

Michael Peng, PHD.

广东灵犀云数据科技有限公司

样本企业估值报告验证

引言

本文档旨在通过阐述对 5 个样本公司（聚宝网络、创一佳、科马材料、伊禾农品、凌志环保）的估值及财务报表可靠性的评算结果，并对除科马材料之外的四家公司进行了分析，勾画出灵犀云估值系统的平台框架及分析模式。这一软件系统主要有三个输出结果：

第一，在充分利用当前信息条件下，企业的内在合理价值，即在同样风险下类似投资中所能获取最大收益的项目价值；

第二，企业报表可靠性，即当期报表可能经人为美化（比如将当期成本推入未来以彰显本期收益亮点），踏上或越过财务准则边线（“做手脚”）的概率；

第三，信用评级，即企业的违约概率。

现金流贴现方法是本系统的一个主要方法，这是一个看起来简单实则包含诸多复杂构建的方法。一个企业的合理价值取决于它所拥有的资产未来产生现金流的能力。因这一未来现金流的不确定性，未来的所预期值将以贴现的方式反映在今天的价值上（即明天得到的一元钱在考虑可能的风险后在今天看来将可能远远小于一元），这就是最基本的现金流贴现方法的概念。显然，一个准确的现金流模型必须将企业产生现金流的风险反映在所用的贴现率上，同时能够最大程度地利用所有当前信息，对未来资产负债表及企业增长（并考虑到宏观经济周期）作出有根据的假设。需要着重指出的是这里的现金流指的所谓自由现金流，即是净收入中除去维持企业运营暂时能立即转换成现金的流动资产（如可收回货款）后能真正能够可用于给债权人及股东分配的那部分现金流。因此在财会上需要认真细致地辨识这部分现金流。在不少情况下这部分现金流（至少短期内）甚至是负值。在这种情况下，有必要对未来资产负债及运营资本状态进行一定预测；在企业产生正的自由现金流之前，投资人是没有收益的。很多初创企业就是如此。所给样本企业中就有两例。针对此类企业本估值系统将各项资金流包括销售及再投入构成放在行业发展的背景下进行分析预测，并力求每一条假设都是有根据的，逻辑一致的。

本系统在设计时即本着上述原则，具体方法及主要模块框架见附录五。

另一方面，当期望或专业程度不同的各类投资人对某一行业产生从众性非理性预期，企业的市场价值常常在一定时间内异于用基本现金流贴现法所估算的价值。本系统提供同行竞争者相对估值（如通过比较业内中位市盈率、市销值进行对照）作为对现金流贴现方法的补充。

关于企业财务报表可靠性概率的推算，是根据美国 M-score 模型(统计方法) 估算.换言之，系统输出结果的含义是;如果是同样的财务报表及盈收报告，根据美国的历史记录，报表“做手脚”的几率。我们认为，模型该从概念到理论框架也是大致适合中国的，尤其是考虑近些年来中国的财会制度与国际基本接轨。当然，适用程度还是要看企业特殊性。

最后，关于信用评级，模型也是基于美国的数据，这一点可以在获得充分中国企业数据后加以调整，甚至重新估计模型。

经财务报表可靠性统计模型分析：

这五个公司报表舞弊的概率依次如下：

聚宝网络 **84%**

创一佳 **32%**

科马材料 **12%**

伊禾农产品 **9%**

凌志环保 **2%**

Rationale:

I. Fraud detection 财务报表可靠性统计分析

		凌志环保	科马材料	聚宝网络	创一佳	伊禾农产品
DSRI	Days sales in receivables index	1.226116492	0.873017467	2.355280715	1.37149772	0.865051985
GMI	Gross margin index	1.105408376	0.886247433	0.979793834	0.664788301	1.051091656
AQI	Asset quality index	0.917665686	3.973829587	1.26202523	3.761377024	1.626868145
SGI	Sales growth index	1.215062453	1.015005476	1.175072615	1.110275468	1.129252769
DEPI	Depreciation index	0.720267568	1.178739796	1.105874452	0.674823738	1.40861581
SGAI	Sales, general, and administrative expense	0.768127378	1.199107918	1.181146642	1.561268248	0.884480102
ACCR	Total accruals	0.001957755	0.047018392	0.417065695	0.137519798	0.180338134
LEVI	Leverage index	1.022376495	0.768444143	0.849982978	0.582397527	1.163495977
Intercept						
M		-2.048188474	-1.160046911	0.99973666	-0.455174103	-1.351428395
Probability of Financial Fraud		2%	12%	84%	32%	9%

1. 两种方法：1、自由現金流貼現方法（依據有根据的,并偏于保守的未來假設）
- 2、 同业市盈率参考

原则：1、比较新三板和主板上市公司，考虑到新三板的企业在成长阶段，盈利处于次要，所以选择考察销售规模和增长率为主要指标，以资产规模为其次，以估值为辅助指标，同时考虑主营产品最接近的公司，相似业务的公司才有可比性

2、对销售收入、增长率、总资产、PE、PB、PS、总市值这七项指标进行排序，筛选出最接近新三板相应指标的公司，以绿色标示

3、根据原则 1，优先筛选出销售收入、增长率、总资产最接近新三板标的的公司，同等条件下再考虑剩下几项指标接近标的的公司最多的公司，从而筛选出最终的可比公司

4、筛选范围由大缩小，最后根据主营产品相似的原则选出最优可比公司

5、将标的公司指标与筛选出来的主板公司指标进行对比，主要对比销售收入和市值指标，可以看出哪些公司估值还有提升空间

聚宝网络：从财务指标对比几乎没有可比上市公司，和它业务最接近的公司是在美上市的分众传媒，借壳七喜控股上市 A 股，但二者体量相差太远没有可比性，各项指标相对最接近的是深大通，相比销售收入，深大通的市值要比聚宝网络高一些

科马材料：贵航股份，从销售收入的规模看，科马股份的估值比贵航股份高

凌志环保：类比高能环保，规模差不多是高能环保的一半，但市值只有高能环保的差不多十分之一

创一佳：中国海诚，从销售收入来看，中国海诚的估值比创一佳高出一倍

伊禾农品：丰乐种业，两者的销售收入和估值比同步，相差不大

结论：

综合来看，如果新三板的这几家公司有机会上主办的话，按目前业务情况，凌志环保、创一佳和聚宝网络的估值提升空间较大，这与目前主板市场的热点有关，对于新兴行业主办会给出更高的溢价

凌志环保

Valuation As of 12/31/2014

估值结果 (as of 12/31/2014)	
	总市值 (万元)
用自由現金流貼現方法（依據有根据的,并偏于保守的未來假設）	146517.89
用狭义同业（i.e. 污水處理，脫硫）平均市盈率参考：54	172170.36
用廣義义同行（環保业）竞争上市市盈率中位数参考：67	213618.78

基本解释与分析：该估值采用未来自由現金流貼現的方法（具体步骤见附件），并辅以同行金融杠杆值作参照加以对比。

从上表看，该企业的合理市值（以 12/31/2014 年度报表发布日为评价时间点）为 146517.89 万元。用相近企业评级市盈率作参照，估值为 172170.36 万元。用同行业整体（包含更广泛的企业）平均市盈率作参照，得到最高估值为 213618.78 万元。

这一组估值从历史角度看是有一定投资决策意义的，理由如下：

1、估值后一周内，即 1/5/2015 的市盈率为 47309.85 万元（见附录 2），2 个月后，即 3/6/2015 市值为 147843.28 万元，即超过上述估值中低限（采用现金流贴现法所得结果）。很快市值上升，到 3/9/2015 为 174186.2686 万元，甚至一度分别越过中高两档参考价位。在事后检验来看，市场在起始点（即估值时）对该企业有所低估。换言之，从投资者而言，如果按照此估值作出投资决策，还是会有可观的收益的。

2、一般认为，中国股市是常常高估的（从市盈率动辄几十上百而言），从此例来看，在比较保守的假设下，用现金流贴现方法作出的估值，似乎也是相对保守的。

证券代码	证券简称	销售收入(万元)	PE	PB	PS	销售收入增长率(同比%)	总市值(万元)	总资产(万元)	股价(截止 4.8)	流通股(万股)	主营产品类型
002310.SZ	东方园林	538706.27	65.69	4.53	5.63	15.12	2214122.72	1306595.22	21.95	55499.11	苗木
002431.SZ	棕榈园林	440050.75	66.94	3.35	3.14	-12.11	1555455.25	1224505.88	28.24	35334.79	苗木、民用建筑
600292.SZ	中电远达	353613.79	87.09	3.35	4.48	1.49	1129842.04	856021.63	14.47	78081.69	火电、煤制品、水电、烟
.SH											气脱硫系统
300197.SZ	铁汉生态	263216.70	50.45	4.42	5.66	31.41	1082986.60	506422.41	13.41	43659.81	工业建筑
002663.SZ	普邦园林	243102.46	41.95	3.19	5.02	-23.09	1106282.25	548584.84	6.49	99077.21	苗木
002672.SZ	东江环保	240298.64	59.73	6.53	7.26	17.36	1434480.47	668521.72	16.50	42918.82	环卫服务
002573.SZ	清新环境	226511.99	58.16	8.82	12.57	77.41	2391206.40	481081.63	22.44	106490.81	烟气脱硫系统
300055.SZ	万邦达	196005.93	50.25	5.63	8.63	90.45	1335095.62	367215.24	18.16	52530.45	污水处理
002717.SZ	岭南园林	188886.12	97.89	16.24	10.13	73.58	1249197.56	363566.46	38.35	15247.17	苗木、装修工程
300355.SZ	蒙草抗旱	176971.15	51.58	4.09	4.85	8.83	680183.99	350538.55	14.51	24517.95	苗木、民用建筑
300090.SZ	盛运环保	164032.50	97.37	5.64	8.41	35.55	981682.87	1190615.42	9.27	67005.60	冶金机械
600217.SH	秦岭水泥	160713.74	300.09	17.09	10.72	7.19	1167181.15	243684.32	8.70	66080.00	公路运输、水泥
002775.SZ	文科园林	104594.38	51.38	6.12	6.07	10.72	594000.00	129698.29	49.50	3000.00	环卫服务
300152.SZ	科融环境	96147.00	#####	5.47	7.67	14.12	528897.60	273715.31	7.42	71280.00	电子元器件、工控机械、轻型工程机械
300190.SZ	维尔利	96090.90	65.61	5.48	8.98	47.70	637409.35	277756.53	18.31	32553.93	环保机械
300266.SZ	兴源环境	87949.21	307.05	19.17	22.80	17.30	1581526.78	150868.80	38.20	32485.47	环保机械、专用设备与零部件
300249.SZ	依米康	87728.72	-775.44	7.52	7.39	79.33	447146.83	158138.64	25.41	8975.65	空调器具
002200.SZ	云投生态	84346.14	206.35	5.88	5.42	15.41	390545.86	241572.78	21.21	10782.91	苗木、植物及花卉
603588.SH	高能环境	77651.26	136.94	7.22	13.56	0.00	1057510.40	300239.71	65.44	12137.82	提供环境治理、污染处理方案
300187.SZ	永清环保	77332.15	176.17	8.68	24.36	-14.18	1167661.36	231070.50	54.09	19733.88	热力、烟气脱硫系统、余热发电

Median	170501.83	66.31	5.76	7.53	15.27	1118062.14	357052.5042	19.76	39126.81		
831068	凌志环保	36582.59	64.84	3.64	3.84	21.51	110748.06	92654.80	10.30		污水处理工程业务
.OC		Average	120.91	7.420	9.1384	24.68	1136620.754	493520.69	0.16		

Appendix 2: Historical Price of 凌志环保

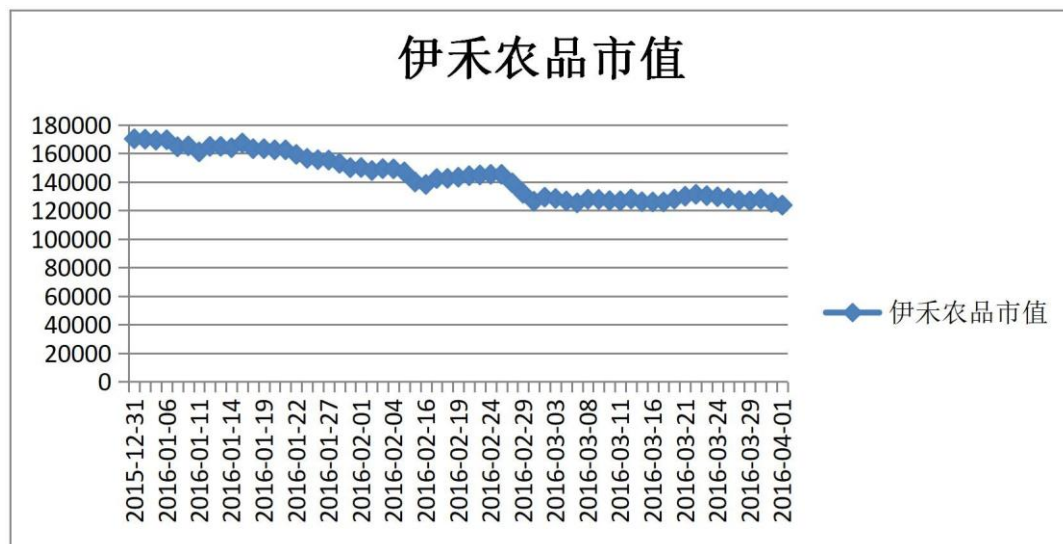
时间	pe 市盈率	PB 市净率	PCF 市现率	PS 市率	总市值
2015-04-14	61.714	4.941	115.776	5.379	196765.97
2015-04-13	64.412	5.157	120.838	5.614	205367.7611
2015-04-10	67.447	5.4	126.531	5.878	215044.776
2015-04-09	68.459	5.482	128.429	5.967	218270.4476
2015-04-08	69.066	5.53	129.568	6.019	220205.8506
2015-04-07	74.192	5.941	139.185	6.466	236549.2536
2015-01-05	14.838	1.188	27.837	1.293	47309.85072
2015-03-23	60.702	4.86	113.878	5.291	193540.2984
2015-03-20	60.702	4.86	113.878	5.291	193540.2984
2015-03-19	57.836	4.631	108.501	5.041	184400.8954
2015-03-09	54.632	4.374	102.491	4.761	174186.2686
2015-03-06	46.37	3.713	86.99	4.041	147843.2835
2015-03-05	36.489	2.922	68.454	3.18	116339.2238
2015-03-04	34.398	2.754	64.531	2.998	109672.8358
2015-03-03	35.41	2.835	66.429	3.086	112898.5074
2015-01-05	14.838	1.188	27.837	1.293	47309.85072

(估值日后实际市场交易)

伊禾农产品

估值结果 (as of 12/31/2015)								
							总市值(万元)	
用自由现金流贴现方法		100385.49						
用狭义同业 () 平均市盈率参考:		46		332786.0				
用广义义同行 () 竞争上市市盈率中位数参考:		53		383427.4				
证券代码	证券简称	销售收入 (万元)	PE	PB	PS	销售收入 增长率 (同 比%)	总市值 (万元)	主营产品类型
002385.SZ	大北农	1609808.519	53.894	4.02	1.974	-12.7235	2971618.224	兽药、饲料、种子
000998.SZ	隆平高科	202582.4712	82.845	11.8	12.57	11.5896	1872668	粮食、其他农产品、调味品、种子
002041.SZ	登海种业	153077.8443	37.956	7.21	9.921	3.43	1279520	粮食、植物及花卉、种子
600354.SH	敦煌种业	125586.0455	-16.85	5.19	3.968	-33.0141	411685.6224	其他农产品、调味品、种子
median		177830.1577	45.925	6.2	6.944	-4.64675		
430225.OC	伊禾农产品	46960.2666	23.296	2.14	2.647	12.9253	123187.68	农产品种苗培育, 水果蔬菜等
average		522763.7199	39.461	7.07	7.109	-7.6795		

从历史记录看, 用现金流方法估值显著低于市场交易价, 而用其他两种参考估值, 则又远远大于市场价。见下图:



但是我们注意到，自估值后伊禾农产品市值呈明显持续下跌趋势，至少可以说明当时市值是高估的。实际上，一个季度后，虽然市值仍高于估值，但已相当接近。

上述用现金流估值方法大致经由如下步骤达到：

第一、计算历年报表发布时自由现金流，即净收入中除去再投资及维持营运所需现金后可分配给股东及债权人的现金流。

1) 历年现金流都是负值，但是从 2014 年的负 11038.610 万元到 2015 年的负 561.17 万元，现金流负值缩小了大约 95%。

2) 上述缩小主要原因来源于固定资本投资减少及净收入增加，因此，我们有理由相信下一年及今后自由现金流应该可以由负转正。具体说来，对 2016 年在一定假设下作出如下预测。

预测	2016	0.12
FCFF = NI+NCC+(Int *(1-tax rate))- FCInv - WCInv	预测	Note
Net Income after Tax	8061.2448	基于 2015 年按 12% 增长
NCC - Asset Impairment loss	312.58	假设不变
NCC - Increase in Deferred Tax Assets	319.38	假设不变
NCC - Depreciation/Amortization	1427.21	假设不变
NCC - Income from Restructuring Charge	0	
NCC - Increase in Prepaid Expenses	248.48	假设不变
Int*(1-tax rate)	3888.03	假设不变
FCInv (Fixed Capital Investment)	3102.4896	按净收入与固定资产比 2.5(从 2015 年比值 1.7 增长 50%)
Sales proceeds from sale of Fixed Assets		
WCIn (Working Capital Investment)	8969.46155	按上一年增长 1%
FCFF	1049.25365	

预测结果在仔细考虑过的假设条件下，2016 年的自由现金流为 1049.25365 万元。

第二、计算贴现率（即平均融资成本 WACC，具体参见附录三）具体子步骤：

Credit Rating 信用评级及违约概率

Based upon the financial data , it was estimated that 基于财务报表概率，违约概率为 5.54%。

PD 5.54% ,

Rating : between BB and BBB (BBB is the investment grade) ; BBB 是可投资级别。

(That is, the likely rating of an US equivalent company with similar financial situation should it issues debt)

1. WACC: 8.2%, derived from the following inputs

2.1. Required rate of return : 9.12% computed based upon the following inputs:

2.1.1 Risk free rate 2.45% (Chinese Government 5 years bond yield) 无风险利率 (中国政府 5 年期国债)

2.1.2 Beta: 1.25 (in finance, the beta β or beta coefficient) of an investment indicates whether the investment is more or less volatile than the market. In general, a beta less than 1 indicates that the investment is less volatile than the market, while a beta more than 1 indicates that the investment is more volatile than the market. Volatility is measured as the fluctuation of the price around the mean: the standard deviation.

This was calculated based on the historical price of 伊禾农品 and Shanghai Stock Exchange Index

1.1.3. 9.12. Long Term accumulative (annualized) return of Chinese Stock market 1995-2012, based upon the research :The Real Value of China's Stock Market, Jennifer N. Carpenter, New York University, Fangzhou Lu, MIT, Robert F. Whitelaw, New York University

2.2 Cost of debt 0.577% 融债成本

Probability of default: 5.54% 违约概率

债券违约回收率为 40%。

第三、按照附录三所叙方法，输入以上有关参数，对未来现金流进行贴现计算，即得到 1049.2536。

This was calculated based upon the econometric model listed in the reference . 在参考文献中所列的计量经济模型所计算的

2. Key Assumptions: 对未来现金流增长的关键假设

3.1 Growth rate

3.1.1 In the foreseeable future ,

下一年度 (2015-2016) 的增长是 13%，以后每年以 7.5% 增长。

These assumptions are based upon 上述假设参考如下信息：

Growth (%) 销售增长

广义同行竞争企业中位数	6%
伊禾农品	12%
狭义同行竞争企业平均数	7%

Valuation As of 12/31/2014

估值结果 (as of 12/31/2014)	
	总市值 (万元)
用自由现金流贴现方法 (依据有根据的,并偏于保守的未来假设)	13092.10
用狭义同业 (网络广告代理) 平均市盈率参考: 24	75627.84
用广义义同行 (互联网服务) 竞争上市市盈率中位数参考: 26	81930.16

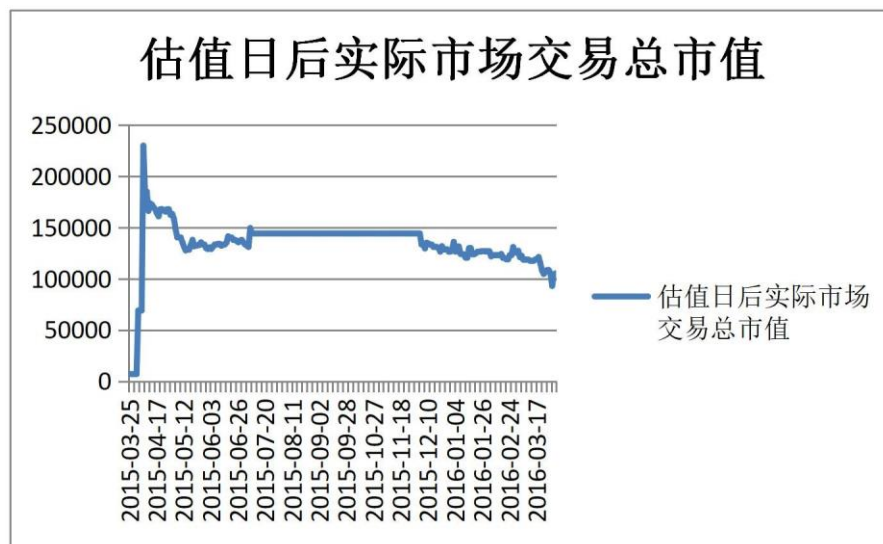
基本解释与分析: 该估值采用未来自由现金流贴现的方法 (具体步骤见附件), 并辅以同行金融杠杆值作参照加以对比。

从上表看, 该企业的合理市值用自由现金流贴现方法 (以 12/31/2014 年度报表发布日为评价时间点) 为 13092.10 万元。用相近企业评级市盈率作参照, 估值为 75627.84 万元。用同行业整体 (包含更广泛的企业) 平均市盈率作参照, 得到最高估值为 81930.16 万元。

事后检验, 估值后大约一季度 2015-04-07 后达到并超过此估值并持续数周, 随后几个月也若干次高过此值。不过但用同类市盈率参考价估值显然远远高估, 实际市场交易远未达到些高估值之三分之一, 未来一年最高只有 23000 万元。

这一组估值 守现金流贴现法与对比同类市盈率差异太大, 同时注意到财务报表一致性可靠性较差 (百分之八十以上可能数据不合财会规则), 使用时须谨慎。事实上在一年后 (12/2015) 当新的报表发布后, 市场交易价日趋下跌, 并持续低于所估市值 (见下图):

估值日后实际市场交易



即 1/5/2015 的市盈值为 47309.85 万元（见附录 2），2 个月后，即 3/6/2015 市值为 147843.28 万元，即超过上述估值中低限（采用现金流贴现法所得结果）。很快市值上升，到 3/9/2015 为 174186.2686 万元，甚至一度分别越过中高两档参考价位。在事后检验来看，市场在起始点（即估值时）对该企业有所低估。换言之，从投资者而言，如果按照此估值作出投资决策，还是会有可观的收益的。

2、一般认为，中国股市是常常高估的（从市盈率动辄几十上百而言），从此例来看，在比较保守的假设下，用现金流贴现方法作出的估值，似乎也是相对保守的。

证券代码	证券简称	销售收入 (万元)	PE	PB	PS	销售收入增长率 (同比%)	总市值 (万元)	总资产 (万元)	主营产品类型
002400.SZ	省广股份	962863.6707	44.65	9.6	2.699	51.9291	1707204.608	777977.753	广告代理、广告设计
300058.SZ	蓝色光标	862850.5257	84.081	6.552	3.704	44.31	2052833.15	1137017.31	广告代理
000917.SZ	电广传媒	547387.6344	117.86	3.596	6.944	7.2723	2550183.852	1577354.82	广告代理、互联网服务
002712.SZ	思美传媒	249403.2098	135.47	11.6	4.737	15.96	1008266.193	119325.992	广告代理、专业咨询服务
603598.SH	引力传媒	185812.6554	0	16.47	5.638	30.4318	652565.96	90225.8501	广告代理
300392.SZ	腾信股份	145238.6132	132.97	18.25	12.34	73.0447	1224960	146660.513	互联网服务
603729.SH	龙韵股份	132043.8944	121.3	7.674	5.583	12.1583	518625.93	110681.188	广告代理
002181.SZ	粤传媒	129590.01	90.392	4.171	11.82	-19.9	1092555.742	506181.858	广告代理、广告设计、
Median		217607.9326	104.13	8.637	5.61	23.1959	1158757.871	326421.186	
Average		401898.7767	90.84	9.74	6.683	26.900775	1350899.429	558178.161	

Estimation details

Credit Rating

Based upon the financial data , it was estimated that

PD 5.10% ,

Rating: between **BB and BBB** (BBB is the investment grade) ;

(That is, the likely rating of an US equivalent company with similar financial situation should it issues debt)

original rating	probability of rating after five years (percent)							
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Default
AAA	72.39	21.69	4.74	0.86	0.20	0.08	0.01	0.02
AA	2.49	66.45	25.05	4.45	0.75	0.51	0.09	0.18
A	0.39	8.19	68.22	18.05	3.19	1.32	0.18	0.50
BBB	0.16	1.72	16.80	80.61	13.16	4.68	0.79	2.08
BB	0.13	0.53	3.81	19.50	44.77	19.84	3.09	8.34
B	0.06	0.42	1.62	4.15	15.18	46.97	6.54	25.15
CCC	0.34	0.20	1.21	3.05	6.33	18.10	12.36	58.51
Default	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00

1. WACC: 9.74%, derived from the following inputs

2.1. Required rate of return : 9.787% computed based upon the following inputs:

2.1.1 Risk free rate **2.45%** (Chinese Government 5 years bond yield)

2.1.2 Beta: **1.25** (in finance, the beta β or beta coefficient) of an investment indicates whether the investment is more or less volatile than the market. In general, a beta less than 1 indicates that the investment is less volatile than the market, while a beta more than 1 indicates that the investment is more volatile than the market. Volatility is measured as the fluctuation of the price around the mean: the standard deviation.

This was calculated based on the historical price of 聚宝网络 and Shanghai Stock Exchange Index

1.1.3. **9.12.** Long Term accumulative (annualized) return of Chinese Stock market

1995-2012, based upon the research

The Real Value of China's Stock Market,

Jennifer N. Carpenter, New York University

Fangzhou Lu, MIT, Robert F. Whitelaw, New York University

2.2 Cost of debt 4.15%

Probability of default : 5.12%

Recovery rate : 0.4

This was calculated based upon the economic model model listed in the reference .

2. Key Assumptions:

3.1 Growth rate

3.1.1 In the foreseeable future ,

25% for the next year (i.e continuing current growth) 20%

For the next 3 consecutive years (slightly lower than

These assumptions are based upon

		Growth (%)
Peer Median	同行竞争企业中位数	23.5
聚宝网络	聚宝网络	24%
Peer Average	同行竞争企业平均数	26

3.1.2 Long term (5 years later): stable growth : 5%

创一佳

估值结果 (as of 12/31/2015)

总市值 (万元)

用自由现金流贴现方法 (依据有根据的,并偏于保守的未来假设)

28322.2

用狭义同业 (民用建筑,工程承包设计) 平均市盈率参考: 26

23156.9

用广义同行 (工业建筑、公路建设、民用建筑、商业地产) 竞争上市市盈率中位数参考: 35

31172.7

进一步参考估值 (as of 12/31/2015)

总市值 (万元)

用狭义同业 (民用建筑,工程承包设计) 平均市销率: 1.8

23062.66

用广义同行 (工业建筑、公路建设、民用建筑、商业地产) 竞争上市企业市销率率值中位: 1.03

13196.75

用狭义同行企业

证券代码	证券简称	销售收入 (万元)	PE	PB	PS	销售收入增长率 (同比%)	总市值 (万元)	主营产品类型
000961.SZ	中南建设	2179209.42	24.722	1.974276	0.835738	18.9109	1876717.636	住宅建筑、住宅楼盘
002375.SZ	亚厦股份	902236.265	24.191	3.035905	1.998443	-30.15	1704786.817	装修工程
000090.SZ	天健集团	631777.711	29.139	2.351434	2.294812	19.2321	1243130.274	民用建筑、住宅楼盘

601226.SH	华电重工	621616.773	52.088	4.009917	2.597627	31.0166	1219680	系统集成服务
600545.SH	新疆城建	566500.152	-266.7	3.735559	1.632866	27.5626	546034.9086	民用建筑、商业地产、市政供水、住宅楼盘
002116.SZ	中国海诚	469490.205	35.075	7.034425	1.596062	-14.17	564984.5882	工程承包设计

基本解释与分析：该估值采用未来自由现金流贴现的方法（具体步骤见附件），并辅以同行金融杠杆值作参照加以对比。

注意到以上几种估值方法,除用广义同行市销率为参考之外,大致接近。从历史记录看,在估值日期（最新财务报表发布之日 12/31/2015)之后续若干月市场交易值大于以上几乎所有估值（广义同行市销率法除外），说明市场对该企业因某种估值者暂时不能掌握的因素或信息而看好该企业，

从而使得估值略稍保守。特别要注意的是，该企业自由现金流连续两年（2014、2015）为负值，但呈现明显递减趋势，因而在进行现金流贴现法估算时作出对未来净收入及运营资本变化的假设（见下）：（1）下一年（2016）净收入保持同上一类似增长势头 100%（注意到上一年净增长为 125%），2017 年增长率为 50%；（2）固定资产投资在这两年不再增加；3）运营资本净变化保持基本稳定，仅增加 5%。在这些条件下，第三年（2018）将有正的自由现金流（1264 万元）。

以后几年按业界平均增长或中位数 (i.e 6-8%)，长期稳定增长为 5%。我们认为这一假设根据中国的房地产状况是基本合理的。

3. 一般而言对负现金流的企业估值要具体分析原因所在：如果营收增长可观，趋势明显，那有可能是从净收入所取之再投入固定资产所需资金或运营资本（应收货款）占用现金原因造成，因而很可能是暂时的，这样做出某种可解释的假设使自由现金（即可分配给债权人及股东现金流）流在一定期间转为正值是合理的。另一方面如果营收增长不快，甚至运营资本为负，估值假设的能见度就很低了。也不可靠。

保鲜和流通销售

聚宝网络：披露半年报(2019-08-23)

最高：	-	涨停：	0.600	均价：	-	今开：	-	总手：	-
最低：	-	跌停：	0.150	换手：	-	昨收：	0.300	金额：	-
总市值：	2403.28 万	流通市值：	1776.61 万	市盈率(动)：	-	市净率(MRQ)：	-1.429		

2019 年 08 月 23 日 18:32

来源：东方财富 Choice 数据

分享到：

聚宝网络(831226)于 2019-08-23 披露 2019 年半年报

营业总收入：3628.79 万元。同比增长：9.38%。

归属于母公司股东的净利润：-2465.13 万元。

总资产：11582.62 万元。

净资产：-1666.68 万元。

现金流量净额：-2027.95 万元。

每股收益：-0.31 元。

已停牌，预测准确

创一佳：披露半年报(2019-08-20)

总股本(万股)	15,071	流通市值(万元)	42,200.49
流通股本(万股)	6,707	市盈率 TTM	18,782.14
市盈率 TTM	50.82	市净率(MRQ)	1.30
融资增发实施次数	2	累计融资额(万元)	15,484.33
近 3 月实际成交天数占 比(%)	6.56	挂牌以来违规次数	1

2019-10-24

2019 年 08 月 20 日 18:12

营业总收入(万元)	23929.85	营业总收入同比(%)	-9.35
归属净利润(万元)	484.83	归属净利润同比(%)	-48.59
扣非净利润(万元)	444.76	扣非净利润同比(%)	-53.16
每股收益(元/股)	0.03	毛利率(%)	16.39
加权净资产收益率(%)	1.50	净资产(万元)	32560.36

来源：东方财富 Choice 数据
分享到：

创一佳(832377)于 2019-08-20 披露 2019 年半年报
营业总收入：23929.85 万元。同比增长：-9.35%。
归属于母公司股东的净利润：484.83 万元。
总资产：56631.63 万元。
净资产：32560.36 万元。
现金流量净额：-4216.36 万元。
净资产收益率：1.5%。
扣非净资产收益率：1.38%。
每股收益：0.03 元。

凌志环保：披露半年报(2019-08-29)

总股本(万股)	11,852	总市值(万元)	16,711.66
流通股本(万股)	7,736	流通市值(万元)	10,908.98
市盈率 TTM	9.60	市净率(MRQ)	0.23
融资增发实施次数	1	累计融资额(万元)	11,000
近 3 月实际成交天数占比(%)	91.80	挂牌以来违规次数	

凌志环保(831068)于 2019-08-29 披露 2019 年半年报营业总收入：16525.87 万元。同比增长：-22.83%。

归属于母公司股东的净利润：2107.89 万元。

总资产：151454.93 万元。

净资产：73796.04 万元。

现金流量净额：427.41 万元。

净资产收益率：2.99%。

扣非净资产收益率：2.96%。

每股收益：0.18 元。

科马材料：披露半年报(2019-08-19)

营业总收入(万元)	7339.70	营业总收入同比(%)	34.29
归属净利润(万元)	2142.95	归属净利润同比(%)	76.56
扣非净利润(万元)	1712.35	扣非净利润同比(%)	43.14
每股收益(元/股)	0.38	毛利率(%)	41.72
加权净资产收益率(%)	9.57	净资产(万元)	23482.73

总股本(万股)	5,680	总市值(万元)	22,606.4
流通股本(万股)	5,566	流通市值(万元)	22,156.56
市盈率 TTM	5.97	市净率(MRQ)	0.96
融资增发实施次数	1	累计融资额(万元)	3,480
近 3 月实际成交天数占比	3.28	挂牌以来违规次数	

(%)

重要指标

2019-10-24

2019 年 08 月 19 日 15:43

来源：东方财富 Choice 数据

分享到：

科马材料(831178)于 2019-08-19 披露 2019 年半年报

营业总收入：7339.7 万元。同比增长：34.29%。

归属于母公司股东的净利润：2142.95 万元。

总资产：25384.49 万元。

净资产：23482.73 万元。

现金流量净额：1918.31 万元。

净资产收益率：9.56%。

扣非净资产收益率：7.64%。

每股收益：0.38 元。

伊禾农品：披露半年报(2019-08-23)

重要指标

营业总收入(万元)	125135.07	营业总收入同比(%)	36.48
归属净利润(万元)	9868.29	归属净利润同比(%)	25.89
扣非净利润(万元)	9601.51	扣非净利润同比(%)	26.29
每股收益(元/股)	0.63	毛利率(%)	14.04
加权净资产收益率(%)	6.54	净资产(万元)	155938.48
总股本(万股)	15,632	总市值(万元)	107,235.52

流通股本(万股)	15,428	流通市值(万元)	105,836.65
市盈率 TTM	5.97	市净率(MRQ)	0.69
融资增发实施次数	3	累计融资额(万元)	62,441.8
近 3 月实际成交天数占 比(%)	81.97	挂牌以来违规次数	0

2019-10-24

2019 年 08 月 23 日 18:49

来源：东方财富 Choice 数据

分享到：

伊禾农品(430225)于 2019-08-23 披露 2019 年半年报

营业总收入：125135.07 万元。同比增长：36.48%。

归属于母公司股东的净利润：9868.29 万元。

总资产：230209.62 万元。

净资产：155938.48 万元。

现金流量净额：-19103.23 万元。

净资产收益率：6.54%。

扣非净资产收益率：6.36%。

每股收益：0.63 元。

综上所述：2014 年预测与 2019 年中期对比实际，预测准确