

国泰君安证券股份有限公司

关于

上海证券交易所

《关于对重大资产购买报告书的审核意见函》

之

专项核查意见

独立财务顾问



签署日期：二〇一六年十一月

上海证券交易所：

贵所关于上海电力股份有限公司（以下简称“上海电力”或“上市公司”）重大资产购买报告书的审核意见函（上证公函【2016】2276号）（以下简称“审核意见函”）收悉，针对审核意见函所提及上市公司重大资产购买相关问题，本独立财务顾问进行了谨慎核查，现将贵所询问的问题答复如下：

除特别说明外，本核查意见中所使用的简称所代表的意义与《上海电力股份有限公司重大资产购买报告书（草案）》、《国泰君安证券股份有限公司关于上海电力股份有限公司重大资产购买之独立财务顾问报告》中的释义一致。

一、草案披露，信德省高等法院目前正在审理合宪性审查诉状“KESC 工会诉巴基斯坦政府等”，最高法院正在审理合宪性审查诉状“Jamate-Islami 诉巴基斯坦政府等”，两案均对本次交易标的 KE 公司私有化的合法性提出了异议。2010 年 4 月，法院裁定 KE 公司财团成员未得法庭许可，不得转让 KE 公司股份。2016 年 10 月中旬，相关方根据上述命令，向法院申请中止 KE 公司股份转让，并将上海电力追加为被申请人。请补充披露上述诉讼事项是否可能构成本次重大资产重组的实质法律障碍，本次交易是否符合巴基斯坦相关法律规定，并请进行重大风险提示。请财务顾问和律师发表意见。

回复：

### 1、KE 公司私有化概况

2003 年，巴基斯坦政府通过在报纸发布广告邀请投资者收购 KESC 公司（后更名为 KE 公司）73% 的股份及管理控制权，Hasan Associates 财团参与了 2005 年 2 月 4 日举行的投标并于 2006 年 11 月 14 日中标。巴基斯坦政府通过巴基斯坦总统于 2006 年 11 月 29 日与 Hasan Associates 财团签订了相关协议。

本次私有化完成后，KES 能源公司成为标的公司的控股股东。2009 年，Abraaj 投资管理公司通过收购控股 KES 能源公司 53.80% 股权，间接取得了 KE 公司的控股权。

### 2、KE 私有化涉诉情况

信德省高等法院目前正在审理一个合宪性审查诉状“KESC 工会诉巴基斯坦政府等”（民事诉状编号为 2005 年第 1511 号），而最高法院也正在审理一个合宪性审查诉状“Jamate-Islami 诉巴基斯坦政府等”（民事诉状编号为 2015 年第 59 号），两者都对 KE 公司私有化的合法性提出了异议。具体情况如下：

#### （1）KESC 工会诉巴基斯坦政府等

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见及补充说明，KE 公司工会（即 KESC 工会）向信德省高等法院提交诉状（民事诉状编号为 2005 年第 1511 号），对 KE 公司私有化提出异议。法院于 2010 年 4 月 28 日作出临时裁决，裁定 Hasan Associates 财团成员转让其持有的 KE 公司股份应当遵守法院的命令。

即，如果法院认定 Hasan Associates 财团成员的该等转让旨在违反私有化协议，法院将限制 Hasan Associates 财团成员转让其持有的 KE 公司股份，Hasan Associates 财团成员不得进行该等转让。但是，基于当前情况，Hasan Associates 财团成员并非在转让其持有的 KE 公司股份之前必须取得法院批准。（“it may be observed that any transfer of the shares in any of the consortium members would always be subject to the orders of the Court and if the Court comes to conclusion that such transfer or transaction aims at to breach the original agreement, it will be met with all the consequences and subsequent purchaser of the shares in any of consortium member company to be notified of such limitation and restriction as made by the Court by virtue of this order”）

2016 年 10 月中旬，KE 公司工会根据上述命令向法院申请中止 KE 公司股份的转让，并将上海电力追加为被申请人参与方。法院于 2016 年 11 月 3 日举行了听证会，未作出任何裁决以中止 KE 公司股份转让，亦未追加上海电力为诉讼参与方。法院认为，目前没有依据表明上述临时裁决被违反或者可能被违反。根据私有化协议第 5.3 条约定，如果取得交易不会影响巴基斯坦国家安全利益的证明，Hasan Associates 财团成员在私有化协议截止日起三年后方可转让 KE 公司控股权。

## （2）Jammat-e-Islami 等诉巴基斯坦政府等

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，Jammat-e-Islami（自然人）等基于宪法请愿 2005D-1511 向巴基斯坦最高法院提交合宪性诉状（诉状编号为 2015 年第 59 号），对巴基斯坦政府批准 KE 公司的私有化提出异议，并请求撤销私有化。目前该案尚待法院作出裁决。该诉讼主要与 KE 公司私有化相关，与本次股份转让不存在直接关系。

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师提供的法律审查意见，认为“上述诉讼的原告（即 KESC 工会和 Jammat-e-Islami）胜诉的可能性较低”。

根据交易双方签署的《股份买卖协议》，上海电力在《股份买卖协议》中已将“卖方书面确认不存在基于宪法请愿 2005D-1511 等通过任何命令来禁止交割的发生”，作为第一批股份的交割的先决条件之一。

## 3、诉讼事项对本次重组的影响及本次交易是否符合巴基斯坦相关法律规定

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见,基于私有化协议相关约定以及法庭临时裁定相关情况,法院未作出任何裁决以中止 KE 公司股份转让,亦未追加上海电力为诉讼参与方,该等事宜不会对本次重大资产购买构成重大风险;根据私有化相关诉讼进展及 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师意见,除非法院有明确禁令,KES 能源公司并非在转让其持有的 KE 公司股份之前必须取得法院批准,截至目前信德省高等法院并未作出禁止性命令。根据私有化协议第 5.3 条约定,如果取得交易不会影响巴基斯坦国家安全利益的证明,Hasan Associates 财团成员可以在私有化协议截止日起三年后转让其持有的战略股份(即,KE 公司普通股股本的 51%)的利益。KES 能源公司于 2015 年 2 月将其持有的 KE 公司约 2.80%的股份对外转让。

尽管如此,为防止上述事项对本次重大资产购买造成实质性障碍,上海电力已与交易对方在《股份买卖协议》中将:(1)交易对方书面确认不存在基于宪法请愿 2005D-1511 等通过任何命令来禁止交割的发生;及(2)有权部门出具的无条件书面确认,根据适用法律,交易将不会影响巴基斯坦国家安全利益作为第一批股份的交割先决条件。

基于前述情况判断,本次交易已经就上述诉讼相关事宜作出保障上市公司利益的安排,满足上述交割先决条件相关约定是卖方应尽的责任,上述私有化相关诉讼不会对本次交易构成实质性法律障碍。同时,根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见,上海电力和 KES 能源公司签署、交付《股份买卖协议》及履行其在该协议项下的义务未违反巴基斯坦相关法律规定。

#### **4、独立财务顾问核查意见**

独立财务顾问认为,基于私有化协议相关约定以及法庭临时裁定相关情况,法院未作出任何裁决以中止 KE 公司股份转让,亦未追加上海电力为诉讼参与方,该等事宜不会对本次重大资产购买构成重大风险;根据私有化相关诉讼进展及 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师意见,除非法院有明确禁令,KES 能源公司并非在转让其持有的 KE 公司股份之前必须取得法院批准,截至目前信德省高等法院并未作出禁止性命令;同时上海电力已就上述诉讼相关事宜作出保障上市公司利益的安排,在《股份买卖协议》约定,若卖方无法达成“需向买方提供有权部门出具的无条件书面确认,根据适用法律,交易将不会影响巴基斯坦国家安全利益”

及“书面确认不存在基于宪法请愿 2005D-1511 等通过任何命令来禁止交割的发生”等条件，买方有权终止《股份买卖协议》，上述诉讼不会对本次交易构成实质性法律障碍；上海电力和 KES 能源公司签署、交付《股份买卖协议》及履行其在该协议项下的义务未违反巴基斯坦相关法律规定。上市公司已经就上述事项进行了补充披露。

二、根据报告书，标的公司 2009 年获批的电价调整机制已于 2016 年 6 月 30 日到期。标的公司已向 NEPRA 提交新的电价调整机制申请；NEPRA 需在受理电价申请后 4 个月内给予书面决定。截至报告书签署之日，标的公司尚未收到 NEPRA 有关新电价机制申请的书面决定。请补充披露新的电价调整机制是否存在无法获批的风险，若存在，对本次交易的影响。请财务顾问和律师发表意见。

回复：

#### 1、新的电价调整机制是否存在无法获批的风险及对本次交易的影响

根据巴基斯坦当地法规，KE 公司的电费定价及日常经营受巴基斯坦电力监管局（NEPRA）监管。KE 公司目前执行的多年期电价（MYT）协议由 NEPRA 批准并于 2009 年 7 月 1 日生效，有效期为 7 年。MYT 主要由三个部分组成：基础电价+周期性成本变动调整+年度运维成本调整（基于 CPI）。同时，标的公司与巴基斯坦政府约定了利润回拨机制，按照规定的基础资产回报率计算，KE 的回报率在达到一定程度后（12%以上），需要将部分利益以电价减免的形式返还给用户。2014 财年、2015 财年及 2015 年 7 月-2016 年 3 月，标的公司的最终电价分别为 14.56 卢比/千瓦时、15.48 卢比/千瓦时及 16.99 卢比/千瓦时，相对较为稳定。但是，KE 公司 2009 年获批的电价调整机制已于 2016 年 6 月 30 日到期。

目前，KE 公司已向 NEPRA 提交新的电价调整机制申请，NEPRA 已于 2016 年 9 月 27 及 28 日就新多年期电价机制召开听证会，但尚未作出最终书面决定。根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，NEPRA 需在受理电价申请后 4 个月内给予书面决定，但在实际执行中 NEPRA 出具最终书面决定的时间也可能会超过 4 个月。鉴于电价调整机制为巴基斯坦电力监管机构的正常监管手

段，交易对方也将致力于推动有关程序，预计新电价调整机制可获得有关监管部门的批准，但机制内容和批准时间存在不确定性。截至本核查意见出具日，KE 公司尚未收到 NEPRA 有关新电价机制申请的书面决定。

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，KE 公司配电许可证中注明：“在等待 NEPRA 制定新电价期间，联邦政府通知的电价应适用于被许可人的服务地区”。据此，原电价机制到期后，至新电价机制被 NEPRA 决定授予前，KE 公司仍按照原电价机制制定的电价进行收费。交易对方将协助标的公司取得符合上海电力预期的新多年期电价机制。因此，新的电价调整机制获批事宜不会直接对 KE 公司的日常经营造成重大不利影响，也不会对本次交易构成实质性影响。

## 2、独立财务顾问核查意见

本独立财务顾问认为，标的公司已经提交新多年期电价机制申请，NEPRA 已就新多年期电价机制召开听证会，新的电价调整机制正在履行有关审批程序，鉴于电价调整机制为巴基斯坦电力监管机构的正常监管手段，交易对方也将致力于推动有关程序，预计新的电价调整机制可获得有关监管部门的批准，但机制内容和批准时间存在不确定性；鉴于新多年期电价机制被 NEPRA 决定授予前 KE 公司仍可按照原多年期电价进行收费，交易对方将协助标的公司取得符合上海电力预期的新多年期电价机制，新的电价调整机制获批事宜不会直接对 KE 公司的日常经营造成重大不利影响，也不会对本次交易构成实质性影响。

三、草案披露，标的公司的资产和经营存在多方面瑕疵，包括 KE 公司租赁土地中 302 宗土地存在被剥夺的风险，巴基斯坦当地税务局对于标的公司的报税纠纷做出了不利于 KE 公司的决定，巴基斯坦对标的公司建设运营电站有环境保护方面的规定。请补充披露：（1）302 宗土地占标的公司土地总量的比例，土地瑕疵对标的公司生产经营的影响，标的公司的应对措施；（2）标的公司是否已取得当地的环保许可；（3）报告期内标的公司受到税务局、环保部门处罚的情况，对其生产经营的影响。请财务顾问和律师发表意见。

回复：

**1、302 宗土地占标的公司土地总量的比例，土地瑕疵对标的公司生产经营的影响，标的公司的应对措施**

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，KE 公司租赁土地合计 412 宗，其中 302 宗土地存在较低的被剥夺的风险（risk of dispossession），占 KE 公司租赁土地总数的 73.30%。该等 302 宗土地被剥夺的风险以及 KE 公司相应的救济措施如下：

类型	数量	剥夺风险	救济措施
<b>租赁土地</b>			
适当租赁的土地 (Leased)	110	该等文件是有效的权利文件并产生土地登记的权益。该等土地有极低的或者不存在被剥夺的风险。	
租约到期的土地 (Lease expired)	46	该等土地被剥夺的风险较低。	1882 年的财产转让法第 116 条规定了租约到期后继续占有财产的后果。该条规定如果财产的承租人在租约到期后仍继续占有财产的，而出租人或其法定代理人接受承租人的承租或者同意承租人占有财产，则该项租赁应根据具体情况被视为每年或每月续租。鉴于上述，如果上述要求被满足，KE 公司可以被视作原租约到期后续租。此外，KE 公司也可以请求出租人履行续租协议。
未登记的租赁 (已到期) ( Unregistered lease expired)	6	该等土地被剥夺的风险较低。	考虑到 KE 公司实际占有该等土地，KE 公司可以借此寻求上述救济。
<b>分配土地</b>			
有分配函土地 (Allotted)	102	该等土地被剥夺的风险较低。	巴基斯坦法院在公布的判决中认定如果分配机构意图取消/修改分配函/命



类型	数量	剥夺风险	救济措施
			令，其应遵循自然正义原则。即法院要求在取消/修改分配函/命令之前，被分配人应当得到事先通知。鉴于上述，在未得到事先通知以及行使听证权利之前，KE 公司拥有的分配权利不能被取消/修改。如果分配机构取消/修改了分配函/命令(无论是否事先通知)，KE 公司可以寻求法院以禁令方式制止其取消命令/剥夺。KE 公司也可以请求分配机构履行租约。此外，在分配机构拒绝的情况下，KE 公司也有权单独寻求法院指令分配机构/有关机构履行其和 KE 公司在分配函/命令项下的租约。
占有性质土地			
有占有函的土地 (Possession letter)	29	该等土地被剥夺的风险较低。	根据法律，除法律正当程序之外，如果任何人未经其同意被剥夺了财产，其有权恢复占有。或者，如有任何一方意图剥夺 KE 公司对土地的占有，KE 公司可以寻求法院干预以制止该等行为并依法判定此案件。另外，KE 公司可以请求有关机构允许 KE 公司占有土地，履行其与 KE 公司的租约。
只有政府机构信件的土地 (Correspondence)	83	该等土地被立即剥夺的风险较低。	同上。
有权利记录和分配函的土地 (Record of rights and Allotment)	9	该等土地被剥夺的风险较低。	根据证据法，该等文件作为公开文件推定为真实的。因此，

类型	数量	剥夺风险	救济措施
只有权利记录的土地 (Record of rights)	1	该等土地被剥夺的风险较低。	KE 公司在出具分配函的有关机构作出不利行为时可以以此为理由寻求救济。KE 公司也可以请求分配机构履行其与 KE 公司的租约。
<b>其他土地</b>			
有第三方电网的土地 (3 <sup>rd</sup> party grids)	4	该等土地被剥夺的风险较低。	KE 公司对该等土地不具有权益, 仅通过协议对其上电网拥有维护运营的权利。
未提供证明文件的土地 (No documents provided)	5	无法评估该等土地的风险	
<b>小计</b>	<b>395</b>		
<b>租赁财产</b>			
租赁财产 (Rented Properties)	9	该等土地有极低的或者不存在被剥夺的风险。	KE 公司对该 8 宗土地享有租用权。
已到期的租赁协议 (Expired Rent Agreement)	8	假设 KE 持续支付租金, 该等土地被剥夺的风险较低。	该等租用协议已到期且在法定所有权人同意的情况下可以续签协议。
<b>小计</b>	<b>17</b>		
<b>合计</b>	<b>412</b>		

综上, 鉴于 KE 公司租赁的 302 宗土地被剥夺的风险较低, 且如果 KE 公司被剥夺上述土地的, 其有权依据相关租约、分配函、占有函件、相关政府部门的通信函件及占有记录等相关证明文件寻求救济措施, 仅有 5 宗未提供证明文件的土地 (No documents provided) 尚无法明确, 该等土地占 KE 公司占有和使用土地的比例相对较低, 因此, 该等土地瑕疵不会对 KE 公司的生产运营造成重大影响。

## 2、标的公司是否已取得当地的环保许可

根据 2014 年颁布的《信德省环境保护法》规定, 项目开发者除非提交初步环境审查或环境影响评估, 否则不得开始施工或经营。环境影响评估适用于可能造成“不利环境影响”的情况。标的公司建设运营电站需要提交环境影响评估。

根据环境影响评估的要求，标的公司需要进行数据收集、定性和定量影响预测、可选项对比、防止、减缓和补偿措施评估、环境管理和培训计划的制定、监控安排以及其他法规规定内容。标的公司向环保局提交环境影响评估和环境计划。在收到环保局批准确认后可以开始经营。根据《环境法》第 11（1）条，任何人不得排放或释放或允许排放或释放超出 2001 年《国家环境质量标准规定（行业自我监控和报告）》确定的国家环境质量标准数量、浓度或水平的废水、废物、空气污染物或噪音。所有工业单位（包括从事发电业务单位）需及时向环保局提交规定格式的环境监测报告。环境监测报告必须以经过认证的环境实验室的测试报告为依据。实验室不得为该工业单位的关联公司或企业。

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师出具的法律审查意见，根据巴基斯坦环境保护相关法律的规定，KE 公司采取的措施情况如下：

（1）根据巴基斯坦《信德省环境保护法》、《锅炉和压力容器条例》及《工厂法》中适用于工厂的卫生和安全标准，KE 公司已经就保护工人及电厂经营的卫生和安全采取了充分的措施。

（2）根据巴基斯坦《信德省环境保护法》的相关规定，KE 公司应当提交环境影响评估报告，否则不得动工建设或经营项目。KE 公司符合此项要求。

（3）根据巴基斯坦《信德省环境保护法》的相关规定，KE 公司应当提交环境计划并申请环境保护局确认其符合环境影响评估报告批准的条件，在收到前述确认之后，建设项目方可开工。KE 公司已经按照规定履行环境计划相关程序。

（4）根据巴基斯坦《信德省环境保护法》的相关规定，受限于该法以及根据该法制定的法规或规章的规定，任何人不得排放、制造或者允许排放、制造超过《国家环境质量标准规定（行业自我监控和报告）》规定的废水、废物、废气或噪音的数量、浓度或水平。KE 公司符合此项要求。

（5）根据《国家环境质量标准规定（行业自律监控和报告）》的相关规定，KE 公司应当提交符合特定要求的环境监测报告。KE 公司符合此项要求。

KE 公司不存在违反巴基斯坦现行有效的环境保护相关法律规定的情形。

综上，KE 公司依照巴基斯坦环境保护相关法律采取了必要的措施，不存在违反巴基斯坦环境保护相关法律规定的情形，也不存在被环保部门重大处罚的情

形。

### **3、报告期内标的公司受到税务局、环保部门处罚的情况，对其生产经营的影响**

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，KE 公司涉及的重大税务案件有 3 宗，具体情况如下：

(1) 2012 年，Federal Board of Revenue（即巴基斯坦联邦税务委员会，以下简称“FBR”）向信德省高级法院提交诉状（诉状编号为 2012 年第 210 号），FBR 对 FBR 上诉审查处使用的 KE 公司非审计报告中的数据以及将补贴从营业额中排除的公允性提出了异议，诉讼标的额约合 0.13 亿美元。虽然 FBR 作出了不利于 KE 公司的决定，但是 KE 公司已向法院提出了上诉。

(2) 2012 年，FBR 向信德省高级法院提交诉状（诉状编号为 2012 年第 560 号），FBR 称 KE 公司没有就其从巴基斯坦政府收取的电费缴纳税款，诉讼标的额约合 2.09 亿美元。法院于 2012 年 5 月 21 日作出临时裁决，暂停了 FBR 的诉因通知。

(3) 2009 年，City District Government Karachi（即卡拉奇城市区域政府，以下简称“CDGK”）及 Karachi Metropolitan Corporation（即卡拉奇大都会公，以下简称“KMC”）向信德省高级法院提交诉状（诉状编号为 2009 年第 580 号），就入市税及土地相关索赔提起诉讼，诉讼标的额约合 0.53 亿美元。法院中止了 SDGK 及 KMC 的诉求。

根据 KE 公司公开披露信息，报告期内 KE 公司不存在受到税务部门重大处罚的情形，但 KE 公司存在与税务部门的纳税争议，并正在通过诉讼方式解决。

综上，KE 公司报告期内不存在受到税务、环保部门重大处罚的情形，KE 公司涉及的相关税务争议诉讼目前仍在审理中，法院尚未作出正式裁决。其中两宗诉讼的诉求已被法院暂停、中止，剩余一宗诉讼涉及金额仅为 0.13 亿美元。因此，上述税务相关诉讼预计不会对标的公司生产经营造成重大影响。

### **4、独立财务顾问核查意见**

本独立财务顾问认为，

(1) 鉴于 KE 公司租赁的 302 宗土地被剥夺的风险较低，且如果 KE 公司被剥夺上述土地的，其有权依据相关租约、分配函、占有函件、相关政府部门的通信函件及占有记录等相关证明文件寻求救济措施，仅有 5 宗未提供证明文件的土地（No documents provided）尚无法明确，该等土地占 KE 公司占有和使用土地的比例相对较低，因此，该等土地瑕疵不会对 KE 公司的生产运营造成重大不利影响；

(2) KE 公司依照巴基斯坦环境保护相关法律采取了必要的措施，不存在违反巴基斯坦环境保护相关法律规定的情形；

(3) KE 公司报告期内不存在受到税务、环保部门重大处罚的情形，KE 公司涉及的相关税务争议诉讼目前仍处于标的公司上诉、诉求暂停、诉求中止等进程，法院尚未作出正式裁决。根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，“该等诉讼中政府相关部门的胜诉概率较低”。因此，上述税务相关诉讼预计不会对标的公司生产经营造成重大影响。上市公司已在重组报告书相关章节中补充了披露土地、环保及税务相关内容。

**四、草案披露，2014 年、2015 年及 2015 年 7 月至 2016 年 3 月，标的公司收到的政府电价补贴分别为 55,377,622 千巴基斯坦卢比、41,844,708 千巴基斯坦卢比和 14,836,170 千巴基斯坦卢比，电价补助占总收入比例分别为 28.47%、21.98%、11.15%。由于巴基斯坦政府致力于统一全国电价，电价补贴下降的趋势将会一直延续。请通过敏感性分析说明巴基斯坦政府逐年减少电价补贴和统一全国电价对公司未来业绩的影响，并补充提示相关风险。请财务顾问发表意见。**

回复：

#### **1、标的公司电价收入确认机制**

根据 NEPRA 制定的多年期电价调整机制，标的公司电价收入按照基础电价+周期性成本变动调整+年度运维成本调整（基于 CPI）确定，在多年期电价调整机制有效期内均按照该公式测算。此外，NEPRA 还负责制定终端用户需支付的电价，与标的公司电价收入差额部分由政府以补贴的形式进行补足。即，标的公

司电价收入等于终端用户电价与政府补贴之和。具体情况如下：

项目	具体内容
+ 基础电价	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 外购电成本（例如 NTDC 及其他 IPP）。</li> <li>■ 燃料成本、运行维护成本及折旧</li> <li>■ NEPRA 考虑的其他因素：机组效率（气体产生的热值、居民用燃油的转换系数）、输配电损耗</li> </ul>
+ 周期性成本变动调整	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 月度调整：发电燃料成本变动及外购电的燃料成本变动</li> <li>■ 季度调整：①输配电损失调整；②外购电的运维成本调整</li> </ul>
+ 年度运维成本调整（基于 CPI）	根据“CPI - X”计算调整，X 在 2%-3% 之间波动
= KE 公司收到的电价	实际电价
其中：电价补贴	政府补贴电价
用户电价	用户实际支付的电价

根据 NEPRA 制定的多年期电价机制，如政府补贴降低，则终端用户需支付的电价需增加，以确保标的公司的电价收入。

目前，巴基斯坦政府致力于统一全国电价，旨在统一全国终端用户的电价，同时根据各地区经济发展水平及供电成本差异给予不同程度的政府补贴，以保证电力企业的生产能力。由于标的公司近年来发电效率和管理效率逐步提升，且所供电范围卡拉奇及其周边地区在巴基斯坦境内经济发展水平相对较高且供电成本相对较低，因此出现政府补贴逐年下降的趋势。

## 2、电价补贴对标的公司电价收入的敏感性分析

以标的公司 2015 财年电价收入为例，根据多年期电价机制约定，最终电价（即标的公司电价收入）系根据多年期电价机制确定，经确认后为定值，因此补助电价（政府补贴）相应减少，则用户支付电价相应增加，因此政府补贴降低对标的公司电价收入及盈利能力不会造成直接影响。其最终电价与政府补贴、用户电价的敏感性分析如下：

单位：巴基斯坦卢比/千瓦时

项目	2015 财年						
	补助电价减少幅度			原值	补助电价增加幅度		
	-15%	-10%	-5%		+5%	+10%	+15%
最终电价（平均值）	15.48	15.48	15.48	15.48	15.48	15.48	15.48
其中：用户电价	12.76	12.42	12.25	12.08	13.08	13.08	11.4
补助电价	2.72	3.06	3.23	3.40	3.57	3.74	4.08

但是，若 NEPRA 核定电价（最终电价）降低，或将对 KE 公司业绩造成影响，具体敏感性分析如下：

单位：巴基斯坦卢比/千瓦时，百万巴基斯坦卢比

项目	2015 财年						
	平均最终电价减少幅度			原值	平均最终电价增加幅度		
	-15%	-10%	-5%		+5%	+10%	+15%
最终电价（平均值）	12.38	13.93	14.71	15.48	16.25	17.03	18.58
营业收入	161,805	171,323	180,841	190,359	199,877	209,395	218,913
EBITDA	5,783	15,301	24,819	34,337	43,855	53,373	62,891

注 1：“营业收入”为假设最终电价（平均值）情形下的 2015 年财年营业收入金额，按照“标的公司 2015 年财年营业收入（原值）×（1+平均最终电价减少/增加幅度）”计算。

注 2：“EBITDA”按照“EBITDA（原值）+标的公司 2015 年财年营业收入（原值）×平均最终电价减少/增加幅度”计算。

根据上表显示，如新电价机制核定的最终电价降低，将对标的公司未来经营业绩产生一定影响。

### 3、补充风险提示内容

目前，巴基斯坦政府致力于统一全国电价，旨在统一全国终端用户的电价，同时根据各地区经济发展水平及供电成本差异给予不同程度的政府补贴，以保证电力企业的生产能力。根据 NEPRA 制定的多年期电价调整机制，标的公司电价收入按照基础电价+周期性成本变动调整+年度运维成本调整（基于 CPI）确定，在多年期电价调整机制有效期内均按照该公式测算。此外，NEPRA 还负责制定终端用户需支付的电价，与标的公司电价收入差额部分由政府以补贴的形式进行补足。即，标的公司电价收入等于终端用户电价与政府补贴之和。根据多年期电价机制，如政府补贴降低，则终端用户需支付的电价需增加，以确保标的公司的

电价收入。虽然政府补贴降低不会对标的公司经营业绩产生不利影响，但由于新的多年期电价调整机制尚未取得，如新的电价调整机制对标的公司盈利水平的约定发生了变化，则该事项将对标的公司盈利能力产生一定影响，敬请投资者关注。

#### **4、独立财务顾问核查意见**

本独立财务顾问认为，巴基斯坦政府致力于统一全国电价，旨在统一全国终端用户的电价，同时根据各地区经济发展水平及供电成本差异给予不同程度的政府补贴，以保证电力企业的盈利能力，但由于在 NEPPRA 核定电价确定的情形下，补贴电价降低将导致居民电价提高，即电价补贴下降情况不会直接对标的公司盈利能力产生影响，但若 NEPPRA 核定电价降低且 KE 公司成本未相应降低，或将对标的公司未来盈利能力产生一定影响。

**五、草案披露，报告期内，标的公司销售电能中超过 40% 部分为外部采购。购买电力的费用由固定费用和变动费用两部分组成。固定费用为标的公司所有新旧发电设备的平均固定运营成本。变动费用为除去补贴的发电所需燃料成本。请补充披露“固定费用”和“变动费用”的相关涵义与具体确定方式，采用上述方式确定外购电力费用的原因及合理性。请财务顾问发表意见。**

#### **回复：**

经核实标的公司与供应商签订的协议，对外购电力费用的确定方式进行了详细说明修正，并就合理性分析如下：

#### **1、外购电力费用的确定方式及合理性**

由于卡拉奇地区电力需求旺盛，KE 公司发电量尚无法满足电力需求，因此 KE 公司存在外购电情形，主要供应商为 NTDC 和 IPPs（独立发电商）等，整体上基于发电成本确定采购价格。报告期内，标的公司销售电能中超过 40% 部分为外部采购。根据标的公司与供应商签订的协议，购买电力的主要费用由固定费用（Fixed Cost）和变动费用（Variable Cost）两部分组成，其涵义和确定方式如下：

固定费用为供应商发电设备的固定运营费用，确认方式为供应商因向 KE 公司供电产生的每台发电设备固定运营成本乘以最大发电设备数量；



变动费用为供应商发电所需燃料费用，确认方式为除去补贴的每度电发电所需燃料乘以净输出电量。

根据标的公司披露的定期报告，报告期内标的公司外购电供应商情况具体如下：

单位：千巴基斯坦卢比

外部电力供应商	2015年7月-2016年3月	2015财年	2014财年
National Transmission and Dispatch Company	28,333,001	45,183,711	53,640,675
Independent Power Producers(IPPs)	10,710,035	23,467,083	26,728,048
Karachi Nuclear Power Plant	1,583,701	2,657,527	2,510,695
Pakistan Steel Mills Corporation (Private) Limited	-	178,828	91,479
<b>总计</b>	<b>40,626,737</b>	<b>71,487,149</b>	<b>82,970,897</b>

根据巴基斯坦相法规，电力行业经营受 NEPRA 监管，标的公司外购电力的费用的制定也需遵守 NEPRA 监管要求。该等外购电力费用的制定符合 KE 公司原多年期电价机制中对外购电力的要求及条件。上述外购电力费用主要由供应商发电成本决定，采取成本加成的方法，并由供应商与标的公司协议约定，具备合理性。

## 2、独立财务顾问核查意见

本独立财务顾问认为，由于卡拉奇地区电力需求旺盛，KE 公司发电量尚无法满足电力需求，因此 KE 公司存在外购电情形，并基于发电成本确定采购价格；基于 NEPRA 的整体监管，根据标的公司与供应商签订的协议，购买电力的主要费用由固定费用（Fixed Cost）和变动费用（Variable Cost）两部分组成，整体上标的公司的外购电力成本采取供应商发电成本加成方式确定，具备合理性。

六、草案披露，截至 2014 年 6 月 30 日、2015 年 6 月 30 日和 2016 年 3 月 31 日，标的公司其他应收款占总资产的比例分别为 14.44%、10.73%、3.21%；应付及其他应付款占负债总额的比例分别为 46.09%、44.20%、40.91%。请补充披露其他应收款和其他应付款的主要内容和形成原因，并说明是否存在关联方资金占用等情形。请财务顾问发表意见。

回复：

## 1、应收及其他应收款的主要内容和形成原因

报告期内，标的公司其他应收款及占比情况如下：

单位：千巴基斯坦卢比

项目	2016年3月31日	2015年6月30日	2014年6月30日
其他应收款	11,470,498	39,451,720	44,240,998
资产总计	357,764,013	367,560,073	306,315,566
占比	3.21%	10.73%	14.44%

KE 公司主要于卡拉奇地区从事发、输、配售电业务，其营业收入主要源于用户支出和政府补助两部分。其中，按照收入来源不同，用户支出（居民用电、商业用电、工业用电等）方面的应收款项主要在应收账款中进行核算，而政府电价补助（电价调整而向巴基斯坦政府索取的补贴款项）方面主要在其他应收款中进行核算。因此，其他应收款系正常业务开展而产生。根据 KE 公司披露的定期报告，由于巴基斯坦政府系 KE 公司的第二大股东（持股超过 20%），上述政府补贴事宜构成关联交易，但由于上述应收款项系正常业务经营产生，因此不存在关联方非经营性资金占用的情形。

## 2、应付及其他应付款的主要内容和形成原因

截至 2014 年 6 月 30 日、2015 年 6 月 30 日和 2016 年 3 月 31 日，标的公司应付及其他应付款及占比情况如下：

单位：千巴基斯坦卢比

项目	2016年3月31日	2015年6月30日	2014年6月30日
应付及其他应付款	84,578,229	105,787,466	108,478,166
其中：应付款	68,913,011	88,267,606	87,431,386
其他应付款	15,665,218	17,519,860	21,046,780
负债合计	206,753,022	239,344,609	235,348,293
占比	40.91%	44.20%	46.09%

应付款主要内容为应付购电、燃料燃气等款项，系正常经营产生。根据 KE 公司披露的定期报告，应付款的主要对象 NTDC、SSGC 均为巴基斯坦政府下属企业，应付款主要系正常生产交易产生，但存在支付争议。由于巴基斯坦当前特

殊发展阶段，普遍存在政府相关企业之间的“循环债”问题，交易对方也将促使 SSGC 等与 KE 公司公平友好的方式解决相关问题。

截至报告期各期末，其他应付款占应付及其他应付款以及负债合计的比例较低，主要内容及余额如下：

单位：千巴基斯坦卢比

项目	2016年3月31日	2015年6月30日	2014年6月30日
Murabaha 融资额度	-	2,425,000	1,970,000
应计费用	2,672,811	2,832,421	1,862,869
客户预付款/ 信用余额	2,728,010	2,722,930	1,295,675
其他负债	10,264,397	9,539,509	15,918,236
<b>其他应付款合计</b>	<b>15,665,218</b>	<b>17,519,860</b>	<b>21,046,780</b>
<b>负债合计</b>	<b>206,753,022</b>	<b>239,344,609</b>	<b>235,348,293</b>
<b>占比</b>	<b>7.58%</b>	<b>7.32%</b>	<b>8.94%</b>

其他应付款的主要包括 Murabaha 融资额度、应计费用、客户预付款/信用余额以及其他负债，其中，其他负债主要是应付 Electricity duty、应付员工利润分享基金（Workers’ Profit Participation Fund）、应付 PTV 牌照费用等，系 KE 公司正常经营而产生。

综上，KE 公司的其他应收款主要系正常业务开展而产生的应收政府电价补助（电价调整而向巴基斯坦政府索取的补贴款项），由于巴基斯坦政府系 KE 公司的第二大股东（持股超过 20%），上述政府补贴事宜构成关联交易，但不存在关联方非经营性资金占用的情形；KE 公司的其他应付款规模相对较小，主要系正常经营产生，包括应付 Electricity duty、应付员工利润分享基金（Workers’ Profit Participation Fund）、应付 PTV 牌照费用等。截至报告期末，KE 公司不存在关联方非经营性资金占用的情形。

### 3、独立财务顾问核查意见

本独立财务顾问认为，KE 公司的其他应收款主要系正常业务开展而产生的应收政府电价补助（电价调整而向巴基斯坦政府索取的补贴款项），由于巴基斯坦政府系 KE 公司的第二大股东（持股超过 20%），上述政府补贴事宜构成关联交易，但不存在关联方非经营性资金占用的情形；KE 公司的其他应付款规模相

对较小，主要系正常经营产生，包括应付 Electricity duty、应付员工利润分享基金（Workers' Profit Participation Fund）、应付 PTV 牌照费用等。截至报告期末，KE 公司不存在关联方非经营性资金占用的情形。

**七、草案披露，上市公司面临可能支付 83,084,000 美元先决条件分手费和 166,168,000 美元融资分手费的风险。请结合上市公司实际情况，补充披露触发上述分手费条件的可能性，上市公司是否具备支付能力，支付分手费对上市公司财务状况的影响。请财务顾问和律师发表意见。**

回复：

### **1、触发先决条件分手费的条件及进展情况**

根据《股份买卖协议》，如果《股份买卖协议》因下述原因终止，上海电力需向交易对方支付 83,084,000 美元的先决条件分手费：（1）上海电力未能在先决条件终止日期之前就本次重大资产购买取得中国相关政府的审批或者备案（即上海电力股东大会的批准、相关的外汇登记手续、国家发改委的核准以及相关商务部门的备案手续）；（2）上海电力因未履行应尽的责任和义务导致无法取得强制要约收购证书；或者（3）先决条件全部满足或者豁免，上海电力不履行交割义务。有关情况具体分析如下：

#### **（1）中国相关政府的审批或者备案**

根据上海电力 2016 年第十一次临时董事会决议，公司拟定召开 2016 年第一次临时股东大会，具体时间、地点另行通知。此次股东大会拟采取现场投票与网络投票相结合的方式，审议本次重大资产购买相关的议案。

上海电力目前正在积极与国家发改委以及商务部门沟通本次重大资产购买的审批或备案事宜，并将在取得国家发改委和商务部门的审批或备案文件后，结合融资安排办理相关的外汇登记手续。

#### **（2）上海电力因未履行应尽的责任和义务导致无法取得强制要约收购证书**

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，由于 KE 公司系巴基斯坦上市公司，根据巴基斯坦相关法律，本次重大资产购买将触发强制要约收购

义务。根据《股份买卖协议》，上海电力和 KES 能源公司将争取从巴基斯坦证交会处获得通知，不要求上海电力进行强制要约收购，并且其将不会适用收购法律的相关规定。如果上海电力被要求进行强制要约收购，其应在收购标的资产的意向公告发布之日起的 180 天内发布强制收购要约公告，额外收购除 KES 能源公司之外的 KE 公司其他股东（如果 IFC 和 ADB 拒绝行使随售权或未在收到上海电力发出的随售权的收购要约之日起 21 日内回复该要约，则包括 IFC 和 ADB 在内）持有的 KE 公司股份的至少 50%。但是最终的股份比例将根据收购结果确定。

上海电力已经发出了收购标的资产的意向公告，但尚未发布强制收购要约公告。根据《股份买卖协议》，如果上海电力尽其最大努力完全地履行其应尽的责任和义务，但是任何该等行为或者义务未能被完整地履行或者满足且唯一的原因不在上海电力的控制范围内，则上海电力无需支付先决条件分手费。

### （3）先决条件全部满足或者豁免，上海电力不履行交割义务

根据上海电力提供的说明，上海电力将严格履行其在《股份买卖协议》项下的义务，在先决条件全部满足或者豁免的前提下，上海电力将按照《股份买卖协议》履行交割义务。

截至本核查意见出具日，上海电力未出现触发支付先决条件分手费的情形。上海电力正在致力于有关先决条件履行，且未出现预计无法完成的情形。

## 2、触发融资分手费的条件及进展情况

根据《股份买卖协议》，如果《股份买卖协议》因下述原因终止，上海电力需向交易对方支付 166,168,000 美元的融资分手费：如果在第一批股份交割日之前，上海电力就本次重大资产购买未能根据《股份买卖协议》的约定提供其具有支付收购资金能力的证明文件。

上海电力已就本次重大资产购买的融资事宜与多家中外资银行达成初步融资意向，具体方案将在正式签署融资协议后及时公告本次融资安排的后续进展情况。

截至本核查意见出具日，上海电力未出现触发支付融资分手费的情形。根据当前进展情况，预计上海电力可就融资事宜与相关金融机构达成一致。

### 3、上市公司是否具备支付能力，支付分手费对上市公司财务状况的影响

基于截至 2016 年 6 月 30 日的上海电力主要财务状况，并考虑不同借款情形的测算如下：

单位：亿元

项目	2016 年 6 月 30 日	假设支付分手费	假设支付分手费后
货币资金	44.72	- 16.98	27.74
资产总额	529.71	- 16.98	512.73
负债总额	369.81	369.81	369.81
资产负债率	69.81%	-	72.13%

注 1：美元对人民币元的汇率水平为 1：6.8115（截至 2016 年 11 月 11 日）。

注 2：考虑支付 83,084,000 美元先决条件分手费及 166,168,000 美元融资分手费的情形。

本次交易涉及的 KE 公司 66.40% 股权对价为 17.70 亿美元，且部分交易对价系上市公司自有资金支付，剩余部分由银行贷款筹措而得。如上市公司支付分手费，则上市公司货币资金足以覆盖有关支付。以上市公司 2016 年 6 月 30 日财务数据为基础，假设支付分手费 16.98 亿元人民币，上市公司资产负债率将增至 72.13%，影响相对较小。上市公司具备支付分手费的能力，也不会对上市公司财务状况造成重大不利影响。截至目前，本次交易所涉及的交易各方正在积极推进各项工作。

#### （二）独立财务顾问核查意见

本独立财务顾问认为，截至本核查意见出具日，上市公司有关先决条件正在履行中，未发生可能触发支付分手费的情形，根据上市公司自身财务状况及未来融资安排，上市公司具备支付分手费的能力，支付分手费也不会对上市公司财务状况造成重大不利影响。

八、草案披露，上市公司拟融资支付交易对价，请补充披露：（1）相应的具体融资安排、相关财务成本、对上市公司财务状况可能产生的影响；（2）本次融资安排涉及的审批及进展情况，并提示无法完成上述融资可能导致的风险。请财务顾问发表意见。

回复：

## **1、相应的具体融资安排、相关财务成本，对上市公司财务状况可能产生的影响**

根据上海电力与 KES 能源公司签署的《股份买卖协议》，上海电力将以现金方式收购 KES 能源公司持有的 KE 公司 18,335,542,678 股，占 KE 公司总发行股本的 66.40%，可支付对价为 17.70 亿美元（约 118.87 亿元），并视标的公司经营情况给予交易对方或其指定方奖励金合计不超过 0.27 亿美元（约 1.81 亿元）。本次交易的资金来源于上市公司自有资金及银行贷款。初步融资安排如下：上海电力计划使用境外控股公司作为交易平台，完成本次交易。上海电力拟向境外控股公司注资第一次交割总投资金额（包括随售权和要约收购）的 20%，剩余 80% 可支付对价由银行贷款解决。最终融资安排将根据和银团协商情况确定。

截至核查意见出具日，上市公司已启动跨境银团磋商谈判工作。根据初步沟通的情况，本次银行贷款的融资成本将在 3M LIBOR 的基础上协商确定。本次银行贷款融资规模较大，将导致上市公司财务费用增加，而考虑到上市公司融资渠道通畅、现金流情况良好，收购 KE 公司后预计盈利能力进一步提升，未来财务状况仍可保持稳健。

此外，根据上市公司与交易对方签署的 SPA 协议，上海电力可将本次交易的权利和义务转让予子公司（不影响上海电力对标的公司的控制权）。若最终由控股子公司执行本次交易，或将对本次财务费用等产生影响。

## **2、本次融资安排涉及的审批及其进展情况，并提示无法完成上述融资安排可能导致的风险**

本次交易涉及的融资安排，尚需上市公司股东大会的批准以及相关外汇登记手续（如涉及境内银行贷款汇出）等，上市公司现正积极推进上述融资安排涉及的审批程序。

若跨境银团无法及时、足额为上市公司提供信贷支持，则本次交易存在因交易支付款项不能及时、足额到位的融资风险。即根据交易双方签订的《股权买卖协议》，如果买方未能在第一步交割日之前向卖方提供下列材料，买方应当向卖方支付融资分手费 166,168,000 美元：（a）买方或者买方集团指定的一个成员与特定的融资机构签署的有约束力的贷款协议的副本，内容为借款方向买方或者买

方集团指定的一个成员提供了充足的资金，为买方履行本交易的义务提供资金支持；以及（b）买方或者买方集团指定的一个成员的银行对账单，证明账户余额等于或者高于第一次交割的对价减去根据贷款协议买方或者买方集团指定的一个成员的可供的金额（如有）。敬请投资者注意。

### **3、独立财务顾问核查意见**

本独立财务顾问认为，上市公司已就本次交易的资金来源作出初步融资安排，拟通过自有资金及银行贷款解决收购资金来源，最终融资安排将根据和银团协商情况确定；上市公司已启动跨境银团磋商谈判工作，融资成本预计将在 Libor 的基础上协商确定，银行贷款将导致上市公司财务费用增加，但上市公司融资渠道通畅、现金流情况良好，收购 KE 公司后预计盈利能力进一步提升，未来财务状况仍可保持相对稳健。

**九、草案披露，本次交易为投标形式，交易价格以经国电投集团备案的标的资产估值报告的估值结果为基础，在竞价基础上由交易双方按照市场化原则协商确定。请补充披露上述投标和竞价的具体情况，目前的交易进度，双方签署的《股份买卖协议》是否具有排他效力。请财务顾问和律师发表意见。**

**回复：**

#### **1、本次交易投标及协商情况**

本次交易为投标报价+协商机制，卖方聘请了专业的顾问团队，协助其向市场投资者出售。经了解，上海电力并非唯一参与投标的企业。交易过程中，本公司组建了财务、法律、业务技术、人力资源等多方面的尽职调查顾问团队，形成了首轮及约束性报价文件，并及时向卖方提交。按照卖方要求，交易双方基于约束性报价文件的细节进行了磋商谈判，并在此基础上就交易价格、交易条件等协商一致。因此，经过投标报价及多次谈判协商，最终与交易对方就本次交易达成一致，并于 2016 年 10 月 28 日签署了《股份买卖协议》。

本次交易主要进程情况如下：

2016 年 8 月 30 日，经上市公司董事会授权，并取得国家发改委出具项目信息确认函和国家电投批准，上海电力根据第三方机构出具的估值报告为基础，向



交易对方提交了约束性报价文件，明确 KE 公司 100% 的股权在第一步交易中的估值为 27.1 亿美元，对应的 KE 公司 66.4% 股权的估值为 18 亿美元。

2016 年 9 月 30 日，上海电力与交易对方就本次交易推进谈判工作，上海电力于同日披露了《重大资产购买的公告》。

2016 年 10 月 28 日，经多次谈判协商，交易双方就本次交易达成一致，并签署了《股份买卖协议》，约定本次交易可支付对价为 17.70 亿美元。

## **2、本次交易进度**

截至本核查意见出具日，交易双方正在积极履行各方在《股份买卖协议》约定项下各自需达成的先决条件，包括但不限于境内外相关部门或机构的审批等。根据《股份买卖协议》约定，第一批股份将于最后一个先决条件满足或豁免后的第三个营业日或取得强制要约收购证书后（如上海电力被要求进行强制要约收购），或者交易双方书面同意的其他日期，进行交割。

## **3、《股份买卖协议》具有排他效力**

根据交易双方签署的《股份买卖协议》，《股份买卖协议》已经根据其适用法律生效，具备排他的效力。

综上，本次交易为投标报价、协商机制，交易双方正在履行各自在《股份买卖协议》项下需要完成的先决条件，交易双方签署的《股份买卖协议》具有排他效力。

## **4、独立财务顾问核查意见**

本独立财务顾问认为，本次交易为投标报价、协商机制，上海电力按照卖方要求及时履行投标程序并就最终交易细节进行了谈判协商，交易双方正在履行《股份买卖协议》项下需要完成的交割先决条件，交易双方签署的《股份买卖协议》具有排他效力。

**十、草案披露，标的公司控制权变更需获得债权人的事先同意。请补充披露：（1）除债权人以外，本次交易是否也需要提前获得标的公司供应商、客户的事先同意；（2）标的公司的控制权变更是否会影响标的公司与客户、供应商、**

银行金融机构之间的业务关系，是否会对其未来经营产生影响。请财务顾问和律师发表意见。

回复：

**1、除债权人外，本次交易是否需提前获得标的公司供应商、客户的事先同意**

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，KE 公司与 GE 公司（即，General Electric International Inc., General Electric Package Power Inc.和 GE Energy Parts International）签署的供应商合同中存在控制权变更需要事前同意的条款。KE 公司已向 GE 公司就本次交易发送了正式文件，并收到了 GE 公司以邮件方式反馈的同意回复。正式的书面回复将于近期送达至 KE 公司管理层。

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，除重组报告书中披露的债权人及上述情况外，KE 公司与主要供应商或客户签订的合同中未发现存在控制权变更需要供应商或客户事前同意或批准的条款。

**2、标的公司的控制权变更是否会影响标的公司与客户、供应商、银行金融机构之间的业务关系，是否会对其未来经营产生影响**

对 KE 公司取得债权人的同意或批准事宜，根据《股份买卖协议》，交易双方同意将下述内容作为第一批股份交割的先决条件之一：就尚在履行期限内的融资文件，KES 能源公司应取得尚在履行期限内的融资文件项下相关贷款人对本次重大资产购买的同意/批准。就履行期限届满的融资文件，如续期，KE 公司未能促使改动相关控制权变更条款，则应在该等融资文件续期后取得相关贷款人对本次重大资产购买的同意/批准；如未续期，KE 公司应当取得相关担保已经解除的证据以及贷款人的书面确认，说明 KE 公司在该等融资文件项下的所有义务已经完整且令人满意地得到履行。

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，假设 KE 公司取得前述债权人及 GE 公司的同意或批准，KE 公司在相关融资文件项下的权利义务、KE 公司与融资方的业务关系以及 KE 公司的业务经营不会因 KE 公司控制权变更而发生变化。相应地，KE 公司在其与主要供应商、贷款方及其他方签订的相关合同项下的权利义务亦不会因 KE 公司控制权变更而发生变化。鉴于 KE 公司

为当地重要的电力供应企业，经营稳定性对当地政府和居民均较为重要。预计 KE 公司的控制权变更不会影响其与供应商及其他方的业务关系，亦不会对 KE 公司的业务经营造成不利影响。

综上，在卖方履行有关债权人同意相关的先决条件前提下，KE 公司的控制权变更不会直接影响其与供应商及其他方的业务关系，亦不会对 KE 公司的业务经营造成重大不利影响。

### 3、独立财务顾问核查意见

本独立财务顾问认为，根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，KE 公司与主要供应商或客户签订的合同中未发现存在控制权变更需要供应商或客户事前同意或批准的条款；在卖方履行有关债权人及 GE 公司同意相关的先决条件前提下，预计 KE 公司的控制权变更不会直接影响其与供应商及其他方的业务关系，亦不会对 KE 公司的业务经营造成重大不利影响。

十一、草案披露，上海电力和 KES 能源公司将争取从巴基斯坦证交会处获得通知，不要求上海电力进行强制要约收购，并且不会适用收购法律的相关规定。请补充披露触发要约收购可能带来的资金需求，上市公司是否具备实际收购能力。请财务顾问发表意见。

#### 回复：

根据巴基斯坦证券监管相关法规，如果标的公司股份交易较为活跃，则要约收购公告的股份收购价格应以下述各项中最高的一個为准：

- (1) 依据《股份买卖协议》协定的加权平均谈判价格；
- (2) 收购方或其一致行动人在要约收购公告发布前 6 个月内为收购公司表决权股份而支付的最高价格；
- (3) 要约收购公告发布前 6 个月内，标的公司股份正常市场交易过程中按最大交易量计算的平均报价；
- (4) 收购意向公告发布前四周内，标的公司股份正常市场交易过程中按最大交易量计算的平均报价；

(5) 经 SBP (巴基斯坦国家银行) 核准的评估师根据净资产计算的每股价格。

鉴于上海电力尚未发出收购要约, 因此无法得知要约收购价格。目前, 上海电力已经提交了收购标的公司的意向公告。

同时, 由于目前无法确定标的公司原股东(即潜在要约收购方)是否愿意出售所持有的标的公司, 因此最终要约收购比例亦无法确定。

如上海电力本次要约收购比例按照标的公司剩余股份 50% 计算且标的公司原股东均愿意出售所持有的股份, 则最终要约收购比例为标的公司 16.8% 股份, 即 4,639,825,785 股(包括 IFC 和 ADB 持有的标的公司 0.7% 股份)。根据法规要求, 强制要约收购价格需不低于《股份买卖协议》协定的加权平均谈判价格, 即不低于 0.09653 美元/股(根据《股份买卖协议》, 本次交易的可支付对价为 17.70 亿美元, 对应的 KE 公司股份数量为 18,335,542,678 股, 每股价格约为 0.09653 美元/股), 则要约收购金额将不低于 447,882,382.03 美元。

根据上海电力的融资安排, 本次交易的资金来源于上市公司自有资金及银行贷款, 其中银行贷款预计将解决本次交易对价的 80%。目前, 上市公司已启动跨境银团的磋商谈判工作。如最终要约收购金额超过上市公司自有资金, 则上市公司将通过银行贷款的方式进行解决。但是, 由于要约收购比例存在不确定性, 因此上海电力尚未确定最终要约收购金额。此外, KE 公司为当地重要的公用事业服务商, 巴基斯坦政府所持股份或可能将不予出售, 也将进一步降低上海电力要约收购的资金需求。

综上, 由于最终要约收购价格及比例尚未确定, 因此无法测算出要约收购所需准确金额, 若按照本次收购股份价格及要约收购 16.8% 股份计算, 则要约收购金额将不低于 447,882,382.03 美元。为保障本次交易的顺利进行, 上海电力已就要约收购所需资金筹划融资安排, 截至 2016 年 9 月 30 日, 上海电力总资产为 545.47 亿元, 净资产为 106.12 亿元, 具备银行贷款空间, 也拥有通畅的股权、债券等直接融资渠道, 因此上市公司具备应对要约收购的实际收购能力。

## (二) 独立财务顾问核查意见

本独立财务顾问认为, 由于最终要约收购价格及比例尚未确定, 因此无法测

算出要约收购所需准确金额，若按照本次收购股份价格及要约收购 16.8% 股份计算，则要约收购金额将不低于 447,882,382.03 美元。截至 2016 年 9 月 30 日，上海电力总资产为 545.47 亿元，净资产为 164.34 亿元，具备银行贷款空间，也拥有通畅的股权、债券等直接融资渠道，为保障本次交易的顺利进行，上海电力已就要约收购所需资金筹划融资安排，上市公司具备应对要约收购的实际收购能力。

十二、请补充披露本次交易完成后，标的公司董事会和管理层的主要构成安排、重大事项决策机制、员工安置计划等，相关安排是否符合境外法律法规的规定。请财务顾问和律师发表意见。

回复：

1、关于标的公司董事会和管理层的主要构成、重大事项决策机制、员工安置计划的约定

根据《股份买卖协议》，交易双方对第一批股份（即 KES 能源公司持有的 KE 公司 16,954,782,966 股的股份，约占 KE 公司总发行股本的 61.40%）交割后，KE 公司的董事会组成及公司治理结构作出了如下约定：

上海电力应当促使：（1）KES 能源公司有权委派或者撤销 1 名董事；（2）在解聘首席执行官以及首席财务官的决定前，应当咨询 KES 能源公司的意见；（3）KES 能源公司得到任何对首席执行官或首席财务官（视其情况不同）的实际的解聘通知；（4）KES 能源公司应当有权对替换首席执行官或首席财务官向上海电力提供合适的建议。但是，在任何情况下不应当限制上海电力解聘首席执行官或首席财务官、以及任命替代人的权利，全部均应符合适用法律。

在未取得 KES 能源公司的书面同意之前，上海电力应当促使 KE 公司不会：（1）增加股本，在其股本上设置任何的期权或者其他权益（以可转换债券或者其他方式），购买、赎回或者以其他方式重组其股本，或者采取任何合理可能导致 KES 能源公司在 KE 公司的持股比例被稀释的行动；或者（2）采取任何手段使得 KE 公司清算其自身（包括任何并购、合并、注销或清算其全部或实质上全部资产）。

除上述约定外，鉴于标的资产尚未交割，本次重大资产购买暂未涉及 KE 公司董事会及管理层的构成安排、重大事项决策机制、员工安置计划等。

根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，交易双方的上述约定符合巴基斯坦相关法律和 KE 公司现行有效的公司章程的规定。

综上，交易双方的上述约定符合巴基斯坦相关法律和 KE 公司现行有效的公司章程的规定；除上述约定外，鉴于标的资产尚未交割，本次重大资产购买暂未涉及 KE 公司董事会及管理层的构成安排、重大事项决策机制、员工安置计划等，但根据巴基斯坦公司法及 KE 公司章程，上海电力成为控股股东后有提名 KE 公司董事成员、在股东大会上就有关事项作出决策等权利。

## 2、独立财务顾问核查意见

本独立财务顾问认为，根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，交易双方的有关人员安排的约定符合巴基斯坦相关法律和 KE 公司现行有效的公司章程的规定；本次重大资产购买暂未对 KE 公司董事会及管理层的构成安排、重大事项决策机制、员工安置计划等作出安排，但根据巴基斯坦公司法及 KE 公司章程，上海电力成为控股股东后有提名 KE 公司董事成员、在股东大会上就有关事项作出决策等权利。

十三、请补充披露：（1）标的公司的账面价值、本次评估增值率等数据；（2）请结合标的公司当前在巴基斯坦证券交易所的股价情况，说明本次交易评估作价的合理性。请财务顾问发表意见。

回复：

### 1、标的公司的账面价值、本次评估增值率等数据

截至 2016 年 3 月 31 日，标的公司的账面价值、本次评估增值率情况如下：

单位：亿美元

项目	账面值	估值	估值增值率
KE 公司 100% 股东权益	14.42	26.24-27.86	81.97%-93.20%
KE 公司 66.40% 股东权益	9.57	17.43-18.50	82.13%-93.31%

注 1：美元对巴基斯坦卢比的汇率来源于 Wind，系截至 2016 年 3 月 31 日的汇率（1 美

元=104.7548 巴基斯坦卢比)。

注 2: 上述账面值为 KE 公司截至 2016 年 3 月 31 日基于巴基斯坦会计准则形成净资产账面价值。

经与交易对方多次谈判协商, 双方同意本次交易价格约定为 KE 公司 66.40% 股份的可支付对价为 17.70 亿美元, 即最终本次评估增值率情况如下:

单位: 亿美元

项目	账面值	估值	估值增值率
KE 公司 66.40% 股东权益	9.57	17.70	84.95%

注 1: 美元对巴基斯坦卢比的汇率来源于 Wind, 系截至 2016 年 3 月 31 日的汇率 (1 美元=104.7548 巴基斯坦卢比)。

注 2: 上述账面值为 KE 公司截至 2016 年 3 月 31 日基于巴基斯坦会计准则形成净资产账面价值, 并乘以相应的 66.4% 股份比例。

## 2、请结合标的公司当前在巴基斯坦证券交易所的股价情况, 说明本次交易评估作价的合理性

与当前巴基斯坦证券交易所的估价情况对比, 本次交易的评估增值情况如下:

2016 年 3 月 31 日				2016 年 11 月 11 日			
每股价 (卢比)	每股价 (美元)	每股价 (估值) (美元)	增值率	每股价 (卢比)	每股价 (美元)	每股价 (估值) (美元)	增值率
7.10	0.06778	0.09653	42.42%	9.17	0.08752	0.09653	10.29%

注: 美元对巴基斯坦卢比的汇率来源于 Wind, 系截至 2016 年 3 月 31 日的汇率 (1 美元=104.7548 巴基斯坦卢比) 以及截至 2016 年 11 月 11 日的汇率 (1 美元= 104.7753 巴基斯坦卢比)。

本次估值合理性说明如下:

本次交易标的为 KE 公司的 66.40% 股权, 系控股股权。在巴基斯坦证券市场流通的股权少于 10%, 为少数股东股权。相对少数股东, 控股股东能绝对保证对 KE 公司的高管任命和经营决策。因此控股股权价格一般高于少数股权价格, 其价差为控制权溢价。根据金融数据公司 FACTSET 发布的控制权溢价 2016 年第一季度报告, 电力、气和废物处理行业的控制权溢价范围为 0.0% - 159.1%, 平均值为 42.0%。考虑到 KE 公司系巴基斯坦证券交易所上市公司, 截至 2016 年 3 月 31 日的增值率保持在 42.42%, 即本次交易的估值区间所隐含的溢价位于该行业控股权溢价平均值附近, 因此, 估值结果基本合理。

综上, 本次交易的估值结果较标的公司目前股价对应的市值的增值率不超过

10%，基于市场价值及控制权溢价等因素判断，本次交易的估值结果具备合理性。

### **3、独立财务顾问核查意见**

本独立财务顾问认为，本次交易的估值结果较标的公司目前股价对应的市值的增值率接近 10%，基于市场价值及控制权溢价等因素判断，本次交易的估值结果具备合理性。

**十四、请补充披露标的公司的现金分红政策，包括但不限于分红条件、分红比例、税负，并说明标的公司最终向上市公司分配利润是否存在实质障碍。请财务顾问和律师发表意见。**

**回复：**

#### **1、KE 公司现金分红政策**

根据 KE 公司的公司章程及 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，KE 公司的董事会有权从 KE 公司年度利润或之前年度的未分配利润中确定分红金额，并向股东大会作出分红的提议，由股东大会在董事会提议的分红金额范围内作出分红决定。KE 公司的董事会可以作出分红的提议之前，从 KE 公司利润中预留部分资金，并用于董事会认为适当的突发情况、股息均衡或其他适当目的。

根据巴基斯坦当地相关法规，KE 公司向非居民企业的股东分红可能会产生股息预提税。即根据巴基斯坦税法，支付给非居民企业的股东的股息按 12.5% 或 17.5% 缴纳预提税。其中（1）如果股息支付对象为在巴基斯坦进行所得税纳税申报的非居民（在联邦管理局出具的活跃纳税人名单上或持有纳税人卡），适用税率为 12.5%；（2）未在巴基斯坦纳税申报的非居民适用 17.5% 的税率。

#### **2、标的公司最终向上市公司分配利润是否存在实质障碍**

根据中华人民共和国驻巴基斯坦伊斯兰共和国大使馆经济商务参赞处编制的《对外投资合作国别（地区）指南：巴基斯坦》（2014 版），巴基斯坦允许外国投资者将全部资本、资本所得、红利及利润汇出。根据 KABRAJI & TALIBUDDIN 律师的法律审查意见，根据巴基斯坦《公司法》的相关规定，KE



公司的分红需由董事会审议后，由董事提交股东大会通过后方可实施；KE 公司仅能从公司可分配利润中进行分红并依次支付给其注册股东或其指定的银行或金融机构；KE 公司应当自公告发布之日起，在巴基斯坦证交会规定的期限内支付分红。

根据巴基斯坦相关法规及，经 KE 公司董事及巴基斯坦国家银行外汇部门（投资部）事先批准，KE 公司可以将分红汇给其外国股东。在 KE 公司向其外国股东汇出分红时，银行需要保证 KE 公司已经按照规定格式提出经审计师适当证明的申请，同时，KE 公司需要提交 KE 公司年度分红相关的经审计的年度损益表和资产负债表或者中期分红相关的中期损益表，以及 KE 公司决定分红的董事会及股东大会决议。

综上，在 KE 公司履行了向其外国股东分红的内部决策及外部审批并提交必要的文件的前提下，KE 公司向境外投资者分配利润不存在实质性法律障碍。

### 3、独立财务顾问核查意见

本独立财务顾问认为，在 KE 公司履行了向其外国股东分红的内部决策及外部审批并提交必要的文件的前提下，KE 公司向境外投资者分配利润不存在实质性法律障碍。

十五、请以图表形式，补充披露报告期内巴基斯坦卢比对人民币的汇率波动情况，并结合巴基斯坦的外汇政策说明本次交易的外汇风险，汇率波动对标的公司财务状况的影响。请财务顾问发表意见。

回复：

#### 1、巴基斯坦相关外汇政策

根据中华人民共和国驻巴基斯坦伊斯兰共和国大使馆经济商务参赞处对外公告的相关信息，巴基斯坦相关外汇政策如下表所示：

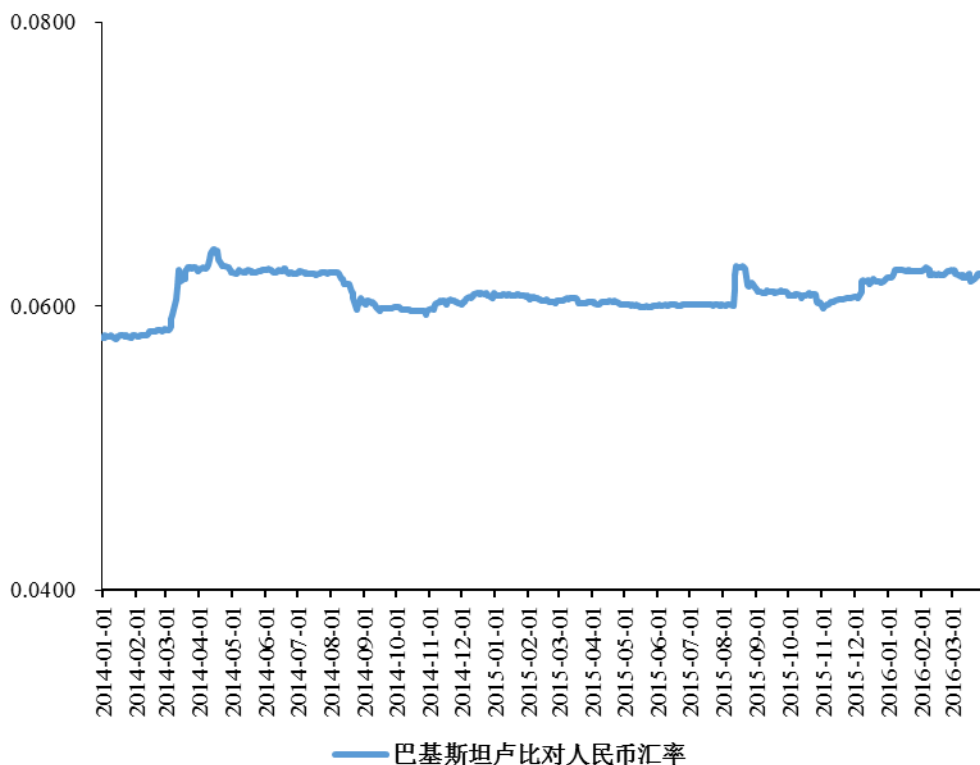
序号	主要内容
1	得到授权可从事外汇经营的银行可以不经中央银行事先批准，为境内外的巴基斯坦居民开立外汇帐户。这些帐户可以由居民和非居民联合开立。在巴基斯坦境内设立的含有外资成分的公司，包括投资银行及含有外资的公司，也可以开立、使用外汇帐户。在巴居住的外国人及在国外登记但在巴经营的外国公司，也可以在授权银行

	开立、使用外汇帐户。这些帐户可以从国外收入汇款，也可从本地存入现金
2	允许外国投资者将全部资本、资本所得、红利和利润汇回
3	外国投资者可以借入国外私人贷款，用于在允许的投资领域为设立投资项目引进所需的机械设备，但借款合同需向巴基斯坦中央银行备案
4	外国控股的制造企业可以根据流动资金的需要无限制地从国内借款
5	对于外国控股的半制造（Semi-manufacturing）企业，国内借款额度为实缴资本的75%；对于外国控股的非制造企业（贸易和服务业），国内借款额度为50%
6	对制造业领域的特许权使用费和技术服务费汇回没有限制，不过此类协议需要在中央银行备案
7	向外国公司支付特许权使用费和技术服务费应缴税15%。与各国所签协定中规定有更低税率的，则从低适用

为给投资者创造友善的投资环境，进一步开放经济和扩大吸引外资，巴基斯坦政府通过改善政策体系、提供优惠待遇和良好投资服务以增强巴基斯坦在吸引外资方面的竞争力。尤其在外汇管制方面，巴基斯坦政府允许外国投资者将全部资本、资本所得、红利和利润汇回。同时，为遏制巴基斯坦卢比贬值可能性，巴基斯坦央行已采取多种措施，一方面进一步加强反洗钱等监管措施，而另一方面则通过发行美元伊斯兰债券、向中国及 IMF 等寻求美元借款等，维持其美元外汇储备，已达到维持汇率稳定的目标。但是，未来巴基斯坦卢比对人民币汇率仍具有不确定性。

## 2、2014 年以来巴基斯坦对人民币汇率波动情况

2014 年 1 月 1 日至 2016 年 3 月 31 日，巴基斯坦卢比对人民币的汇率波动情况如下图所示：



数据来源：Wind。

由上图可知，2014年3月、2015年8月上旬，巴基斯坦卢比对人民币汇率曾短期内迅速提升，而在2014年8月、2015年8月下旬，巴基斯坦卢比对人民币汇率亦曾短期内迅速下降。但总体来看，报告期内，巴基斯坦卢比对人民币汇率长期维持在0.600附近，而2015年11月至2016年3月，巴基斯坦卢比对人民币汇率再次进入上升周期。

考虑到上市公司财务信息以人民币为计价单位，而KE公司财务信息以巴基斯坦卢比为计价单位，因此未来若即期汇率、平均汇率下降（巴基斯坦卢比贬值），将导致KE公司资产负债表的资产类和负债类项目、利润表的所有项目折算成人民币后，相应项目以人民币为计价单位的总金额下降，使得上市公司承受额外的汇兑损失，进而对上市公司财务状况、经营成果产生负面影响。相反，未来若即期汇率、平均汇率上升（巴基斯坦卢比升值），将导致KE公司资产负债表的资产类和负债类项目、利润表的所有项目折算成人民币后，相应项目以人民币为计价单位的总金额上升，使得上市公司获得额外的汇兑收益，进而对上市公司财务状况、经营成果产生正面影响。

针对外汇风险，上市公司将积极采取以下措施进行防范：

(1) 防范融资与投资币种错配风险：上市公司将在本次交易中考虑采用美元融资。将近年内获得的红利主要用于当地再投资，一定程度上与 KE 公司现金回流匹配。

(2) 防范红利汇出和歧视性兑换风险：对以后年度将要汇回的红利及退出款，根据巴基斯坦当地法规确认巴基斯坦对外商投资者未来的正常利润汇出的保护，落实对限制汇出和歧视性汇兑的保护措施。

(3) 防范巴基斯坦美元储备不足风险：持续跟踪巴基斯坦人民币外汇储备情况，目前巴基斯坦人民币外汇储备较少，将来随着中国与巴基斯坦合作关系的推进，密切跟踪巴基斯坦人民币外汇储备的情况，试图探寻将巴基斯坦卢比直接兑换成人民币的路径，以规避卢比对美元汇率波动的影响。

(4) 防范巴基斯坦卢比兑美元大幅波动风险：持续跟踪巴基斯坦卢比兑美元汇率波动情况，在预期出现巴基斯坦卢比兑美元汇率重大波动时，对预计汇回的款项进行锁定。

综上，巴基斯坦政府已就卢比贬值的潜在风险采取了一系列外汇监管措施，但该事项未来仍存在不确定性。针对未来巴基斯坦卢比可能贬值的风险，上市公司已准备了相对应的风险应对措施，但仍然存在相应的汇率波动风险。

本次交易价格以美元计价及支付。本次交易的估值基准日为 2016 年 3 月 31 日，估值基准日至本报告书签署日人民币汇率持续变动，未来汇率仍将不断变动，汇率变动会对美元兑换为人民币后的交易总金额产生影响，即人民币升值按汇率折算后的交易总金额将减少，反之，将增加。未来，上市公司对标的公司的投资、财务核算等也将受到巴基斯坦、美元等外币与人民币的相关汇率水平影响。同时，上市公司也存在美元债务，相关汇率变动及本次交易或将对债务产生一定影响。敬请投资者注意。

### **3、独立财务顾问核查意见**

本独立财务顾问认为，报告期内巴基斯坦卢比对人民币的汇率存在一定波动性，但报告期内整体相对稳定，现有巴基斯坦外汇政策未对本次交易、上市公司等造成实质性不利影响。根据公开信息，巴基斯坦政府已就卢比贬值的潜在风险采取了一系列外汇监管措施，但该事项未来仍存在不确定性。针对未来巴基斯坦

卢比可能贬值的风险，上市公司正在准备相对应的风险应对措施，并在重组报告书中进行了披露和提示。

**十六、请结合巴基斯坦的政治体制、法律环境，补充披露与本次交易相关的政治风险。请财务顾问发表意见。**

**回复：**

### **1、本次交易相关的政治风险**

本次交易涉及中国、巴基斯坦、英国、开曼群岛等地的相关法律与政策。上海电力为中国注册成立的上市公司，而标的公司在巴基斯坦注册，系国外独立法人实体，交易对方在开曼群岛注册，因此本次收购须符合相关国家关于投资、境外并购、外资并购的法规及政策，存在政府和相关监管机构的政策发生变化或针对本次交易出台政策、法律相关风险。同时，若相关国家出现政治问题，也或将导致上市公司面临政策政治风险。

标的公司所在地巴基斯坦实行半总统共和制和联邦制，同时，巴基斯坦国内政治呈现出军人政治和选举民主制周期性交替的局面。巴基斯坦与中国自 1951 年建交，两国拥有悠久的友好合作历史。巴基斯坦无论是军人政权还是民选政府都始终坚持对华友好政策。2015 年 4 月习近平主席访问巴基斯坦期间，双方宣布将中巴战略合作伙伴关系提升为全天候战略合作伙伴关系。同时，巴基斯坦系穆斯林世界文化，绝大部分民众信仰伊斯兰教，但伊斯兰教派内部存在普遍矛盾，巴基斯坦存在宗教问题及地区主义矛盾产生的恐怖主义活动等人身安全风险。鉴于巴基斯坦与中国良好的双边关系，且卡拉奇地区在巴基斯坦经济相对发达，区域安全问题较其他地区相对可控，但仍不排除可能存在可能影响人身安全、标的公司经营等的风险因素。敬请投资者注意。

### **2、独立财务顾问核查意见**

本独立财务顾问认为，本次交易涉及中国、巴基斯坦、英国、开曼群岛等地的相关法律与政策，其中标的公司所在国巴基斯坦存在宗教问题及地区主义矛盾产生的恐怖主义活动等人身安全风险。虽然巴基斯坦与中国良好的双边关系，且卡拉奇地区在巴基斯坦经济相对发达，区域安全问题较其他地区相对可控，但仍

不排除可能存在可能影响人身安全、标的公司经营等的风险因素。上市公司已就该等事项在重组报告书相关章节中作出风险提示。

（本页无正文，为国泰君安证券股份有限公司关于上海证券交易所《关于对重大资产购买报告书的审核意见函》之专项核查意见之签章页）

项目主办人：

\_\_\_\_\_

王宇翔

\_\_\_\_\_

寻国良

项目协办人：

\_\_\_\_\_

陶大坤

国泰君安证券股份有限公司

年 月 日