



北京观韬中茂律师事务所
对于深圳证券交易所
《关于对兴源环境科技股份有限公司的重组问询函》的
专项核查意见

观意字（2018）第 0382 号

北京观韬中茂律师事务所
Guantao Law Firm
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 18 层邮编：100032
电话：86 10 6657 8066 传真：86 10 6657 8016
E-mail: guantao@guantao.com
[http:// www.guantao.com](http://www.guantao.com)

释 义

除非另有说明，以下简称在本核查意见中具有如下含义：

兴源环境、上市公司、公司、本公司	指	兴源环境科技股份有限公司，在深圳证券交易所创业板上市，股票代码：300266
交易对方	指	上市公司发行股份及支付现金购买杭州绿农环境工程有限公司 100% 股权的对象，包括杨国严、杨策、杭州兴源聚金投资管理合伙企业（有限合伙）及长兴龙鑫日盛投资合伙企业（有限合伙）
绿农环境、标的公司	指	杭州绿农环境工程有限公司
本次重组、本次交易	指	兴源环境拟以发行股份及支付现金方式购买交易对方持有的绿农环境 100% 股权
标的资产	指	兴源环境拟受让的标的公司 100% 股权
昊天投资	指	杭州昊天投资管理有限公司
西南市政	指	杭州西南市政工程工程有限公司
兴源聚金	指	杭州兴源聚金投资管理合伙企业（有限合伙）
龙鑫日盛	指	长兴龙鑫日盛投资合伙企业（有限合伙）
中铁信托	指	中铁信托有限责任公司
《盈利预测补偿协议》	指	《兴源环境科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产之盈利预测补偿协议书》
补偿义务人	指	杨国严、杨策
利润补偿年度	指	2018 年、2019 年、2020 年
《公司法》	指	《中华人民共和国公司法》
《证券法》	指	《中华人民共和国证券法》
《重组办法》	指	《上市公司重大资产重组管理办法》
证监会、中国证监会	指	中国证券监督管理委员会
证券交易所、深交所	指	深圳证券交易所
本所	指	北京观韬中茂律师事务所
元、万元	指	人民币元、人民币万元

北京观韬中茂律师事务所
对于深圳证券交易所
《关于对兴源环境科技股份有限公司的重组问询函》的专项核查意见

观意字（2018）第 0382 号

致：兴源环境科技股份有限公司

根据《公司法》、《证券法》、《重组办法》等法律、法规、规章及规范性文件的规定，本所受兴源环境科技股份有限公司委托，作为本次交易的专项法律顾问，依据深圳证券交易所《关于对兴源环境科技股份有限公司的重组问询函》（创业板许可类重组问询函【2018】第 23 号）（以下简称“《问询函》”）的要求，就《问询函》所涉及的问题进行了核查，按照中国律师行业公认的业务标准、道德规范和勤勉尽责精神，出具核查意见如下：

三、关于标的公司历史沿革

问题 1、结合业绩情况、发展阶段等因素说明标的公司历次股权转让及增资作价与本次交易产生差异的原因及合理性；标的公司历次股权转让过程中是否存在股份代持行为，请独立财务顾问、评估师、律师核查并发表意见。

回复：

一、关于标的公司历次股权转让及增资作价与本次交易产生差异的原因及合理性

本所律师核查了标的公司的工商存档资料、历次增资及股权转让的银行支付凭证、标的公司财务报表等资料，并对标的公司主要股东进行了访谈。经核查：

（一）报告期内，标的公司历次股权转让及增资的作价情况如下：

标的公司历次的增资情况					
序号	增资时间	增资方	增资方式	增资价格	100%股权价值
1	2018 年 3 月	全部股东	资本公积转增注册资本	--	--
标的公司历次的股权转让情况					
序号	转让时间	转让方	受让方	转让价格	100%股权价值

1	2014年6月	昊天投资	陈丽霞	1元/1元出资额	500万元
2	2015年12月	昊天投资	西南市政	8.11元/1元出资额	4,053.57万元
		刘丹		8.12元/1元出资额	4,060万元
		陈建华		8.13元/1元出资额	4,066.67万元
		陈丽霞		8.10元/1元出资额	4,050万元
3	2016年6月	西南市政	兴源聚金	36.07元/1元出资额 (股权转让)	33,636万元
				32.2元/1元出资额 (新增资本公积)	
4	2017年1月	西南市政	杨国严	1元/1元出资额	500万元
			杨策	1元/1元出资额	
5	2018年5月	兴源聚金	龙鑫日盛	11.61元/1元出资额	104,500万元

注：1、标的公司于2018年3月的增资系以资本公积转增注册资本，故无对应增资价格及估值；

2、2016年6月，兴源聚金以9,920万元受让西南市政对标的公司的275万元出资，并向标的公司投入8,580万元，全部计入资本公积，故本次股权转让中对标的公司的估值应考虑增加资本公积的影响，即本次股权转让对标的公司的100%股权估值为33,636万元。

（二）标的公司历次股权转让及增资的作价依据

1、2014年6月股权转让的作价依据

2014年6月，标的公司股权转让的作价基础系交易双方基于标的公司的经营情况（标的公司在2013年度的净利润为负）协商约定。

2、2015年12月股权转让的作价依据

2015年12月，标的公司股权转让的作价基础系交易双方基于标的公司的经营情况（标的公司在2015年实现的净利润为1,505.88万元）协商约定。

3、2016年6月股权转让及增加资本公积的作价依据

2016年6月，标的公司股权转让及增加资本公积的原因系兴源聚金看好标的公司所在行业的未来发展前景以及标的公司的业务模式，本次的作价系交易双方依据对标的公司的估值进行协商约定。

4、2017年1月股权转让的作价依据

2017年1月，标的公司发生股权转让之时，杨国严、杨策直接持有西南市政合计100%的股权，标的公司本次股权转让实质上为杨国严、杨策对标的公司

的持股方式由间接持股还原为直接持股的形式，故本次股权转让采用了平价转让的方式。

5、2018年5月股权转让的作价依据

2018年5月，标的公司股权转让的作价依据主要为标的公司本次重组的交易估值，股权转让双方在此基础上进行协商确定股权转让的价格。

(三) 标的公司历次增资及股权转让与本次交易作价的差异原因及合理性

标的公司历次增资及股权转让作价系交易各方根据标的公司在当时的经营情况以及对标的公司的价值判断而定，标的公司在本次交易中的作价系上市公司与交易对方以标的公司的评估值为基础，综合考虑标的公司未来的增量业务以及交易完成后上市公司与标的公司之间的协同效应而定。因此标的公司历次增资及股权转让与本次的交易作价之间存在差异具有一定的合理性。

二、关于标的公司历次股权转让过程中是否存在代持行为

本所律师核查了标的公司的工商存档资料、历次股权转让的银行支付凭证、交易对方出具的出面确认等资料，并对标的公司主要股东进行了访谈。

根据标的公司提供的工商档案、《股权转让协议》，自标的公司设立至本核查意见出具之日，标的公司共增资一次、股权转让五次。

根据本所律师对相关人员的访谈、历次股权转让的书面文件以及标的公司、交易对方提供的相关支付凭证，标的公司历次增资、股权转让已履行相关程序，股权权属清晰；根据交易对方出具的承诺函，其合法持有标的资产，标的公司的历次股权转让过程中不存在代持行为。

综上，本所律师经核查认为：

1、标的公司历次增资及股权转让价格是依据标的公司经营状况等因素由交易各方协商确定，与本次的交易作价之间存在差异具有合理性；

2、标的公司历次股权转让过程中不存在代持股权的行为。

问题2、预案显示，2018年5月兴源聚金与龙鑫日盛签订《股权转让协议》，兴源聚金拟将其持有的标的公司38.47%的股权转让给龙鑫日盛，对应的标的公司估值为10.45亿元，而本次交易标的公司100%股权初步作价为12亿元。请

你公司就以下事项进行说明：

(1) 股权转让事项的进展，尚需履行的程序，如未能转让成功，是否影响本次重组的实施；

(2) 兴源聚金在停牌期间转让股权的原因及背景；请说明龙鑫日盛合伙人、最终出资人与参与本次交易的其他有关主体的关联关系，最终出资人的资金来源，龙鑫日盛合伙人层面是否有锁定期安排；龙鑫日盛入股标的的公司价格与本次交易作价产生差异的原因，是否存在短期套利的情形。

请独立财务顾问、律师核查并发表意见。

回复：

一、股权转让事项的进展，尚需履行的程序，如未能转让成功，是否影响本次重组的实施

本所律师核查了龙鑫日盛的工商存档资料、龙鑫日盛的合伙人会议文件等资料，并对相关人员进行访谈。经核查：

(一) 股权转让事项的进展及尚需履行的程序

根据本次交易的重组方案，在本次交易前，龙鑫日盛拟引入新的合伙人进行增资，并以自有资金出资受让兴源聚金持有的标的公司的 38.4725% 的股权。截至本核查意见出具之日，兴源聚金与龙鑫日盛的股权转让事项正在进行中。

除股权转让外，根据证监会对于上市公司并购重组行政许可审核中私募投资基金备案的要求，在实施本次重组方案前，龙鑫日盛尚需要完成在中国证券投资基金业协会的私募基金备案，目前龙鑫日盛正在办理私募基金备案手续。

(二) 股权转让未能成功对本次重组的影响

如果上述股权转让未能成功，上市公司与交易对方会对本次交易的重组方案进行及时调整，以避免影响本次重组方案的实施。

二、兴源聚金在停牌期间转让股权的原因及背景；请说明龙鑫日盛合伙人、最终出资人与参与本次交易的其他有关主体的关联关系，最终出资人的资金来源，龙鑫日盛合伙人层面是否有锁定期安排；龙鑫日盛入股标的的公司价格与本次交易作价产生差异的原因，是否存在短期套利的情形

本所律师核查了龙鑫日盛的工商存档资料、交易对方出具的关于与其他交易对方无关联关系的书面确认等资料。经核查：

（一）龙鑫日盛参与本次交易的原因及背景

根据上市公司与交易对方的谈判情况，上市公司计划以发行股份及支付现金的方式向交易对方购买标的公司的 100% 股权，在兴源聚金的现有合伙份额结构下，由于中铁信托对兴源聚金的投资资金来源为理财资金，为降低本次交易的审核难度及不确定性，经上市公司与交易对方协商，在本次交易前，兴源聚金需要将其持有的标的公司 38.4725% 的股权受让给新增的交易对方，兴源聚金收到的股权转让款将优先用于中铁信托的退伙。

后经兴源聚金与龙鑫日盛协商，龙鑫日盛同意受让兴源聚金所持有的标的公司 38.4725% 的股权，兴源聚金收到的股权转让款将优先用于中铁信托的退伙。龙鑫日盛同意在受让完成之后，将其持有的对标的公司 38.4725% 的股权受让给上市公司。

（二）龙鑫日盛合伙人、最终出资人与参与本次交易的其他主体之间的关联关系

根据龙鑫日盛及其他交易对方出具的声明，并经本所律师对龙鑫日盛工商档案的核查，龙鑫日盛现有合伙人与参与本次交易的其他主体之间无关联关系。

由于龙鑫日盛尚未完成资金募集，龙鑫日盛最终出资人与参与本次交易的其他主体之间的关联关系以及最终出资人的出资来源正在核查过程中。

在龙鑫日盛资金募集完成后，龙鑫日盛会按照监管机构的最新要求就自身出资结构的稳定性作出相关的安排。

（三）龙鑫日盛入股标的公司的价格与本次交易作价产生差异的原因及龙鑫日盛参与本次交易是否存在短期套利

龙鑫日盛本次股权转让的交易作价以标的公司在本次重组中的预估值为基础，在此基础上，由于龙鑫日盛通过本次交易取得的上市公司的股份有一定的锁定期，且考虑到本次交易的成功实施尚存在一定的不确定性，故龙鑫日盛入股标的公司的价格与本次交易作价需要保留一定的差价空间，以满足龙鑫日盛对于资金成本的要求。

根据本次的交易方案，上市公司对龙鑫日盛持有的标的公司 38.4725% 的股权支付的交易作价中，50% 的交易作价为股份支付，50% 的交易作价为现金支付。龙鑫日盛就本次交易取得的上市公司股份出具了锁定期的承诺，因此本次交易前

后,龙鑫日盛受让与转让标的公司的股权作价之间的差异具有一定的商业合理性。

综上,本所律师经核查认为:

1、就股权转让事项,相关主体已经履行了必要的程序,其他程序正在有序推进,如股权转让未能成功,上市公司与交易对方会对本次的重组方案进行及时调整,以避免影响本次重组方案的实施;

2、龙鑫日盛现有合伙人与参与本次交易的其他有关主体之间不存在关联关系,由于龙鑫日盛尚未完成资金募集,最终出资人与参与本次交易的其他主体之间的关联关系以及最终出资人的资金来源正在核查过程中,在龙鑫日盛资金募集完成后,龙鑫日盛会按照监管机构的最新要求就自身出资结构的稳定性作出相关的安排;

3、龙鑫日盛受让标的公司的价格与本次交易作价的差异是基于龙鑫日盛的资金成本、通过本次交易取得上市公司股份的锁定期以及本次交易的不确定性等综合因素,本次股权转让定价具有一定的商业合理性。

五、其他

问题 2、请你公司完善并补充披露盈利预测补偿协议的内容,明确在业绩未达标情形下的股份回购时间安排,说明本次盈利预测补偿协议是否满足证监会有关业绩补偿的规定;本次交易业绩补偿义务人为杨国严、杨策,请结合杨国严、杨策通过本次交易获得的股份数量、标的公司业绩完成率等因素量化分析是否可能存在补偿不足的风险,如存在,请说明你公司拟采取的应对措施。请独立财务顾问、律师核查并发表意见。

回复:

一、盈利预测补偿协议的合规性

(一) 证监会对于盈利预测补偿的要求

《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条规定,“交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。”

证监会对于上述规定的解释具体如下：

“交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人，应当以其获得的股份和现金进行业绩补偿。如构成借壳上市的，应当以拟购买资产的价格进行业绩补偿的计算，且股份补偿不低于本次交易发行股份数量的90%。业绩补偿应先以股份补偿，不足部分以现金补偿。

在交易对方以股份方式进行业绩补偿的情况下，通常按照下列原则确定应当补偿股份的数量及期限：

（一）补偿股份数量的计算

1.基本公式

1) 以收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对拟购买资产进行评估或估值的，每年补偿的股份数量为：

当期补偿金额=（截至当期期末累积承诺净利润数—截至当期期末累积实现净利润数）÷补偿期限内各年的预测净利润数总和×拟购买资产交易作价—累积已补偿金额

当期应当补偿股份数量=当期补偿金额/本次股份的发行价格

当期股份不足补偿的部分，应现金补偿

采用现金流量法对拟购买资产进行评估或估值的，交易对方计算出现金流量对应的税后净利润数，并据此计算补偿股份数量。

此外，在补偿期限届满时，上市公司应当对拟购买资产进行减值测试，如：期末减值额/拟购买资产交易作价>补偿期限内已补偿股份总数/认购股份总数，则交易对方需另行补偿股份，补偿的股份数量为：

期末减值额/每股发行价格—补偿期限内已补偿股份总数

2) 以市场法对拟购买资产进行评估或估值的，每年补偿的股份数量为：期末减值额/每股发行价格—补偿期限内已补偿股份总数

当期股份不足补偿的部分，应现金补偿。

2.其他事项

按照前述第1)、2)项的公式计算补偿股份数量时，遵照下列原则：

前述净利润数均应当以拟购买资产扣除非经常性损益后的利润数确定。

前述减值额为拟购买资产交易作价减去期末拟购买资产的评估值并扣除补

偿期限内拟购买资产股东增资、减资、接受赠与以及利润分配的影响。会计师应当对减值测试出具专项审核意见,同时说明与本次评估选取重要参数的差异及合理性,上市公司董事会、独立董事及独立财务顾问应当对此发表意见。

在逐年补偿的情况下,在各年计算的补偿股份数量小于0时,按0取值,即已经补偿的股份不冲回。

拟购买资产为非股权资产的,补偿股份数量比照前述原则处理。

拟购买资产为房地产公司或房地产类资产的,上市公司董事会可以在补偿期限届满时,一次确定补偿股份数量,无需逐年计算。

3.上市公司董事会及独立董事应当关注拟购买资产折现率、预测期收益分布等其他评估参数取值的合理性,防止交易对方利用降低折现率、调整预测期收益分布等方式减轻股份补偿义务,并对此发表意见。独立财务顾问应当进行核查并发表意见。

(二) 补偿期限

业绩补偿期限一般为重组实施完毕后的三年,对于拟购买资产作价较账面价值溢价过高的,视情况延长业绩补偿期限。”

(二) 《盈利预测补偿协议》中关于业绩补偿的约定

1、业绩承诺、补偿安排

补偿义务人承诺绿农环境在利润补偿年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润合计不低于 36,500 万元,否则应就未达到利润预测的部分对上市公司进行补偿,补偿方式为:优先采用股份补偿,不足部分采用现金补偿。

如绿农环境截至利润补偿年度最后一年期末累积实际净利润数不足截至当期期末累积承诺净利润数的,补偿义务人应当进行补偿,补偿方式具体如下:

在利润补偿年度最后一年盈利专项审核意见出具后,一次性计算股份补偿数,由上市公司以 1 元的价格进行回购。

补偿股份数不超过的股数=(拟购买资产作价/本次发行股份价格)。

实际回购股份数的计算公式为:

补偿股份数=(累积承诺净利润数-累积实际净利润数)×认购股份总数÷补偿期限内各年的承诺净利润数总和

同时需要注意以下事项:

(1) 如上市公司在利润补偿年度各年度有现金分红的, 其按前述公式计算的实际回购股份数在回购股份实施前上述年度累计获得的分红收益, 应随之无偿赠予上市公司; 如上市公司在利润补偿年度各年度实施送股、公积金转增股本的, 上述公式中“拟购买资产作价/本次发行股份价格”应包括送股、公积金转增股本实施行权时获得的股份数。

(2) 如上述回购股份并注销事宜由于上市公司减少注册资本事宜未获相关债权人认可或未经股东大会通过等原因而无法实施的, 则补偿义务人承诺 2 个月内将等同于上述回购股份数量的股份赠送给其他股东 (“其他股东”指上市公司赠送股份实施公告中所确定的股权登记日登记在册的除交易对方之外的股份持有者), 其他股东按其持有股份数量占股权登记日扣除补偿义务人持有的股份数后兴源环境的股份数量的比例享有获赠股份。

(3) 补偿义务人承诺, 如其所持兴源环境股份数不足以补偿盈利专项审核意见所确定净利润差额时, 其将在补偿义务发生之日起 10 日内, 以现金方式补足差额, 应补偿的现金金额 = (应补足的股份总数 - 已经补偿的股份数量) × 本次发行股份的发行价。

2、减值测试

在利润补偿年度届满时, 上市公司聘请具有证券业务资格的会计师事务所对标的资产进行减值测试, 如标的资产期末减值额 > 0, 则补偿义务人应向上市公司另行补偿: 另行补偿的股份数量为: 标的资产期末减值额 / 本次发行股份价格。当补偿义务人所持股份不足以补偿时, 则另行补偿现金, 另行补偿的现金金额 = 标的资产期末减值额 - (已补偿股份总数 × 本次发行股份的发行价格)。前述减值额为标的资产作价减去期末标的资产的评估值并扣除补偿期限内标的资产股东增资、减资、接受赠与以及利润分配的影响。

3、补偿之实施

在下列任一条件满足后, 则上市公司在该年度的年度报告披露后 10 个工作日内由董事会向股东大会提出回购股份的议案, 并在股东大会通过该议案后 2 个月内办理完毕股份注销的事宜:

(1) 若利润补偿年度内绿农环境累积实际净利润数不足累积承诺净利润数的;

(2) 在利润补偿年度届满后对绿农环境进行减值测试，如标的资产期末减值额 >0 。

4、补偿义务在承诺人之间的分担

涉及上述补偿义务时，各补偿义务人按因本次交易各自所获得的上市公司股份占补偿义务人全体因本次资产重组所获得的上市公司股份总数的比例计算各自应当补偿给上市公司的股份数量或现金金额。同时，补偿义务人各成员将对上述补偿义务互相承担连带责任。

5、应收账款

(1) 补偿义务人承诺并保证，就上市公司指定的具有证券业务资格的会计师事务所审计确认的绿农环境截至2020年12月31日的应收账款总额，应自2021年1月1日起三年内（即截至2023年12月31日）收回。补偿义务人应在会计师事务所出具绿农环境2020年度审计报告之日起10日内就绿农环境截至2020年12月31日的应收账款净额一定比例，并结合款项性质向上市公司缴纳相应保证金：应收账款净额中1-2年账龄的需缴纳该部分金额的5%作为保证金；应收账款净额中2-3年账龄的需缴纳该部分金额的10%作为保证金；应收账款净额中3年及3年以上账龄的需缴纳该部分金额的50%作为保证金。补偿义务人所需缴纳的因上述约定产生的应收账款保证金总额不超过人民币4,000万元。补偿义务人以现金方式缴纳保证金，并于会计师事务所出具绿农环境2020年度审计报告之日起10日内将等额现金缴纳至上市公司指定账户。

(2) 截至2023年12月31日，上述应收账款总额的回收额达到90%的，上市公司应在会计师事务所出具绿农环境2023年度审计报告之日起10日内向补偿义务人全额返还保证金。

(3) 截至2023年12月31日，上述应收账款总额的回收额未达到90%的，补偿义务人应在会计师事务所出具绿农环境2023年度审计报告之日起10日内以现金向绿农环境补偿上述应收账款总额与实际回收金额之间的差额，其中，补偿义务人优先以上述现金保证金进行补偿，补偿义务履行完毕后现金保证金尚有余额的，由上市公司在10日内退还给补偿义务人，现金保证金不足以补偿上述应收账款总额与实际回收金额之间的差额的，由补偿义务人另行以现金履行完毕补偿义务。

本次交易中，上市公司与补偿义务人签订的《盈利预测补偿协议》内容符合中国证监会关于盈利预测的要求。上述协议中关于在业绩未达标情形下的股份回购时间安排已经在预案中明确并予以补充披露。

二、补偿义务人是否存在可能补偿不足的风险及应对措施

根据本次的交易方案，本次重组的补偿义务人杨国严和杨策通过本次交易合计取得上市公司的股份数量为 23,936,169 股，对应的交易作价为标的公司本次交易作价的 45%，如果标的公司在业绩补偿期内未完成约定的业绩或在期末出现减值，补偿义务人需要以其通过本次交易取得的上市公司股份为上限对上市公司进行补偿。如果标的公司在报告期内的业绩完成率低于 55%，则上市公司面临着补偿不足的风险。

为规避补偿义务人存在的可能补偿不足的风险，上市公司计划通过采取以下措施保证标的公司承诺业绩的可实现性：

1、上市公司与交易对方在《兴源环境科技股份有限公司附条件生效的发行股份及支付现金购买资产协议》中就交易完成后补偿义务人的任职安排以及标的公司管理层的人员安排作出了相关约定，以确保交易完成后标的公司管理层的稳定性。

2、上市公司拟在本次交易完成后，加强对标的公司的管理并增强上市公司与标的公司之间的协同效应，以降低标的公司经营业绩未达预期而带来的风险。

综上，本所律师认为：

1、本次盈利预测补偿协议符合证监会有关业绩补偿的规定；

2、如标的公司实际完成的业绩与承诺业绩差异较大，则可能产生补偿不足的风险，就此，上市公司通过与交易对方就交易完成后补偿义务人及标的公司管理层的人员安排作出了相关约定，并在本次交易完成后加强对标的公司的管理以增强上市公司与标的公司之间的协同效应，从而降低可能存在补偿不足的风险。

以下无正文，接签字盖章页。

(本页无正文,为《北京观韬中茂律师事务所对于深圳证券交易所<关于对兴源环境科技股份有限公司的重组问询函>的专项核查意见》之签字盖章页)

北京观韬中茂律师事务所

负责人: _____

韩德晶

经办律师: _____

张文亮

张阳

年 月 日