

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

关于上海城投控股股份有限公司

分立上市

之

估值报告

合并方暨被分立方独立财务顾问

摩根士丹利华鑫证券
MORGAN STANLEY HUAXIN SECURITIES

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 层

二〇一五年八月

声 明

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

二、本报告为摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“摩根士丹利华鑫证券”）参照适用《上市公司重大资产重组管理办法》、《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，供上市公司全体股东及有关各方参考。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、尽管本报告是基于和倚赖报告中所涉及的公开信息的准确性和完整性而准备的，摩根士丹利华鑫证券对任何前述信息的使用并不代表其已独立地进行核实或表示同意。本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对分立双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，未对分立双方未来任何策略性、商业性决策或发展前景发表任何意见、预测和保证，亦未对其他任何事项发表意见。本报告以报告内所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。对投资者根据本报告作出的任何投资决策（包括但不限于买入、卖出和持有）可能产生的风险或损失，摩根士丹利华鑫证券不承担任何责任。

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、摩根士丹利华鑫证券未委托或授权其他任何机构和个人提供未在本报告中刊载的信息和对本报告做任何解释或说明。未经摩根士丹利华鑫证券事先书面

同意，任何人不得在任何时间、为任何目的、以任何形式复制、分发或者摘录本报告或其任何内容；对于本报告可能存在的任何歧义，仅摩根士丹利华鑫证券自身有权进行解释。

八、本报告仅供本次重大资产重组使用，不得用于任何其他目的，对于本报告的结论，需结合本报告以及本次重大资产重组的其他披露文件的整体内容一并进行考虑。摩根士丹利华鑫证券特别提请广大投资者认真阅读就本次重大资产重组事项披露的相关公告，查阅有关文件。

九、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报告书》对该等术语所规定的含义。

第一章 背景情况介绍

一、估值对象概况

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,截至本报告出具日,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、房地产业务和投资业务。环境业务由全资子公司环境集团运营,包括生活垃圾中转运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;投资业务主要包括股权投资、PPP 产业基金投资以及不动产基金投资等。截至 2015 年 6 月 30 日,城投控股拥有 46 家全资及控股子公司;若模拟完成本次分立,则城投控股(存续方)拥有 17 家控股子公司,并继续运营房地产业务和投资业务。本次重组完成后,城投控股(存续方)的总股本为 2,529,575,634 股,其中上海城投持有 1,175,318,279 股,占比为 46.46% (可能因现金选择权的实施情况而发生变化)。

本次分立的分立主体(即上海环境)系根据本次重组方案由城投控股换股吸收合并阳晨 B 股并安排其下属全资子公司环境集团承继和承接原阳晨 B 股全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务等后,从城投控股分立并在 A 股上市的股份有限公司。截至 2015 年 6 月 30 日,模拟合并阳晨 B 股后,上海环境共计拥有 33 家控股子公司,其中包括环境集团拥有的 28 家控股子公司和阳晨 B 股拥有的 5 家控股子公司(阳晨 B 股在本次合并后将退市并注销法人资格),主要从事城市生活垃圾处理和城市污水处理业务。本次重组完成后,上海环境的总股本为 702,543,884 股,其中上海城投持有 326,423,396 股,占比为 46.46% (可能因现金选择权的实施情况而发生变化)。

上述估值对象具体业务、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报告书》。

二、本次交易方案

本次交易方案包括本次合并、本次分立两部分，具体内容如下：

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，城投控股安排其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。

紧随本次合并生效实施后，城投控股将环境集团（包括因本次合并安排由环境集团承继和承接的原阳晨 B 股全部资产、负债和业务、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，环境集团全部股权由城投控股于分立实施股权登记日登记在册的全体股东按持股比例取得及变更为股份有限公司（即上海环境），并申请其股份在上交所上市。

本次合并、本次分立系本次交易的整体安排，互为条件、不可分割及分步实施。

本次合并中，城投控股审议本次交易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 2014 年度现金红利）。

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（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 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。

自定价基准日至换股实施日期间，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 2014 年度利润分配）。

本次分立根据业务板块对城投控股截至分立起始日的相关资产、负债及人员进行划分，其中，与环境业务相关的资产、负债、人员及其他一切权利与义务等将划分至分立主体；与房地产业务、股权投资业务相关的资产、负债、人员及其他一切权利与义务等将保留于存续方。有关负债、人员等随资产及业务确定相应归属。

本次分立项下存续方及上海环境的股本设置原则为：本次分立完成后，城投控股的股本与上海环境的股本之和等于本次分立实施前（本次合并完成后）城投控股的股本。

存续方和分立主体截至 2015 年 3 月 31 日经审计的备考归属于母公司所有者权益的比例为 0.782637：0.217363（存在小数位保留）；根据本次交易方案，于分立起始日，城投控股的股份总数为 3,232,119,518 股（含本次合并项下换股发行的股份）、总股本为 3,232,119,518 元。鉴于此，根据前述股本设置原则并结合前述比例，本次分立实施后，存续方的总股本为 2,529,575,634 元，分立主体的总股本为 702,543,884 元。

本次分立将基于分立前城投控股（合并后的存续主体）市值与分立后存续方、上海环境市值之和相等的原则，确定城投控股（存续方）和上海环境的复牌交易价格和发行价格，由于本次分立按 0.782637 和 0.217363 的比例（保留六位小数）将本次合并完成后存续的城投控股总股本分为存续方股本和上海环境股本（相应地，投资者在本次合并完成后持有的城投控股股份也将按相同比例分为存续方股份和上海环境股份），因此，于分立上市日，上海环境的发行价格，以及城投控股（存续方）的复牌交易价格，将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。

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) 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 股股东也能享有存续方和上海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, 城投控股第八届董事会第十四次会议审议通过了本次重组预案及其他相关议案。2015 年 8 月 24 日, 城投控股第八届董事会第十七次会议审议通过了本次重组草案及其他相关议案。作为 2015 年 6 月 18 日出具的《摩根士丹利华鑫证券有限责任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》的补充, 本报告目的是为城投控股董事会提供参考, 分析本次交易中关于本次分立上市的估值是否存在损害分立双方及股东利益的情况。本报告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, 第二次董事会决议公告日为 2015 年 8 月 25 日。本报告所引用的市场价格数据截至 2015 年 8 月 21 日收盘。

第二章 估值思路及方法选择

一、估值思路及方法选择

公司分立与公司合并估值思路及方法选择上较为类似，从以往实践操作来看，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，即便对于公司分立中的存续主体和分立主体，也可通过假设分立完成后分立双方模拟财务报告的数据，结合可比上市公司的估值倍数测算其估值水平。

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，同样适用于公司分立中的存续主体和分立主体。

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分立后存续主体和分立主体的交易及发行价格的合理性予以考察和分析。

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（存续方）

城投控股（存续方）的可比公司选取范围为 A 股上市房地产及多元金融企业。

1、可比公司市盈率情况

主要可比上市公司截至本报告基准日前 20 个交易日的股票收盘价均价及所对应市盈率如下表所示：

证券简称	截至基准日前 20 个交易日均价 (元/股)	2012-2014 年 平均基本 每股收益 (元/股)	2014 年基本 每股收益 (元/股)	2012-2014 年 平均市盈率 (倍)	2014 年市盈率 (倍)
爱建股份	24.98	0.41	0.46	60.93	54.30
滨江集团	8.99	0.86	0.61	10.45	14.74
广宇发展	9.44	0.60	0.55	15.73	17.16
云南城投	8.29	0.40	0.54	20.73	15.35
北京城建	18.36	1.26	1.11	14.57	16.54
华发股份	15.36	0.71	0.79	21.63	19.44
华远地产	7.94	0.35	0.36	22.69	22.06
嘉宝集团	13.58	0.65	0.70	20.89	19.40
首开股份	17.15	0.80	0.73	21.44	23.49
福星股份	12.64	0.93	0.99	13.59	12.77
平均值	/	/	/	22.27	21.53
中值	/	/	/	20.81	18.28

资料来源：Wind 资讯

2012-2014 年度，城投控股（存续方）实现归属于母公司股东的净利润的平均值为 14.15 亿元：

（1）取可比公司 2012-2014 年平均市盈率平均值（22.27 倍）作为参考，城投控股（存续方）股东全部权益价值为 315.12 亿元；

(2) 取可比公司 2012-2014 年平均市盈率中值 (20.81 倍) 作为参考, 城投控股 (存续方) 股东全部权益价值为 294.46 亿元。

2014 年度城投控股 (存续方) 实现归属于母公司股东的净利润为 17.26 亿元:

(1) 取可比公司 2014 年市盈率平均值 (21.53 倍) 作为参考, 城投控股 (存续方) 股东全部权益价值为 371.61 亿元;

(2) 取可比公司 2014 年市盈率中值 (18.28 倍) 作为参考, 城投控股 (存续方) 股东全部权益价值为 315.51 亿元。

在以市盈率作为参考估值指标时, 城投控股 (存续方) 股东全部权益价值范围为 294.46 亿元至 371.61 亿元。

2、可比公司市净率情况

主要可比上市公司截至本报告基准日前 20 个交易日的股票收盘价均价及所对应市净率如下表所示:

证券简称	截至基准日 前 20 个交易日均价 (元/股)	2014 年 12 月 31 日 每股净资产 (元/股)	2014 年市净率 (倍)
爱建股份	24.98	4.66	5.36
滨江集团	8.99	5.89	1.53
广宇发展	9.44	3.53	2.67
云南城投	8.29	4.89	1.70
北京城建	18.36	10.00	1.84
华发股份	15.36	8.46	1.82
华远地产	7.94	2.13	3.73
嘉宝集团	13.58	5.76	2.36
首开股份	17.15	6.50	2.64
福星股份	12.64	9.73	1.30
平均值	/	/	2.50
中值	/	/	2.10

资料来源: Wind 资讯

截至 2014 年 12 月 31 日, 城投控股 (存续方) 归属于母公司股东的权益为 132.51 亿元:

(1) 取可比公司市净率平均值 (2.50 倍)，城投控股 (存续方) 股东全部权益价值为 331.28 亿元；

(2) 取可比公司市净率中值 (2.10 倍)，城投控股 (存续方) 股东全部权益价值为 278.27 亿元。

在以市净率作为参考估值指标时，城投控股 (存续方) 股东全部权益价值范围为 278.27 亿元至 331.28 亿元。

综上，若以上述可比上市公司的市盈率、市净率情况作为城投控股 (存续方) 的估值参考基础，并充分考虑到目前市场情况，选择可比公司法市盈率、市净率估值区间，作为城投控股 (存续方) 股东全部权益价值的估值参考区间，即本次分立上市城投控股 (存续方) 股东参考全部权益价值区间为 278.27-371.61 亿元，对应 2014 年市盈率 16.12-21.53 倍，2014 年市净率 2.10-2.80 倍，与可比上市公司平均估值水平基本一致，是合理、公允的。

(二) 上海环境

上海环境的可比公司选取范围为 A 股上市固废和污水处理企业。

1、可比公司市盈率情况

主要可比上市公司截至本报告基准日前 20 个交易日的股票收盘价均价及所对应市盈率如下表所示：

证券简称	截至基准日前 20 个交易日均价 (元/股)	2012-2014 年平均基本每股收益 (元/股)	2014 年基本每股收益 (元/股)	2012-2014 年平均市盈率 (倍)	2014 年市盈率 (倍)
伟明环保	42.34	0.42	0.55	100.81	76.98
东江环保	20.18	1.18	0.74	17.10	27.27
巴安水务	20.84	0.29	0.28	71.86	74.43
中电环保	15.49	0.49	0.49	31.61	31.61
国中水务	7.31	0.13	0.10	56.23	73.10
中原环保	16.87	0.28	0.25	60.25	67.48
创业环保	11.39	0.20	0.22	56.95	51.77
首创股份	11.67	0.27	0.28	43.22	41.68
重庆水务	10.54	0.36	0.30	29.28	35.13

证券简称	截至基准日前 20 个交易日均价 (元/股)	2012-2014 年平均基本每股收益 (元/股)	2014 年基本每股收益 (元/股)	2012-2014 年平均市盈率 (倍)	2014 年市盈率 (倍)
兴蓉环境	7.87	0.38	0.25	20.71	31.48
武汉控股	11.66	0.34	0.46	34.29	25.35
碧水源	47.05	0.95	0.88	49.53	53.47
平均值	/	/	/	47.65	49.15
中值	/	/	/	46.38	46.73

资料来源：Wind 资讯

2012-2014 年度，上海环境实现归属于母公司股东的净利润的平均值为 1.90 亿元：

(1) 取可比公司 2012-2014 年平均市盈率平均值（47.65 倍）作为参考，上海环境股东全部权益价值为 90.54 亿元；

(2) 取可比公司 2012-2014 年平均市盈率中值（46.38 倍）作为参考，上海环境股东全部权益价值为 88.12 亿元。

2014 年度上海环境实现归属于母公司股东的净利润为 2.98 亿元：

(1) 取可比公司 2014 年市盈率平均值（49.15 倍）作为参考，上海环境股东全部权益价值为 146.47 亿元；

(2) 取可比公司 2014 年市盈率中值（46.73 倍）作为参考，上海环境股东全部权益价值为 139.26 亿元。

由于业务发展原因，上海环境 2013 年归属于母公司股东的净利润同比增长 187.48%，而 2014 年归属于母公司股东的净利润同比增长 47.06%。上海环境 2013 年归属于母公司股东净利润的较大幅度增长影响到其 2012-2014 年度实现的归属于母公司股东净利润平均值的适用性，因此仅选取 2014 年归属于母公司股东的净利润作为可比公司市盈率估值的基础，即在以市盈率作为参考估值指标时，上海环境股东全部权益价值范围为 139.26 亿元至 146.47 亿元。

2、可比公司市净率情况

主要可比上市公司截至本报告基准日前 20 个交易日的股票收盘价均价及所

对应市净率如下表所示：

证券简称	截至基准日 前 20 个交易日均价 (元/股)	2014 年 12 月 31 日 每股净资产 (元/股)	2014 年市净率 (倍)
伟明环保	42.34	2.40	17.64
东江环保	20.18	7.02	2.87
巴安水务	20.84	2.25	9.26
中电环保	15.49	5.52	2.81
国中水务	7.31	1.83	3.99
中原环保	16.87	3.29	5.13
创业环保	11.39	2.92	3.90
首创股份	11.67	2.84	4.11
重庆水务	10.54	2.76	3.82
兴蓉环境	7.87	2.50	3.15
武汉控股	11.66	5.83	2.00
碧水源	47.05	5.64	8.34
平均值	/	/	5.59
中值	/	/	3.95

资料来源：Wind 资讯

截至 2014 年 12 月 31 日，上海环境归属于母公司股东的权益为 41.02 亿元：

(1) 取可比公司市净率平均值（5.59 倍），上海环境股东全部权益价值为 229.30 亿元；

(2) 取可比公司市净率中值（3.95 倍），上海环境股东全部权益价值为 162.03 亿元。

在以市净率作为参考估值指标时，上海环境股东全部权益价值范围为 162.03 亿元至 229.30 亿元。

综上，若以上述可比上市公司的市盈率、市净率情况作为上海环境的估值参考基础，并充分考虑到目前市场情况，选择可比公司法市盈率、市净率估值区间，作为上海环境股东全部权益价值的估值参考区间，即本次分立上市上海环境股东参考全部权益价值区间为 139.26-229.30 亿元，对应 2014 年市盈率 46.73-76.95 倍，2014 年市净率 3.39-5.59 倍，与可比上市公司平均估值水平基本一致。

（三） 市值溢价

根据上述估值分析，城投控股（存续方）与上海环境股东参考全部权益价值之和为 417.53-600.91 亿元。截至本报告基准日，城投控股前 20 个交易日平均总市值为 426.29 亿元，阳晨 B 股前 20 个交易日平均总市值为 4.79 亿美元（按照本报告基准日中国人民银行公布的人民币对美元汇率中间价 6.3864 折合为人民币 30.59 亿元），两家上市公司市值之和为 456.88 亿元。因此，城投控股（存续方）与上海环境股东参考全部权益价值之和的区间下限相比城投控股和阳晨 B 股截至本报告基准日前 20 个交易日平均总市值之和 456.88 亿元，折价 8.61%；城投控股（存续方）与上海环境股东参考全部权益价值之和的区间上限相比城投控股和阳晨 B 股截至本报告基准日前 20 个交易日平均总市值之和 456.88 亿元，溢价 31.52%。

根据本次分立前城投控股（合并后的存续主体）市值与分立后存续方、上海环境市值之和相等的原则，城投控股（存续方）与上海环境股东全部权益价值之和应与本次分立实施前（本次合并完成后）的城投控股股东全部权益价值基本一致。考虑到本次重组将实现城投控股下属环境业务板块（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）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，上述估值水平处于合理范围。

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。本次被分立方城投控股为上市公司，分立方为城投控股全资子公司与 B 股上市公司阳晨 B 股的模拟合并主体，在本次分立实施前，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，公布其未来盈利及现金流预测可能会引起股价异动，增加本次交易的不确定性，因此本次分立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，本次交易整体无法使用现金流折现法进行估值分析。

四、可比交易法

(一) 东北高速分立上市交易概览

2010年3月，作为A股市场迄今为止唯一一例分立上市项目，龙江交通和吉林高速按照分立上市方案的约定依法承继原东北高速的资产、负债、权益、业务和人员，东北高速股票终止上市，东北高速依法解散并注销法人资格。龙江交通和吉林高速股票经核准后于2010年3月19日同时上市交易。

(二) 龙江交通和吉林高速首日开盘参考价与可比公司比较

A股市场高速公路收费行业主要可比上市公司于2010年2月25日(即东北高速股票退市前最后一个交易日)的股票收盘价及所对应市盈率和市净率如下表所示：

证券简称	2010年2月25日 股票收盘价 (元/股)	2009年市盈率 (倍)	2009年市净率 (倍)
粤高速 A	6.04	23.23	2.11
华北高速	5.77	21.37	1.61
皖通高速	7.92	19.51	2.48
中原高速	4.78	23.00	1.77
福建高速	7.67	17.19	2.14
楚天高速	6.90	21.56	2.41
赣粤高速	8.44	15.92	2.25
山东高速	5.98	19.11	2.15
宁沪高速	7.60	19.04	2.28
深高速	6.42	25.89	1.71
平均值	/	20.58	2.09
中值	/	20.44	2.14

资料来源：Wind 资讯

龙江交通股票首日开盘参考价为 2.08 元/股，对应 2009 年市盈率 23.11 倍，2009 年市净率 1.09 倍；吉林高速股票首日开盘参考价为 1.79 元/股，对应 2009 年市盈率 17.21 倍，2009 年市净率 1.47 倍。龙江交通和吉林高速首日开盘参考价较其 A 股可比上市公司当时的平均估值水平略低，主要是在可比上市公司估

值水平的基础上考虑了一定比例的流动性折让。

综上，本次分立上市城投控股（存续方）和上海环境股东参考全部权益价值区间均位于各自可比上市公司的平均估值水平，因此具备合理性，且不存在损害分立双方及其股东利益的情况。

第三章 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。

第四章 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城投控股（存续方）和上海环境参考全部权益价值区间的合理性进行分析，认为存续方和上海环境的参考估值区间不存在损害分立双方及其股东利益的情况。

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至 2015 年 8 月 21 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 8 月 24 日至 2016 年 8 月 23 日使用有效。

（本页无正文，为《摩根士丹利华鑫证券有限责任公司关于上海城投控股股份有限公司分立上市之估值报告》之签字盖章页）

估值人员：

周 辰

李德祥

王 海

毛玉娇

单睿华

邹栊文

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

2015年 8月 24日