

国泰君安证券股份有限公司
关于深圳证券交易所
《关于对北京东方园林生态股份有限公司的重组问询函》
之专项核查意见

深圳证券交易所中小板公司管理部：

2015年11月6日，北京东方园林生态股份有限公司（以下简称“东方园林”、“公司”）收到深圳证券交易所《关于对北京东方园林生态股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（不需行政许可）【2015】第22号）（以下简称“问询函”）。国泰君安证券股份有限公司作为该次重组的独立财务顾问，现根据问询函所涉问题进行说明和解释，具体内容如下：

（如无特别说明，本公告中的简称与《北京东方园林生态股份有限公司重大资产购买报告书（草案）》（以下简称《重大资产购买报告书》）中的简称具有相同含义。）

1、《报告书》披露，截至评估基准日 2015 年 5 月 31 日，标的资产富阳申能固废环保再生有限公司（以下简称“申能环保”）100%股权的账面价值为 18,710.97 万元，评估价值为 244,000 万元，增值率为 1,204.05%。请补充披露以下内容：

（1）结合标的公司所在行业发展情况及核心竞争力等，说明本次评估增值的合理性；

（2）结合可比公司的盈利情况和标的公司未来盈利能力，补充披露本次评估中所使用的预测毛利率的合理性；

（3）结合申能环保最近三个会计年度危险固体废物处置价格的变动情况，补充披露本次评估中所使用的固体废物处置预测价格的合理性，并进行敏感性分析；

（4）结合 2015 年 1 至 5 月合金销售的销量及价格情况，补充披露本次评

估中所使用的相关预测销量及价格的合理性，并进行敏感性分析。

请独立财务顾问和评估机构就以上第（2）项至第（4）项事项进行核查并发表明确意见。

回复：

一、核查过程

（二）结合可比公司的盈利情况和标的公司未来盈利能力，补充披露本次评估中所使用的预测毛利率的合理性；

1、申能环保与同行业上市公司盈利情况比较

申能环保主要从事工业固体废物和危险废物的收集、贮存、综合利用和处置，核心业务为危险废物的收集、贮存、综合利用和处置，同行业可比公司相关业务毛利率如下表所示：

证券代码	证券名称	业务名称	2013 年	2014 年	2015 年 1-6 月
000826.SZ	桑德环境	固体废弃物处置项目投资建设以及运营	7.69%	5.75%	12.60%
002340.SZ	格林美	废弃资源综合利用	16.53%	18.61%	18.09%
002672.SZ	东江环保	工业废物资源化利用与处置	32.38%	38.37%	42.98%
平均值			18.87%	20.91%	24.56%

2013 年度、2014 年度及 2015 年 1-6 月，同行业上市公司平均毛利率分别为 18.87%、20.91%及 24.56%。预测期内，申能环保毛利率区间为 18.59%至 26.94%。申能环保毛利率预测水平基本同行业水平相近，未明显高于行业平均水平。

2、申能环保未来盈利能力分析

申能环保是一家从事固体废物无害化处置及资源化利用的环保型企业，其主营业务为含金属危险废物无害化处置以及再生金属资源化回收与销售业务，主要服务于冶炼、铸造、加工、电镀行业产生的废渣、废泥、废灰等固体废物处置，并在无害化处置固体废物的同时，富集、回收其中的各类金属，生产出合金金属，并伴生水渣及熔炼渣等副产品。

报告期内，申能环保盈利情况如下表所示：

单位：万元

项目 \ 年份	2013 年	2014 年	2015 年 1-5 月
营业收入	207,954.33	246,740.18	57,744.27
营业成本	208,515.70	245,417.43	51,290.47
毛利率	-0.27%	0.54%	11.18%
净利润	6,229.99	7,521.55	4,975.02
净利润率	3.00%	3.05%	8.62%

2013 年度及 2014 年度，申能环保业务重点为一般固废回收及再生金属销售业务，由于再生金属销售业务产品市场价格透明，议价空间有限，且技术难度低，行业竞争激烈，该等业务的利润空间相对较小。

随着相关法规的出台，环境监管措施日趋严格，产废企业的危险废物处理需求急剧上升，导致危险废物处置费大幅上涨。因此，申能环保从 2015 年开始进行业务结构调整，侧重于以危险废物处置业务为主，由过往主要采购一般废物转变为主要采购危险废物。由于危险废物处置行业处置需求大，而具备相关技术实力的企业数量十分有限，该业务毛利较高。业务结构调整导致公司盈利能力大幅提升。

根据行业发展趋势及申能环保自身业务发展情况，预计申能环保危险废物处置量维持处理能力上限水平，生产成本保持稳定，同时选择金属含量较高的原材料，采购成本会有小幅上涨而金属销售量和销售单价基本保持不变危险废物的处理费单价随着市场需求的增加而有所提高。受上述因素影响，未来申能环保毛利率将增长，具体情况如下：

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
预测毛利率	18.59%	21.31%	23.28%	24.71%	25.95%	26.94%

申能环保 2015 年度毛利率预测为 18.59%，低于 2015 年 1-6 月间上市公司平均水平，而后根据市场趋势，预测毛利率将小幅上涨。2020 年，预测毛利率达到峰值 26.94%，未明显高于现有同行业平均水平，申能环保毛利率预测较为合理。

(三) 结合申能环保最近三个会计年度危险固体废物处置价格的变动情况，补充披露本次评估中所使用的固体废物处置预测价格的合理性，并进行敏感性

分析：

1、危险废物处置预测价格的合理性分析

报告期内，申能环保危险废物处置单价如下：

项目 \ 年份	2013	2014	2015 年 1-5 月
危废处理费收入（万元）	840.65	2,365.24	2,042.34
危废处理量（吨）	58,078.70	110,517.03	49,896.40
平均处理单价（元/吨）	145.00	214.00	409.00

2015 年以前，我国普遍存在工业企业未按相关规定将其所产生的危险废物提供给具有资质的危废处理企业的现象。因此，危险废物原材料不足，导致申能环保所收集的危废废物处置单价较低。2015 年以来随着相关法规的出台，环保部门加大了对排污企业的惩罚力度，产废企业的危险废物处理需求急剧上升。由过往不向危废处置企业提供危险废物，转变为主动寻求与危废处置企业建立合作关系、并愿意支付较高的危废处置费。从 2015 年开始，申能环保危险废物处置费单价及处理量大幅上升。根据目前已签订的 2015 年下半年的危险废物处置合同，对于仅收取处置费的处置合同，绝大部分处理费单价均高于 1,500 元/吨。

在市场需求大幅增加的情况下，企业将优先选取金属含量较高、处理费收入较高的客户，根据企业已签订的 2016 年处置费合同，处置费单价较 2015 年又有较大增长，部分已超过 2,000 元/吨。

基于上述已签订订单情况，同时出于谨慎性原则，本次评估对危险废物的处置费单价预测如下：

项目 \ 年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
危废处置费单价（元/吨）	600	1,160	1,380	1,580	1,760	1,910

综上，参考企业历史危险废物处置单价增长情况以及企业已经签订的未来危险废物处置合同单价，并结合市场整体需求分析，本次评估中预测的未来危险废物处置费用单价是合理的。

2、敏感性分析

危险废物处置单价敏感性分析如下：

项目	评估结论 (万元)	变动率	敏感系数
处理费单价增加 5%	253,550	3.88%	0.78
处理费单价增加 10%	263,020	7.76%	0.78
现评估报告处理费单价	244,000		
处理费单价减少 5%	234,610	-3.88%	-0.78
处理费单价减少 10%	225,100	-7.78%	-0.78

(四) 结合 2015 年 1 至 5 月合金销售的销量及价格情况, 补充披露本次评估中所使用的相关预测销量及价格的合理性, 并进行敏感性分析。

1、销售量及价格的合理性分析

(1) 销售量分析

申能环保再生金属销售客户稳定, 不存在产品积压的情况, 因此本次评估假设预测期内, 销售量预测与产量预测一致。产量预测是以企业当期废物的总炉前处理量为基础, 结合历史年度金属的产出比例, 进行预测。

以金属铜为例, 报告期内, 金属铜产出比例如下:

单位: 吨

项目 \ 年份	2013	2014	2015 年 1-5 月
工业固废收集量 (含水)	174,680.23	236,343.97	75,290.63
其中: 危险废物收集量 (含水)	58,078.70	110,517.03	49,896.40
一般废物收集量 (含水)	116,601.53	125,826.94	25,394.23
炉前处置量 (脱水后重量)	165,795.06	181,301.79	62,143.53
铜产量 (吨)	30,984.67	38,719.59	8,660.12
实际产出比例 (铜产量/炉前处置量)	18.69%	21.36%	13.94%

① 工业固废收集量 (含水重量) 预测

评估人员根据企业已签订的固废及危废处理合同判断, 2015 年企业危险废物收集量已基本达到核定上限 14.6 万吨 (未脱水重量)。在我国危险废物处置需求急剧增长的行业背景下, 预测未来企业的危险废物处理量保持在 14.6 万吨/年 (含水重量)。

申能环保调整业务结构后, 其一般废物的收集、处置量将降低, 结合 2013 年度、2014 年度、2015 年 1-5 月企业一般废物 11.7 万吨、12.6 万吨、2.5 万吨的处理规模 (含水重量), 谨慎预测未来企业一般废物的处理规模约 5.4 万吨/年

(含水重量)。

② 炉前处理量预测

申能环保目前产能为：年处理 20 万吨炉前重量的固体废物（含一般固废和危险废物，脱水后重量）。在前述对未来企业一般废物和危险废物收集量（含水重量）的预测的基础上，本次评估结合 2013 年、2014 年、2015 年 1-5 月企业炉前处置量 16.6 万吨、18.1 万吨、6.2 万吨的历史数据，并考虑一般废物含水量较小，危险废物普遍含水量在 50%及以上的特点，谨慎预测企业未来固体废物的炉前处置量约为 12.7 万吨/年。

③ 金属铜产出量预测

由于危废中金属铜含量低于一般固废中的含量，企业生产用原料中危险废物比例大幅增加后，金属铜产出比例大幅下降，因此，2015 年金属铜产出率较过去年度下降。本次评估参考企业 2015 年 1-5 月份金属的实际产出比例结合企业在期后 6-9 月金属的实际产出比例预测 2015 年金属铜产出率，并在未来年度维持该产出率不变，由此计算得出各年金属铜产量。

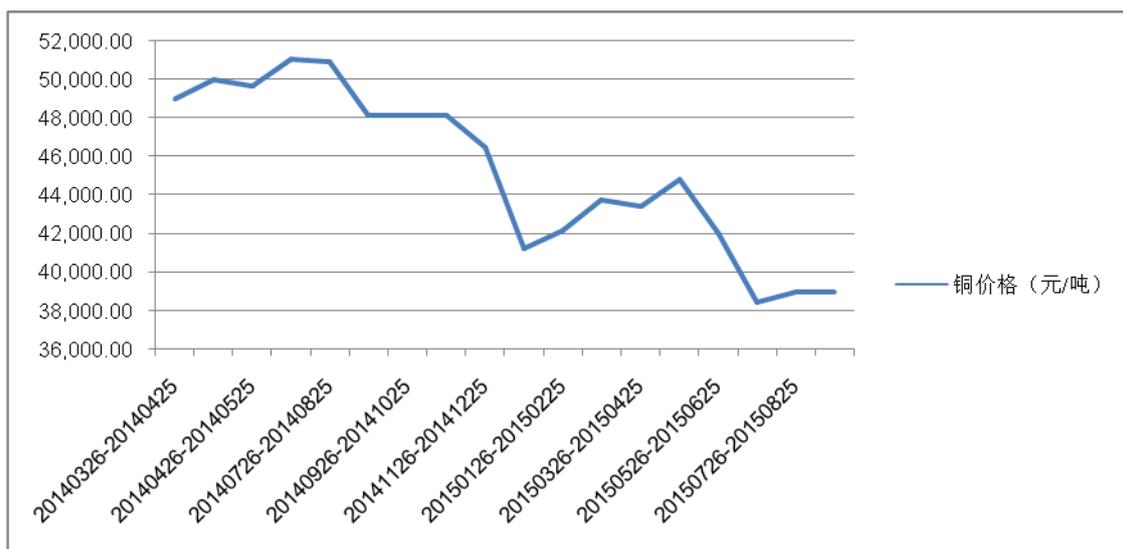
(2) 销售价格

申能环保各类金属的销售价格主要与各主要交易所的相关金属价格挂钩。因此，本次评估中预测未来金属售价时，主要参考 2015 年 1-5 月申能环保对相关金属的平均售价及报告期后相关金属的交易所价格走势。以铜为例：

报告期内，申能环保铜销售单价具体如下表所示：

项目 \ 年份	2013 年	2014 年	2015 年 1-5 月
销售单价（万元/吨）	4.80	3.87	3.90

金属铜平均销售价格处于下滑区间，同期期货铜交易价格走势保持一致，期货铜价格走势如下图所示：



(图表数据来源: 同花顺iFinD)

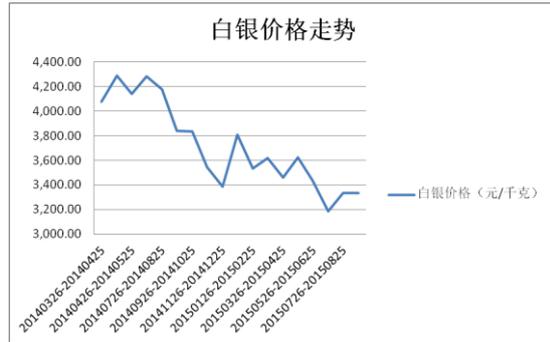
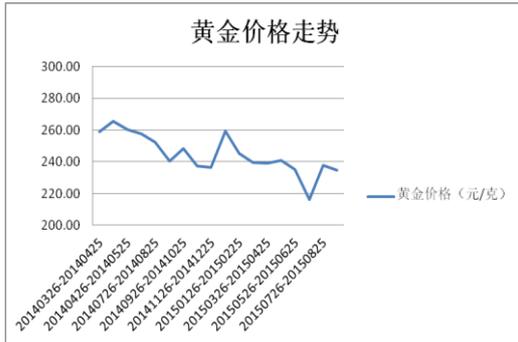
2015 年上半年, 期货铜价格呈上升趋势, 企业 2015 年 1-5 月铜金属不含税销售均价约为 3.90 万元/吨。2015 年 6-9 月, 期货铜价格触底盘整, 但短期内难以走出探底区间。根据以上期货铜价格走势, 本次评估以 2015 年 1-9 月的平均期货铜价格为基础, 预测全年平均铜销售价格为 3.59 万元/吨 (不含税)。2016 年以后, 由于铜价走势难以预测, 故谨慎考虑, 预测未来铜价为 3.38 万元/吨 (不含税), 以后年度维持不变。

与铜元素类似, 基于标的公司 2015 年 1-5 月历史售价以及 2015 年 6-9 月金属期货走势, 其他金属元素的预测价格如下:

项目 \ 年份	2015 年 1-5 月 (除金以外, 均为不含税价)	本次评估采用的预测价格 (除金以外, 均为不含税价)
铜 (万元/吨)	3.90	3.38
金 (万元/千克)	22.33	23.10
银 (万元/千克)	0.26	0.28
钯 (万元/千克)	12.95	10.65
镍 (万元/吨)	3.57	3.38
锡 (万元/吨)	4.05	4.05

注: 上表中, 除黄金价格外, 金属元素单价均为扣除增值税后金额; 黄金价格系含增值税金额, 申能环保所销售的合金中的金元素, 系属于伴生金, 根据国税总局关于伴生金的相关税收政策, 免征增值税。

其中, 黄金及银元素的预测价格高于申能环保 2015 年 1-5 月的平均售价, 系由于 2015 年 6 月以来相关金属元素期货价格有明显的触底反弹走势所致, 如下图所示:



(图表数据来源：同花顺iFinD)

2、敏感性分析

申能环保的原材料采购成本与产成品销售收入均取决于相关固体废物中的金属含量及在公开交易市场的金属价格走势。因此，相关金属元素的产量与单价发生波动时，将导致标的公司的成本与收入同向波动，对标的公司的净利润影响有限。以下测算金属产量及销售单价对估值的影响：

(1) 金属产量的敏感性分析

项目	评估结论 (万元)	变动率	敏感系数
金属产量增加 5%	258,730	6.00%	1.20
金属产量增加 10%	273,370	12.00%	1.20
现评估报告产量	244,000		
金属产量减少 5%	229,430	-6.00%	-1.20
金属产量减少 10%	214,790	-12.00%	-1.20

(2) 金属销售单价的敏感性分析

项目	评估结论 (万元)	变动率	敏感系数
金属销售单价增加 5%	250,900	2.79%	0.56
金属销售单价增加 10%	257,710	5.58%	0.56
现评估报告单价	244,000		
金属销售单价减少 5%	237,260	-2.79%	-0.56
金属销售单价减少 10%	230,440	-5.59%	-0.56

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为，申能环保伴随业务转型，盈利能力快速提升，毛利率预测水平基本同行业水平相近，未明显高于行业平均水平，本次评估中所使用的预测毛利率具有合理性；参考企业历史危险废物处置单价增长情况以及企业已经签订的未来危险废物处置合同单价，并结合市场整体需求分析，本次评估

中预测的未来危险废物处置费用单价是合理的；根据 2015 年 1 至 5 月合金销售的销量及价格、相关金属交易所市场价格走势情况分析，本次评估中所使用的相
关预测销量及价格具有合理性。

（本页无正文，为《国泰君安证券股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对北京东方园林生态股份有限公司的重组问询函>之专项核查意见》之盖章页）

国泰君安证券股份有限公司

年 月 日