（上接B8版）

（2）对标的资产评估方法的选择及其合理性分析

1、评估方法

企业价值评估的基本方法包括收益法、市场法和资产基础法。收益法适用的前提条件是：

（1）被评估对象的未来预期收益可以预测并可以用货币衡量；

（2）资产拥有者获得预期收益所承担的风险也可以预测并可以用货币衡量；

（3）被评估对象预期获利年限可以预测。

市场法适用的前提条件是：

（1）存在一个活跃的公开市场且市场数据比较充分；

（2）公开市场上有可比的交易案例。

资产基础法适用的前提条件是：

（1）被评估对象处于继续使用状态或被假定处于继续使用状态；

（2）能够确定被评估对象具有预期获利潜力；

（3）具备可利用的历史资料。

2、评估方法的选择及其合理性分析

评估师在执行本次企业价值评估业务时，根据评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，综合分析了收益法、市场法和资产基础法三种资产评估基本方法的适用性，确定采用收益法和市场法两种方法进行评估。选择理由如下：

经核实江南园林历史财务数据，并通过调查了解可知，江南园林经过二十多年的发展，已具有一定规模，主营业务市场占有率较为稳定，拥有一定的获利能力，同时，其管理层能够提供未来年度的盈利预测数据，具备采用收益法评估的条件。

江南园林所属行业类似上市公司较多，上市公司股价及经营业务相关信息资料公开，故也具有采用市场法评估的条件。

资产基础法评估无法涵盖诸如客户资源、商誉、人力资源、技术业务能力等无形资产的价值，不能全面、合理的体现企业的整体价值。

因此，本次评估采用收益法和市场法对江南园林进行价值评估。

（三）收益法评估说明

1、评估假设

本次评估是建立在一系列假设前提基础上的，下面是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。

2、收益法评估方法介绍

企业价值评估中的收益法，是指通过估算被评估企业在未来的预期收益，并采用适当的折现率折现成基准日的现值，求得被评估企业在基准日时点的公允价值。本次评估采用企业自由现金流折现模型，基本公式为：

[illegible]

3、评估收入及费用预测情况

江南园林及其控股子公司结构如下表：

江南园林下属拥有1家全资子公司—德州绿巨人，该子公司于2014年1月14日成立，主要资产为在租用的德州市陵县国有小王庄林场种植的白蜡和国槐树苗，这些苗木将长成后主要提供给江南园林承接的施工项目使用，因此本次评估在未来收益预测中采用了合并口径，即未来盈利预测的收入、成本、费用中均考虑了德州绿巨人的因素。

（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。

依据目前正在执行的合同（明细表请详见本节之“四、交易标的的业务和技术”之“（四）江南园林主要项目情况”），预测2014年全年营业收入约为60,000.00万元。其中，2014年1-5月，已经确认的收入金额为18,891.65万元，预计能在2014年6-12月继续确认收入的金额约为41,108.35万元，能在2015年确认收入的订单金额约为24,000.00万元，能在2016年确认收入的订单金额约为13,569.33万元。

报告期内江南园林各业务收入情况如下表：

单位：万元

业务分类	历史年度		
	2012年	2013年	2014年1-5月
工程类--市政	31,156.80	20,940.48	16,146.42
工程类--地产	5,940.18	15,923.58	1,169.56
工程类--古建	4,345.72	8,895.24	1,129.93
设计类	390.94	506.73	445.74
销售类	2,850.37	20.00	-
合计	44,684.02	46,286.04	18,891.65

2014年至2019年江南园林各业务收入预测情况如下表：

单位：万元

业务分类	预测年度						
	2014年6-12月？	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
工程类--市政	36,522.99	52,669.42	67,416.85	80,900.22	88,990.24	93,439.76	96,242.95
工程类--地产	3,532.53	4,702.09	6,112.71	7,335.25	8,068.78	8,472.22	8,726.39
工程类--古建	665.69	1,795.62	4,129.93	5,286.31	5,814.94	6,105.69	6,288.86
设计类	387.14	832.88	1,166.03	1,399.23	1,539.15	1,616.11	1,664.60
销售类	-	0.00	-	-	-	-	-
合计	41,108.35	60,000.00	78,825.52	94,921.02	104,413.12	109,633.77	112,922.79

2014年收入的预测基于已经签订的合同和正在执行中的合同。2015年至2019年收入的预测，则基于2012至2013已经实现的收入及2014年全年预测收入情况，预测2015年至2019的收入增长率分别为31.4%、20.4%、10.0%、5.0%和3.0%，复合增长率为13.48%。

2012年，中国共产党第十八次全国代表大会的报告中首次专章论述生态文明，接着提出了建设社会主义和谐社会、“美丽中国”、“美丽建筑”等概念，2013年3月，住建部印发《“十二五”绿色建筑和绿色生态城区发展规划》，鼓励加快推进建设资源节约型和环境友好型城镇，实现美丽中国、永续发展的目标。2013年9月，国务院印发《关于加强城市基础设施建设的意见》中提出加强生态园林建设。上述政策的陆续推出，促使地产景观消费逐步升级与地方生态景观建设投资加码，将共同助推园林景观行业未来5年市场规模复合增速保持15%以上，估算至2015年行业产值将达4,819亿？。*《数据来自宏源证券研究报告 数策红利持续，园林行业成长加速》*

按照目前的发展势头，2014年、2015年、2016年江南园林将保持较高的增长速度，预测时按高于行业平均发展水平进行预测。之后按照10%、5%和3%的增长速度进行预测，增速明显低于行业平均增长率。在2015年至2019年期间，江南园林预测的复合增长率为13.48%，低于行业15%的复合增速，预测较为谨慎。

同时，江南园林收入的增速按照下降的趋势进行预测，且预测的高增速期包括在交易对方的利润承诺期内，承诺期外的增速下降较快，有效涵盖了风险，预测较为谨慎。

综上，江南园林的收入预测以2014年的合同为基础进行预测，并按照低于行业平均增速的复合增长率进行预测，收入的预测具有合理性。同时，收入的增速按照下降的趋势进行预测，且将高增速期包括在利润承诺期内，有效涵盖了风险，预测较为谨慎。

（2）营业成本预测

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

各类销售成本率	2012年	2013年	2014年1-5月	2年1期均值
工程类--市政	77.93%	78.18%	74.57%	76.89%
工程类--地产	76.55%	79.95%	73.38%	76.63%
工程类--古建	72.90%	74.91%	74.67%	74.16%
设计类	29.83%	50.42%	79.67%	53.30%

本次评估对于各类业务成本的预计结合经审计后的2012年、2013年及2014年1-5月的费率平均值，并考虑物价水平变动因素，在预测期内考虑了成本率逐渐上升的因素进行综合预测。未来各期江南园林各业务成本率预测情况如下表：

各类销售成本率	2014 6-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
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%

江南园林各业务成本预测情况如下表：

单位：万元

各类销售成本率	预测年度						
	2014年6-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
工程类--市政	28,083.30	40,123.73	51,838.24	62,205.89	69,452.88	73,290.15	75,866.30
工程类--地产	2,706.88	3,565.12	4,684.01	5,620.81	6,275.63	6,622.36	6,855.13
工程类--古建	493.67	1,337.35	3,062.74	3,920.31	4,377.03	4,618.86	4,781.21
设计类	206.36	561.5	621.54	745.85	832.74	878.75	909.64
销售类	-	-	-	-	-	-	-
合计	31,490.22	45,587.70	60,206.54	72,492.86	80,938.28	85,410.12	88,412.29

（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。

（4）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、其他。其中：

对于工资，本次评估结合业务发展情况考虑了未来员工的扩充，以及平均工资的涨幅，预测2015年至2019年的工资增长率为8%。

对于奖金，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，本次评估结合2013年和2014年缴费基数的变化情况，对于社会保险缴纳基数每年按照10%的涨幅预计，公积金按照5%的涨幅预计，并结合员工数量，对于未来的五险一金进行了预测。

对于招投标费用，本次评估结合2012年、2013年及2014年1-5月该费用占营业收入比例并考虑一定的增长幅度，按照0.3%的占比对2015年及以后年度进行预测；

对于养管费用，主要是指项目后续养护的费用，按照合同约定，项目完成竣工验收之后，且在养护期内的才会涉及这些质保费用，2013年及2014年1-5月该费用占总收入的比例分别为0.012%、0.154%，2014年6-12月及以后年度按照2014年1-5月这一比例0.154%进行预测。

（5）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、租赁费、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这些项目的预测相同；

工会经费、职工教育经费结合历史年度这些费用占工资比例进行预测；

由于上市审计顾问费、上市中介方其它费用这两项不是持续性费用，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，本次评估结合各类资产的会计折旧年限及账面值进行综合考虑；

对于研发费用，主要是指新型项目的测试、研发、检验过程中发生的费用。研发费用中最主要的是直接投入，基于基准日的实际测试投入情况，预计2014年直接投入为2,250.00万元，占2014年预测营业收入的3.75%，对于2015年及以后年度，考虑未来营业收入的增加，以及研发费用的增长速度低于收入增长速度，按2.95%、2.95%、2.85%和2.75%的次预测2015年至2019年期间直接投入的研发费用占收入的比例情况。2014年至2019年，研发费用占收入的比例依次为3.96%、3.16%、3.16%、3.18%、3.09%和3.00%。

（6）财务费用预测

江南园林的财务费用主要包括利息支出、利息收入、银行手续费及其他支出。截至2014年5月31日，江南园林的短期借款余额为7,800万元，按该借款金额和借款协议约定的利率6.60%计算后续利息支出。

（7）所得税预测

江南园林于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%。因此，本次评估2014年6-12月的所得税税率按15%预测，2015年及以后年度按25%预测。

4、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。

采用收益法评估的企业净利润预测具体情况如下表：

单位：万元

项目名称	历史数据			未来预测数据	
	2012	2013	2014年1-5月	2014年6-12月	2015
营业收入	44,684.02	46,286.04	18,891.65	41,108.35	78,825.52
营业收入增长率（%）		3.60%		29.60%	31.40%
营业成本	34,941.44	36,033.59	14,097.48	31,490.22	60,206.54
毛利率(%)	21.80%	22.20%	25.40%	23.40%	23.62%
主营业务税金及附加	1,422.96	1,523.98	616.33	1,371.02	2,617.75
主营业务税金及附加/营业收入（%）	3.20%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%
主营业务毛利	8,319.62	8,728.46	4,177.83	8,247.11	16,001.23
销售费用:	62.75	109.49	111.14	324.29	508.7
销售费用/营业收入（%）	0.14%	0.24%	0.59%	0.79%	0.65%
管理费用	2,083.99	2,695.36	443.9	3,312.00	4,023.97
管理费用/营业收入(%)	4.70%	5.80%	2.30%	8.10%	5.10%
财务费用	458.97	530.75	211.13	303.36	520.8
财务费用/销售收入(%)	1.00%	1.10%	1.10%	0.70%	0.70%
资产减值损失	579.54	1,025.50	204.59	489.52	952.82
主营业务利润	5,134.37	4,367.36	3,207.07	3,817.94	9,994.94
主营业务利润/销售收入（%）	11.50%	9.40%	17.00%	9.30%	12.70%
营业外收入	1.66	44.48	7.86		
营业外支出	21.5	31	1.01		
利润总额	5,114.53	4,380.84	3,213.92	3,817.94	9,994.94
所得税	648.23	544.12	459.75	572.69	2,498.73
净利润	4,466.30	3,836.72	2,754.17	3,245.25	7,496.21

项目名称	未来预测数据				终值
	2016	2017	2018	2019	
营业收入	94,921.02	104,413.12	109,633.77	112,922.79	116,310.47
营业收入增长率（%）	20.40%	10.00%	5.00%	3.00%	3.00%
营业成本	72,492.86	80,938.28	85,410.12	88,412.29	91,064.65
毛利率(%)	23.63%	22.48%	22.10%	21.71%	21.71%
主营业务税金及附加	3,152.41	3,467.65	3,641.03	3,750.26	3,862.77
主营业务税金及附加/营业收入（%）	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%
主营业务毛利	19,275.75	20,007.19	20,582.63	20,760.24	21,383.05
销售费用:	620.76	758.62	834.49	887.38	914
销售费用/营业收入(%)	0.65%	0.73%	0.76%	0.79%	0.79%
管理费用	4,824.06	5,539.58	5,911.54	6,123.49	6,307.19
管理费用/营业收入(%)	5.10%	5.30%	5.40%	5.40%	5.40%
财务费用	521.4	522.06	522.79	523.58	539.29
财务费用/销售收入(%)	0.55%	0.50%	0.48%	0.46%	0.46%
资产减值损失	814.65	480.43	264.23	166.47	171.46
主营业务利润	12,494.88	12,706.51	13,049.57	13,059.32	13,451.10
主营业务利润/销售收入（%）	13.20%	12.20%	11.90%	11.60%	11.60%
利润总额	12,494.88	12,706.51	13,049.57	13,059.32	13,451.10
所得税	3,123.72	3,176.63	3,262.39	3,264.83	3,362.78
净利润	9,371.16	9,529.88	9,787.18	9,794.49	10,088.33

（2）折旧及摊销的预测

截止评估基准日被评估单位折旧及摊销情况如下表：

单位：万元

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

其中，房屋建筑物、土地的价值未包含涉及搬迁的土地和房产的价值。

（3）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。本次评估采用以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；本次评估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预测。

（4）毛现金流的预测

毛现金流＝净利润＋利息支出×（1－所得税率）＋折旧及摊销

采用收益法评估的企业毛现金流的预测具体情况如下表：

单位：万元

项目名称	历史年度			预测年度	
	2012年	2013年	2014年1-5月	2014年6-12月	2015年
净利润	4,466.30	3,836.72	2,754.17	3,245.25	7,496.21
加:税后利息	439.58	462.09	180.42	255.26	386.10
折旧/摊销	104.51	153.71	63.68	162.12	296.27
毛现金流量	5,010.39	4,452.52	2,998.28	3,662.62	8,178.57

项目名称	预测年度				终值
	2016年	2017年	2018年	2019年	
净利润	9,371.16	9,529.88	9,787.18	9,794.49	10,088.33
加:税后利息	386.10	386.10	386.10	386.10	386.10
折旧/摊销	299.54	246.90	250.90	281.70	281.70
毛现金流量	10,056.80	10,162.89	10,424.18	10,462.29	10,756.12

（4）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。

2012年、2013年江南园林营运资金占用占收入的比例分别为27.6%和12.6%，平均占用比例为20.1%。本次评估参照江南园林近2年的平均水平，同时考虑其业务发展情况及市场竞争加剧造成的资金占用增加因素，并根据未来江南园林收入情况对营运资金占用金额进行了预测，并以此计算出营运资金增加。

（5）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。

截至评估基准日，江南园林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，江南园林对于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。BT项目一般不能在一个营业周期完成，本次评估将这7个项目分别进行现金流的预测，按项目分别考虑收入预测、成本预测、应收款项预计和支付款项金额预计，并用上述四个指标计算BT项目的现金流变动金额。

（6）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，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他对增长率已经为零，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，根据上述数据，本次评估采用3%作为未来年度通胀率，即稳定期增长率为3%。

5、折现率的预测

折现率，又称期望投资回报率，是收益法确定评估价值时的重要参数。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。本次评估采取以下方法估算被评估单位期望投资回报率：首先，在上市公司市选取对比公司，计算对比公司的系统性风险系数β（Levered Beta），然后根据对比公司资本结构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。具体步骤如下：

（1）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。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。在本次评估中，评估师采用以下基本标准筛选对比公司：

1）对比公司近三年盈利；

2）对比公司只发行人民币A股；

3）对比公司所在行业为建筑业——土木工程建筑业；

4）对比公司从事的主营业务主要由工程施工业务组成，且该主营业务经营不少于3年。

根据上述原则，评估师利用Wind数据库进行筛选，最终选取了以下5家上市公司作为对比公司，分别为棕榈园林、铁汉生态、普邦园林、东方园林、蒙草抗旱。

（2）股权回报率的确定

评估师利用资本定价模型（Capital Asset Pricing Model or “CAPM”）确定股权回报率，该模型如下：

$$Re=Rf+\beta\times ERP+Rs$$

其中：Re为股权回报率；Rf为无风险回报率；β为风险系数；ERP为市场风险超额回报率；Rs为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。评估师在沪、深两市选取了从评估基准日到国债到期日剩余期限超过10年期的国债，并将所有国债到期收益率的平均值4.32%作为本次评估无风险收益率。

2）确定股权风险收益率

股权风险收益率是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分。对于股权风险收益率，评估师选择沪深300指数作为衡量股市整体变化的指数，选择10年为间隔期，采用每年年底时沪深300指数的成份股年末“复权”价，并用几何平均值计算的Cn计算得到ERP，评估师根据计算认为选择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）确定被评估单位相对于股票市场风险系数β（Levered β）。

①确定对比公司相对于股票市场风险系数β（Levered β）。

本次评估选取Wind资讯公布的β计算器计算对比公司的β值，采用上述方式估算的β值是合有对比公司自身资本结构的β值。

②计算对比公司Unlevered β和估算被评估单位Unlevered β

根据以下公式，可以分别计算对比公司的Unlevered β：

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

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：

单位：万元

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

取对比公司计算出的Unlevered β平均值作为被评估单位的Unlevered β。

③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评估师参考了以下两个指标：

①对比公司资本结构平均值；

②被评估企业目身能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。

④估算被评估单位在上述确定的资本结构比率下的Levered β

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：

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

式中：D—债权价值；E—股权价值；T—适用所得税率；

⑤β系数的Blume调正

本次评估采用Blume对采用历史数据估算的β系数进行调整。

在实践中，Blume提出的调整思路及方法如下：

[illegible]

根据以上公式，计算得出江南园林预测的2014年β值为1.118，2015年及以后年度的β值为1.106。

4）估算特有风险收益率Rs

按超额收益率RPs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：

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

其中：RPs:规模超额收益率；

S：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。

根据上述计算得出江南园林的超额收益率RPs为2.27%，该收益率仅仅是江南园林规模因素形成的非系统风险收益率，除此之外，江南园林还面临其他特有经营风险。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，本次评估中江南园林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Rs的值为5.27%。

5）计算现行股权收益率

将上述步骤计算得到数据代入CAPM公式中，就可以计算出被评估单位的股权期望回报率。

即：被评估单位2014年6-12月的CAPM

=4.32%+6.27%*1.118+5.27%

=16.60%

被评估单位2015年及以后年度的CAPM

=4.32%+6.27%*1.106+5.27%

=16.53%

（3）债券回报率的确定

本次评估，以现行有效的一年期贷款利率为基础结合江南园林在银行可能取得的贷款利率6.60%作为债权年期望回报率。

（4）被评估企业折现率的确定

总资本加权平均回报率由股权期望回报率和债权回报率按实际股权、债权结构比例权重加权平均计算得到，具体计算公式如下：

[illegible]

其中：WACC为加权平均总资本回报率；E为股权价值；Re为期望股本回报率；D为付息债权价值；Rd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%×85.3%+6.60%×14.7%×（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%×85.3%+6.60%×14.7%×（1-25%）

=14.80%（取整确定）

6、被评估企业股权价值的确定

根据上述净现金流和折现率计算的现金流量折现值如下表：

单位：万元

项目名称	预测年度						终值
	2014年6-12月	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
净现金流	1,642.10	6,478.77	9,184.77	7,323.35	7,191.85	9,357.36	80,572.64
折现年限	0.29	1.08	2.08	3.08	4.08	5.08	5.08
折现系数	0.9601	0.8602	0.7493	0.6527	0.5686	0.4953	0.4953
净现金流量现值	1,576.51	5,573.32	6,882.53	4,780.22	4,089.19	4,634.55	39,906.35
现金流现值和	27,536.33						39,906.35

7、非经营性资产的评估

评估中，非经营性资产是指对被评估单位主营业务没有直接“贡献”的资产。根据评估基准日江南园林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的资金往来，与江南园林主营业务无关，其净额559.30作为非经营性资产进行评估。由于政府规划将要拆迁的位于珠江路111号规经营场地在将来仅能取得政府拆迁补偿，不能再为企业的经营活动作出贡献，本次将其作为非经营性资产进行评估。

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。

（1）房屋建筑物的评估

由于拆迁的具体补偿标准尚未明确，考虑到本次评估的特定目的及被评估建筑物类资产的特点，评估师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

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%

评估结果如下：

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
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
房屋建筑物	1,243,393.84	396,851.12	2,550,800.00	1,938,608.00	105.15	388.50

（2）土地使用权的评估

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。

①基准地价系数修正法：基准地价系数修正法是利用城镇基准地价和基准地价修正系数表等评估成果，按照替代原则，就待估宗地的区域条件和个别条件等与其所处区域的平均条件相比较，并对照修正系数表选取相应的修正系数对基准地价进行修正，进而求取待估宗地在估价期日价格的方法。

②市场比较法：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。

基准地价修正法下该地块地面单价为462.00元/m2；市场比较法下地面单价为464元/平方米。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：土地单价＝（462+464）÷2=463元/平方米，土地总价＝463.00×2,421.90＝1,121,300.00（元）（取整）。

综上所述，目前珠江路111号厂区由于当地政府征地政策而涉及的搬迁范围包括房屋建筑物和土地，经过测算，这两部分资产的评估值为305.99万元，其中房屋建筑物的评估值为193.86万元，土地使用权的评估价值为112.13万元。

8、负息负债

付息负债是指那些需要支付利息的负债，包括银行借款、发行的债券、融资租赁的长期应付款等，在评估时作为负债项进行扣减。截至评估基准日，江南园林的付息负债总额为8,066.43万元，具体情况如下表：

单位：万元

付息负债	账面价值
短期借款	7,800.00
应付利息	59.03
应付工程款（新厂区建设）	207.40
合计	8,066.43

9、收益法评估结果

截止评估基准日，在收益法评估基础下，江南园林股东全部权益在持续经营条件下的评估价值为人民币60,200.00万元，具体计算过程如下：

单位：万元

预测期净现金流现值总额	27,536.33
终值的现值	39,906.35
全投资资本的市场价值	67,442.68
减:付息负债	8,066.43
股东权益的价值	59,376.25
加:非经营性资产	865.29
股东权益公允市价（取整）	60,200.00

（四）市场法评估说明

1、评估假设

（1）基本假设前提是目前中国的政治、经济保持稳定，国家税收和金融政策不发生重大变化。

（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。

2、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