

中信证券股份有限公司

关于

上海证券交易所

《关于对瀚蓝环境股份有限公司重大资产购买草案

信息披露的问询函》回复

之核查意见

独立财务顾问



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

二〇二四年十二月

## 上海证券交易所：

2024年11月28日，瀚蓝环境股份有限公司（以下简称“瀚蓝环境”）收到上海证券交易所《关于对瀚蓝环境股份有限公司重大资产购买草案信息披露的问询函》（上证公函【2024】3689号）（以下简称“《问询函》”）。中信证券股份有限公司作为瀚蓝环境本次交易的独立财务顾问，对《问询函》中有关问题进行了认真分析和核查，现就核查情况回复如下。

除非文义载明，相关简称与《瀚蓝环境股份有限公司重大资产购买报告书（草案）》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。本核查意见中任何表格中若出现总数与表格所列数值总和不符，如无特殊说明则均为采用四舍五入而致。

## 目 录

问题 1、关于偿债能力 .....	3
问题 2、关于资产受限情况 .....	11
问题 3、关于交易定价 .....	19
问题 4、关于应收账款 .....	27
问题 5、关于合规性 .....	37

## 问题 1、关于偿债能力

草案显示，瀚蓝（佛山）投资有限公司（以下简称瀚蓝佛山）拟向其境外全资子公司瀚蓝香港增资至总股本不超过 113 亿元港币（或人民币 105 亿元），用于支付本次私有化交易对价，资金来源为公司自有资金、自筹资金。本次交易后，公司 2023 年度资产负债率将从 64.13% 上升至 75.60%、2024 年 6 月 30 日资产负债率将从 64.01% 上升至 74.94%。

请公司：（1）结合公司收购标的公司后合并报表的主要财务指标、存量及增量的有息负债规模、利息费用、债务到期情况等，量化分析测算合并后公司还本付息的安排；（2）进一步评估上述大额资金支出对公司现金流的潜在影响，说明是否存在流动性风险、是否影响公司正常的投资和经营活动，并充分提示风险。请独立财务顾问和会计师发表意见。

回复：

（一）结合公司收购标的公司后合并报表的主要财务指标、存量及增量的有息负债规模、利息费用、债务到期情况等，量化分析测算合并后公司还本付息的安排

### 1、公司收购标的公司后合并报表的主要财务指标

根据《备考审阅报告》，本次交易对上市公司主要财务指标的影响如下表所示：

单位：万元

项目	2024 年 1-6 月/2024 年 6 月 30 日			2023 年/2023 年 12 月 31 日		
	交易前	交易后 (备考)	增长率	交易前	交易后 (备考)	增长率
营业收入	582,429.78	776,354.26	33.30%	1,254,128.90	1,703,472.82	35.83%
营业成本	400,802.38	502,284.28	25.32%	938,151.89	1,205,021.45	28.45%
营业利润	109,015.54	149,798.86	37.41%	182,199.72	263,320.09	44.52%
净利润	88,557.66	120,988.76	36.62%	146,964.89	213,093.93	45.00%
归属于母公司股东的净利润	88,713.46	105,015.84	18.38%	142,963.98	175,914.40	23.05%
基本每股收益（元）	1.09	1.29	18.35%	1.75	2.16	23.43%

项目	2024年1-6月/2024年6月30日			2023年/2023年12月31日		
	交易前	交易后 (备考)	增长率	交易前	交易后 (备考)	增长率
资产负债率	64.01%	74.94%	-	64.13%	75.60%	-

根据《备考审阅报告》，本次交易完成后，短期内上市公司资产负债率会有一定幅度上升，但同时上市公司营业收入、净利润、归属于母公司股东的净利润、基本每股收益将进一步增长，上市公司通过日常经营收益偿还债务的能力将得到进一步增强。本次交易完成后，随着公司资源整合，集团通过资金统筹管理提高资金使用效率，利用自身存量资金逐步偿还因并购产生的增量有息负债，公司整体资产负债率将逐步恢复至正常水平。

## 2、存量及增量的有息负债规模、利息费用、债务到期情况，量化分析测算合并后公司还本付息的安排

根据《备考审阅报告》，截至2024年6月30日，上市公司存量及增量的有息负债的本金规模如下：

单位：亿元

项目	2024年6月30日	
	交易前	交易后（备考）
短期借款	21.53	31.97
一年内到期的非流动负债	21.16	36.22
其他流动负债	5.00	5.00
长期借款	97.23	259.77
应付债券	20.00	20.00
<b>合计</b>	<b>164.91</b>	<b>352.95</b>
其中：存量有息负债金额	164.91	291.95
新增并购贷款金额	-	61.00

(1) 截至2024年6月30日，上市公司在合并标的公司后，存量有息负债的规模为291.95亿元，其中：中期票据、超短期融资券及流动资金贷款等可到期接续的有息负债余额约128.23亿元。上市公司目前储备的融资工具较多，未使用融资余额超过190.00亿元（不含并购贷款授信），其中：金融机构授信未使用额度超过150.00亿元、中期票据注册可用额度20.00亿元、超短期融资券可用额度20.00

亿元，完全能覆盖上述中期票据、超短期融资券及流动资金贷款等到期接续的需求。因此，预计在并购贷款存续期内，上述可接续类有息负债的本金规模保持不变，仅需持续支付贷款利息。

截至 2024 年 6 月 30 日，剔除上述可以接续类有息负债本金后，与项目建设有关的存量有息负债（以下简称“项目贷款”）的本金金额为 163.72 亿元。根据项目贷款偿还计划，以及全部存量有息负债本金及贷款利率，在并购贷款存续期内，项目贷款偿还本金及全部存量有息负债支付利息金额测算如下：

单位：亿元

年度	项目贷款偿还本金	存量有息负债支付利息	合计
2025 年	17.63	9.83	27.46
2026 年	19.04	9.19	28.23
2027 年	18.46	8.58	27.04
2028 年	15.85	7.97	23.83
2029 年	15.31	7.39	22.70
2030 年	13.35	6.89	20.24
2031 年	12.57	6.44	19.01
<b>合计</b>	<b>112.21</b>	<b>56.30</b>	<b>168.51</b>

由上表可知，在并购贷款存续期间，项目贷款偿还本金及存量有息负债支付利息金额分别为 112.21 亿元和 56.30 亿元，合计为 168.51 亿元。

（2）上市公司因收购标的公司新增的有息负债为并购贷款，根据与本次并购贷款授信银行沟通情况，本次不超过 61 亿元并购贷款预批复的贷款期限为 7 年，预计还本计划中每年还本比例分别为 1%、5%、9%、20%、20%、20%和 25%，根据与并购贷款银行最新沟通情况，预计本次并购贷款年利率不超过 2.70%。因此，公司前 3 年内不会有较大金额的并购贷款还本需求，后 4 年每年还本金额预计在 12.20-15.25 亿元。

单位：亿元

年度	并购贷款偿还本金	并购贷款支付利息	合计
2025 年	0.61	1.65	2.26
2026 年	3.05	1.63	4.68

年度	并购贷款偿还本金	并购贷款支付利息	合计
2027年	5.49	1.55	7.04
2028年	12.20	1.40	13.60
2029年	12.20	1.07	13.27
2030年	12.20	0.74	12.94
2031年	15.25	0.41	15.66
合计	<b>61.00</b>	<b>8.45</b>	<b>69.45</b>

由上表可知，在并购贷款存续期内，并购贷款偿还本金及支付利息金额分别为61.00亿元和8.45亿元，合计为69.45亿元，预计资金来源为公司日常经营性现金流入。

（二）进一步评估上述大额资金支出对公司现金流的潜在影响，说明是否存在流动性风险、是否影响公司正常的投资和经营活动，并充分提示风险

### 1、现金储备情况

根据《备考审阅报告》，截至2024年6月30日，瀚蓝环境及粤丰环保合并后的货币资金余额为38.30亿元，现金储备情况良好。标的资产交割完成后，考虑到拟出售资产（涉及粤丰粤展环境管理（广东）有限公司出售事项、土地出售事项、位于香港的办公楼出售事项、智慧停车场业务出售事项）事项，可收回金额4.26亿元。在政府化债的大背景下，瀚蓝环境预计政府类应收账款有望加速收回，进一步改善上市公司和标的公司的现金流情况。

### 2、并购贷款还款期内，经营活动产生的现金流量假设

（1）2023年，上市公司经营活动产生的现金流量净额为24.82亿元，加回计入经营性现金流的BOT项目建设现金支出后，上市公司经营活动产生的现金流量净额为27.38亿元。上市公司应收账款方面，在政府化债的大背景下，在相关政府的支持下，上市公司将继续保持与相关政府的沟通，争取未来每年能够持续收回上市公司的存量应收账款。因此，在并购贷款存续期内，假设上市公司应收账款收回情况对上市公司经营性现金流的影响与2023年保持一致。

根据《模拟财务报表审计报告》，2023年标的公司经营活动产生的现金流量净

额为 17.96 亿元，加回计入经营性现金流的 BOT 项目建设现金支出后，标的公司经营活动产生的现金流量净额为 18.33 亿元。标的公司应收账款方面，上市公司已通过标的公司大股东臻达发展出具的不可撤销承诺对历史相关应收账款的回收做了一定的保障安排。在取得上述保障的前提下，在并购贷款存续期内，假设标的公司应收账款收回情况对标的公司经营性现金流的影响与 2023 年保持一致。

(2) 随着大部分项目投产，上市公司及标的公司已经进入成熟运营期。因此，在并购贷款存续期内，假设项目运营收入、项目运营成本保持稳定，项目运营对经营性现金流的影响与 2023 年保持一致。

由于筹建的 BOT 项目规模较小，筹建的 BOT 项目资本性支出的需求相对较小。因此，在并购贷款存续期内，假设上市公司及标的公司筹建的 BOT 项目主要可以通过项目融资解决资金需求，BOT 项目建设对经营活动产生的现金流影响较小。

(3) 综合上述假设，假设并购贷款存续期内每年经营活动产生的现金流量净额规模等于 2023 年经营活动产生的现金流量净额加回计入经营性现金流的 BOT 项目建设现金支出后的金额，即假设在并购贷款存续期内，上市公司及标的公司每年经营活动产生的现金流净额分别为 27.38 亿元和 18.33 亿元。

### **3、并购贷款还款期内，投资活动产生的现金流量假设**

上市公司及标的公司已经进入成熟运营期，筹建项目资本性支出的需求相对较小。因此假设在并购贷款存续期内，上市公司及标的公司投资活动所需现金主要可以通过项目融资解决资金需求。因此，在并购贷款存续期间，假设新增资本性支出的需求对上市公司投资活动产生的现金流的影响金额为零。

### **4、并购贷款还款期内，现金分红情况假设**

(1) 2024 年上市公司派发 2023 年度分红金额为 3.91 亿元。假设在并购贷款存续期间，上市公司总股本数量不变，每股分红金额每年增长 10%。(2) 假设在并购贷款存续期间，上市公司控股子公司向其股东进行现金分红。

因此，在并购贷款存续期内，假设上市公司现金分红、上市公司控股子公司



向其小股东现金分红的现金支出总额为 45.00 亿元。（注：上述测算主要根据历史数据进行假设，未考虑上市公司未来经营情况变化的影响，不构成上市公司对未来现金分红的预测或承诺。）

## 5、小结

根据 2023 年瀚蓝环境、粤丰环保的现金流情况以及上述假设条件，在未考虑到上市公司业务规模自然增长、并购协同效应及资金统筹优化管理的谨慎性前提下，在并购贷款还款期内，上市公司现金流情况如下：

单位：亿元

年度	现金流入			现金流出			现金流量净额
	瀚蓝环境经营活动现金流量净额	粤丰环保经营活动现金流量净额	现金流入合计	项目贷款偿还本金、全部存量有息负债支付利息、现金分红金额	并购贷款偿还本金及支付利息	现金流出合计	
2025 年	27.38	18.33	45.71	32.48	2.26	34.73	10.98
2026 年	27.38	18.33	45.71	33.68	4.68	38.36	7.35
2027 年	27.38	18.33	45.71	32.96	7.04	40.00	5.71
2028 年	27.38	18.33	45.71	30.07	13.60	43.67	2.04
2029 年	27.38	18.33	45.71	29.50	13.27	42.77	2.94
2030 年	27.38	18.33	45.71	27.65	12.94	40.59	5.12
2031 年	27.38	18.33	45.71	27.17	15.66	42.83	2.88
<b>合计</b>	<b>191.66</b>	<b>128.31</b>	<b>319.97</b>	<b>213.50</b>	<b>69.45</b>	<b>282.95</b>	<b>37.02</b>

注：上述测算主要根据历史数据进行假设，未考虑上市公司未来经营情况变化的影响，不构成上市公司对未来现金流的预测。

上述测算的主要假设条件如下：（1）随着大部分项目投产，上市公司及标的公司已经进入成熟运营期，所以假设在并购贷款存续期内项目运营收入、项目运营成本保持稳定。在政府化债的大背景下，以及标的公司大股东臻达发展出具的不可撤销承诺对历史相关应收账款回收做出一定保障的前提下，假设应收账款回收情况对上市公司及标的公司经营性现金流的影响与 2023 年保持一致。因此，假设上市公司及标的公司在并购贷款存续期内每年经营活动产生的现金流量净额与 2023 年保持同等规模。（2）上市公司及标的公司已经进入成熟运营期，筹建项目资本性支出的需求相对较小。因此，假设在并购贷款存续期间，投资活动对上市

公司现金流的影响金额为零。(3) 在并购贷款存续期内，假设上市公司现金分红、上市公司控股子公司向其小股东现金分红的现金支出总额为 45.00 亿元。

根据上述假设测算，在并购贷款存续期内上市公司现金净流入金额合计为 37.02 亿元。因此，在并购贷款存续期内，上市公司现金流能够保持健康水平。

若考虑下述协同效应对现金流的持续提升作用，上市公司未来货币资金情况可能会更优于上述测算。(1) 经营性现金流方面，本次交易完成后，上市公司能够与标的公司在客户、技术、人员和业务规模方面实现协同效应，可以提升业务开拓能力，并挖掘现有项目供热业务潜力，从而提升上市公司收入规模。(2) 在数智化电厂建设方面，上市公司可以利用自身固废治理方面丰富的智慧化经验，协助标的公司推进垃圾焚烧发电项目管理精细化、流程数字化、工艺设备智能化，提升发电项目的运行效率与经济效益。(3) 上市公司将持续推进供应链管理体系建设，打造一套阳光、透明、高效、绿色的供应链体系，发挥集采优势，适应公司未来的可持续高质量发展。本次交易完成后，上市公司集中采购的优势会更加明显，有利于降低采购成本。(4) 筹资性现金流方面，上市公司可以对标的公司在预算管理、资金支付、投融资等方面进行资金统筹管理，提高资金使用效率，从而降低财务费用。因此，上市公司与标的公司的协同效应有利于上市公司未来持续提升盈利能力和现金流水平。

2024 年 11 月 8 日，十四届全国人大常委会第十二次会议通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，该议案提出，为贯彻落实党中央决策部署，在压实地方主体责任的基础上，建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务；从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8,000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元；加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度。

在政府化债的大背景下，在相关政府的支持下，自 2024 年第四季度初到本核查意见出具日，上市公司已经收到存量应收账款回款约 4.40 亿元。公司将继续保持跟相关政府的沟通，争取 2024 年年内再解决 10-15 亿元存量应收账款。

若未来上市公司出现现金流压力，也可通过发行资产证券化产品进行融资、优化存量贷款结构和期限等措施缓解现金流压力。此外，上市公司在不摊薄每股收益的情况下，未来可能通过发行股份等方式募集资金以进一步改善上市公司的现金流情况。

综上所述，上述并购贷款大额资金支出对公司现金流的影响在可控范围内。在并购贷款存续期内，上市公司现金流能够保持健康水平，预计不存在重大流动性风险、不会影响公司正常的投资和经营活动。

## 6、风险提示

关于上市公司的流动性风险已经于《重组报告书》之“重大风险提示”之“三、交易完成后上市公司经营相关的风险”之“（三）负债规模上升的风险”及“第十一节 风险因素”之“三、交易完成后上市公司经营相关的风险”之“（三）负债规模上升的风险”中补充披露如下：

“本次交易资金来源为上市公司的自有资金及自筹资金、引入的联合投资人的自有或自筹资金，其中上市公司的自筹资金包括瀚蓝佛山拟向境内银行申请不超过人民币 61 亿元的并购贷款，上市公司的负债规模将会有所提高。本次交易完成后，根据《备考审阅报告》，上市公司截至 2024 年 6 月 30 日的资产负债率为 74.94%。并购贷款还款期内，每年需要偿还的并购贷款本金及利息预计为 2.26 至 15.66 亿元，金额较高。若未来上市公司出现现金流压力，也可通过以下措施缓解现金流压力：1、加大应收账款催收力度；2、发行资产证券化产品进行融资；3、优化存量贷款结构和期限；4、在不摊薄每股收益的前提下，进行股权融资。上市公司计划还款来源为经营活动产生的现金流，倘若本次交易短期内无法实现协同效应，上市公司营运现金流入未达预期，存在上市公司短期偿债能力、资金流动性和后续债务融资能力受到不利影响的风险。”

### （三）补充披露情况

上市公司已在《重组报告书》之“第八节 管理层讨论与分析”之“五、本次交易对上市公司的影响”中补充披露了本次交易后，上市公司还本付息的安排，

以及本次交易大额资金支出对上市公司现金流影响的分析。

#### **（四）独立财务顾问核查意见**

经核查，独立财务顾问认为：

1、上市公司结合收购标的公司后合并报表的主要财务指标、存量及增量的有息负债规模、利息费用、债务到期情况等，量化分析测算的合并后上市公司还本付息的安排具有合理性。

2、上述并购贷款大额资金支出对公司现金流的影响在可控范围内。在并购贷款存续期内，上市公司现金流能够保持健康水平，预计不存在重大流动性风险、不会影响公司正常的投资和经营活动。上市公司已在《重组报告书》中对存量及增量的有息负债偿还对现金流的影响进行补充风险提示。

#### **问题 2、关于资产受限情况**

草案显示，截至报告期末，标的公司所有权或使用权受到限制的资产的账面价值为 185.97 亿元，约占标的总资产的 75%，主要系借款质押。其中无形资产质押金额为 123.70 亿元，占受限资产账面价值的 67%。

请公司补充说明标的公司上述大额资产质押涉及的借款金额、借款用途、借款期限、标的公司偿还计划等基本情况，并结合标的公司现金流情况等说明是否存在资金周转压力或无法清偿的风险。请独立财务顾问和律师发表意见。

回复：

（一）请公司补充说明标的公司上述大额资产质押涉及的借款金额、借款用途、借款期限、标的公司偿还计划等基本情况，并结合标的公司现金流情况等说明是否存在资金周转压力或无法清偿的风险

1、标的公司上述大额资产质押涉及的借款金额、借款用途、借款期限、标的公司偿还计划等基本情况

根据重组报告书、粤丰环保境内垃圾焚烧业务子公司的相关融资合同、担保合同以及粤丰环保的书面说明，粤丰环保的主要资产担保系垃圾焚烧业务中基于

项目建设配套的金融机构融资，由于垃圾焚烧发电行业在项目建设阶段涉及重资产投入，利用项目资产或权利作为担保向金融机构融资系行业内常见操作模式，不会影响标的公司的日常经营。标的公司相关的借款金额、借款用途、借款期限、标的公司偿还安排的具体情况详见下表：

序号	项目名称	项目公司	融资（借款）金额（万元）	融资（借款）用途	融资（借款）期限	还款计划
1	横沥一期项目	科伟环保	25,000.00	用于东莞市横沥环保热电厂一期技改增容工程项目的建设运营需求，包括偿还东莞农村商业银行合同编号为《HT2014071100000001》的固定资产贷款、置换股东资本金比例之外的超投部分及日常生产经营等	2021.7.15-2029.7.14	根据合同约定，分期偿还
2	横沥二期项目	粤丰科维环保	15,000.00	用于支付并购交易价款和费用	2020.1.2-2025.1.2	根据合同约定，分期偿还
			12,200.00	(1)8500万元用于归还“东莞市横沥垃圾焚烧发电厂二期项目”建行贷款（发放金额不超过他行贷款余额）；(2)3700万元用于110千伏线路改造项目	2022.9.14-2029.9.13	根据合同约定，分期偿还
			5,000.00	用于借款人及其控股子公司日常经营周转（可置换他行用于日常经营周转的流动资金贷款）	2022.9.14-2025.5.30	根据合同约定，分期偿还
4	横沥三期项目	科伟环保	35,000.00	用于置换存量银行贷款和补充流动资金	2024.1.17-2029.1.15	根据合同约定，分期偿还
5	湛江项目	湛江粤丰	9,000.00	用于“湛江市生活垃圾焚烧发电厂二期工程项目”建设	自实际提款日起算120个月	根据合同约定，分期偿还
6	临汾项目	临汾粤丰	46,000.00	用于固定资产投资	2021.3.19-2041.3.19	根据合同约定，分期偿还
7	易县项目	易县粤丰	36,000.00	用于支付工程款	2022.5.9-2037.5.8	根据合同约定，分期偿还
			35,000.00	用于固定资产投资	2022.11.4-2037.5.4	根据合同约定，分期偿还

序号	项目名称	项目公司	融资（借款）金额（万元）	融资（借款）用途	融资（借款）期限	还款计划
8	仲恺项目	惠州粤丰	50,000.00	用于仲恺高新区环境生态园项目（一期）项目建设、归还股东超出资本金投入或置换他行用于该项目的固定资产贷款（包括但不限于建筑工程费、设备购置费、安装工程费等其他费用）	2022.11.3-2037.11.3	根据合同约定，分期偿还
9	泰州项目	泰州粤丰	49,000.00	用于泰州市生活垃圾焚烧发电二期扩建 PPP 项目建设	2021.9.17-2038.11.21	根据合同约定，分期偿还
10	瑞丽项目	德宏粤丰	26,000.00	用于建设瑞丽市生活垃圾焚烧发电项目	2020.8.11-2034.8.11	根据合同约定，分期偿还
11	信宜项目	信宜粤丰	28,519.00	用于信宜市绿能环保发电项目	2019.4.26-2034.4.25	根据合同约定，分期偿还
			10,687.00	用于信宜市绿能环保发电项目	2020.6.30-2034.4.25	根据合同约定，分期偿还
12	来宾项目	来宾粤丰	32,000.00	用于广西来宾市垃圾焚烧发电厂扩建工程一期项目建设	自实际提款日起 120 个月	根据合同约定，分期偿还
13	营口项目	营口粤丰	92,000.00	营口循环经济产业园项目（一期）建设	2020.6.17-2038.6.16	根据合同约定，分期偿还
14	韶关项目	韶关粤丰	34,140.00	用于韶关市循环经济环保园一期工程（垃圾焚烧发电）项目	2020.3.18-2035.3.16	根据合同约定，分期偿还
15	市区厂项目	东莞粤丰	38,000.00	用于置换借款人建设“东莞市市区环保热电厂增加垃圾处理生产线及建设环保教育展示中心工程项目”所形成的银行融资	自首次提款日起 180 个月	根据合同约定，分期偿还
			38,000.00	用于置换“东莞市市区垃圾处理厂技改增容工程项目”资本金比例之外的资金投入，包括债务性资金、企业日常生产经营等项目款项	2020.4.28-2027.4.27	根据合同约定，分期偿还

序号	项目名称	项目公司	融资（借款）金额（万元）	融资（借款）用途	融资（借款）期限	还款计划
16	电白项目	茂名粤丰	51,792.00	用于电白区绿能环保发电 PPP 项目一期	2019.8.9-2034.8.8	根据合同约定，分期偿还
17	清远项目	清远粤丰	92,500.00	用于清远市绿能环保发电项目	2020.5.22-2035.5.21	根据合同约定，分期偿还
18	中山项目	中山粤丰	47,500.00	用于中山市南部组团垃圾综合处理基地垃圾焚烧发电厂和渗滤液处理厂二期（扩容）项目建设	2021.5.24-2036.5.24	根据合同约定，分期偿还
			47,500.00	用于中山市南部组团垃圾综合处理基地垃圾焚烧发电厂和垃圾渗滤液处理厂二期（扩容）项目建设、归还股东超投资本金	2021.5.25-2036.5.25	根据合同约定，分期偿还
19	信丰项目	信丰粤丰	26,700.00	用于信丰县生活垃圾焚烧发电厂项目（建设）	2019.4.26-2034.4.25	根据合同约定，分期偿还
20	徐闻项目	徐闻粤丰	23,000.00	用于徐闻县生活垃圾焚烧发电项目建设	自提款日起 144 个月	根据合同约定，分期偿还
21	枣庄中科项目	枣庄中科	32,100.00	用于偿还现有贷款	自首次提款日起 72 个月	根据合同约定，分期偿还
22	兴义项目	黔西南粤丰	10,000.00	用于兴义城市生活垃圾焚烧发电厂项目二期扩建工程建设	2017.5.27-2025.5.26	根据合同约定，分期偿还
23	靖江项目	靖江粤丰	40,000.00	用于靖江市循环经济产业园（一期）生活垃圾焚烧发电及餐厨废弃物处理一期项目建设	自实际提款日起算 170 个月	根据合同约定，分期偿还
24	北流项目	北流粤丰	6,500.00	用于北流市生活垃圾焚烧处理项目扩建工程建设	2017.6.01-2029.6.10	根据合同约定，分期偿还
			3,000.00		2017.7.18-2029.6.12	根据合同约定，分期偿还



序号	项目名称	项目公司	融资（借款）金额（万元）	融资（借款）用途	融资（借款）期限	还款计划
			4,000.00		2017.8.14-2029.6.12	根据合同约定，分期偿还
			5,000.00		2017.9.13-2029.6.12	根据合同约定，分期偿还
			2,000.00		2017.11.20-2029.6.12	根据合同约定，分期偿还
			3,400.00		2018.1.2-2029.6.12	根据合同约定，分期偿还
			1,500.00		2018.3.5-2029.6.12	根据合同约定，分期偿还
			4,600.00		2018.4.10-2029.6.12	根据合同约定，分期偿还
			8,500.00		用于北流市生活垃圾焚烧处理项目扩建工程二期建设	2019.1.28-2028.1.28
			1,000.00	用于发工资、购买原料、日常检修服务费用等日常经营周转	2024.3.22-2025.3.22	根据合同约定，分期偿还
25	黎平项目	黎平粤丰	30,981.88	用于黔东南州南部片区生活垃圾焚烧发电项目	2024.3.25-2039.3.19	根据合同约定，分期偿还
26	陆丰项目	陆丰粤丰	6,000.00	用于陆丰市（东南）生活垃圾焚烧发电厂一期一阶段项目建设	自实际提款日起算 12 年	根据合同约定，分期偿还
			3,000.00	用于陆丰市（东南）生活垃圾焚烧发电厂一期一阶段项目建设	自实际提款日起算 12 年	根据合同约定，分期偿还
			10,000.00	用于陆丰市（东南）生活垃圾焚烧发电厂一期一阶段项目建设	自实际提款日起算 12 年	根据合同约定，分期偿还

序号	项目名称	项目公司	融资（借款）金额（万元）	融资（借款）用途	融资（借款）期限	还款计划
			10,000.00	用于陆丰市（东南）生活垃圾焚烧发电厂一期一阶段项目建设	自实际提款日起算 12 年	根据合同约定，分期偿还
			2,900.00	用于陆丰市（东南）生活垃圾焚烧发电厂一期一阶段项目建设	自实际提款日起算 12 年	根据合同约定，分期偿还
			3,097.00	用于陆丰市（东南）生活垃圾焚烧发电厂一期一阶段项目建设	自实际提款日起算 12 年	根据合同约定，分期偿还
			6,000.00	用于支付陆丰市（东南）生活垃圾焚烧发电厂二期二阶段项目建设及置换因建设项目形成的负债性资金	自实际提款日起算 12 年	根据合同约定，分期偿还
			900.00	用于陆丰市（东南）生活垃圾焚烧发电厂二期二阶段项目建设	自实际提款日起算 12 年	根据合同约定，分期偿还
27	满城项目	保定粤丰	33,700.00	用于固定资产投资	2020.6.22-2030.7.20	根据合同约定，分期偿还
28	祥云项目	祥云盛运	28,124.00	用于大理州祥云县生活垃圾焚烧发电项目	2020.11.20-2035.11.19	根据合同约定，分期偿还
29	惠东项目	惠东粤丰	37,000.00	用于“惠东生活垃圾综合处理三期（焚烧发电）工程暨餐厨垃圾协同处理项目”建设及置换因建设本项目形成的负债性资金	自首次提款日起 180 个月	根据合同约定，分期偿还

注：就上述融资项目，项目公司以项目应收款项（垃圾处理费收入及售电收入）提供质押担保，以项目土地、房产、项目产线及/或相关生产设备提供抵押担保，项目公司股东或关联方提供保证担保，具体以担保协议约定为准。由于垃圾焚烧发电行业在项目建设阶段涉及重资产投入，利用项目资产或权利作为担保向金融机构融资系行业内常见操作模式，不会影响标的公司的日常经营。

## 2、结合标的公司现金流情况等说明是否存在资金周转压力或无法清偿的风险

粤丰环保的资产质押主要为垃圾焚烧发电业务中基于业务正常经营对应的项目建设配套融资，随着大部分项目投产，标的公司已经进入成熟运营期，资本性支出的需求相对较小。如本回复中“问题1”之“（二）进一步评估上述大额资金支出对公司现金流的潜在影响，说明是否存在流动性风险、是否影响公司正常的投资和经营活动，并充分提示风险”回复，假设标的公司每年经营活动产生的现金流净额为18.33亿元。另假设标的公司短期借款到期能够正常续贷，且新增资本性支出的现金需求可通过新增项目融资解决，标的公司未来预测的现金流如下：

单位：亿元

年份	标的公司经营现金流净额	标的公司偿还借款本息	偿还借款本息后的现金流净额
2025年	18.33	14.08	4.25
2026年	18.33	14.00	4.33
2027年	18.33	13.20	5.13
2028年	18.33	14.39	3.93
2029年	18.33	11.56	6.76
2030年	18.33	10.12	8.21
2031年	18.33	9.38	8.95

在标的公司未来正常经营的情况下，根据现有垃圾处理费以及电费销售等收入情况，标的公司经营活动产生的现金流净额足以覆盖相关金融机构融资清偿需求。标的公司不存在资金周转障碍，不存在无法清偿的风险，不会对标的公司正常生产经营造成不利影响。

### （二）补充披露情况

上市公司已在《重组报告书》之“第四节 交易标的基本情况”之“五、主要资产权属、主要负债情况”之“（三）对外担保及抵押、质押情况”中补充披露了标的公司资产质押涉及的借款金额、借款用途、借款期限、标的公司偿还计划等基本情况，并结合标的公司现金流情况等说明了不存在资金周转压力或无法

清偿的风险。

### （三）独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为：

粤丰环保的资产质押主要为垃圾焚烧发电业务中基于业务正常经营对应的项目建设配套融资，不会影响公司的日常经营。在标的公司未来正常经营的情况下，根据现有垃圾处理费以及电费销售等收入情况，不存在资金周转障碍，不存在无法清偿的风险。

### 问题 3、关于交易定价

草案显示，本次收购价为每股 4.90 港元，估值机构针对本次交易出具了《收购价格合理性分析报告》，主要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。此外，公司因本次交易形成的商誉测算金额为 25.14 亿元。

请公司：（1）结合相关法律法规、可比交易案例补充说明本次交易未采用收益法和资产基础法估值的原因及合理性，是否符合行业惯例，说明公司选择市场法估值结果作为最终估值结论的合理性；（2）结合标的公司经营情况，说明未来是否存在计提大额商誉减值的风险。请独立财务顾问和估值机构发表意见。

回复：

（一）结合相关法律法规、可比交易案例补充说明本次交易未采用收益法和资产基础法估值的原因及合理性，是否符合行业惯例，说明公司选择市场法估值结果作为最终估值结论的合理性

1、结合相关法律法规、可比交易案例补充说明本次交易未采用收益法和资产基础法估值的原因及合理性，符合行业惯例

（1）未采用收益法的原因及合理性

本次交易收购的标的公司粤丰环保为港股上市公司，在私有化完成之前，标的公司受香港证监会上市监管及商业保密限制，不能提供详细的未来盈利预测。根据香港证监会《收购守则》之“10. 盈利预测及其他财务资料”相关要求，港股上市公司如进行盈利预测则需履行额外程序，包括：聘请独立财务顾问发表意见、聘请核数师发表意见以及提交香港证监会审批等程序，因此未提供详细的未来盈利预测。经查询港股披露易数据，2022年以来港股私有化案例42个，不存在提供未来期间盈利预测的案例。

综上，本次交易标的公司未提供盈利预测，因此不具备进行收益法估值的前提条件，不使用收益法具有合理性。

### （2）未采用资产基础法的原因及合理性

资产基础法是在合理评估企业各分项资产现行市场价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估思路，即将构成企业的各种要素资产的评估值加总减去负债评估值求得企业股东权益价值的方法。标的公司为已上市公司，资产基础法无法合理体现企业经营能力和获利能力对企业价值的影响，尤其是难以合理体现特许经营权、商誉等无形资产的价值。标的公司核心资产为“无形资产-特许经营权”，其估值需要采用收益法，也依赖于各项目公司未来年度的盈利预测，由于标的公司无法提供盈利预测，在资产基础法操作层面也无法单独估算其合理价值。

综上，本次交易不使用资产基础法估值具有合理性。

### （3）可比交易案例情况

根据 WIND 统计，2022 年以来首次披露 A 股重大资产重组涉及标的为上市公司且已披露评估方法的市场案例合计 9 单，均使用单一市场法，具体案例情况如下：

首次披露时间	公司简称及股票代码	交易标的	采用单一市场法的理由摘要	进度

首次披露时间	公司简称及股票代码	交易标的	采用单一市场法的理由摘要	进度
2024/5/10	新巨丰 301296.SZ	纷美包装 73.2%股权 (0468.HK,GRVWF.OO)	基于商业秘密和香港联交所信息披露规则要求, 估值人员无法对标的公司的所有资产、负债进行清查和估值, 标的公司无法公布盈利预测, 故不具备采用资产基础法及收益法的基本条件	商务部批准
2024/2/1	雅创电子 301099.SZ	威雅利 66.53%股权 (0854.HK,BDR.SG)	本次合理性分析选用的价值类型为市场价值。作为分析要约收购价公允性和合理性的手段, 市场法无疑是合理性分析的首选方法	完成
2024/1/17	亚信安全 688225.SH	亚信科技 20.316%股权 (1675.HK)	基于商业秘密和香港联交所信息披露规则要求, 估值人员无法对标的公司的所有资产、负债进行清查和估值, 标的公司无法公布盈利预测, 故不具备采用资产基础法及收益法的基本条件	完成
2023/12/27	一拖股份 601038.SH	中原银行 0.8827%股权 (1216.HK)	在评估方法方面, 由于一拖柴油机所持有的中原银行股份为小股权, 无法完整获取中原银行各科目的明细信息及未披露信息, 不满足采用资产基础法的条件, 故本次评估不采用资产基础法。同时, 因无法获取到中原银行未来盈利预测数据, 且中原银行吸收合并洛阳银行以来尚未分红, 一拖柴油机也暂未收到分红派发计划, 故本次评估不具备采用收益法评估的条件	进行中
2023/12/12	奥瑞金 002701.SZ	中粮包装 75.56%股权 (0906.HK)	基于商业秘密和香港联交所信息披露规则要求, 估值人员无法对标的公司的所有资产、负债进行清查和估值, 标的公司无法公布盈利预测, 故不具备采用资产基础法及收益法的基本条件	完成
2023/1/30	新巨丰 301296.SZ	纷美包装 28.22%股权 (0468.HK,GRVWF.OO)	基于商业秘密和香港联交所信息披露规则要求, 估值人员无法对标的公司的所有资产、负债进行清查和估值, 标的公司无法公布盈利预测, 故不具备采用资产基础法及收益法的基本条件	完成

首次披露时间	公司简称及股票代码	交易标的	采用单一市场法的理由摘要	进度
2023/1/9	建发股份 600153.SH	美凯龙 29.95% 股权 (1528.HK,601828.SH)	标的公司作为上海证券交易所主板上市公司，在资本市场已有较为成熟的价值评估体系，股票价格充分反映了资本市场对相关企业在内在价值的评估	完成
2022/11/17	海南橡胶 601118.SH	HAC68.10% 股 权 (5VJ.SG)	考虑到标的公司受到所在的证券市场监管要求以及保密的原则，标的公司无法向估值机构开放全面清查的权限，故不具备采用资产基础法的基本条件。 HAC 公司管理层亦秉持其一贯的判断标准，认为提供具体盈利预测公司将承担公开披露商业机密的额外压力，未向估值机构提供盈利预测。综上所述，本次交易不具备标的公司提供盈利预测或估值机构代为形成盈利预测的前置条件，无法进行收益法估值	完成
2022/5/9	华润三九 000999.SZ	昆药集团 28% 股权 (600422.SH)	标的公司作为上海证券交易所上市公司，在资本市场已有较为成熟的价值评估体系，股票价格充分反映了资本市场对相关企业在内在价值的评估	完成

由上表可知，2022 年以来市场案例情况，未发现 A 股重大资产重组涉及标的的为上市公司的交易中对外披露未来期间盈利预测的案例。

因此，标的公司综合考虑香港上市公司监管法规、商业保密限制及可参考案例情况，未能提供盈利预测以作为收益法、资产基础法估值基础，符合行业惯例且具备合理性。

## 2、市场法估值结果作为最终估值结论的合理性

### (1) 采用市场法对标的公司估值符合国资管理规定

根据《上市公司国有股权监督管理办法 36 号令》第五十五条，国家出资企业、国有资产监督管理机构批准国有股东受让上市公司股份时，应当审核上市公司估值报告（适用于取得控股权的）。参照国务院国资委 2024 年 1 月发布的《关

于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》（国资发产权规〔2024〕8号），中央企业及其子企业在并购上市公司时，依照相关法律和企业章程履行决策程序后，可以聘请专业机构对相关标的进行估值。根据上述规定，本次交易使用市场法估值报告符合国资相关要求。

## （2）市场法估值分析的合理性

本次估值分析报告中，估值机构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本次交易的收购价格合理性分别进行了分析。

### 1) 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，因此本次交易本质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分析，收购价格具备合理性。

### 2) 与国内同行业可比公司对比分析

本次交易，收购对象为港股上市公司，具备上市公司属性，因此采用同行业上市公司进行比对分析。经查询，由于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基准日 TTM 口径利润为负，参考意义较低，此外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对比分析。估值机构通过企业规模、资产配置、企业所处成长阶段及成长性、经营风险及财务风险、业务结构和经营模式条件筛选可比公司，选择 PE 及 EV/EBITDA 作为比准价值比率进行分析，并考虑流动性折扣，认为收购价格具备合理性。

### 3) 与同行业可比交易案例对比分析

本次交易，收购对象主营业务为垃圾发电业务，因此标的业务为垃圾发电业务的交易案例具备一定可比性。分析人员根据历史年度上市公司公开披露的同行业可比交易案例情况进行对比分析，收购价格具备合理性。

因此，估值机构采用市场法对标的公司估值符合国资管理规定，且在资产基



础法及收益法不具备使用条件的情况下，采用市场法从多个维度分别对比分析本次交易价格具备合理性。公司选择市场法估值结果作为最终估值结论具备合理性。

综上，结合相关法律法规、可比交易案例情况，本次交易未采用收益法和资产基础法估值具备合理性，符合行业惯例，公司选择市场法估值结果作为最终估值结论具备合理性。

## **(二) 结合标的公司经营情况，说明未来是否存在计提大额商誉减值的风险**

### **1、本次交易完成后，标的公司纳入上市公司合并报表时将按可辨认净资产的公允价值最终确认商誉金额**

根据《备考审阅报告》，上市公司因本次交易形成的商誉测算金额为251,439.33万元，系以上市公司购买标的公司股份对价与合并日（2024年6月30日）标的公司可辨认净资产的账面价值的差额确认。标的公司纳入上市公司合并报表时，将按照可辨认净资产的公允价值最终确认商誉金额。

### **2、标的公司所处的垃圾焚烧发电行业具有特许经营壁垒和自然垄断性的特点，项目盈利能力具有稳定性及可持续性**

标的公司所处的垃圾焚烧发电行业具有特许经营壁垒和自然垄断性的特点，垃圾焚烧发电企业垃圾处理价格、垃圾处理量和上网电价、上网电量以及主营业务成本中固定成本较为稳定，因此，项目盈利能力整体较为稳定且具备可持续性。

具体来看，标的公司的垃圾焚烧发电项目主要采用BOT模式。在该模式下，标的公司具备约30年的长期特许经营期、特许经营协议中的独家建设垃圾焚烧发电项目的权利以及在BOT营运范围建设第二期项目的优先权等。此外，标的公司的主要客户为地方政府、国家电网、中国南方电网等优质主体，且垃圾处理价格及上网电价稳定，因此垃圾处理及电力销售业务收入稳定。

### **3、报告期内标的公司经营情况良好，经营现金流稳定。预计未来标的公司盈利具有稳定性及可持续性**

标的公司的营业收入主要源自于固废业务收入（包括售电及垃圾处理收入）。

随着标的公司垃圾焚烧发电项目逐步进入运营阶段，固废业务收入金额及占比均呈上升趋势。报告期内，标的公司的固废业务收入分别为 293,135.36 万元、311,392.39 万元及 166,572.92 万元，占营业收入的比例分别为 42.38%、69.30% 及 85.90%。报告期内，标的公司经营活动现金流分别为 83,080.87 万元、179,560.63 万元和 82,475.64 万元，标的公司整体经营现金流情况良好。

截至 2024 年 6 月 30 日，标的公司共计投入运营控股 29 个垃圾焚烧发电项目，处理产能合计 34,940 吨/日，发电装机容量 829MW。报告期内，标的公司的业务运营能力逐年提升，整体经营情况稳中向好，具体数据如下：

所处理城市生活垃圾量（万吨）	2024 年（年化）	1,430.06
	2024 年 1-6 月	715.03
	2023 年	1,348.10
	2022 年	1,222.95
发电量 （兆瓦时）	2024 年（年化）	5,206,718
	2024 年 1-6 月	2,603,359
	2023 年	4,925,506
	2022 年	4,536,699
售电量 （兆瓦时）	2024 年（年化）	4,552,964
	2024 年 1-6 月	2,276,482
	2023 年	4,295,434
	2022 年	3,940,256

综上，标的公司的营运指标及项目质量良好，垃圾处理及售电收入具备稳定性及可持续性，经营活动现金流稳定且持续。因此，预计本次重组完成后因标的公司经营恶化导致商誉大额减值的风险较小。

#### **4、本次交易产生的协同效应将有利于标的公司进一步降本增效、提高经营效率，助力标的公司巩固并加强自身优势，降低大额商誉减值风险**

标的公司自身具备良好的业务和财务基础，报告期业绩经营情况良好并处于相对稳定状态。本次交易完成后，上市公司将进一步为标的公司导入现金管理和运营经验，帮助标的公司进一步降本增效、提高经营效率，助力标的公司巩固并加强自身优势，弥补短板，持续实现良好业绩表现，有利于降低大额商誉减值风

险，具体举措如下：

业务层面，本次交易完成后，上市公司将利用多年来积累的固废处理业务管理经验，与标的公司业务管理团队加强对现有业务的运营管理，通过降本增效带来协同效应。在数智化电厂建设方面，上市公司可以利用自身固废治理方面丰富的智慧化经验，协助标的公司推进垃圾焚烧发电项目管理精细化、流程数字化、工艺设备智能化，降低发电项目运营成本，提升发电项目的运行效率与经济效益。此外，瀚蓝环境已深耕垃圾焚烧行业多年，形成完整垃圾焚烧业务供应链运营体系，本次收购后将对标公司供应链进行协同优化整合，可进一步发挥规模优势，降低运营成本，提升经营质量。另一方面，上市公司可以协助标的公司开拓供热业务，结合自身供热市场开拓经验，全力推动垃圾焚烧项目供热，实现热电联产。

财务层面，本次交易完成后，上市公司将按照统一的财务会计制度，将标的公司纳入统一财务管理体系中，加强对标的公司资金统筹管理。目前标的公司融资成本相对较高，其最近一年平均融资成本<sup>1</sup>约为 4.91%，而瀚蓝环境则约为 3.52%。整合完成后，上市公司可充分发挥其企业优势及上市平台资本运作能力，进一步提高标的公司的融资能力，降低其融资成本。此外，标的公司可借助瀚蓝环境在能源及水务业务上的现金流优势，进一步盘活资金，提高资金使用效率。

综上，本次交易完成后，标的公司纳入上市公司合并报表时将按照可辨认净资产的公允价值最终确认商誉金额。标的公司所处的垃圾焚烧发电行业具有特许经营壁垒和自然垄断性的特点，项目盈利具有稳定性及可持续性。标的公司报告期整体经营情况良好，经营现金流稳定，预计未来出现大额商誉减值风险较低。此外，本次交易产生的协同效应将有利于标的公司进一步降本增效、提高经营效率，助力标的公司巩固并加强自身优势，降低大额商誉减值风险。

### （三）补充披露情况

上市公司已在《重组报告书》之“第五节 交易标的估值情况”之“三、估值分析过程”之“（四）本次交易未采用收益法和资产基础法估值的原因及合理性，公司选择市场法估值结果作为最终估值结论的合理性”中补充披露了本次交

---

<sup>1</sup>平均融资成本=（费用化利息支出+资本化利息支出）/[（期初有息负债+期末有息负债）/2]；有息负债=短期借款（剔除应付利息）+一年内到期的长期借款+一年内到期的应付债券+短期应付债券+长期借款（剔除应付利息）+应付债券（剔除应付利息）

易未采用收益法和资产基础法估值的原因及合理性，符合行业惯例，以及公司选择市场法估值结果作为最终估值结论的合理性。

上市公司已在《重组报告书》之“第八节 管理层讨论与分析”之“五、本次交易对上市公司的影响”之“（一）本次交易对上市公司持续经营能力影响的分析”之“4、本次交易对上市公司商誉的影响”中补充披露标的公司经营情况分析，未来计提大额商誉减值风险较小。

#### （四）独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、上市公司披露并分析了香港上市公司监管法规、商业保密限制及可参考案例情况，说明了标的公司未能提供盈利预测以作为收益法、资产基础法估值基础的原因，并对比了行业其他可比交易案例，本次估值分析方法与其他案例不存在重大差异。上市公司披露并分析了市场法对标的公司估值符合国资管理规定，在资产基础法及收益法不具备使用条件的情况下，采用市场法分析本次交易价格的合理性。相关披露及分析具备合理性。

2、本次交易完成后，标的公司纳入上市公司合并报表时将按照可辨认净资产的公允价值最终确认商誉金额。标的公司所处垃圾焚烧发电行业具有特许经营壁垒和自然垄断性的特点，项目盈利具有稳定性及可持续性。标的公司报告期整体经营情况良好，经营现金流稳定，预计未来出现大额商誉减值风险较低。此外，本次交易产生的协同效应将有利于标的公司进一步降本增效、提高经营效率，助力标的公司巩固并加强自身优势，降低大额商誉减值风险。

#### 问题 4、关于应收账款

草案显示，标的公司 2022 年末、2023 年末和 2024 年 6 月末应收账款分别为 12.36 亿元、17.49 亿元及 21.33 亿元，主要为应收可再生能源发电补贴以及应收垃圾处理费，截至 2024 年 6 月末，应收垃圾处理费和国家可再生能源发电补贴（以下简称国补）占应收账款余额比例分别为 46.38%、36.74%。此外，标的公司上述各期末应收账款的坏账计提比例分别为 0.92%、0.98%、1.14%，低于同行业可比公司平均值 5.80%、6.61%、6.45%。

请公司：（1）结合同行业可比公司情况、标的公司经营情况等，说明应收账款逐期增加的原因，是否与营业收入规模相匹配；（2）补充说明标的公司国补收入的账龄结构、逾期情况、期后回款情况、坏账计提比例，并结合列入国补项目目录的条件、国补确认条件，说明标的公司涉及国补的收入确认是否准确、是否存在回收风险；（3）说明标的公司应收账款的坏账计提比例的测算依据，以及坏账计提比例在应收账款快速增长的情况下仍保持较低水平且低于同行业可比公司的原因及合理性。请独立财务顾问发表意见，请会计师说明对标的公司应收账款具体执行的审计程序并发表意见。

回复：

（一）结合同行业可比公司情况、标的公司经营情况等，说明应收账款逐期增加的原因，是否与营业收入规模相匹配

#### 1、公司应收账款逐期增加的原因

（1）受宏观经济影响，报告期内政府财政对相应费用的支付结算周期延长，导致应收账款规模有所增加

报告期各期末，标的公司应收账款账龄结构情况如下：

单位：万元

账龄	2024年6月30日		2023年12月31日		2022年12月31日	
1年以内（含1年）	137,068.76	64.27%	118,833.95	67.93%	89,292.90	72.25%
1—2年（含2年）	37,254.94	17.47%	24,265.90	13.87%	20,912.40	16.92%
2—3年（含3年）	17,362.26	8.14%	18,438.28	10.54%	10,497.59	8.49%
3—4年（含4年）	13,894.78	6.52%	10,529.02	6.02%	2,614.09	2.12%
4—5年（含5年）	6,545.34	3.07%	2,614.09	1.49%	267.03	0.22%
5年以上	1,129.75	0.53%	267.03	0.15%	0.00	0.00%
账面余额	<b>213,255.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>174,948.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>123,584.02</b>	<b>100.00%</b>

报告期内，标的公司应收账款周转率情况如下：

项目	2024年6月30日	2023年12月31日	2022年12月31日
应收账款周转率（次）	2.00	3.01	5.60
应收账款周转率（次） （剔除项目建造业务收	2.00	2.40	2.65

项目	2024年6月30日	2023年12月31日	2022年12月31日
入的影响)			

注1：应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额；应收账款周转率（剔除项目建造业务收入的影响）计算中营业收入为剔除项目建造业务相关的收入后的金额；

注2：2024年1-6月周转率指标已经年化处理；

注3：由于无期初审定数，在计算相关比率时，2022年度相关资产的期初期末平均账面余额以2022年末余额代替。

如上表所示，报告期内，标的公司应收账款1年以上账龄占比上升，应收账款周转率（剔除项目建造业务收入的影响）下降，应收账款回款周期延长，导致标的公司应收账款增加。上述情况主要系受到宏观经济影响，政府财政对相应费用的支付结算周期延长。该情况为垃圾焚烧发电行业的普遍现象，标的公司应收账款余额变动趋势与行业整体趋势一致。

报告期内，标的公司之可比公司应收账款余额增长情况如下：

单位：万元

公司名称	2024年6月30日	同比增幅	2023年12月31日	同比增幅	2022年12月31日
上海环境	345,925.87	24.50%	298,925.02	21.63%	245,768.89
三峰环境	265,756.12	24.05%	235,604.01	17.67%	200,226.36
绿色动力	246,335.20	30.87%	203,390.32	31.18%	155,046.01
伟明环保	296,698.21	41.48%	238,129.01	124.76%	105,948.13
旺能环境	146,906.59	36.30%	128,970.09	42.33%	90,614.19
瀚蓝环境	475,392.29	25.92%	355,397.88	20.22%	295,633.91
军信股份	84,323.31	20.17%	80,949.07	36.29%	59,393.42
永兴股份	174,632.11	26.05%	161,130.56	47.46%	109,273.24
圣元环保	153,376.29	30.40%	126,626.07	34.97%	93,818.26

## （2）新项目陆续投产，公司固废业务收入增加，对应收账款规模增加

报告期内，标的公司的营业收入主要源自于固废业务。细分来看，固废业务主要包括垃圾处理费收入和电费收入，其中垃圾处理收入对应客户主要为地方政府客户，电费收入对应客户为各级电网公司（国补电费通过电网公司代发）。

报告期各期，标的公司营业收入、上网电量及垃圾处理量具体情况如下表所示：

单位：万元、兆瓦时、万吨

项目	2024年1-6月	2023年	2022年
营业收入	193,924.48	449,343.93	691,721.26
固废业务收入	166,572.92	311,392.39	293,135.36
固废业务收入占营业收入比例	85.90%	69.30%	42.38%
上网电量	2,276,482	4,295,434	3,940,256
垃圾处理量	715.03	1,348.10	1,222.95

报告期内，标的公司的固废业务收入分别为 293,135.36 万元、311,392.39 万元及 166,572.92 万元，占营业收入的比例分别为 42.38%、69.30%及 85.90%，金额及占比均呈上升趋势，主要系项目进入运营期所致。由于固废业务运营收入存在一定回款周期，因此固废业务收入的增长亦导致标的公司报告期内应收账款有所增加。

## 2、公司应收账款与营业收入规模相匹配，与整体行业趋势一致

报告期内，标的公司应收账款科目主要来源于固废业务运营阶段产生的相关应收款项，因此在计算应收账款余额占其当期营业收入之比例时，相应剔除营业收入中的项目建造收入。报告期各期末，同行业可比公司应收账款余额占其当期营业收入的比例如下表所示：

公司名称	2024年6月30日	2023年12月31日	2022年12月31日
三峰环境	44.15%	49.54%	50.21%
绿色动力	75.21%	64.77%	54.99%
旺能环境	47.14%	44.21%	31.75%
军信股份	55.85%	53.40%	39.95%
永兴股份	47.62%	45.76%	36.74%
圣元环保	99.91%	84.71%	67.58%
<b>均值</b>	<b>61.64%</b>	<b>57.06%</b>	<b>46.87%</b>
<b>标的公司</b>	<b>54.98%</b>	<b>48.90%</b>	<b>37.80%</b>

注 1：同行业可比上市公司相关数据来源于各期年报、中报；

注 2：本表格中涉及的公司均为单独披露项目建造收入的同行业上市公司，在计算其应收账款余额占当期营业收入的比例时，营业收入中剔除项目建造收入。未单独披露建造收入的上市公司未纳入上述表格比较。

如上表所示，报告期内标的公司之应收账款余额占其当期营业收入（不含项目建造收入）的比例略低于同行业公司平均水平，且变动趋势保持一致，应收账款

款余额与营业收入规模的变动相匹配。

(二) 补充说明标的公司国补收入的账龄结构、逾期情况、期后回款情况、坏账计提比例，并结合列入国补项目目录的条件、国补确认条件，说明标的公司涉及国补的收入确认是否准确、是否存在回收风险

1、标的公司国补收入的账龄结构、逾期情况、期后回款情况、坏账计提比例

(1) 国补收入的账龄结构及坏账计提比例

单位：万元

账龄	2024年6月30日	2023年12月31日	2022年12月31日
1年以内（含1年）	23,171.17	22,693.29	21,690.12
1—2年（含2年）	19,744.35	16,246.54	16,629.98
2—3年（含3年）	15,383.89	15,741.11	9,803.89
3—4年（含4年）	12,807.15	9,803.89	2,590.00
4—5年（含5年）	6,304.46	2,590.00	101.56
5年以上	940.19	101.56	-
小计	78,351.21	67,176.39	50,815.55
坏账准备金额	394.84	322.62	494.18
坏账计提比例	0.50%	0.48%	0.97%
合计	77,956.37	66,853.77	50,321.37

(2) 国补收入逾期情况

根据《可再生能源电价附加补助资金管理办法》（财建〔2020〕5号）可再生能源电价附加补助资金（以下简称补助资金）属于可再生能源发展基金，是国家为支持可再生能源发电、促进可再生能源发电行业稳定发展而设立的政府性基金。补助资金由可再生能源电价附加收入筹集。财政部根据电网企业和省级相关部门申请以及本年度可再生能源电价附加收入情况，按照“以收定支”的原则向电网企业和省级财政部门拨付补助资金。国家按此原则每年均有拨付国补资金，但具体到账时间并不固定，拨付额度按既定原则以当年确定的统一拨付比例进行拨款。由于无明确收款时间表故国补不存在逾期情况。

(3) 国补收入期后回款情况



截至 2024 年 10 月 31 日，标的公司国补收入期后回款情况如下：

单位：万元

国补	2024年6月30日	2023年12月31日	2022年12月31日
应收国补	78,351.21	67,176.39	50,815.55
期后回款金额	5,160.28	5,586.90	7,772.97
期后回款比例	6.59%	8.32%	15.30%

国补实际为中央政府性基金支出，补助资金来源于可再生能源发展基金，由可再生能源电价附加收入筹集，且历史期间持续回款，未发生过无法偿付的情况，无法收回的风险较低。

## 2、结合列入国补项目目录的条件、国补确认条件，说明标的公司涉及国补的收入确认是否准确、是否存在回收风险

### (1) 列入国补项目目录的条件

1) 纳入生物质发电国家、省级专项规划。符合国家生活垃圾无害化处理相关规划要求，已纳入所在省（区、市）生活垃圾焚烧发电中长期专项规划；

2) 按照国家有关规定已完成审批、核准或备案，相关审批、核准、备案和并网要件经国家可再生能源信息管理平台审核通过；

3) 应依法依规申领排污许可证，完成脱硫、脱硝、除尘环保设施建设并验收合格报当地生态环境部门备案；落实有关部门“装、树、联”和“三同时”要求，项目并网后相关设备要同步运行，项目建设运行期间无安全环保事故，向社会公开自动监测数据。

报告期内，标的公司已确认国补收入的项目均列入国补项目目录，并符合上述条件。

### (2) 标的公司国补确认条件、涉及国补的收入确认是否准确及回收风险

标的公司在确认发电收入中的国补收入时，确认原则为当项目进入国补项目目录后，且收到第一笔国补收入款项时，累计确认投产以来的国补收入。国补收入按照各项目垃圾处理量及发改委核定的上网电量按照不同地区的补贴单价进行计算确认，国补收入确认准确，确认原则稳健。

国家对于垃圾焚烧发电行业的补贴回款遵循“以收定支”的策略，同时，国家还会对补贴项目的认定标准、项目清单的审核确认、补贴金额以及拨付流程等方面进行调整与明确，这些变动因素可能导致补贴收入的回收存在一定的风险。然而，国补政策的出台是垃圾焚烧发电行业经营发展中的重要组成部分，其政策产生的影响是稳定且持续的。随着国家继续对行业发展的重视和支持，国补款项亦在陆续收回，国补的回收风险相对较低。

**（三）说明标的公司应收账款的坏账计提比例的测算依据，以及坏账计提比例在应收账款快速增长的情况下仍保持较低水平且低于同行业可比公司的原因及合理性。**

### **1、标的公司应收账款的坏账计提比例的测算依据**

#### **（1）计算分析方法**

因标的公司的主要客户为中国地方政府及国有电网公司，在报告期内，标的公司使用违约概率法计算预期信用损失以作减值分析，即通过分析客户违约概率及违约损失率计算预期信用损失。

#### **（2）相关参数的确定依据**

预期违约概率根据可供比较的公司的已发布信用评级估计，如万得数据库上公布的各地区城投公司算数平均隐含违约率。

违约损失率以《商业银行资本管理办法》第九十二条中关于确定违约损失率的方法的规定为基础。

预期信用损失的计算反映概率加权可能结果以及于报告日期可获得的有关过往事件、当前状况及前瞻性信贷风险信息的合理及可靠信息。标的公司认为中国的国内生产总值及工业增加值的增长率是最相关的因素，并根据此因素在未来期间的预期变化相应地调整了历史违约概率及违约损失率。

**2、坏账计提比例在应收账款快速增长的情况下仍保持较低水平且低于同行业可比公司的原因及合理性**

#### **（1）坏账计提比例在应收账款快速增长的情况下仍保持较低水平的原因及**

## 合理性

如前所述，一方面标的公司新项目陆续投产，另一方面报告期内受宏观经济影响，政府财政对相应费用的支付结算周期延长，进而导致标的公司在报告期各期末应收账款余额有所增加。报告期内，标的公司的主要客户为质量、信用评级较高的中国地方政府及国有电网公司，标的公司客户质量、信用状况未发生重大变化，标的公司按照违约概率法计算预期信用损失的相关参数亦未发生重大变化，因此标的公司坏账计提比例仍保持较低水平。

### (2) 坏账计提比例保持较低水平且低于同行业可比公司的原因及合理性

同行业可比公司中，报告期内，主要以账龄作为信用风险特征划分组合计算预期信用损失的同行业可比公司及瀚蓝环境应收账款的坏账计提比例如下：

公司名称	组合	1年以内(含1年)	1至2年(含2年)	2至3年(含3年)	3至4年(含4年)	4至5年(含5年)	5年以上
三峰环境	账龄组合	5.00%	10.00%	20.00%	50.00%	80.00%	100.00%
伟明环保	其他应收账款组合	5.00%	10.00%	20.00%	50.00%	80.00%	100.00%
	应收补贴电费组合	2024年6月30日：5.84%；2023年12月31日：2.82%；2022年12月31日：3.76%					
旺能环境	账龄组合	5.00%	10.00%	50.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	补贴电费组合	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	20.00%	20.00%
军信股份	账龄组合	5.00%	10.00%	20.00%	50.00%	80.00%	100.00%
永兴股份	账龄组合	5.00%	10.00%	20.00%	50.00%	80.00%	100.00%
	政府客户组合	2024年6月30日：2.33%					
	电网客户组合	2024年6月30日：0.29%					
	可再生能源补贴组合	2024年6月30日：9.92%					
	一般客户及其他客户组合	5.00%	10.00%	20.00%	50.00%	80.00%	100.00%
圣元环保	账龄组合	5.00%	10.00%	20.00%	50.00%	80.00%	100.00%
瀚蓝环境	政府客户组合	2024年6月30日：7.62%；2023年12月31日：6.97%；2022年12月31日：6.05%					
	电网客户组合	2024年6月30日：3.75%；2023年12月31日：3.52%；2022年12月31日：3.37%					
	可再生能源补贴组合	2024年6月30日：7.72%；2023年12月31日：7.17%；2022年12月31日：6.39%					
	一般客户及其他客户组合	2024年6月30日：9.88%；2023年12月31日：9.40%；2022年12月31日：4.99%					

报告期内上述公司主要以账龄作为信用风险特征划分组合计算预期信用损

失,上述公司基于账龄分析的应收账款一年以内预期信用损失率大多在 5%左右,并随着账龄的增加,预期信用损失率增加。

除上述以账龄作为信用风险特征划分组合的同行业可比公司外,标的公司应收账款的坏账计提比例与其他同行业可比上市公司应收账款的坏账计提比例对比情况如下:

公司名称	组合	坏账计提比例
上海环境	关联企业、签署特许经营权协议的政府机构及国网电力企业	坏账准备计提比例为零
	第三方企业	2024年6月30日: 9.92%; 2023年12月31日: 11.18%; 2022年12月31日: 4.13%
绿色动力	应收国家可再生能源补助电费及应收电费	2024年6月30日: 2.57%; 2023年12月31日: 2.67%; 2022年12月31日: 1.54%
	垃圾处理费	2024年6月30日: 3.54%; 2023年12月31日: 3.34%; 2022年12月31日: 3.66%
粤丰环保	所有组合	2024年6月30日: 1.14%; 2023年12月31日: 0.98%; 2022年12月31日: 0.92%

如上表所示,标的公司与同行业可比公司绿色动力及上海环境(除第三方企业组合)的应收账款坏账计提并非以账龄作为信用风险特征划分组合,主要基于客户信用特征进行划分或分析,故标的公司与同行业可比公司绿色动力、上海环境(除第三方企业组合)的坏账计提比例相对接近。

报告期内,标的公司基于违约概率法计算的应收账款坏账计提比例分别为 0.92%、0.98%和 1.14%。标的公司在使用违约概率法计算预期信用损失时,主要基于客户信用特征进行分析,并非以账龄作为信用风险特征进行分析,而标的公司客户隐含违约率较低,基于以上会计估计方法差异的原因,故标的公司应收账款坏账计提率较基于账龄分析坏账的同行业可比公司低。

### (3) 《备考审阅报告》中已参考瀚蓝环境之会计政策进行调整

根据《备考审阅报告》,备考合并财务报表中会计政策、会计估计统一的事

项主要为应收款项（包括应收账款及其他应收款）坏账准备的计提等。备考合并财务报表因上述事项对标的公司应收账款坏账准备进行调整，调整前后对比情况如下：

单位：万元

年度	2024年6月30日	2023年12月31日	2022年12月31日
应收账款余额	213,255.84	174,948.27	123,584.02
模拟财务报表坏账准备	2,429.23	1,720.32	1,131.07
坏账比例	1.14%	0.98%	0.92%
备考财务报表坏账准备	14,716.18	11,279.55	7,160.12
坏账比例	6.90%	6.45%	5.79%

在备考合并财务报表中，标的公司应收账款坏账准备因会计估计统一相应进行调整，调整后的应收账款坏账比例分别为 5.79%、6.45%及 6.90%，调整后的应收账款坏账准备计提比例与同行业可比公司较为相近。

#### （四）补充披露情况

上市公司已在《重组报告书》之“第八节 管理层讨论与分析”之“三、标的公司的财务状况及盈利能力分析”之“（一）标的公司财务状况分析”之“1、资产结构分析”之“（2）应收账款”中补充披露了应收账款变动原因以及与营业收入规模匹配的情况、国补收入的账龄结构、逾期情况、期后回款情况、坏账计提比例等、标的公司涉及国补的收入确认条件和相应回收风险、标的公司应收账款坏账的测算依据以及标的公司坏账计提比例与同行业可比公司的对比情况。

#### （五）独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为：标的公司应收账款逐期增加的原因在于（1）新项目陆续投产导致的固废业务收入增加；（2）政府财政对相应费用的支付结算周期延长，具有商业合理性，与营业收入规模变动趋势相匹配。标的公司涉及国补的收入确认准确，符合同行业收入确认惯例，回收风险相对较低。标的公司坏账计提比例在应收账款快速增长的情况下仍保持较低水平且低于同行业可比公司的原因具备合理性。

## 问题 5、关于合规性

草案显示，标的公司目前有部分项目存在未完成消防验收先投产、未完成工程竣工验收先投产、部分建筑物尚未取得产权证书、租用土地存在部分瑕疵、部分业务尚未取得许可证等合规性瑕疵，且根据臻达发展、李咏仪、黎健文与瀚蓝香港签署的《不可撤销承诺及保证契据》，2024年6月30日起至计划生效日期后的三年内（若出现损失或责任），如因计划生效日期之前的事实导致标的公司受到损失或者承担行政、民事责任的，则臻达发展、李咏仪、黎健文将承担相应赔偿责任。

请公司：（1）列示标的公司目前存在合规性瑕疵的项目，以及上述项目涉及到的资产、主要财务数据以及占标的公司的比重，说明相关瑕疵是否对标的公司过户及后续正常经营产生实质性障碍，以及明确相关应对措施；（2）说明公司以及交易对方在《不可撤销承诺及保证契据》期满后是否有其他保障措施，请明确解决方案并充分提示风险。请独立财务顾问和律师发表意见。

回复：

（一）标的公司目前存在合规性瑕疵的项目，以及上述项目涉及到的资产、主要财务数据以及占标的公司的比重，说明相关瑕疵是否对标的公司过户及后续正常经营产生实质性障碍，以及明确相关应对措施

1、标的公司目前存在合规性瑕疵的项目，以及上述项目涉及到的资产、主要财务数据以及占标的公司的比重，说明相关瑕疵是否对标的公司过户及后续正常经营产生实质性障碍

根据粤丰环保境内垃圾焚烧业务子公司的项目消防验收资料、项目开发建设及竣工验收资料、产权证书、租赁协议、对部分村委会的访谈记录、环卫业务合同等资料，同时根据粤丰环保的书面说明、标的公司经审计的财务数据，截至报告期末，粤丰环保境内子公司存在合规性瑕疵的项目、项目主要资产、项目主要财务数据（2024年1至6月）及在标的公司合并口径占比情况如下：

业务板块	序号	项目	瑕疵情形	项目主要资产	2024年1-6月营业收入（万元）	占比
垃圾焚烧	1	横沥一期项目、横沥三期项目	部分建筑未能办理房屋产权证书	物业、厂房及设备	25,519.38	13.16%

业务板块	序号	项目	瑕疵情形	项目主要资产	2024年1-6月营业收入（万元）	占比
发电	2	营口项目	未能办理房屋产权证书	特许经营权	5,843.61	3.01%
	3	湛江项目	未能办理房屋产权证书；租用土地瑕疵	特许经营权	8,825.28	4.55%
	4	易县项目	租用土地瑕疵	特许经营权	2,186.23	1.13%
	5	来宾项目	部分建筑未能办理房屋产权证书；租用土地瑕疵	特许经营权	5,511.59	2.84%
	6	韶关项目	租用土地瑕疵	特许经营权	4,397.06	2.27%
	7	徐闻项目	租用土地瑕疵	特许经营权	3,679.31	1.90%
	8	临汾项目	未完成消防验收先投产	特许经营权	3,381.10	1.74%
	9	中山项目	未完成工程竣工验收先投产	特许经营权	12,344.60	6.37%
	10	陆丰项目	未完成工程竣工验收先投产	特许经营权	4,528.29	2.34%
	环卫	11	涑水环卫项目	项目公司未取得《城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输服务许可证》	车辆等固定资产	813.15
12		易县环卫项目	397.25			0.20%
13		保定环卫项目	200.79			0.10%
14		宜宾环卫项目	156.01			0.08%
15		华阳环卫项目	425.48			0.22%

注：

涑水环卫项目：涑水粤丰粤展城市服务有限公司基于与涑水县城市管理综合执法队签署的《涑水县城区环卫承包运营合同》而开展的业务；

易县环卫项目：易县粤丰揽悦城市服务有限公司基于与易县城市管理综合行政执法局签署的《易县生活垃圾转运站 TOT 项目特许经营协议》而开展的业务；

保定环卫项目：保定满城区粤展环境服务有限公司基于与保定市满城区城市管理综合行政执法局签署的《保定市满城区生活垃圾分类运营项目合同》而开展的业务；

宜宾环卫项目：四川佳洁园环保科技有限公司基于与宜宾市叙州区观音镇人民政府签署的《宜宾市叙州区观音镇环卫外包服务合同》而开展的业务；

华阳环卫项目：四川佳洁园环保科技有限公司基于与四川天府新区华阳街道办事处签署的《四川天府新区华阳街道办事处辖区内生活垃圾清运服务合同》而开展的业务。

鉴于（1）根据上述瑕疵项目的财务数据及占比，单一瑕疵项目的收入占比相对有限；（2）根据相关主管部门开具的书面证明或信用报告，相关项目公司在报告期内未受到行政处罚；（3）经网站核查，相关项目公司在报告期内未受到过相关主管部门的行政处罚；（4）根据瀚蓝香港与臻达发展、李咏仪、黎健文签署的《不可撤销承诺及保证契据》，瀚蓝香港对于粤丰环保境内子公司的瑕疵事项已设置相关保障安排——自 2024 年 6 月 30 日起至计划生效日期后的三年内（若出现损失或责任），如因计划生效日期之前的事实导致标的公司受到损失或者承担行政、民事责任的，则臻达发展、李咏仪、黎健文将承担相应赔偿责任，因此，

在合理预期范围内，相关瑕疵事项对标的公司过户不构成实质性障碍，对相关公司后续正常经营不构成实质性障碍。

## 2、相关应对措施

对于相关瑕疵事项，根据有关主管部门出具的书面文件、对部分部门的访谈记录以及粤丰环保相关境内子公司的书面说明、瀚蓝香港与臻达发展、李咏仪、黎健文签署的《不可撤销承诺及保证契据》，针对不同瑕疵事项，瀚蓝香港、粤丰环保相关境内子公司已采取相关应对措施，包括具体应对措施和协议安排。

### （1）具体应对措施

①对于未办理消防验收或竣工验收的瑕疵，相关项目公司将积极与主管部门沟通，争取尽快办理相关验收手续或补交相关费用，减少对正常生产经营的影响；

②对于尚未取得产权证书的瑕疵，相关项目公司将积极配合主管部门补办手续或补交相关费用，争取尽快办理相关证书，减少对正常生产经营的影响；

③对于租用地块瑕疵，一是相关项目公司的租用地块均用于运输通道、护坝、边界隔离、填埋场调节池、水泵房建设、停车场等辅助或安全隔离用途，并非生产性用地，如相关土地无法继续使用，相关项目公司可快速采取替代措施，不会实质性影响正常生产经营；二是相关项目公司将与出租方或主管部门沟通，争取补正相关程序瑕疵、补办相关手续或补交相关费用；

④对于尚未取得许可证的瑕疵，一是相关项目公司均已备妥许可证办理资料，并根据与相关部门沟通情况，合同相对方（部分亦系主管部门）均书面确认，未办理相关许可证不影响相关公司开展垃圾清扫、收集、运输业务；二是项目实际开展、回款均无异常。如涉及整改，项目公司将尽快补办并补交相关费用。

### （2）协议安排

根据瀚蓝香港与臻达发展、李咏仪、黎健文签署的《不可撤销承诺及保证契据》，瀚蓝香港对于粤丰环保境内子公司的瑕疵事项已设置相关保障安排——计划生效日期前，标的公司存在的业务瑕疵或合规性瑕疵，臻达发展及李咏仪、黎健文承诺督促标的公司完成整改或优化；自2024年6月30日起至计划生效日期后的三年内（若出现损失或责任），如因计划生效日期之前的事实导致标的公司



受到损失或者承担行政、民事责任的，则臻达发展、李咏仪、黎健文将承担相应赔偿责任。

**（二）说明公司以及交易对方在《不可撤销承诺及保证契据》期满后是否有其他保障措施，请明确解决方案并充分提示风险**

**1、标的公司相关瑕疵事项风险对私有化不构成实质性障碍，公司以及交易对方基于市场化交易达成的方案已设置较为充分的保障措施**

如本题回复之“（一）”所述，在合理预期范围内，标的公司相关瑕疵事项对标的公司过户不构成实质性障碍，对相关公司后续正常经营不构成实质性障碍。

本次交易为市场化交易，上市公司在审慎预估标的公司潜在业务瑕疵及合规性风险的基础上，基于商业谈判，与臻达发展、李咏怡、黎健文于 2024 年 7 月 22 日达成了《不可撤销承诺及保证契据》的相关保障安排，其中包括：（1）计划生效日期前，标的公司存在的业务瑕疵或合规性瑕疵，臻达发展及李咏怡、黎健文承诺督促标的公司完成整改或优化；（2）（a）在 2024 年 6 月 30 日起至计划生效日期后的三年内（若出现损失或责任），如因计划生效日期之前的事实导致标的公司受到损失或者承担行政、民事责任的，则臻达发展、李咏仪、黎健文将承担相应赔偿责任；及（b）在计划生效日期后的五年内，臻达发展、李咏仪、黎健文需对标的公司截至计划生效审计基准日（“计划生效审计基准日”为计划生效日所在月的最后一天）未收回的应收款项承担赔偿责任。

臻达发展、李咏怡、黎健文不可撤销地同意，就要约人需要向臻达发展支付的注销价总额，要约人可以扣留 963,516,293.17 港元（“递延注销价格”）作为扣款保证金，其中 746,995,777.85 港元为前述（1）项下的扣款保证金（“第（1）项扣款保证金”），216,520,515.32 港元为前述（2）项下的扣款保证金（“第（2）项扣款保证金”）。就第（1）项扣款保证金，由要约人于计划生效日期后届满三年内，根据标的公司在前述（1）项下的业务瑕疵或合规性瑕疵的整改情况逐笔支付；对于第（2）项扣款保证金，由要约人在计划生效后，按照前述（2）项下所发生的风险事项相应扣款（“（2）项扣款”），并在计划生效日五年届满之日后另行协商的时间内将第（2）项扣款保证金减除（2）项扣款后支付给臻达发展。

此外，根据《不可撤销承诺及保证契据》相关保障安排，本次交易中，标的

公司存续股东臻达发展将保留其持有的标的公司 176,388,620 股股票，截至本核查意见出具日，占标的公司已发行总股本的 7.23%。臻达发展长期作为标的公司控股股东，继续保持标的公司股东身份，将与瀚蓝环境共同应对标的公司未来的风险，共同保障粤丰环保的稳定收益，有助于交易完成后标的公司业务持续开展及运营管理的平稳过渡，保障标的公司持续稳健运营，有效控制标的公司相关合规性瑕疵事项的潜在风险。

综上所述，标的公司相关瑕疵事项不会对标的公司后续正常生产经营产生实质性障碍。在本次市场化交易中，上市公司与主要交易对方达成的交易方案已经设置较为充分的保障措施，在《不可撤销承诺及保证契据》约定的保障期限内，标的公司如因计划生效日期之前的事实遭至损失或者需承担行政、民事责任的，臻达发展、李咏怡、黎健文应承担相应赔偿责任（臻达发展、李咏怡、黎健文互相之间承担连带责任，且该连带责任不受追偿款项和时限的限制）。具体而言，在符合《不可撤销承诺及保证契据》的相关扣款约定的前提下，要约人有权直接在预留的扣款保证金中进行扣款，如相关赔偿责任超出扣款保证金范围，则根据《不可撤销承诺及保证契据》的约定，要约人有权向臻达发展、李咏怡、黎健文追偿。更进一步，根据《不可撤销承诺及保证契据》所适用的香港特别行政区法律法规，如臻达发展、李咏怡、黎健文未能按照《不可撤销承诺及保证契据》承担赔偿责任，则要约人有权基于《不可撤销承诺及保证契据》的约定，通过诉讼途径要求臻达发展、李咏怡、黎健文承担赔偿责任。此外臻达发展将保留标的公司少数股权，亦有助于交易完成后控制标的公司相关合规性瑕疵事项的潜在风险。

## 2、风险提示情况

关于标的公司存在部分合规性瑕疵的风险已经于《重组报告书》之“重大风险提示”之“二、标的公司业务经营相关风险”之“（七）标的公司存在部分合规性瑕疵的风险”及“第十一节 风险因素”之“二、标的公司业务经营相关风险”之“（九）标的公司存在部分合规性瑕疵的风险”中补充披露如下：

“标的公司在国内众多省份开展垃圾焚烧发电等业务，项目数量多、经营时间长，部分项目在特定环节存在相关合规性瑕疵。报告期内标的公司未受到对其持续经营构成实质障碍的重大行政处罚，且臻达发展、李咏怡、黎健文已签署不

可撤销承诺，自 2024 年 6 月 30 日起至计划生效日期后的三年内（若出现损失或责任），如因计划生效日期之前的事实导致标的公司受到损失或者承担行政、民事责任的，臻达发展、李咏怡、黎健文需向要约人或标的公司承担赔偿责任。臻达发展、李咏怡、黎健文亦签署了扣款保证金相关条款（具体条款详见本重组报告书之“第六节 本次交易主要合同”之“二、不可撤销承诺的主要内容”之“（二）特别承诺及扣款保证金”）。但不排除标的公司未来可能因存在合规性瑕疵而导致生产经营活动受到影响，或在保障期满后可能因存在合规性瑕疵而导致对上市公司造成损失的风险。”

### （三）补充披露情况

上市公司已在《重组报告书》之“第四节 交易标的基本情况”之“十一、涉及立项、环保、行业准入、用地、规划、施工建设等有关报批事项”中补充披露了标的公司目前存在合规性瑕疵的项目相关资产情况及财务数据，瑕疵事项相关的应对措施，以及瑕疵事项是否对标的公司过户及后续正常经营产生实质性障碍。

### （四）独立财务顾问意见

经核查，独立财务顾问认为：在合理预期范围内，相关瑕疵事项对标的公司过户不构成实质性障碍，对相关公司后续正常经营不构成实质性障碍。本次交易系同行业整合，各方在《不可撤销承诺及保证契据》中达成的对于瑕疵事项的赔偿约定和保障性安排，系基于各方的行业共识和对业务的共识判断。此外臻达发展在交易完成后将保留标的公司少数股份，继续保持标的公司股东身份，有助于交易完成后标的公司业务持续开展及运营管理的平稳过渡，保障标的公司持续稳健运营，控制相关合规性瑕疵事项的潜在风险。

（本页无正文，为《中信证券股份有限公司关于上海证券交易所<关于对瀚蓝环境股份有限公司重大资产购买草案信息披露的问询函>回复之核查意见》之签章页）

独立财务顾问主办人：

\_\_\_\_\_  
刘 堃

\_\_\_\_\_  
顾 宇

\_\_\_\_\_  
杨 贤

\_\_\_\_\_  
卢宇轩

中信证券股份有限公司

年 月 日