

**国金证券股份有限公司**

**关于《中国天楹会后二次反馈意见》回复**

**的核查意见**

独立财务顾问



日期：2018年10月

**中国证券监督管理委员会：**

根据贵会出具的《中国天楹会后二次反馈意见》，国金证券股份有限公司（以下简称“国金证券”或“独立财务顾问”）作为中国天楹本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易（以下简称“本次交易”）的独立财务顾问，对审核意见的有关事项进行了认真研究讨论，对审核意见述及的问题进行了逐项核查落实，并出具相关核查意见，现提交贵会，请予审核。

除非文意另有所指，本核查意见中的简称与《中国天楹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暨关联交易报告书（草案）》中的简称具有相同涵义。

## 目 录

反馈意见披露，本次交易完成后，江苏德展将成为中国天楹的全资子公司，香港楹展、Firion 以及 Urbaser 均将成为中国天楹合并范围内子公司，Firion 作为《股权购买协议》合同主体所承担的或有支付计划金额由中国天楹实际支付。请申请人进一步补充披露该项安排是否影响交易作价，是否损坏中小股东利益，是否符合证监会相关业绩奖励的规定，请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。 .....4

反馈意见披露，本次交易完成后，江苏德展将成为中国天楹的全资子公司，香港楹展、Firion 以及 Urbaser 均将成为中国天楹合并范围内子公司，Firion 作为《股权购买协议》合同主体所承担的或有支付计划金额由中国天楹实际支付。请申请人进一步补充披露该项安排是否影响交易作价，是否损坏中小股东利益，是否符合证监会相关业绩奖励的规定，请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

### 回复如下：

前次交易中 Firion（买方）与 ACS（卖方）签署的《股权购买协议》中约定了或有支付计划安排，系海外收购中惯用的协议条款。本次交易对前次交易或有支付计划条款进行了充分评估及妥善安排，具体如下：（1）前次或有支付计划安排中第一次支付计划已触发，本次交易评估及作价中已将第一次支付计划金额作为标的资产的应付债务予以扣减，支付第一次支付计划不影响本次交易作价；

（2）根据管理层预测并经德勤会计师复核，第二次至第四次支付计划未触发；如果触发，对应支付计划金额全部由中国天楹控股股东南通乾创、实际控制人严圣军和茅洪菊承担，中国天楹控股股东南通乾创、实际控制人严圣军和茅洪菊对此进行了承诺，中国天楹及其未来合并的子公司江苏德展、香港楹展、Firion、Urbaser 等均不承担该或有支付计划金额。因此，前次交易中的或有支付计划条款不影响本次交易作价，本次交易不存在业绩奖励安排，符合证监会相关规定，充分保护了上市公司和中小股东利益。详见下述分析：

## 一、前次交易的或有支付计划安排不会影响本次交易作价

### （一）前次交易或有支付计划系海外收购的商业惯例

或有支付计划是海外收购中惯用的交易条款，由交易双方根据目标公司实现超额业绩带来的价值增加值协商确定。根据《股权购买协议》约定，Firion（买方）承诺向 ACS（卖方）支付不超过 2.985 亿欧元的或有支付计划（“支付计划金额”）。

买方向卖方履行或有支付计划的前提是：在从 2017 年 12 月 31 日结束的财

年到 2023 年 12 月 31 日结束的财年（含当年）（“支付计划期间”）中的任一财年（即 1 月 1 日至 12 月 31 日），Urbaser 基于 2015 年度合并范围内公司合计产生的 EBITDA 达到第 n（n=1,2,3,4）次支付计划 EBITDA 限额时，买方向向卖方支付“支付计划金额”，具体依据如下：

项目	EBITDA 增加额 (亿欧元) (A)	EBITDA 范围 (亿欧元)		支付计划金额 (亿欧元) (C)
		低值	高值	
第零次支付计划	-	-	2.63	-
第一次支付计划	0.05	2.63	2.68	0.64
第二次支付计划	0.41	2.68	3.09	0.85
第三次支付计划	0.11	3.09	3.20	0.85
第四次支付计划	0.10	3.20	3.30	0.645

其中，对于第二次支付计划，只有在 Urbaser 合计 EBITDA 等于或高于第二次支付计划 EBITDA 高值 3.09 亿欧元时，买方才应向卖方支付对应的支付计划金额 0.85 亿欧元。对于第一次、第三次和第四次支付计划，如果 Urbaser 合计 EBITDA 处于各支付计划的低值与高值之间，则按照线性比例关系计算 EBITDA 实现比例对应的支付计划金额，具体支付金额=（第 n 次支付计划 EBITDA 实现额-第 n-1 次支付计划 EBITDA 限额）/第 n 次支付计划 EBITDA 增加额×第 n 次支付计划金额。

## （二）前次交易的或有支付计划安排不影响本次交易作价

### 1、本次交易的交易价格是确定的

本次交易标的为江苏德展 100%股权，本次交易作价参考江苏德展评估结果并考虑相关股权收购费用后经交易各方协商确定，即根据中联评估出具的《江苏德展资产评估报告》，截至评估基准日 2017 年 12 月 31 日，江苏德展 100%股权的评估值为 838,823.84 万元人民币，参考上述评估结果，并考虑江苏德展为间接收购 Urbaser 股权发生的收购费用，经交易各方协商，江苏德展 100%股权的交易价格确定为 888,198.35 万元人民币。因此，本次交易作价为确定的交易价格。

2、前次交易或有支付计划中，第一次支付计划已确定触发，并作为应付款项在标的资产评估及作价中予以扣减，2019年结算该应付款项不影响评估价值，也不影响本次交易作价

(1) 江苏德展评估及作价中已将第一次支付计划作为应付债务扣减，不具有或有性

根据 Firion 管理层评估测算并经德勤会计师复核后确认，Urbaser2017 年度 EBITDA 超过第一次支付计划 EBITDA 限额 2.68 亿欧元但未达到第二次支付计划限额 3.09 亿欧元，Firion 需根据《股权购买协议》约定，于 2019 年向 ACS 支付第一次支付计划金额 0.64 亿欧元。本次交易评估基准日前，江苏德展合并财务报表中已将该项第一次支付计划金额的公允价值确认为负债计入“长期应付款”，本次交易标的资产江苏德展的评估值和交易作价中已相应扣减该项负债价值。

(2) Firion 于 2019 年支付第一次支付计划系对已确认应付款项的结算，不影响本次交易作价

Firion 将根据《股权购买协议》于 2019 年向 ACS 支付第一次支付计划金额 0.64 亿欧元，该款项已在评估基准日前确认为 Firion 的负债，因此，支付上述款项仅为 Firion 对已确认债务的结算，不影响标的资产业绩或净资产，也不影响本次交易标的资产的评估价值和交易作价。

3、前次交易或有支付计划的第二至第四次支付计划触发可能性非常低；如果触发，对应支付计划金额全部由中国天楹控股股东南通乾创、实际控制人严圣军和茅洪菊承担，中国天楹及其未来合并的子公司江苏德展、香港楹展、Firion、Urbaser 等均不承担或有支付计划，本次交易作价不受影响

(1) 第二次至第四次支付计划触发的可能性非常低

①在既定项目投资规模下，Urbaser 未来业绩稳定、可预测

Urbaser 主营业务为长期特许经营项目，根据与政府客户签署的长期特许经营合同（各业务合同期限为 10-30 年），Urbaser 业务具有投入、产出可预测性

强、稳定性高的属性，即根据项目投标书和业务合同收费条款，项目投资和项目收入、毛利率、EBITDA 等均保持稳定、波动性小，预测准确性较高。

## **②Urbaser 未来业务发展规划及投资计划明确，预测中充分考虑历史波动性**

Urbaser 主要经营长期特许经营市政项目，单个项目投资金额明确，Urbaser 整体投资计划相对固定，是管理层综合考虑整体资金状况和业务规划等多种因素后所制定的投资规划，具有长期性和确定性。

根据 Urbaser 例行的业务发展规划，Firion 管理层按照协议约定并充分考虑历史波动率对 Urbaser2015 年度合并范围内子公司未来经营情况进行预测，并经德勤会计师复核后确定，2018 年度至 2023 年度期间，Urbaser 的 EBITDA 均未达到第二次支付计划 EBITDA 限额 3.09 亿欧元，第二次至第四次支付计划义务均不触发。

### **(2) 如果第二次至第四次支付计划触发，中国天楹控股东南通乾创、实际控制人严圣军和茅洪菊将承担对应的支付义务，并就此出具了承诺**

虽然第二次至第四次支付计划触发的可能性非常低，但是为充分保障上市公司及中小股东利益，中国天楹控股东南通乾创、实际控制人严圣军和茅洪菊针对第二次至第四次支付计划已出具《关于或有支付计划的承诺函》：为切实保障本次交易完成后上市公司及全体股东的利益，对于或有对价的第二次支付计划、第三次支付计划和第四次支付计划，本次交易完成后，如 Urbaser 的 EBITDA 达到 Firion 与 ACS 签订的《股权购买协议》中约定的支付计划 EBITDA 限额，且 Firion 需向 Urbaser 原股东 ACS 支付相关支付计划金额（合计不超过 2.345 亿欧元，以实际需要支付的支付计划金额为准），相关付款义务将全部由中国天楹控股东南通乾创、实际控制人严圣军和茅洪菊承担（即由其直接向 ACS 支付或经由 Firion 向 ACS 支付）。中国天楹控股东南通乾创、实际控制人严圣军和茅洪菊确认对承诺函项下的付款义务相互之间承担连带责任。

因此，如果未来第二次至四次支付计划义务触发，则第二至四次支付计划金额的承担和支付主体为中国天楹控股股东南通乾创、实际控制人严圣军和茅洪菊，中国天楹及其未来合并的子公司江苏德展、香港楹展、Firion、Urbaser 等均不承担或有支付计划，本次交易作价不受影响。

## 二、前次交易的或有支付计划安排不存在损害中小股东利益的情形

### （一）前次交易的第一次支付计划金额已在评估过程中作为负债扣减，**Firion** 结算应付款项不影响本次交易作价，不损害中小股东利益

前次交易的第一次支付计划金额已计入评估基准日前的江苏德展合并财务报表中的负债科目“长期应付款”，在本次江苏德展股权价值的评估和交易作价中均作为负债项目扣减。**Firion** 根据《股权购买协议》约定于 2019 年支付第一次支付计划金额仅是应付款项的结算，不影响江苏德展的评估价值，也不影响本次交易作价，不损害中小股东利益。

### （二）第二次至第四次支付计划触发可能性非常低，如果 **Urbaser** 实现超额业绩触发第二次至第四次支付计划，中国天楹及其子公司江苏德展、**Firion** 等无须承担该支付计划金额，中小股东将无偿享有 **Urbaser** 超额收益及价值增加

前次交易的或有支付计划条款是基于 **Urbaser** 经营过程中达到超额业绩产生价值增加而制定的支付计划安排。根据管理层预测并经德勤会计师复核确定，第二次至第四次支付计划均未触发。如果 **Urbaser** 达到约定的超额业绩，导致第二次至第四次支付计划触发，则超额业绩将带来 **Urbaser** 价值增加，中国天楹及全体股东的权益价值将均得到增加，而第二次至第四次支付计划金额则由中国天楹控股股东南通乾创、实际控制人严圣军和茅洪菊承担和支付，因此，中国天楹及中小股东未来可无偿享有 **Urbaser** 超额收益及价值增加，不损害中国天楹及中小股东利益。

## 三、本次交易不存在业绩奖励安排，符合证监会的相关规定

### （一）证监会关于重组业绩奖励的规定



根据证监会于 2016 年 1 月 15 日发布的《关于并购重组业绩奖励有关问题与解答》，证监会对“上市公司重大资产重组方案中，基于相关资产实际盈利数超过利润预测数而设置对标的资产交易对方、管理层或核心技术人员的奖励对价、超额业绩奖励等业绩奖励安排”做出具体规定。

**（二）前次交易或有支付计划条款已妥善安排，本次交易价格不受影响，本次交易不存在业绩奖励安排**

本次交易系中国天楹收购江苏德展 100%股权，交易价格确定，前次交易约定的或有支付计划中，第一次支付计划金额已触发并在评估及作价中作为负债扣减；第二至第四次支付计划触发可能性非常低，如果触发，对应支付计划金额由中国天楹控股东南通乾创、实际控制人严圣军和茅洪菊承担，中国天楹及未来合并子公司江苏德展、香港楹展、Firion、Urbaser 等不承担该或有对价。因此，本次交易价格确定，本次交易不存在业绩奖励安排。

**（三）前次交易或有支付计划系前次交易条款，支付对象非本次重大资产重组的交易对方、管理层或核心技术人员，不适用证监会有关业绩奖励的相关规定**

或有支付计划系前次交易中 Firion 与 ACS 于 2016 年 9 月 15 日签订的《股权购买协议》中对 Urbaser 100%股权价款的支付安排，支付对象为 Urbaser 原股东 ACS，非本次重大资产重组的交易对方、标的资产江苏德展的管理层或核心技术人员奖励，不属于相关业绩奖励安排，不适用证监会业绩奖励的相关规定。

综上，前次交易或有支付计划条款已妥善安排，本次交易价格不受影响，本次交易不存在业绩奖励安排，符合证监会的相关规定。

**四、独立财务顾问核查意见**

经核查，独立财务顾问认为：前次交易中 Firion（买方）与 ACS（卖方）签署的《股权购买协议》中约定了或有支付计划安排，系海外收购中惯用的协议条款。本次交易对前次交易或有支付计划条款进行了充分评估及妥善安排，具体如下：（1）前次或有支付计划安排中第一次支付计划已触发，本次交易评估及

作价中已将第一次支付计划金额作为标的资产的应付债务予以扣减，支付第一次支付计划不影响本次交易作价；（2）根据管理层预测并经德勤会计师复核，第二次至第四次支付计划未触发；如果触发，对应支付计划金额全部由中国天楹控股股东南通乾创、实际控制人严圣军和茅洪菊承担，中国天楹控股股东南通乾创、实际控制人严圣军和茅洪菊对此进行了承诺，本次交易后中国天楹及其未来合并的子公司江苏德展、香港楹展、Firion、Urbaser 等均不承担该或有支付计划。因此，前次交易中的或有支付计划条款不影响本次交易作价，本次交易不存在业绩奖励安排，符合证监会相关规定，充分保护了上市公司和中小股东利益。

(本页无正文，为《国金证券股份有限公司关于<中国天楹会后二次反馈意见>回复的核查意见》之签章页)

项目主办人：

\_\_\_\_\_

金炜

\_\_\_\_\_

胡琳扬

项目协办人：

\_\_\_\_\_

黄学鹏

\_\_\_\_\_

相毅浩

法定代表人：

\_\_\_\_\_

冉 云

国金证券股份有限公司

2018年10月8日