（接B15版）

（二）耐值方法的选择

资产评估基本方法包括市场法、收益法和资产基础法。具体评估时需根据评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析三种资产评估基本方法的适用性，恰当选择一种或多种资产评估基本方法。

本次评估的目的是反映洪龙园林66%股权于评估基准日的市场价值，为上市公司拟发行股份购买徐洪圣、张国英分别持有洪龙园林31%和35%的股权之经济行为提供价值参考依据，资产基础法从企业购建角度反映了企业的价值，为经济行为实现后企业的经营管理及考核提供了依据，本次评估可收集到各项资产和负债的详细资料，具备资产基础法评估操作性，因此本次选取了资产基础法进行评估。

新型城镇化、商品房投资与居住消费升级，生态修复为园林行业发展提供了广阔的市场需求，洪龙园林持续经营前提下具有持续获利的能力，未来预期收益可用货币计量，未来经营风险可以量化，具备收益法评估的条件。收益法评估合理反应企业持续获利能力，更能客观体现其价值，能够较好地为股权交易行为提供价值参考，本次选取了收益法进行评估。

洪龙园林与同行业园林绿化上市公司资产、经营规模差异较大，并且与洪龙园林相近的园林绿化行业股权并购案例公开资料较难获取，鉴于该原因，本次评估未选用市场法。

综上所述，本次选择收益法和资产基础法进行评估。

（三）耐值假设

1、基本假设

①交易假设

交易假设是假定所有待评估资产已经处在交易的过程中，评估机构根据待评估资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是资产评估得以进行的一个最基本的前提假设。

②公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

③资产持续使用假设

资产持续经营假设是指评估时需根据被评估资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定评估方法、参数和依据。

④企业持续经营的假设

企业持续经营的假设：洪龙园林将保持持续经营，并在经营方式上与现时保持一致。

2、一般性假设

①洪龙园林在经营中所遵循的国家和地方的现行法律、法规、制度及社会政治和经济政策与现时无重大变化；

②国家现行的税赋基准及税率，银行信贷利率以及其他政策性收费等不发生重大变化；

③不考虑通货膨胀对经营价格和经营成本的影响；

④洪龙园林提供的历年财务资料所采用的会计政策和进行收益预测时所采用的会计政策与会计核算方法在重要方面基本一致（或者是已经调整到一致）；

⑤无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大不利影响。

3、计对性假设

①假设洪龙园林各年间的技术队伍及其高级管理人员保持相对稳定，不会发生重大的核心专业人员流失问题。

②假设洪龙园林各经营主体现有和未来经营者是负责的，且公司管理层能稳步推进公司的发展计划，保持良好的经营态势。

③假设洪龙园林未来经营者遵守国家相关法律和法规，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项。

④）洪龙园林符合享受西部大开发企业所得税优惠政策的条件，2012年度公司适用的企业所得税税率为15%。根据国家税务总局公告2012年第12号《国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》第六条的规定，总机构设在西部大开发税收优惠地区的企业，仅就设在优惠地区的总机构和分支机构（不含优惠地区外设立的二级分支机构在优惠地区内设立的三级以下分支机构）的所得确定适用15%优惠税率。洪龙园林设立在宁波的分公司适用25%的企业所得税。在历史年度是明市官渡区国家税务局实际执行的企业所得税为20%，本次评估假设企业所得税2013年至2020年的企业所得税税率为20%。

若将来实际情况与上述评估假设产生差异时，将对评估结论产生影响，报告使用者应在使用本报告时充分考虑评估假设对本评估结论的影响。

（四）收益法评估结论

1、收益法概述

收益法是通过估算被评估单位未来的预期收益，并采用适当的折现率折现成基准日的现值，求得被评估单位在基准日时点的营业性资产价值，然后再加上溢余资产价值、非经营性资产价值、长期股权投资价值，得出股东全部权益价值。

在收益评估过程中，要求被评估企业价值内涵和运用的收益类型以及折现率的口径必须是一致的。

①关于收益类型——企业自由现金流

本次评估采用的收益类型为公司全部资本所产生的自由现金流，自由现金流等于企业的无息税后净利润（即将公司不包括利息收支的利润总额扣除实付所得税税金之后的数额）加上折旧及摊销等非现金支出，再减去营运资本的追加投入和资本性支出后的余额，它是公司所产生的税后现金流量总额，可以提供给公司资本的所有供应者，包括债权人和股东。

②关于折现率

有关折现率的选取，评估机构采用了加权平均资本成本估价模型（WACC”）。WACC模型可用下列数学公式表示：

$$WACC=k_e\times[E\div(D+E)]+k_d\times(1-t_i)\times[D\div(D+E)]$$

其中：k_e=权益资本成本

E=权益资本的市场价值

D=债务资本的市场价值

k_d=债务资本成本

t_i=所得税率

计算权益资本成本时，评估机构采用资本资产定价模型（CAPM”）。CAPM模型是普遍应用的估算权益资本成本的办法。CAPM模型可用下列数学公式表示：

$$E(R_e)=R_f1+\beta\times[E(R_m)-R_f2]+Alpha$$

其中：$E(R_e)$=权益期望回报率，即权益资本成本

R_f1=长期国债期望回报率

β=贝塔系数

$E(R_m)$=市场期望回报率

R_f2=长期市场预期回报率

Alpha=特别风险溢价

$E(R_m)-R_f2$）为股权市场超额风险收益率，称ERP

③关于收益期

本次评估采用永续年期作为收益期，其中，第一阶段为2013年7月1日至2021年12月31日，预期期为8.5年。在此阶段中，根据对洪龙园林的历史业绩及未来市场分析，收益状况逐渐趋于稳定；第二阶段为2022年1月1日至永续经营，在此阶段中，洪龙园林的净现金流在2021年的基础上将保持稳定。

本次评估通过将自由现金流折现还原为基准日的净现值，确定出评估基准日的企业全部资本（含投入资本和借入资本）的公允价值，再扣减企业借入资本价值，计算出洪龙园林的整体价值。

2、净现金流预测情况

单位：万元

项目	2013年6-12月	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
营业总收入	12,945.00	30,880.00	41,580.00	52,520.00	64,298.00	76,154.24	87,520.38	96,234.42	101,027.15	101,027.15
营业收入	12,945.00	30,880.00	41,580.00	52,520.00	64,298.00	76,154.24	87,520.38	96,234.42	101,027.15	101,027.15
营业总成本	9,896.69	23,764.51	32,252.71	40,464.21	49,736.00	59,092.84	69,370.07	77,156.02	80,964.99	80,964.99
营业成本	8,165.60	19,681.60	26,991.60	34,147.60	42,482.98	50,890.34	60,248.46	67,219.69	70,574.61	70,574.61
营业税金及附加	434.11	1,024.80	1,384.32	1,751.90	2,147.65	2,546.02	2,927.91	3,220.71	3,381.75	3,381.75
销售费用	206.72	488.00	659.20	834.24	1,022.69	1,212.39	1,394.25	1,533.67	1,610.35	1,610.35
管理费用	1,039.86	2,469.31	3,116.79	3,629.67	3,981.88	4,343.29	4,698.65	5,081.15	5,297.48	5,297.48
财务费用	50.40	100.80	100.80	100.80	100.80	100.80	100.80	100.80	100.80	100.80
资产减值损失										
其他经营收益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
公允价值变动净收益										
投资净收益										
营业利润	3,048.31	7,115.49	9,327.29	12,055.79	14,562.00	17,061.40	18,150.31	19,078.40	20,062.16	20,062.16
加：营业外收入							-	-	-	
减：营业外支出							-	-	-	
利润总额	3,048.31	7,115.49	9,327.29	12,055.79	14,562.00	17,061.40	18,150.31	19,078.40	20,062.16	20,062.16
减：所得税	583.83	1,338.89	1,791.95	2,348.59	2,861.61	3,373.34	3,602.49	3,796.82	4,997.96	4,997.96
净利润	2,464.48	5,776.60	7,535.34	9,707.20	11,700.39	13,688.06	14,547.82	15,281.58	15,064.20	15,064.20
加：折旧摊销	61.04	162.24	174.74	187.24	199.74	212.24	224.74	237.24	249.74	249.74
税后利息支出	40.32	80.64	80.64	80.64	80.64	80.64	80.64	80.64	75.6	75.60
减：资本性支出	328.70	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	-	
营运资本增量（减少）	2,978.62	4,306.16	5,970.83	6,092.40	6,600.91	6,644.84	6,437.92	4,926.93	2,428.34	
净现金流	-741.48	1,613.32	1,719.89	3,782.68	5,279.86	7,236.10	8,315.28	10,572.53	12,961.20	15,389.54
折现年限	0.25	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00
折现率	14.10%	14.10%	14.10%	14.10%	14.10%	14.10%	14.10%	14.10%	14.08%	14.08%
折现系数	0.9676	0.8764	0.7681	0.6732	0.5900	0.5171	0.4532	0.3972	0.3486	2.4759
净现金流现值	-717.46	1,413.91	1,321.05	2,546.50	3,115.12	3,741.79	3,768.48	4,199.41	4,518.27	38,102.96

3、折现率等重要参数的获取来源和形成过程

为了确定委估企业的价值，评估机构采用了加权平均资本成本估价模型（WACC”）。WACC模型可用下列数学公式表示：

$$WACC=k_e\times[E\div(D+E)]+k_d\times(1-t_i)\times[D\div(D+E)]$$

其中：k_e=权益资本成本

E=权益资本的市场价值

D=债务资本的市场价值

k_d=债务资本成本

t_i=所得税率

计算权益资本成本时，评估机构采用资本资产定价模型（CAPM”）。CAPM模型是普遍应用的估算权益资本成本的办法。CAPM模型可用下列数学公式表示：

$$E(R_e)=R_f1+\beta\times[E(R_m)-R_f2]+Alpha$$

其中：$E(R_e)$=权益期望回报率，即权益资本成本

R_f1=长期国债期望回报率

β=贝塔系数

$E(R_m)$=市场期望回报率

R_f2=长期市场预期回报率

Alpha=特别风险溢价

$E(R_m)-R_f2$）为股权市场超额风险收益率，称ERP

④运用CAPM模型计算权益资本成本

CAPM模型是国际上普遍应用的估算投资者股权资本成本的办法。

在CAPM分析过程中，评估机构采用了下列步骤：

①长期国债期望回报率（R_f1）的确定。本次评估采用的数据为评估基准日距到期日十年以上的长期国债的年到期收益率的平均值，经过汇总计算取值为4.14%（数据来源：Wind资讯）。

②ERP，即股权市场超额风险收益率（$E(R_m)-R_f2$）的确定。一般来讲，股权市场超额风险收益率即股权风险溢价，是投资者所取得的风险补偿额相对于风险投资额的比率，该回报率超出无风险证券投资上应得的回报率。目前在我国，通常采用证券市场上的公开资料来研究风险报酬率。

Ⅰ、市场期望报酬率（$E(R_m)$）的确定：

在本次评估中，评估机构借助Wind资讯的数据系统，采用沪深300指数中的成份股投资收益的指标来进行分析，采用几何平均值方法对沪深300成份股的投资收益情况进行分析计算。得出各年度平均的市场风险报酬率。

Ⅱ、确定2003-2013各年度的无风险报酬率（R_f2）：

本次评估采用2003-2013各年度年末距到期日十年以上的中长期国债的到期收益率的平均值作为长期市场预期回报率。

Ⅲ、按照几何平均方法分别计算2003年1月1日至2013年6月30日期间每年的市场风险溢价，即$E(R_m)-R_f2$，评估机构采用其平均值6.11%作为股权市场超额风险收益率。

③确定可比公司市场风险系数β。

评估机构首先收集了多家工程绿化行业上市公司的资料，经查询Wind资讯，目前工程绿化行业上市公司主要有以下公司：

序号	公司名称	股票代码	首发上市日期
1	002200.SZ	*ST大地	2007-12-21
2	002310.SZ	东方园林	2009-11-27
3	002431.SZ	棕榈园林	2010-06-10
4	300197.SZ	铁汉生态	2011-03-29
5	002663.SZ	普邦园林	2012-03-16
6	300355.SZ	蒙草抗旱	2012-09-27

经过筛选评估机构剔除了亏损的*ST大地，以及上市时间较短的普邦园林、蒙草抗旱等二家公司。选取东方园林、棕榈园林、铁汉生态等3家上市公司作为可比公司，查阅取得每家可比公司在距评估基准日24个月期间的采用指标计算归集的相对与沪深两市（采用沪深300指数）的风险系数β（数据来源：Wind资讯），并剔除每家可比公司的财务杠杆后（$Un-leaved\beta$）系数，计算其平均值作为被评估企业的剔除财务杠杆后（$Un-leaved\beta$）的系数。无财务杠杆β的计算公式如下：

$$\beta U=\beta L/[1+(1-t)\times D/E]$$

其中：βU = 无财务杠杆β

βL = 有财务杠杆β

t = 所得税率

D = 债务资本的市场价值

E = 权益资本的市场价值

根据被评估企业的财务结构进行调整，确定适用于被评估企业的β系数。计算公式为：

$$\beta L=\beta U\times[1+(1-t)\times D/E]$$

其中：βL = 无财务杠杆β

βL = 有财务杠杆β

t = 所得税率

D = 债务资本的市场价值

E = 权益资本的市场价值

根据以上公式，评估机构可以分别计算对比公司的剔除财务杠杆后（$Un-leaved\beta$）的β系数，具体计算如下表：

对比公司名称	股票代码	负息负债	债权比例	股权公平市场价值	股权价值比例	公司的β	取消杠杆调整的β
002310.SZ	东方园林	180,200.00	7.21%	2,320,499.77	92.79%	1.0510	0.9859
002431.SZ	棕榈园林	149,092.78	14.58%	873,676.80	85.42%	1.4784	1.2911
300197.SZ	铁汉生态	64,829.25	7.51%	798,673.07	92.49%	1.2352	1.1555
平均						1.2549	1.1442

将对比公司的剔除财务杠杆后的β计算出来后，取其平均值作为被评估单位的$UnLevered\ Beta$。

根据被评估单位的财务结构进行调整，确定适用于被评估单位的β系数。计算公式为：

有财务杠杆β=无财务杠杆β×[1+(1-t)×负债/权益]%

计算被评估单位负债和权益比例所用参数来源于：付息债务如前所述取自于被评估公司会计报表，权益采用选代计算。

④特别风险溢价Alpha的确定，评估机构考虑了以下因素的风险溢价：

特别风险溢价主要是企业相对于同行业企业的特定风险，特别风险溢价考虑的风险因素主要有：企业所处经营阶段；历史经营状况；主要产品所处发展阶段；企业经营业务、产品和地区的分布；公司内部管理及控制机制；管理人员的经验和资历；对主要客户及供应商的依赖；企业的规模。

由于上述考虑，评估机构通过委估企业与同行业就上述指标进行对比分析，评分，然后乘以各自权重，确定本次评估中的特别风险溢价，经计算，洪龙园林特别风险溢价为3.03%。

根据以上分析计算，评估机构确定用于本次评估的权益期望回报率，即股权资本成本为14.29%（2020年前，所得税率20%。）和14.28%（2021年及以后，所得税率25%。）。

⑤运用WACC模型计算加权平均资本成本

WACC模型是国际上普遍应用的估算投资资本成本的办法。WACC模型可用下列公式表示：

$$WACC=k_e\times[E\div(D+E)]+k_d\times(1-t_i)\times[D\div(D+E)]$$

其中：k_e=权益资本成本

E=权益资本的市场价值

D=债务资本的市场价值

k_d=债务资本成本

t=所得税率

折现率计算如下表：

项目	2013年7月—2020年	2021年及以后
平均无杠杆β系数	1.1442	1.1442
评估对象β系数计算式	=平均无杠杆β系数×[1+权益负债率×(1-所得税率)]	
所得税率	20%	25%
付息负债（万元）	1,400.00	1,400.00
权益评估值（万元）	60,380.00	60,380.00
权益负债率（估代计算）	2.32%	2.32%
评估对象β系数	1.1654	1.1641
股权收益率 $E(R_e)$	$E(R_e)=Rf1+\beta\times[E(R_m)-Rf2]+Alpha$	
无风险报酬率 $Rf1$	4.14%	4.14%
市场风险收益率 $[E(R_m)-Rf2]$	6.11%	6.11%
特别风险溢价 Alpha	3.03%	3.03%
股权收益率 $E(R_e)$	14.29%	14.28%
加权平均资金成本 WACC	$WACC=k_e\times[E\div(D+E)]+k_d\times(1-t_i)\times[D\div(D+E)]$	
债权收益率	7.20%	7.20%
债权比率（估代计算）	2.27%	2.27%
股权价值比率（估代计算）	77.54%	77.52%
加权平均资金成本 WACC（所得率）	14.10%	14.08%

根据以上分析计算，评估机构确定用于本次评估的投资资本回报率，即加权平均资本成本为14.10%（2020年前，所得税率20%。）和14.08%（2021年及以后，所得税率25%。）。

4、收益法评估结果

在评估基准日2013年6月30日，在持续经营前提下，洪龙园林全部权益收益法评估市场价值为60,380.00万元。

5、评估增值原因分析

洪龙园林的价值是一个有机的整体，除单项资产能够产生价值以外，其优良的管理经验、市场渠道、客户资源、人力资源等综合因素形成的各种无形资产也是不可忽略的价值组成部分。经过多年的发展，洪龙园林在国内园林景观绿化领域与国内及云南省内多家地产企业建立了合作关系，组成核心客户资源，收益法评估较充分地反映了收益对其管理经验、客户资源、市场渠道、相关业务属于国家鼓励类产业享受税收优惠政策等无形资产价值的认同，这些因素共同导致了收益法评估增值。

（五）资产基础法评估结论

1、评估结果

在评估基准日2013年6月30日，经资产基础法评估，洪龙园林总资产账面价值为17,502.30万元，评估价值为23,251.46万元，增值额为5,749.16万元，增值率为32.85%；总负债账面价值为7,543.50万元，评估价值为7,543.50万元；股东权益账面价值为9,958.80万元，股东权益评估价值为15,707.96万元，增值额为5,749.16万元，增值率为57.73%。

评估结果汇总表具体如下：

单位：万元

项目	账面价值	评估价值	增减值	增值率%
	A	B	C=B-A	D=C/A*100%
流动资产	13,784.99	13,972.51	187.52	1.36
非流动资产	3,717.31	9,278.95	5,561.64	149.61
其中：可供出售金融资产	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-
长期应收款	-	-	-	-
长期股权投资	1,000.00	6,002.77	5,002.77	500.28
投资性房地产	-	-	-	-
固定资产	2,609.57	3,166.20	556.63	21.33
在建工程	-	-	-	-
工程物资	-	-	-	-
固定资产清理	-	-	-	-
生产性生物资产	-	-	-	-
油气资产	-	-	-	-
无形资产	-	2.24	2.24	-
开发支出	-	-	-	-
商誉	-	-	-	-
长期待摊费用	-	-	-	-
递延所得税资产	107.73	107.73	-	-
其他非流动资产	-	-	-	-
资产总计	17,502.30	23,251.46	5,749.16	32.85
流动负债	7,282.06	7,282.06	-	-
非流动负债	261.44	261.44	-	-
负债总计	7,543.50	7,543.50	-	-
净资产（所有者权益）	9,958.80	15,707.96	5,749.16	57.73

2、评估增值原因分析

洪龙园林资产账面价值17,502.30万元，评估价值23,251.46万元，评估增值5,749.16万元，增值率32.85%，主要增值原因如下：

①流动资产账面价值13,784.99万元，评估值为13,972.51万元，评估增值187.52万元，增值率为1.36%，增值原因为：第一、苗木资产是动态资产，其资产价值会随着时间推移在自然生长因素下出现增值；第二、消耗性生物资产账面价值为种植成本及管护费用，近年来绿化苗木市场需求大幅增加，市场价格不断上涨。

②长期股权投资账面价值1,000.00万元，评估值为6,002.77万元，评估增值5,002.77万元，增值率500.28%。评估增值原因为全资子公司苗木公司消耗性生物资产苗木评估增值。

③固定资产账面价值2,609.57万元，评估值为3,166.20万元，评估增值556.63万元，增值率为21.33%，评估增值主要原因为洪龙园林购置的商品房市场价格上涨。

④无形资产—土地使用权账面价值2,224.24万元，评估值为2,224.24万元，增值率为1.36%，增值原因为：第一、苗木资产是动态资产，其资产价值会随着时间推移在自然生长因素下出现增值；第二、消耗性生物资产账面价值为种植成本及管护费用，近年来绿化苗木市场需求大幅增加，市场价格不断上涨。

⑤长期股权投资账面价值1,000.00万元，评估值为6,002.77万元，评估增值5,002.77万元，增值率500.28%。评估增值原因为全资子公司苗木公司消耗性生物资产苗木评估增值。

⑥固定资产账面价值2,609.57万元，评估值为3,166.20万元，评估增值556.63万元，增值率为21.33%，评估增值主要原因为洪龙园林购置的商品房市场价格上涨。

⑦无形资产—土地使用权账面价值2,224.24万元，评估值为2,224.24万元，增值率为1.36%，增值原因为：第一、苗木资产是动态资产，其资产价值会随着时间推移在自然生长因素下出现增值；第二、消耗性生物资产账面价值为种植成本及管护费用，近年来绿化苗木市场需求大幅增加，市场价格不断上涨。

⑧无形资产—其他无形资产（园林绿化资质）账面价值0.00万元，评估值为2.24万元，增值2.24万元，增值率为100%。评估增值原因为：园林绿化资质是企业经营的必要条件，企业经营期间通过不断的经营管理及考核提供了依据，本次评估可收集到各项资产和负债的详细资料，具备资产基础法评估操作性，因此本次选取了资产基础法进行评估。

新型城镇化、商品房投资与居住消费升级，生态修复为园林行业发展提供了广阔的市场需求，洪龙园林持续经营前提下具有持续获利的能力，未来预期收益可用货币计量，未来经营风险可以量化，具备收益法评估的条件。收益法评估合理反应企业持续获利能力，更能客观体现其价值，能够较好地为股权交易行为提供价值参考，本次选取了收益法进行评估。

洪龙园林与同行业园林绿化上市公司资产、经营规模差异较大，并且与洪龙园林相近的园林绿化行业股权并购案例公开资料较难获取，鉴于该原因，本次评估未选用市场法。

综上所述，本次选择收益法和资产基础法进行评估。

（三）耐值假设

1、基本假设

①交易假设

交易假设是假定所有待评估资产已经处在交易的过程中，评估机构根据待评估资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是资产评估得以进行的一个最基本的前提假设。

②公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

③资产持续使用假设

资产持续经营假设是指评估时需根据被评估资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定评估方法、参数和依据。

④企业持续经营的假设

企业持续经营的假设：洪龙园林将保持持续经营，并在经营方式上与现时保持一致。

2、一般性假设

①洪龙园林在经营中所遵循的国家和地方的现行法律、法规、制度及社会政治和经济政策与现时无重大变化；

②国家现行的税赋基准及税率，银行信贷利率以及其他政策性收费等不发生重大变化；

③不考虑通货膨胀对经营价格和经营成本的影响；

④洪龙园林提供的历年财务资料所采用的会计政策和进行收益预测时所采用的会计政策与会计核算方法在重要方面基本一致（或者是已经调整到一致）；

⑤无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大不利影响。

3、计对性假设

①假设洪龙园林各年间的技术队伍及其高级管理人员保持相对稳定，不会发生重大的核心专业人员流失问题。

②假设洪龙园林各经营主体现有和未来经营者是负责的，且公司管理层能稳步推进公司的发展计划，保持良好的经营态势。

③假设洪龙园林未来经营者遵守国家相关法律和法规，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项。

④）洪龙园林符合享受西部大开发企业所得税优惠政策的条件，2012年度公司适用的企业所得税税率为15%。根据国家税务总局公告2012年第12号《国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》第六条的规定，总机构设在西部大开发税收优惠地区的企业，仅就设在优惠地区的总机构和分支机构（不含优惠地区外设立的二级分支机构在优惠地区内设立的三级以下分支机构）的所得确定适用15%优惠税率。洪龙园林设立在宁波的分公司适用25%的企业所得税。在历史年度是明市官渡区国家税务局实际执行的企业所得税为20%，本次评估假设企业所得税2013年至2020年的企业所得税税率为20%。

若将来实际情况与上述评估假设产生差异时，将对评估结论产生影响，报告使用者应在使用本报告时充分考虑评估假设对本评估结论的影响。

（四）收益法评估结论

1、收益法概述

收益法是通过估算被评估单位未来的预期收益，并采用适当的折现率折现成基准日的现值，求得被评估单位在基准日时点的营业性资产价值，然后再加上溢余资产价值、非经营性资产价值、长期股权投资价值，得出股东全部权益价值。

在收益评估过程中，要求被评估企业价值内涵和运用的收益类型以及折现率的口径必须是一致的。

①关于收益类型——企业自由现金流

本次评估采用的收益类型为公司全部资本所产生的自由现金流，自由现金流等于企业的无息税后净利润（即将公司不包括利息收支的利润总额扣除实付所得税税金之后的数额）加上折旧及摊销等非现金支出，再减去营运资本的追加投入和资本性支出后的余额，它是公司所产生的税后现金流量总额，可以提供给公司资本的所有供应者，包括债权人和股东。

②关于折现率

有关折现率的选取，评估机构采用了加权平均资本成本估价模型（WACC”）。WACC模型可用下列数学公式表示：

$$WACC=k_e\times[E\div(D+E)]+k_d\times(1-t_i)\times[D\div(D+E)]$$

其中：k_e=权益资本成本

E=权益资本的市场价值

D=债务资本的市场价值

k_d=债务资本成本

t_i=所得税率

计算权益资本成本时，评估机构采用资本资产定价模型（CAPM”）。CAPM模型是普遍应用的估算权益资本成本的办法。CAPM模型可用下列数学公式表示：

$$E(R_e)=R_f1+\beta\times[E(R_m)-R_f2]+Alpha$$

其中：$E(R_e)$=权益期望回报率，即权益资本成本

R_f1=长期国债期望回报率

β=贝塔系数

$E(R_m)$=市场期望回报率

R_f2=长期市场预期回报率

Alpha=特别风险溢价

$E(R_m)-R_f2$）为股权市场超额风险收益率，称ERP

④运用CAPM模型计算权益资本成本

CAPM模型是国际上普遍应用的估算投资者股权资本成本的办法。

在CAPM分析过程中，评估机构采用了下列步骤：

①长期国债期望回报率（R_f1）的确定。本次评估采用的数据为评估基准日距到期日十年以上的长期国债的年到期收益率的平均值，经过汇总计算取值为4.14%（数据来源：Wind资讯）。

②ERP，即股权市场超额风险收益率（$E(R_m)-R_f2$）的确定。一般来讲，股权市场超额风险收益率即股权风险溢价，是投资者所取得的风险补偿额相对于风险投资额的比率，该回报率超出无风险证券投资上应得的回报率。目前在我国，通常采用证券市场上的公开资料来研究风险报酬率。

Ⅰ、市场期望报酬率（$E(R_m)$）的确定：

在本次评估中，评估机构借助Wind资讯的数据系统，采用沪深300指数中的成份股投资收益的指标来进行分析，采用几何平均值方法对沪深300成份股的投资收益情况进行分析计算。得出各年度平均的市场风险报酬率。

Ⅱ、确定2003-2013各年度的无风险报酬率（R_f2）：

本次评估采用2003-2013各年度年末距到期日十年以上的中长期国债的到期收益率的平均值作为长期市场预期回报率。

Ⅲ、按照几何平均方法分别计算2003年1月1日至2013年6月30日期间每年的市场风险溢价，即$E(R_m)-R_f2$，评估机构采用其平均值6.11%作为股权市场超额风险收益率。

③确定可比公司市场风险系数β。

评估机构首先收集了多家工程绿化行业上市公司的资料，经查询Wind资讯，目前工程绿化行业上市公司主要有以下公司：

序号	公司名称	股票代码	首发上市日期
1	002200.SZ	*ST大地	2007-12-21
2	002310.SZ	东方园林	2009-11-27
3	002431.SZ	棕榈园林	2010-06-10
4	300197.SZ	铁汉生态	2011-03-29
5	002663.SZ	普邦园林	2012-03-16
6	300355.SZ	蒙草抗旱	2012-09-27

经过筛选评估机构剔除了亏损的*ST大地，以及上市时间较短的普邦园林、蒙草抗旱等二家公司。选取东方园林、棕榈园林、铁汉生态等3家上市公司作为可比公司，查阅取得每家可比公司在距评估基准日24个月期间的采用指标计算归集的相对与沪深两市（采用沪深300指数）的风险系数β（数据来源：Wind资讯），并剔除每家可比公司的财务杠杆后（$Un-leaved\beta$）系数，计算其平均值作为被评估企业的剔除财务杠杆后（$Un-leaved\beta$）的系数。无财务杠杆β的计算公式如下：

$$\beta U=\beta L/[1+(1-t)\times D/E]$$

其中：βU = 无财务杠杆β

βL = 有财务杠杆β

t = 所得税率

D = 债务资本的市场价值

E = 权益资本的市场价值

根据以上公式，评估机构可以分别计算对比公司的剔除财务杠杆后（$Un-leaved\beta$）的β系数，具体计算如下表：

对比公司名称	股票代码	负息负债	债权比例	股权公平市场价值	股权价值比例	公司的β	取消杠杆调整的β
002310.SZ	东方园林	180,200.00	7.21%	2,320,499.77	92.79%	1.0510	0.9859
002431.SZ	棕榈园林	149,092.78	14.58%	873,676.80	85.42%	1.4784	1.2911
300197.SZ	铁汉生态	64,829.25	7.51%	798,673.07	92.49%	1.2352	1.1555
平均						1.2549	1.1442

将对比公司的剔除财务杠杆后的β计算出来后，取其平均值作为被评估单位的$UnLevered\ Beta$。

根据被评估单位的财务结构进行调整，确定适用于被评估单位的β系数。计算公式为：

有财务杠杆β=无财务杠杆β×[1+(1-t)×负债/权益]%

计算被评估单位负债和权益比例所用参数来源于：付息债务如前所述取自于被评估公司会计报表，权益采用选代计算。

④特别风险溢价Alpha的确定，评估机构考虑了以下因素的风险溢价：

特别风险溢价主要是企业相对于同行业企业的特定风险，特别风险溢价考虑的风险因素主要有：企业所处经营阶段；历史经营状况；主要产品所处发展阶段；企业经营业务、产品和地区的分布；公司内部管理及控制机制；管理人员的经验和资历；对主要客户及供应商的依赖；企业的规模。

由于上述考虑，评估机构通过委估企业与同行业就上述指标进行对比分析，评分，然后乘以各自权重，确定本次评估中的特别风险溢价，经计算，洪龙园林特别风险溢价为3.03%。

根据以上分析计算，评估机构确定用于本次评估的权益期望回报率，即股权资本成本为14.29%（2020年前，所得税率20%。）和14.28%（2021年及以后，所得税率25%。）。

⑤运用WACC模型计算加权平均资本成本

WACC模型是国际上普遍应用的估算投资资本成本的办法。WACC模型可用下列公式表示：

$$WACC=k_e\times[E\div(D+E)]+k_d\times(1-t_i)\times[D\div(D+E)]$$

其中：k_e=权益资本成本

E=权益资本的市场价值

D=债务资本的市场价值

k_d=债务资本成本

t=所得税率

折现率计算如下表：

项目	2013年7月—2020年	2021年及以后
平均无杠杆β系数	1.1442	1.1442
评估对象β系数计算式	=平均无杠杆β系数×[1+权益负债率×(1-所得税率)]	
所得税率	20%	25%
付息负债（万元）	1,400.00	1,400.00
权益评估值（万元）	60,380.00	60,380.00
权益负债率（估代计算）	2.32%	2.32%
评估对象β系数	1.1654	1.1641
股权收益率 $E(R_e)$	$E(R_e)=Rf1+\beta\times[E(R_m)-Rf2]+Alpha$	
无风险报酬率 $Rf1$	4.14%	4.14%
市场风险收益率 $[E(R_m)-Rf2]$	6.11%	6.11%
特别风险溢价 Alpha	3.03%	3.03%
股权收益率 $E(R_e)$	14.29%	14.28%
加权平均资金成本 WACC	$WACC=k_e\times[E\div(D+E)]+k_d\times(1-t_i)\times[D\div(D+E)]$	
债权收益率	7.20%	7.20%
债权比率（估代计算）	2.27%	2.27%
股权价值比率（估代计算）	77.54%	77.52%
加权平均资金成本 WACC（所得率）	14.10%	14.08%

根据以上分析计算，评估机构确定用于本次评估的投资资本回报率，即加权平均资本成本为14.10%（2020年前，所得税率20%。）和14.08%（2021年及以后，所得税率25%。）。

4、收益法评估结果

在评估基准日2013年6月30日，在持续经营前提下，洪龙园林全部权益收益法评估市场价值为60,380.00万元。

5、评估增值原因分析

洪龙园林的价值是一个有机的整体，除单项资产能够产生价值以外，其优良的管理经验、市场渠道、客户资源、人力资源等综合因素形成的各种无形资产也是不可忽略的价值组成部分。经过多年的发展，洪龙园林在国内园林景观绿化领域与国内及云南省内多家地产企业建立了合作关系，组成核心客户资源，收益法评估较充分地反映了收益对其管理经验、客户资源、市场渠道、相关业务属于国家鼓励类产业享受税收优惠政策等无形资产价值的认同，这些因素共同导致了收益法评估增值。

（五）资产基础法评估结论

1、评估结果

在评估基准日2013年6月30日