

中信证券股份有限公司
关于
深圳证券交易所
《关于湖南军信环保股份有限公司发行股
份购买资产并募集配套资金申请的
第三轮审核问询函》之回复
(修订稿)

独立财务顾问



中信证券股份有限公司
CITIC Securities Company Limited

签署日期：二〇二四年五月

深圳证券交易所：

湖南军信环保股份有限公司（以下简称“军信股份”、“上市公司”或“公司”）于 2023 年 12 月 29 日收到贵所出具的《关于湖南军信环保股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的第三轮审核问询函》（审核函〔2023〕030022 号，以下简称“《审核函》”），根据审核函的相关要求，公司会同相关中介机构，对有关问题进行了认真分析与核查，现就相关事项回复如下，请贵所予以审核。

如无特殊说明，本回复中的词语或简称均与《重组报告书》中的“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。本回复任何表格中若出现总数与表格所列数值总和不符，如无特殊说明均系四舍五入所致。

本回复的字体：

审核函所列问题	宋体、加粗
对审核函问题的回复	宋体
对本回复内容的修改、补充	楷体、加粗

目录

目录.....	2
问题一:	3

问题一：

申请文件及回复文件显示：（1）上市公司拟通过发行股份、支付现金方式收购湖南仁和环境股份有限公司（以下简称仁和环境或标的资产）63%股权，并募集配套资金不超过15亿元，其中65,904.3万元用于支付现金对价，44,095.7万元用于补充流动资金，40,000万元用于标的资产长沙市餐厨垃圾无害化处理升级技改项目、长沙市望城区生活垃圾转运站项目建设；（2）在测算未来现金流入时，上市公司与标的资产可自由支配资金分别为231,987.85万元、27,444.59万元，假设上市公司、标的资产未来三年每年经营活动现金流净额与2022年经营活动现金流净额相同，分别为79,022.73万元、40,318.99万元，并假设上市公司未来每年分红比例为经营性现金流净额的50%，标的资产未来分红比例为净利润的80%且未来净利润与2022年净利润相同；（3）在测算资金需求时，上市公司新增营运资金需求以收入增长率16.19%为依据测算，标的资产新增营运资金需求根据评估资料测算；（4）上市公司未来三年其他固定资产投资需求预计为31亿元，标的资产预计为5.27亿元且开工时间不早于2024年三季度。

请上市公司补充披露：（1）结合历史期间收入、净利润及经营活动现金流量的变动情况，以及2023年的实际变化趋势，补充披露在测算未来现金流入时假设上市公司、标的资产未来经营活动现金流净额与2022年保持一致的合理性，是否符合业务实际，与营运资金需求测算中上市公司未来收入增长情况是否匹配，未使用评估资料中标的资产未来经营现金流入数据的合理性；（2）结合本次交易完成后上市公司与标的资产的股权结构、预计分红金额对资金缺口影响程度的测算情况、公司章程对利润分配的相关规定，补充披露在上市公司和标的资产历年现金分红比例较高的同时募集配套资金用于补充流动资金和未来项目建设的必要性；（3）结合前述问题的回复情况，审慎论证本次募集配套资金用途及规模的合理性。

请独立财务顾问核查并审慎发表明确意见。

回复：

一、结合历史期间收入、净利润及经营活动现金流量的变动情况，以及 2023 年的实际变化趋势，补充披露在测算未来现金流入时假设上市公司、标的资产未来经营活动现金流净额与 2022 年保持一致的合理性，是否符合业务实际，与营运资金需求测算中上市公司未来收入增长情况是否匹配，未使用评估资料中标的资产未来经营现金流入数据的合理性。

(一) 上市公司未来经营活动现金流净额预测的合理性

1、历史期间收入、净利润及经营活动现金流量的变动情况，以及 2023 年的实际变化趋势

上市公司历史期间经营业绩情况如下：

项目	2023 年	2022 年	2021 年
营业收入（剔除建设期服务收入，万元）	151,588.62	148,684.85	131,797.16
扣除非经常性损益后的归母净利润（万元）	46,191.23	42,388.84	44,079.88
经营活动产生的现金流量净额（万元）	86,873.14	79,022.73	80,911.04

2021 年、2022 年和 2023 年，上市公司营业收入（剔除建设期服务收入）分别为 131,797.16 万元、148,684.85 万元和 151,588.62 万元，扣除非经常性损益后的归母净利润分别为 44,079.88 万元、42,388.84 万元和 46,191.23 万元，经营活动产生的现金流量净额分别为 80,911.04 万元、79,022.73 万元和 86,873.14 万元。

历史期间，上市公司主要项目运营情况良好，营业收入（剔除建设期服务收入）、扣除非经常性损益后的归母净利润、经营活动产生的现金流量净额均实现增长。

2、上市公司未来经营活动现金流量净额的测算过程

出于谨慎性考虑，在本次测算中通过上市公司历史年度经营活动现金流净额的增长情况对未来三年进行预测，具体如下：

上市公司过去五年（2019-2023 年）经营活动现金流净额如下：

单位：万元

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
经营活动现金流净额	67,769.66	75,295.69	80,911.04	79,022.73	86,873.14
同比变动	-	11.11%	7.46%	-2.33%	9.93%

过去五年，上市公司经营活动现金流存在一定的波动，主要是由于应收账款

的回款在各年存在一定的变化所致，随着上市公司整体规模的扩大，经营活动现金流量增长速度将趋于稳定。鉴于最近三年的数据更具有参考性，假定上市公司未来各年经营活动现金流增长率与2021-2023年的经营活动现金流净额年均复合增长率相同，即3.62%，则上市公司未来三年（2024-2026年）经营活动现金流净额分别为90,016.97万元、93,274.57万元和96,650.06万元，三年总额为279,941.60万元。

根据营运资金需求的测算（详见本回复之“问题一”之“三、结合前述问题的回复情况，审慎论证本次募集配套资金用途及规模的合理性”之“（二）本次募集配套资金用途及规模的合理性”之“4、资金使用安排”之“（2）满足未来三年新增营运资金需求”），上市公司未来三年（2024-2026年）收入（剔除建设期服务收入）分别为168,622.92万元、187,571.40万元和208,649.16万元。因此，上市公司未来三年（2024-2026）预测经营活动现金流净额与营运资金需求测算中未来三年（2024-2026）营业收入增长情况匹配，延续了历史期间收入、净利润及经营活动现金流量的变动趋势，预测合理。

（二）标的资产未来经营活动现金流净额预测的合理性

2024年4月，上市公司第二届董事会第三十七次会议审议通过了《关于批准本次交易相关加期审计报告、备考审阅报告的议案》《关于调整公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易方案的议案》《关于公司与交易对方补充签署附条件生效的交易文件的议案》《关于确认本次交易方案调整不构成重大调整的议案》《关于〈湖南军信环保股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）〉及其摘要的议案》等与本次交易相关的议案，现根据市场变化情况，结合上市公司及标的公司自身财务状况，基于谨慎性原则，并经交易双方协商，对交易方案主要变更如下：（1）调整本次交易对价支付方式，减少本次交易中现金支付的金额和比例，相应调整股份支付对价的金额和比例，因而相应减少募集资金用于支付现金对价的金额；（2）缩减本次交易配套募集资金规模，并对募集资金投向进行调整。原标的公司建设项目“长沙市望城区生活垃圾转运站项目”及“长沙市餐厨垃圾无害化处理升级技改项目”全部由标的公司自筹资金解决，不再使用募集资金。

因此，现行募集资金用途中不含标的公司项目建设，不涉及对标的公司未来

经营活动现金流净额的测算。

二、结合本次交易完成后上市公司与标的资产的股权结构、预计分红金额对资金缺口影响程度的测算情况、公司章程对利润分配的相关规定，补充披露在上市公司和标的资产历年现金分红比例较高的同时募集配套资金用于补充流动资金和未来项目建设的必要性

(一) 本次交易完成后上市公司与标的资产的股权结构、预计分红金额对资金缺口影响程度的测算情况、公司章程对利润分配的相关规定

1、本次交易完成后上市公司与标的资产的股权结构

本次交易完成后，上市公司实际控制人戴道国及其控制的单位持有上市公司股票 284,008,121 股，假设配套融资（76,828.17 万元）的发行价格与发行股份购买资产的价格相同，即 15.46 元/股，则配套融资完成后上市公司总股本为 580,628,811 股，上市公司实际控制人戴道国及其控制的企业将持有上市公司股份比例为 48.91%，低于 50%。因此，本次交易完成后上市公司分红将惠及全体股东，不存在实际控制人利用分红变相减持上市公司股份的情形。

本次交易完成后，标的公司控股股东为上市公司，持有标的公司股份 63%，少数股东持股比例 37%，分别是洪也凡、洪也凡子女及其控制的企业，合计持有标的公司股份 34.52%，标的公司其他管理层成员易志刚、胡世梯、杨建增以及祖柱合计持有标的公司股份 2.48%。

2、预计分红金额对资金缺口影响程度的测算情况

根据第二轮问询回复的相关内容，测算上市公司未来三年资金缺口约为 54,121.61 万元，具体如下：

序号	项目	金额（万元）
1	可自由支配资金	217,908.28
2	委托贷款本金、利息收回	9,929.41
3	未来三年经营活动现金流净额	279,941.60
4	未来三年标的公司分红	34,003.84
5	安全现金储备需求	15,813.18
6	未来三年新增营运资金需求	28,639.95
7	未来三年其他固定资产投资需求	276,000.00

序号	项目	金额（万元）
8	上市公司未来三年分红	118,624.48
9	未来三年债务偿还	156,827.12
10	资金缺口（⑩=①+②+③+④-⑤-⑥-⑦-⑧-⑨）	-54,121.61

如按照不存在资金缺口测算，则未来三年分红（2024-2026年）金额需减少54,121.61万元，测算得未来三年分红金额为64,502.87万元，对应分红占上一年度（2023-2025年度）预测经营活动现金流净额的比例为23.88%，占上市公司上一年度（2023-2025年度）备考归母净利润的32.41%（假设2024、2025年上市公司备考归母净利润与2023年备考归母净利润相等）。虽然该比例高于同行业公司分红水平，但上市公司未来将积极响应国家关于保护投资者合法权益、培育市场长期投资理念的号召，不断完善现金分红机制，在不影响公司发展的前提下，稳步提升公司分红水平，持续回报广大中小投资者，因此上述测算的比例与公司未来战略不相符，亦不具有合理性。

3、公司章程对利润分配的相关规定

根据上市公司《公司章程》，上市公司每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的可分配利润的10%，且最近3年以现金方式累计分配的利润不少于最近3年实现的年均可分配利润的30%。

根据标的公司《公司章程》，标的公司利润分配方案由董事会制定，由董事会及监事会审议通过利润分配方案后报由股东大会审议批准，未约定明确的分红比例。

（二）上市公司和标的资产历年现金分红比例较高的同时募集配套资金用于补充流动资金和未来项目建设的必要性

经上市公司董事会审议，现行募集资金用途中不含标的公司项目建设。

上市公司和标的资产历年现金分红比例较高的同时募集配套资金用于补充流动资金原因如下：

1、上市公司和标的公司分红符合国家政策导向

近年来，国家为保护投资者合法权益、培育市场长期投资理念，多措并举引导上市公司完善现金分红机制，强化回报意识。

2020年10月，国务院发布《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》，鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者，切实履行社会责任。2022年4月，中国证监会、国务院国资委、全国工商联发布《关于进一步支持上市公司健康发展的通知》，提出支持上市公司结合本公司所处行业特点、发展阶段和盈利水平，增加现金分红在利润分配中的比重，与投资者分享发展红利，增强广大投资者的获得感。2023年12月，中国证监会发布《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》，明确提出“具备现金分红条件的，应当采用现金分红进行利润分配。鼓励上市公司在符合利润分配的条件下增加现金分红频次，稳定投资者分红预期；要求上市公司应当在章程中明确现金分红相对于股票股利在利润分配方式中的优先顺序。要求拟发行证券的上市公司应当制定对股东回报的合理规划，对经营利润用于自身发展和回报股东要合理平衡，要重视提高现金分红水平，提升对股东的回报。”2024年3月15日中国证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，要求上市公司制定积极、稳定的现金分红政策，明确投资者预期。2024年4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，强化上市公司现金分红监管。

从以上政策可以看出，国家鼓励上市公司给予投资者合理的投资回报，鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者，切实履行社会责任。在上述政策的引导和号召下，上市公司积极响应各项关于上市公司分红的政策倡导，在保证公司持续经营发展的前提下，不断优化分红措施，以实际行动践行国家政策，持续通过现金分红回报投资者，切实履行社会责任。

2、上市公司及标的公司盈利能力强、现金流充沛，具备分红能力，不存在过度分红

上市公司处于持续稳步发展阶段，2021-2023年，上市公司营业收入（剔除建设期服务收入）分别为131,797.16万元、148,684.85万元和151,588.62万元；2021-2023年，上市公司归母净利润分别为44,669.18万元、46,622.87万元和51,385.21万元；2021-2023年，上市公司经营活动现金流净额分别为80,911.04万元、79,022.73万元和86,873.14万元，经营活动现金流保持增长趋势且处于相对较高水平。未来，随着新项目的投产和本次交易的完成，上市公司业务规模将进一步扩大，现金流水平将进一步提升。此外，上市公司融资渠道畅通，可以充

分利用资本市场及金融机构进行项目融资，满足公司项目投资的资金需求。因此，在上市公司业务稳步发展的情况下，保持相对较高的分红水平，可以兼顾自身发展和回报股东，不会影响上市公司业务发展和资本性支出。

按照此前测算的分红金额，上市公司未来三年分红金额占经营性现金流净额比例为 44.59%（仅做示意性测算，不作为上市公司分红承诺），最近三年，军信股份同行业可比上市公司平均分红占平均经营性现金流净额比例区间为 6.23%-20.75%，虽然上市公司未来三年分红比例高于同行业可比上市公司，但是上市公司分红规划符合国家政策导向，与上市公司经营状况相匹配，有利于保护上市公司中小股东利益，提升中小股东获得感。

标的公司报告期内收入和净利润稳步增长，2021 年、2022 年和 2023 年实现营业收入分别为 89,065.68 万元、96,915.97 万元和 102,665.11 万元，2021 年、2022 年和 2023 年实现净利润分别为 42,989.66 万元、45,836.43 万元和 49,694.81 万元，经营现金流较为充沛，2021 年、2022 年和 2023 年经营活动现金流净额分别为 50,089.53 万元、40,318.99 万元和 42,589.85 万元。因此，标的公司的分红情况符合行业特性及经营状况。

综上，上市公司及标的公司经营情况良好，现金流充沛，未来分红资金主要来源于自身经营累积，不存在利用资本市场融资来进行分红的情形，分红比例与同行业可比上市公司不存在重大差异，不存在过度分红。

3、标的公司分红为标的公司股东的重要经济来源之一，也是上市公司经营发展的重要资金来源

标的公司经过多年持续发展的积累，整体现金流情况良好，在过往五年持续保持平均约 77%的分红比例，通过多年的经营发展，已经实现较好的经营规模和盈利水平，股东投资标的公司多年，现金分红为标的公司股东主要经济来源，也将是上市公司在本次交易完成后生产经营的重要资金来源之一。

4、实施稳定且较高水平的分红有利于保护中小股东利益

截至 2024 年 3 月 31 日，上市公司流通股股东中，机构股东户数 2,312 户，机构股东持有 25,653,929 股，户均持股数量为 11,096 股，持股数量占流通股总数的比例为 25.37%；自然人股东户数 26,433 户，持有 75,446,419 股，户均持

股数量为 2,854 股，持股数量占流通股总数的比例为 74.63%，公司股东中存在大量的中小股东。上市公司实施持续稳定且较高水平的现金分红政策，兼顾长远利益和可持续发展的原则，与全体股东，特别是中小股东，分享经营成果，有利于保护中小股东利益，加强中小股东的持股信心。

综上所述，上市公司及标的公司分红情况符合实际生产经营情况、符合行业惯例、有利于保护中小股东利益，不存在过度分红的情况。基于合理分红的基础上，结合实际需求，流动资金存在资金缺口，通过募集资金补充具备必要性。

三、结合前述问题的回复情况，审慎论证本次募集配套资金用途及规模的合理性

（一）募集配套资金投资项目调整内容

经上市公司董事会审议，上市公司缩减了本次重组配套募集资金规模，并对募集资金投向进行调整，具体调整为：（1）原标的公司建设项目“长沙市望城区生活垃圾转运站项目”及“长沙市餐厨垃圾无害化处理升级技改项目”全部由标的公司自筹资金解决，不再使用募集资金；（2）减少本次交易中现金支付的金额和比例，相应调整股份支付对价的金额和比例，因而相应减少募集资金用于支付现金对价的金额。

原募集资金投资项目如下：

单位：万元

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金限额
1	支付现金对价	65,904.30	65,904.30
2	长沙市餐厨垃圾无害化处理升级技改项目	27,070.00	20,000.00
3	长沙市望城区生活垃圾转运站项目	31,717.66	20,000.00
4	补充流动资金	44,095.70	44,095.70
合计		168,787.66	150,000.00

调整后募集资金投资项目如下：

单位：万元

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金限额
1	支付现金对价	32,732.47	32,732.47
2	补充流动资金	44,095.70	44,095.70

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金限额
	合计	76,828.17	76,828.17

（二）本次募集配套资金用途及规模的合理性

截至 2023 年 12 月 31 日，上市公司在手资金及资金使用安排如下：

1、在手资金情况

截至 2023 年 12 月 31 日，上市公司与在手资金相关的科目为货币资金、交易性金融资产、其他流动资产、债权投资。

相关科目分析如下：

（1）货币资金

截至 2023 年 12 月 31 日，上市公司货币资金 87,028.50 万元。其中，库存现金 23.59 万元，银行存款 86,114.85 万元，其他货币资金 890.06 万元。

1) 使用受限货币资金

银行存款中，1.42 万元为 ETC 冻结款项，为使用受限货币资金。其他货币资金 890.06 万元均为受限货币资金，其中土地复垦保证金 373.54 万元，信用证保证金 200.00 万元，保函保证金 313.50 万元，电子采购保证金 3.02 万元。

因此，上市公司货币资金中，存在合计 891.48 万元使用受限货币资金在计算可自由支配资金时需要扣除。

2) IPO 募集资金

银行存款中，IPO 募集资金金额为 13,053.06 万元，其中本金 12,183.20 万元，利息 869.86 万元。军信股份前次 IPO 募集资金净额 226,513.02 万元，其中用于补充流动资金金额 54,818.53 万元，不超过 30%。截至 2023 年 12 月 31 日，军信股份前次 IPO 募集资金累计使用金额 214,329.96 万元，剩余募集资金占募集资金净额的比例为 5.38%，使用明细如下：

单位：万元

序号	项目	拟投入募集资金	已投入募集资金	剩余募集资金
1	长沙市污水处理厂污泥与生活垃圾清洁焚烧协同处置二期工程项目	124,696.40	124,696.40	-

序号	项目	拟投入募集资金	已投入募集资金	剩余募集资金
2	长沙市城市固体废弃物处理场灰渣填埋场工程项目	39,346.99	34,812.26	4,534.73
3	湖南军信环保股份有限公司技术研发中心建设项目	7,651.24	2.77	7,648.47
4	补充流动资金	54,818.53	54,818.53	-
	合计	226,513.02	214,329.96	12,183.20

注：验资报告披露发行费用为 113,785,185.29 元，对应募集资金净额 226,513.02 万元，与实际募集资金净额差异 1,415.09 元，原因是实际发生的信息查询专项服务费较验资报告披露的发行费用中预估的信息查询服务费减少 1,415.09 元

长沙市城市固体废弃物处理场灰渣填埋场工程项目工程结算报告已由长沙市财政评审中心出具，因设备、工程质保期未到，尚有质保金未支付；湖南军信环保股份有限公司技术研发中心建设项目原定建设期为 2 年，预计在 2023 年 12 月 1 日达到预定可使用状态。为更好的服务长沙全球研发中心城市的建设大局，进一步提升技术研发中心项目的质量和形象，吸引更多优秀的海内外研发人才，使技术研发能更好的支撑公司高质量发展，上市公司拟对技术研发中心项目进行重新选址等优化规划，故致使项目无法按照原定进度达到可使用状态，募集资金会持续投入使用，未变更用途，预计该项目 2025 年末完成建设。

综上所述，截至 2023 年 12 月 31 日，前次募集资金使用比例已达到 94.62%，剩余募集资金主要为项目尾款及研发中心项目支出，占比较小且均有明确用途。

因此，上市公司货币资金中，存在合计 13,053.06 万元 IPO 募集资金在计算可自由支配资金时需要扣除。

（2）交易性金融资产

截至 2023 年 12 月 31 日，上市公司交易性金融资产 81,406.51 万元，均为结构性存款，为可自由支配资金。

（3）其他流动资产

截至 2023 年 12 月 31 日，上市公司其他流动资产为 23,535.10 万元，其中，待抵扣及待认证进项税额为 11,203.87 万元，智盈存款及收益（理财产品）为 12,331.23 万元。

因此，上市公司货币资金中，存在合计 11,203.87 万元待抵扣及待认证进项税额在计算可自由支配资金时需要扣除。

(4) 债权投资

截至 2023 年 12 月 31 日，上市公司债权投资 60,126.31 万元。其中，大额定期存单 51,086.57 万元，委托贷款 9,039.74 万元。

1) 大额定期存单

虽然大额存单通过转让变现需要满足一定条件，存在不确定性，但基于审慎原则，测算时将其纳入可自由支配资金中。

2) 委托贷款

根据《湖南军信环保股份有限公司关于对外提供委托贷款的公告》【公告编号：2022-030】，委托贷款为上市公司为积极推进岳阳市平江县市政污泥与生活（餐厨）垃圾焚烧发电项目（以下简称“平江焚烧发电项目”或“项目”）的前期建设工作，确保平江焚烧发电项目顺利开工建设，上市公司通过银行向湖南天岳投资集团有限公司提供委托贷款的方式推进平江焚烧发电项目的前期建设工作，用于支付平江焚烧发电项目的前期征地拆迁资金及三通一平费用，贷款期限不超过 60 个月，贷款年利率 4.1%，利息按季结算，本金平均分五年归还。平江县城城乡统筹扶贫开发有限公司为借款人就本次委托贷款提供连带责任担保。以上委托贷款上市公司均已履行了相关程序，委托贷款额度 1.5 亿元，占最近一期上市公司归母净资产比例为 2.92%，占比较低，2023 年已经按期归还，整体风险较小。委托贷款无法即时变现，因此不算在可自由支配资金内。

因此，上市债权投资中，存在 9,039.74 万元委托贷款在计算可自由支配资金时需要扣除。

综上，截至 2023 年 12 月 31 日，上市公司共拥有 217,908.28 万元可自由支配资金，具体明细如下：

单位：万元

项目	金额
货币资金：	
合并报表账面数	87,028.50
扣减：使用受限货币资金	891.48
IPO 募集资金	13,053.06
可自由支配货币资金（扣除使用受限货币资金、IPO 募集资金）	73,083.96

项目	金额
交易性金融资产：	
合并报表账面数	81,406.51
其他流动资产：	
合并报表账面数	23,535.10
扣减：待抵扣及待认证进项税额	11,203.87
可自由支配其他流动资产（扣除待抵扣及待认证进项税额）	12,331.23
债权投资：	
合并报表账面数：	60,126.31
扣减：委托贷款	9,039.74
可自由支配债权投资（扣除委托贷款）	51,086.57
可自由支配资金合计数	217,908.28

2、委托贷款本金、利息收回

虽然委托贷款在可自由支配资金中扣除，但是根据协议约定，每年会有本金、利息收回（具体参见本回复之“问题一”之“三、结合前述问题的回复情况，审慎论证本次募集配套资金用途及规模的合理性”之“（二）本次募集配套资金用途及规模的合理性”之“1、在手资金情况”之“（4）债券投资”）。

截至 2023 年末，尚余 12,000.00 万元委托贷款本金待收回，预计未来三年归还本金及利息合计 9,929.41 万元。

3、未来三年现金流入

（1）未来三年经营活动现金流净额

上市公司过去五年（2019-2023 年）经营活动现金流净额如下：

单位：万元

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
经营活动现金流净额	67,769.66	75,295.69	80,911.04	79,022.73	86,873.14
同比变动		11.11%	7.46%	-2.33%	9.93%

过去五年，上市公司经营活动现金流存在一定的波动，主要是由于应收账款的回款在各年存在一定的变化所致，随着上市公司整体规模的扩大，经营活动现金流量增长速度将趋于稳定。鉴于最近三年的数据更具有参考性，假定上市公司未来各年经营活动现金流增长率与 2021-2023 年的经营活动现金流净额年均复合

增长率相同，即 3.62%，则上市公司未来三年（2024-2026 年）经营活动现金流净额分别为 90,016.97 万元、93,274.57 万元和 96,650.06 万元，三年总额为 279,941.60 万元。

（2）未来三年标的公司分红

收购完成后，上市公司持有标的公司 63%股份，标的公司 2023 年净利润 49,694.81 万元，根据评估报告，标的公司 2024 年和 2025 年的净利润分别为 41,632.15 万元和 43,608.93 万元，假设未来三年（2024-2026 年）分红金额按照上年净利润*分红比例（40%，考虑到原募集资金投资项目调整为标的公司自筹资金解决，本次测算时相应减少分红比例），未来三年上市公司合计收到标的公司分红 34,003.84 万元。

4、资金使用安排

（1）安全现金储备需求

公司需要持有一定的货币资金用于日常采购、发放工资、缴纳税费等经营活动。上市公司持有有一定金额的安全现金储备主要目的是为了在极端情形下，依然能保障和满足上市公司正常经营的需要，避免发生经营风险。上市公司的主营业务为生活垃圾焚烧发电，与一般制造业有所不同，其不存在制造业中的产成品和在产品，存货很少；其应收账款的对象主要为政府部门，公司难以掌控款项回收的周期；其日常支出主要为支付员工工资及劳务支出、支付税费等，具有较强的刚性，因此上市公司需要考虑极端情况下，即在上市公司尚未有应收账款回款期间（即尚未有经营性现金流入）的情况下，仍然要维持日常经营性现金流出所需要的资金储备。本次测算中，取安全现金储备等于月度平均经营活动现金流出金额乘以应收账款周转月数。

以 2023 年数据计算应收账款周转率为 2.28，对应周转天数为 160.04 天，约为 5.33 个月。基于审慎性原则，公司按照保留 3 个月的经营所需现金支出对安全现金储备进行测算。结合公司生产经营经验、现金收支等情况，以 2021 年至 2023 年的经营性活动现金流出金额得出月平均经营性活动现金流出金额，以此为基础测算得出安全现金储备金额为 15,813.18 万元，具体如下：

单位：万元

项目	金额
2021年至2023年经营活动现金流出金额（A）	189,758.17
每月度平均经营活动现金流出金额（B=A/36）	5,271.06
安全现金储备（C=B*3）	15,813.18

注：采用应收账款周转天数（或类似方法）测算安全现金储备的案例如下：

1、华亚智能（003043.SZ）在发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易的问询函中测算安全现金储备的方法：华亚智能应收账款周转天数在3-4个月左右，为保证及时支付供应商将要到期的应付账款和应付票据、员工薪酬、各项税款及其他日常生产经营的相关费用和支出，华亚智能一般预留3个月左右的日常经营支出资金。以2023年1-9月经营活动现金流出总额31,004.18万元为基础测算，每季度公司安全现金储备需求为10,334.73万元；

2、北玻股份（002613.SZ）向特定对象发行股票审核问询函中测算安全现金储备的方法：为保证公司稳定运营，北玻股份通常预留满足未来3个月经营活动所需现金作为安全现金储备。结合公司生产经营经验、现金收支等情况，以2022年度经营活动现金流出总额119,239.06万元为基础测算，每季度公司安全现金储备需求为29,809.77万元。

（2）满足未来三年新增营运资金需求

假设未来三年上市公司营业收入（剔除建设期收入）的增长率为历史期间（2020年-2023年）复合增长率（11.24%），经营性资产及负债按2023年末余额占销售收入百分比进行测算，则未来三年公司流动资金缺口合计28,639.95万元，具体测算如下：

单位：万元

项目	预测期			
	2023	2024	2025	2026
营业收入（剔除建设期收入）	151,588.62	168,622.92	187,571.40	208,649.16
应收票据（应收款项融资）	1,086.10	1,208.15	1,343.91	1,494.93
应收账款	76,648.50	85,261.63	94,842.65	105,500.29
预付账款	1,409.85	1,568.28	1,744.51	1,940.55
存货	2,804.90	3,120.09	3,470.70	3,860.71
经营性流动资产合计	81,949.35	91,158.15	101,401.77	112,796.48
应付账款	5,863.65	6,522.56	7,255.52	8,070.83
经营性流动负债合计	5,863.65	6,522.56	7,255.52	8,070.83
营运资金金额	76,085.70	84,635.59	94,146.25	104,725.65
流动资金需求	-	8,549.89	9,510.66	10,579.39
流动资金缺口				28,639.95

注：2023年应付账款期末余额为29,110.96万元，其中应付工程、设备款23,247.31万元，应付经营活动款5,863.65万元。由于营运资金需求主要与日常经营活动相关，因此剔除应付账款中与资本性支出相关的应付工程、设备款。

(3) 其他固定资产投资需求

①根据军信股份《关于与吉尔吉斯共和国首都比什凯克市政府签订<垃圾焚烧发电项目框架协议>的公告》（公告编号：2023-091），上市公司于2023年11月14日与吉尔吉斯共和国首都比什凯克市政府签署《垃圾焚烧发电项目框架协议》，协议约定由军信股份实施吉尔吉斯共和国比什凯克市垃圾焚烧发电项目，项目垃圾处理规模规划为3,000吨/日，军信股份根据吉尔吉斯共和国比什凯克市政府要求分期建设。2024年3月29日，上市公司与吉尔吉斯共和国内阁签署《垃圾科技处置发电项目投资协议》，协议约定初期建设一个处理规模为1,000吨/日的垃圾科技处置发电站，年处理量为36.50万吨，总投资额为约9,500.00万美元，约合人民币6.9亿元。剩余2,000吨/日的垃圾焚烧发电项目，预计测算投资约13.8亿元人民币（按照吨投资约69万元计算），共计未来投资约20.7亿元人民币。

②根据军信股份《关于签订<谅解备忘录>的公告》（公告编号：2023-043），上市公司于2023年5月18日与吉尔吉斯共和国奥什市政府签署《谅解备忘录》，备忘录约定军信股份向吉尔吉斯共和国奥什市政府提供城市固体废弃物整体解决方案，并按照长沙城市垃圾项目的建设标准实施建设；军信股份采用垃圾清洁焚烧作为主要解决方案，环保标准严格按照中国最新固体废弃物处置标准实施。经奥什市政府书面确认，垃圾焚烧发电项目处理规模为1,000吨/日。参考比什凯克项目单位投资金额测算，预计投资金额约6.9亿元（按照吨投资约69万元计算）。

此外，中亚及东南亚（包括但不限于印度尼西亚）等“一带一路”项目从中长期来看，也需要一定的资金投入，因金额未确定，在本次测算时暂未纳入。截至本回复签署日，浏阳项目和平江项目建设资金已全部明确来源，因此本次测算中不再将其投资额纳入测算范围。

序号	项目名称	尚需投入金额 (亿元)
1	吉尔吉斯共和国比什凯克市垃圾焚烧发电项目（3,000吨/日）	20.7
2	吉尔吉斯共和国奥什市垃圾焚烧发电项目（1,000吨/日）	6.9
合计		27.6

综上，可确定的未来三年固定资产投资需求约 27.6 亿元。

(4) 偿还债务

上市公司债务金额较高，截至 2023 年末，上市公司一年内需偿还的银行借款为 58,425.58 万元，其中本金 48,835.60 万元，利息 9,589.98 万元，未来三年内需偿还的银行借款金额为 156,827.12 万元，其中本金 130,727.44 万元，利息 26,099.68 万元。

上市公司债务本金明细如下：

公司	银行	借款时间	还款时间	到期需偿还金额（万元）
浦湘生物能源股份有限公司	中国工商银行股份有限公司长沙司门口支行	2017.3	2024-06-12	10,000.00
			2024-12-17	10,000.00
			2025-06-17	5,000.00
			2025-12-17	5,000.00
			2026-06-17	5,000.00
			2026-12-16	5,000.00
	中国建设银行股份有限公司长沙华兴支行	2016.11	2024-06-21	1,750.00
			2024-12-21	1,750.00
			2025-06-21	1,750.00
			2025-12-21	1,750.00
			2026-06-21	1,750.00
			2026-12-21	1,925.00
	中国农业银行股份有限公司湖南省分行营业部	2017.3	2024-04-01	920.00
			2024-10-01	920.00
			2025-04-01	920.00
			2025-10-01	920.00
			2026-04-01	920.00
			2026-10-01	920.00
湖南浦湘环保能源有限公司	中国工商银行股份有限公司长沙司门口支行	2019.9	2024-06-15	5,000.00
			2024-12-15	5,000.00
			2025-06-15	5,000.00
			2025-12-15	5,000.00
			2026-06-15	5,000.00
			2026-12-15	5,000.00

公司	银行	借款时间	还款时间	到期需偿还金额（万元）
	中国银行股份有限公司长沙市芙蓉支行	2021.01	2024-06-21	930.00
			2024-12-21	930.00
			2025-06-21	961.00
			2025-12-21	961.00
			2026-06-21	961.00
			2026-12-21	961.00
	中国建设银行股份有限公司长沙华兴支行	2019.12	2024-06-30	2,485.00
			2024-12-30	2,485.00
			2025-06-30	3,010.00
			2025-12-30	3,010.00
			2026-06-30	3,500.00
			2026-12-30	3,500.00
上市公司母公司	中国工商银行股份有限公司长沙司门口支行	2020.9	2024-06-21	1,500.00
			2024-12-23	1,500.00
			2025-06-23	1,000.00
	中国银行股份有限公司长沙市芙蓉支行	2017.8	2024-03-21	1,332.80
			2024-06-21	500.00
			2024-09-21	1,332.80
			2024-12-21	500.00
			2025-03-21	1,332.80
			2025-09-21	1,332.80
			2026-03-21	1,428.00
	2026-09-21	1,428.00		
	湖南浏阳军信环保有限公司	招商银行股份有限公司浏阳支行	2023.11	2026-04-26
2026-10-26				384.62
中国建设银行股份有限公司长沙华兴支行		2024.4	2026-06-21	622.00
			2026-12-21	622.00
中国工商银行股份有限公司长沙司门口支行		2024.4	2025-06-17	508.00
			2025-12-17	508.00
			2026-06-17	653.50
			2026-12-16	653.50
交通银行股份有		2024.4	2025-06-20	125.00

公司	银行	借款时间	还款时间	到期需偿还金额（万元）
	限公司浏阳支行		2025-12-20	125.00
			2026-06-20	187.50
			2026-12-20	187.50
湖南平江军信环保有限公司	中国农业银行股份有限公司平江县支行	2024.4	2026-03-20	400.00
			2026-09-20	400.00
	中国工商银行股份有限公司长沙司门口支行	2024.4	2025-06-17	430.00
			2025-12-17	430.00
			2026-06-17	515.00
			2026-12-16	515.00
	合计			

上市公司未来三年还本付息明细如下：

年份	归还本金（万元）	归还利息（万元）	合计（万元）
2024	48,835.60	9,589.98	58,425.58
2025	39,073.60	8,864.24	47,937.84
2026	42,818.24	7,645.46	50,463.70
合计	130,727.44	26,099.68	156,827.12

（5）利润分配

上市公司于 2022 年完成上市，上市后进行过一次分红，2022 年度现金分红金额占当期经营活动现金流净额比例为 46.70%，根据上市公司 2023 年度利润分配预案，计划分红 36,900.90 万元，占当期经营活动现金流净额比例为 42.48%，假定 2024 年度、2025 年度分红比例按照 2022 年度、2023 年度平均值 44.59% 测算，则未来三年（2024-2026 年）上市公司分红金额为 118,624.48 万元。

基于上述测算，上市公司未来三年资金缺口约 54,121.61 万元。

序号	项目	金额（万元）
1	可自由支配资金	217,908.28
2	委托贷款本金、利息收回	9,929.41
3	未来三年经营活动现金流净额	279,941.60
4	未来三年标的公司分红	34,003.84
5	安全现金储备需求	15,813.18
6	未来三年新增营运资金需求	28,639.95

序号	项目	金额（万元）
7	未来三年其他固定资产投资需求	276,000.00
8	上市公司未来三年分红	118,624.48
9	未来三年债务偿还	156,827.12
10	资金缺口（⑩=①+②+③+④-⑤-⑥-⑦-⑧-⑨）	-54,121.61

综上，公司在测算资金缺口时已充分审慎考虑上市公司及标的公司的实际情况，相关参数及假设是合理的、谨慎的。上市公司及标的公司的分红规划符合国家政策导向，与上市公司及标的公司经营状况相匹配，不会影响上市公司未来项目投资和运营发展，有利于保护上市公司中小股东利益，提升中小股东获得感，具有合理性和必要性。

本次募集资金规模与实际用途相匹配，本次交易对价以发行股份及支付现金相结合的方式支付，其中上市公司需要支付的现金对价为 32,732.47 万元，与募集资金中用于支付对价的金额一致。根据测算，未来三年上市公司存在约 5.41 亿元资金缺口，缺口金额高于募集资金中用于补充流动资金的金额。因此，本次募集资金规模与上市公司相关支出金额匹配，具有审慎性及合理性。

四、核查程序及核查结论

对于上述事项，独立财务顾问履行的核查程序及核查结论如下：

（一）核查程序

- 1、取得上市公司年报，并查阅上市公司本次调整配套募集资金用途及规模的董事会文件；
- 2、查阅分红相关法规、政策，取得同行业上市公司年报，测算上市公司、标的公司报告期内分红比例并与同行业上市公司数据进行比较；
- 3、取得大额存单回执、委托贷款合同、有息负债测算表以及资本性支出相关文件等，复核融资缺口测算。

（二）核查结论

- 1、上市公司未来三年经营活动现金流量净额系基于历史年度经营活动现金流净额的增长情况进行预测，逐年增长，与营运资金需求测算中未来三年营业收入增长情况匹配，延续了历史期间收入、净利润及经营活动现金流量的变动趋势，

预测具有合理性；

2、上市公司及标的公司分红情况符合国家政策导向以及上市公司、标的公司的实际生产经营情况、符合行业惯例、有利于保护中小股东利益，不存在过度分红的情况。基于合理分红的基础上，考虑上市公司及标的公司的实际资金需求，通过配套募集资金补足资金缺口具备必要性；

3、截至本回复签署之日，经审慎论证，本次募集配套资金用途及规模具备合理性。

（以下无正文）

（本页无正文，为《中信证券股份有限公司关于深圳证券交易所<关于湖南军信环保股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的第三轮审核问询函>之回复》之签章页）

财务顾问主办人：

杨巍巍

姚伟华

财务顾问协办人：

潘杰克

李昕

陈俞名

陈俊霖

刘志开

蔡鑫民

内核负责人：

朱 洁

投行业务负责人：

马 尧

法定代表人：

张佑君

中信证券股份有限公司

年 月 日