

瀚蓝环境股份有限公司拟收购粤丰环

保电力有限公司收购价格

合 理 性 分 析 报 告

中联析报字[2024]第 4164 号

中联资产评估集团有限公司

二〇二四年十一月二十日



目 录

一、委托人、收购对象以及交易概况	1
二、分析基准日	5
三、分析方法	5
四、分析假设	5
五、分析过程	6
六、分析结论	16
七、特别事项说明	17
八、分析报告使用限制说明	18
九、分析报告日	19



瀚蓝环境股份有限公司拟收购粤丰环保 电力有限公司收购价格 合理性分析报告

中联析报字[2024]第 4164 号

瀚蓝环境股份有限公司：

中联资产评估集团有限公司接受贵公司的委托，对瀚蓝环境股份有限公司拟收购粤丰环保电力有限公司收购价格的合理性在分析基准日进行了分析。

现将分析情况报告如下：

一、委托人、收购对象以及交易概况

本次分析的委托人为瀚蓝环境股份有限公司（以下或简称：“瀚蓝环境”），收购对象为粤丰环保电力有限公司（以下或简称：“粤丰环保”）。

（一）委托人情况简介

公司名称：瀚蓝环境股份有限公司

企业性质：其他股份有限公司(上市)

注册资本：81,534.7146 万(元)

注册地址：佛山市南海区桂城融和路 23 号瀚蓝广场 12 楼

经营范围：许可项目：自来水生产与供应；餐厨垃圾处理；危险废物经营；燃气经营；城市生活垃圾经营性服务；建设工程设计；建设工程施工；发电业务、输电业务、供（配）电业务；道路危险货物运输；建设工程勘察；供电业务。（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，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准) 一般项目：固体废物治理；污水处理及其再生利用；生活垃圾处理装备制造；生活垃圾处理装备销售；工程技术服务(规划管理、勘察、设计、监理除外)；热力生产和供应；太阳能发电技术服务；新兴能源技术研发；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；节能管理服务；碳减排、碳转化、碳捕捉、碳封存技术研发；环保咨询服务；温室气体排放控制技术研发；资源再生利用技术研发；资源循环利用服务技术咨询；环境保护专用设备制造；环境保护专用设备销售；工业工程设计服务；住宅水电安装维护服务；工程管理服务；以自有资金从事投资活动；水污染防治服务；污泥处理装备制造；物业管理；供应链管理服务；企业总部管理。(除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动)

(二) 收购对象情况简介

公司名称：粤丰环保电力有限公司

注册地址：PO Box 309, Uglan House, Grand Cayman, KY1-1104, Cayman Islands

成立日期：2014-01-28

证券代码：1381.HK

公司类别：于开曼群岛注册成立的有限公司

主营业务：投资、控股，其营运附属公司主要从事营运与管理垃圾焚烧发电厂、提供环境卫生及相关服务以及综合智慧城市管理服务。

1. 收购对象概况

收购对象是国内最早从事生活垃圾无害化处理的企业之一，其业务范围涵盖城市生活垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理、建筑垃圾处理、危险废弃物处理、一般工业废物和废水处理、垃圾填埋场运营管理、垃圾



填埋场存量垃圾处理、城市清洁服务和环卫一体化运营管理等，形成全产业链协同发展的良好格局。

2.生产经营基本情况

收购对象主要从事城市垃圾处理和焚烧发电、智慧城市环境卫生以及相关服务和智慧停车全方位整体解决方案。在城市垃圾处理和焚烧发电业务板块，收购对象在广东、广西、贵州、江西等省份投资建设运营垃圾焚烧发电厂。在智慧城市环境卫生以及相关服务板块，一般工业固废和危废处置主要由广东新东粤、中洲环保承担，为工业客户提供优质全面的废弃物处置及回收再利用方案，废弃物包括炉渣和飞灰；城乡环卫一体化业务主要由四川佳洁园提供，四川佳洁园系集生活垃圾清扫、分类、收集、运输等为一体的现代化环卫服务企业，致力于发挥与粤丰环保垃圾焚烧业务的协同作用，建立覆盖主要区域乃至全国的垃圾清运体系；香港庄臣以城市清洁服务为主营业务，为政府及各工商业机构提供楼宇清洁、街道清洁、院校清洁、公园及康乐中心清洁服务。

截至基准日，收购对象共有 36 个垃圾焚烧发电项目（其中控股已运营项目 29 个，参股已运营项目 4 个，筹建控股项目 3 个），多个项目获得“AAA 级无害化焚烧厂”最高评级。

收购对象主要以 BOO 及 BOT 特许经营模式从事生活垃圾焚烧发电项目的投资运营业务。垃圾焚烧发电 BOO 模式是指政府许可企业在特定范围内投资、建设垃圾焚烧发电项目，并授予企业在一定期限内拥有该项目独占的特许经营权。企业在特许经营期限内通过对该项目的运营获得垃圾处置费及发电收入，从而收回投资成本并获得一定收益。运营的特许经营期通常为 25 至 30 年，在特许经营期限到期后，该项目资产归项目公司所有。BOT 模式与 BOO 模式区别为在特许经营期限到期后，BOT 模式项目将无偿移交给当地政府。



收购对象近两年一期模拟口径财务概况如下：

模拟合并资产负债表

金额单位：万元

项目名称	2022年12月 31日	2023年12月 31日	2024年6月 30日
流动资产合计	414,670.70	489,859.55	530,732.26
非流动资产合计	1,899,859.73	1,966,939.02	1,944,940.17
资产总计	2,314,530.43	2,456,798.56	2,475,672.43
流动负债合计	360,305.67	448,838.82	457,781.12
非流动负债合计	1,163,268.84	1,146,841.58	1,118,136.51
负债合计	1,523,574.51	1,595,680.40	1,575,917.64
归属于母公司股东全部权益	762,364.99	825,672.57	862,380.23
所有者权益合计	790,955.92	861,118.17	899,754.80
负债和所有者权益总计	2,314,530.43	2,456,798.56	2,475,672.43

模拟合并利润表

金额单位：万元

项目名称	2022年	2023年	2024年1-6月
一、营业收入	691,721.26	449,343.93	193,924.48
二、营业成本	477,206.26	266,869.56	101,481.90
三、税前利润	141,805.52	103,389.28	52,737.11
四、净利润	116,517.62	87,965.32	44,397.15
五、归母净利润	113,924.37	86,099.75	43,768.18

（三）交易概况

根据瀚蓝环境股份有限公司 2024 年 11 月 20 日公告的《瀚蓝环境股份有限公司重大资产购买草案》，本次收购瀚蓝环境股份有限公司子公司瀚蓝（香港）环境投资有限公司拟向计划股东按照 4.90 港元/股支付现金对价，向购股权持有人按照 0.51 港元/份支付现金对价。若全部购股权均未行权，本次交易总价为 11,090,594,990.10 港元，对应 92.77% 粤丰环保股权；若除李咏怡持有的 250,000 份购股权外，其他全部购股权均行权，本次交易总价 11,099,374,990.10 港元，对应 92.78% 粤丰环保股权。

综上，在除李咏怡持有的 250,000 份购股权外，其他全部购股权均行权的情况交易价格为本次交易价格上限，此情况对应 100% 粤丰环保交易价格为 1,196,311.17 万港元，根据中国银行 2024 年 7 月 5 日公布



的港元现汇卖出价：100 港元折合 93.27 元人民币，此情况对应 100%粤丰环保交易价格为 1,115,799.42 万元。

二、分析基准日

本次分析基准日是 2024 年 6 月 30 日。

此基准日是委托人在综合考虑各因素的基础上确定的。

三、分析方法

本次分析中，收购对象为港股上市公司，已有市场价值，因此参考公开市场披露的同类或近似案例进行对比分析无疑是本次分析的首选方法。

在具体分析中，由于所选可比公司、交易案例的指标数据的公开性，使得对比分析具有较好的操作性。其使用的基本条件是：需要有一个较为活跃的资本、金融市场；可比公司及收购对象可比较的指标、参数等资料可以充分获取。

根据上述分析，结合本次收购对象的实际情况和公开市场可收集的资料，确定采用市场比较的方法结合其他港股私有化溢价情况、国内同行业可比上市公司以及国内同行业可比交易案例情况对本次交易价格进行分析。

四、分析假设

本次分析遵循了以下假设：

1. 假设收购对象已经处在交易的过程中，分析人员根据交易对象的交易条件等模拟市场进行估算。交易假设是本次分析得以进行的一个最基本的前提假设。

2. 假设在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易



双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。

3. 假设估值对象作为经营主体，在所处的外部环境下，按照经营目标，持续经营下去。企业经营者负责并有能力担当责任；企业合法经营，并能够获取适当利润，以维持持续经营能力。对于企业的各类经营性资产而言，能够按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用。

4. 假设可比公司、案例等公开信息披露真实、准确、完整，无影响价值判断的虚假陈述、错误记载或重大遗漏

当上述条件发生变化时，分析结果一般会失效。

五、分析过程

（一）与其他港股私有化案例溢价对比分析

本次交易，收购对象为港股上市公司，收购完成后收购对象将被私有化。私有化交易是指买方在二级市场上收购所有流通在外的股份，收购完成后进行退市操作，因此本次交易属于二级市场的交易行为。本次分析将本次交易的溢价情况与其他二级市场私有化交易的溢价情况进行对比以分析本次交易价格是否合理。

分析人员参考港股市场2023年以来完成的协议安排私有化或要约收购交易案例进行股权溢价分析，选取了港股市场2023年以来完成的相关案例共6例。其收购价格较公告前1个交易日的收盘价的溢价情况如下：

公告日期	被私有化公司	股票代码	收购价较公告前1个交易日收盘价溢价率
2023/10/9	海通国际	0665.HK	114.08%
2023/9/7	辰罡科技	8131.HK	51.60%
2023/7/11	首钢资源	0639.HK	17.65%
2023/6/27	新创建集团	0659.HK	14.52%
2023/6/25	永盛新材料	3608.HK	58.73%



2023/3/27	优品 360	2360.HK	11.66%
平均值			44.71%
剔除异常值后平均值			30.83%

注1：数据来源港股上市公司公告及同花顺资讯查询。

注2：海通国际案例溢价率远高于其他案例，因此谨慎考虑作为异常值考虑。

本次交易对粤丰环保的4.90港元收购价相较公告前最后交易日2024年7月22日收盘价4.39港元溢价约11.62%。

综合上述案例分析，本次收购价为每股4.90港元，对粤丰环保的收购价相较公告前1个交易日收盘价溢价率低于其他交易案例平均值以及剔除异常值后平均值，本次私有化交易溢价具有谨慎性，合理性。

（二）与国内同行业可比公司对比分析

1. 筛选可比上市公司

收购对象为港股上市公司，本次分析首先根据 Capital IQ 数据库中对于收购对象的分类 Renewable Electricity 进行筛选，共计 16 家港股上市公司，其中涉及垃圾发电业务的仅有中国光大绿色环保有限公司且其利润为负，参考意义较低，且并无其他同行业可比港股上市公司，因此本次分析使用 A 股同行业上市公司进行比对。

首先按照申万业分类，筛选申万环保-环境治理-固废治理行业，得到共计 34 家可比公司。

随后考虑到收购对象的经营情况，剔除净利润为负以及北交所及科创板上市公司，具体情况如下：

证券代码	证券名称	归属母公司股东的净利润 (万元)	是否为北交所或科创板	是否满足标准
600217.SH	中再资环	21,633.41	否	是
600323.SH	瀚蓝环境	162,689.01	否	是
601033.SH	永兴股份	70,327.39	否	是
601200.SH	上海环境	55,669.47	否	是
601330.SH	绿色动力	56,825.01	否	是
601827.SH	三峰环境	119,931.13	否	是
603568.SH	伟明环保	244,537.58	否	是
603588.SH	高能环境	42,639.31	否	是
000035.SZ	中国天楹	53,289.57	否	是



证券代码	证券名称	归属母公司股东的净利润 (万元)	是否为北交所或科创板	是否满足标准
000885.SZ	城发环境	97,153.46	否	是
001230.SZ	劲旅环境	13,262.40	否	是
002034.SZ	旺能环境	61,472.83	否	是
002210.SZ	飞马国际	4,285.84	否	是
002266.SZ	浙富控股	76,228.55	否	是
002973.SZ	侨银股份	28,950.96	否	是
300140.SZ	节能环境	67,934.57	否	是
300779.SZ	惠城环保	8,742.67	否	是
300815.SZ	玉禾田	53,028.69	否	是
300854.SZ	中兰环保	2,987.68	否	是
300867.SZ	圣元环保	15,574.47	否	是
301068.SZ	大地海洋	6,340.94	否	是
301109.SZ	军信股份	53,896.51	否	是
301175.SZ	中科环保	29,462.33	否	是
301265.SZ	华新环保	4,832.12	否	是
301305.SZ	朗坤环境	20,216.05	否	是
301500.SZ	飞南资源	14,264.55	否	是
831370.BJ	新安洁	-7,541.38	是	否
688178.SH	万德斯	-9,642.58	是	否
688370.SH	丛麟科技	5,660.76	是	否
688679.SH	通源环境	1,615.73	是	否
000546.SZ	金圆股份	-47,334.07	否	否
301049.SZ	超越科技	-10,704.14	否	否
002672.SZ	东江环保	-80,890.70	否	否
300614.SZ	百川畅银	-13,839.95	否	否

注：归属母公司股东的净利润为2024年6月30日TTM口径数据。

根据上述标准筛选后得到共计26家可比公司。

(1) 企业规模条件筛选

收购对象2023年收入498,016.00万港元，员工7,388人，根据国家统计局颁发的《国家统计局关于印发〈统计上大中小微型企业划分办法(2017)〉的通知》中的标准：

行业名称	指标名称	计量单位	大型	中型	小型	微型
工业	从业人员(X)	人	$X \geq 1000$	$300 \leq X < 1000$	$20 \leq X < 300$	$X < 20$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 40000$	$2000 \leq Y < 40000$	$300 \leq Y < 2000$	$Y < 300$

注：工业包括采矿业，制造业，电力、热力、燃气及水生产和供应。

按照前述标准，收购对象满足大型企业标准，因此认为在上述标准中的大型企业与收购对象具有可比性。



本次分析规模对比筛选标准为大型公司，按照上述标准继续筛选后，得到共计 19 家可比公司，具体结果如下：

证券代码	证券名称	员工数量	营业收入（万元）	企业规模	筛选标准	是否满足标准
600217.SH	中再资环	2789	377,444.73	大型	大型企业	是
600323.SH	瀚蓝环境	25264	1,243,816.10	大型	大型企业	是
601033.SH	永兴股份	1817	360,462.39	大型	大型企业	是
601200.SH	上海环境	3062	636,563.05	大型	大型企业	是
601330.SH	绿色动力	3466	347,454.21	大型	大型企业	是
601827.SH	三峰环境	3216	617,812.51	大型	大型企业	是
603568.SH	伟明环保	3424	724,482.49	大型	大型企业	是
603588.SH	高能环境	5713	1,365,716.52	大型	大型企业	是
000035.SZ	中国天楹	19437	558,437.05	大型	大型企业	是
000885.SZ	城发环境	4032	617,681.43	大型	大型企业	是
001230.SZ	劲旅环境	35287	151,572.87	大型	大型企业	是
002034.SZ	旺能环境	2577	322,769.78	大型	大型企业	是
002210.SZ	飞马国际	239	27,427.33	小型	大型企业	否
002266.SZ	浙富控股	6656	1,990,747.62	大型	大型企业	是
002973.SZ	侨银股份	54854	389,088.52	大型	大型企业	是
300140.SZ	节能环境	4632	583,742.92	大型	大型企业	是
300779.SZ	惠城环保	797	115,913.89	中型	大型企业	否
300815.SZ	玉禾田	91929	663,752.08	大型	大型企业	是
300854.SZ	中兰环保	362	79,742.97	中型	大型企业	否
300867.SZ	圣元环保	1565	171,690.86	大型	大型企业	是
301068.SZ	大地海洋	634	94,920.82	中型	大型企业	否
301109.SZ	军信股份	708	219,728.68	中型	大型企业	否
301175.SZ	中科环保	893	147,833.08	中型	大型企业	否
301265.SZ	华新环保	485	61,877.69	中型	大型企业	否
301305.SZ	朗坤环境	1598	185,442.93	大型	大型企业	是
301500.SZ	飞南资源	4514	1,031,211.70	大型	大型企业	是
	收购对象	7388	418,596.44	大型		

注：员工数量取自 2023 年年报，营业收入为 2024 年 6 月 30 日 TTM 口径数据。

（2）资产配置条件筛选

收购对象资产配置比例情况如下：

项目/公司	收购对象
固定资产及无形资产	60.57%

收购对象为重资产型企业，无形资产主要为特许经营权，经营性实物资产占比较高。收购对象固定资产及无形资产比例 60.57%，本次分析认定固定资产、无形资产以及在建工程合计占总资产比例处于 45%-75% 区间的可比上市公司与收购对象在资产配置方面近似，因此按照上述标准继续对可比公司进行新一轮的筛选，具体情况如下：



证券代码	证券名称	资产占比	筛选标准-资产占比	是否满足标准
600217.SH	中再资环	12.39%	45%-75%	否
600323.SH	瀚蓝环境	48.88%	45%-75%	是
601033.SH	永兴股份	74.01%	45%-75%	是
601200.SH	上海环境	33.87%	45%-75%	否
601330.SH	绿色动力	49.90%	45%-75%	是
601827.SH	三峰环境	67.04%	45%-75%	是
603568.SH	伟明环保	66.47%	45%-75%	是
603588.SH	高能环境	43.10%	45%-75%	否
000035.SZ	中国天楹	66.56%	45%-75%	是
000885.SZ	城发环境	75.57%	45%-75%	否
001230.SZ	劲旅环境	30.25%	45%-75%	否
002034.SZ	旺能环境	81.11%	45%-75%	否
002266.SZ	浙富控股	26.63%	45%-75%	否
002973.SZ	侨银股份	26.27%	45%-75%	否
300140.SZ	节能环境	68.04%	45%-75%	是
300815.SZ	玉禾田	15.91%	45%-75%	否
300867.SZ	圣元环保	70.52%	45%-75%	是
301305.SZ	朗坤环境	55.69%	45%-75%	是
301500.SZ	飞南资源	55.31%	45%-75%	是
	收购对象	60.57%		

注：可比公司及收购对象所选财务数据取自 2024 年中报口径。

根据上述标准筛选后，得到符合标准的可比公司为 10 家。

(3) 企业所处成长阶段及成长性条件筛选

分析人员难以量化准确说明各可比公司具体企业所处阶段及成长性指标，但考虑到收购对象与可比公司均为上市公司，因此认为收购对象与可比公司所处成长阶段相同，成长性近似。因此符合标准的可比公司仍为 10 家。

(4) 经营风险及财务风险条件筛选

收购对象经营风险主要来源于固废治理行业相关政策影响，收购对象资产负债率较高，具体情况如下：

序号	公司简称	经营风险	财务风险
1	收购对象	受固废治理行业相关政策影响	资产负债率 63.66%

注：上述财务风险数据使用 2024 年 6 月 30 日数据测算。

由于所选可比公司均为固废治理行业，在正常经营的前提下，所受



经营风险均来源于受固废治理行业市场以及相关行业政策影响，因此经营风险筛选均通过，财务风险方面，在收购对象基准日资产负债率 63.66% 的基础上，考虑一定上下浮动空间，筛选标准为资产负债率处于 50%至 70%，按照上述标准筛选具体情况如下：

证券代码	证券名称	资产负债率	筛选标准-资产负债率	是否满足标准
600323.SH	瀚蓝环境	64.01%	50%至 70%	是
601033.SH	永兴股份	58.78%	50%至 70%	是
601330.SH	绿色动力	62.69%	50%至 70%	是
601827.SH	三峰环境	55.00%	50%至 70%	是
603568.SH	伟明环保	47.83%	50%至 70%	否
000035.SZ	中国天楹	61.38%	50%至 70%	是
300140.SZ	节能环境	55.14%	50%至 70%	是
300867.SZ	圣元环保	59.08%	50%至 70%	是
301305.SZ	朗坤环境	44.16%	50%至 70%	否
301500.SZ	飞南资源	60.74%	50%至 70%	是
	收购对象	63.66%		

注：可比公司及收购对象所选财务数据取自 2024 年 6 月 30 日数据。

按照上述标准筛选后，得到符合标准的可比公司 8 家。

(5) 业务结构对比

收购对象业务结构情况如下：

公司/项目	垃圾发电业务收入占主营业务收入比例
收购对象	93.48%

根据收购对象上述信息，按照业务结构中垃圾发电业务收入占比高于 70% 进行筛选，具体情况如下：

证券名称	垃圾发电业务收入占比	筛选标准	是否满足标准
瀚蓝环境	51.30%	大于 70%	否
永兴股份	98.34%	大于 70%	是
绿色动力	100.00%	大于 70%	是
三峰环境	81.60%	大于 70%	是
中国天楹	59.53%	大于 70%	否
节能环境	0.00%	大于 70%	否
圣元环保	71.91%	大于 70%	是
飞南资源	0.00%	大于 70%	否
收购对象	93.48%		

注：可比公司及收购对象所选财务数据取自 2023 年年报口径。

按照前述标准，筛选后得到 4 家可比上市公司：

证券名称	垃圾发电业务收入占比
永兴股份	98.34%



绿色动力	100.00%
三峰环境	81.60%
圣元环保	71.91%
收购对象	93.48%

注1：可比公司及收购对象所选财务数据取自2023年年报口径。

注2：上述垃圾发电业务中除圣元环保外均包含了建造收入，圣元环保因主营业务包含水处理业务，因此未将建造收入考虑至垃圾发电业务收入，若考虑该因素圣元环保垃圾发电业务收入占比将不低于71.91%。

（6）经营模式对比

收购对象及可比公司主营业务均为垃圾发电相关的运营，建造等，经营模式一致，具有可比性。

（7）筛选最终可比公司

根据前述各筛选标准，最终得到4家可比公司，具体情况如下：

序号	证券代码	证券名称	主营业务
1	601033.SH	永兴股份	垃圾发电业务
2	601330.SH	绿色动力	垃圾发电业务
3	601827.SH	三峰环境	垃圾发电业务
4	300867.SZ	圣元环保	垃圾发电业务

2.价值比率的筛选

为进一步判断不同价值比率对于收购对象所属行业的适用性，对该行业上市公司市价与净利润、净资产、营业收入以及EV与EBITDA之间的相关性进行回归分析。回归分析时按照筛选后细分四家可比公司的申万行业末级分类明细SW-环保-环境治理-固废治理的标准筛选后，剩余共计34家可比公司，具体回归分析情况如下：

线性回归分析结果表

因变量	P			EV
	B	E	S	EBITDA
自变量				
相关系数	0.81	0.86	0.55	0.94
价值比率	P/B	P/E	P/S	EV/EBITDA

注：回归分析使用的自变量总收入，归母净利润以及EBITDA为可比公司2024年中报TTM口径数据，归母净资产为2024年中报数据，因变量市值为基准日市值。



由上可知，采用归母净资产 B、归母净利润 E 与市值，EBITDA 及 EV 进行回归分析，自变量与因变量间的相关性表现良好。考虑收购对象所处行业各公司对于无形资产之特许经营权计量的会计政策，导致特许经营权增值比例不一，各公司账面净资产内含不完全一致，因此使用 P/B 指标有可能导致分析结果具有一定偏差，因此本次分析以 PE 及 EV/EBITDA 作为比准价值比率进行分析。

3.可比公司法分析结果

由于本次分析中，所选可比公司为A股上市公司，而收购对象为港股上市公司，港股市场及A股市场存在一定的流动性差异，因此需要考虑相关调整。

对于流动性折扣，分析人员参考新股发行定价估算方式进行测算，即上市公司新股IPO的发行定价与该股票正式上市后的交易价格之间的差异来研究缺少流动折扣的方式，具体情况如下：

分析人员首先对A股及港股市场中垃圾发电公司IPO发行价以及上市后第90交易日、120日以及250日收盘价之间的关系进行流动性折扣差异分析，具体情况如下：

A股垃圾发电公司流动性折扣情况如下：

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格 [单位]元	第 90 日 交易 收盘价	第 120 日 交易 收盘价	第 250 日 交易 收盘价	流动性 折扣 90 日	流动性 折扣 120 日	流动性 折扣 250 日
601033.SH	永兴股份	2024-01-18	16.20	15.93	15.99	-	-1.70%	-1.30%	
601330.SH	绿色动力	2018-06-11	3.29	13.87	13.85	11.83	76.28%	76.25%	72.19%
601827.SH	三峰环境	2020-06-05	6.84	8.90	8.97	9.01	23.15%	23.75%	24.07%
300867.SZ	圣元环保	2020-08-24	19.34	33.30	28.19	31.03	41.92%	31.39%	37.67%
600323.SH	瀚蓝环境	2000-12-25	6.68	17.58	18.35	13.57	62.00%	63.60%	50.76%
601200.SH	上海环境	2017-03-31	20.34	24.14	24.60	18.45	15.74%	17.32%	-10.24%
603568.SH	伟明环保	2015-05-28	11.27	55.01	60.93	33.44	79.51%	81.50%	66.30%
000035.SZ	中国天楹	1994-04-08	3.90	6.27	9.30	6.14	37.80%	58.06%	36.47%
000885.SZ	城发环境	1999-03-19	7.08	11.96	10.58	18.65	40.80%	33.08%	62.04%
002034.SZ	旺能环境	2004-08-26	12.00	11.80	12.54	13.24	-1.69%	4.31%	9.34%
301109.SZ	军信股份	2022-04-13	34.81	27.24	23.03	25.08	-27.77%	-51.14%	-38.77%



301175.SZ	中科环保	2022-07-08	3.82	6.18	6.07	5.96	38.19%	37.07%	35.93%
	平均值								33.54%

注：由于永兴股份上市时间较短，尚无第250日交易收盘价，因此作为异常值剔除。

港股垃圾发电公司流动性折扣情况如下：

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格 [单位]元	第90日交易收盘价	第120日交易收盘价	第250日交易收盘价	流动性折扣90日	流动性折扣120日	流动性折扣250日
1381.HK	粤丰环保	2014-12-29	2.33	3.10	4.38	3.44	24.84%	46.80%	32.27%
1257.HK	光大环境	2017-05-08	5.40	5.50	6.12	7.61	1.82%	11.76%	29.04%
	平均值								24.42%

综上，根据A股及港股垃圾发电公司测算的流动性折扣差异为33.54%-24.42%=9.12%。

随后，分析人员按照本次分析中筛选得到的可比上市公司以及收购对象IPO发行价以及上市后第90交易日、120日以及250日收盘价之间的关系进一步对流动性折扣差异分析，具体情况如下：

可比公司流动性折扣情况如下：

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格 [单位]元	第90日交易收盘价	第120日交易收盘价	第250日交易收盘价	流动性折扣90日	流动性折扣120日	流动性折扣250日
601033.SH	永兴股份	2024-01-18	16.20	15.93	15.99	-	-1.70%	-1.30%	
601330.SH	绿色动力	2018-06-11	3.29	13.87	13.85	11.83	76.28%	76.25%	72.19%
601827.SH	三峰环境	2020-06-05	6.84	8.90	8.97	9.01	23.15%	23.75%	24.07%
300867.SZ	圣元环保	2020-08-24	19.34	33.30	28.19	31.03	41.92%	31.39%	37.67%
	平均值								45.18%

注：由于永兴股份上市时间较短，尚无第250日交易收盘价，因此作为异常值剔除。

收购对象流动性折扣情况如下：

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格 [单位]元	第90日交易收盘价	第120日交易收盘价	第250日交易收盘价	流动性折扣90日	流动性折扣120日	流动性折扣250日
1381.HK	粤丰环保	2014-12-29	2.33	3.10	4.38	3.44	24.84%	46.80%	32.27%
	平均值								34.64%

综上，本次分析可比公司平均流动性折扣水平高于收购对象，差值为45.18%-34.64%=10.54%。

由上可见本次分析中可比上市公司以及收购对象的流动性折扣差



异高于 A 股及港股垃圾发电公司测算得到的流动性折扣差异,本次分析中最终采用可比上市公司以及收购对象的流动性折扣差异 10.54%作为流动性折扣调整值。

根据流动性折扣调整值以及可比公司 100%股权价值与可比公司价值因子计算得出可比公司的价值比率,结果如下表:

单位:万元

序号	公司简称	流动性调整后 100%股权价值 P	可比公司价值因子 E	可比公司 P/E
1	永兴股份	1,303,521.66	70,327.39	18.54
2	绿色动力	514,977.92	56,825.01	9.06
3	三峰环境	1,274,670.39	119,931.13	10.63
4	圣元环保	257,928.62	15,574.47	16.56
	平均值			13.70

注:可比公司价值因子 E=2024 年中报 TTM 归母净利润,100%股权价值 P 为基准日市值乘以(1-流动性折扣调整值)。

单位:万元

序号	公司简称	流动性调整后 EV	可比公司价值因子 EBITDA	可比公司 EV/EBITDA
1	永兴股份	2,107,316.93	207,681.01	10.15
2	绿色动力	1,692,119.67	171,270.78	9.88
3	三峰环境	1,999,256.48	246,760.45	8.10
4	圣元环保	669,954.49	70,776.41	9.47
	平均值			9.40

注:可比公司价值因子 EBITDA=2024 年中报 TTM 口径 EBITDA, EV 计算中采用基准日市值乘以(1-流动性折扣调整值)进行测算。

由上表可知,可比公司平均PE倍数为13.70,根据收购对象基准日TTM口径归母净利润计算得到收购对象100%股权价值为1,189,123.34万元。

可比公司平均EV/EBITDA倍数为9.40,根据收购对象基准日TTM口径EBITDA以及收购对象净负债、少数股东权益计算得到收购对象100%股权价值为1,153,466.30万元。

本次交易,在除李咏怡持有的250,000份购股权外,其他全部购股权均行权的条件下,本次交易对应100%股权总价为1,115,799.42万元,本次交易对价低于根据可比公司平均PE以及EV/EBITDA倍数估算的收购对象100%股权价值,具有谨慎性,合理性。



（三）与同行业可比交易案例对比分析

根据公开披露信息，分析人员未发现2022年以来上市公司公开披露的同行业可比交易案例信息，因此本次分析未主要采取可比交易案例法进行分析，但分析人员仍查阅了历史年度上市公司公开披露的同行业可比交易案例情况，具体情况如下：

收购方	标的资产	主营业务	基准日	动态PE
中环环保	泷蝶新能源 100%股权	生活垃圾环保发电项目运营	2020/8/31	18.77
川能动力	川能环保 51%股权	垃圾焚烧发电、环卫一体化、环保设备销售	2020/6/30	6.73
清新环境	重庆渝琥 100%股权	工业余热发电、煤矸石发电、垃圾焚烧发电能源技术开发、咨询、服务	2020/7/31	21.12
龙净环保	德长环保 99.28%股权	生活垃圾、农业废弃物的焚烧发电	2020/7/31	13.19
洪城环境	鼎元生态 100%股权	生活垃圾焚烧发电、热电联产项目、餐厨垃圾处理等	2021/2/28	8.29
平均值				13.62
本次交易				12.85

本次交易，在除李咏怡持有的250,000份购股权外，其他全部购股权均行权的条件下，本次交易对应100%股权总价为1,115,799.42万元，收购对象2024年1-6月模拟合并归母净利润43,768.18万元，TTM口径下收购对象2024年模拟合并归母净利润86,818.05万元，对应本次交易PE12.85。

综上，本次交易PE倍数处于公开披露的过往同行业交易案例区间内且低于相应平均水平，本次交易价格具有一定谨慎性，合理性。

六、分析结论

基于前述分析，本报告结合其他香港上市公司私有化溢价率情况、同行业可比公司情况以及过往同行业可比交易案例情况对瀚蓝环境股份有限公司拟收购粤丰环保电力有限公司收购价格合理性进行了分析。我们认为，瀚蓝环境股份有限公司拟收购粤丰环保电力有限公司的收购



价格具有合理性。

七、特别事项说明

特别事项提示是指在已确定分析结论的前提下，分析人员揭示在分析过程中已发现可能影响分析结论，但非分析人员执业水平和能力所能评定估算的有关事项。我们特别提示本报告使用方关注特别事项提示对本分析报告分析结论的影响。

1. 本次分析引用的收购对象财务数据摘自华兴会计师事务所(特殊普通合伙)出具的模拟财务报表审计报告，模拟编制基础为“为全面反映要约人拟收购资产在报告期内的公司业绩，本模拟财务报表假设上述交易安排已于本报告期之期初(2022年1月1日)完成相关资产、股权的转让交割，可收回金额列报模拟财务报表“其他应收款-拟出售资产可收回金额”。

除上述假设外，公司以持续经营为基础，根据财务报告期间实际发生的交易和事项，按照《企业会计准则——基本准则》和其他各项具体会计准则、应用指南、准则解释及其他相关规定(以下合称企业会计准则)进行确认和计量，在此基础上结合中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》(2023年修订)的规定，编制模拟财务报表。”。

2. 本分析报告分析目的是为股权收购的定价决策提供公允性及合理性验证，特提请报告使用者关注。

3. 截至本分析报告出具日，在公开渠道，企业未披露可能影响分析的重大瑕疵事项、重大未决诉讼及或有事项。本次分析结论中未考虑上述事项对分析结论的影响。

4. 本报告中的观点不构成对任何第三方的建议、推荐和补偿。我们



的观点基于财务分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素考虑在内，仅用于委托人本次分析目的。本报告也不对收购完成或失败后收购对象的股权做出任何评价。

以上特别事项可能对本分析结果产生影响，提请分析报告使用人使用本分析报告时予以充分关注，并恰当使用本分析报告。

此外，分析报告使用人亦不应当完全依赖本分析报告，而应对资产的权属状况、价值影响因素及相关内容作出自己的独立判断，并在经济行为中适当考虑。

八、分析报告使用限制说明

（一）本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本次报告结论是反映分析对象在本次分析目的下，根据公开市场的原则确定的现行公允市价，没有考虑将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方可能追加付出的价格等的影响，同时，本报告也未考虑国际宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及分析中遵循的持续经营原则等其它情况发生变化时，分析结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致分析结果失效的相关法律责任。

本分析报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

（二）本分析报告只能由报告载明的分析报告使用者使用分析报告的使用权归委托人所有，未经委托人许可，本机构不会随意向他人公开。

（三）分析结论的使用有效期为一年，自分析基准日2024年6月30日起至2025年6月29日止。

（四）未征得本机构同意并审阅相关内容，分析报告的全部或者部



分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

九、分析报告日

分析报告日为二〇二四年十一月二十日。



(此页无正文)



分析人员：范经纬

分析人员：吴时定

二〇二四年十一月二十日

