

---

广发证券股份有限公司关于  
〈深圳市铁汉生态环境股份有限公司关于发行股份及支付现  
金购买资产并募集配套资金并购重组委审核意见的回复〉  
之核查意见



二〇一六年一月

---

**中国证券监督管理委员会：**

受深圳市铁汉生态环境股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”、“铁汉生态”）的委托，广发证券股份有限公司（以下简称“本次交易的独立财务顾问”或“广发证券”）担任铁汉生态本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的独立财务顾问。经中国证监会并购重组委员会于 2016 年 1 月 6 月召开的 2016 年第 1 次并购重组委工作会议审核，铁汉生态发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金获得有条件审核通过。现根据并购重组委审核意见的相关要求，本次交易的独立财务顾问补充发表意见如下：

1、请申请人补充披露标的公司收益法现金流预测假设与实际经营情况不一致的原因及对收益法评估结果的影响。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

请深圳市铁汉生态环境股份有限公司逐项予以落实，并在 10 个工作日内将有关补充材料及修改后的报告书报送上市公司监管部。

回复：

一、标的公司收益法现金流预测假设与实际经营情况不一致的原因

(一) 标的公司收益法现金流预测假设的计算方法

单位：万元

年度项目	2015 年 (7-12)月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年后 永续
一、营业收入	38,384.08	84,053.23	104,805.50	125,479.46	142,805.39	155,473.35	
二、营业总成本	34,065.72	74,502.36	92,722.70	110,901.08	126,297.93	138,091.96	
其中：营业成本	28,237.39	61,884.84	77,210.06	92,491.49	105,446.16	115,446.82	
营业税金及附加	1,262.83	2,773.63	3,465.85	4,157.71	4,738.70	5,164.34	
销售(营业)费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
管理费用	4,439.77	9,585.59	11,786.41	13,989.43	15,848.89	17,215.35	
财务费用	125.73	258.31	260.38	262.45	264.18	265.45	
资产减值损失							
加：公允价值变动 收益							
投资收益							
三、营业利润	4,318.36	9,550.87	12,082.80	14,578.38	16,507.46	17,381.39	
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
四、利润总额	4,318.36	9,550.87	12,082.80	14,578.38	16,507.46	17,381.39	
减：所得税	541.09	1,196.72	1,513.97	1,826.67	2,068.39	2,177.89	
五、净利润	3,777.27	8,354.15	10,568.83	12,751.71	14,439.07	15,203.50	15,203.50
归属于母公司股东的 净利润	3,754.81	8,300.09	10,503.98	12,683.76	14,369.97	15,134.04	15,134.04
少数股东的净利润	22.46	54.05	64.85	67.94	69.10	69.47	69.47
加：固定资产折旧、 无形资产摊销	99.44	188.23	201.68	223.90	248.78	262.91	300.00
债务利息(扣除税 务影响)	106.62	218.59	218.59	218.59	218.59	218.59	218.59

减：资本性支出	150.00	300.00	300.00	300.00	300.00	300.00	300.00
追加营运资金	1,214.52	3,379.82	4,219.95	4,204.02	3,523.20	2,576.01	0.00
净现金流量	2,596.35	5,027.09	6,404.30	8,622.23	11,014.14	12,739.53	15,352.62
折现系数	0.9397	0.8297	0.7327	0.6469	0.5713	0.5044	3.8069
净现值	2,439.74	4,171.18	4,692.20	5,578.10	6,291.85	6,426.03	58,446.24
经营性资产价值	88,045.34						
溢余性资产价值	293.81						
减：付息债务价值	3,756.91						
全部股东权益价值	84,580.00						

根据上表,标的公司收益法现金流预测是将未来年度预测净利润调整为企业自由现金流量并进行折现而得,与报告期内标的公司财务报告中现金流量表补充资料中将净利润调节为经营活动产生的现金流量净额的计算方法基本一致。

## (二) 标的公司报告期内实际经营情况

### 1、报告期内星河园林经营活动产生的现金流净额为负的原因

报告期内,星河园林经营活动产生的现金流量净额分别为-1,204.72万元、-2,313.14万元、-3,304.22万元,主要是由于报告期内,星河园林收入逐年增长,业务规模不断扩大,施工项目及所培育苗木规模均相应增加,员工数量逐年增长,对营运资金的占用持续增加所致。

### 2、报告期内星河园林经营活动现金流量净额与净利润差异的原因及合理性

报告期内星河园林经营活动现金流量净额与净利润差异情况如下:

单位:万元

项 目	2015年1-6月	2014年度	2013年度
将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	2,822.03	2,476.93	1,818.20
加:资产减值准备	-15.78	77.78	16.43
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	92.25	193.43	226.60
无形资产摊销	0.86	1.67	1.69
长期待摊费用摊销	107.62	114.13	63.51
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	-2.24	-24.14	47.44

项 目	2015 年 1-6 月	2014 年度	2013 年度
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	-	-	-
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-	-	-
财务费用（收益以“-”号填列）	126.47	144.79	12.73
投资损失（收益以“-”号填列）	-	-99.46	-
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	1.32	-3.70	10.30
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-	-	-
存货的减少（增加以“-”号填列）	-17,194.68	-9,424.64	-3,931.96
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	916.92	-493.93	-423.79
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	9,625.71	2,840.19	954.11
其他（股利支付）	215.29	1,883.82	-
经营活动产生的现金流量净额	-3,304.22	-2,313.14	-1,204.72
与净利润的差异	-6,126.25	-4,790.06	-3,022.93

由上表可见，2013 年、2014 年、2015 年 1-6 月，经营活动产生的现金流量净额与净利润的差异分别为-3,022.93 万元、-4,790.06 万元、-6,126.25 万元，主要差异原因为：存货的大幅增加导致经营活动产生的现金流量净额减少，经营性应付项目的增加导致的经营产生的现金流量净额增加，股权激励费用未导致现金流出。

经营活动产生的现金流量净额与净利润的差异符合星河园林的实际经营情况，星河园林正处于成长和高速发展时期，不断增加的营运资金需求与其所处的发展阶段相匹配。

### （三）标的公司收益法现金流预测假设与实际经营情况不一致的原因

根据园林绿化行业内企业的现金流特点，园林工程施工项目前期阶段会有较大的资金投入，出现负的净现金流；而到了项目后期，随着资金的收回，会出现正的净现金流。结合企业的发展阶段分析，当企业处于高速发展阶段的时候，不断加大的资金需求，会出现负的净现金流量，当企业保持适当发展速度的时候会

---

出现正的净现金流量。标的公司的现金流在报告期和预测期的情形基本符合这一特点。

在收益法下的自由现金流量折现模型中，营业收入增长率、净利润率、营运资金占营业收入的比例这三个指标对现金流量的预测具有关键影响。通常来说，当其他参数保持不变的情况下，营业收入增长率越高，对营运资金的占用就越大，当营运资金的增量超过净利润的增量时，将减少自由现金流量；净利润率越高，将增加自由现金流量；营运资金占营业收入的比例越高，将减少自由现金流量。

未来预测年度净利润率与 2015 年 1-6 月基本持平。因此，标的公司收益法现金流预测假设与实际经营情况不一致主要是由于营业收入增长率不同和营运资金占营业收入的比例不同导致的，详情如下：

## 1、营业收入增幅不同

### (1) 星河园林报告期内营业收入实际增长情况

报告期内，星河园林凭借着丰富的苗木资源、设计施工一体化能力、区域品牌知名度等竞争优势，业务规模拓展迅速，营业收入呈现较高幅度的增长。2014 年，星河园林营业收入增长率高达 44%。

### (2) 收益法预测的营业收入增长情况

园林工程收入是星河园林营业收入的主要来源，在收益法评估中预测 2016 年、2017 年星河园林的业务规模不断扩大，园林工程收入增长率均以 25%进行考虑，此后按照历年增长率递减的趋势进行预测，2018 年至 2020 年的增长率分别以 20%、14%、9%进行考虑，并假设在 2020 年后收入规模保持不变，企业永续经营。

相较星河园林 2014 年 44%的营业收入增幅，预测年度营业收入增幅显著放缓，导致追加的营运资金下降，自由现金流量得到相对提升。

## 2、营运资金占营业收入的比例不同

### (1) 星河园林报告期内营运资金占营业收入比例的实际情况

单位：万元

项目	2013年12月31日	2014年12月31日	2015年6月30日
流动资产	13,702.40	24,048.10	40,385.29
流动负债	13,712.27	17,420.07	27,268.15
营运资金=流动资产-流动负债	-9.87	6,628.02	13,117.15
主营业务收入	33,045.26	49,514.93	29,048.35
营运资金占营业收入的比例=营运资金/销售收入	-0.03%	13.39%	45.16%

随着星河园林收入规模的快速扩大,对营运资金的需求不断增加,截至2015年6月末,营运资金占营业收入的比例达到45.16%。

## (2) 收益法预测未来年度营运资金占营业收入比例

就园林行业工程业务而言,年中回款较少,工程回款一般集中在年末或春节前,2015年6月末较高的营运资金占营业收入的比例无法反应平均占用情况。因此,在收益法预测中将各年营运资金作了平均处理,使其更加贴近实际平均占用情况。

单位:万元

项目	2013年12月31日	2014年12月31日	2015年6月30日	营运资金占营业收入的比率(前两期的平均数)
流动资产	13,702.40	24,048.10	40,385.29	
流动负债	13,712.27	17,420.07	27,268.15	
营运资金=流动资产-流动负债	-9.87	6,628.02	13,117.15	
平均营运资金	---	3,309.08	9,872.59	
主营业务收入	33,045.26	49,514.93	29,048.35	
营运资金占营业收入的比例=平均营运资金/销售收入净额		6.68%	33.99%	20.33%

由于实际业务开展的非均衡性,取两期平均营运资金占营业收入的比例的平均值作为未来年度预测营运资金的依据,并假设在未来年度保持不变,与同行业被收购公司收益法评估中对未来营运资金占营业收入比例保持不变的假设保持了一致性。

未来年度营运资金及其增量的具体预测结果如下:

单位:万元

项目	2015 年	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度
主营业务收入 (预测) (A)	67,432.43	84,053.23	104,805.50	125,479.46	142,805.39	155,473.35
营运资金占营 业收入的比率 =平均营运资 金/销售收入 净额 (B)	20.33%	20.33%	20.33%	20.33%	20.33%	20.33%
营运资金 (C) = (A) * (B)	13,709.01*	17,092.11	21,312.05	25,516.08	29,039.28	31,615.29
营运资金增加 =下一年营运 资金-当年营 运资金	1,214.52	3,379.82	4,219.95	4,204.02	3,523.20	2,576.01

### (3) 对营运资金占营业收入的比例在未来年度保持不变假设的保障措施

标的公司为控制未来年度营运资金占营业收入的比例,采取了以下措施来改善自由现金流量

#### ①利用商业信用

随着星河园林业务规模的不断扩大,星河园林不断提高议价能力,通过与长期合作的供应商达成长期合作目标、签订框架协议,最大限度的利用商业信用,延长对供应商的结算账期。

#### ②提升商业谈判地位

星河园林凭借多年积累的良好口碑,已经在京津冀区域树立了中高端地产园林的标杆地位,在商业谈判中取得了一定的有利地位。星河园林将通过遴选项目,比对合同中的预付款条款、进度款结算条、项目收益、客户实力和信用,综合考虑后决定是否承接,有效降低了无法收回工程款项或过大占用营运资金的风险。

#### ③加强工程管理水平

星河园林将严格按进度施工,提高工程管理水平,依据合同向客户结算工程款项,按时完成款项回收;提升现金流预算规划精细度,避免出现阶段性的资金缺口,有效利用有限的资金。



---

综上所述，标的公司报告期内经营活动产生的净现金流量为负值，而收益法预测中的各年度自由现金流量均为正值。标的公司收益法现金流预测假设与实际经营情况存在不一致的情形，主要是由于：一方面，报告期内星河园林收入增幅较大，而随着收入规模的增大，星河园林未来年度的收入增幅将有所放缓，将导致营运资金的占用增速下降，相对增加了收益法预测中的自由现金流量；另一方面，在收益法预测中将星河园林各年营运资金占营业收入的比例作了平均处理，使其更加贴近实际平均占用情况，并假设该比例未来能够保持不变（一般随着行业地位提高，多数情况下可以占用更少的营运资金），降低了营运资金的增量，相对增加了收益法预测中的自由现金流量。

## 二、标的公司收益法现金流预测假设与实际经营情况不一致对收益法评估结果的影响

标的公司收益法现金流预测是基于若干合理假设的前提下做出的对未来年度经营情况的预测，与星河园林报告期内实际经营情况有所差异，但随着营业收入未来增幅的放缓，营运资金占用比例控制措施的加强，竞争力和行业地位的提高，星河园林未来自由现金流量将得以改善，因此，收益法现金流预测假设与报告期内实际经营情况不一致，对标的公司价值的评估结果不存在重大影响。

此外，星河园林已经掌握了北方地区苗木种植及苗圃管理关键技术，在京津冀区域建成了 4,000 多亩高品质苗圃。星河园林报告期内培育的小苗占比不断增加，随着时间的推移，苗木资产将在未来通过在施工项目中的使用增厚星河园林的业绩，从而提升了星河园林的内在价值。

报告期内，星河园林的业务规模的迅速扩张，经营活动产生的现金流量净额出现负值，但星河园林净利润水平增长迅速，盈利能力较强，在区域细分市场展现了较强的竞争优势。经过近十年的深耕细作，星河园林在京津冀区域的中高端地产园林市场形成了较大的影响力和品牌美誉度，凭借自身的品牌、设计施工一体化服务、领先的苗木种植和苗圃管理经验等优势，星河园林的内在价值将在未来得以更好的体现。

综上，星河园林高品质的苗木资产价值，较强的盈利能力也是其价值的重要体现。

---

## 补充披露

公司已在重组报告书“第六章、一、（四）收益法评估情况”补充披露了上述内容。

### 独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：标的公司报告期内经营活动产生的净现金流量为负值，而收益法预测中的各年度自由现金流量均为正值。标的公司收益法现金流预测假设与实际经营情况存在不一致的情形，主要是由于：一方面，报告期内星河园林收入增幅较大，而随着收入规模的增大，星河园林未来年度的收入增幅将有所放缓，将导致营运资金的占用增速下降，相对增加了收益法预测中的自由现金流量；另一方面，在收益法预测中将星河园林各年营运资金占营业收入的比例作了平均处理，使其更加贴近实际平均占用情况，并假设该比例未来能够保持不变（一般随着行业地位提高，多数情况下可以占用更少的营运资金），降低了营运资金的增量，相对增加了收益法预测中的自由现金流量。

标的公司收益法现金流预测是基于若干合理假设的前提下做出的对未来年度经营情况的预测，与星河园林报告期内实际经营情况有所差异，但随着营业收入未来增幅的放缓，营运资金占用比例控制措施的加强，竞争力和行业地位的提高，星河园林未来自由现金流量将得以改善，因此，收益法现金流预测假设与报告期内实际经营情况不一致，对标的公司价值的评估结果不存在重大影响。

此外，星河园林已经掌握了北方地区苗木种植及苗圃管理关键技术，在京津冀区域建成了 4,000 多亩高品质苗圃。星河园林报告期内培育的小苗占比不断增加，随着时间的推移，苗木资产将在未来通过在施工项目中的使用增厚星河园林的业绩，从而提升了星河园林的内在价值。

报告期内，星河园林的业务规模的迅速扩张，经营活动产生的现金流量净额出现负值，但星河园林净利润水平增长迅速，盈利能力较强，在区域细分市场展现了较强的竞争优势。经过近十年的深耕细作，星河园林在京津冀区域的中高端地产园林市场形成了较大的影响力和品牌美誉度，凭借自身的品牌、设

---

计施工一体化服务、领先的苗木种植和苗圃管理经验等优势，星河园林的内在价值将在未来得以更好的体现。

综上，星河园林高品质的苗木资产价值，较强的盈利能力也是其价值的重要体现。

---

（本页无正文，为《广发证券股份有限公司关于〈深圳市铁汉生态环境股份有限公司关于发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金并购重组委审核意见的回复〉之核查意见》之签章页）

财务顾问主办人：\_\_\_\_\_

许 宁

\_\_\_\_\_

易 莹

广发证券股份有限公司

2016年1月8日