

国众联资产评估土地房地产估价有限公司《对武汉三镇实业控股股份有限公司拟收购武汉市水务建设工程有限公司全部股权暨关联交易事项的问询函》回复公告之资产评估问题专项说明

上海证券交易所：

国众联资产评估土地房地产估价有限公司接受武汉三镇实业控股股份有限公司和武汉市水务集团有限公司的委托，根据有关法律、行政法规和资产评估准则的规定，坚持独立、客观和公正的原则，采用资产基础法、收益法，按照必要的评估程序，对武汉市水务集团有限公司拟以非公开协议方式转让股权所涉及的武汉市水务建设工程有限公司股东全部权益在 2021 年 6 月 30 日的市场价值进行了评估并出具了《武汉市水务集团有限公司拟非公开协议转让股权所涉及的武汉市水务建设工程有限公司股东全部权益价值》资产评估报告。

作为武汉三镇实业控股股份有限公司拟收购武汉市水务建设工程有限公司全部股权的资产评估机构，对《武汉三镇实业控股股份有限公司拟收购武汉市水务建设工程有限公司全部股权暨关联交易事项的问询函》（上证公函【2021】2983 号）问询涉及的资产评估有关问题实施核查程序后，出具本专项说明。

本次问询函所涉及“关于资产评估”的有关问题如下：

（1）标的公司毛现金流和净现金流差异巨大的原因，并详细列明差额明细及计算过程；

（2）在预测标的公司营业收入逐年增长的情况下，营运资本需求逐年减少的合理性；

（3）2021 年营运资本大幅减少 1.77 亿元的比较基础，该项减少对估值结果的影响，以及是否具备合理性。

针对上述“关于资产评估”的有关问题，本评估机构按照《国有资产评估管理办法》实施核查程序后，作出了如下专项说明：



一、标的公司毛现金流和净现金流差异巨大的原因，并详细列明差额明细及计算过程

1、标的公司毛现金流与净现金流的计算公式

标的公司毛现金流 = 税后经营净利润+折旧摊销

标的公司净现金流 = 标的公司毛现金流-资本性支出-营运资金增加(减少)

2、标的公司毛现金流与净现金流差异原因及计算过程

未来预测期间，标的公司毛现金流与净现金流的计算过程如下：

项目名称		未来预测						
		2021年 7-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	终值
净利润	(1)	1,341.81	4,880.05	5,408.54	6,046.52	6,559.46	6,968.15	6,968.15
加：折旧/摊销	(2)	151.33	192.05	185.34	181.55	185.41	239.16	280.36
加：利息支出	(3)	83.25	173.25	173.25	173.25	173.25	173.25	173.25
毛现金流	(4) = (1) + (2) + (3)	1,576.39	5,245.35	5,767.13	6,401.32	6,918.12	7,380.56	7,421.76
减：资本性支出	(5)	151.33	192.05	185.34	181.55	185.41	239.16	280.36
减：营运资金增加(减少)	(6)	-17,652.67	-276.58	-657.44	-372.24	-393.95	-539.25	
净现金流	(7) = (4) - (5) - (6)	19,077.73	5,329.88	6,239.23	6,592.02	7,126.66	7,680.65	7,141.40
差异	(8) = (7) - (4)	17,501.34	84.53	472.10	190.70	208.54	300.09	-280.36

注：本反馈回复中，营运资金与营运资本概念一致。

由上表可知，以2021年6月30日为评估基准日，标的公司未来预测期内毛现金流与净现金流的差异主要集中在2021年7-12月，差异原因在于营运资本增加(减少)的预测金额。

二、在预测标的公司营业收入逐年增长的情况下，营运资本需求逐年减少的合理性

标的公司未来预测期内，营运资本需求(营运资本增加额)逐年有所减少，具体如下：

项目名称	未来预测						
	2021年7-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	终值
营运资金增加(减少)	-17,652.67	-276.58	-657.44	-372.24	-393.95	-539.25	

1. 报告期内营运资本的主要构成具体如下：

项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
销售收入合计	106,659.49	112,115.31	118,618.00	125,735.08	133,279.18	141,275.93
销售成本合计	96,485.24	101,409.87	107,705.14	114,167.45	121,017.50	128,419.82
完全成本	99,522.52	104,438.13	110,846.15	117,411.80	124,384.71	131,914.28
非付现成本	151.33	192.05	185.34	181.55	185.41	239.16
折旧/摊销	151.33	192.05	185.34	181.55	185.41	239.16
付现成本	99,371.19	104,246.07	110,660.81	117,230.25	124,199.29	131,675.12
最低现金保有量	11,427.69	11,988.30	12,725.99	13,481.48	14,282.92	15,142.64
最低现金保有量占营收比重	11%	11%	11%	11%	11%	11%
存 货	4,022.14	4,227.43	4,489.85	4,759.25	5,044.80	5,353.38
应收款项	73,484.86	77,243.74	81,723.88	86,627.31	91,824.95	97,334.44
应收占营收比例	68.90%	68.90%	68.90%	68.90%	68.90%	68.90%
应付款项	94,070.15	98,871.52	105,009.22	111,309.77	117,988.36	125,205.40
应付占营业成本比例	97.50%	97.50%	97.50%	97.50%	97.50%	97.50%
营运资本	-5,135.47	-5,412.06	-6,069.49	-6,441.74	-6,835.69	-7,374.94
营运资本增加额	-17,652.67	-276.58	-657.44	-372.24	-393.95	-539.25
营运资本占营收比例	-9.59%	-4.83%	-5.12%	-5.12%	-5.13%	-5.22%

注：①本次交易的评估过程中，“营业资本增加额”及“营运资本”计算公式为如下：

营运资本增加额 = 当期营运资金-上期营运资金；

营运资本 = 最低现金保有量+存货+应收款项-应付款项。

其中应收款项包括应收票据、应收账款、其他应收款及预收账款等；应付款项包括应付账款、应付票据、其他应付款及预付账款等。

②最低现金保有量按企业历史现金持有量占营收平均比重确定。平均占比11%。

由上表可知，标的公司营运资本主要由应收账款及应付账款构成，故标的公司应收账款或应付账款预测变动情况将直接影响营运资本需求的预测。

标的公司历史状况列示，预测期数据取历史平均值。

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	未来预测值
销售收入合计	65,935.10	95,343.95	128,001.04	71,064.07	
销售成本合计	56,313.39	91,592.26	118,136.06	63,735.59	
最低现金保有量	7,252.86	10,881.90	13,879.90	7,632.58	
最低现金保有量占营收比例	11%	11%	11%	11%	11%
应收款项	51,416.19	61,973.00	81,559.22	93,080.03	
应收款项占营收比例	77.98%	65.00%	63.72%	131%	68.90%
应付款项	80,511.03	56,965.12	103,175.48	91,217.60	
应付账款占营业成本比例	142.97%	62.19%	87.34%	143%	97.50%

注：2017年度、2018年度相关数据未经审计，2020年度数据因为受疫情影响，已剔除对未来预测数据的计算；未来预测值为2017-2019年度数据均值。

2. 营运资本需求逐年减少的合理性

对于2021年7-12月，经评估机构现场查勘相关资料和调研，标的公司预测营运资本较2021年1-6月将大幅减少1.77亿元，该期间内营运资本需求的大幅减少主要是由于应收账款大额回款所致。根据标的公司对于应收账款的催收计划及回款进度，预计标的公司2021年7-12月可收回应收账款金额约7亿元，而标的公司对上游供应商的付款节奏仍与往年保持一致，故标的公司的资金储备得以充实，相应减少了2021年7-12月期间对于营运资本的需求。

对于2022-2026年度，营运资本需求预测金额逐年有所减少，主要原因在于：

① 基于2021年6月30日基准日的评估假设，标的公司未来预测年度内其经营范围、方式与目前保持一致，预计未来无大额扩张性支出。

② 标的公司预测未来营业收入逐年增长幅度较小，每年增长率不超过6%，故而标的公司未来年度对营运资本的需求预计不会出现大幅变动。

③ 根据标的公司2021年7-12月对于应收账款的催收计划及回款进度，预计标的公司2021年7-12月期间可收回应收账款金额约7亿元，标的公司的资金

储备已得以充实，而未来标的公司将继续强化应收账款管理工作，对于上游供应商的付款周期预计不会发生重大变化。

综上所述，标的公司预计未来年度的营运资本需求逐年减少具有其合理性。

三、2021年营运资本大幅减少1.77亿元的比较基础，该项减少对估值结果的影响，以及是否具备合理性

1、2021年营运资本大幅减少1.77亿元的比较基础

相较于2021年1-6月，标的公司2021年7-12月营运资本的构成（比较基础）及变动情况如下：

单位：万元

项目	2021年7-12月/12月末	2021年1-6月/6月末	变动
最低现金保有量	11,427.69	11,624.68	-196.99
存货	4,022.14	358.61	3,663.53
应收款项	73,484.86	96,432.19	-22,947.33
应付款项	94,070.15	95,898.28	-1,828.13
营运资本	-5,135.47	12,517.20	-17,652.67

2、预测2021年营运资本大幅减少1.77亿元的合理性

由上表可知，相较于2021年1-6月，标的公司预测2021年7-12月营运资本减少1.77亿元，该项变动的主要原因在于标的公司预测2021年末应收款项金额较2021年6月末应收款项金额大幅减少，相关预测之合理性论述如下：

① 标的公司主要从事水务工程施工业务，按照行业惯例，标的公司与客户工程款的结算节点一般集中于下半年度或者集中于年末。

② 结合标的公司对于应收账款的催收计划及回款进度，评估预测标的公司将于2021年7-12月收回相关应收账款，预计收回金额约7亿元，而标的公司对上游供应商的付款节奏仍与往年保持一致。

综上所述，标的公司2021年7-12月营运资本需求大幅减少1.77亿元的原因在于标的公司预期将收回大额应收工程款，相应充实了标的公司的资金储备，减少了标的公司未来对营运资本的需求，具备其合理性。

3、预测 2021 年营运资本大幅减少 1.77 亿元对于估值的影响

(1) 预测 2021 年营运资本大幅减少对于估值的影响

结合标的公司对于应收账款的催收计划及回款进度，本次评估过程假设营运资本的大幅减少发生在 2021 年 7-12 月内，该营运资本需求的预测对估值的影响情况如下：

单位：亿元

项目	折现期	折现值（基准日 2021 年 6 月 30 日）	占整体估值比重
对估值的影响	0.25	1.72	22.28%

(2) 应收账款回款情况及余额情况

① 回款情况

类别	预计回款	11 月已回款金额	12 月满足收款条件可回款金额
序号	1=2+3	2	3
武汉市自来水有限公司	27,987.46	10,987.46	17,000.00
武汉城市排水发展有限公司	26,583.39	16,583.39	10,000.00
武汉市水务集团蔡甸区自来水公司	8,957.65	6,044.65	2,913.00
武汉市新洲区阳逻供水实业有限公司	5,217.10	500.00	4,717.10
其他客户	747.74	247.74	500.00
小计	69,493.34	34,363.24	35,130.10

② 应收账款及应付账款金额情况

截至说明出具之日，应收账款金额 9.08 亿，应付账款金额为 10.37 亿元。

国众联资产评估土地房地产估价有限公司

2021 年 12 月 24 日