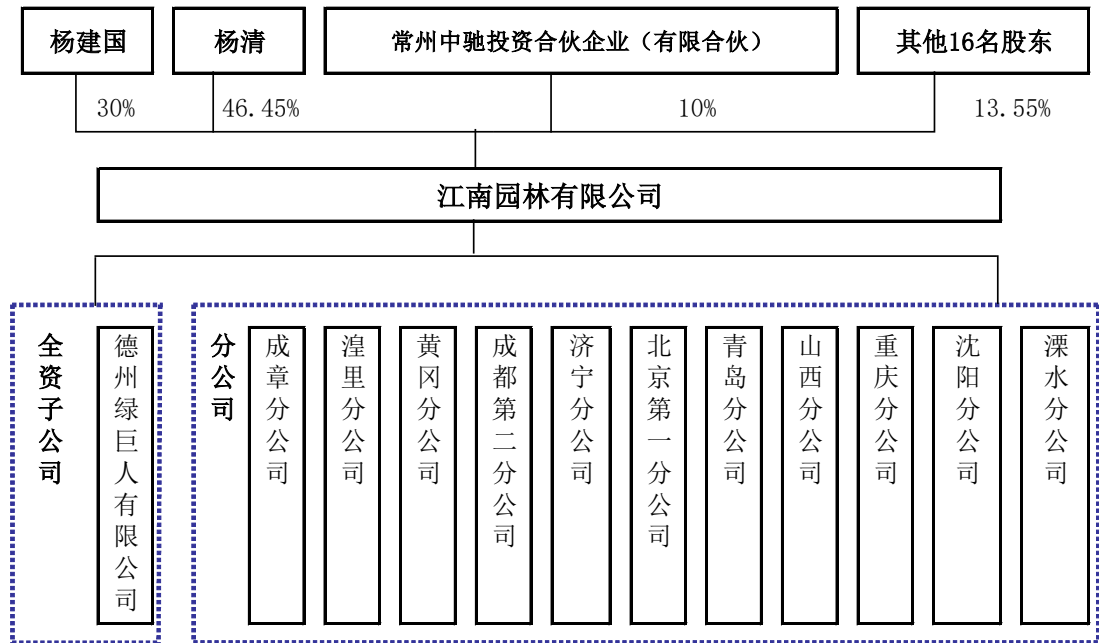
截止 2014 年 5 月 31 日，公司股权结构未变更。

2014 年 6 月 28 日，江南园林召开临时股东会会议，一致同意许刚将其在本公司的出资 51.18 万元中的 25.59 万元（占注册资本的 0.5%）转让给杨清，该股权转让已于 2014 年 7 月 2 日在江苏省常州工商行政管理局备案。转让前后股权结构如下：

股东名称	转让前	变动	转让后	持股比例
杨清	23,773,110.00	255,900.00	24,029,010.00	46.95%
杨建国	15,354,000.00		15,354,000.00	30.00%
中驰投资	5,118,000.00		5,118,000.00	10.00%
卢鹰	1,765,710.00		1,765,710.00	3.45%
胡娜	1,535,400.00		1,535,400.00	3.00%
秦威	255,900.00		255,900.00	0.50%
胥晓中	255,900.00		255,900.00	0.50%
陆曙炎	614,160.00		614,160.00	1.20%
许刚	511,800.00	-255,900.00	255,900.00	0.50%
王吉雷	127,950.00		127,950.00	0.25%
葛建华	51,180.00		51,180.00	0.10%
金永民	51,180.00		51,180.00	0.10%
张建国	51,180.00		51,180.00	0.10%
罗海峰	51,180.00		51,180.00	0.10%
毛汇	51,180.00		51,180.00	0.10%
石荣婷	25,590.00		25,590.00	0.05%
杨小芳	25,590.00		25,590.00	0.05%
顾汉强	25,590.00		25,590.00	0.05%
胡九如	1,535,400.00		1,535,400.00	3.00%
合计	51,180,000.00	0.00	51,180,000.00	100.00%

(2) 公司股权及机构设置

截至评估基准日，江南园林共有 11 家分公司和 1 家子公司。分公司包括：北京第一分公司、成都第二分公司、常州景观分公司、湟里分公司、重庆分公司、沈阳分公司、黄冈分公司、溧水分公司、山西分公司、青岛分公司和济宁分公司，这些分公司目前均作为江南园林的成本中心；子公司为德州绿巨人有限公司，持有 100% 股权。



(3) 公司业务情况

江南园林的主要业务为园林工程施工和园林景观设计。其中：园林景观施工业务在江南园林主营业务中占主要地位，是江南园林营业收入和利润的主要来源，细分为市政园林工程、地产景观园林工程、古建筑及文物修缮工程（公司特色业务）；园林景观设计主要是为江南园林的园林工程施工业务提供设计方案，对外设计业务在逐年增长。

从业务的地域分布来看，江南园林的园林绿化施工项目范围布及江苏、安徽、山东、山西、河北、河南、内蒙古、吉林、辽宁、福建、湖南、湖北、四川、云南等多地，还曾赴泰国完成当地古建筑修复项目。

3. 财务状况及经营成果

近二年及评估基准日企业的资产、负债、财务状况和经营业绩如下表：

◆ 合并口径

前 2 年及评估基准日合并口径的资产、负债及经营成果如下表（单位：人民币万元）：

资产负债表简表

项目	2012/12/31	2013/12/31	2014/5/31
流动资产	29,065.09	35,903.53	44,261.43
非流动资产	18,644.79	28,133.49	29,107.99
资产总计	47,709.88	64,037.02	73,369.42
流动负债	36,216.30	48,563.75	55,127.46
非流动负债	-	-	-
负债总计	36,216.30	48,563.75	55,127.46
归属母公司股东权益	11,493.58	15,473.26	18,241.96
少数股东权益			
股东权益合计	11,493.58	15,473.26	18,241.96

利润表简表

项目	2012 年度	2013 年度	2014 年 1-5 月
营业收入	44,684.02	46,286.04	18,891.65
营业成本	34,941.44	36,033.59	14,097.48
利润总额	5,114.53	4,380.84	3,213.92
净利润	4,466.30	3,836.72	2,754.17
归属母公司净利润	4,466.30	3,836.72	2,754.17

◆ 母公司口径

前 2 年及评估基准日母公司口径的资产、负债及经营成果如下表（单位：人民币万元）：

资产负债表简表

项目	2012/12/31	2013/12/31	2014/5/31
流动资产	28,965.72	35,903.53	44,159.04
非流动资产	18,744.79	28,133.49	29,208.74
资产总计	47,710.51	64,037.02	73,367.78
流动负债	36,216.30	48,563.75	55,127.46
非流动负债	-	-	-
负债总计	36,216.30	48,563.75	55,127.46
所有者权益	11,494.21	15,473.26	18,240.32

利润表简表

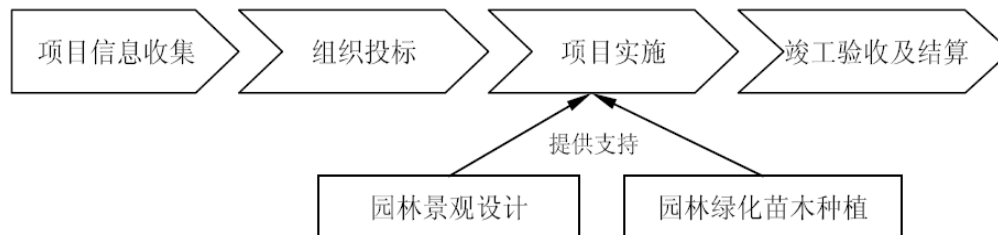
项目	2012 年度	2013 年度	2014 年 1-5 月
营业收入	44,684.02	46,286.04	18,891.65
营业成本	34,941.44	36,033.59	14,097.48
利润总额	5,115.16	4,380.21	3,211.20
净利润	4,466.93	3,836.09	2,752.54

以上各年财务数据已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了 CHW 证审字[2014]0093 号标准无保留意见审计报告。

4. 主营业务模式、业务资质，主要供应商、主营客户情况

(1) 主营业务模式

园林绿化工程施工业务为公司的主营业务，经营模式可以划分为信息收集、组织投标、项目实施、竣工验收及结算等业务环节。如下图所示：



(2) 业务资质

江南园林已取得的资质如下：

序号	名称	发证机构	证书编码	有效期限/发证日期
1	城市园林绿化一级资质	中华人民共和国住房和城乡建设部	CYLZ·苏·0022·壹	2013年6月至2016年6月
2	风景园林专项设计乙级	江苏省住房和城乡建设厅	A232024523—6/2	2013年8月3日至2016年1月6日
3	市政公用工程施工总承包三级（除燃气）资质	常州市城乡建设局	B1074032041199-9/9	2014年5月4日
4	园林古建筑工程专业承包一级	江苏省住房和城乡建设厅	B1074032041199-9/9	2013年8月20日
5	造林绿化一级	江苏省林业局	苏林施资字第 0205 号	2013年12月3日
6	喷泉水景甲级资质	中国建筑金属结构协会喷泉水景委员会	景 1310280135	2013年10月28日至2015年10月27日
7	文物保护工程施工一级	国家文物局	0601SG0015	2014年3月12日至2026年3月11日
8	文物保护工程勘察设计乙级资质	江苏省文物局	文物设乙字 JS0102023	2011年7月5日至2023年7月4日
9	安全生产许可证	江苏省住房和城乡建设厅	(苏) JZ 安许证字【2005】040271	2014年6月30日至2017年6月29日
10	高新技术企业	江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局、江苏省地方税务局	GR20123200157C	2012年10月25日

(3) 主要供应商

江南园林主要采购原材料和购买劳务。原材料采购包括苗木、石材、木材、钢材、水泥砣、水泥及水泥制品、各种管件材料、防水材料、石灰、砂石料、油漆涂料、玻璃及玻璃制品、建筑五金、各种砌块及砖瓦等建筑材料；购买劳务为与第三方签署劳务派遣合同实现工程现场施工人员的配置。

江南园林承接的工程项目遍布全国 20 个省市自治区，随着施工地点的变化和材料行情的变化，材料以及劳务采购选择的供应商也不同，基本上没有长期的供应商，也没有签订长期供货合同。2013 年度，江南园林前十大供应商采购金额具体如下：

单位：万元

序号	客户名称	采购项目	采购金额	占当期采购金额的比重
1	溧阳市三木花木种植场	苗木	4,888.59	12.68%
2	常州新威企业管理有限公司	劳务	4,043.91	10.49%
3	沙洋县纪山镇四方花卉苗木专业合作社	苗木	3,842.91	9.97%
4	常州科瑞尔人力资源服务有限公司	劳务	2,807.93	7.28%
5	常州福磊石材有限公司	建材	1,459.54	3.79%
6	常州市盛达建材有限公司	建材	1,389.86	3.61%
7	沈阳市东陵区（浑南新区）靓伟建材经销店	建材	1,140.00	2.96%
8	江苏省通顺园艺有限公司	苗木	1,135.90	2.95%
9	淮安市华石建材有限公司	建材	1,113.80	2.89%
10	常州市常耀园林绿化工程有限公司	苗木	940.03	2.44%
合 计			22,762.47	59.05%

（4）主要客户

公司目前主要客户集中于政府部门、地产行业、旅游景区管理等领域。公司主要客户分布较为分散，对单个客户的销售额占总销售额均未超过 50%，不存在对单一客户严重依赖的情况。2013 年，公司前十名客户的销售额及所占营业收入的比例为：

单位：万元

序号	客户名称	销售金额	占营业收入的比例
1	东明县住房和城乡建设局	7,519.43	16.42%
2	沈阳鑫鸿建实业有限公司	6,491.17	14.17%
3	东川区腊利租团湿地公园片区土地一级开发区工程建设指挥部	4,501.98	9.83%
4	常州市新宝林文化旅游发展有限公司	3,435.01	7.50%
5	徐州市云龙湖风景名胜管理委员会	2,849.50	6.22%

序号	客户名称	销售金额	占营业收入的比例
6	徐州万达广场有限公司	2,310.04	5.04%
7	淮安市淮阴区住房和城乡建设局	2,146.85	4.69%
8	宜兴万达广场有限公司	1,994.34	4.36%
9	徐州潘安湖建设发展有限公司	1,981.23	4.33%
10	廊坊市京御幸福房地产开发有限公司	1,783.28	3.89%
合计		35,012.82	76.46%

5. 企业的主要资产状况

(1) 房屋及建筑物

目前，江南园林拥有 17 处房屋产权，均取得《房屋所有权证》，具体情况如下：

序号	房产证编号	房屋地址	所有权人	取得方式	建筑面积m ²	用途	备注
1	常房权证字第00043124号	新北区珠江路111号	江苏江南园林建筑工程有限公司	自建	1,535.12	办公	注释1
2	常房权证字第00592741号	通江南路18-1701号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	45.51	办公	
3	常房权证字第00592743号	通江南路18-1702号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	40.93	办公	
4	常房权证字第00592749号	通江南路18-1703号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	40.93	办公	
5	常房权证字第00592753号	通江南路18-1705号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	40.43	办公	
6	常房权证字第00592756号	通江南路18-1706号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	40.43	办公	
7	常房权证字第00592674号	通江南路18-1707号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	40.93	办公	
8	常房权证字第00592665号	通江南路18-1708号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	75.98	办公	
9	常房权证字第00592737号	通江南路18-1726号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	79.19	办公	
10	常房权证字第00592733号	通江南路18-1727号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	42.66	办公	
11	常房权证字第00592725号	通江南路18-1728号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	42.66	办公	
12	常房权证字第00592718号	通江南路18-1729号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	42.66	办公	
13	常房权证字第00592713号	通江南路18-1730号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	42.66	办公	
14	常房权证字第00592702号	通江南路18-1731号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	42.66	办公	
15	常房权证字第00592692号	通江南路18-1732号	江苏江南园林建筑工程有限公司	外购商品房	42.66	办公	

16	常房权证字第 00592687号	通江南路 18-1733室	江苏江南园林建 筑工程有限公司	外购商品房	42.66	办公	
17	常房权证字第 00592680号	通江南路 18-1735号	江苏江南园林建 筑工程有限公司	外购商品房	47.48	办公	
合计					2,285.55		

注释 1：根据常州市发展和改革委员会下发的常发改（2013）29号《市发展改革委关于下达“2013年常州市区旧城改造项目计划”的通知》，新北区珠江路111号房产将拆迁。

（2）运输设备

江南园林拥有的车辆情况具体如下：

序号	号牌号码	所有权人	使用性质	品牌型号	注册日期	发证日期
1	苏 D29980	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	醒狮派 SLS5162GSSE3	2009.06.01	2009.06.01
2	苏 DJN666	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	奥迪 WAURGB4H	2011.12.20	2011.12.20
3	苏 D75118	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	骐达牌 DFL7161BB	2009.08.04	2009.08.04
4	苏 DYE873	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	帕萨特牌 SVW7203EP	2007.11.15	2011.12.15
5	苏 D79267	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	桑塔纳牌 SVW7180LED	2010.01.22	2010.01.22
6	苏 D79521	常州江南园林建 筑工程有限公司	非营运	桑塔纳牌 SVW7180LED	2010.01.22	2010.01.22
7	苏 D589G5	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	北京现代牌 BH6430MY	2012.11.05	2012.11.05
8	苏 DEC760	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	北京现代牌 BH6430MY	2012.02.06	2012.02.06
9	苏 D00903	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	奔驰 WDDNG9FB	2012.02.24	2012.02.24
10	苏 DMA897	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	北京现代牌 BH6430MY	2012.02.09	2012.02.09
11	苏 D80879	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	桑塔纳牌 SVW7180LED	2010.03.17	2010.03.17
12	苏 D80862	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	桑塔纳牌 SVW7182QQD	2010.03.17	2010.03.17
13	苏 D37028	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	飞度 HG7133	2005.03.16	2007.03.16
14	苏 D50028	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	奥迪牌 FV7201	2006.12.05	2006.12.06
15	苏 D80832	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	桑塔纳牌 SVW7180LED	2010.03.17	2013.05.03
16	苏 D325U5	江苏江南园林建 筑工程有限公司	非营运	艾力绅牌 DHW6494R7ARD	2013.05.03	2013.05.03

(3) 土地使用权

江南园林拥有 17 处土地使用权，具体情况如下：

序号	权证编号	土地位置	土地使用权人	取得方式	终止期限	使用权面积m ²	备注
1	常国用(2009)第变0292254号	新北区珠江路111号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2048.09.27	2,421.90	注释 1
2	常国用(2013)第167号	通江南路18-1701号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	4.20	
3	常国用(2013)第174号	通江南路18-1702号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.80	
4	常国用(2013)第177号	通江南路18-1703号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.80	
5	常国用(2013)第165号	通江南路18-1705号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.70	
6	常国用(2013)第77号	通江南路18-1706号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.70	
7	常国用(2012)第40234号	通江南路18-1707号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.80	
8	常国用(2012)第40241号	通江南路18-1708号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	7.00	
9	常国用(2013)第153号	通江南路18-1726号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	7.30	
10	常国用(2012)第40236号	通江南路18-1727号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
11	常国用(2013)第158号	通江南路18-1728号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
12	常国用(2012)第40256号	通江南路18-1729号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
13	常国用(2013)第84号	通江南路18-1730号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
14	常国用(2012)第40248号	通江南路18-1731室	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
15	常国用(2012)第40246号	通江南路18-1732号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
16	常国用(2013)第81号	通江南路18-1733号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	3.90	
17	常国用(2012)第40257号	通江南路18-1735号	江苏江南园林建筑工程有限公司	出让	2047.07.18	4.40	
18	武国用(2014)第11561号	武进高新区西湖路	江南园林有限公司	出让	2064.04.05	8512	注释 2
合计						11,002.90	

注释 1：根据常州市发展和改革委员会下发的常发改(2013)29号《市发展改革委关于下达“2013年常州市区旧城改造项目计划”的通知》，序号1新北区珠江路111号土地将

被收储。

注释 2：序号 18 土地证中注明为预登记，有效期至 2019 年 4 月 29 日。

(4) 林地经营权

2013 年 11 月 6 日，江南园林取得 1 处林地使用权，具体情况如下表：

序号	权证编号	土地位置	产权人	终止期限	使用权面积	备注
1	陵林证字（2013） 第 1 号	刘向前支 沟南	江苏江南园林建 筑工程有限公司	2063.11.06	446 亩	

(5) 专利技术

①已取得的专利

截至评估基准日，江南园林拥有的专利技术如下：

编号	专利名称	专利号	专利性质	申请日期	授权公告日
1	树木种植用光能采集装置	ZL201220210450.X	实用新型	2012.05.11	2013.01.16
2	碱性土壤改良用采样检测仪	ZL201220210423.2	实用新型	2012.05.11	2013.01.16
3	土壤改良用旋耕机	ZL201220210369.1	实用新型	2012.05.11	2013.01.16
4	树木种植用栽植装置	ZL201220210446.3	实用新型	2012.05.11	2013.01.16
5	树木种植用修枝机	ZL201220210486.8	实用新型	2012.05.11	2013.01.16
6	树木种植用输液装置	ZL201220210388.4	实用新型	2012.05.11	2013.01.16
7	树木种植用驱虫装置	ZL201220210387.X	实用新型	2012.05.11	2013.01.16
8	树木种植用喷洒装置	ZL201220210449.7	实用新型	2012.05.11	2013.01.16
9	树木种植用排水装置	ZL201220210394.X	实用新型	2012.05.11	2013.01.16
10	树木种植生长监测装置	ZL201220210560.6	实用新型	2012.05.11	2013.01.16
11	树木种植用护架	ZL201220210558.9	实用新型	2012.05.11	2013.01.16
12	树木种植用防盗装置	ZL201220210399.2	实用新型	2012.05.11	2013.01.02
13	城市废弃地的湿地化系统	ZL201320371055.4	实用新型	2013.06.26	2014.02.12
14	改良盐渍土壤的土壤结构	ZL201320371077.0	实用新型	2013.06.26	2014.02.12
15	可拆装式仿古建筑物结构	ZL201320371266.8	实用新型	2013.06.26	2014.04.02

②正在申请的专利

江南园林正在申请的专利共 4 项，具体如下表：

序号	申请号	发明创造名称	申请日	专利类型
1	201310258892.0	可拆装式仿古建筑物结构	2013-06-26	发明
2	201310258691.0	城市废弃地的湿地化系统	2013-06-26	发明
3	201310258771.6	改良盐渍土壤的土壤结构	2013-06-26	发明
4	201310258805.1	慢生性树种快速繁殖方法	2013-06-26	发明

③取得独占许可使用的专利权

2012年5月9日，江南园林与高雅琦签订《专利实施许可合同》，约定专利权人高雅琦将其拥有的一项发明专利（专利名称：改良盐渍土壤建造生态园林景观符合结构的方法，专利号：ZL200810054085.6）授予江南园林独占使用，许可期限为2012年5月9日至2017年5月8日，独占许可费用为8万元。2012年5月11日，该专利实施许可合同取得国家知识产权局备案，合同备案号为：2012320010085。

(6) 商标

序号	商标名称	注册号	类别	适用范围	有效期至	取得方式
1		10084782	31	未加工谷物；植物种子；藤本植物；干草；新鲜的园艺草木植物；树木；草皮	2012年12月14日至 2022年12月13日	原始取得
2		10084834	37	道路铺设；室内装潢；建筑信息；工厂建设；建筑施工监督；拆除建筑物；建筑结构监督；维修信息	2013年1月7日至 2023年1月6日	原始取得
3		10084841	44	庭院设计；园艺学；庭院风景布置；园艺；植物养护；树木修剪；除草；风景设计；花卉摆放；草坪修整	2012年12月14日至 2022年12月13日	原始取得
4	江南文保	10910001	37	乐器修复	2013年9月21日至 2023年9月20日	原始取得
5		11560551	42	技术研究；城市规划；工程绘图；质量检测；质量评估；建筑制图；建设项目的开发；室内装饰设计	2014年3月7日至 2024年3月6日	原始取得

(7) 通用网址

江南园林的通用网址注册证书如下：

序号	通用网址	注册时间	到期时间	注册服务机构
1	江南园林	2014年1月10日	2018年1月10日	中企动力科技股份有限公司

6. 执行的主要会计政策

见审计报告报表附注

(三) 委托方和被评估单位的关系

委托方—云南旅游股份有限公司与被评估单位—江南园林有限公司为非关

联关系的交易双方，云南旅游股份有限公司为本次股权收购行为的收购方，江南园林有限公司为被收购单位。

二、关于经济行为的说明

本次资产评估所对应的经济行为是云南旅游股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金，评估目的是对该经济行为所涉及的江南园林有限公司股东权益进行价值评估，为云南旅游股份有限公司购买江南园林有限公司80%股东权益提供其于评估基准日市场价值的参考依据。

三、关于评估对象与评估范围的说明

委托评估的对象为江南园林有限公司80%股东权益价值，资产评估范围为江南园林于评估基准日所拥有的流动资产、非流动资产、流动负债，各类资产、负债账面价值如下表：

◆ 合并口径

金额单位：人民币万元

项目名称	账面价值	项目名称	账面价值
流动资产	44,261.43	流动负债	55,127.46
非流动资产	29,107.99	非流动负债	-
资产总计	73,369.42	负债合计	55,127.46
归属母公司股东权益	18,241.96	少数股东权益	-

◆ 母公司口径

金额单位：人民币万元

项目名称	账面价值	项目名称	账面价值
流动资产	44,159.04	流动负债	55,127.46
非流动资产	29,208.74	非流动负债	-
		负债合计	55,127.46
资产总计	73,367.78	净资产	18,240.32

1.具体评估范围以江南园林申报并确认的资产评估申报明细表所列各项资产、负债为准。

2.本次委托评估的资产、负债于评估基准日账面价值已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计确认并出具专项审计报告。

四、关于评估基准日的说明

考虑本次评估所对应经济行为的需要，本着有利于保证评估结果有效地服务于评估目的的原则，委托方与被评估单位共同商定本项目的资产评估基准日为：2014年5月31日。

五、可能影响评估工作的重大事项说明

（一）本公司未曾进行过清产核资、资产评估，财务账中各项资产、负债的账面价值均为根据历史实际成本记账。

（二）本公司不存在影响生产经营活动和财务状况的重大合同、重大诉讼事项。

（三）本公司不存在以现有资产进行抵押、质押事项，也不存在未记录的或有负债。

（四）本公司位于新北区珠江路111号经营场所，根据常州市发展和改革委员会下发的常发改（2013）29号《市发展改革委关于下达“2013年常州市区旧城改造项目计划”的通知》，属于被拆迁范围；本公司已在常州市武进高新区西湖路新建了公司经营场所，包括1栋三层的主办公楼、6栋二层的附属用房及职工宿舍、2个一层的门卫室和铁艺大门、围墙、道路等，公司近期即将搬入；由于有关新北区珠江路111号拆迁补偿问题还在与相关部门进行协商，因此企业将来能取得多少拆迁补偿款目前尚无法确定。

（五）本公司在常州市武进高新区西湖路新建的公司经营场所，工程建设已经取得了工程施工图审查、安监部门审批、质监部门审批、消防部门审批、建管部门登记许可、临时排水许可、抗震设防要求审核、环评等。

后续还须完善《建设工程规划许可证》、《建筑工程施工许可证》、竣工验收（包括质监安监验收、环保验收、消防验收）等工作。

（六）本公司在评估基准日与江苏森洋环境建设集团有限公司、常州科威天使环保科技有限公司存在互相担保事项，最高担保金额3800万元，实际担保金额2500万元。公司对外担保具体情况如下表：

单位：万元

被担保方	与上市公司的关系	最高担保金额	实际担保金额	担保方式	担保期间	保证合同编号
江苏森洋	非关联方	500	500	连带保证	2013.12.24-2014.12.15+主权期满两年	2013 常中小授信字 0772-01 号
江苏森洋	非关联方	500	500	连带保证	2013.9.2-2014.9.1+主权期满两年	2013 年高保字第 0046 号
江苏森洋	非关联方	800	500	连带保证	2014.1.20-2015.1.19+主权期满两年	BZ063314000022
科威环保	非关联方	2000	1000	连带保证	2013.8.21-2014.8.20+主权期满两年	13680113 综授 071 额保

注释：上表中江南园林为科威环保提供的 1000 万元担保责任在评估基准日后已经解除，科威环保已于 2014 年 6 月 30 日归还了 1000 万元的借款。

(七) 本公司在评估基准日后为江苏森洋环境建设集团有限公司与江苏银行股份有限公司常州分行之间签署的编号为 SX063314000067 《最高额综合授信合同》提供保证，并与江苏银行股份有限公司常州分行签订了最高额保证合同；2014 年 06 月 16 日，江苏森洋环境建设集团有限公司与江苏银行股份有限公司常州分行签订 300 万元流动资金借款，借款期间自 2014 年 06 月 16 日至 2015 年 04 月 14 日，本公司承担连带保证责任。

六、资产负债清查情况、未来经营和收益状况预测说明

(一) 资产负债清查情况和结果说明

1. 核实范围

列入核实范围的资产负债，是江南园林于评估基准日 2014 年 5 月 31 日所拥有的全部资产及相关负债，具体类型及账面金额详见评估范围，其中实物资产主要为房屋建筑物、车辆、设备及办公家具。房屋建筑物包括 2002 年自建位于新北区珠江路 111 号公司院内的 2 栋三层办公楼、1 栋二层办公楼和 2011 年 7 月购置的位于钟楼区通江南路 18 号港龙·尚层写字楼内的 16 套商品房；车辆为公司日常办公用车和施工现场用车，包括 15 辆轿车、1 辆洒水车、2 辆三轮车、1 辆电动车、2 辆翻斗车，购置于 2005-2013 年期间；设备包括塔吊、搅拌机、蛙夯机、潜水泵、电焊机等施工机械和办公用电子设备、办公家具等，分布于公司办公场地和各工程施工现场。

2. 核实工作的组织

为配合本次资产评估工作，江南园林成立了由财务处牵头相关部门配合的工作班子，于 2014 年 6 月 23 日，对公司申报的全部资产和负债进行了全面

核实核定登记造册，填报资产评估明细表，准备评估所需的相关资料，至7月10日基本完成核实工作。

3. 核实过程和方法

在核实过程中，对房屋建筑物准备房屋所有权证及相应的土地使用权证、购房合同、对自建房产对照实物，填写《房屋调查表》，核实建筑结构、建筑面积、层次、高度等各项技术指标，并准备了相关的图纸、工程资料。

对车辆、办公设备，准备车辆行驶证、购置发票。

对往来账款、银行存款、银行借款发函询征，对其它资产和负债，对照财务会计制度进行核实。

4. 核实结果

通过核实，认为申报评估的资产、负债与账面记录一致。

(二) 未来经营和收益状况预测说明

1. 营业收入预测

营业收入主要由工程施工收入和景观工程设计收入组成，其中，工程施工是其营业收入的重要组成部分。按照工程施工的对象不同，又可以将工程施工细分为市政园林、地产景观园林和古建筑及文物修缮工程三类。

依据目前正在执行的合同金额，本公司对于2014年全年营业收入预测为60,000.00万元，结合2012-2013已经实现的收入及2014年全年预测收入情况，对于2015-2019年度营业收入进行了预测，2015年-2019的收入增长率分别31.4%、20.4%、10.0%、5.0%和3.0%。

2. 营业成本预测

营业成本是按照各工程施工和工程项目进行核算的，经审计后的2012-2013及2014（1-5）的各类项目成本费用率如下表所示：

各类销售成本率	2012	2013	2014.1-5	2年1期均值
市政园林业务	77.93%	78.18%	74.57%	76.89%
地产景观业务	76.55%	79.95%	73.38%	76.63%
仿古建筑及文保业务	72.90%	74.91%	74.67%	74.16%
景观工程设计	29.83%	50.42%	79.67%	53.30%

本公司对于各类业务成本的预计结合经审计后的2012-2013及2014（1-5）的费率平均值，并考虑了物价水平因素，综合进行预测。

3. 营业税金及附加预测

工程施工项目属于营业税的征税范围，执行的税率为 3%；景观工程设计项目属于增值税的征税范围，执行的税率为 6%。

公司 2014 年附加税金的税率如下表所示：

附加税	税率
城市建设税	7%
教育费附加	3%
地方教育费附加	2%

4. 销售费用、管理费用、财务费用预测

本公司结合业务发展情况，对这三项费用进行了预测，详见相关预测表。

5. 所得税预测

本公司在 2012 年 10 月 25 日获得高新技术企业证书，根据《中华人民共和国企业所得税法》规定，自获得高新技术企业认定后三年内，将享受按 15% 的税率征收企业所得税的税收优惠政策。2014(6-12)年的所得税税率按 15% 预测，2015 及以后年度按 25% 预测。

七、资料清单

- (一) 资产评估申报表（根据评估机构出具样式）；
- (二) 《云南旅游股份有限公司五届九次（临时）董事会决议》；
- (三) 近二年及评估基准日审计报告（2012 年～2014 年 5 月）；
- (四) 2014～2015 年盈利预测审核报告；
- (五) 资产权属证明文件、产权证明文件；
- (六) 重大合同、协议等；
- (七) 生产经营统计资料；
- (八) 其他与评估资产相关的资料。

[本页无正文，为云南旅游股份有限公司签署“关于进行资产评估有关事项说明”
之签字盖章页]

委托方法定代表人签字：

(或负责人)



委托方盖章：

二〇一四年七月十五日

[本页无正文，为江南园林有限公司签署“关于进行资产评估有关事项说明”之签字盖章页]

被评估单位法定代表人签字：
(或负责人)



被评估单位盖章：



二〇一四年七月十五日