

关于对兴源环境科技股份有限公司 重组问询函相关问题的说明

深圳证券交易所：

贵所于 2018 年 6 月 8 日下发的《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）收悉，本公司对问询函中要求评估师核查并发表明确意见的问题认真地进行了落实，现回复如下，请予审核：

“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：

核查意见：

根据委托，由标的公司提供盈利预测数据，评估师按估值模型进行匡算，核实工作尚未完成，历次股权转让未做评估，不涉及我们本次业务范围。

“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：

核查意见：

根据委托，由标的公司提供盈利预测数据，评估师按估值模型进行匡算，核实工作尚未完成，兴源环境在兴源聚金中的份额下降情况，不涉及我们本次业务范围。

“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：

由标的公司提供盈利预测数据，评估师按估值模型进行匡算，对标的公司预

测数据的真实性、完整性及合理性尚在核实中。

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)有关测算过程及选取参数的说明

1、标的公司业务模式

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,详见我们与委托人及相关方的沟通备忘录,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。

谢村码头中只有一个泥浆码头泊位,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，废土转运单价有所上涨）；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

关于对兴源环境科技股份有限公司重组问询函相关问题的说明

项目	2017 年	2018 年 1-3 月
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。财务在核算时根据消纳量进行分摊，但此类成本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由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行业并购案例，可比交易案例折现率情况如下：

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%

目前对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) 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（835476.00）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毛利率、净利率情况具体如下：

关于对兴源环境科技股份有限公司重组问询函相关问题的说明

公司	2017 年度		2016 年度	
	毛利率 (%)	净利率 (%)	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具有重要的影响。

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）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所示：

项目	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
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

关于对兴源环境科技股份有限公司重组问询函相关问题的说明

项目	建设单位	地址	工程土方量（立方米）	备注
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。如每年的有效运营期为 10 个月（每月按照 30 天），谢村码头废土泊位每年的废土处理量约为 2340 万吨。

② 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约为 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 车次废土运输量。现有 6 个渣土泊位的饱和处理下，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 and 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	剩余容量（立方米）
德清洛舍东衡村	31,929,170.95
城北村滕头村东衡村	3,316,120.34
东衡村屯山下	1,512,277.13
水口石矿	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，账面剩余消纳容量可以满足 5-8 年的废土泥浆消纳所需。标的公司从成立至今，安排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基本为单价框架合同，条款中未约定消纳量。

三、核查意见

由标的公司提供盈利预测数据，评估师按估值模型进行匡算，对标的公司预测数据的真实性、完整性及合理性尚在核实中。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，能否实现标的公司预测的盈利水平尚需进一步核实，为此形成工作备忘录并与委托人及相关各方进行沟通：根据矿坑容量检测结果、谢村码头运营中转效率变化及上述影响事项的核实，评估师将会对相关收入成本进行调整。

天源资产评估有限公司

二〇一八年七月三日