

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

关于《对上海证券交易所<审核意见函>的回复报告》 之专项核查意见

上海证券交易所上市公司监管一部：

贵所于 2015 年 6 月 25 日出具的《关于对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的审核意见函》（上证公函【2015】0568 号）已收悉。根据贵所的要求，本公司作为本次重组之合并方暨被分立方上海城投控股股份有限公司（以下简称“城投控股”）的独立财务顾问（以下简称“本独立财务顾问”），就相关问题发表如下核查意见：

一、关于吸收合并

1、预案显示，本次合并中，城投控股审议本次交易相关事项的首次董事会决议公告日前 20 个交易日的股票交易均价为 7.16 元/股，确定城投控股的换股价格为 15.50 元/股；阳晨 B 股审议本次交易相关事项的首次董事会决议公告日前 20 个交易日的股票交易均价为 1.160 美元/股，确定阳晨 B 股换股价格为 2.522 美元/股，折合为人民币 15.50 元/股。请说明城投控股、阳晨 B

股换股价格较股票交易均价同时存在溢价的原因，并分别说明溢价比例确定的依据和合理性。请财务顾问发表意见。

答：本独立财务顾问查阅了城投控股在《对上海证券交易所〈审核意见函〉的回复报告》（以下简称《回复报告》）中对城投控股、阳晨 B 股换股价格所做的补充说明，以及《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》（以下简称《重组预案》）中的相关披露，本次交易双方签署的《换股吸收合并协议》，以及交易双方独立财务顾问出具的估值报告相关文件，并对相关的历史交易数据、可比交易数据、可比公司数据等进行了复核，对相关的计算过程进行了验算，具体如下：

城投控股的换股价格为 15.50 元/股，较其停牌前二十个交易日均价溢价 116.44%；阳晨 B 股换股价格为 2.522 美元/股（折合为人民币 15.50 元/股），较其停牌前二十个交易日均价溢价 117.40%。上述城投控股、阳晨 B 股的换股价格均综合考虑其各自的历史股价、经营业绩、市值规模以及可比公司股价等因素，由本次合并双方公平协商确定。

自城投控股和阳晨 B 股停牌前一交易日至董事会召开前一交易日期间，上证 A 指和上证 B 指累计涨幅分别为 105.33%和 91.83%，其各自可比上市公司股价累计涨幅的中值和均值都超过或接近 100%，也显著高于近年来其他上市公司换股吸收合并案例中的换股价格溢价水平。

综上所述，本独立财务顾问认为：本次交易中城投控股、阳晨 B 股的换股价格主要是考虑了两家上市公司各自的历史股价、经营业绩、市值规模以及可比公司股价等因素，由本次合并双方公平协商确定；由于两家上市公司股票在停牌期间大盘取得较大涨幅，换股价格较股票交易均价同时存在溢价是合理的。

2、本次合并将向阳晨 B 股除上海城投以外的全体股东提供现金选择权，并由上海城投及/或其指定第三方担任现金选择权提供方。请补充说明现金选择权实施后，上海城投及/或其指定第三方持有 B 股的合规性。请财务顾问和律师发表意见。

答：本独立财务顾问对《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》、《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第六号—上市公司现金选择权业务指引（试行）》等相关法律法规进行了查阅，核查意见如下：

根据《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》第 4 条第 1 款的规定，“境内上市外资股投资人限于：（一）外国的自然人、法人和其他组织；（二）中国香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织；（三）定居在国外的中国公民；（四）国务院证券委员会规定的境内上市外资股其他投资人”。

根据《重组预案》、《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第六号—上市公司现金选择权业务指引（试行）》以及市场操作惯例（A 股、B 股证券账户转换业务等），作为本次合并的

现金选择权提供方,以及为向阳晨 B 股除上海城投以外的全体股东提供现金选择权之目的,上海城投及/或其指定的第三方将在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司(以下简称“中证登上海分公司”)开设临时人民币特种股票账户(以下简称“临时 B 股账户”),仅用于临时存放自现金选择权实施日至换股实施日期间因阳晨 B 股股东行使现金选择权而受让的阳晨 B 股 B 股股票。在实施换股时,该部分阳晨 B 股的 B 股股票最终将按换股比例转换为城投控股为本次合并所发行的 A 股股票,并登记至上海城投及/或其指定第三方的 A 股股票账户。该临时 B 股账户不用于二级市场交易,且在本次合并完成后,上海城投及/或其指定的第三方将注销该临时 B 股账户。

综上所述,本独立财务顾问认为:根据本次交易整体方案,现金选择权实施后,上海城投及/或其指定的第三方为本次交易开设临时 B 股账户并暂时及阶段性持有 B 股不存在法律障碍;在本次合并完成后,上海城投及/或其指定的第三方将注销该临时 B 股账户,符合相关法律的规定。

二、关于分立

3、预案显示,由于分立资产的审计、估值等各项工作仍在进行中,本次分立的资产、负债及权益划分方案尚未最终确定,本次分立完成后存续方与城投环境各自的股本也未最终确定,也无法判断本次交易对城投控股盈利能力的影响,以及分立完成后

城投控股（存续方）和城投环境的关联交易情况。请基于预估情况，对本次分立的具体方案进行补充披露，并进行必要的风险提示。请财务顾问就上述事项发表意见。

答：本独立财务顾问查阅了《重组预案》（修订稿）。经核查，城投控股已按贵所要求补充披露了本次分立的具体方案，并在“重大风险提示”及“第九章 本次换股吸收合并及分立上市的报批事项及风险提示”进行了必要的风险提示。

综上所述，本独立财务顾问认为：城投控股已就分立方案进行了必要的风险提示。

4、预案显示，本次分立将基于分立前后上市公司市值不变的原则，确定城投控股（存续方）和城投环境的发行价格，即于分立上市日城投环境的发行价格，以及城投控股（存续方）的复牌交易价格，与本次分立实施前最后一个交易日城投控股的收盘价格一致。请详细说明上述分立原则，以及分立公司股东取得股份的合法性和公允性。请财务顾问和律师发表意见。

答：本独立财务顾问对《公司法》、《关于外商投资企业合并与分立的规定》（以下简称“《合并与分立规定》”）、《关于做好公司合并分立登记支持企业兼并重组的意见》（工商企字[2011]226号，以下简称“《合并分立登记意见》”）等相关法律法规进行了查阅，核查意见如下：

根据上述法律法规规定，公司分立应对其财产作出分割，且分立后公司注册资本之和、实收资本之和不得高于分立前公司的注册资本、实收资本。

根据《重组预案》，本次分立完成后，城投控股（存续公司）的股本与城投环境的股本之和等于本次分立前（本次合并完成后）城投控股的股本。该等股本设置符合《合并与分立规定》、《合并分立登记意见》的有关规定。且基于《公司法》对公司分立项下财产分割的原则及要求，本次分立初步设定分立前后的特定时点上市公司市值保不变，并据此初步设定城投控股（存续方）的复牌日开盘价、城投环境的上市日开盘价均与城投控股于本次分立实施前最后一个交易日的收盘价一致。

根据《重组预案》，作为本次分立的分立主体，环境集团的全部股权将由本次分立实施股权登记日收市后在中证登上海分公司登记在册的城投控股全体股东按其届时持有城投控股的股权比例取得，环境集团变更为股份有限公司（即城投环境）。根据本次分立的有关安排及上市公司实施分立的客观法律结果，于分立实施日，城投环境的全体股东及其持有城投环境的股权比例将与城投控股（存续公司）全体股东及该等股东持有城投控股的股权比例保持一致。

综上所述，本独立财务顾问认为：根据本次交易整体方案，实施本次分立路径清晰，符合相关法律法规的要求，不存在实质性法律障碍，存续公司股东按其持股比例取得分立主体股权合理、

公允。

5、预案显示，在本次合并完成后且本次分立实施前，向届时登记在册的城投控股除上海城投以外的全体股东提供第二次现金选择权，城投控股第二次现金选择权价格与其第一次现金选择权价格一致，均为 10.00 元/股。请补充说明第二次现金选择权价格的定价原则及合理性。请财务顾问发表意见。

答：本独立财务顾问查阅了城投控股在《回复报告》中对第二次现金选择权价格的补充说明，以及《重组预案》中的相关内容，并对相关的历史交易数据、可比交易数据等进行了查阅与核对，对相关的计算过程进行了验算，具体如下：

本次交易中，现金选择权的定价系综合考虑了城投控股与阳晨 B 股的历史交易价格及可比交易提供现金选择权的案例后确定；根据与两家上市公司的历史价格比较，城投控股与阳晨 B 股现金选择权价格与停牌前的历史股价相比，均有较大幅度的溢价，也显著高于其他换股吸收合并案例中合并方和被合并方的现金选择权溢价水平，是合理、公允的。

对于城投控股针对本次分立提供的第二次现金选择权，考虑本次分立与本次合并均为整体方案的一部分，在分步实施过程中上市公司将连续停牌，而且城投控股第二次现金选择权的目标股东即为其第一次现金选择权的目标股东并阳晨 B 股的现金选择权目标股东（折合为人民币的现金选择权价格与城投控股相同）。

为避免前后两次现金选择权申报存在价格差异，确保两次现金选择权实施平稳进行，因此城投控股两次现金选择权价格保持一致，均为 10.00 元/股。

综上所述，本独立财务顾问认为：本次重组中城投控股两次现金选择权定价公允、合理，保护了上市公司股东尤其是中小股东的利益。

6、预案显示，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。请说明本次分立后城投环境是否能够符合本所《股票上市规则》规定的上市条件，并说明分立主体是否符合工商等相关法规。请财务顾问和律师发表意见。

答：本独立财务顾问对《上海证券交易所股票上市规则（2014年修订）》（以下简称“《股票上市规则》”）、《合并分立登记意见》等相关法律法规以及上海城投、城投控股、环境集团等提供的文件资料与承诺说明进行了查阅，并对分立主体的工商登记主管部门进行了咨询，核查意见如下：

1) 分立后的城投环境符合《股票上市规则》规定的上市条件

根据《股票上市规则》的相关规定，发行人申请在贵所上市

应符合相关条件：“（一）股票经中国证监会核准已公开发行；（二）公司股本总额不少于人民币五千万元；（三）公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上；公司股本总额超过人民币四亿元的，公开发行股份的比例为 10% 以上；（四）公司最近三年无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载；（五）本所要求的其他条件。”

根据《重组预案》，城投环境系环境集团因本次分立而变更的股份有限公司。截至本专项核查意见出具日，环境集团的基本情况如下：

名称	上海环境集团有限公司
住所	上海市浦东南路1525号5、6楼
法定代表人	颜晓斐
注册资本	256,000万元人民币
公司类型	有限责任公司
经营范围	环境科技和产品开发，环境及市政工程投资、设计、建设（凭相关资质证书开展业务活动），投资咨询和营运管理，土壤修复，环卫设施设备的检查、修理、维护与管理，资源综合利用开发，及其他相关咨询业务，从事货物及技术的进出口业务。[依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动]
营业期限	2004年6月28日至2034年6月27日
成立日期	2004年6月28日

根据城投控股提供的相关文件资料，环境集团依法设立并有效存续，截至本专项核查意见出具日，其不存在相关法律、行政法规、规范性文件及其公司章程规定的应当终止的情形；且根据

城投控股及环境集团提供的承诺及说明文件等，环境集团最近三年无重大违法行为，且其财务报告无虚假记载。

根据《重组预案》及本次交易的有关安排，“本次分立将以城投控股于分立基准日的总股本为基础，按照存续方和城投环境经审计的净资产备考数据，按比例确定存续方和城投环境的股本”；结合上海城投及城投控股提供的确认及说明等，若本次交易（本次分立）获准实施，城投环境的股本总额将不低于4亿元，且将保持公开发行股份的比例不低于10%。

综上所述，本独立财务顾问认为：在取得中国证监会等有权监管部门核准及同意的前提下，城投控股方可实施本次交易（包括本次分立）；在上海城投、城投控股及环境集团等出具的书面文件属实及有关主体严格履行相关承诺及安排的情况下，城投环境将能够符合《股票上市规则》规定的上市条件。

2) 关于分立主体符合工商等相关法规

根据《合并分立登记意见》的有关规定，国家工商总局支持各类企业合并分立重组，即包括但不限于内资公司、外商投资的公司等；支持公司自行选择重组公司类型，即合并、分立后存续或者新设的公司可以选择有限责任公司或者股份有限公司类型。此外，《合并分立登记意见》规定公司分立可以采取存续分立和解散分立两种形式，其中存续分立指“一个公司分出一个或者一个以上新公司，原公司存续”。

根据本次交易的有关安排，城投控股将下属全资子公司环境

集团(包括因本次合并而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,下同)以存续分立的方式实施分立,作为本次分立的存续方,城投控股名称不变、股票代码不变,继续运营原城投控股的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,环境集团因本次分立由城投控股全体股东取得其全部股权并变更为股份有限公司,同时继续运营原相关环境处理业务和因本次合并所承继和承接的原阳晨 B 股全部业务。

综上所述,本独立财务顾问认为:本次分立的分立形式为存续分立,其中存续方为城投控股,分立主体为城投控股现有全资子公司环境集团,其因本次分立而变更为上市的股份有限公司。本次分立的形式及分立主体符合《公司法》、《合并分立登记意见》的原则规定及要求,符合商业实质并便于实践操作。此外,根据城投控股及中介机构代表对分立主体的工商登记主管部门的咨询明确,其对本次分立方案及方式已原则认可,对分立主体不持异议。

三、关于交易方案

7、预案显示,分立实施股权登记日之后,有权参加本次分立的股东享有的城投控股股份将按一定比例分为城投控股(存续方)的 A 股股票和城投环境的 A 股股票,如投资者已提交城投控股股票作为融资融券交易的担保物,且本次分立后城投环境的

A 股股票尚不具备作为融资融券担保品证券的资格，则该投资者的融资融券担保物将可能减少，因担保物不足而导致投资损失。请分析相关风险情形，以及风险防控措施。请财务顾问发表意见。

答：本独立财务顾问查阅了城投控股在《回复报告》中对相关风险情形以及风险防控措施的补充说明，以及《重组预案》（修订稿）中的补充内容。

经核查，本独立财务顾问认为：城投控股已对相关风险进行了充分披露，并提供了相应的风险防控措施，上述应对措施有效、可行。

8、预案显示，本次分立过渡期安排中，对于无法确认归属的其他资产、负债、权益、费用等，按照平分原则处理。请说明无法确认归属的其他资产、负债、权益、费用等的预估值，采用平分原则处理的合理性，以及对本次交易定价的影响。请财务顾问发表意见。

答：本次分立的标的资产为环境集团 100% 股权，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。

经核查相关的权属证明文件，以及城投控股出具的环境集团资产权利完整性说明文件，上述标的资产为股权类资产，权属清晰，在本次分立的过渡期内原则上不会发生无法确认归属的资产、

负债、权益、费用等情况。即便在本次分立的过渡期内因故存在有无法确认归属的其他资产、负债、权益、费用等，鉴于分立是在同一股权结构下的权益分配，采用平分原则并不会损害任何股东的利益。

综上所述，本独立财务顾问认为：本次分立的过渡期安排仅是对特定条件下在本次分立过程中如果发生无法确认归属的其他资产、负债、权益、费用等情况所约定的处置机制，并非是对发生上述情况进行任何实质性判断或估计；即便发生了上述情况，采用平分原则也不会对分立双方的共同股东产生任何利益上的损害。

9、预案显示，上海城投目前控制的涉及房地产业务的经营主体除存续公司外，还主要包括上海中心大厦建设发展有限公司与上海城投资产管理（集团）有限公司。预案披露，上海城投在其业务和能力范围内支持存续公司向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转型。请说明上述两家公司与分立后的存续公司是否存在同业竞争，并说明避免同业竞争的具体措施。请财务顾问发表意见。

答：本独立财务顾问查阅了上海城投公司网站及其提供的相关文件资料，并与相关部门负责人进行了访谈，核查意见如下：

上海中心大厦建设发展有限公司专门负责的“上海中心”项目建设与运营与城投控股完全独立，与城投控股从事的房地产开

发业务不存在同业竞争，与本次重组完成后的存续公司也不存在同业竞争。

上海城投资产管理(集团)有限公司(以下简称“资产集团”)参与旧区改造和土地整理所获之土地资源与城投控股获取项目用地不存在必然联系。本次重组完成后，存续公司向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，与资产集团的业务也不存在任何重叠，因而不构成同业竞争。

此外，为切实履行控股股东应有的职责，避免与下属上市公司之前产生潜在同业竞争，上海城投出具了不可撤销的《避免同业竞争承诺函》，承诺在存续公司主营业务不发生变化的前提下，不新增任何与存续公司主营业务存在直接竞争的业务或活动，并将限制上海城投及其控制的其他企业不与存续公司产生直接竞争关系。承诺的具体内容已在《重组预案》第八章第三节中予以披露。

综上所述，本独立财务顾问认为：《回复报告》描述的基本情况属实，上海中心大厦建设发展有限公司与上海城投资产管理(集团)有限公司与存续公司从事的业务之间不存在直接竞争关系，上海城投也已做出了关于避免同业竞争的相关承诺，具体措施切实可行。

(以下无正文)

（本页无正文，为《摩根士丹利华鑫证券有限责任公司关于<对上海证券交易所<审核意见函>的回复报告>之专项核查意见》之盖章页）

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

2015年6月25日