

国泰君安证券股份有限公司

关于《关于〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉的回复报告》之专项核查意见

中国证券监督管理委员会：

贵会于 2015 年 10 月 22 日出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（152858 号）已收悉。根据贵会的要求，本公司作为本次重组之被吸并方（以下简称“阳晨 B 股”）的独立财务顾问（以下简称“本财务顾问”），现就贵会第 152858 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》提及的需本独立财务顾问核实的相关事项进行了核查，并发表专项核查意见如下：

一、申请材料显示，本次交易尚需获得商务部核准。请你公司补充披露上述批准程序的审批事项、审批进展情况，是否为本次重组的前置程序，如是，请补充提供批准文件。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

根据《关于外商投资企业合并与分立的规定（2001 年修订）》（外经贸部、国家工商总局 2001 年第 8 号令）以及商务部关于

“限额以上及涉及专项规定行业外商投资企业设立及变更(港澳台投资者参照适用)(试行)”办事指南等相关法律规定,由于本次合并双方城投控股和阳晨 B 股均为外商投资股份有限公司,本次交易相关事项需取得商务部门的批准及同意。

2015 年 12 月 17 日,城投控股收到上海市商务委员会出具的沪商外资批[2015]4451 号文件通知,商务部已就本次交易相关事项出具商资批[2015]997 号原则批复,请城投控股在中国证监会核准后及时推进实施本次交易,并在此次吸收合并及后续重组行为具体实施后,按照《关于外商投资企业合并与分立的规定(2001 年修订)》等有关规定办理相关手续。

本次交易尚待取得中国证监会核准。本次交易项下吸收合并及后续重组在具体实施后按相关规定办理手续应不属于中国证监会核准本次交易的前置条件。

经核查,本独立财务顾问认为:本次交易已经履行商务部门的批准及同意程序,在取得中国证监会核准后可具体实施。本次交易具体实施后按相关规定办理手续应不属于中国证监会核准本次交易的前置条件。

三、请你公司: 1) 补充披露本次交易吸收合并及分立定价依据及合理性,对上市公司和中小股东权益的影响。 2) 结合以往吸收合并案例,补充披露本次交易中现金选择权价格与换股价格差异较大的合理性。请独立财务顾问核

查并发表明确意见。

答：

（一）本次交易吸收合并及分立定价依据及合理性，对上市公司和中小股东权益的影响

1、本次合并的换股比例系由合并双方在以相关股票于首次董事会决议公告日前 20 个交易日的交易均价作为市场参考价的基础上，综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模等因素，经公平协商而定。

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（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），较其停牌前二十个交易日均价溢价 117.40%。考虑到自城投控股和阳晨 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。

基于前述分析，本次合并的定价公允、合理，不存在损害交易双方及其股东利益的情况

2、本次分立系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（即分立主体）的发行价格，即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，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。本次分立后，城投控股（存续方）和上海环境的交易价格由市场决定。

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。

（二）本次交易中现金选择权价格与换股价格差异较大的合理性

本次交易城投控股的换股价格为 15.50 元/股，针对城投控股股东提供的两次现金选择权价格均为 10.00 元/股，现金选择权价格较换股价格折价 35.48%；阳晨 B 股的换股价格为 2.522 美元/股，现金选择权价格为 1.627 美元/股，现金选择权价格较换股价格折价 35.49%。

本次交易意在鼓励城投控股和阳晨 B 股的中小股东参与换股，共享存续方及分立主体在本次交易完成后因融资能力提升、业务规模扩大及跨越式战略发展等带来的经营成果，按照市场惯例，现金选择权价格较换股价格有一定程度的折价。此外，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。

城投控股两次现金选择权价格和换股价格的差异与可比交易比较：

交易名称	合并方现金选择权/收购请求权价格	合并方换股价格	现金选择权价格较换股价格折价率
中国南车与中国北车合并	5.63 元/股	5.63 元/股	0.00%
百视通吸收合并东方明珠	32.43 元/股	32.43 元/股	0.00%
申万宏源吸收合并宏源证券	未提供	/	/
浙能电力吸收合并东南发电	未提供	/	/
美的集团吸收合并美的电器	未提供	/	/
中国医药吸收合并天方药业	20.29 元/股	20.29 元/股	0.00%
平均值	/	/	0.00%
中值	/	/	0.00%

注：上表中的现金选择权/收购请求权价格均为除权除息调整后的价格。

阳晨B股现金选择权价格与可比交易比较：

交易名称	被合并方现金选择权/收购请求权价格	被合并方换股价格	现金选择权价格较换股价格折价率
中国南车与中国北车合并	5.92 元/股	6.19 元/股	4.36%
百视通吸收合并东方明珠	10.63 元/股	10.63 元/股	0.00%
申万宏源吸收合并宏源证券	8.12 元/股	9.96 元/股	18.47%
浙能电力吸收合并东南发电	0.580 美元/股	0.779 美元/股	25.55%
美的集团吸收合并美的电器	9.99 元/股	15.36 元/股	34.96%
中国医药吸收合并天方药业	6.36 元/股	6.36 元/股	0.00%
平均值	/	/	13.89%
中值	/	/	11.42%

注：上表中的现金选择权/收购请求权价格均为除权除息调整后的价格。

从上述比较可以看出，本次交易现金选择权价格较换股价格的折价率高于可比案例。

经核查，本独立财务顾问认为：1、本次合并的定价公允、合理，不存在损害交易双方及其股东利益的情况；本次分立上市

城投控股（存续方）和上海环境定价公允、合理，不存在损害分立双方及其股东利益的情况。2、本次交易现金选择权价格综合考虑了交易双方的历史交易价格、换股价格及可比交易案例，符合市场操作惯例，是合理、公允的。

四、申请材料显示，城投控股员工劳动关系保持不变；合并交割日后，阳晨 B 股的全体在册员工将由环境集团予以统筹及妥善安排。请你公司结合承接主体的资金实力、未来经营稳定性等情况，补充披露：1）员工安置的具体安排，包括但不限于承接主体、安置方式等内容。2）如有员工主张偿付工资、福利、社保、经济补偿等费用或发生其他纠纷，承接主体是否具备职工安置履约能力。3）如承接主体无法履约，上市公司是否存在承担责任的风险。如存在，拟采取的解决措施。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

（一）关于员工安置的具体安排

本次合并项下，城投控股及环境集团职工的劳动关系保持不变。自本次合并的交割日起，阳晨 B 股本部全体 21 名在册职工由环境集团统筹及妥善安排，根据业务布局和未来发展规划，由环境集团或其子公司具体接收和安置；阳晨 B 股本部全体在册职工（包括管理人员）的全部劳动/服务合同或劳动关系（包括社

会保险及保障关系)最晚于阳晨 B 股完成工商注销登记之日前十个工作日转移至接收单位; 前述转移仅涉及劳动/服务合同主体的变更, 转移至接收单位的阳晨 B 股职工的工龄将延续计算, 其职级、薪资、福利、待遇等不会降低, 并将根据接收单位未来业务发展和个人资历能力等情况逐步推进实施市场化的绩效分配制度。

本次分立项下, 城投控股本部全体在册职工的劳动关系保持不变。环境集团因本次分立而变更为股份有限公司(即上海环境), 其本部全体在册职工(包括因本次合并而接收的原阳晨 B 股职工)由分立实施后的上海环境自然承继和承接, 环境集团作为其于本次分立前全体在册职工之雇主的全部权利和义务将由上海环境自然延续。

此外, 城投控股、阳晨 B 股及环境集团将充分听取职工意见, 尽力保持职工队伍稳定; 各方也将充分尊重职工个人选择意向, 就自愿选择离开的职工, 在友好协商基础上, 根据《劳动合同法》、《劳动合同法实施条例》等规定及要求妥善解决安置问题或给予相关经济补偿。

(二) 承接主体具备职工安置履约能力

截至 2015 年 6 月 30 日, 分立主体备考口径下(本次合并生效实施后及本次分立前的环境集团)经审计的总资产为 102.29 亿元、净资产为 51.22 亿元, 2015 年 1-6 月实现营业收入 10.96 亿元、实现净利润 2.37 亿元。结合待安置员工薪资水平、福利待遇等具体情况, 环境集团具备职工安置的履约能力。

（三）关于承继主体无法履约的保障措施

截至本报告书签署日，阳晨 B 股未收到任何职工对本次交易涉及的员工安置方案提出异议或要求经济补偿等。根据《合并协议》，自本次合并交割日起，阳晨 B 股的全部资产、负债、业务、合同及其他一切权利与义务将由环境集团承继和承接。鉴于此，就可能出现的承接主体无法履约的风险，上海城投于 2015 年 10 月 30 日，出具《说明与承诺》，“因本次交易相关事项导致阳晨 B 股与其现有职工发生任何劳动纠纷、阳晨 B 股提前与其现有职工解除劳动合同而需支付经济补偿，或阳晨 B 股未为职工缴纳社会保险及/或住房公积金而引起的有关补偿或赔偿，以及潜在劳动仲裁、行政处罚等事项并由此给环境集团、城投控股造成任何经济损失或实际支出，上海城投将以现金方式予以承担及补偿。”因此，承继主体履行本次交易项下有关职工安置具备切实可行的保障措施，风险相对可控。

经核查，本独立财务顾问认为：1、本次交易中，员工安置的具体安排符合《合并协议》，以及《劳动合同法》、《劳动合同法实施条例》等相关规定；2、承接主体具备履行相关职工安置的资金实力及履约能力；3、承继主体履行本次交易项下有关职工安置具备切实可行的保障措施。

五、申请材料显示，本次合并涉及阳晨 B 股债权债务的转移。城投控股、阳晨 B 股已履行债权人通知和公告程

序，将应债权人的要求依法清偿债务或者提供相应的担保。请你公司补充披露：1）截至目前的债务总额、取得债权人同意函的最新进展。2）未取得债权人同意函的债务中，是否存在明确表示不同意本次重组的债权人。如有，其对应的债务是否在合理期限内偿还完毕。3）是否存在银行等特殊债权人并取得其出具的同意函。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

（一）关于城投控股和阳晨 B 股的债权人处置情况

1、城投控股

截至 2015 年 9 月 30 日，城投控股母公司负债总额为 77.89 亿元，除应付递延所得税、应付子公司款项及非债务性应付款项（以下统称“相关应付款项”）外的负债合计 74.06 亿元，主要为长期借款、应付债券等。

（1）债权人通知

城投控股在本次交易方案通过股东大会审议后，已向主要债权人发出通知函并获得绝大部分债权人的回函，涉及债务金额合计 65.57 亿元，占城投控股母公司债务总额（扣除前述相关应付款项）的 88.53%，具体情况如下：

序号	债权人名称	债务金额（元）	债务性质	同意情况
1	中海信托股份有限公司	1,600,000,000.00	借款	已取得同意函
2	2014 年度第一期中期票据持有人	1,984,527,948.03	中期票据	已取得持有人会议决议同意

序号	债权人名称	债务金额（元）	债务性质	同意情况
3	2015 年度第一期中期票据（品种一） 持有人	1,491,584,371.96	中期票据	已取得持有人会议 决议同意
4	2015 年度第一期中期票据（品种二） 持有人	1,480,409,616.00	中期票据	已取得持有人会议 决议同意
已取得同意函的债务总计（元）		6,556,521,935.99		
债务总额（扣除相关应付款项）（元）		7,406,239,546.57		
取得同意函占比		88.53%		

（2）债权人公告

城投控股于 2015 年 9 月 23 日在《上海证券报》就本次交易事项刊载《上海城投控股股份有限公司关于换股吸收合并上海阳晨投资股份有限公司及分立上市的债权人公告》。截至本报告书签署日，城投控股未收到任何债权人要求清偿债务或提供相应担保的要求。

2、阳晨 B 股

截至 2015 年 9 月 30 日，阳晨 B 股母公司负债总额为 7,488.01 万元，除应付递延所得税、应付子公司款项及非债务性应付款项（以下统称“相关应付款项”）外，债务金额合计为 5,632.89 万元，主要为短期借款、其他应付款等。

（1）债权人通知

阳晨 B 股在本次交易方案通过股东大会审议后，已向主要债权人发出通知函并获得绝大部分债权人的回函，涉及债务金额合计 5,000 万元，占阳晨 B 股母公司债务总额（扣除前述相关应付款项）的 88.76%，具体情况如下：

序号	债权人名称	债务金额（元）	债务性质
1	上海浦东发展银行股份有限公司闸北支行	30,000,000	借款

序号	债权人名称	债务金额(元)	债务性质
2	招商银行股份有限公司上海淮中支行	20,000,000	借款
已取得同意函的债务总计(元)		50,000,000.00	
债务总额(扣除相关应付款项)(元)		56,328,926.13	
取得同意函占比		88.76%	

(2) 债权人公告

阳晨 B 股于 2015 年 9 月 23 日在《上海证券报》就本次交易事项刊载《上海阳晨投资股份有限公司通知债权人公告》。截至本报告书签署日,阳晨 B 股未收到任何债权人要求清偿债务或提供相应担保的要求。

(二) 不存在明确表示不同意本次重组的债权人

城投控股及阳晨 B 股已取得绝大部分债权人(含全部金融债权人)的同意,并依法履行债权人公告程序,截至本报告书签署日,不存在明确表示不同意本次重组的债权人。

(三) 关于银行等特殊债权人

城投控股及阳晨 B 股均已取得各自金融机构债权人关于本次交易的书面确认函,同意城投控股及阳晨 B 股与其已发生的债务由本次交易完成后的相关方承继及承担,该等确认函的内容合法有效,对债权人具有法律约束力。

2015 年 10 月 19 日,城投控股分别召开 2014 年度第一期中期票据(债券简称:14 沪城控 MTN001)、2015 年度第一期中期票据(品种一)(债券简称:15 沪城控 MTN001(3 年期))和 2015 年度第一期中期票据(品种二)(债券简称:15 沪城控 MTN001(7 年期))持有人会议,分别审议通过《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及分立上市、追加担保并维持 14 沪城控 MTN001 存续的议案》和《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及分立上市、追加担保并维持 15 沪城控 MTN001 存续的议案》等议案。据此，城投控股就其发行的债券已经持有人会议审议通过相关决议，同意本次交易并维持相关债券的存续。

经核查，本独立财务顾问认为：1、城投控股和阳晨 B 股已经按照法律法规的相关规定，履行了本次重组的债权人通知及公告的相关程序；2、截至本回复报告出具日，城投控股和阳晨 B 股取得主要债权人回函涉及各自母公司债务金额（扣除相关应付款项）的占比分别为 88.53% 和 88.76%，且未收到任何债权人要求清偿债务或提供相应担保的要求，也不存在明确表示不同意本次重组的债权人；3、城投控股及阳晨 B 股就本次交易已取得相关银行及债务融资工具等特殊债权人的同意。

六、申请材料披露了本次重组的人员安置、债权债务处置情况。请你公司补充披露阳晨 B 股法人主体注销对其生产经营的影响，包括但不限于资质申领、资产权属的变更、合同变更等，相关权利义务的变更是否存在法律障碍。如涉及共有人的，是否取得共有人同意。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

（一）阳晨 B 股法人资格的注销对生产经营的影响

本次合并项下，城投控股安排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，阳晨 B 股将终止上市并注销法人资格。阳晨 B 股法人主体注销，对其生产经营的影响等相关情况如下：

1、资质申领

阳晨 B 股的主营业务为城市污水处理业务，截至本报告书签署日，其子公司均已依法取得与主营业务有关的经营资质或许可且该等经营资质或许可均在有效期内。

本次交易完成后，阳晨 B 股的子公司仍有效存续（股东发生变更），其业务资质或经营许可不涉及变更、补办或承继等情形。据此，阳晨 B 股法人主体注销不会对其生产经营产生重大不利影响。

2、资产权属变更

（1）自有土地及房屋

阳晨 B 股拥有的土地使用权及房屋所有权不存在产权纠纷，该等土地使用权及房屋所有权上未设定抵押或其他任何第三方权益，亦未被司法查封或冻结。

因此，相关土地使用权及房屋所有权的权属变更不存在实质性法律障碍，不会对生产经营造成重大不利影响。

（2）对外投资

截至本报告书签署日，阳晨 B 股纳入合并报表范围内的下属公司（包括全资子公司、控股子公司及通过全资/控股子公司投资并控制的公司）共计 5 家。其中，上海阳龙投资咨询有限公司及上海阳晨排水运营有限公司为阳晨 B 股全资子公司，友联竹园、温江阳晨及温江新阳晨为阳晨 B 股控股子公司。阳晨 B 股未直接或间接投资参股其他公司。

本次合并完成后，阳晨 B 股持有的友联竹园、温江阳晨及温江新阳晨股权由环境集团承继，在本次分立完成后前述股权将由上海环境承继。就前述股权承继事宜，阳晨 B 股已征询了友联竹园、温江阳晨及温江新阳晨其他股东的意见，前述三家公司的其他股东均已书面同意阳晨 B 股所持相关下属公司的股权，在本次合并完成后、本次分立完成前由环境集团继续享有及/或承担；在本次分立完成后由上海环境继续享有及/或承担，其他股东放弃优先购买权。

因此，上述股权承继事宜不存在实质性法律障碍，不会对生产经营造成重大不利影响。

（3）知识产权

截至本报告书签署日，阳晨 B 股拥有 6 项实用新型专利，其中证书编号为 1940561 及 1922611 的专利由阳晨 B 股及美尚生化环境（上海）有限公司共同所有，其他专利均由阳晨 B 股单独所有。截至本报告书签署日，美尚生化环境（上海）有限公司已出

具书面文件，同意阳晨 B 股对相关专利享有的全部权利、义务，在本次合并完成后、本次分立完成前由环境集团继续享有及/或承担；在本次分立完成后由上海环境继续享有及/或承担。此外，阳晨 B 股拥有的相关专利不存在产权纠纷，不存在质押、司法查封或冻结。

因此，相关共有专利的专利权人的变更和单独所有的专利权的承继不存在实质性法律障碍，不会对生产经营造成重大不利影响。

综上，根据本次交易方案及本次合并的安排，阳晨 B 股的房屋所有权、土地使用权、知识产权及股权投资等资产权属变更不存在实质性法律障碍，不会对生产经营产生重大不利影响。

3、合同变更

(1) 借款合同

就阳晨 B 股正在履行的借款合同，相关借款合同项下的债权人已出具书面文件，同意阳晨 B 股在相关合同项下的全部权利、义务，在本次合并完成后、本次分立完成前由环境集团继续享有及/或承担；在本次分立完成后由上海环境继续享有及/或承担。

(2) 担保合同

由于被担保人已于 2015 年 10 月 27 日对相关债务进行了清偿，故阳晨 B 股的担保责任已经解除。截至本报告书签署日，阳晨 B 股不存在正在履行的担保合同，不涉及需要取得担保权人同意本次重组的情形。

（3）重大业务合同

就阳晨 B 股正在履行的重大业务合同，相关业务合同项下的相对方已出具书面文件，同意阳晨 B 股在相关合同项下的全部权利、义务，在本次合并完成后、本次分立完成前由环境集团继续享有及/或承担；在本次分立完成后由上海环境继续享有及/或承担。

综上，阳晨 B 股在上述相关借款合同、担保合同及重大业务合同项下的全部权利、义务，在本次合并完成后、本次分立完成前由环境集团继续享有及/或承担；在本次分立完成后由上海环境继续享有及/或承担，该等合同项下的权利、义务的承继及履行不存在实质性法律障碍，不会对生产经营造成重大不利影响。

（二）关于财产共有人的同意

除上述证书编号为 1940561 及 1922611 的实用新型专利由阳晨 B 股及美尚生化环境（上海）有限公司共同所有外，阳晨 B 股其他资产均不存在与他人共有的情况。美尚生化环境（上海）有限公司已出具书面文件，同意阳晨 B 股相关权利、义务，在本次合并完成后、本次分立完成前由环境集团继续享有及/或承担；在本次分立完成后由上海环境继续享有及/或承担。

经核查，本独立财务顾问认为：阳晨 B 股已就本次交易项下本次合并涉及的相关资质申领、资产权属变更和合同变更等事宜取得了现阶段必要的批准或同意，并已取得有关财产共有人的确认及同意；其主体注销对有关生产经营不会产生重大不利影

响。

七、申请材料显示，阳晨 B 股主营业务为城市污水处理，环境集团主要从事城市生活垃圾处理，包括城市生活垃圾焚烧发电、填埋与中转运输。本次合并项下，阳晨 B 股的全部资产、负债等将由环境集团承继和承接。请你公司：1) 结合业务协同效应，补充披露环境集团现有业务与阳晨 B 股业务未来开展计划、定位及发展方向。2) 补充披露本次交易在业务、资产、财务、人员、机构等方面的整合计划、整合风险以及相应管理控制措施。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答：

（一）环境集团现有业务与阳晨 B 股业务未来开展计划、定位及发展方向

环境集团主要从事城市生活垃圾处理业务，阳晨 B 股主要从事城市污水处理业务，两者主业均与城市基础设施运营相关，所投项目业主方同为市政管理部门。在市场开拓方面，环境集团和阳晨 B 股能有效依托对方在相关业务上建立的合作关系及良好口碑为自身业务奠定基础，形成固废处理业务与污水处理业务齐头并进的局面。此外，由于污水处理厂、固废处理厂在建设及运营管理中存在共性，未来上海环境能够通过对于工程建设及安全生产方面的管理经验共享，两个业务部门互相借鉴，提升项目管理水平，实现污水处理、固废处理一体化运营。

本次交易完成后，上海环境将充分利用环境集团和阳晨 B 股在上游渠道、产业链及项目管理经验等方面的协同效应，合理规划未来业务发展。

1、业务发展计划

A、商业模式

上海环境将顺应 PPP 模式发展，通过项目规模和数量的扩张实现资源整合的乘数效应，扩大利润空间。另一方面，上海环境将以固废处理、污水处理协同发展为切入点，从单一项目获取的商业模式向为政府和目标企业提供固废、污水处置等环境问题一揽子、综合性解决服务延伸，通过业务多元化组合战略争取环保产业项目群的发掘和拓展。

B、外延式发展

本次交易完成后，上海环境将充分利用上市平台，一方面整合上海城投体系内具有市场化价格机制和良好发展前景的固废、污水等环境项目，另一方面把握环保行业增长机遇，通过兼并收购手段开展横向扩张和纵向延伸，通过外延式发展实现业务跨越式增长。

2、定位及发展方向

本次交易完成后，上海环境将致力于打造具有综合服务能力和行业领先地位的城市环境整体解决方案提供商。

在上述战略定位下，上海环境的城市生活污水处理业务将发

挥在市政污水处理方面的经验优势，集成人才、技术、建设、运营等各方面的专业能力，不断拓展市场，扩大规模；固废处理业务方面则将继续深耕生活垃圾焚烧和填埋的传统领域，提升市场份额，并积极开辟污泥处置、危废医废、餐厨垃圾、土壤修复等其他新兴领域，通过不同业务细分市场的深度资源化和商业模式的组合多元化，发挥与污水处理业务的协同效应，实现资源的最佳整合配置并形成可复制的商业路线。

（二）本次交易在业务、资产、财务、人员、机构等方面的整合计划、整合风险以及相应管理控制措施

1、整合计划

本次交易完成后，上海环境将在规范运作的前提下，对环境集团和阳晨 B 股的业务、资产、财务、人员、机构设置进行整合，以提高运营效率、发挥协同效应。

业务方面，本次交易完成后，环境集团、阳晨 B 股将统一纳入上海环境业务体系，上海环境将根据固废处理和污水处理的行业特点和业务模式，将两者的行业经验、业务拓展渠道、供应商资源统一纳入公司的战略发展规划中，通过资源共享实现业务协同发展。上海环境将适应 PPP 模式发展，改变单一的 BOT 业务模式，在与政府部门的合作过程中，通过固废、污水处理打包运营的方式增加上海环境在项目获取环节的竞争力，并在统筹规划下实现固废与污水处理相结合的环保产业园区建设。

资产方面，本次交易完成后，上海环境将根据业务发展的需

要，将环境集团与阳晨 B 股的资产进行优化整合，在不影响正常经营的前提下，有序开展相关资产、证照、资质等的清点工作，并将货币资金、应收账款等资产纳入统一管理体系，通过对部分运输工具等通用设备的合理调配以及对品牌等无形资产的综合利用，提升资产的使用效益率。

财务方面，本次交易完成后，上海环境将按照上市公司相关规范要求，建立健全完善的内部控制制度，对环境集团、阳晨 B 股进行统一核算，优化资金配置，充分发挥上市公司的资本优势，并统筹上海环境的资金使用和外部融资，进一步降低资金成本。

人员方面，本次交易完成后，阳晨 B 股全体在册员工将由环境集团予以统筹及妥善安排，一方面上海环境将根据新的战略发展规划建立并完善长效的培训机制，在原有基础上进一步培养、提升管理团队素质，适应多元化业务发展的需求，另一方面亦将完善绩效考核机制，制定与公司发展、员工需求相适应的薪酬激励机制，调动现有职工的工作积极性、提升上海环境在人才招聘市场的竞争力。

机构方面，上海环境将建立健全的三会制度，对环境集团、阳晨 B 股现有业务的日常运营进行统筹管理、监督；项目公司层面，维持现有管理团队及人员配置不变；职能总部层面，将在战略发展、项目投资、财务核算、人事管理等方面实施一体化管理。

2、整合风险及相应的管理控制措施

（1）业务整合失败风险

鉴于环境集团与阳晨 B 股目前的具体业务存在一定差异,环境集团与阳晨 B 股之间能否顺利实现业务整合具有不确定性。若上述整合无法顺利完成,将影响本次交易协同效应的发挥,整合成本亦可能会对两公司的正常业务发展产生不利影响。

针对上述风险,上海环境一方面将适时对阳晨 B 股目前的生产、经营、研发、销售等相关管理制度进行整合,结合环境集团管理架构、业务流程对阳晨 B 股相关制度进行优化调整;另一方面将在充分发挥阳晨 B 股现有政府支持优势的基础上,充分依靠证券金融市场,采取股权、债权等多种方式获取低成本的资金,在资金层面降低业务拓展对既有项目收益的依赖度。

(2) 管理经验不足风险

本次交易完成后,上海环境将由固废处理和污水处理两大业务板块构成,在总部投资、资源调配管理等方面存在经验不足的风险,可能导致业务、财务整合无法顺利进行。

针对上述风险,上海环境将完善培训机制,对相关管理人员进行培训使其具备相应的业务能力;同时,上海环境将制定详细的年度计划,基于投资回报的基础上,结合市场环境、业务发展机会对固废、污水处理两大业务做出合理的规划安排。

(3) 人员稳定性风险

本次交易完成后,阳晨 B 股将予以注销,环境集团也将分立并上市,在此过程中如出现人员流失、人才结构失衡等情况,上海环境的经营将会受到较大影响。

针对上述风险，本次重组已制定明确的员工安置计划，环境集团将统筹安排阳晨 B 股注销前与阳晨 B 股包括管理人员在内的职工签署劳动/服务合同，并确保阳晨 B 股职工的工龄延续计算，职级、薪资、福利、待遇等不会降低，后续亦将根据上海环境未来业务发展和个人资历能力等情况逐步推进实施市场化绩效分配制度，提升上海环境对优秀人才的吸引力。

经核查，本独立财务顾问认为：1、本次交易完成后，上海环境将整合环境集团和阳晨 B 股的现有业务，充分发挥协同效应，上海环境的未来发展规划、定位及发展方向明确，具备可行性；2、上海环境已经在业务、资产、财务、人员、机构设置等方面制定了明确的整合计划，并针对可能出现的主要风险点提出了切实可行的管控措施。

十三、申请材料显示，报告期内，环境集团、阳晨 B 股与部分客户、供应商存在关联关系（受同一最终控制方控制）。请你公司结合上述情形，补充披露：1）分立主体业务是否具有独立性，环境集团、阳晨 B 股是否对存续方、控股股东和实际控制人及其控制的其他企业有重大依赖。2）分立主体是否符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第十九条的规定。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问结合阳晨 B 股、环境集团提供的文件资料与

说明及确认,鉴于阳晨 B 股对上海市城市排水有限公司的关联销售具有其存在的行业特殊性及其客观性,以及其他关联交易的金额占营业收入或营业成本的比重较小等原因,认为环境集团、阳晨 B 股于报告期内均未对存续方、控股股东和实际控制人及其控制的其他企业有重大依赖,因此,本次交易完成后分立主体亦不会对其届时的控股股东、实际控制人及其控制的其他企业有重大依赖,具有业务经营的独立性。

经核查,本独立财务顾问认为:环境集团、阳晨 B 股于报告期内均未对存续方、控股股东和实际控制人及其控制的其他企业有重大依赖;分立主体的业务独立于存续方、控股股东和实际控制人及其控制的其他企业,不存在违反《首发管理办法》第十九条的情形。

十八、申请材料显示,本次交易估值报告基准日与上市公司股票停牌日间隔时间较长。请你公司补充披露上述事项对本次交易换股作价的影响,并说明作价的合理性。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答:

城投控股为境内 A 股上市公司,阳晨 B 股为境内 B 股上市公司,两家上市公司的换股价格均是依据《重组办法》的相关规定,以定价基准日,即 2015 年 6 月 19 日(城投控股和阳晨 B 股首次董事会决议公告日)前 20 个交易日均价作为基础,并在

此基础上给予合理溢价确定，因此，城投控股和阳晨 B 股换股价格的定价基准日（即估值基准日）均是 2015 年 6 月 19 日。但因城投控股和阳晨 B 股论证筹划本次交易，自 2014 年 11 月 3 日起长期停牌，实际上采用的是 2014 年 11 月 3 日前 20 个交易日均价作为基础，并结合城投控股和阳晨 B 股停牌期间资本市场的总体变化情况确定，城投控股换股价格在前 20 个交易日均价基础上给予溢价 116.44%，阳晨 B 股换股价格在前 20 个交易日均价基础上给予溢价 117.40%。

由于两家上市公司停牌时间相对较长，本次交易估值基准日存在与上市公司股票停牌日间隔时间较长的情况，但基于以下原因，该情况未对本次交易最终确定的换股价格产生不利影响，也未影响本次交易定价的合理性：

（1）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

估值时点差异对价值评估的影响，主要体现在 A 股市场整体的估值水平上涨幅度较大，对上市公司的价值评估如仅以停牌前 20 个交易日均价确定换股价格，有可能会造成低估上市公司价值。本次的方案已经从城投控股和阳晨 B 股的换股溢价率及估值合理性充分考虑了这个问题：

1) 城投控股的换股溢价率及估值合理性

本次交易中城投控股的换股价格在给予了相对于停牌前 20 日均价 116.44% 溢价后，实际的换股价格为 15.50 元/股，相对于

停牌前城投控股收盘价 7.23 元/股高出了 114.38%；而同期上证 A 指累计涨幅为 105.33%，城投控股可比上市公司收盘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的换股溢价率主要是考虑了 2014 年 10 月 31 日至 2015 年 6 月 17 日期间资本市场的变化情况以及可比公司上涨因素对于城投控股换股价格的影响。从上市公司角度，没有因停牌期间 A 股市场整体上涨而对上市公司股东造成不合理的损失。

2) 阳晨 B 股的换股溢价率及估值合理性

本次交易中阳晨 B 股的换股价格在给予了相对于停牌前 20 日均价 117.40% 溢价后，实际的换股价格为 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），相对于停牌前阳晨 B 股收盘价 1.152 美元/股高出了 118.92%；而同期上证 B 指累计涨幅为 91.83%，阳晨 B 股可比上市公司收盘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 股的换股溢价率主要是考虑了 2014 年 10 月 31 日至 2015 年 6 月 17 日期间资本市场的变化情况以及可比公司上涨因素对于阳晨 B 股换股价格的影响。从上市公司角度，没有因停牌期间 B 股市场整体上涨而对上市公司股东造成不合理的损失。

(2) 市场可比案例多采取类似做法

从案例看，几个吸收合并的案例均选择了贴近其董事会审议通过交易方案的时间作为估值或分析估值合理性的时点。

交易名称	停牌时间	审议通过交易方案董事会决议公告日	估值或合理性分析基准日
中国南车与中国北车合并	2014年10月27日	2014年12月31日	2014年12月31日
百视通吸收合并东方明珠	2014年5月29日	2014年11月22日	2014年11月22日
申万宏源吸收合并宏源证券	2013年10月30日	2014年7月26日	2014年7月26日
浙能电力吸收合并东南发电	2012年11月21日	2013年2月21日	2013年2月21日
美的集团吸收合并美的电器	2012年8月27日	2013年4月1日	2013年3月28日
中国医药吸收合并天方药业	2011年11月16日	2012年5月5日	2012年5月5日

经核查，本独立财务顾问认为：由于两家上市公司停牌时间相对较长，本次交易估值基准日存在与上市公司股票停牌日期间隔时间较长的情况，但考虑到停牌期间上海主板市场及可比上市公司的整体的估值水平上涨幅度较大，本次交易中城投控股的换股价格给予相对于停牌前 20 日均价 116.44%溢价，阳晨 B 股的换股价格给予相对于停牌前 20 日均价 117.40%溢价是合理的。停牌时间较长的情况未对本次交易最终确定的换股价格产生不利影响，也未影响本次交易定价的合理性。

十九、请你公司补充披露：1) 本次交易估值报告中具体估值方法的选取原因，是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的规定。2) 以市盈率作为参考估值指标时，选取的可比公司的可比性。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答：

(一) 本次交易估值报告中具体估值方法的选取原因，是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的规定

收益法是指将预期收益资本化或者折现，确定估值对象价值的一类估值方法；资产基础法是指以被估值单位估值基准日的资产负债表为基础，合理估值企业表内及表外各项资产、负债价值，确定估值对象价值的一类估值方法；此外，将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法也广泛用于对交易标的估值，其中常用的两种具体方法是可比上市公司方法和可比交易方法。

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，本次交易无法使用收益法进行估值分析。

资产基础法评估难以量化交易双方所拥有的人力资源、管理能力、各项无形资产的价值等因素，无法完全客观反映交易双方股东全部权益价值。因此，本次交易不适合用资产基础法进行估值。

为客观反映交易双方的股东全部权益价值，本次交易主要以可比上市公司方法、可比交易方法作为双方估值的参考基础。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，也将结合交易双方的历

史交易价格分析本次交易定价的合理性。

基于上述分析，收益法和资产基础法不适合用于本次交易估值。目前采取的可比公司法和可比交易法的估值方法是契合公司实际情况的，充分考虑了交易双方作为上市公司以及本次交易背景和目的，估值合理、定价公允，且独立董事发表了独立意见并单独披露，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的规定。

（二）以市盈率作为参考估值指标时，选取的可比公司的可比性

本次交易选取市盈率作为参考估值指标时，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标的公司估值倍数的合理性。

1、城投控股主营业务包括房地产业务、环境业务和投资业务等。本次交易中，城投控股的可比公司选取范围为 A 股主营业务为房地产开发的公司，选取标准如下：（1）主要从事住宅和商业地产开发并涉足保障房建设的区域性房地产企业；（2）剔除 2014 年市盈率和 2015 年预测市盈率为异常值的企业；（3）从产品、业务、规模等多角度挑选与城投控股近似可比公司。

可比上市公司从经营的范围来看和城投控股是最为接近的，已经在最大程度上接近城投控股的行业特点，具有一定的可比性。

阳晨 B 股主营业务为城市污水处理。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，选取标准如下：（1）主要从事污水处理业务；（2）剔除 2014 年市盈率和 2015 年预测市盈率为异常值的企业；（3）从产品、业务、规模等多角度挑选与阳晨 B 股近似可比公司。

可比公司选取范围为 A 股上市污水处理企业，具有可比性。

2、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），主要经营固废和污水处理业务。因此，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；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。所选取的可比公司已经在最大程度上接近城投控股和上海环境的行业特点，具有一定的可比性。

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易采用的可比公司法和可比交易法的估值方法是契合公司实际情况的，充分考虑了交易双方作为上市公司以及本次交易背景和目的，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的规定，估值方法选取适当；以市盈率作为参考估值指标时，估值选取的可比上市公司已经在最大程度上接近交易双方的业务特性，具有一定的可比性。

二十三、请你公司补充披露本次交易相关的税务处理原则、

相关税费承担方、承担方式及对分立后存续主体和分立主体的影响。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答：

由于本次无先例的重组事项对于国企改革以及解决 B 股遗留问题等方面均具有重大意义，且符合国务院关于促进企业兼并重组的文件精神，重组各方正就重组相关业务的涉税事项对照财政部、国家税务总局关于资产重组相关文件规定与有关部门进行沟通。本次交易相关的税务处理原则、相关税费承担方、承担方式等事项须以税务机关最终确认的意见为准。

根据相关法律法规，本次交易涉及的税项主要包括企业所得税、营业税、增值税、土地增值税、契税及印花税等。

（一）企业所得税

企业重组的所得税处理方式包括一般性税务处理和特殊性税务处理。根据《财政部、国家税务总局关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税[2009]59 号，以下简称“59 号文”）以及《国家税务总局关于企业重组业务企业所得税征收管理若干问题的公告》（国家税务总局公告[2015]48 号），重组交易同时满足一定条件的情况下，可申请适用特殊性税务处理；程序上，重组各方应在该重组业务完成当年，办理企业所得税年度申报时，向主管税务机关进行申报（合并、分立中重组一方涉及注销的，应在尚未办理注销税务登记手续前进行申报）。同时，省级税务机关需于每年 8 月底前将企业重组所得税特殊性税务

处理统计表上报国家税务总局。如果重组交易的安排不符合上述文件的规定，则应按一般性税务处理；程序上，企业应当自确认重组所得的月份或者季度终了之日起 15 日内，向税务机关报送预缴企业所得税纳税申报表，预缴税款。同时，自年度终了之日起五个月内，向税务机关报送年度企业所得税纳税申报表，并汇算清缴，结清应缴应退税款。

因此，本次交易涉及的企业所得税处理可能存在两种情形，具体分析如下：

1、适用特殊性税务处理

鉴于本次合并及本次分立系本次交易的整体安排，互为条件且不可分割，若适用特殊性税务处理，则城投控股及阳晨 B 股将递延纳税，即暂不确认有关资产转让的所得或损失，本次交易无需缴纳企业所得税。根据 59 号文的规定，本次交易须同时符合下列条件，方可适用特殊性税务处理，最终应以税务机关的确认意见为准：

(1) 具有合理的商业目的，且不以减少、免除或者推迟缴纳税款为主要目的；

(2) 合并或分立部分的资产或股权比例符合 59 号文规定的比例；

(3) 企业重组后的连续 12 个月内不改变重组资产原来的实质性经营活动；

(4) 重组交易对价中涉及股权支付金额符合 59 号文规定的

比例；

(5) 企业重组中取得股权支付的原主要股东，在重组后连续 12 个月内，不得转让所取得的股权。

2、不适用特殊性税务处理

若本次交易被税务机关认定不适用特殊性税务处理，则将按照重组业务的一般性税务处理进行，上市公司须根据税务机关要求缴纳企业所得税：

(1) 吸收合并阶段

根据《财政部、国家税务总局关于企业清算业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税[2009]60号），被合并企业（即阳晨 B 股）应按全部资产可变现价值或交易价格，减去资产的计税基础、清算费用、相关税费，加上债务清偿损益等后的余额，确认清算所得，相应计算清算企业所得税。

(2) 分立阶段

根据 59 号文的规定，在本次交易的分立阶段，被分立企业（即城投控股）对分立资产（即环境集团）应按其公允价值减去资产的计税基础、相关税费，确认资产转让所得或损失，并相应计算企业所得税（视同被分立企业将分立资产转让给其全体股东）。

若税务机关最终认定按照上述一般性税务处理，考虑到企业所得税计算所涉及的资产可变现价值或交易价格、分立资产的公

允价值等参数只有在实际交易日才能确定，目前存在较多变量且无法准确预估，因此，最终税负将取决于交易发生时的实际情况，存在一定不确定性。

（二）营业税、增值税、契税、土地增值税

根据《关于纳税人资产重组有关营业税问题的公告》（国家税务总局 2011 年第 51 号）、《关于纳税人资产重组有关增值税问题的公告》（国家税务总局 2011 年第 13 号）、财政部、国家税务总局《关于企业改制重组有关土地增值税政策的通知》（财税[2015]5 号）以及财政部、国家税务总局《关于进一步支持企业事业单位改制重组有关契税政策的通知》（财税[2015]37 号）等规定，本次交易涉及的合并及分立可符合相关税项不征或免征的条件。

（三）印花税

根据财政部、国家税务总局《关于企业改制过程中有关印花税政策的通知》（财税[2003]183 号），以合并或分立方式成立的新企业，其新启用的资金账簿记载的资金，凡原已贴花的部分可不再贴花，未贴花的部分和以后新增加的资金按万分之五贴花。据此测算，本次交易中，城投控股应按其合并步骤新增加的资金按万分之五贴花，应缴印花税约 12.23 万元；环境集团系分立后变更为股份有限公司，即便按照新公司全额缴纳，根据其分立后的股本按万分之五贴花，应缴纳印花税约 35.13 万元。

经核查，本独立财务顾问认为：上述税务处理原则的情况说

明与我们对相关税务法规的理解无重大差异。本次交易涉及的税项主要包括企业所得税、营业税、增值税、土地增值税、契税及印花税等，其中营业税、增值税、土地增值税、契税及印花税等符合免征、不征的条件或者需缴纳金额较小，对分立后存续主体和分立主体不会产生重大不利影响，而企业所得税是否适用特殊性税务处理须以税务机关最终的确认意见为准。

（以下无正文）

(本页无正文,为《国泰君安证券股份有限公司关于<关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>的回复报告>之专项核查意见》之签字盖章页)

独立财务顾问项目主办人:



李 鸿



张 宁



国泰君安证券股份有限公司

2015 年 12 月 18 日