

民生证券股份有限公司关于深圳证券交易所
《关于对兴源环境科技股份有限公司的重组问询函》

的核查意见

深圳证券交易所：

兴源环境科技股份有限公司（以下简称“兴源环境”、“上市公司”）于 2018 年 6 月 8 日收到了贵所下发的《关于对兴源环境科技股份有限公司重组问询函》（创业板许可类重组问询函【2018】第 23 号）（创业板许可类重组问询函【2017】第 18 号，以下简称“《重组问询函》”）。民生证券股份有限公司作为本次重组的独立财务顾问，现根据《重组问询函》所涉问题进行说明和解释，具体内容如下（除特别说明外，本核查意见中的简称与预案中的简称具有相同含义）：

一、关于标的公司业务

问题 1、预案显示，标的公司分别与湖州市德清县和湖州市长兴县签订了废弃矿坑回填及综合开发合作合同（以下简称合同），在约定的期限内达到矿坑回填和复耕复垦的目标。请你公司就以下事项进行说明：

（1）标的公司目前运营的作为消纳场所的矿坑数量及各个矿坑的剩余可消纳容量；报告期内各个矿坑每月处理的渣土、泥浆数量，是否与营业收入匹配；结合矿坑剩余可消纳容量、平均每月的处置量及处置价格，说明标的公司矿坑的剩余运营时间与可确认的收入总额；

（2）合同的具体内容，包括但不限于合同的签署方、矿坑的原始权益人、使用期限及价格等核心条款；标的公司拥有的矿坑消纳容量占杭州市整体矿坑可消纳容量的比例；若矿坑的使用期限届满或将其填埋完毕，标的公司拟采取的应对措施，相关情形是否对持续经营或盈利能力产生影响。

请独立财务顾问、会计师核查并发表意见。

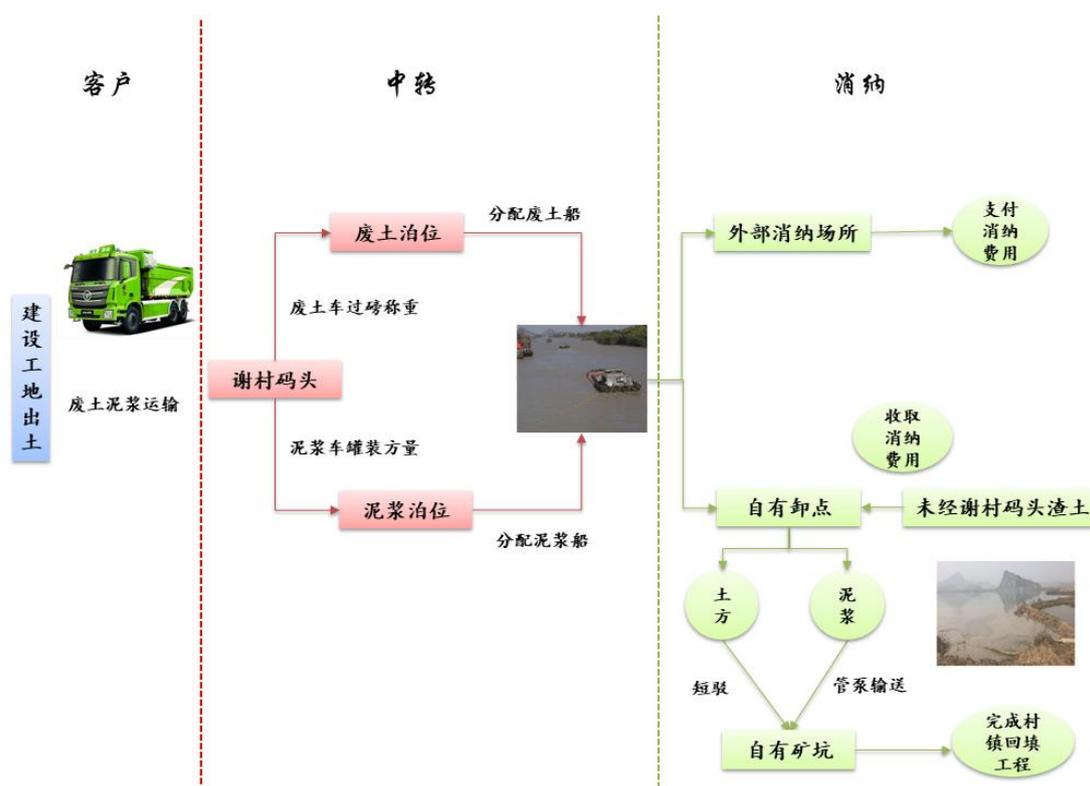
回复：

一、标的公司目前运营的作为消纳场所的矿坑数量及各个矿坑的剩余可消纳容量；报告期内各个矿坑每月处理的渣土、泥浆数量，是否与营业收入匹配；结合矿坑剩余可消纳容量、平均每月的处置量及处置价格，说明标的公司矿坑的剩余运营时间与可确认的收入总额

（一）标的公司目前的业务模式

标的公司目前主要提供城市建设工程产生的建筑渣土的中转、消纳和回填复耕的综合一体化服务，系统化解决地下建筑垃圾的综合利用，同时积极研发地上建筑垃圾的分类处理技术和再生资源利用。

标的公司的业务运营主要包括前端码头的中转业务、后端的渣土消纳及矿坑复垦业务。



（二）矿坑剩余可消纳容量

截至 2018 年 3 月 31 日，标的公司运营的作为消纳场所的矿坑共有 4 个，分别为东衡村废弃矿山、东滕村废弃矿区、屯山下废弃矿区及龙山街道西峰坝水口矿坑。截至 2018 年 3 月 31 日，标的公司各个矿坑的账面剩余容量分别为：

项目	剩余立方 (立方米)
东衡村废弃矿山	31,929,170.95
东滕村废弃矿区	3,316,120.34
屯山下废弃矿区	1,512,277.13
龙山街道西峰坝水口矿矿坑	3,205,241.73
合计	39,962,810.15

标的公司的矿坑耗用容量涉及该公司历史营业成本结转的合理性及报告期内净资产数据的准确性，影响盈利预测的可实现性及预估数据的合理性。目前，标的公司已聘请浙江省测绘大队对上述矿坑容量进行检测。审计机构及评估机构将按照正式的检测报告对账面数据进行复核，若出现较大差异，则需要对标的公司的历史成本及预测数据进行调整。

(三) 各个矿坑每月处理的废土、泥浆数量情况

报告期内，各个矿坑每月处理的废土、泥浆的情况具体如下：

1、东衡村废弃矿山

时间	泥浆方量 (立方米)	泥浆单价 (元/立方米)	泥浆收入 (元)	废土吨数	废土单价 (元/吨)	废土收入 (元)
2016年1月	497,925.90	7.00	3,485,481.30	80,966.00	7	566,762.00
2016年2月	52,432.20	7.10	372,520.65	20,485.00	7.5	153,637.50
2016年3月	895,903.30	7.09	6,347,791.85	161,690.00	6.3	1,019,383.00
2016年4月	1,004,406.20	6.66	6,693,410.52	273,818.00	2.41	659,093.40
2016年5月	821,541.90	6.54	5,369,934.48	49,370.00	1.42	69,863.20
2016年6月	602,243.00	6.65	4,007,129.95	-	-	-
2016年7月	416,366.00	6.83	2,842,678.54	-	-	-
2016年8月	38,066.10	6.60	251,379.91	-	-	-

2016年9月	150,337.60	6.65	1,000,329.20	-	-	-
2016年10月	524,998.00	6.60	3,466,967.92	-	-	-
2016年11月	498,240.60	7.23	3,603,814.15	-	-	-
2016年12月	605,288.90	7.20	4,355,256.37	-	-	-
2017年1月	309,184.50	6.55	2,024,389.10	-	-	-
2017年2月	317,718.30	6.60	2,097,746.79	-	-	-
2017年3月	731,240.40	7.30	5,335,772.22	-	-	-
2017年4月	599,435.90	7.82	4,688,112.18	-	-	-
2017年5月	532,932.00	8.17	4,356,632.48	-	-	-
2017年6月	460,655.10	7.92	3,646,939.96	-	-	-
2017年7月	198,715.00	8.42	1,673,640.60	-	-	-
2017年8月	139,905.00	8.02	1,121,811.97	-	-	-
2017年9月	8,318.00	7.15	59,509.40	-	-	-
2017年10月	121,319.00	8.20	994,626.50	247,088.00	7.97	1,968,256.55
2017年11月	-	-	-	227,997.00	7.97	1,816,181.23
2017年12月	-	-	-	315,296.00	7.97	2,511,588.65
2018年1月	-	-	-	168,044.00	7.97	1,338,606.91
2018年2月	-	-	-	5,552.00	7.97	44,226.19
2018年3月	-	-	-	-	-	-

注：2016年二季度，废土的短驳费直接由公司客户与卸点人员结算，废土消纳单价不再包含短驳费，消纳价格下降。

2、东滕村废弃矿区

时间	泥浆方量 (立方米)	泥浆单价 (元/立方米)	泥浆收入(元)	废土吨 数	废土单价 (元/吨)	废土收入(元)
2017年11月	135,859.00	7.30	992,413.69	-	-	-
2017年12月	125,751.00	7.26	913,575.64	-	-	-
2018年1月	69,516.00	7.26	505,030.77	-	-	-
2018年2月	11,914.00	7.26	86,554.70	-	-	-
2018年3月	232,599.00	7.24	1,684,150.84	-	-	-

3、屯山下废弃矿区

时间	泥浆方量 (立方米)	泥浆单价 (元/立方米)	泥浆收入(元)	废土 吨数	废土单价 (元/吨)	废土收入(元)
2017年6月	147,662.30	8.30	1,224,998.11	-	-	-
2017年7月	208,266.00	8.42	1,754,241.03	-	-	-
2017年8月	176,712.00	7.94	1,403,880.34	-	-	-
2017年9月	167,036.00	7.92	1,322,682.91	-	-	-
2017年10月	251,760.00	8.31	2,091,534.62	-	-	-
2017年11月	271,461.00	7.33	1,990,358.97	-	-	-
2017年12月	271,663.00	7.26	1,973,620.09	-	-	-
2018年1月	309,027.00	7.26	2,245,067.95	-	-	-
2018年2月	166,451.00	7.26	1,209,137.61	-	-	-
2018年3月	228,238.00	7.24	1,652,062.82	-	-	-

4、龙山街道西峰坝水口矿矿坑

时间	泥浆方量 (立方米)	泥浆单价 (元/立方米)	泥浆收入(元)	废土吨 数	废土单价 (元/吨)	废土收入(元)
2017年5月	72,987.00	4.27	311,910.28	-	-	-
2017年6月	11,520.00	4.27	49,230.77	-	-	-
2017年7月	-	-	-	-	-	-
2017年8月	18,311.00	4.27	78,252.14	-	-	-
2017年9月	-	-	-	-	-	-
2017年10月	16,476.00	4.27	70,410.26	-	-	-
2017年11月	82,595.00	4.27	352,970.09	-	-	-

2017年12月	64,626.00	4.27	276,179.49	-	-	-
2018年1月	53,068.00	4.27	226,786.33	-	-	-
2018年2月	-	-	-	-	-	-
2018年3月	-	-	-	-	-	-

标的公司现有矿坑中，位于长兴县的龙山街道西峰坝水口矿坑的泥浆消纳单价为4.27元/立方米，低于其余几个矿坑（其余矿坑均位于德清县）的消纳单价，主要系该矿坑运输距离较德清矿坑更远，运输成本较高，渣土船队一般优先选择运距较近的矿坑消纳，而长兴矿坑消纳业务处于市场培育阶段，为争取消纳量，消纳价格低于德清矿坑。

报告期内，各个矿坑每月处理的废土、泥浆数量乘以单价即为相应废土、泥浆的消纳收入，各个矿坑处理的废土、泥浆数量与消纳收入匹配。

标的公司现有矿坑使用期均超过一年，计入“其他非流动资产”科目，矿坑按照每年实际消纳渣土的容量进行摊销，计入公司主营业务成本。

（三）矿坑的剩余运营时间与可确认的收入总额

1、矿坑的剩余运营时间

标的公司前述4个矿坑的账面剩余容量可以满足预测期5-8年的废土泥浆消纳所需。同时，标的公司也在持续积极寻找新的矿坑，已就周边地区部分矿坑达成初步合作意向。标的公司每年都会增加一定金额的资本性支出作为消纳容量的保证。

2、矿坑的可确认的收入总额

矿坑实现的消纳收入受到以下因素影响：

（1）矿坑剩余可消纳容量。

（2）实际消纳渣土结构。矿坑消纳废土、泥浆的单价存在差异，废土、泥浆占用矿坑的容量也存在差异。实际消纳渣土中废土与泥浆的比例会对消纳收入产生影响。

（3）未来消纳废土、泥浆的单价。报告期内，谢村码头的承接单价从2017年10月开始呈上升趋势。未来渣土的消纳价格会对消纳收入产生影响。

目前，标的公司已聘请浙江省测绘大队对上述矿坑容量进行检测，具体测量数据尚未确定。同时，矿坑消纳废土、泥浆的数量，以及今后消纳废土、泥浆的

单价均会对矿坑消纳确认的收入总额产生影响。受矿坑剩余可消纳容量、市场价格及实际消纳渣土结构等未知因素的影响,无法对现有矿坑未来可确认的收入金额进行准确预测。目前标的公司现有矿坑的账面剩余容量可以满足预测期 5-8 年的废土泥浆消纳所需。

二、合同的具体内容,包括但不限于合同的签署方、矿坑的原始权益人、使用期限及价格等核心条款;标的公司拥有的矿坑消纳容量占杭州市整体矿坑可消纳容量的比例;若矿坑的使用期限届满或将其填埋完毕,标的公司拟采取的应对措施,相关情形是否对持续经营或盈利能力产生影响

(一) 标的公司矿坑合同的主要内容

合同名称	矿山名称	签署方	价格	到期日	备注
《关于废弃矿区回填及土地整治综合开发利用之合同书》	东 衡 村 废 弃 矿 山	甲方：德清县洛舍镇东衡村经济合作社； 乙方：杭州绿农环境工程有限公司； 丙方：杭州西南市政工程有限公司； 丁方：德清县洛舍镇人民政府	1、矿山回填项目工程款：乙方按照合同约定完成 1600 亩废弃矿区填埋、土地综合整治并依据复垦标准全部验收完成达标后，甲方分期向乙方支付 8000 万元工程款； 2、矿坑使用费：乙方向甲方支付矿坑使用费 10879.799932 万元，合同签署时，丙方已向甲方支付了矿坑使用费 5350 万元，乙方支付剩余款项 5529.799932 万元；	暂 定 竣 工 日 期：2021 年 12 月 31 日	甲乙双方确认，若东衡村上报的“农村土地综合整治项目”延期，则本工程施工工期相应顺延；若上述期限内，无法完成土地整治的，则工程期限延期至实际土地平整完成。土地整治的完成以达到复垦要求及本合同约定的土地整治要求为标准。
《关于德清县东旆村废弃矿区回填及综合开发合作之合同书》	东 旆 村 废 弃 矿 区	甲方：德清县洛舍镇东旆村经济合作社； 乙方：杭州绿农环境工程有限公司； 丙方（鉴证方）：德清县洛舍镇人民政府	总工程款：1782.064 万元	2020年6月30日	如在结束时间不能完成，乙方应向甲方协商延长施工时间，对未竣工回填部分的废弃矿区，甲方向乙方每年收取 150 元/亩的矿区土地租赁费。对未填埋施工，对已用于其他项目开发的矿洞不再收取费用
《关于德清县洛舍镇东衡村屯山下废弃矿区回填及综合开发合作之合同书》	屯 山 下 废 弃 矿 区	甲方：德清县洛舍镇东衡村经济合作社； 乙方：杭州绿农环境工程有限公司； 丙方（鉴证方）：德清县洛舍镇人民政府	合同总价：1260.614 万元	2021 年 12 月 31 日	如在结束时间不能完成，乙方应向甲方协商延长施工时间，对未竣工回填部分的废弃矿区，甲方向乙方每年收取 150 元/亩的矿区土地租赁费。对未填埋施工，对已用于其他项目开发的矿洞不再收取费用

《合同协议书》、《水口石矿矿坑出租之补充协议》	龙山街道西峰坝水口矿坑	出租人：长兴县龙山街道西峰坝村股份经济合作社； 承包人：杭州铁晟投资有限公司	承包金： 1028 万元	2027年1月20日	如承租方提前完成矿坑填埋，出租方有权提前收回整个出租矿区；如在出租期限内不能完成，则由出租方另行招租，但同等条件下承租方有权优先承租
-------------------------	-------------	---	--------------	------------	--

标的公司租赁东衡村废弃矿山、东塍村废弃矿区、屯山下废弃矿区合同中，均由德清县洛舍镇人民政府作为合同的签署或鉴证方之一，对废弃相应矿区综合开发事项予以确认。

标的公司子公司长兴铁晟租赁龙山街道西峰坝水口矿坑，系参与龙山街道投标中心组织公开招标并成功中标后，取得相关经营权。

（二）杭州市及其周边矿坑情况

由于杭州市没有专门的建筑渣土处置场地，所以大部分渣土都将通过水路、公路等运输方式，运往海宁市、海盐县、湖州市、乌镇等地的绿化回填利用及矿区回填消纳。根据浙江环保新闻网的报道，据不完全统计，各场地可回填消纳量约 10,400 万立方米左右。

目前尚无官方数据统计杭州市及其周边矿坑的容量，无法准确测算标的公司拥有的矿坑消纳容量占杭州市整体矿坑可消纳容量的比例。

（三）标的公司的应对措施

1、应对措施

根据目前标的公司拥有矿坑的账面剩余可消纳容量，尚可使用 5-8 年，短期内不会对标的公司的持续经营和盈利能力产生不利影响。

为了提升中转泊位的使用效率，提高渣土的处置效率，提升标的公司业绩，标的公司近期与四家渣土处置企业签订协议，由这四家渣土处置企业提供船运服务和消纳服务，标的公司按照协议约定支付转运处置费。协议中规定，上述渣土处置企业不得占用标的公司现有矿坑，需要将渣土运往其他消纳场所。

同时，标的公司也在持续积极寻找新的矿坑，已就杭州周边某整治复垦项目达成初步合作意向。

2、风险提示

综上所述，若标的公司现有矿坑使用期限届满或将其填埋完毕，标的公司拟通过寻找其他消纳场所等方式，实现其业务的持续开展。但是，如果标的公司无法持续取得合适的消纳场所，或者取得成本较高，可能会对标的公司的持续经营或盈利能力产生一定的不利影响。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司目前运营的作为消纳场所报告期内每月处理的废土、泥浆数量，

与消纳收入相匹配；

2、如果标的公司无法持续取得合适的消纳场所，或者取得成本较高，可能会对标的公司的持续经营或盈利能力产生一定的不利影响。上市公司已就标的公司未来无法取得合适的消纳场所进行了风险提示。标的公司目前正在持续寻找新的消纳场所，以降低标的公司对现有矿坑的依赖，并增强标的公司业务的持续运营能力。

问题 2、预案显示，标的公司在杭州拱墅区谢村码头拥有整个杭州市最大的渣土中转平台的经营权。请你公司就以下事项进行说明：

(1) 标的公司目前所运营的中转码头的处置容量；报告期内中转码头每月装载的渣土、泥浆数量，中转码头每月接收的车次、装车重量，是否与标的公司营业收入以及矿坑的每月消纳量匹配；

(2) 码头租赁协议的具体内容，包括但不限于协议的签署方、码头的原始权益人、使用期限及价格等核心条款；若中转码头的租赁期限届满，标的公司拟采取的应对措施，相关情形是否对持续经营或盈利能力产生影响。

请独立财务顾问、会计师核查并发表意见。

回复：

一、标的公司目前所运营的中转码头的处置容量；报告期内中转码头每月装载的渣土、泥浆数量，中转码头每月接收的车次、装车重量，是否与标的公司营业收入以及矿坑的每月消纳量匹配

(一) 标的公司中转码头的处置容量

谢村码头共设计有 6 个废土泊位，每个泊位的设计吞吐量为 1.2 万吨/天，每月码头土方的总设计吞吐量为 216 万吨（以每月 30 天计算）；1 个泥浆泊位设计吞吐量为 540 万立方米/年。

(二) 中转码头每月运转情况

谢村码头于 2017 年 10 月份开始正式运营，标的公司的收入在矿坑消纳的基础上增加了码头的渣土中转收入。

报告期内，谢村码头每月装载的废土数量，每月接收的车次、装车重量等数据情况如下：

时间	接收车次	单位装车重量（吨/车）	废土输入量（吨）	废土收入（元）	单价（元/吨）
2017年10月	13,918	31.22	434,531.29	8,220,862.24	18.92
2017年11月	20,596	32.59	671,273.50	12,699,768.94	18.92
2017年12月	25,393	33.93	861,579.39	16,300,150.64	18.92
2018年1月	21,304	36.57	779,085.27	11,846,568.91	15.21
2018年2月	3,861	36.49	140,897.98	2,441,387.78	17.33
2018年3月	27,310	31.30	854,723.46	14,846,001.94	17.37

报告期内，谢村码头每月通过转运的泥浆数量，每月接收的车次、装车方量等数据情况如下：

时间	接收车次	单位装车方量（立方米/车）	装车方量（立方米）	泥浆收入（元）	单价（元/立方米）
2017年10月	1,406	70.35	98,916.00	1,740,853.15	17.60
2017年11月	3,296	74.35	245,050.00	4,353,002.70	17.76
2017年12月	3,818	76.95	293,809.00	5,293,855.86	18.02
2018年1月	4,297	76.73	329,716.00	5,940,828.83	18.02
2018年2月	518	79.36	41,106.50	740,657.66	18.02
2018年3月	4,493	80.36	361,073.50	6,505,828.83	18.02

谢村码头不仅向标的公司自有矿坑提供渣土（废土、泥浆）消纳，也向其他消纳场所运输渣土；同时，标的公司自有矿坑也会消纳其他来源的渣土。码头中转的渣土量与矿坑的消纳量存在一定差异。

标的公司的营业收入包括谢村码头的渣土中转与消纳收入（包括运往自有矿坑和其他消纳场所）和自有矿坑其他来源的消纳收入（不经过谢村码头中转）。谢村码头的中转量与标的公司的营业收入总体匹配。

二、码头租赁协议的具体内容，包括但不限于协议的签署方、码头的原始权益人、使用期限及价格等核心条款；若中转码头的租赁期限届满，标的公司拟采取的应对措施，相关情形是否对持续经营或盈利能力产生影响

（一）标的公司码头租赁协议的主要内容

合同名称	《租赁协议》
签署方	甲方：杭州港航有限公司； 乙方：杭州绿农环境工程有限公司
期限	2016年8月1日至2022年7月31日
价格	第一年（2016年8月1日至2017年7月31日）：租金1000万元； 第二年（2017年8月1日至2018年7月31日）：租金1035万元； 第三年（2018年8月1日至2019年7月31日）：租金1071.225万元； 第四年（2019年8月1日至2020年7月31日）：租金1500万元，另交500万元履约保证金； 第五年（2020年8月1日至2021年7月31日）：租金2070万元； 第六年（2021年8月1日至2022年7月31日）：租金2142.45万元。
优先承租权	租赁期满后，如甲方继续出租，乙方享有同等条件下优先承租权。

标的公司向杭州港航有限公司租赁杭州港谢村作业区内包括码头作业泊位、作业场地设施用于经营码头中转业务。港航有限公司拥有负责港口装卸经营管理的权利，杭州港航有限公司由杭州市港航局批准和绿农环境共同合作对谢村码头的技术改造。

（二）标的公司的应对措施

1、 标的公司的优先承租权

根据标的公司与杭州港航有限公司签订的关于谢村码头的《租赁协议》，租赁期满后，如甲方继续出租，乙方享有同等条件下优先承租权。

2、 标的公司的运营优势

谢村码头是杭州市政府、市渣土管理工作小组重点规划项目，在杭州市城管委、杭州市港航局、杭州市环保局等单位的支持下，标的公司对谢村码头做整体技术升级，改造成为杭州市第一个大型规范化的建筑渣土水路中转作业点。谢村码头不仅是杭州市规模最大的渣土中转码头，其绿色环保理念和综合信息管理平台为其打造了独特的优势。码头港区内的道路、作业区都有水雾喷淋装置，以保证渣土工程车在行驶、卸载过程中减少扬尘；工程车通过水槽清洗后，还要通过车身风干系统，确保车身表面的水风干，不会对道路造成二次污染。整个港区内的雨污水都是通过港区内的地下管道汇聚到沉淀池，通过三级沉淀后，干净的水

循环被使用，沉淀物被抽往泥浆池，做到资源化的再利用。

标的公司对目前谢村码头的渣土运输、处理业务流程进行整合和优化，逐步构建起来的跨部门、专业化、一体化的码头管理信息系统，系统实现与杭州市城管委、市交警部门 and 市港航部门的信息管理平台对接，提供从入场、称重、调度、卸货、计量、追踪等的“一站式”信息化服务，为杭州市城管委、市交警部门 and 市港航部门的执法、统计和可视化监控提供了可靠的信息化平台，严把渣土消纳关，从终端上完善渣土监管过程的最后环节，提升码头管理效率和信息化程度。

租赁期满后，如谢村码头继续出租，标的公司先进的运营经验使其有较大的优势可以续租。

3、风险提示

综上所述，若谢村码头的租赁期限届满，标的公司拟通过续租码头、开发新的中转码头等方式，实现其业务的持续开展。但是，如果出现谢村码头提前被征用、租赁期限届满后无法续租、新码头无法顺利经营等情况，可能会对标的公司的持续经营和盈利能力产生一定的不利影响。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、谢村码头不仅向标的公司自有矿坑提供渣土(废土、泥浆)消纳，也向其他消纳场所运输渣土；同时，标的公司自有矿坑也会消纳其他来源的渣土。码头中转的渣土量与矿坑的消纳量存在一定差异。

标的公司的营业收入包括谢村码头的渣土中转与消纳收入(包括运往自有矿坑和其他消纳场所)和自有矿坑其他来源的消纳收入(不经过谢村码头中转)。谢村码头的中转量与标的公司的营业收入总体匹配。

上市公司已就谢村码头租赁期满后不能续租的风险进行了风险提示。

2、若中转码头的租赁期限届满，有可能会对标的公司的持续经营和盈利能力产生一定的不利影响，标的公司拟通过续租码头、开发新的中转码头等方式，实现其业务的持续开展，以降低对持续经营或盈利能力产生的影响。

问题 3、预案显示，标的公司将谢村码头中转点的渣土运输作业分包给船运公司，由船运公司运输至谢村作业点指定的消纳场地。从德清县或长兴县的码头到矿坑填满实施地点的土石方运输和倾倒则是由当地村镇的工程队承包。请你公司就以下事项进行说明：

(1) 报告期内标的公司在各季度支付给船运公司的费用以及村镇工程队的工程款，量化分析各季度相关支出是否与营业收入、码头中转量、矿坑消纳量匹配；

(2) 标的公司与船运公司及村镇工程队的合作是否稳定，如否，请说明标的公司如何保障运输及后端工程服务的质量及连续性；

(3) 标的公司在后端矿坑填满、土石方运输和倾倒环节是否建立了完善的监督和内部控制制度；报告期内标的公司聘请第三方检测机构对回填土壤做定期检测的频次、覆盖的矿坑面积，相关检测结果是否足以说明矿坑回填作业合规；标的公司在经营过程中是否存在违反行业监管法规的情形。

请独立财务顾问、会计师核查并发表意见。

回复：

一、报告期内标的公司在各季度支付给船运公司的费用以及村镇工程队的工程款，量化分析各季度相关支出是否与营业收入、码头中转量、矿坑消纳量匹配

标的公司支付给船运公司费用主要为渣土由码头运输至消纳场所（矿坑）岸边的船运费，支付给村镇工程队费用主要为将废土从到岸船只转运至消纳场所的所需装卸及运输费用（简称“短驳费”）。

报告期内，标的公司各季度支付给船运公司的船运费、支付给村镇工程队的短驳费具体如下：

时间	船运费（元）	短驳费（元）
2016 年 1-3 月	-	1,466,428.40
2016 年 4-6 月	-	-

2016年7-9月	-	-
2016年10-12月	-	-
2017年1-3月	375,133.31	-
2017年4-6月	1,847,578.34	-
2017年7-9月	866,800.88	-
2017年10-12月	12,577,798.40	3,373,091.26
2018年1-3月	11,637,311.17	741,575.14

（一）船运费分析

2017年1-9月，标的公司在三狮码头进行试运营，发生的船运费为三狮码头运送渣土至消纳场所的费用；2017年10月开始谢村码头正式运营，发生的船运费为谢村码头运送渣土至消纳场所的费用。

2017年1-9月，标的公司在三狮码头试运营的情况具体如下（三狮码头运营的全部为泥浆）：

时间	船运费（元）	三狮码头泥浆方量（立方米）	单位船运费（元/立方米）
2017年1-3月	375,133.31	48,988.00	7.66
2017年4-6月	1,847,578.34	241,207.00	7.66
2017年7-9月	866,800.88	128,221.00	6.76

船运费与三狮码头中转的泥浆方量基本匹配。

2017年10月至2018年3月，谢村码头的渣土中转量及船运费的情况具体如下：

时间	泥浆方量（立方米）	泥浆船运费（元）	单位泥浆船运费（元/立方米）	废土（吨）	废土船运费（元）	单位废土船运费（元/吨）	船运费合计（元）
2017年10-12月	770,721.00	4,576,812.00	5.94	1,856,229.00	8,000,986.40	4.31	12,577,798.40
2018年1-3月	738,063.00	4,399,068.91	5.96	1,474,015.33	7,238,242.26	4.91	11,637,311.17

船运费与谢村码头的渣土中转量基本匹配。

（二）短驳费分析

标的公司发生的短驳费为将废土从到岸船只转运至消纳场所的所需装卸及运输费用。报告期各季度，废土消纳数量及短驳费情况具体如下：

时间	短驳费（元）	废土消纳数量（吨）	单位短驳费（元/吨）
2016年1-3月	1,466,428.40	263,141.00	5.57
2016年4-6月	-	323,188.00	-
2016年7-9月	-	-	-
2016年10-12月	-	-	-
2017年1-3月	-	-	-
2017年4-6月	-	-	-
2017年7-9月	-	-	-
2017年10-12月	3,373,091.26	790,381.00	4.27
2018年1-3月	741,575.14	173,596.00	4.27

2016年，由于泥浆消纳毛利率较高而废土消纳毛利率很低，标的公司的消纳收入绝大多数来自于泥浆，废土消纳数量较少，单位短驳费较高；2017年10月，谢村码头正式运营，标的公司开始提供渣土中转、消纳和回填复耕的综合一体化服务，废土消纳数量有所提高，单位短驳费保持稳定且与消纳数量相匹配。

2016年二季度，废土的短驳费直接由公司客户与卸点人员结算，2016年二季度无短驳费。

二、标的公司与航运公司及村镇工程队的合作是否稳定，如否，请说明标的公司如何保障运输及后端工程服务的质量及连续性

（一）标的公司与航运公司及村镇工程队的合作情况

为标的公司提供航运服务的公司主要有两家，分别为杭州杨帆航运有限公司（以下简称“杨帆航运”）和杭州宇琴达水上运输有限公司，自谢村码头正式建立后一直与标的公司合作稳定。2018年2月，标的公司新增一家航运服务供应商兴化市安航运输有限公司，具体业务于2018年4月开启，目前合作稳定。

为标的公司提供短驳服务和矿坑填埋服务的工程队主要包括德清洛舍东珩填土工程队、德清洛舍康柏填土工程队和德清洛舍会富填土工程队。这三家工程

队属于东衡村洛舍镇当地长期合作的工程施工个体户，合作稳定。

（二）标的公司针对运输及后端工程服务的质量控制措施

标的公司对外包的运输服务有着严格监管要求，并在合作协议里约定，在船运资质、船员信息、运输线路、运输监测和安全措施方面均有规范化要求。标的公司的《业务流程及质量管理》里对消纳业务建立了质控制度，防止偷排偷倒造成二次污染，实现运输过程中的可追溯性。同时标的公司正在参与编写《杭州市建筑垃圾消纳场地设置管理标准》，标的公司拟将其作为企业的业务执行标准，目前初稿完成，由杭州市质量技术监督局进行审核。

三、标的公司在后端矿坑填满、土石方运输和倾倒环节是否建立了完善的监督和内部控制制度；报告期内标的公司聘请第三方检测机构对回填土壤做定期检测的频次、覆盖的矿坑面积，相关检测结果是否足以说明矿坑回填作业合规；标的公司在经营过程中是否存在违反行业监管法规的情形

（一）标的公司在后端矿坑填满、土石方运输和倾倒环节是否建立了完善的监督和内部控制制度

标的公司在执行后端消纳业务环节有着严格的技术要求。德清分公司和铁晟环境分别负责德清和长兴的消纳业务。标的公司在后端矿坑填满、土石方运输和倾倒环节建立了相关的内控制度，详见本问题回复之“二/（二）标的公司针对运输及后端工程服务的质量控制措施”。

标的公司的内控制度对渣土消纳流程、抽检制度、票据制度、车辆船舶管理和车船定位进行了约定，并严格执行。同时，标的公司正在参与编写《杭州市建筑垃圾消纳场地设置管理标准》，标的公司拟将其作为企业的业务执行标准，目前初稿完成，由杭州市质量技术监督局进行审核。

（二）报告期内标的公司聘请第三方检测机构对回填土壤做定期检测的频次、覆盖的矿坑面积，相关检测结果是否足以说明矿坑回填作业合规

标的公司聘请浙江鸿博环境检测有限公司对德清县东衡村废弃矿坑的回填土壤做定期检测，聘请湖州捷信检测有限公司对长兴县西峰坝村的回填土壤做定期检测。2016年7月、8月、10月，标的公司对回填泥浆进行抽样检测，频次

不固定。随着码头的正式运营，标的公司对回填土壤质量的要求不断提高，浙江鸿博环境检测有限公司对东衡村废弃矿区的检测频次为每月 1 次，对谢村码头的转运渣土的检测频次为每 2 个月 1 次；湖州捷信检测有限公司对水口石矿的检测频次为每月至少 1 次。标的公司按月对码头和消纳地的土壤进行少量抽样检测，不以矿坑占地面积为检测基础。

自 2017 年至今，环境检测机构每月定期抽样检测，检测样品来源于谢村码头和消纳点，检测结果符合《土壤环境质量标准 GB15618-1995》和《地表水环境质量标准 GB3838-2002》对土壤和水体的质量标准。

（三）标的公司在经营过程中是否存在违反行业监管法规的情形

标的公司在经营过程中符合相关监管部门的规定标准，报告期内不存在重大违法违规情形。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、报告期内，标的公司的各季度相关支出与营业收入、码头中转量和矿坑消纳量总体匹配。

2、标的公司的与船运公司合作稳定，合作协议中对船运资质、船运的运行有着严格的要求，建立了相关监督制度。标的公司与自有消纳矿坑的工程队合作稳定，建立了相对全面的质控制度。

3、标的公司在后端消纳环节建立了较为完善的监督和内控制度；报告期内标的公司按照规定对回填土壤做定期检测，检测结果符合环保规定；标的公司在经营过程中符合相关监管部门的规定标准，报告期内不存在重大违法违规违反行业监管法规的情形。

二、关于标的公司财务情况

问题 1、预案显示，标的公司在德清县与长兴县有多个矿坑的使用空间，不仅可以为建筑垃圾的消纳提供场所，还可以完成当地复耕复垦的回填工程，获取政府补贴。请你公司就以下事项进行说明：

(1) 标的公司近年来获取的政府补贴金额，若暂未获取，请说明预计可获取的政府补贴金额以及测算依据；

(2) 标的公司目前已完成的复耕复垦工作是否符合政策要求。

请独立财务顾问、会计师核查并发表意见。

回复：

一、标的公司近年来获取的政府补贴金额，若暂未获取，请说明预计可获取的政府补贴金额以及测算依据

(一) 标的公司已获得的政府补贴

截至本核查意见出具之日，标的公司尚未取得与矿坑复耕复垦相关的政府补贴。

(二) 标的公司预计可获得的政府补贴

标的公司各个矿坑合同关于政府补贴相关的条款如下：

合同名称	矿山名称	签署方	补贴相关条款
《关于废弃矿区回填及土地整治综合开发利用之合同书》	东衡村废弃矿山	甲方：德清县洛舍镇东衡村经济合作社； 乙方：杭州绿农环境工程有限公司； 丙方：杭州西南市政工程有限公司； 丁方：德清县洛舍镇人民政府	对于东衡村废弃矿山 1600 亩区域范围，乙方如按国土部门土地复垦验收标准完成复垦的，若基于乙方的土地整治工作，甲方就该等废弃矿区的复耕复垦工作自上级政府及主管部门取得超额补贴（超出 10 万元/亩的补贴额即视为超额补贴），甲方同意按照超出部分的 70%向乙方支付土地综合整治奖励费用。
《关于德清县东旌村废弃矿区回填及综合开发合作之合同书》	东旌村废弃矿区	甲方：德清县洛舍镇东衡村经济合作社； 乙方：杭州绿农环境工程有限公司； 丙方（鉴证方）：德清县洛舍镇人民政府	回填工程完成后，乙方继续负责东旌村废弃矿区土地的复耕复垦工作。对于东旌村废弃矿区 259.98 亩区域范围，乙方如按国土部门土地复垦验收标准完成复垦，对于该废弃矿区中属甲方权属 171.78 亩土地综合整治的相关政府补贴及税收优惠，乙方分享 50%，甲方分享 50%。
《关于德清县洛舍镇东衡村屯山下废弃矿区回填及综合开发合作之合同书》	屯山下废弃矿区	甲方：德清县洛舍镇东衡村经济合作社； 乙方：杭州绿农环境工程有限公司； 丙方（鉴证方）：德清县洛舍镇人民政府	回填工程完成后，乙方继续负责屯山下废弃矿山土地的复耕复垦工作。对于屯山下废弃矿区 238.4 万立方米区域范围，乙方如按国土部门土地复垦验收标准完成平整复垦的，对于该废弃矿区土地综合整治的相关政府补贴，考虑到本矿区为三村所有（东衡村、三家村、城北村），对于政府补贴，东衡村保证本村面积乙方分享 50%，甲方分享 50%，其他村由乙方自行协商。
《合同协议书》、《水口石矿矿坑出租之补充协议》	龙山街道西峰坝水口矿坑	出租人：长兴县龙山街道西峰坝村股份经济合作社； 承包人：杭州铁晟投资有限公司	无

根据标的公司与德清县洛舍镇东衡村经济合作社签订的相关合同，标的公司在回填工程、复耕复垦工作完成，验收合格且东衡村获得政府补贴后，按照一定比例享有土地综合整治奖励费用。鉴于目前复耕复垦工作尚未完成，东衡村获得政府补贴的金额及时间均存在不确定性，因此暂无法测算标的公司预计将获得政府补贴的具体金额。

（三）本次交易估值未考虑政府补贴的影响

考虑到标的公司取得政府补贴的时间及金额均存在较大不确定性，本次估值未考虑政府补贴的影响。

二、标的公司目前已完成的复耕复垦工作是否符合政策要求

根据德清县洛舍镇东衡村股份经济合作社出具的《关于东衡村已验收复垦土地符合标准的说明》，目前德清县洛舍镇东衡村政府已经验收局部试验性复垦土地，复垦土地符合国土资源部的土地复垦验收标准，符合环保要求，符合因地制宜的整治原则，地貌改造符合东衡村现有地质地貌的基本格局，满足复耕复垦和土地综合整治要求。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、目前复耕复垦工作尚未完成，东衡村获得政府补贴的金额及时间均存在不确定性，暂无法测算标的公司预计将获得政府补贴的具体金额，本次估值未考虑政府补贴的影响。

2、标的公司完成了部分试验性复耕复垦工作，根据当地政府出具的说明，标的公司的复耕复垦工作满足当地对于复耕复垦和土地综合整治的要求。

问题 2、预案显示，标的公司报告期主要营业收入来源于谢村码头的中转服务和矿坑消纳服务。请你公司就以下事项进行说明：

（1）报告期内标的公司各项服务的收入、毛利率、净利率、各项服务的前五大客户名称及对应的销售金额、应收账款、前五大供应商名称及对应的采购金额、应付账款，是否存在关联交易行为；标的公司毛利率及净利率与同行业

公司比较是否存在明显差异，若存在，请说明原因及合理性；

(2) 标的公司各项服务确认收入的时点，报告期内是否存在提前、延后确认收入或收入跨期的情形，各项服务所确认的收入与成本、费用是否匹配；

(3) 标的公司是否存在较多的现金收付情况，如存在，请说明现金收付占整体销售额、采购额的比例，你公司对涉及现金收付交易的真实性、完整性采取的核查措施；

(4) 标的公司对渣土泥浆的收集是否有稳定来源或市场渠道，如否，请说明如何维持营收的增长；请披露近两年及一期规模以上客户（按年处置吨数为口径）的销售收入占总收入的比重；标的公司与主要客户是否签署了长期合作合同（如每年最低处置量），若有，请披露合同主要内容。

请独立财务顾问、会计师核查并发表意见。

回复：

一、报告期内标的公司各项服务的收入、毛利率、净利率、各项服务的前五大客户名称及对应的销售金额、应收账款、前五大供应商名称及对应的采购金额、应付账款，是否存在关联交易行为；标的公司毛利率及净利率与同行业公司比较是否存在明显差异，若存在，请说明原因及合理性；

（一）标的公司营业收入情况

报告期内，标的公司的营业收入情况具体如下：

单位：万元

项目	2018年1-3月			2017年度			2016年度		
	收入	成本	毛利率(%)	收入	成本	毛利率(%)	收入	成本	毛利率(%)
泥浆消纳	760.88	299.85	60.59	4,080.54	1,178.54	71.12	4,179.67	1,442.87	65.48
废土消纳	138.28	103.99	24.80	629.60	483.55	23.20	246.87	238.59	3.35
泥浆中转	1,158.66	897.05	22.58	1,739.15	1,172.16	32.60	-	-	-
废土中转	2,775.11	1,768.78	36.26	3,092.48	2,864.98	7.36	-	-	-

合计	4,832.93	3,069.67	36.48	9,541.77	5,699.22	40.27	4,426.54	1,681.46	62.01
净利率	16.76%			17.07%			33.74%		

标的公司毛利率变动原因详见“二、关于标的公司财务情况”之“问题3”第（2）问的相关回复。

（二）标的公司主要客户

2017年10月之前，标的公司的收入主要来源于泥浆消纳，客户多为个人承包的码头；2017年10月，谢村码头正式运营，标的公司开始提供渣土中转、消纳和回填复耕的综合一体化服务，公司客户基本为来自于杭州市内的具有资质的建设单位。

报告期内，标的公司泥浆收入的前五大客户情况如下：

2018年1-3月				
序号	客户名称	收入（万元）	泥浆收入占比（%）	应收账款（万元）
1	杭州陆辉市政工程有限公司	457.93	23.86	254.70
2	中康建设管理股份有限公司	426.14	22.20	555.43
3	杭州万博汽车运输有限公司	144.09	7.51	-
4	杭州宇丰运输有限公司	124.83	6.50	80.66
5	杭州金潞市政工程有限公司	114.86	5.98	51.92
合计		1,267.84	66.05	942.71
2017年度				
序号	客户名称	收入（万元）	泥浆收入占比（%）	应收账款（万元）
1	中康建设管理股份有限公司	950.28	16.33	297.72
2	路河码头1	846.36	14.54	25.84
3	杭州陆辉市政工程有限公司	837.84	14.40	453.50
4	希望饲料码头	606.48	10.42	86.33
5	杭州三师环境工程有限公司	517.46	8.89	83.72
合计		3,758.42	64.58	947.10
2016年度				

序号	客户名称	收入（万元）	泥浆收入占比（%）	应收账款（万元）
1	希望饲料码头	1,540.79	36.86	526.07
2	路河码头 1	762.81	18.25	45.59
3	水相码头	648.61	15.52	506.92
4	三家村码头	444.98	10.65	226.64
5	良渚码头	242.22	5.80	-
合计		3,639.39	87.07	1,305.20

报告期内，标的公司废土收入的前五大客户情况如下：

2018年1-3月				
序号	客户名称	收入（万元）	废土收入占比（%）	应收账款（万元）
1	深川控股集团有限公司	407.73	13.99	337.91
2	浙江立方建设有限公司	348.46	11.96	232.34
3	杭州泰硕市政工程有限公司	311.03	10.68	-
4	杭州晨锦建设有限公司	265.94	9.13	203.19
5	浙江广新建设有限公司	260.23	8.93	176.24
合计		1,593.39	54.69	949.68
2017年度				
序号	客户名称	收入（万元）	废土收入占比（%）	应收账款（万元）
1	杭州林兴市政工程有限公司	694.16	18.65	492.56
2	浙江广新建设有限公司	679.62	18.26	609.86
3	杭州熙宸市政工程有限公司	524.45	14.09	300.00
4	杭州泰硕市政工程有限公司	472.33	12.69	28.44
5	杭州晨锦建设有限公司	422.41	11.35	233.28
合计		2,792.96	75.04	1,664.13
2016年度				
序号	客户名称	收入（万元）	废土收入占比（%）	应收账款（万元）
1	路河码头 1	107.86	43.69	-
2	路河码头 2	68.46	27.73	2.13
3	张兴兴码头	54.15	21.93	-

4	魏国华码头	15.56	6.30	-
5	曹振华码头	0.85	0.34	-
合计		246.87	100.00	2.13

其中，杭州三师环境工程有限公司（以下简称“三师环境”）为兴源环境的子公司，杭州三师环境工程有限公司为标的公司的关联方。除此之外，前述客户中无标的公司的关联方。

2017年1-9月，标的公司在三狮码头试运营；2017年10月后，三师环境与标的公司存在泥浆消纳业务，该项消纳业务价格与其他客户的价格不存在明显差异。

标的公司采用预售票据（标的公司以该票据为凭证向客户提供中转、消纳服务）的形式与客户结算，但其在2017年12月31日、2018年3月31日均形成了较大规模的应收账款，主要原因系：2017年10月，谢村码头正式运营，为快速拓展业务，标的公司给予了客户较为宽松的信用政策，形成了一定规模的应收账款。目前，标的公司正逐渐清理已有的应收账款，并计划与工商银行、支付宝进行合作，采用电子化的支付方式，运输车辆过磅称重即付款，之后标的公司应收账款余额情况将得到改善。

（三）标的公司主要供应商

报告期内，标的公司的前五大供应商情况如下：

2018年1-3月			
序号	客户名称	采购金额（万元）	应付账款（万元）
1	杭州杨帆航运有限公司	723.82	204.92
2	杭州宇琴达水上运输有限公司	439.91	764.53
3	杭州港航有限公司	245.24	-
4	德清洛舍东珩填土工程队	173.42	187.30
5	琴仙填土工程队	136.58	86.58
2017年度			
序号	客户名称	采购金额（万元）	应付账款（万元）

1	杭州力德仕工程机械有限公司	1,085.47	309.42
2	长兴县人民政府龙山街道办事处农村集体三资管理服务中心	1,028.00	4.52
3	杭州港航有限公司	992.06	410.71
4	杭州宇琴达水上运输有限公司	457.68	457.68
5	德清洛舍东珩填土工程队	422.28	329.01
2016 年度			
序号	客户名称	采购金额（万元）	应付账款（万元）
1	杭州港航有限公司	416.67	416.67
2	德清洛舍镇东横村经济合作社	1,211.07	-
3	沈建祥	79.63	-
4	胡绍良	67.01	-
5	宁波波导中威汽车销售有限公司	9.91	-

其中，杨帆航运在 2018 年 1 月前为标的公司子公司，2018 年 1 月 22 日转让给关联方孟利泳，成为标的公司的关联企业。除此之外，前述供应商中无标的公司的关联方。

杨帆航运向标的公司提供渣土的船运服务，2018 年 1-3 月的情况具体如下：

时间	船数	废土（吨）	金额（元）
2018 年 1 月	1,110.00	566,657.00	2,706,053.34
2018 年 2 月	225.00	116,973.00	546,686.85
2018 年 3 月	1,549.00	790,385.33	3,985,502.07

（四）同行业业绩比较

目前，尚无与标的公司业务相同或相近、规模相当的上市公司，新三板企业许昌金科资源再生股份有限公司（以下简称“金科资源”）（835476.0C）与标的公司的业务比较相似。

2016 年、2017 年，标的公司与金科资源的综合毛利率、净利率情况具体如下：

公司	2017 年度	2016 年度
----	---------	---------

	综合毛利率 (%)	净利率 (%)	综合毛利率 (%)	净利率 (%)
金科资源	36.72	16.39	38.15	9.02
标的公司	40.27	17.07	62.01	33.74

注：表中所列金科资源的相关数据来源于其披露的 2016 年年报和 2017 年年报。

金科资源主要从事建筑垃圾的收集、运输、处置、研发及再生产品的生产和销售，其收入一部分来源于建筑垃圾的收集运输服务，另一部分来源于建筑垃圾再生产品。金科资源的业务构成与标的公司存在一定差异，毛利率、净利率也存在差异。

二、标的公司各项服务确认收入的时点，报告期内是否存在提前、延后确认收入或收入跨期的情形，各项服务所确认的收入与成本、费用是否匹配

消纳业务的收入确认：标的公司向客户销售一式三联的消纳单据，第一联系存根联；第二联系结算联；第三联系运输联。标的公司通过结算联与客户进行结算，取得客户签字确认的结算单后确认收入。

中转业务的收入确认：标的公司向客户销售一式两联的单据，第一联系存根联；第二联系结算联。结算联随车队交与码头工作人员，标的公司通过结算联与客户结算，取得客户签字确认的结算单后确认收入。

标的公司与供应商的日常结算单据主要系废土（泥浆）消纳单，公司将整本连号消纳单交予码头使用；该单据一式三联，第一联系存根联；第二联系结算联；第三联系运输联。标的公司通过结算联与卸点结算消纳费与短驳费，通过运输联与船户结算船运费。人员工资、码头租金等成本按月进行结算。

报告期内，标的公司不存在提前、延后确认收入或收入跨期的情形，各项服务所确认的收入与成本、费用相匹配。

三、标的公司是否存在较多的现金收付情况，如存在，请说明现金收付占整体销售额、采购额的比例，你公司对涉及现金收付交易的真实性、完整性采取的核查措施

（一）标的公司的现金收付情况

2016 年，标的公司存在 45 万元现金收款情况，占当年营业收入的比例为

1.02%。除此之外，标的公司报告期内不存在其他现金收付情况。

标的公司部分客户不要求提供发票，对于该部分收入，公司按要求进行增值税（“营改增”之后）与所得税的纳税申报。报告期内，标的公司无票收入情况具体如下：

项目	2018年1-3月	2017年度	2016年度
无票收入（万元）	92.16	2,279.53	4,098.43
营业收入（万元）	4,832.93	9,541.77	4,426.54
占比（%）	1.91	23.89	92.59

2016年，标的公司主要经营泥浆的消纳业务，客户多为个人，无票收入占比较高。2017年度以来，标的公司运营逐步规范，增加码头中转业务后，客户主要为建设单位，无票收入的占比逐步降低。2018年1-3月，标的公司仅有来源于零星个人客户的无票收入。

（二）标的公司的内控制度

为了规范公司的财务及资金管理，标的公司制定了《资金管理制度》、《银行承兑汇票管理办法》等相关财务制度，明确规定“针对个人客户这类情况，收入结算签字确认后，我公司财务按月纳税申报（做无票收入填列），客户方以现金缴存单方式或银行转账方式支付对应的应收账款，严格按国家现金管理条例执行，不接受现金支付方式。”

（三）核查措施

报告期内，标的公司的客户部分为个人，习惯以现金方式进行结算。公司严格执行相关制度，所有现金均要求以现金缴存的方式存入公司账户。标的公司不存在现金收付的情况。

关于标的公司现金收付的核查措施包括：

1、访谈公司财务人员、业务人员关于现金收款的金额、内部管理制度、岗位职责分工、现金收入入账情况、现金缴存、库存现金限额实际执行情况等；

2、查阅公司现金管理的相关管理制度及内部控制制度；

3、查阅消纳单据、银行日记账、现金日记账、收入明细表、合同等，核对现金缴存与相关收入的匹配性。

四、标的公司对渣土泥浆的收集是否有稳定来源或市场渠道，如否，请说明如何维持营收的增长；请披露近两年及一期规模以上客户（按年处置吨数为口径）的销售收入占总收入的比重；标的公司与主要客户是否签署了长期合作合同（如每年最低处置量），若有，请披露合同主要内容

（一）标的公司的盈利模式

2017年10月之前，标的公司的收入主要来源于泥浆消纳；2017年10月，谢村码头正式运营，标的公司开始提供渣土中转、消纳和回填复耕的综合一体化服务，公司客户基本为来自于杭州市内的具有资质的建设单位。

随着城市化建设加快，近年产生的建筑垃圾呈现逐年增多的趋势。根据浙江环保新闻网的报道，杭州一年所产生的建筑渣土大约有4000万吨。大部分渣土都将通过水路、公路等运输方式，运往海宁市、海盐县、湖州市、乌镇等地的绿化回填利用及矿区回填消纳。水路运输渣土是成本较低的一种建筑垃圾处理方式，也可减少渣土车辆在市内行驶造成的扬尘污染和安全事故。谢村码头为杭州市规模最大，规范性最高的渣土中转码头。

因此从市场选择的角度和政府环保要求的角度，标的公司的中转和消纳的业务有着巨大的市场空间，市场处于供不应求的状态，标的公司可以择优选择资质完整且运营规范的建设单位，且具有一定的议价权。标的公司对渣土泥浆的收集具有稳定来源或市场渠道。

（二）标的公司的客户情况

标的公司近两年及一期泥浆与废土业务前五大客户的销售收入占总收入的比重详见本核查意见之“二、关于标的公司的财务情况”第2题第（1）问的回复。

（三）标的公司的合同情况

标的公司未与主要客户签署长期合作合同，主要原因为：标的公司与客户签

署合同主要基于各个工地的开工情况，通常只在合同中约定单价，实际渣土处置量以实际情况为准；标的公司对客户具有一定的议价权，如果签署长期合同，将会对公司的未来收入产生一定影响；标的公司拟逐步将客户向前端进一步延伸，与客户签署长期合作合同不利于标的公司拓展客户。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、报告期内，标的公司与同行业公司金科资源相比，综合毛利率及净利率存在一定差异，主要原因系金科资源要从事建筑垃圾的收集、运输、处置、研发及再生产品的生产和销售，其收入一部分来源于建筑垃圾的收集运输服务，另一部分来源于建筑垃圾再生产品。金科资源的业务构成与标的公司存在一定差异。

2、目前未发现标的公司在报告期内存在提前、延后确认收入或收入跨期的情形，各项服务所确认的收入与成本、费用总体匹配。

3、标的公司 2016 年存在小额现金收付情况；报告期内存在无票收入的情况。

4、报告期内，标的公司对渣土泥浆的收集具有稳定来源或市场渠道；标的公司与主要客户未签署长期合作合同。

问题 3、预案显示，标的公司 2016 年、2017 年及 2018 年第一季度分别实现营业收入 4,426.54 万元、9,541.77 万元、4,832.93 万元；实现净利润 1,493.41、1,628.86 万元、810.04 万元；实现经营活动产生的现金流量净额 1,294.32 万元、3,022.89 万元、270.94 万元；实现毛利率分别为 52.01%、40.27%、36.48%；实现净利率分别为 33.74%、17.07%、16.76%。请你公司就以下事项进行说明：

(1) 结合标的公司 2016 年及 2017 年的矿坑消纳量、单位消纳价格、码头中转量、单位中转价格的变化，说明 2017 年标的公司收入大幅增长的原因，是否具备可持续性；

(2) 报告期内标的公司毛利率及净利率持续下滑的原因，是否存在继续下滑的可能性；标的公司经营活动现金流与营业收入及净利润是否匹配，2018 年

第一季度经营活动现金流净额占营业收入比例大幅下滑的原因；

(3) 标的公司毛利率、净利率是否与同行业公司存在明显差异，如是，请结合标的公司竞争优势、业务构成等因素说明原因及合理性；报告期内标的公司不同业务的成本结构，说明是否存在通过第三方转移成本的情形。

请独立财务顾问、会计师核查并发表意见。

回复：

一、结合标的公司 2016 年及 2017 年的矿坑消纳量、单位消纳价格、码头中转量、单位中转价格的变化，说明 2017 年标的公司收入大幅增长的原因，是否具备可持续性

标的公司报告期内营业收入的具体情况如下：

项目	2018 年 1-3 月			2017 年度			2016 年度		
	收入	成本	毛利率 (%)	收入	成本	毛利率 (%)	收入	成本	毛利率 (%)
泥浆消纳	760.88	299.85	60.59	4,080.54	1,178.54	71.12	4,179.67	1,442.87	65.48
废土消纳	138.28	103.99	24.80	629.60	483.55	23.20	246.87	238.59	3.35
泥浆中转	1,158.66	897.05	22.58	1,739.15	1,172.16	32.60	-	-	-
废土中转	2,775.11	1,768.78	36.26	3,092.48	2,864.98	7.36	-	-	-
合计	4,832.93	3,069.67	36.48	9,541.77	5,699.22	40.27	4,426.54	1,681.46	62.01

2017 年，标的公司实现营业收入 9,541.77 万元，较 2016 年增长 115.56%，主要原因系：2016 年标的公司的主要业务为渣土的消纳业务；2017 年 10 月，谢村码头正式投入使用，标的公司开始提供城市建设工程产生的建筑渣土的中转、消纳和回填复耕的综合一体化服务，主营业务收入增加了建筑渣土的码头中转业务收入。2017 年，标的公司的消纳收入 4,710.14 万元，较 2016 年增长 283.60 万元，2017 年收入的大幅增长主要来源于码头中转收入。2017 年 10 月以来，标的公司的运营模式逐步成熟，其经营状况保持良好增长态势，结合当前整体稳定的市场环境，标的公司的收入增长具有一定的可持续性。

二、报告期内标的公司毛利率及净利率持续下滑的原因，是否存在继续下滑的可能性；标的公司经营活动现金流与营业收入及净利润是否匹配，2018 年第一季度经营活动现金流净额占营业收入比例大幅下滑的原因

(一) 报告期内标的公司毛利率及净利率持续下滑的原因

1、报告期内标的公司营业收入变动情况

2016 年，标的公司的主要业务为渣土的消纳业务；2017 年 10 月，谢村码头正式投入使用，标的公司主营业务收入增加了建筑渣土的码头中转业务收入，收入大幅增长，具体分析详见本题第（1）问相关回复。

2、报告期内标的公司营业成本变动情况

2016 年，标的公司营业成本为渣土消纳业务的成本，主要包括矿坑摊销、短驳费、人工等；2017 年 10 月，谢村码头正式投入使用后，标的公司营业成本增加了中转业务的相关成本，包括码头租金、装卸费、船运费、消纳费等。标的公司营业成本明细详见本题第（3）问相关回复。2017 年，标的公司营业成本 5,699.22 万元，较 2016 年增长 238.94%，营业成本增幅大于营业收入。

3、报告期内标的公司毛利率、净利率变动情况

2016 年标的公司的主要业务为渣土的消纳业务；由于单纯的废土消纳业务毛利率极低，标的公司的消纳业务以泥浆为主。报告期内，公司泥浆消纳业务的毛利率主要受单价变动影响。

2017 年 10 月，谢村码头正式投入使用，标的公司开始提供城市建设工程产生的建筑渣土的中转、消纳和回填复耕的综合一体化服务，主营业务收入增加了建筑渣土的码头中转业务收入。标的公司的中转收入为公司收入总额扣除消纳收入后的余额；中转成本为公司成本总额扣除消纳成本后的余额，包含了船运费、装卸费、码头租金、运往其他消纳场所的消纳费等，其中码头租金为固定成本且在成本中占比较高。

2017 年，标的公司的废土中转业务运营 3 个月，但需承担全年码头租金；2018 年 1-3 月，公司废土中转业务仅承担 3 个月的码头租金，因此毛利率大幅

提高。

报告期内标的公司毛利率、净利率的变动主要受业务构成变动的影

响。标的公司的固定成本金额较大，如果今后能够实现收入规模大幅上涨，成本相对保持稳定，标的公司的整体毛利率会受到规模效应的影响而有所提高。2022年亚运会的召开可能带来的停工影响，届时标的公司的营业收入会出现一定幅度的下降，固定成本占整体成本比例相应增大，整体毛利率会有所下降。

（二）报告期内标的公司经营活动现金流量情况

报告期内，标的公司经营活动现金流净额占营业收入的情况具体如下：

项目	2018年1-3月	2017年度	2016年度
经营活动产生的现金流量净额(万元)	270.94	3,022.89	1,294.32
营业收入(万元)	4,832.93	9,541.77	4,426.54
经营活动产生的现金流量净额/营业收入(%)	5.61	31.68	29.24
净利润(万元)	810.04	1,628.86	1,493.41
经营活动产生的现金流量净额/净利润(%)	33.45	185.58	86.67

2016年度、2017年度标的公司经营活动现金流与营业收入基本匹配。因为2017年度标的公司净利率较2016年度有所下降，所以2017年度公司经营活动现金流占净利润的比例与2016年度相比较

高。2018年一季度标的公司经营活动现金流与营业收入的比例大幅下降，主要原因

为：1、2018年一季度购买商品、接受劳务支付的现金中相当一部分为支付2017年度购买商品金额，因此现金流出较多，具体如下所示：

项目	2018年1-3月	2017年度	2016年度
购买商品、接受劳务支付的现金(万元)	4,262.11	3,641.49	662.58
营业成本(万元)	3,069.67	5,699.22	1,681.46
占比(%)	1.39	0.64	0.39

2、2018 年一季度，标的公司支付的税费中包含了支付 2017 年度所得税金额 402.14 万元。

三、标的公司毛利率、净利率是否与同行业公司存在明显差异，如是，请结合标的公司竞争优势、业务构成等因素说明原因及合理性；报告期内标的公司不同业务的成本结构，说明是否存在通过第三方转移成本的情形。

（一）同行业业绩比较

目前，尚无与标的公司业务相同或相近、规模相当的上市公司，新三板企业金科资源（835476.00）与标的公司的业务比较相似。

2016 年、2017 年，标的公司与金科资源的综合毛利率、净利率情况具体如下：

公司	2017 年度		2016 年度	
	综合毛利率 (%)	净利率 (%)	综合毛利率 (%)	净利率 (%)
金科资源	36.72	16.39	38.15	9.02
标的公司	40.27	17.07	62.01	33.74

金科资源主要从事建筑垃圾的收集、运输、处置、研发及再生产品的生产和销售，其收入一部分来源于建筑垃圾的收集运输服务，另一部分来源于建筑垃圾再生产品。金科资源的业务构成与标的公司存在一定差异，因此毛利率、净利率也存在差异。

（二）报告期内标的公司成本结构

报告期内标的公司不同业务的成本结构具体如下：

单位：万元

项目	2018 年 1-3 月		2017 年度		2016 年度	
	消纳	中转	消纳	中转	消纳	中转
矿坑摊销	196.53	-	643.04	-	516.41	-
短驳费	74.16	-	337.31	-	146.64	-
码头租金	-	246.43	-	994.05	416.67	-

项目	2018年1-3月		2017年度		2016年度	
	消纳	中转	消纳	中转	消纳	中转
人工等其他费用	95.77	95.33	576.72	314.81	601.74	-
水电、河道清淤等	37.38	-	105.01	-	-	-
装卸成本	-	318.52	-	300.94	-	-
船运费	-	996.54	-	1,532.90	-	-
消纳费	-	1,009.01	-	894.44	-	-
合计	403.84	2,665.83	1,662.08	4,037.14	1,681.46	-

标的公司于2016年6月签订码头租赁协议，2016年8月为租赁期起始日，由于码头具有建设期，2017年10月才开始正式运营。2016年，标的公司无中转业务，码头租金计入消纳成本。

报告期内，标的公司的业务由消纳业务延伸至码头中转业务，成本结构发生了变化，不存在通过第三方转移成本的情形。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、2017年标的公司收入大幅增长主要来源于码头中转收入，2017年10月以来，标的公司的运营模式逐步成熟，其经营状况保持良好增长态势，结合当前整体稳定的市场环境，标的公司的收入增长具有一定的可持续性。

2、报告期内标的毛利率的变动主要受业务构成变动的影响；标的公司经营现金流与营业收入及净利润总体匹配；

3、标的公司与同行业公司金科资源相比，综合毛利率及净利率存在一定差异，主要原因系标的公司的业务模式与收入结构不同所致。

报告期内，标的公司的业务由消纳业务延伸至码头中转业务，成本结构发生了变化，未发现通过第三方转移成本的情形。

问题4、请财务顾问、会计师就标的公司业务经营及财务业绩的真实性、现金交易的内部控制及财务核算合规性等进行核查，并补充披露核查具体过程、

方法、覆盖范围、核查结论等。

回复：

一、核查具体过程、方法、覆盖范围

标的公司主要从事固体废弃物中的建筑垃圾的末端处置和资源化利用业务。依据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》，标的公司所处行业归属于“N 水利、环境和公共设施管理业”下的“生态保护和环境治理业”（N77）。标的公司主要提供城市建设工程产生的建筑渣土的中转、消纳和回填复耕的综合一体化服务，系统解决地下建筑垃圾的综合利用，同时积极研发地上建筑垃圾的分类处理技术和再生资源利用，报告期内的主要营业收入来源于谢村码头的中转服务和矿坑消纳服务。财务顾问、会计师等中介机构根据标的公司所属行业的行业特点，对其业务经营及财务业绩主要执行了以下核查程序：

(1) 检查收入成本相关的合同、协议，了解标的公司的业务性质，确认其收入成本确认原则是否符合企业会计准则的相关规定。

(2) 对收入、成本执行了穿行测试，以确认收入成本的真实性及准确确认。

(3) 对标的公司报告期内的主要客户与供应商进行函证，函证比例均覆盖 80%以上。

(4) 检查报告期内与客户、供应商之间的收付款情况，以确认其收入成本的真实性及准确性。

(5) 检查期后回款及期后付款情况，以确认其收入成本的真实性及准确性。

(6) 对主要客户、供应商进行了访谈。

(7) 会计师对标的公司发生额大于 5 万元的资金流水的与银行对账单进行双向核对；独立财务顾问抽查了所有金额大于 30 万元的银行存款凭证；抽查所有金额大于 10 万的现金凭证样本。全面核查银行票据。

(8) 要求标的公司聘请专业检测机构对现有矿坑容量进行检测。截至本核查意见出具之日，浙江省测绘大队已提供检测的初步数据，正式检测报告尚未出具，各方中介机构将根据矿坑的正式报告进行进一步核查。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

报告期内，标的公司矿坑摊销结转成本的准确性尚需根据矿坑的正式报告进行进一步核查。除该事项外，标的公司业务经营及财务业绩真实、现金交易的内部控制及财务核算合规。

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

（一）报告期内，标的公司历次股权转让及增资的作价情况

报告期内，标的公司历次股权转让及增资的作价主要如下：

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。

3、西南市政全称“杭州西南市政工程有限公司”，简称“西南市政”。

（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，标的公司的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作价的作价系上市公司与交易对方以标的公司的预估值为基础，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

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。根据独立财务顾问对相关人员的访谈、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。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司历次股权转让及增资作价与本次差异基于标的公司的经营情况及交易各方对标的公司的价值判断，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。

2、标的公司的历次股权转让未发现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

(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，长兴龙鑫日盛投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“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 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

(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%的股权转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%的股权转让给上市公司。

（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，并结合对工商档案的查询，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。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、龙鑫日盛和兴源聚金之间的股权转让正在进行中，如未能转让成功，本次方案会进行及时调整，以避免影响本次重组方案的实施。

2、龙鑫日盛的现有合伙人与参与本次交易的其他主体之间无关联关系，龙鑫日盛的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、龙鑫日盛入股标的公司的价格与本次交易作价的差异考虑了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，上述股权转让具有一定的商业合理性。

问题 3、预案显示，兴源聚金有限合伙企业持有标的公司 55%的股权，你公司作为兴源聚金原始出资人，在兴源聚金中持有的份额从 83.19%下降至 1.875%。而本次交易你公司又以作价 12 亿元收购标的公司。请你公司就以下事项进行说明：

(1) 你公司在兴源聚金中持有的份额持续下降的原因及必要性，是否存在间接转让标的公司股权的行为；对比你公司转让兴源聚金份额的作价与本次交易作价的差异，说明你公司以 12 亿元作价收购标的公司的原因，是否存在低卖高卖，是否损害上市公司利益；

(2) 本次交易完成后，你公司是否确认投资收益，如是，请说明确认投资收益的金额及相应的会计处理。请独立财务顾问、会计师、评估师核查并发表意见。

回复：

一、兴源环境在兴源聚金中的份额持续下降的原因及必要性

（一）兴源聚金于 2016 年 12 月增资

2016 年 12 月 27 日，兴源聚金召开了合伙人会议，一致同意中铁信托有限责任公司入伙，兴源聚金的出资额增加 13,990 万元。

在上述增资完成后，兴源环境对兴源聚金的出资份额未发生变化，但出资比例由 83.19%下降至 25%。

兴源环境在兴源聚金的出资比例下降的原因系兴源聚金引入新的合伙人，并增加注册资本所致。

（二）2017 年，兴源环境将其持有的兴源聚金的部分份额转让给齐乾投资

2017 年 6 月，兴源聚金召开合伙人会议，同意兴源环境将其对兴源聚金的 4625 万元出资额转让给浙江齐乾投资管理有限公司。上述转让完成后，兴源环境对兴源聚金的出资额由 5000 万元下降至 375 万元，出资比例由 25%下降至 1.875%。

兴源环境决定转让兴源聚金合伙份额的主要原因如下：

1、兴源环境在兴源聚金 5 人投资决策委员会中仅占 1 名名额，无法通过兴源聚金控制或影响标的公司的发展战略，同时公司可以通过转让合伙份额改善自身的现金流情况，增强公司的持续经营和健康发展能力；

2、鉴于标的公司当时有一定的资本运作诉求，为避免上市公司与标的公司之间潜在的关联和竞争问题，经双方协商，兴源环境决定其对标的公司的部分份额转让给无关联关系的第三方。

二、兴源环境转让兴源聚金份额的作价与本次交易作价的差异及本次交易作价的原因

（一）兴源环境转让兴源聚金份额的作价与本次交易作价的差异及合理性

兴源环境同意向齐乾投资转让其持有的兴源聚金 4,625 万元的出资额，出资份额出让价为 1.375 亿元。上述转让作价对应的标的公司 100%股权的交易作价为 10.81 亿元。考虑到当时标的公司的实际情况，兴源环境的对基金份额的转让不存在作价较低的情形。

自上市公司前次对兴源聚金基金份额的转让至本次交易，标的公司的经营情况发生了较大变化，且考虑到标的公司自身的增量业务以及未来可能与上市公司产生的协同效应，上市公司本次交易相对前次基金份额转让的作价之间的差异存在一定的合理性，不存在低卖高买，损害上市公司利益的情形。

（二）本次交易作价的原因及收购标的公司的必要性

上市公司本次对标的资产的交易作价以标的资产的预估值为基础，同时充分考虑了交易完成后上市公司与标的公司之间的协同效应。

1、标的公司现有业务与上市公司业务的协同效应

标的公司目前主要从事地下建筑废弃物的末端处置和资源化利用，标的公司与上市公司之间的协同效应主要体现在以下方面：

（1）资源协同

上市公司目前共拥有三狮码头和北部湾码头等两个运输码头，其中三狮码头已经开始运营，北部湾码头正在进行申请备案过程中，在本次交易完成后，上市公司可将标的公司在地下建筑垃圾处理领域的管理模式成功复制到自身的码头，并通过与标的公司的码头资源合作，进一步提升自身在地下建筑垃圾处理领域的规模，并巩固自身在地下建筑垃圾处理行业的优势。

（2）业务协同

目前标的公司的业务范围主要集中于杭州市，且正在与周边地区进行协商洽谈，计划将自身的成功管理模式复制到周边地区，进而向更多的省市地区进行辐射。上市公司目前已经在环保行业经营多年，业务范围覆盖全国各个地区。本次交易完成后，上市公司可利用自身在全国各个地区的布局优势加快标的公司管理模式的推广速度，加速自身在建筑废弃物处理行业的布局进程。

2、本次收购标的公司的必要性

（1）兴源环境进一步完善环保产业布局的需要

兴源环境自成立以来，一直积极响应国家环保产业政策的号召，将节能环保产业链一体化作为公司的长期发展战略，持续加大环保领域市场开拓力度，市场

份额得以不断扩大。本次交易是兴源环境围绕长期战略目标、打造环境治理综合服务商的又一次努力。本次交易完成后，公司将在现有业务的基础上，通过并购建筑废弃物处理企业，构建固废处理产业链，从一家全产业链专业化的水处理公司成长为综合型的环保公司。因此，本次重组符合上市公司致力于环保领域的长期发展战略，有利于促进公司持续、跨越式的发展。

（2）标的公司在建筑垃圾处理领域的优势

标的公司目前是杭州市内最大的地下建筑废弃物处理服务商，运营杭州最大的渣土运输码头和杭州市周边地区的数个地下建筑垃圾处理场所，已形成了从建筑工程渣土的中转到渣土消纳及废弃矿区复垦的完整产业链，在杭州市内的地下建筑垃圾处理市场占有率中处于领先地位。杭州作为我国东部沿海地区的经济发达城市，同时作为 2022 年杭州亚运会的主办城市，城市建设正处于高峰期，同时也产生了大量的地下建筑垃圾处理需求，这对于标的公司的业务持续发展是一个良好的契机。

目前，标的公司已经与浙江大学开展合作，共同研发建筑废弃物的分类处理、资源化利用和末端处置技术提升。在地上建筑垃圾回收再利用技术成熟后，标的公司将完成从地下建筑垃圾到地上建筑垃圾处理的总体布局，成为国内建筑废弃物处理行业的有力竞争者。

（3）本次交易完成后双方的协同效应

本次交易完成后，上市公司与标的公司在资源和业务方面会形成明显的协同效应，详见本核查意见之“三、关于标的公司历史沿革”第 3 题第（1）问的回复。

综上所述，本次交易有助于完善兴源环境未来在环保行业的整体布局，并将通过兴源环境与标的公司在各自领域的优势结合，进一步加强兴源环境在环保产业的优势地位，促进公司经营规模的提升，进而为公司股东创造更多的回报，为社会创造更多的价值。兴源环境本次以 12 亿元的交易作价收购标的公司的 100% 股权是合理的，且具有一定的必要性。

三、兴源环境本次交易的会计处理

本次交易完成后，上市公司不确认投资收益。按照《企业会计准则第 22 号-金融工具确认和计量》第十八条分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产所产生的所有利得或损失，除减值损失或利得和汇兑损益之外，均不计入当期损益，直至该金融资产终止确认或被重分类，故本次交易完成后不确认投资收益。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、兴源环境在兴源聚金的份额持续下降的原因包括兴源聚金合伙人的引入以及兴源环境对兴源聚金的投资策略发生调整，兴源聚金在 2017 年 6 月转让兴源聚金存在间接转让标的公司股权的行为。

2、本次上市公司收购标的公司的作价系以标的公司本次的预估值为基础，并结合标的公司未来的新增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。上市公司前次转让兴源聚金的份额与本次交易不存在低卖高买的行爲，没有损害上市公司的利益。

3、本次交易完成后，上市公司不确认投资收益。

四、关于标的公司评估

问题 1、预案显示，本次交易预估值 10.51 亿元，预估作价 12 亿元，交易对手方承诺三年累计实现扣非后归母净利润不低于 36,500 万元。请你公司就以下事项进行说明：

(1) 请说明本次评估的测算过程，选取的参数是否合理；评估期间标的公司的收入结构、渣土泥浆的单位消纳价格、码头中转价格、各项业务的毛利率、净利率等财务指标是否与历史年度存在明显差异，如存在，请说明原因及合理性；标的公司的生产经营及评估结果是否高度依赖于谢村码头的经营权，如是，请进行重大风险提示；最终预估作价高于预估值的原因及合理性；

(2) 请披露 2018 年、2019 年及 2020 年每年预计可实现的净利润，说明承诺业绩较历史业绩大幅增长的原因；结合现有矿坑的剩余可消纳容量、中转码

头每月接收的车次、渣土泥浆装车重量、单位消纳及中转价格、在手订单等因素量化分析评估期间营业收入及净利润的可实现性。

请独立财务顾问、评估师、会计师核查并发表意见。

回复：

一、本次评估的测算过程，选取的参数是否合理；评估期间标的公司的收入结构、渣土泥浆的单位消纳价格、码头中转价格、各项业务的毛利率、净利率等财务指标是否与历史年度存在明显差异；标的公司的生产经营及评估结果是否高度依赖于谢村码头的经营权；最终预估作价高于预估值的原因及合理性

（一）本次评估的测算过程及选取的参数的说明

1、标的公司的业务模式

标的公司的营业收入主要来源于建筑渣土（废土/泥浆）的中转和消纳。其中，废土、泥浆从建筑工地到消纳场所的一般流程如下：

建筑工地出土→车辆运输（从工地到码头）→码头装卸（将废土、泥浆从车装卸到船上）→船运（从码头到消纳场所卸载点）→短驳（将废土从消纳场所卸载点运输至消纳场所，泥浆无短驳，系直接通过管道从消纳场所卸载点输送到消纳场所）→消纳场所进行消纳。

报告期内，标的公司的业务模式围绕上述流程可以划分为两个阶段：

（1）2017年10月前，标的公司尚未承租运营谢村码头，主要就后端消纳流程进行运营，泥浆和废土直接由客户运输到消纳场所，为其提供消纳服务，其主营业务收入为直接运到消纳点的消纳收入，直接成本为矿坑的摊销。

（2）2017年10月后，谢村码头正式投入运营，标的公司自有消纳场所消纳的所有废土以及大部分的泥浆均由谢村码头进行转运。标的公司通过谢村码头向客户收取的费用包括码头装卸费、船运费、短驳费以及消纳费。其中码头装卸费和消纳费由母子公司之间（即标的公司同杭州菲尼装卸服务有限公司以及长兴铁晟环境科技有限公司）、母分公司（标的公司和德清分公司）进行结算，合并口径下相互抵消。少量泥浆由客户直接运输至消纳场所进行消纳。

2、标的公司的营业收入说明

以下历史数据已经现场核实，期后预测数据均为标的公司提供，因标的公司2017年10月开始调整运营模式后尚处于运营初期，而其历史运营数据与其提供的2018年至2023年数据差距较大，评估师对其预测数据的合理性尚在核实中，以下为历史数据核实情况和标的公司的预测情况列示：

2017年10月-2018年3月谢村码头的建筑渣土中转情况如下：

时间	泥浆方量 (立方米)	泥浆单价 (元/立方米)	泥浆收入 (元)	废土吨数	废土单价 (元/吨)	废土收入(元)
2017年10月	98,916.00	17.60	1,740,853.15	434,531.29	18.92	8,220,862.24
2017年11月	245,050.00	17.76	4,353,002.70	671,273.50	18.92	12,699,768.94
2017年12月	293,809.00	18.02	5,293,855.86	861,579.39	18.92	16,300,150.63
2018年1月	329,716.00	18.02	5,940,828.83	779,085.27	15.21	11,846,568.91
2018年2月	41,106.50	18.02	740,657.66	140,897.98	17.33	2,441,387.78
2018年3月	361,073.50	18.02	6,505,828.83	854,723.46	17.37	14,846,001.94

注：2018年初，标的公司通过谢村码头废土泊位对部分客户开展了优惠活动，因此2018年1-3月的废土平均单价有所差异。

①泥浆收入

谢村码头的承接单价从2017年10月开始有一定的上升，标的公司预计在2022年亚运会前将会维持这种趋势。

谢村码头只有一个泥浆泊位，且已经基本达到较高的利用率。

②废土收入

由于废土的部分收费包含谢村一号优惠价格的收费，谢村码头废土的承接单价曾在2018年出现过下降。

剔除谢村一号废土优惠活动价格的因素，谢村码头承接的废土单价在2017年10月-2018年3月未发生变动，谢村码头承接废土的单价及中转收入（不包含谢村一号）的情况如下：

时间	废土重量 (吨)	废土单价 (元/吨)	废土收入 (元)
2017 年 10 月	434,531.29	18.92	8,220,862.24
2017 年 11 月	671,273.50	18.92	12,699,768.94
2017 年 12 月	861,579.39	18.92	16,300,150.63
2018 年 1 月	610,080.05	18.92	11,542,055.00
2018 年 2 月	127,797.08	18.92	2,417,782.59
2018 年 3 月	777,348.17	18.92	14,706,587.00

谢村码头自投入运营至今，谢村码头的废土中转价格较为平稳（从 2018 年 5 月开始，标的公司陆续与客户签订新的单价合同，废土装运单价有所上涨），标的公司预计在杭州亚运会（2022 年）之前谢村码头的废土承接单价会保持上涨趋势，之后趋于稳定。

因春节休假停工，谢村码头在 2018 年 1-2 月的废土中转量出现了暂时性的回调。

标的公司预计随着杭州城市规模的扩大和地铁扩建，中转量会有所上涨。

3、标的公司毛利率

标的公司废土、泥浆的历史毛利率情况如下：

单位：人民币万元

项目	2017 年	2018 年 1-3 月
废土收入	3,722.08	2,913.40
废土成本	1,952.52	1,392.67
废土毛利率	47.54%	52.20%
泥浆收入	5,819.69	1,919.54
泥浆成本	1,788.84	800.36
泥浆毛利率	69.26%	58.30%
固定成本	1,957.85	876.64
收入合计	9,541.77	4,832.93

成本合计	5,699.22	3,069.67
整体毛利率	40.27%	36.48%

由标的公司预测毛利率如下：

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
废土毛利率	39.40%	41.57%	43.95%	44.03%	43.95%	43.91%
泥浆毛利率	60.24%	60.52%	60.52%	61.21%	62.41%	60.79%
整体毛利率	31.60%	34.54%	35.94%	35.71%	31.64%	35.13%

（1）固定成本

报告期内，标的公司的固定成本主要为码头租金、固定资产和码头基建的折旧和摊销。财务在核算时根据年度消纳量进行分摊，但此类成本并不随消纳数量的变化而变化，标的公司对固定成本进行单独预测。

（2）废土毛利率

2018年4月，为了保证谢村码头的转运量，标的公司分别与四家供应商签订了《谢村码头指定泊位建筑废土转运处置协议》，让渡了部分利润给相应公司以保证谢村码头转运的废土量，故2018年度废土毛利率有所下降，未来年度随着废土单价的上涨、成本单价涨幅相对滞后，废土毛利率略有上升，后趋于稳定。

（3）泥浆毛利率

2017年10月前，标的公司的泥浆消纳收入中有部分是客户从其他码头直接运输到标的公司的消纳地点进行处置，毛利率相对较高；2017年10月后，泥浆消纳的主要来源为谢村码头的中转泥浆，运输成本的增加导致标的公司的泥浆毛利率有所下降。谢村码头泥浆泊位只有1个，其转运利用率一直处在较高的稳定水平，泥浆毛利率相对比较稳定。

4、折现率

经收集生态保护和环境治理行业并购案例，可比交易案例折现率选取情况如下：

证券代码	证券名称	交易标的	评估基准日	折现率
300145.SZ	中金环境	金山环保 100% 股权	2014 年 12 月 31 日	12.16%
000967.SZ	盈峰环境	宇星科技 100% 股权	2014 年 12 月 31 日	11.49%
300490.SZ	华自科技	格兰特 100% 股权	2017 年 3 月 31 日	11.69%
300332.SZ	天壕环境	赛诺水务 100% 股权	2016 年 3 月 31 日	11.45%
300437.SZ	清水源	同生环境 100% 股权	2015 年 12 月 31 日	11.13%
002310.SZ	东方园林	中山环保 100% 股权	2015 年 5 月 31 日	12.20%
平均值				11.69%
标的公司				13.37%

标的公司折现率取值为 13.37%，但随着核实工作的进一步开展可能会有所变动。

(二) 评估期间标的公司的收入结构、渣土泥浆的单位消纳价格、码头中转价格、各项业务的毛利率、净利率等财务指标是否与历史年度存在明显差异

1、2018 年至 2023 年标的公司的收入结构、渣土泥浆的单位消纳价格、码头中转价格与报告期内的差异

标的公司报告期和 2018 年至 2023 年的净利率情况对比如下：

项目	2017 年	2018 年 1-3 月	2018 年 4-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
净利率	17.07%	16.76%	20.62%	20.13%	23.12%	24.12%	23.95%	19.94%	23.51%

2、同行业业绩比较

目前，尚无与标的公司业务相同或相近、规模相当的上市公司，新三板企业金科资源（835476.0C）与标的公司的业务比较相似。

2016 年、2017 年，标的公司与金科资源的综合毛利率、净利率情况具体如下：

公司	2017 年度		2016 年度	
	综合毛利率 (%)	净利率 (%)	综合毛利率 (%)	净利率 (%)
金科资源	36.72	16.39	38.15	9.02

标的公司	40.27	17.07	62.01	33.74
------	-------	-------	-------	-------

金科资源主要从事建筑垃圾的收集、运输、处置、研发及再生产品的生产和销售，其收入一部分来源于建筑垃圾的收集运输服务，另一部分来源于建筑垃圾再生产品。金科资源的业务构成与标的公司存在一定差异，因此毛利率、净利率也存在差异。

（三）标的公司的生产经营及评估结果与谢村码头经营权的关系

根据标的公司与杭州港航有限公司签订的《租赁协议》，标的公司对谢村码头的租赁期限为2016年8月1日至2022年7月31日止。上述租赁期满后，如果杭州港航有限公司继续租赁，标的公司享有同等条件下的优先承租权。标的公司的营业收入主要来自于码头废土中转收入和矿坑消纳收入，因此谢村码头对于标的公司的评估结果具有重要的影响。

（四）最终预估作价高于预估值的原因及合理性

本次交易的预估作价系上市公司与交易对方以标的资产的预估值为基础，结合标的公司的新增业务以及本次交易后上市公司与标的公司的协同效应进行综合考虑而确定。

1、标的公司的新增业务

标的公司通过在地下建筑废弃物处理领域开展多年业务，积累了丰富的成功经验，并形成了一定的示范作用，以杭州为中心开始向周边地区进行成功经验的推广和复制。目前，标的公司已经与周边地区就管理模式的推广和消纳场所的获取进行试点合作，并达成了部分合作意向。

除现有地下建筑废弃物处理业务外，标的公司已经与浙江大学就建筑废弃物的末端处置和资源化利用领域开展了多年合作，目前已经形成了部分研究成果，随着研究成果的产业化利用，标的公司将进一步拓展和完善目前的产业链，形成新的业务增长点。

2、本次交易完成后上市公司与标的公司的协同效应

本次交易完成后上市公司与标的公司的协同效应详见本核查意见之“三、关

于标的公司历史沿革”第3题第(1)问的回复。

综合考虑上述因素，本次交易中标的公司的预估作价高于预估值是合理的。

二、请披露2018年、2019年及2020年每年预计可实现的净利润，说明承诺业绩较历史业绩大幅增长的原因；结合现有矿坑的剩余可消纳容量、中转码头每月接收的车次、渣土泥浆装车重量、单位消纳及中转价格、在手订单等因素量化分析评估期间营业收入及净利润的可实现性

(一) 标的公司2018年、2019年及2020年每年可实现的净利润

标的公司提供的公司三年预计可实现净利润分别为7,400万元、1.25亿元和1.4亿元。

(二) 评估期间标的公司营业收入及净利润的可实现性

谢村码头是从2017年10月开始运营，且为运营初期，从2017年10月至2018年5月底，谢村码头的转运量逐步放大。

标的公司预计未来随着亚运会周期的到来，杭州市公共设施及其他设施的建设逐步加快，出土量加速增加，结合标的公司运营的码头规模及其经营优势进行判断，未来业绩具有一定的增长空间。

1、标的公司提供的2018年谢村码头半径10KM以内已经开工项目如下表：

谢村码头附近建筑渣土泥浆项目分析表（半径10km内）				
项目名称	建设单位	地址	工程土方量（立方米）	备注
英蓝	南通三建	丽水东路	50万	已动工
万科项目	-	石祥路	25万	2018年3月份动工
万科项目	-	石祥路	40万	2018年3月份动工
运河中央印象城	-	杭行路	45万	2018年3月份动工
浙江建工	浙江建工	湖州街	25万	2018年4月份动工
上塘单元FG02-R2-01地块安置项目	-	湖州街	20万	-
杭政储出（2016）4号地块	中建八局	大关路	40万	已动工

谢村码头附近建筑渣土泥浆项目分析表（半径 10km 内）				
项目名称	建设单位	地址	工程土方量 (立方米)	备注
亚洲中心商业城	中建一局	东新路	570 万	2018 年 3 月份动工
亚运会游泳馆		祥园路	370 万	2018 年 3 月招标
三墩	中天集团	紫荆花北路	60 万	已动工
八丈井村		上塘路	45 万	已动工
地铁 3 号线	-	-	-	-
地铁 4 号线二期	-	-	-	-
地铁 5 号线二期	-	-	-	-
地铁 6 号线二期	-	-	-	-
地铁 7 号线	-	-	-	-
地铁 9 号线南段	-	-	-	-
地铁 10 号线一期	-	-	-	-
下穿隧道工程-天目山路下穿隧道	-	-	>200 万	-
高架工程	-	-		-

注：表中部分工程的土方量未公布具体数据。

2、谢村码头转运量调查

（1）废土泊位饱和转运量

①废土泊位饱和处理量

谢村码头的现有废土泊位码头共有 6 个，每天的饱和处理量为 7.8 万吨。如果每年的有效运营期为 10 个月（每月按照 30 天），谢村码头现有废土泊位每年的废土处理量为 2340 万吨。

②废土泊位饱和转运量

根据现场了解，谢村码头来往的每辆废土运输车的平均运输量为 30 吨，每艘船的平均装载量为 500 吨，每艘船平均可以装载 17 车废土运输车的量；

每辆车的平均卸土时间为 2 分钟，船与船在码头换位时间为 10 分钟，每艘船装载需要的时间估计为 44 分钟（包含换位时间）；

剔除早晚高峰时期运输车辆禁止通行的 5 小时空闲时间，则每个泊位一天约可装载 26 艘船，可装载量约为 1.3 万吨，即需要 433 车次进行运输，按照上述计算，每个泊位 1 个月（按 30 天计）的饱和处理量为 39 万吨，约当 12,990 车量废土运输量进行运输。现有 6 个渣土泊位的饱和处理量下，每年需要约 78 万废土车次进行运输。

根据标的公司提供的资料，2018 年 4 月，标的公司分别与四家公司签订了《谢村码头指定泊位建筑废土转运处置协议》，协议约定：四家公司必须保证其责任泊位的月转运处置量在 30 万吨。

（2）泥浆泊位处置量

泥浆由管道将泥浆运输车和泥浆运输船进行连接，现阶段的泥浆处置量基本处于高位。

3、消纳场所调查

截至 2018 年 3 月 31 日，标的公司的现有消纳场所的账面剩余容量如下：

项目	剩余立方（立方米）
东衡村废弃矿山	31,929,170.95
东滕村废弃矿区	3,316,120.34
屯山下废弃矿区	1,512,277.13
龙山街道西峰坝水口矿矿坑	3,205,241.73
合计	39,962,810.15

如上表所示，按照标的公司的消纳速度，剩余消纳容量可以满足预测期 5-8 年的废土泥浆消纳所需。标的公司从成立至今，一直都有专人进行消纳场所的甄选，但是消纳场所的获取周期较长，从发现到正式签署协议需要较长时间，所以标的公司每年都会留有一定的资金以备消纳场所获取的需要。

4、在手订单

根据标的公司提供的资料，目前标的公司所签合同为单价框架合同，条款中并无约定消纳量。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、根据标的公司提供的盈利预测数据，测算期间标的公司的收入结构保持稳定，渣土泥浆的单位消纳价格、码头中转价格、各项业务的毛利率、净利率等财务指标与历史年度存在一定的差异，差异主要原因是谢村码头从 2017 年 10 月开始运营，尚未达到设计规模引起，随着运营成熟，相应的指标会有逐步的改善。

2、标的公司依托于谢村码头和消纳场所开展建筑渣土运输和填埋业务，谢村码头的经营权对于标的公司的生产经营和本次的估值有较为重要的影响。上市公司在本次的交易作价中考虑了标的公司未来的新增业务及交易完成后上市公司与标的公司之间的协同效应，因此标的资产最终的预估作价高于预估值，具有一定的合理性。

3、2017 年 10 月以来，标的公司的运营模式逐步成熟，渣土的承接价格，码头中转能力等相应指标逐步改善，其经营状况保持良好增长态势，故标的公司预测的 2018 年-2020 年每年预计可实现的净利润较历史年度有较大增长。结合当前整体稳定的市场环境，标的公司预测期的业绩具备实现的基础。

五、其他

问题 1、预案显示，标的公司实际控制人杨国严、杨策曾分别担任西南市政工程有限公司的总经理、副总经理。西南市政工程有限公司已于 2017 年 4 月注销。请你公司说明西南市政工程的主要经营范围，是否与标的公司经营范围有重合，如是，请说明双方在历史上是否存在业务往来，是否发生共用人员或互为承担经营成本、费用的情形，标的公司的生产经营是否与西南市政保持独立。请独立财务顾问、会计师核查并发表意见。

回复：

一、西南市政的主要经营范围、与标的公司的历史业务往来等情形

西南市政原经营范围为“市政工程、园林绿化工程、土石方工程、环保工程的施工（凭资质证书经营）”，2016 年 9 月经营范围变更为“服务；市政工程，机械设备的租赁”。西南市政与标的公司的经营范围有重合，为解决同业竞争问

题，西南市政从 2013 年开始不再从事同类业务，并于 2017 年 4 月注销。

标的公司成立之前，西南市政与东衡村经济合作社签订合同，负责东衡村废弃矿区回填工作。2013 年 1 月，西南市政、标的公司、东衡村经济合作社签订合同，由标的公司继续完成东衡村废弃矿山的回填工作，并支付剩余矿坑使用费。对于西南市政已经向东衡村经济合作社支付的使用费，标的公司在扣除西南市政已经回填的矿坑容量所对应的金额后，向西南市政支付剩余价款，完成该项资产的经营权属的转移工作。

报告期内，双方不存在其他业务往来，不存在共用人员或互为承担经营成本、费用的情形，标的公司的生产经营与西南市政保持独立。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

西南市政的主要经营范围与标的公司经营范围有重合；报告期内双方未发现存在业务往来，以及发生共用人员或互为承担经营成本、费用的情形，标的公司的生产经营与西南市政保持独立。

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

补偿义务人承诺标的公司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。

如标的公司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）若利润补偿年度内标的公司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标的公司进行减值测试，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标的公司截至 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标的公司 2020 年度审计报告之日起 10 日内就标的公司截至 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标的公司 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标的公司 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标的公司 2023 年度审计报告之日起 10 日内以现金向标的公司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。

关于补偿义务人存在的可能补偿不足的风险已在预案中进行补充披露。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、本次的盈利预测补偿协议满足证监会有关业绩补偿的规定。

2、如标的公司实现的业绩相对于业绩承诺差异较大，本次的交易存在补偿不足的风险，且已在预案中进行补充披露。

3、针对补偿不足的风险，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任职安排进行了约定，并通过在交易完成后加强对标的公司的管理以增强上市公司与交易对方之间的协同效应，从而降低可能存在的补偿不足的风险。

问题 3、请你公司以平实的语言描述标的公司渣土泥浆消纳业务的竞争优势与技术水平；请披露标的公司人员数量、职能，账面固定资产的原值、类型、获得时间，有关人员及固定资产现状能否满足标的公司未来生产经营的需要。请独立财务顾问核查并发表意见。

回复：

一、请你公司以平实的语言描述标的公司渣土泥浆消纳业务的竞争优势与技术水平

标的公司主要提供城市建设工程产生的建筑渣土的中转、消纳和回填复耕的综合一体化服务。标的公司业务的竞争优势及技术水平体现在码头作业的平台优势、消纳场地的资源优势 and 运营经验优势。

（一）码头作业的平台优势

标的公司为杭州市内少有的同时具备消纳矿坑和中转码头的渣土处置企业。谢村码头是杭州市政府、市渣土管理工作小组重点规划项目，在杭州市城管委、杭州市港航局、杭州市环保局等单位的支持下，标的公司对谢村码头做整体技术升级，改造成为杭州市第一个大型规范化的建筑渣土水路中转作业点，为标的公司业务开展的核心资源。

谢村码头位于杭州市拱墅区北端，主要开展渣土中转服务。谢村码头现有 7 个 500t 级泊位，其中土方泊位 6 个，泥浆泊位 1 个，泊位总长 456m，占用岸线长 537m。码头业务辐射杭州市的拱墅区、江干区、下城区、西湖区和余杭区，为杭州市内规模最大的渣土码头。根据 2016 年杭州市工程渣土管理工作领导小组发布的《关于市区工程渣土水路中转作业点布点规范建设推进工作专题会议纪要》，杭州市政府召集市城管委、市规划局、市港航局、市环保局、市交通运输局、市公安交警局等单位负责人召开工程渣土水路中转作业点规范建设布点工作专题会议，按照“城东一处、城北两处”的原则，布点码头定位为临时性渣土中转作业点，分别是谢村码头、路河码头和粮库码头。截至目前杭州市拥有渣土处置证明的中转码头只有这三家，其中粮库码头近期配合地铁建设才正式开启中转业务。

谢村码头不仅规模最大，也是杭州市内渣土中转运营规范性最强的码头，其规范性体现在绿色环保理念和综合信息管理平台。

码头港区内的道路、作业区设有水雾喷淋装置，以保证渣土工程车在行驶、卸载过程中减少扬尘；工程车通过水槽清洗后，还需通过车身风干系统，确保车身表面的水风干，不会对道路造成二次污染。整个港区内的污水通过港区内的地下管道汇聚到沉淀池，通过三级沉淀后，干净的水循环被使用，沉淀物被抽往泥浆池，做到资源化的再利用。

标的公司对谢村码头的渣土运输、处理业务流程进行整合和优化，逐步构建起来跨部门的码头管理信息系统，系统实现与杭州市城管委、市交警部门和市港航部门的信息管理平台对接，提供从入场、称重、调度、卸货、计量、追踪等的“一站式”信息化服务，为杭州市城管委、市交警部门和市港航部门的执法、统计和可视化监控提供了可靠的信息化平台，严把渣土消纳关，从终端上完善渣土

监管过程的最后环节，提升码头管理效率和信息化程度。

（二）消纳场所优势

由于杭州主城区没有专门的建筑渣土处置场地，所以大部分渣土都将通过水路、公路等运输方式，运往海宁市、海盐县、湖州市、乌镇等地的绿化回填利用及矿区回填消纳。湖州市德清县和长兴县离杭州市拱墅区距离最近，运输成本最低。标的公司进入市场较早，具有先发优势效应，在德清县和长兴县承揽了多个矿坑回填工程，占据矿坑稀缺资源。

除目前已在运营的矿坑和码头外，标的公司已于杭州市周边地区布局了矿坑消纳业务，并与当地的企业签署了合作框架协议，以进行码头管理模式的复制和推广。

（三）运营经验优势

标的公司的服务链条较长，业务前端完成对渣土的分类转运，业务后端完成渣土消纳和村镇的复耕工程。标的公司业务地开展要求企业具备先进的管理经验和技术水平以及与周边村镇的协调能力。

谢村码头的运营管理将采用现代化的信息管理制度，逐步取代以往靠人工指挥、调度、协助的粗放式管理模式，加强安全监管，稳步提高码头的工作效率和经济效益。进行渣土作业的船只都配备有定位系统、可视化系统和统一的标牌标识，利于监管部门的检查和监管，防止违法偷倒或安全事故的发生。

标的公司进入行业较早，具备核心业务团队和丰富的业务处理经验，拥有浙江省生态与环境修复运营服务能力一级评价证书、浙江省甲级土壤修复能力评价证书、浙江省生态与环境修复工程专项设计服务能力甲级证书等多项认证。

二、标的公司下设子公司基本情况和业务开展

标的公司下设杭州菲尼装卸服务有限公司、长兴铁晟环境科技有限公司和杭州绿农环境工程有限公司德清分公司，具体情况如下：

（一）菲尼装卸服务有限公司

菲尼装卸成立于 2017 年 1 月 17 日，法定代表人杨国严，注册资本 500 万元，

统一社会信用代码 91330105MA28LJ1G1U，住所为拱墅区拱康路 83 号 207 室，经营范围：装卸服务；仓储服务（除危险化学品）；汽车货运；普通货运。菲尼装卸主要从事杭州市拱墅区谢村码头渣土和泥浆的装卸业务。

（二）长兴铁晟环境科技有限公司

铁晟环境成立于 2014 年 9 月 19 日，法定代表人吴伟，注册资本 500 万元，统一社会信用代码 913305223113717491，住所浙江省湖州市长兴县龙山街道西峰坝村，经营范围：环境技术研发，矿地复绿复垦，土壤修复领域内的技术开发、技术服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。铁晟环境主要从事长兴县矿坑的建筑渣土的消纳业务。

（三）杭州绿农环境工程有限公司德清分公司

德清分公司成立于 2016 年 9 月 12 日，法定代表人刘秋林，统一社会信用代码 91330521MA28CF4J5H，住所浙江省德清县洛舍镇东衡村村委旁，经营范围：建筑垃圾回收、填埋、土地平整、矿地复绿复垦。德清分公司主要从事德清县矿坑的建筑渣土的消纳业务。

三、请披露标的公司人员数量、职能，账面固定资产的原值、类型、获得时间，有关人员及固定资产现状能否满足标的公司未来生产经营的需要

报告期各期末，标的公司的员工情况具体如下：

部门	2018.03.31	2017.12.31	2016.12.31
运营部	7	7	7
财务部	3	3	2
综合部	12	10	5
长兴铁晟	11	11	-
菲尼装卸	58	33	-
总计	91	58	12

截至 2018 年 3 月 31 日，固定资产情况如下：

项目	固定资产原值（元）	累计折旧（元）	固定资产净值（元）	财务成新率
----	-----------	---------	-----------	-------

项目	固定资产原值（元）	累计折旧（元）	固定资产净值（元）	财务成新率
房屋建筑物	-	-	-	-
机器设备	13,528,430.50	1,502,924.84	12,025,505.66	88.89%
运输工具	756,113.91	291,488.35	464,625.56	61.45%
电子设备	757,368.95	262,702.05	494,666.90	65.31%
合计	15,041,913.36	2,057,115.24	12,984,798.12	86.32%

标的公司的固定资产成新率较高，人员及固定资产现状能满足标的公司未来生产经营的需要。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

标的公司有关人员及固定资产现状能够满足标的公司未来生产经营的需要。

（本页无正文，为《民生证券股份有限公司关于深圳证券交易所〈关于对兴源环境科技股份有限公司的重组问询函〉的核查意见》之盖章页）

民生证券股份有限公司

年 月 日