

国泰君安证券股份有限公司关于
上海城投控股股份有限公司

换股吸收合并

上海阳晨投资股份有限公司

之

估值报告



2015年6月

声 明

一、本报告分析对象为上海阳晨投资股份有限公司（以下简称“阳晨B股”）与上海城投控股股份有限公司（以下简称“城投控股”），相关资料来源于公开信息。

二、本报告为国泰君安证券股份有限公司（以下简称“国泰君安”）根据《上市公司重大资产重组管理办法（2014年修订）》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组（2014年修订）》等上市公司重大资产重组相关法规和规范性文件的要求出具，供投资者使用。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

三、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

四、就报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对交易双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对交易双方未来发展前景发表任何意见。

六、在形成本报告的过程中，并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，投资者应及时就其投资组合咨询其各自的股票经纪人、律师、会计师，税务顾问或其它专业顾问。

七、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的术语简称应具有《上海城投控股股份有限公司换股吸收合并上海阳晨投资股份有限公司及分立上市暨关联交易预案》对该等术语所规定的含义。

第一章 背景情况介绍

一、交易双方概况

城投控股是一家 A 股上市公司,其 A 股于 1993 年 5 月于上海证券交易所(以下简称“上交所”)上市。截至本估值报告出具日,城投控股总股本为 298,752.35 万股,均为流通 A 股。城投控股的控股股东为上海城投(集团)有限公司(以下简称“上海城投”),截至本估值报告出具日,其直接持有城投控股 45.61% 股权。城投控股的主营业务范围包括环境业务、房地产业务和股权投资业务。环境业务包括生活垃圾中转运输和生活垃圾焚烧发电、卫生填埋等环境基础设施项目的投资、建设和运营;房地产业务以保障性住房为主,商业办公地产和普通商品房的开发为辅;投资业务主要包括金融投资和创业投资。截至本估值报告出具日,城投控股拥有 45 家全资及控股子公司。

阳晨 B 股是一家 B 股上市公司,其 B 股于 1995 年 7 月于上交所上市。截至本估值报告出具日,阳晨 B 股总股本为 24,459.60 万股,其中流通 B 股 10,560.00 万股,非流通股(国有法人股) 13,899.60 万股。阳晨 B 股的控股股东为上海城投,截至本估值报告出具日,其直接持有阳晨 B 股 56.83% 股权。阳晨 B 股的主营业务范围为城市污水处理等环保项目和其他市政基础设施项目的投资、经营、管理及相关的咨询服务、财务顾问等。截至本估值报告出具日,阳晨 B 股拥有 5 家全资及控股子公司。

交易双方具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《上海城投控股股份有限公司换股吸收合并上海阳晨投资股份有限公司及分立上市暨关联交易预案》。

二、本次交易方案

本次交易方案包括“本次合并”及“本次分立”两部分,即(1)本次合并:城投控股向阳晨 B 股全体股东发行 A 股股份,以换股方式吸收合并阳晨 B 股。作为本次合并的存续方,城投控股安排下属全资子公司环境集团承继及承接阳晨 B 股的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务,作为合并对价发行的

A 股股份将申请在上交所上市；作为本次合并的被合并方，阳晨 B 股将终止上市并注销法人资格。（2）本次分立：紧接本次合并生效实施后，城投控股将下属全资子公司环境集团（包括因本次合并由环境集团承继和承接的原阳晨 B 股全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务等）以存续分立的方式实施分立。作为本次分立的存续方，城投控股（存续方）继续运营房地产资产和业务以及其他股权投资业务；作为本次分立的分立主体，环境集团的全部股权由城投控股届时全体股东按持股比例取得及变更为股份有限公司（即城投环境），并申请其股份在上交所上市。

本次合并和本次分立系整体安排，互为条件、不可分割及分步实施。

本次合并中，城投控股审议本次换股吸收合并相关事项的首次董事会决议公告日（即 2015 年 6 月 19 日）前 20 个交易日的股票交易均价为 7.16 元/股。综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模以及可比公司股价等因素，经公平协商，最终确定城投控股的换股价格为 15.50 元/股（已扣除宣告但尚未实施分配的城投控股 2014 年度现金红利）。

阳晨 B 股审议本次换股吸收合并相关事项的首次董事会决议公告日（即 2015 年 6 月 19 日）前 20 个交易日的股票交易均价为 1.160 美元/股。综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模以及可比公司股价等因素，经公平协商，最终确定阳晨 B 股的换股价格为 2.522 美元/股；按照阳晨 B 股停牌前一交易日，即 2014 年 10 月 31 日中国人民银行公布的人民币对美元汇率中间价 6.1461 折合为人民币 15.50 元/股（已扣除宣告但尚未实施分配的阳晨 B 股 2014 年度现金红利）。

根据上述换股价格，阳晨 B 股与城投控股的换股比例为 1:1，即每 1 股阳晨 B 股股票可以换得 1 股城投控股 A 股股票。计算公式为：换股比例=阳晨 B 股的换股价格/城投控股的换股价格。

自定价基准日（即城投控股、阳晨 B 股审议本次交易的首次董事会决议公告日）至换股实施日（即换股股东所持阳晨 B 股的全部股票将按换股比例转换为城投控股 A 股股票之日）期间，如城投控股或阳晨 B 股有派发股利、送股、转增股本、增发新股或配股等除权、除息事项，则本次合并的换股价格和换股比例将进行相应调整（不包括已宣告但尚未实施分配的城投控股和阳晨 B 股 2014

年度现金红利)。

三、本次交易的背景及目的

(一) 本次换股吸收合并及分立上市的背景

1、中央及地方政府鼓励企业依托资本市场推进改革与发展

为贯彻落实中华人民共和国国务院(以下简称“国务院”)《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》的精神,上海市人民政府近年来出台了《关于进一步深化上海国资促进企业发展的意见》、以及《关于本市进一步促进资本市场健康发展的实施意见》等文件,鼓励企业,尤其是国有企业进一步依托资本市场推进企业改革与发展,充分发挥资本市场的资源配置功能,推动国有控股上市公司实施开放性市场化重组。

2、贯彻 B 股改革政策,保护 B 股流通股股东权益

近两年来,已有多家 B 股上市公司在现有的法律法规框架下探索 B 股退出的路径并取得了成功。2014 年 5 月,国务院出台了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,明确提出“稳步探索 B 股市场改革”这一政策性指导意见,为各 B 股上市公司根据自身情况探索解决各自的 B 股问题指明了方向。如本次重组得以实施,除解决阳晨 B 股自身的潜在同业竞争问题外,B 股流通股转换为 A 股流通股后将充分保护 B 股流通股股东的权益。

(二) 本次换股吸收合并及分立上市的目的

1、城投控股换股吸收合并阳晨 B 股并分立上市的目的

城投控股下属环境集团从事生活垃圾陆上中转运输、焚烧发电及卫生填埋等业务,与阳晨 B 股主营的城市污水处理业务同属环保行业。尽管上述业务彼此独立运营,互相关联性较小,但对城投控股和阳晨 B 股而言,由于其控股股东均为上海城投,为避免同业竞争,两家上市公司在制定运营决策和战略目标方面均受到了一定限制。与此同时,城投控股还主营房地产开发业务,近年来由于房地产行业调控导致城投控股的融资渠道不畅,对其环境集团的发展也产生了较大影响。通过本次重组,城投控股一方面合并阳晨 B 股经营的城市污水处理业务,

彻底解决了其与阳晨 B 股之间的潜在同业竞争，实现了城投控股在环境业务领域的整合；另一方面以此次分立为契机，实现城投控股下属的环境业务板块（包括阳晨 B 股经营的城市污水处理业务）的整体独立上市，同时城投控股（存续方）（指本次重组完成后的存续公司，公司名称不变，下同）将转型为以城市基础设施及相关领域为主要投资方向的综合性资产管理集团，有利于发挥资本市场的资源配置功能，实现相关业务的价值发现，兼顾了 A 股和 B 股中小股东的全体利益。

2、阳晨 B 股同意被吸收合并的目的

由于历史原因，阳晨 B 股未能发行流通 A 股，仅有流通 B 股，而 B 股市场在我国实际上已逐渐失去正常的融资功能，使得 B 股股票的交易价格难以体现公司的实际价值，对阳晨 B 股的业务经营与未来发展也形成了一定瓶颈，进而影响到阳晨 B 股股东尤其是中小股东利益。阳晨 B 股立足公司实际，一直在探索符合法律法规要求的具有高度针对性的解决方案。城投控股此次以换股方式吸收合并阳晨 B 股能够有效解决其遗留已久的 B 股问题，并继而通过城投控股分立使 B 股股东也能享有城投控股（存续方）和城投环境两家上市公司的 A 股股份，实现了 B 股股票的价值回归。

四、报告目的

2015 年 6 月 18 日，阳晨 B 股第六届董事会第三十四次会议审议通过了本次交易的具体方案及相关事宜、本次交易涉及的相关协议及信息披露文件，同意阳晨 B 股进行本次交易。本报告目的是为阳晨 B 股董事会提供参考，分析本次交易中关于本次合并的定价是否公允、合理以及是否存在损害上市公司及其股东利益的情形。

由于本次分立相关的审计、估值等各项工作仍在进行中，阳晨 B 股将另行召开董事会审议本次交易相关的未决事项。本报告的出具不包括对本次分立的定价是否公允、合理以及是否存在损害上市公司及其股东利益的情形发表意见。本报告也不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

五、报告基准日

本次交易首次董事会决议公告日为 2015 年 6 月 19 日。本报告所引用的市场价格数据截至 2015 年 6 月 17 日。

第二章 估值思路及方法选择

一、估值思路及方法选择

从并购交易的实践操作来看，一般可以通过可比公司法、现金流折现法等方法进行交易价格合理性的分析。

可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数作为参考，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对本次交易定价进行分析。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立、利用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对相关公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行贴现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。

以上两种方法的优点、缺点以及适用性如下：

可比公司法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括趋势、业务风险、发展速度等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得。其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。

现金流折现法的优点在于，从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把合并后的经营战略、协同效应结合到模型中；可以处理大多数复杂的情况。其缺点在于，财务模型中变量较多、假设较多；估值主要基于关于未来假设且较敏感，由于行业处于高度竞争状态，波动性较大，可能会影响预测的准确性；具体参数取值难以获得非常充分的依据。

本报告将结合本次交易的实际情况，从以上两种方法中选择合适的方法对本次合并价格的合理性予以考察和分析。

此外，本次合并属于公开市场合并，交易双方为上市公司，交易双方股票在二级市场已经形成历史交易价格，故市场价格也是衡量本次交易定价合理性的重

要参考。因此，本报告也将结合交易双方的历史交易价格分析本次合并价格的合理性。

二、可比公司法分析

可比公司法，是指对公司价值进行分析时，重点关注并以具有相似业务的上市公司估值为基础以判断相关公司估值倍数的合理性。

（一）城投控股

本次交易中，城投控股的可比公司选取范围为 A 股上市房地产企业。城投控股于 2014 年 11 月 3 日起停牌。A 股市场房地产行业主要可比上市公司在 2014 年 10 月 31 日（即城投控股停牌前一交易日）股票收盘价及所对应市盈率如下表所示：

证券简称	2014 年 10 月 31 日收盘价 (元/股)	2014 年市盈率 (倍)	2014 年市净率 (倍)
滨江集团	6.99	11.40	1.19
广宇发展	7.15	13.06	2.03
云南城投	5.73	10.71	1.17
北京城建	10.48	11.96	1.05
华发股份	7.88	9.96	0.93
华远地产	3.90	10.71	1.83
嘉宝集团	7.74	11.10	1.34
首开股份	5.78	7.86	0.89
福星股份	7.90	7.98	0.81
平均值		10.53	1.25
中值		10.71	1.17

资料来源：Wind 资讯

城投控股的换股价格为 15.50 元/股，对应城投控股 2014 年的市盈率为 23.52 倍，高于 A 股可比上市公司估值水平的均值和中值；对应城投控股 2014 年市净率为 2.78 倍，高于 A 股可比上市公司估值水平的均值和中值。

（二）阳晨 B 股

本次交易中，阳晨 B 股的可比公司选取范围为 A 股上市污水处理企业。阳

晨 B 股于 2014 年 11 月 3 日起停牌。A 股市场污水处理行业主要可比上市公司在 2014 年 10 月 31 日（即阳晨 B 股停牌前一交易日）股票收盘价及所对应市盈率如下表所示：

证券简称	2014 年 10 月 31 日收盘价 (元/股)	2014 年市盈率 (倍)	2014 年市净率 (倍)
巴安水务	16.72	59.26	7.43
中电环保	18.90	38.30	3.43
国中水务	7.13	69.11	3.90
中原环保	12.27	49.97	3.73
创业环保	8.72	40.39	2.98
首创股份	7.61	27.44	2.68
重庆水务	6.05	20.03	2.19
兴蓉投资	5.70	22.63	2.28
武汉控股	10.02	21.89	1.72
洪城水业	10.21	22.72	1.82
碧水源	28.35	32.26	4.99
平均值		36.72	3.38
中值		32.26	2.98

资料来源：Wind 资讯

阳晨 B 股的换股价格为 2.522 美元/股(按照阳晨 B 股停牌前一交易日即 2014 年 10 月 31 日中国人民银行公布的人民币对美元汇率中间价 6.1461 折合人民币 15.50 元/股)，对应阳晨 B 股 2014 年的市盈率为 74.77 倍，高于可比上市公司估值水平的均值和中值；对应阳晨 B 股 2014 年市净率为 6.25 倍，高于可比上市公司估值水平的均值和中值。

三、现金流折现法

现金流折现法为基于未来预测的估值方法。本次交易合并对象为上市公司，在合并完成之前，受上市监管及商业保密限制不能提供更为详细的财务资料及未来盈利及现金流预测。此外，由于本次换股吸收合并双方分别为上交所 A 股和 B 股上市公司，公布其未来盈利及现金流预测可能会引起股价异动，增加本次合并成功的不确定性，因此本次合并未进行盈利及现金流预测。

因缺乏相关的可靠的财务预测数据，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

第三章 换股价格合理性分析

一、换股溢价率充分考虑上海主板市场及可比上市公司的估值变化

(一) 城投控股

2014年10月31日至2015年6月17日期间，上交所主板市场、可比上市公司均有一定程度的涨幅。如下表所示，上证A指累计涨幅为105.33%，可比上市公司股价累计涨幅的中值为145.90%、平均值为148.60%。本次交易中，城投控股换股价格较2014年10月31日收盘价溢价114.38%，主要是考虑了2014年10月31日至2015年6月17日期间资本市场的变化情况。因此，本次交易所确定的城投控股换股价格及换股溢价率较为合理、公允。

类别	公司名称	股票收盘价（元/股）/收盘指数		期间变动幅度
		2014年10月31日	2015年6月17日	
可比公司	滨江集团	6.99	22.27	218.60%
	广宇发展	7.15	15.85	121.68%
	云南城投	5.73	11.84	106.63%
	北京城建	10.48	26.01	148.19%
	华发股份	7.88	22.84	189.85%
	华远地产	3.90	9.59	145.90%
	嘉宝集团	7.74	13.86	79.07%
	首开股份	5.78	17.08	195.50%
	福星股份	7.90	18.33	132.03%
	平均值			148.60%
	中值			145.90%
指数	上证A指	2,534.07	5,203.27	105.33%

资料来源：Wind 资讯

(二) 阳晨B股

2014年10月31日至2015年6月17日期间，上交所主板市场、可比上市公司均有一定程度的涨幅。如下表所示，上证B指累计涨幅为91.83%，可比上

市公司股价累计涨幅的中值为 106.65%、平均值为 86.07%。本次交易中，阳晨 B 股换股价格较 2014 年 10 月 31 日收盘价溢价 118.92%，主要是考虑了 2014 年 10 月 31 日至 2015 年 6 月 17 日期间资本市场的变化情况。因此，本次交易中所确定的阳晨 B 股换股价格及换股溢价率较为合理、公允。

类别	公司名称	股票收盘价（元/股）/收盘指数		期间变动幅度
		2014 年 10 月 31 日	2015 年 6 月 17 日	
可比公司	巴安水务	16.72	27.93	67.05%
	中电环保	18.90	22.47	18.89%
	国中水务	7.13	11.19	56.94%
	中原环保	12.27	26.61	116.87%
	创业环保	8.72	18.02	106.65%
	首创股份	7.61	18.10	137.84%
	重庆水务	6.05	13.04	115.54%
	兴蓉投资	5.70	12.22	114.39%
	武汉控股	10.02	17.72	76.85%
	洪城水业	10.21	13.10	28.31%
	碧水源	28.35	58.82	107.48%
	平均值			86.07%
	中值			106.65%
指数	上证 B 指	262.04	502.67	91.83%

资料来源：Wind 资讯

二、与历史交易价格比较

（一）城投控股

城投控股本次换股价格为 15.50 元/股，较城投控股本次交易首次董事会决议公告日前 20 个交易日股票交易均价 7.16 元/股溢价 116.44%。自定价基准日至换股实施日期间，若城投控股发生派发股利、送股、转增股本、增发新股或配股等除权、除息事项，则上述换股价格将相应调整（不包括已宣告但尚未实施分配的城投控股 2014 年度利润分配）。

如下表所示，本次换股价格较城投控股停牌前最后一个交易日收盘价、前五日交易均价、前十日交易均价、前二十日交易均价、前三十日交易均价、前六十

日交易均价、前一百二十日交易均价都有较大幅度的溢价：

首次董事会决议公告日	股票价格（元/股）	换股价格较历史股价溢价比例
停牌前一日收盘价	7.23	114.38%
停牌前五日交易均价	7.10	118.44%
停牌前十日交易均价	7.08	118.79%
停牌前二十日交易均价	7.16	116.44%
停牌前三十日交易均价	7.12	117.79%
停牌前六十日交易均价	7.02	120.86%
停牌前一百二十日交易均价	6.87	125.54%

资料来源：Wind 资讯

注：均价的计算方法为计算期间城投控股股票成交总金额除以成交总量。

（二） 阳晨 B 股

阳晨 B 股本次换股价格为 2.522 美元/股（按照阳晨 B 股停牌前一交易日即 2014 年 10 月 31 日中国人民银行公布的人民币对美元汇率中间价 6.1461 折合人民币 15.50 元/股），较阳晨 B 股本次交易首次董事会决议公告日前 20 个交易日股票交易均价 1.160 美元/股溢价 117.40%。自定价基准日至换股实施日期间，若阳晨 B 股发生派发股利、送股、转增股本、增发新股或配股等除权、除息事项，则上述换股价格将相应调整（不包括已宣告但尚未实施分配的阳晨 B 股 2014 年度利润分配）。

如下表所示，本次换股价格较阳晨 B 股停牌前最后一个交易日收盘价、前五日交易均价、前十日交易均价、前二十日交易均价、前三十日交易均价、前六十日交易均价、前一百二十日交易均价都有较大幅度的溢价：

首次董事会决议公告日	股票价格（元/股）	换股价格较历史股价溢价比例
停牌前一日收盘价	1.152	118.92%
停牌前五日交易均价	1.152	118.94%
停牌前十日交易均价	1.152	118.89%
停牌前二十日交易均价	1.160	117.40%
停牌前三十日交易均价	1.162	117.11%
停牌前六十日交易均价	1.141	121.13%
停牌前一百二十日交易均价	1.115	126.09%

资料来源：Wind 资讯

注：均价的计算方法为计算期间阳晨 B 股股票成交总金额除以成交总量。

三、被合并方换股溢价率高于近年来上市公司间换股吸收合并交易的平均水平

近年来市场上主要上市公司间换股吸收合并溢价情况如下：

交易名称	被合并方换股价格 (元/股)	被合并方停牌前 20 日交易均价	
		交易均价 (元/股)	溢价率
中国南车与中国北车合并	6.19	5.92	4.56%
百视通吸收合并东方明珠	10.75	10.75	0.00%
中国医药吸收合并天方药业	6.39	6.39	0.00%
平均值			1.52%

资料来源：相关公告

注：上表中的换股价格均为除权除息调整前的价格。

由上表可见，近年来上市公司间换股吸收合并案例中被合并方换股价格较被合并方股票停牌前 20 个交易日交易均价的溢价幅度均值为 1.52%。阳晨 B 股本次换股价格为 2.522 美元/股，较停牌前 20 个交易日的交易均价溢价 117.40%，但考虑到停牌期间资本市场环境的差别，高于上述换股吸收合并案例的平均溢价比例是较为合理的。

第四章 报告假设

一、一般假设

（一）公开市场假设

公开市场假设，是假定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。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

（二）持续经营假设

持续经营假设是以企业持续、正常的生产经营活动为前提，在可以预见的未来，企业将会按当前的规模和状态持续经营下去，不会停业，也不会大规模削减业务。

二、特殊假设

1、本报告假设报告基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

3、相关公司在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。

4、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

5、本报告假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。

第五章 报告结论

一、报告结论

基于前述分析，本报告主要采用可比公司法并结合可比交易法对本次交易价格（仅限于本次合并中的相关定价）的合理性进行分析，认为本次交易的定价公允、合理，不存在损害阳晨 B 股及其股东利益的情况。

由于本次交易中，本次分立相关的审计、估值等各项工作仍在进行中，阳晨 B 股将另行召开董事会审议本次交易相关的未决事项。本报告的出具不包括对本次分立的定价是否公允、合理以及是否存在损害上市公司及其股东利益的情形发表意见。

二、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次交易价格是否合理，未考虑国家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。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。




本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。

未征得本机构同意并审阅相关内容，本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。

本机构在报告中发表的意见均基于截止 2015 年 6 月 17 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

本报告的使用有效期为 12 个月：自 2015 年 6 月 18 日至 2016 年 6 月 17 日使用有效。

(本页无正文,为《国泰君安证券股份有限公司关于上海城投控股股份有限公司
换股吸收合并上海阳晨投资股份有限公司之估值报告》之签章页)

估值人员:   

李鸿 张宁 羊扬

