

中联资产评估集团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》

（上证公函【2024】3689号）估值分析相关问题回复之核查意见

上海证券交易所：

根据贵所 2024 年 11 月 28 日对瀚蓝环境股份有限公司出具的《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），中联资产评估集团有限公司（以下简称“中联评估”）作为本次交易的估值分析机构，已会同上市公司与各中介机构，就贵所反馈意见要求核查的内容进行了核查及落实，现就相关问题作出书面回复如下。

问题 1（原问题 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
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

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
2023/12/12	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
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，本次收购后将标的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¹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）中介机构核查意见

经核查，估值人员认为：

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。

¹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）

（此页无正文，仅为《中联资产评估集团有限公司关于上海证券交易所（上证公函【2024】3689号）<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>估值分析相关问题答复之核查意见》之盖章页）

中联资产评估集团有限公司

年 月 日