

关于上海证券交易所的上证公函【2023】3447号
《监管工作函》的评估师答复函

上海证券交易所上市公司管理一部：

由广东联泰环保股份有限公司转来贵单位下发的上证公函【2023】3447号《关于对广东联泰环保股份有限公司业绩承诺方回购天汇健股权暨关联交易的监管工作函》已收悉。我司高度重视，组织相关专业技术人员、经办人员对《监管工作函》中提出的相应问题进行了解、核实，现回复如下：

二、相关公告显示，公司前期收购股权时对天汇健整体评估值 2.06 亿元，增值率 96.23%，同时关联方联泰投资和汕头市得成投资有限公司承诺天汇健 2023 年、2024 年、2025 年扣非净利润分别不低于 1750.16 万元、2006.52 万元、2250.16 万元，三年扣非净利润累计数不低于 6006.84 万元。天汇健 2023 年 1-10 月净利润为-229 万元，与业绩承诺金额差距较大。本次交易对天汇健评估值为 1.72 亿元。请公司补充披露：(1)结合前后两次评估主要假设及变化情况，说明前期交易评估是否审慎、客观，并请评估师发表意见；……。

评估师答复：

我公司受广东联泰环保股份有限公司的委托，分别以 2022 年 10 月 31 日、2023 年 10 月 31 日为评估基准日对汕头市天汇健生物技术有限公司股东全部权益进行了价值评估；经采用收益法结果，两次评估的评估结论分别是 20,565.81 万元、17,220.48 万元。两次评估结论产生差异的主要原因在于企业外部市场环境和内部经营在此期间均发生了一些比较重大变化，从而对评估预测期内的评估参数测算产生了较大影响；这些影响主要体现在折现率和预测期现金流两个方面。

一、折现率

前期交易评估(评估基准日 2022 年 10 月 31 日)的折现率为 10.77%，本次交易评估(评估基准日 2023 年 10 月 31 日)的折现率为 11.58%；而造成折现率发生变化的主要原因有：

(一)可比上市公司的无财务杠杆 Beta 值产生了差异

1、前期交易评估(评估基准日 2022 年 10 月 31 日)

序号	对比公司名称	股票代码	对比公司行业类别	无财务杠杆的贝塔值(β_U)
1	卓越新能	688196.SH	生物柴油生产	0.8155
2	嘉澳环保	603822.SH	生物柴油生产	0.5910
3	海新能科	300072.SZ	生物柴油生产	1.0263
对比公司的 β_U 平均值(算术平均值)				0.8109

2、本次交易评估(评估基准日 2023 年 10 月 31 日)

序号	对比公司名称	股票代码	对比公司行业类别	无财务杠杆的贝塔值(β_U)
1	卓越新能	688196.SH	生物柴油生产	0.9622
2	嘉澳环保	603822.SH	生物柴油生产	0.5669
3	海新能科	300072.SZ	生物柴油生产	0.9345
对比公司的 β_U 平均值(算术平均值)				0.8212

(二)被评估企业的资本结构比率发生了变化

1、前期交易评估(评估基准日 2022 年 10 月 31 日)

1	付息负债	5,270.18
2	权益市场价值	20,400.00
3	D/E	25.83%

2、本次交易评估(评估基准日 2023 年 10 月 31 日)

1	付息负债	2,253.94
2	权益市场价值	17,220.00
3	D/E	13.09%

(三)资本资产定价(CAPM)模型中无风险收益率、超额风险收益率、公司特有风险超额收益率等参数发生了变化

1、前期交易评估(评估基准日 2022 年 10 月 31 日)

1	无风险收益率 (Rf)(1)	2.64%
2	超额风险收益率(ERP)	6.92%
3	公司特有风险超额收益率(Rs)	3.16%

2、本次交易评估(评估基准日 2023 年 10 月 31 日)

1	无风险收益率 (Rf)(1)	2.91%
2	超额风险收益率(ERP)	6.70%
3	公司特有风险超额收益率(Rs)	3.63%

各主要参数的取数依据说明:

① 通过查询同花顺 Find 软件可知“生物柴油生产”行业对比上市公司无财务杠杆的 β_u 值，然后取无财务杠杆的 β_u 的平均值按企业的资本结构计算得出企业的 β 值；

② 无风险收益率 Rf: 据中国债券信息网查询的国债收益率曲线，于评估基准日的 10 年期国债到期收益率作为无风险利率。

二、预测期现金流

造成预测期现金流发生较大变化的一个重要原因是企业即将适用新的所得税优惠政策，此外，随着企业内外环境的一些变化，企业在预测期的营业收入、营业成本、销售费用、管理费用、财务费用等均发生了一定的变化。

(一)所得税

1、前期交易评估(评估基准日 2022 年 10 月 31 日)

金额单位：元

序号	项目	年度	预测年度					
			2022 年 11-12 月	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度
1	所得税费用		-1,990,598.61	3,102,039.27	3,555,236.57	3,986,063.21	4,316,357.88	4,235,335.38
	企业适用所得税率		15%	15%	15%	15%	15%	15%

2、本次交易评估(评估基准日 2023 年 10 月 31 日)

金额单位：元

序号	项目	年度	预测年度					
			2023年 11-12月	2024年度	2025年度	2026年度	2027年度	2028年度
1	所得税费用		-	-	-	-	-	-
	企业适用所得税率		15%	15%	15%	15%	15%	15%

本次交易评估与上次交易评估相比，被评估单位已实现 90%以上原料来自于废生物质油、废弃润滑油，符合了财政部、税务总局、发展改革委、生态环境部于 2021 年 12 月 16 日联合发布的《资源综合利用企业所得税优惠目录(2021 年版)》(公告 2021 年第 36 号)中 3.6 项的要求，从而在预测期可按相应产品销售收入的 10%抵减当期所得税额，享受此税收优惠政策后，汕头市天汇健生物技术有限公司不需要缴交企业所得税。

(二)营业收入

1、前期交易评估(评估基准日 2022 年 10 月 31 日)

企业主要产品工业级混合油的生产产能已达到年产 7 万吨，预计 2023 年完成技改升级后，生产产能可以实现年产 10 万吨。在销售数量预测时，基于企业较快的历史销售数量增长情况，评估师审慎预测企业于 2026 年销售数量达至现有生产产能 7 万吨，暂未考虑预计技改完成后的生产产能 10 万吨。

2、本次交易评估(评估基准日 2023 年 10 月 31 日)

企业于 2023 年完成技改升级，生产产能可以实现年产 10 万吨。在销售数量预测时，基于企业历史销售数量的变化情况，结合目前企业主要产品所处市场环境的变化情况，评估师审慎预测企业于 2028 年销售数量达至 7 万吨。

(三)营业成本

1、前期交易评估(评估基准日 2022 年 10 月 31 日)

对 2023 年的成本比重进行预测时，采用的是企业前三年销售成本除以

企业前三年销售收入，得出预测年度自 2023 年开始的成本占收入比重为 97.13%

2、本次交易评估(评估基准日 2023 年 10 月 31 日)

对 2024 年的成本比重进行预测时，采用的是企业前三年销售成本除以企业前三年销售收入。得出预测年度自 2024 年开始的成本占收入比重为 98.06%

(四)期间费用

1、前期交易评估(评估基准日 2022 年 10 月 31 日)

金额单位：元

序号	项目	历史年度			预测年度					
		2020 年 度	2021 年 度	2022 年 1-10 月	2022 年 11-12 月	2023 年 度	2024 年 度	2025 年 度	2026 年 度	2027 年 度
	销售费用	299,737.01	41,037.73	8,508.48	10,324.53	33,236.70	35,214.51	37,359.68	38,564.73	38,564.73
	管理费用	10,078,225.06	12,108,715.49	12,981,300.37	2,235,178.68	13,398,288.02	12,813,721.83	11,937,169.03	12,022,011.12	12,026,109.58
	财务费用	1,065,415.94	2,433,993.56	2,367,312.14	473,318.93	2,498,867.39	2,498,867.39	2,498,867.39	2,498,867.39	2,498,867.39
	销售费用/营业收入	0.11%	0.01%	0.00%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
	管理费用/营业收入	3.84%	3.27%	3.39%	3.32%	2.70%	2.44%	2.14%	2.09%	2.09%
	财务费用/营业收入	0.41%	0.66%	0.62%	0.70%	0.50%	0.48%	0.45%	0.43%	0.43%

2、本次交易评估(评估基准日 2023 年 10 月 31 日)

金额单位：元

序号	项目	历史年度			预测年度					
		2021 年 度	2022 年 度	2023 年 1-10 月	2023 年 11-12 月	2024 年 度	2025 年 度	2026 年 度	2027 年 度	2028 年 度
	销售费用	41,037.73	18,833.01	4,358.48	2,340.82	23,034.24	26,849.17	29,579.57	30,944.83	31,854.98
	管理费用	12,108,715.49	14,651,436.10	8,805,065.41	2,570,503.55	10,943,844.21	10,213,251.79	9,667,659.24	9,737,702.46	9,808,465.79
	财务费用	2,433,993.56	2,911,104.18	1,322,537.41	177,428.50	1,060,063.11	1,060,063.11	1,060,063.11	1,060,063.11	1,060,063.11
	销售费用/营业收入	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
	管理费用/营业收入	3.27%	3.26%	3.64%	6.26%	2.71%	2.17%	1.86%	1.79%	1.76%
	财务费用/营业收入	0.66%	0.65%	0.55%	0.43%	0.26%	0.23%	0.20%	0.20%	0.19%

两次交易评估，销售费用、管理费用占营业收入的比重变化不大；财务费用是由于公司银行贷款的减少，相应的利息费用支出减少，导致财务费用

占营业收入的比重下降。

综上所述，我们认为广东联泰环保股份有限公司“关于前期股权交易评估审慎、客观问题”的回复合理，符合前后两次评估时的市场环境和被评估单位实际经营情况，对营业收入和营业成本的预测是从被评估单位在当时所面临的内外部环境做出的审慎、客观预测。

我们认为需要补充说明的是：欧盟等主要市场对生物柴油以及工业级混合油需求增长→国内生物柴油出口量剧增导致国内工业级混合油生产原料短缺伴随价格上涨→国内生物柴油对欧盟出口量剧增且低于成本价导致欧盟展开反欺诈调查和启动反倾销调查→生物柴油以及工业级混合油市场价格出于对欧盟展开反欺诈调查和启动反倾销调查的担忧出现了超预期下跌，这一系列关于生物柴油以及工业级混合油的事件，既有市场反应也有政府干预，政府干预加剧了市场反应，前后两次评估时我们仅能对预测期相关参数进行合理的客观判断，对于市场的过度反应也是事前无法预测的。

深圳中科华资产评估有限公司



二〇二三年十二月二十二日