

广发证券股份有限公司

关于深圳证券交易所<关于对海南瑞泽新型建材股份有限公司 的重组问询函>之独立财务顾问核查意见

深圳证券交易所：

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”或“独立财务顾问”）作为海南瑞泽新型建材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的独立财务顾问，根据贵部下发的《关于对海南瑞泽新型建材股份有限公司的重组问询函（中小板重组问询函（需行政许可）[2017]第 48 号）》的要求，对相关事项进行了核查，出具了本核查意见。

（如无特别说明，本核查意见中的简称与《海南瑞泽新型建材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报告书》中“释义”所定义的简称具有相同含义。）

问题一：《报告书》披露，截至评估基准日 2017 年 4 月 31 日，广东绿润股东全部权益的账面价值为 24,070.86 万元，评估值为 166,910 万元，评估增值率为 593%，请结合广东绿润的经营状况、行业地位、核心竞争力及同行业公司业务情况等详细说明广东绿润 100%股权评估增值较高的原因及合理性，请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

1、广东绿润经营情况

随着市政环境卫生管理行业市场化程度的提高，凭借经验优势和客户基础，广东绿润抓住良好的市场机遇，进一步提升竞争优势和盈利能力，实现了经营业绩的快速增长。广东绿润 2015 年、2016 年以及 2017 年 1-4 月的营业收入分别为 20,199.60 万元、37,902.01 万元和 13,654.07 万元，归属于母公司所有者的净利润分别为 4,162.09 万元、10,148.30 万元和 3,760.37 万元，经营情况良好。

随着周边城市市政环境卫生管理业务市场化改革推进，广东绿润将陆续新进入更多的城市地区获得更多的订单，而原有服务区域由于是持续的刚性需求，并

且开展业务时所需设备和人员配置的地域性很强，行业的规模效应相对明显，因此，广东绿润凭借原有业务基础及区域品牌效应在拓展业务时具有较大优势，新进入者难以在短时间内获取足够业务并形成规模效应。因此，评估机构对于广东绿润未来的收入预测按原有服务区域和新增城市地区分业务预测。各期原有服务区域收益预测按前一年度在手订单的收入测算得出，具体情况如下：

单位：万元

业务板块	2017年	2018年	2019年
每年在原有区域内维持收入	41,262	39,751	58,063
每年新增项目带来的收入	-	13,321	5,188
预测总收入	41,262	53,073	63,251
原有区域内维持收入/预测总收入	100.00%	74.90%	91.80%
新增项目带来的收入/预测总收入	100.00%	25.10%	8.20%

同时，我国大部分市政环卫业务在政府体制内运营，市场化程度较低，随着周边城市市政环境卫生管理业务市场化改革推进，市政环境卫生管理业务的市场需求将日益旺盛。目前，广东绿润立足于佛山、江门地区，除继续扩大原有区域的服务范围外，正在向周边的鹤山、台山、珠海等城市积极扩张。未来，广东绿润的业务规模有望持续增长。

综上，报告期内以及评估基准日后至今，广东绿润的经营情况良好，承诺的业绩具有可实现性。

2、广东绿润的行业地位

近年来，政府有关部门陆续出台一系列政策法规，稳步推进我国市政环境卫生管理行业市场化改革的进程，越来越多的社会资本参与市政环境卫生管理服务。但是，受经济发达程度、人口数量等因素影响，各地政府市场化改革执行力度各异，导致各地市政环境卫生管理行业发展情况不同，地区之间竞争程度也存在差异。总体而言，市政环境卫生管理行业尚未形成充分竞争市场，行业集中程度较低。

报告期内，广东绿润在佛山、江门、肇庆和中山等珠三角城市承接了较多大型环卫管理服务项目，拥有较为丰富的经验且业绩突出，是广东省规模较大、资质较完备和业务覆盖范围较广的综合性环境卫生管理服务运营商。经过十余年的发展，广东绿润已经逐步在佛山、江门、肇庆和中山等珠三角地区建立起区域竞

争优势。

3、广东绿润的核心竞争力

广东绿润专注于市政环境卫生管理业务十余年，致力于为客户提供标准化、专业化的环卫服务解决方案。经过十余年的发展，广东绿润在其主营业务中已经形成了自身的核心竞争力，具体情况如下：

（1）行业经验丰富

广东绿润专注于市政环境卫生管理行业十余年，致力于为客户提供标准化、专业化的环境卫生管理服务。经过多年的业务实践，广东绿润已具备丰富的行业经验，对市政环境卫生管理行业有深刻的理解，能够识别行业内客户的需求并提供解决方案。针对目前国内普遍存在的垃圾终端处理场所规模不足的问题，广东绿润制定了垃圾减量化处理方案，通过引进先进的垃圾分选、压缩设备等方式对垃圾进行减量化、资源化处理，提高区域内终端处理场所的空间利用效率，实现垃圾的回收利用，获得了区域内客户及居民的认可，为业务发展奠定了基础。目前，广东绿润以高效的运营体系、专业的业务团队和先进的服务设备为依托取得了优异的成绩，成为区域内的领先者。

（2）人力资源及管理优势

广东绿润重视管理团队建设和员工培训，促进广东绿润与员工共同发展。经过多年的培养，广东绿润已经拥有了战略清晰、执行力强的管理团队，以及职业素养高、业务熟练的员工队伍。同时，广东绿润已建立严格规范的工作流程，能够通过合理有效的内控管理，为客户及广大城乡居民提供高标准、高质量的市政环境卫生管理服务。

（3）区域品牌优势

广东绿润的主要客户为政府单位或与政府有关联的下属企业，其主营业务市政环境卫生管理业务的实践性较强，并且服务质量直接关系到市容环境以及服务区域内居民利益，因此，客户在采购服务时会对企业的项目经验、服务能力、规范运作程度等方面提出较高要求，并倾向于选择具有较高品牌知名度的企业。自成立以来，广东绿润始终坚持以客户需求为中心，认真做好每一个项目，为客户提供优质的服务。目前，广东绿润在市政环境卫生管理业务方面的运营水平、服务能力等得到了客户的认同，在佛山、江门、肇庆和中山等珠三角地区建立了良

好的口碑和品牌知名度。

(4) 全产业链业务优势

伴随广东绿润规模、技术以及运营能力的提升，其业务逐步从垃圾的清扫、收集等向垃圾中转站、垃圾填埋场运营的方向拓展。目前，广东绿润已经形成了涵盖垃圾清扫保洁、市容景观绿化养护、垃圾清运和处置的全产业链业务结构，能够为客户提供全产业链的环境卫生管理服务。政府部门或其下属企事业单位过去通常对环卫项目的清扫、运输、压缩、处理各个环节单独进行招投标，该模式导致了环境卫生服务效率低下、质量不合格、责任主体不明确的现象，而广东绿润能够独立提供环卫项目各个环节的卫生管理服务，有效的弥补以上模式的不足。未来随着一体化项目的增加，已经提前布局全产业链的广东绿润将具有一定的竞争优势。

4、同行业可比交易公司的评估情况

近年来，国内上市公司并购案例中涉及市政环境卫生管理业务的公司极少，因此，现选取近年来部分国内上市公司并购环境保护相关业务的公司的案例作为可比交易案例进行分析，具体情况如下：

上市公司	标的公司	100%股权 评估结果 (万元)	评估结果 选取的评 估方法	100%股权 交易价格 (万元)	评估基准 日净资产 (万元)	承诺期首 年净利润 (万元)	市盈率 (倍)	评估增值 率
清水源	同生环境	49,486.55	收益法	49,480.00	8,127.86	3,520	14.06	508.85%
兴源环境	源态环保	56,081.89	收益法	55,000.00	3,711.63	3,800	14.47	1,410.98%
天壕环境	赛诺水务	88,501.45	收益法	88,000.00	21,734.66	5,000	17.60	307.19%
东方园林	中山环保	95,500.00	收益法	95,000.00	41,761.45	7,100	13.38	128.68%
东方园林	上海立源	32,600.00	收益法	32,462.46	1,579.95	3,000	10.82	1963.36%
碧水源	久安集团	248,380.00	收益法	247,201.60	51,825.42	17,310	14.28	379.26%
平均值							14.10	783.05%
广东绿润							14.14	593.41%

注 1：市盈率=交易价格/承诺期首年净利润

注 2：评估增值率=评估结果/评估基准日净资产

由上表可知，广东绿润 100% 股权评估增值率水平处于可比交易案例的中间水平。同时，可比交易案例中交易价格对应的平均市盈率水平为 14.10 倍，而本次交易中，广东绿润 100% 股权的交易价格对应的市盈率水平为 14.14 倍，与可比案例对应的市盈率平均水平基本一致。

综上所述，随着市政环境卫生管理行业市场化程度的提高，我国市政环境卫生管理行业具有广阔的发展空间。广东绿润凭借在行业经验、区域品牌、全产业链运作、人力资源管理等方面的竞争优势，实现了经营业绩的快速增长。因此，结合广东绿润的经营情况、核心竞争力、行业地位，并参考可比交易案例的评估情况，本次交易中，广东绿润 100% 股权的评估增值具有合理性。

5、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为，报告期内，伴随市政环境卫生管理行业的快速发展，广东绿润凭借其自身的核心竞争力实现了经营业绩的快速增长。结合广东绿润的经营情况、核心竞争力、行业地位，并参考同行业可比交易案例的估值情况，本次交易中，广东绿润 100% 股权的评估增值具有合理性。

问题二：请补充披露最近三年广东绿润股权转让、增资价格与本次交易定价差异的具体原因及合理性,请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

1、最近三年广东绿润股权转让、增资价格与本次交易定价差异的具体原因及合理性

最近三年广东绿润股权转让、增资价格情况请参见重组报告书之“第四章交易标的基本情况”之“第三节广东绿润的基本情况”之“十一、最近三年进行的增减资、股权转让及评估情况”之“(一)最近三年股权转让和增减值情况”。

2015 年 8 月，徐湛元、叶国祥分别将其持有的佛山绿润的股权转让给江门绿顺，上述股权转让价格为 1.22 元/出资额；2015 年 11 月，江西绿润将广东绿润进行增资，增资价格为 1 元/出资额。上述股权转让/增资价格低于本次交易的价格，主要原因是上述股权转让或增资系本次交易对方根据广东绿润业务发展需要，在对广东绿润业务进行整合的同时，对广东绿润的股权作出相应调整。而海南瑞泽属于外部投资者，且海南瑞泽投资广东绿润时，广东绿润已经完成业务整合过程，经营业绩良好，因此，广东绿润 2015 年 8 月的股权转让价格以及 2015 年 11 月的增资价格均低于本次交易的价格。

2016 年 9 月和 2016 年 12 月，海南瑞泽分别完成收购江西绿润持有的广东绿润 10% 股权，合计收购广东绿润 20% 股权，转让价格为 43.69 元/出资额，低

于本次交易的转让价格，具体原因请参见本问题核查意见之“2、本次交易中广东绿润 100%股权交易价格与 2016 年海南瑞泽收购广东绿润 20%股权交易时广东绿润 100%股权交易价格存在差异的原因及合理性”。

2017 年 5 月，广东绿润以未分配利润为基础，按各股东持股比例转增注册资本，注册资本由 3,433.33 万元增加至 10,380.00 万元。本次增资系广东绿润根据经营需要，将未分配利润转增注册资本，不涉及引入第三方投资者，增资价格与本次交易的价格不具有可比性。

2、本次交易中广东绿润 100%股权交易价格与 2016 年海南瑞泽收购广东绿润 20%股权交易时广东绿润 100%股权交易价格存在差异的原因及合理性

本次交易中广东绿润 100%股权交易价格和 2016 年海南瑞泽收购广东绿润 20%股权交易时广东绿润 100%股权交易价格均以评估机构出具的评估报告为基础，经交易双方协商确定。因此，上述两次交易价格的差异主要是不同评估基准日的评估结果不同所致，具体原因如下：

(1) 2016 年广东绿润评估情况

2016 年 9 月和 2016 年 12 月，海南瑞泽分别完成收购江西绿润持有的广东绿润 10%的股权，合计收购广东绿润 20%股权。海南瑞泽委托银信评估对广东绿润 100%股权进行评估，评估基准日为 2015 年 12 月 31 日。

根据银信评估出具的《资产评估报告》（银信评报字[2016]沪第 0459 号），以 2015 年 12 月 31 日为评估基准日，广东绿润所有者权益价值评估值为 150,900.00 万元。

(2) 本次交易涉及的评估情况

本次交易的标的资产为江西绿润 100%股权和江门绿顺 100%股权。截至评估基准日，江西绿润、江门绿顺为徐湛元、邓雁栋间接持有广东绿润股份的持股平台，仅持有广东绿润 80%股权，除此之外，江西绿润、江门绿顺未开展其他实质经营性业务。基于上述情况，本次评估过程中，广东绿润采用资产基础法和收益法进行评估，江西绿润、江门绿顺则采用资产基础法进行评估，且江西绿润、江门绿顺长期股权投资的评估值按照广东绿润评估基准日所有者权益价值评估值乘以投资比例确定评估值。

根据中广信出具的中广信评报字[2017]第 311 号《江西绿润评估报告》、中

广信评报字[2017]第 310 号《江门绿顺评估报告》，截至 2017 年 4 月 30 日，广东绿润所有者权益价值评估值为 166,910 万元。

(3) 评估差异的合理性分析

根据银信评估出具的《资产评估报告》（银信评报字[2016]沪第 0459 号），以 2015 年 12 月 31 日为评估基准日，广东绿润所有者权益价值评估值为 150,900.00 万元。

根据中广信出具的中广信评报字[2017]第 311 号《江西绿润评估报告》、中广信评报字[2017]第 310 号《江门绿顺评估报告》，以 2017 年 4 月 30 日为评估基准日，广东绿润所有者权益价值评估值为 166,910 万元，较银信评估出具的《资产评估报告》的评估结果增加 10.61%。两次评估值差异的分析如下：

①业务经营状况

近年来，伴随市政环境卫生管理行业市场化改革进程不断加快、城乡市政环境卫生管理服务需求的增加以及国家对城市市容环境卫生方面的持续投入，我国市政环境卫生管理行业进入高速增长时期。广东绿润所处行业的现状及发展前景请参见重组报告书“第九章管理层讨论与分析”之“二、交易标的行业特点和经营情况的讨论与分析”。伴随行业的快速发展，广东绿润凭借自身的核心竞争力，其服务区域和订单规模也呈现较快增长的趋势，因此，广东绿润未来经营情况将持续向好。

②财务状况

两次评估基准日期间，随着广东绿润业务的不断发展，广东绿润资产规模不断增大，本次评估基准日广东绿润的资产规模、归属于母公司所有者权益等较前次评估基准日大幅增长，具体情况如下：

单位：万元

项目	资产总额	负债总额	归属于母公司所有者权益
2015 年评估报告 (A)	25,305.47	15,142.04	10,163.43
本次交易评估报告 (B)	34,729.41	10,658.54	24,070.86
比率 (B/A)	137.24%	70.39%	236.85%

经营业绩方面，广东绿润 2016 年营业收入为 37,902.01 万元，较 2015 年同比增长 87.64%，增幅较大，扣除江门绿然、北滘处理厂纳入广东绿润合并报表对营业收入的影响外，广东绿润新中标项目于 2016 年逐步开始运营，以及部分

项目服务综合单价根据合同约定上调，均推动了广东绿润 2016 年营业收入的增长。

③两次评估差异的说明

根据两次评估报告的情况，广东绿润在 2017-2021 年预测的净利润情况如下：

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2017 年-2021 年	股权评估价值
2015 年评估报告净利润预测数 (A)	9,892	11,912	13,826	14,627	16,232	16,719	73,316	150,900.00
本次交易评估报告净利润预测数 (B)	10,148	11,600	13,660	15,586	18,690	21,242	80,778	166,910.00
比率 (B/A)	102.59%	97.38%	98.80%	106.56%	115.14%	127.05%	110.18%	110.61%

由上表可知，根据银信评估出具的《资产评估报告》（银信评报字[2016]沪第 0459 号），2017 年-2021 年广东绿润预测净利润合计为 73,316 万元；而本次交易的评估过程中，2017 年-2021 年广东绿润预测净利润合计为 80,778 万元，较前次评估报告显示的同期预测净利润增加 10.18%。

④两次交易价格的估值水平

根据 2016 年 5 月和 2016 年 9 月海南瑞泽与江西绿润、徐湛元、邓雁栋签署《关于支付现金购买资产的协议》以及 2017 年 9 月 11 日本次交易各方签署的《资产购买协议》对应的业绩承诺情况，对两次交易的估值水平比较如下：

项目	承诺期首年净利润 (万元)	广东绿润 100% 股权对应交易作价 (万元)	市盈率 (倍)
前次交易	10,000.00	150,000	15.00
本次交易	12,000.00	169,700	14.14

根据上表，本次交易的市盈率为 14.14 倍，低于 2016 年海南瑞泽收购广东绿润 20% 股权时对应的 15 倍市盈率水平。在广东绿润报告期以及评估基准日后经营情况良好的情况下，本次交易的评估值高于前次交易的评估值具有合理性。

综上，得益于广东绿润业务的发展良好，广东绿润在本次评估基准日的资产规模、盈利能力较前次评估基准日均大幅增加，且广东绿润 2016 年、2017 年 1-4 月经营状况良好，2016 年实际实现的净利润高于银信评估时广东绿润同期盈利

预测的利润水平,因此,本次评估广东绿润的盈利预测较前次评估有所提升所致,两次评估值的差异也在合理范围内。

3、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第四章交易标的基本情况”之“第三节广东绿润的基本情况”之“十一、最近三年进行的增减资、股权转让及评估情况”中就上述内容予以补充披露。

4、独立财务顾问核查意见

经核查,独立财务顾问认为,最近三年广东绿润股权转让、增资价格与本次交易定价的差异具有合理性。

问题三:《报告书》披露,截至 2017 年 4 月 30 日,标的公司江西绿润应付股利 20,420 万元,请补充披露与本次利润分配相关的详细信息,包括但不限于利润分配的原因及合理性、利润分配的决策程序、分派股利的后续安排,以及对本次交易估值的影响等,请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复:

1、应付股利的原因及合理性

2016 年 9 月和 2016 年 12 月,标的公司之一江西绿润合计向上市公司转让了广东绿润 20%股权,转让对价为 30,000.00 万元。2017 年 4 月,江西绿润以截至 2016 年 12 月 31 日的未分配利润为基础,通过利润分配的方式将本次股权转让所得的投资收益分配给股东徐湛元和邓雁栋,并计提应付股利 20,420.00 万元。江西绿润进行该次利润分配系股东为取得江西绿润转让广东绿润 20%股权形成的投资收益而作出的安排。因此,江西绿润进行该次利润分配具有合理性。

2、利润分配的决策程序

2017 年 4 月 21 日,江西绿润召开股东会并作出决议,同意以江西绿润截至 2016 年 12 月 31 日的未分配利润为基础,按照股东徐湛元、邓雁栋的持股比例向其分配股利,合计分配股利 20,420.00 万元。此次利润分配已经江西绿润股东会审议通过,履行了必要的法定程序,符合《公司法》等相关法律法规的规定。

3、分派股利的后续安排

截至本核查意见出具日,江西绿润已支付应付徐湛元、邓雁栋的股利款。本

次交易完成后，江西绿润将成为海南瑞泽的子公司。未来，海南瑞泽将根据公司的实际需求、广东绿润的经营情况，按照公司章程和有关法律法规的规定进行股利分配。

4、应付股利对本次交易估值的影响

本次交易的评估过程中，江西绿润截至 2017 年 4 月末的应付股利款账面价值 20,420.00 万元。评估人员通过查阅相关凭证、股东会决议等资料，以核实后账面值确认评估值。经评估，江西绿润应付股利评估值为 20,420.00 万元。

根据中广信出具的中广信评报字[2017]第311号《江西绿润评估报告》，江西绿润评估结果详见下表：

单位：万元

项目	账面价值	评估价值
	A	B
流动资产	29,278.72	29,278.72
非流动资产	1,716.67	83,455.00
其中：长期股权投资	1,716.67	83,455.00
资产总计	30,995.39	112,733.72
流动负债	27,808.69	27,808.69
其中：应付股利	20,420.00	20,420.00
非流动负债	-	-
负债合计	27,808.69	27,808.69
净资产（所有者权益）	3,186.70	84,925.03

由上表可知，本次交易的评估过程中，江西绿润截至 2017 年 4 月末的应付股利款已作为负债项目进行扣减，因此，本次交易已充分考虑江西绿润的应付股利对估值的影响。

5、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第九章 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”中就上述内容予以补充披露。

6、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为，江西绿润 2017 年 4 月的利润分配系股东徐湛元、邓雁栋为取得投资回报而作出的相关安排，利润分配原因具有合理性，且履

行了必要的决策程序。同时，本次评估过程中，江西绿润截至 2017 年 4 月末的应付股利已作为负债项目进行扣减，本次交易已充分考虑江西绿润的应付股利对估值的影响。

问题四：截至 2017 年 4 月 30 日，江西绿润存在应收徐湛元、邓雁栋款项分别为 6,000 万元、23,367 万元，请补充披露该应收款项形成的具体原因、截至目前该应收款项的回收情况，请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

1、其他应收款形成原因以及期后回款情况

根据《模拟审计报告》，截至 2017 年 4 月末，标的公司其他应收徐湛元、邓雁栋的款项分别为 6,000.00 万元以及 23,367.37 万元，主要原因是：2016 年江西绿润向上市公司转让其所持有的广东绿润 20% 股权获得了 30,000.00 万元的转让款，而徐湛元、邓雁栋又面临临时性资金需求，因此，徐湛元、邓雁栋向江西绿润拆借资金进而形成江西绿润的其他应收款。

截至本核查意见出具日，徐湛元、邓雁栋已向江西绿润归还上述款项。

上市公司已在重组报告书“第十一章同业竞争和关联交易”之“二、本次交易对关联交易的影响”之“(一) 本次交易前标的公司关联交易情况”中对上述内容予以补充披露。

2、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为，徐湛元、邓雁栋因临时性资金需求向江西绿润拆借资金进而形成江西绿润的其他应收款。截至目前，徐湛元、邓雁栋已归还其向江西绿润拆借的资金。

（本页无正文，为《广发证券股份有限公司关于深圳证券交易所〈关于对海南瑞泽新型建材股份有限公司的重组问询函〉之独立财务顾问核查意见》之签章页）

独立财务顾问主办人：

刘 恺

杨华川

郑弘书

广发证券股份有限公司

2017 年 9 月 20 日