

此乃要件 請即處理

閣下如對本經修訂要約回應文件任何方面或應採取的行動有任何疑問，應諮詢閣下之持牌證券交易商或註冊證券機構、銀行經理、律師、專業會計師或其他專業顧問。

閣下如已售出或轉讓名下所有春泉產業信託基金單位，應立即將本經修訂要約回應文件送交買主或承讓人，或經手買賣或轉讓的銀行、持牌證券交易商或註冊證券機構或其他代理商，以便轉交買主或承讓人。

香港證券及期貨事務監察委員會、香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本經修訂要約回應文件的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不就因本經修訂要約回應文件全部或任何部分內容而產生或因依賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。

**SpringREIT**

**Spring Real Estate Investment Trust**

**春泉產業信託**

(根據香港法例第571章證券及期貨條例第104條獲認可之香港集體投資計劃)

(股份代號：01426)

由春泉資產管理有限公司管理

有關

由瑞士銀行香港分行代表

**RE STRATEGIC INVESTMENTS PTE. LTD.**

提出之經修訂非應邀自願有條件現金要約

以收購春泉產業信託全部已發行基金單位

(**RE STRATEGIC INVESTMENTS PTE. LTD.** 及

其一致行動人士已持有者或同意將予收購者除外)

之

回應文件

**董事會建議拒絕經修訂要約**

春泉資產管理有限公司之財務顧問

 **Rothschild & Co**

獨立董事委員會、獨立基金單位持有人及受託人之獨立財務顧問

**TRINITY**

**Trinity Corporate Finance Limited**

本封面所使用詞彙與本經修訂要約回應文件「釋義」一節所界定者具有相同涵義。

董事會函件載於本經修訂要約回應文件第3至16頁。

獨立董事委員會函件載於本經修訂要約回應文件第17至18頁。

獨立財務顧問函件載於本經修訂要約回應文件第19至52頁，當中載有其就經修訂要約向獨立董事委員會、獨立基金單位持有人及受託人提供之意見。

二零一八年十一月八日

# 目 錄

|                         | 頁次   |
|-------------------------|------|
| 釋義 .....                | 1    |
| 董事會函件 .....             | 3    |
| 獨立董事委員會函件 .....         | 17   |
| 獨立財務顧問函件 .....          | 19   |
| 附錄一 – 春泉產業信託之財務資料 ..... | I-1  |
| 附錄二 – 一般資料 .....        | II-1 |

## 釋 義

除文義另有所指外，本經修訂要約回應文件所用詞彙與回應文件所界定者具有相同涵義，且下列詞彙具有以下涵義：

|           |   |                                                                                   |
|-----------|---|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 「獨立董事委員會」 | 指 | 根據收購守則成立的獨立董事委員會，以就經修訂要約向獨立基金單位持有人提供建議，成員包括馬世民先生、邱立平先生及林耀堅先生（即全體獨立非執行董事）          |
| 「最後可行日期」  | 指 | 二零一八年十一月六日，即本經修訂要約回應文件付印前就確定本文件所載若干資料的最後可行日期                                      |
| 「要約期」     | 指 | 具有收購守則所賦予之涵義，即由二零一八年九月二十六日（即規則3.5公告日期）起至經修訂截止日期（或要約人根據收購守則可予延長或修訂之較後經修訂要約截止日期）止期間 |
| 「有關期間」    | 指 | 自二零一八年三月二十六日（即要約期開始日期前滿六個月當日）至最後可行日期（包括該日）期間                                      |
| 「回應文件」    | 指 | 春泉產業信託根據收購守則就要約發出之日期為二零一八年十月十五日的回應文件                                              |
| 「經修訂截止日期」 | 指 | 二零一八年十一月十四日（星期三）                                                                  |
| 「經修訂接納表格」 | 指 | 經修訂要約文件隨附有關經修訂要約之經修訂基金單位接納及過戶表格                                                   |
| 「經修訂要約」   | 指 | 由瑞士銀行代表要約人提出之自願有條件現金要約以按經修訂要約文件所載條款收購全部已發行基金單位（要約人及其一致行動人士已持有者或同意將予收購者除外）         |

## 釋 義

|             |   |                                                                   |
|-------------|---|-------------------------------------------------------------------|
| 「經修訂要約公告」   | 指 | 要約人日期為二零一八年十月二十九日之公告，內容有關(其中包括)提高要約價                              |
| 「經修訂要約文件」   | 指 | 要約人根據收購守則向全體基金單位持有人發出之日期為二零一八年十月三十一日的經修訂要約文件，當中載有(其中包括)有關提高要約價之詳情 |
| 「經修訂要約價」    | 指 | 要約人根據經修訂要約條款就要約項下獲接納的每要約基金單位應付合資格基金單位持有人的現金要約價每要約基金單位5.30港元       |
| 「經修訂要約回應文件」 | 指 | 春泉產業信託根據收購守則就回應經修訂要約發出之經修訂要約回應文件                                  |



## Spring Real Estate Investment Trust

### 春泉產業信託

(根據香港法例第571章證券及期貨條例第104條獲認可之香港集體投資計劃)

(股份代號：01426)

由春泉資產管理有限公司管理

**管理人之董事**

非執行董事：

Toshihiro Toyoshima 先生(主席)

Hideya Ishino 先生

**管理人之註冊辦事處地址**

香港

德輔道中68號

萬宜大廈28樓2801室

執行董事：

梁國豪先生

Nobumasa Saeki 先生

獨立非執行董事：

馬世民先生

邱立平先生

林耀堅先生

敬啟者：

由瑞士銀行香港分行代表

**RE STRATEGIC INVESTMENTS PTE. LTD.**

提出之非應邀自願有條件現金要約

以收購春泉產業信託全部已發行基金單位

**(RE STRATEGIC INVESTMENTS PTE. LTD. 及**

**其一致行動人士已持有者或同意將予收購者除外)**

#### 1. 緒言

繼春泉產業信託發出之日期為二零一八年十月十五日之回應文件後，於二零一八年十月二十九日，要約人刊發有關經修訂要約之經修訂要約公告，其中包括經修訂要約價、於首個截止日期(即二零一八年十月二十九日)之接納水平及截止日期延期。於二零一八年十月三十一日，要約人寄發載有(其中包括)經修訂要約條款及條件之經修訂要約文件連同經修訂接納表格。

## 董事會函件

本經修訂要約回應文件旨在向閣下提供(其中包括)有關春泉產業信託之資料、經修訂要約、董事會有關經修訂要約之意見、獨立董事委員會之意見及建議以及獨立財務顧問就經修訂要約及是否接納或拒絕經修訂要約致獨立董事委員會之建議及意見。閣下務請於就經修訂要約採取任何行動前細閱經修訂要約文件及本經修訂要約回應文件，包括獨立董事委員會函件及獨立財務顧問函件。

由全體獨立非執行董事馬世民先生、邱立平先生及林耀堅先生組成之獨立董事委員會已告成立，以就經修訂要約及是否接納經修訂要約向獨立基金單位持有人提供意見。Trinity Corporate Finance已獲委任為獨立財務顧問，以就此向獨立董事委員會、獨立基金單位持有人及受託人提供意見。

Trinity Corporate Finance已告知獨立董事委員會、獨立基金單位持有人及受託人，其認為經修訂要約條款對獨立基金單位持有人而言並非公平合理，並建議獨立基金單位持有人及獨立董事委員會推薦獨立基金單位持有人不接納經修訂要約。

經考慮經修訂要約的條款以及獨立財務顧問之意見及推薦意見後，獨立董事委員會認為經修訂要約的條款對獨立基金單位持有人而言並非公平合理，因此，獨立董事委員會推薦獨立基金單位持有人拒絕經修訂要約。

董事會(包括已諮詢Trinity Corporate Finance，並已考慮其意見及推薦意見的各獨立非執行董事)認為，經修訂要約的條款對獨立基金單位持有人而言並非公平合理。因此，董事會(包括已諮詢Trinity Corporate Finance，並已考慮其意見及推薦意見的各獨立非執行董事)一致建議獨立基金單位持有人拒絕要約。務請獨立基金單位持有人切勿採取行動。切勿填寫任何經修訂接納表格。

## 2. 經修訂要約

下文所載經修訂要約條款乃摘錄自經修訂要約文件。有關進一步詳情，閣下務請參閱要約文件、經修訂要約文件、經修訂接納表格。

經修訂要約須待下文「經修訂要約條件」一節所載條件獲達成(或豁免，如適用)後方可作實。

### 經修訂要約之代價

要約人將要約價自每要約基金單位4.85港元修訂為每要約基金單位5.30港元。

經修訂要約須按下列基準作出：

每要約基金單位 ..... 現金5.30港元

要約人確認，經修訂要約價將不會進一步提高，且要約人並不保留進一步提高經修訂要約價之權利。

### 經修訂要約之條件

要約須待以下條件達成，方可作實：

- (i) 要約人於經修訂截止日期下午四時正或之前(或要約人可能根據收購守則之規則決定之其他日期或時間)就經修訂要約接獲有效接納(且在准許撤回接納的情況下，該接納未被撤回)而該接納將致使要約人及其一致行動人士持有逾50%之基金單位；及
- (ii) 批准惠州交易之決議案在特別大會上不獲獨立基金單位持有人通過。

條件(i)不可獲豁免。除非出現以下情況，否則，要約人無意豁免條件(ii)：於若干日期前有足夠的基金單位持有人接納經修訂要約，以及經修訂要約就接納而言成為無條件，使要約人於有關惠州交易的春泉產業信託特別大會(該大會已經如春泉產業信託日期為二零一八年十月十八日的公告所述予以延遲)(「延遲的特別大會」)記錄日期前可完成基金單位轉讓，並享有50%以上基金單位之投票權。倘條件於經修訂截止日期或之前未獲達成(或豁免，如適用)，則經修訂要約將失效，除非要約期已獲要約人(在執行人員的同意下)延長。倘惠州交易獲基金單位持有人批准，要約人將終止要約，而所有基金單位持有人將均不會獲得付款。

## 董事會函件

有關惠州交易之進一步詳情，請參閱春泉產業信託刊發之日期為二零一八年九月十九日、二零一八年九月二十六日、二零一八年十月八日、二零一八年十月十八日及二零一八年十一月七日之公告及惠州交易通函。

根據收購守則規則16.1，直至二零一八年十一月十四日止（即自經修訂要約文件寄發日期起計14日），經修訂要約須仍維持可供接納。

根據收購守則規則15.3，經修訂要約亦須於其在所有方面成為或宣佈成為無條件後仍可維持至少14日可供接納。

要約人就接納宣佈經修訂要約成為無條件之最後時間為寄發要約文件日期後計第60日（二零一八年十一月二十八日（星期三））或執行人員可能同意之較後日期下午七時正。

### 有關要約之進一步詳情

有關經修訂要約之進一步詳情（包括（其中包括）預期時間表、條件、接納及結算經修訂要約之條款及程序）載於經修訂要約文件、經修訂接納表格及要約人作出或將予作出之進一步公告（如適用）。

### 3. 拒絕經修訂要約及保留管理人之理由

基金單位持有人務請審慎考慮下文及回應文件所載之理由。董事會堅持其觀點，認為經修訂要約之條款對獨立基金單位持有人而言並非公平合理。因此，建議獨立基金單位持有人拒絕經修訂要約。

得益於管理人之優秀管理，春泉產業信託可於多年來提供可持續分派。經修訂要約完全是基於短期金錢激勵，且含有最終出售春泉產業信託資產及終止春泉產業信託的可能性。



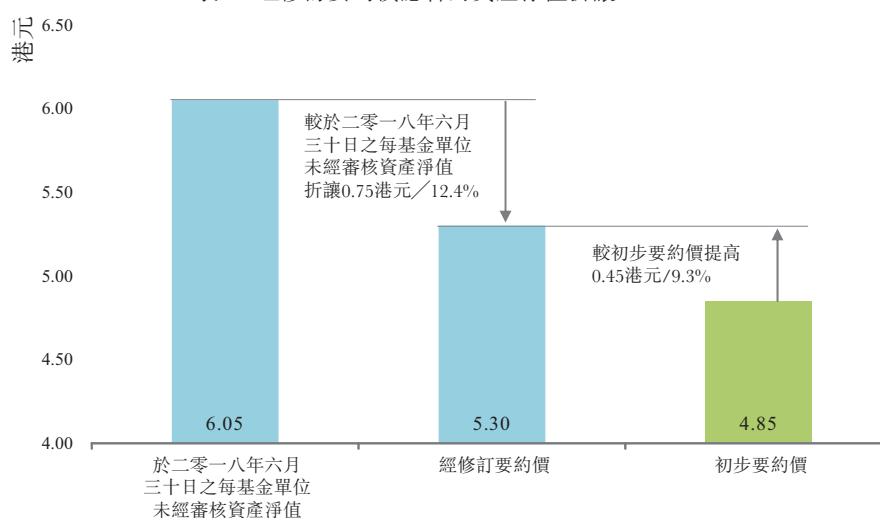
A. 經修訂要約價低估了資產的價值且未能考慮未來前景

管理人所公佈之目標是向基金單位持有人提供穩定分派及分派之長期可持續增長潛力，並提升其房地產資產價值。春泉產業信託定位為憑藉優質創收房地產資產組合向基金單位持有人提供收益率投資。

要約人於評估春泉產業信託時，持續無視春泉產業信託所持物業組合分派的永久性、長期增長潛力及價值。將經修訂要約價與春泉產業信託之資產淨值(其反映相關物業組合之價值)掛鉤乃評估經修訂要約價更為公平及合理之方法。

實際上，經修訂要約價仍較春泉產業信託於二零一八年六月三十日之每基金單位未經審核資產淨值6.05港元大幅折讓12.4%。按絕對值計，經修訂要約價較春泉產業信託於二零一八年六月三十日之每基金單位未經審核資產淨值折讓0.75港元。

表1—經修訂要約價隱含的資產淨值折讓



於經修訂要約文件第6頁陳述「經修訂要約價為春泉產業信託歷史上導致較資產淨值最低的折讓，以及較其他香港房地產投資信託基金現時平均資產淨值的折讓具有溢價」。董事會謹此確認，此聲明從根本上具誤導性。與春泉產業信託類似，香港房地產投資信託基金普遍定位為收益率投資。反之，經修訂要約在收購情況下屬交易性質，並涉及需考慮控制權溢價的大多數控制權收購意圖(參照經修訂要約條件(i))。因此，將經修訂要約價隱含的春泉產業信託資產淨值折讓與春泉產業信託以及其他香港房地產投資信託基金的交易價隱含的折讓(通常按持續經營基準估值)進行比較乃屬不當。

## 董事會函件

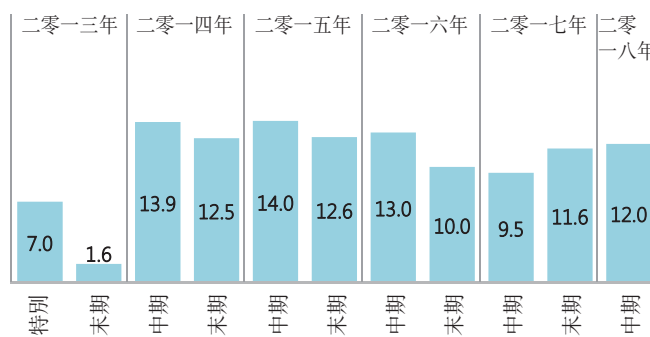
經修訂要約載有「出售資產及終止春泉產業信託」可能為春泉產業信託新管理人進行戰略檢討導致的推薦建議。鑒於此情況，值得注意的是有關戰略決策的預期回報可能超過或等於資產淨值。因此，從收購及私有化情況的角度作出之可資比較交易分析對有關經修訂要約價是否屬公平合理的任何綜合分析至關重要。有關可資比較交易分析之詳情，請參閱獨立財務顧問函件第O及P段。

在不考慮控制權溢價、春泉產業信託所持房地產為優質創收房地產及未來前景的情況下，經修訂要約價即使在作出提價調整後仍遠低於春泉產業信託之資金淨值。要約人確認，經修訂要約價將為最終價且不再上調。

### B. 經修訂要約價未能認可春泉產業信託的過往表現

春泉產業信託能始終持續向基金單位持有人提供穩定分派及穩定的收益回報。自其二零一三年上市以來，春泉產業信託派付每基本單位分派總額117.7港仙(相當於上市時的發行價約30.9%)，這相當於合共可供分派收入的分派比率為102.3%。截至二零一八年六月三十日止六個月(「二零一八年上半年」)之年化分派收益率為7.2%，而二零一三年至二零一七年期間之平均年化分派收益率為7.2%。倘基於二零一八年上半年之每基金單位分派12.0港仙及最後交易日之收市價每基金單位3.00港仙計算，則年化分派收益率為8.0%。

表2—每基金單位分派(港仙)



二零一三年至二零一七年  
平均年化收益率為

**7.2%**

二零一三年上市以來  
每基金單位分派總額達

**117.7港仙**

相當於分派比率

**102.3%**

## 董事會函件

於二零一八年十月二十六日，春泉產業信託公佈其截至二零一八年九月三十日止三個月之未經審核經營數據。概況如下，

- (i) 於二零一八年第三季度之華貿物業平均舊貨月租<sup>1</sup>(人民幣元/平方米)達人民幣363元/平方米，較二零一八年第二季度的人民幣362元/平方米增加0.3%及較二零一七年第三季度的人民幣358元/平方米增加1.4%，而平均出租率維持在97%的歷史高位；及
- (ii) 鑒於於二零三二年到期<sup>2</sup>的長期租約，英國組合的出租率維持100%，每年合約租金收入為約4.51百萬英鎊。各租約項下的租金須每五年進行市值租金檢討，且租金僅會據此向上調整。

上文證實，春泉產業信託就達致其所公佈目標所採納之策略乃屬可行。其穩健的往績記錄與戰略保持一致，由春泉產業信託的經營及財務表現不斷提升中可見一斑。

### C. 作為一次性兌現提議，經修訂要約未能反映或認可春泉產業信託所公佈之目標及目前向基金單位持有人提供之穩定收入

誠如回應文件所述，謹此重申投資春泉產業信託乃為基金單位持有人投資持有其組合中優質房地產資產的有效方式的觀點乃屬重要。誠如春泉產業信託日期為二零一三年之上市招股章程所述，春泉產業信託為香港首個讓投資者直接投資於北京商務中心區的兩幢超甲級寫字樓的房地產投資信託基金。因此，春泉產業信託為具有巨大罕有價值的投資機遇，為基金單位持有人的替代投資工具，可令彼等自特定經濟特徵中受益，並分散市場不確定因素帶來之風險。

<sup>1</sup> 租戶應付之加權平均租金(不包括管理費、其他支銷、稅費及於租金優惠調整後)除以相關總建築面積。

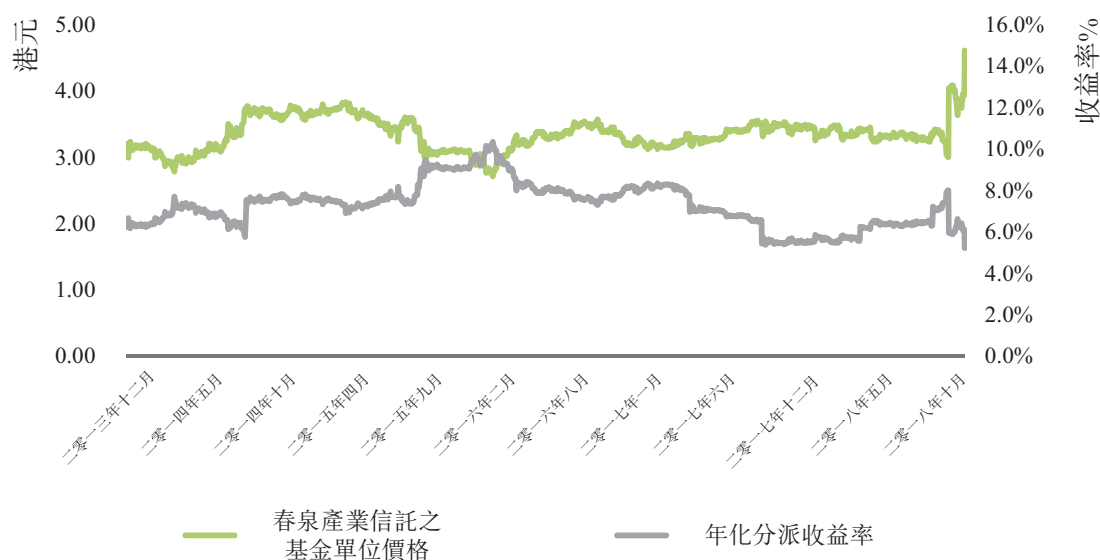
<sup>2</sup> 除一份於二零二四年屆滿之租約外。

## 董事會函件

作為一次性兌現提議，經修訂要約有悖且從根本上否定追求收益的基金單位持有人的相關投資理念，該理念專注於建立可提供長期價值的投資。相反，經修訂要約促使基金單位持有人放棄其因擁有優質房地產而產生的長期穩定分派，換取短期及一次性現金款項。

經修訂要約從根本上有別於該項理念，因其批判所建議的保留有限的基金單位流通量。事實上，流通量被證實與基金單位持有人選作長期現金流量之投資相關。下表三列示分派收益率與基金單位價格水平呈負相關。當基金單位價格下跌，隱含的收益率將上漲，反之亦然。管理人認為，基金單位之表現取決於現行市況，其中包括(但不限於)投資者收益需求帶動的供需。從投資者角度而言，部分基金單位持有人針對房地產投資信託基金採納買入並持有的策略，將投資作為長期工具(類似固定收益投資工具)，以期隨著時間推移收取穩定分派。

表3－基金單位價格與收益負相關



要約人重申呈列要約及經修訂要約為有悖於追求收益之基金單位持有人的投資策略及偏好的「退出選擇」。支持春泉產業信託及其管理人策略及投資理念的基金單位持有人應保留其基金單位。管理人擁有依照該理念管理春泉產業信託所需的經驗及專長，可提供長期穩定的現金流。

## 董事會函件

### D. 經修訂要約未能認可管理人數年來在春泉產業信託卓越的營運表現方面取得之成就

管理人擁有清晰策略及連貫的業務計劃。此可從春泉產信託的財務及經營業績中可見一斑。董事會及管理人之管理團隊均擁有下表所概述之豐富深厚的物業管理及資產管理經驗。

| 姓名                     | 職稱                             | 經驗 |             |             |      | 經驗年數                        |
|------------------------|--------------------------------|----|-------------|-------------|------|-----------------------------|
|                        |                                | 中國 | 商業房地產投資信託基金 | 零售房地產投資信託基金 | 金融投資 |                             |
| Toshihiro Toyoshima 先生 | 董事會主席；管理人之非執行董事；Mercuria之行政總裁  | ✓  | ✓           |             | ✓    | 於投資及房地產管理方面擁有逾30年經驗         |
| Hideya Ishino 先生       | 管理人之非執行董事；Mercuria之執行董事及資產管理主任 | ✓  | ✓           |             | ✓    | 於投資管理方面擁有逾25年經驗             |
| 梁國豪先生                  | 管理人之執行董事                       | ✓  | ✓           | ✓           | ✓    | 於商業及零售房地產投資信託基金管理方面擁有逾12年經驗 |
| Nobumasa Saeki 先生      | 管理人之執行董事                       | ✓  | ✓           |             | ✓    | 於投資及房地產管理方面擁有逾10年經驗         |

儘管回應文件提述要約人已提出的計劃存在不確定因素，董事會注意到要約人並未藉此機會以下列內容補充經修訂要約文件：

- (i) 有關要約人建議之新管理人之背景及經驗詳情；

## 董事會函件

- (ii) 其建議計劃或戰略檢討之詳情，包括替代管理人如何可保障及保有其投資價值的詳情。要約人之建議計劃仍欠缺基金單位持有人考慮。針對新管理人進行戰略檢討的一項可能建議為建議出售春泉產業信託之資產及終止春泉產業信託。

經修訂要約文件第5頁中聲明，「要約代表着要約人通過提高對春泉產業信託的控制水平，使其可罷免管理人以及委任新管理人以對春泉產業信託進行戰略檢討，從而保障及保有其投資價值的決心」。要約人無法或不願意提供有關新管理人及春泉產業信託之建議戰略檢討之詳情表明其「保障及保有其投資價值」之目標的高度不確定。

此外，經修訂要約文件第7頁列明「任何因該戰略檢討引致的交易將有重大實施風險，且可能會或可能不會給基金單位持有人帶來正面的影響」。董事會尚不知悉該等行動是否代表「保障及保有」投資價值之周詳措施，這無法為新管理人管理春泉產業信託之技能或經驗提供心理據。

董事會已於回應文件內概述管理人之經驗及成就。總而言之，

- (i) 管理人及其管理團隊可提供客觀量化憑證，證明彼等已於管理春泉產業信託方面累積了豐富經驗、知識及技能，且可提供令人滿意的經營業績、多項改善資本架構的措施及自上市以來始終向基金單位持有人提供分派；
- (ii) 管理人已與租戶維持穩固的合作關係，此乃從租賃期限延長情況及其物業組合的較高租用率中可見一斑；
- (iii) 董事會及管理團隊之經驗及特長可為春泉產業信託管理現有物業組合提供信心，並積極追求收購機遇，包括完成英國組合收購事項及建議惠州交易。

## 董事會函件

總而言之，管理人數年來已成功交付令人滿意的經營業績，方式為持續優化春泉產業信託的業務策略，並於收購機遇出現時把握該等機遇。因此管理人能於過往18個月提出兩項收益增值收購事項，並持續實施資本管理措施提升春泉產業信託之財務靈活性及穩定性。

總而言之，董事會仍認為經修訂要約之條款對獨立基金單位持有人而言並非公平合理，因此務請獨立基金單位持有人拒絕經修訂要約，理由如下：

- (I) 經修訂要約價較春泉產業信託於二零一八年六月三十日的未經審核資產淨值折讓12.4%；
- (II) 經修訂要約價低估了資產的價值且未能考慮春泉產業信託的未來前景及其寶貴的優質資產；
- (III) 經修訂要約價未能認可春泉產業信託之過往穩健表現；
- (IV) 經修訂要約有悖且從根本上否定追求收益的基金單位持有人的相關投資理念，該理念專注於建立可提供長期價值的投資；
- (V) 經修訂要約未能認可管理人數年來在春泉產業信託卓越的營運表現方面取得之成就及管理人針對春泉產業信託之增長策略之有效性；及
- (VI) 經修訂要約未能認可管理人於收購機遇出現時把握該等機遇及持續優化其業務策略之技能。管理人一直並將繼續檢討及優化其符合春泉產業信託及全體基金單位持有人整體利益的戰略。

#### 4. 春泉產業信託之資料

於最後可行日期，回應文件內「董事會函件」之「5.有關春泉產業信託的資料」一節所載之資料並無任何重大變動。

#### 5. 有關要約人的資料

有關詳情，請參閱要約文件及經修訂要約文件。

#### 6. 要約人對春泉產業信託及管理人的意向

董事已知悉要約文件及經修訂要約文件所載之要約人對春泉產業信託及管理人的意向。鑒於要約人有意罷免管理人，管理人被視作於要約中擁有重大權益。有關要約人對春泉產業信託及管理人的意向詳情，請參閱要約文件及經修訂要約文件。

#### 7. 維持春泉產業信託的上市地位

有關詳情，請參閱要約文件及經修訂要約公告。

#### 8. 推薦意見

由全體獨立非執行董事馬世民先生、邱立平先生及林耀堅先生組成的獨立董事委員會已告成立，以就經修訂要約是否屬公平合理及接納經修訂要約向獨立基金單位持有人提供意見。

由於Toshihiro Toyoshima先生及Hideya Ishino先生各自為Mercuria Investment Co., Limited (一間於東京證券交易所上市的私募股權投資公司，股份代號：7190)之董事及股東，而Mercuria Investment Co., Limited擁有管理人之90.2%股份，故Toshihiro Toyoshima先生及Hideya Ishino先生並非獨立董事委員會成員。

經獨立董事委員會批准，Trinity Corporate Finance已獲委任為獨立財務顧問，以就經修訂要約及(尤其是)經修訂要約是否屬公平合理及接納經修訂要約向獨立董事委員會、獨立基金單位持有人及受託人提供意見。



## 董事會函件

經考慮獨立董事委員會、獨立基金單位持有人及受託人之獨立財務顧問Trinity Corporate Finance所考慮的主要因素及理由及其意見及推薦意見後，董事會(包括已諮詢Trinity Corporate Finance，並已考慮其意見及推薦意見的各獨立非執行董事)認為，經修訂要約的條款對獨立基金單位持有人而言並非公平合理。因此，董事會(包括已諮詢Trinity Corporate Finance，並已考慮其意見及推薦意見的各獨立非執行董事)一致建議獨立基金單位持有人拒絕經修訂要約。務請獨立基金單位持有人切勿採取行動。切勿填寫任何經修訂接納表格。

務請閣下垂注：(i)載於本經修訂要約回應文件的獨立董事委員會函件；及(ii)載於本經修訂要約回應文件的獨立財務顧問函件，當中載有其就經修訂要約向獨立董事委員會、獨立基金單位持有人及受託人的意見以及其於達致意見時所考慮的主要因素。亦請閣下閱讀有關經修訂要約接納及結算程序、向海外獨立基金單位持有人作出經修訂要約及稅務影響之經修訂要約文件及經修訂接納表格。

### 9. 受託人之意見

受託人已考慮載於本經修訂要約回應文件之(i)獨立財務顧問函件；(ii)董事會函件；及(iii)獨立董事委員會函件。經考慮信託契約及房地產投資信託基金守則所載其職責後，受託人認為，獨立財務顧問、董事會及獨立董事委員會之意見已妥為呈列，以供基金單位持有人考慮。

根據信託契約，受託人應於履行其職能及職責時需盡責及審慎調查，以保障基金單位持有人的權利及權益。

## 董事會函件

受託人敦請所有基金單位持有人細閱要約文件、經修訂要約文件、回應文件及本修訂要約回應文件以及要約人及管理人刊發的所有相關公告。各基金單位持有人的情況各不相同且各基金單位持有人須全權負責對經修訂要約(包括所涉裨益及風險)自行作出獨立評估。各基金單位持有人於就經修訂要約作出決策前，應審慎考慮本經修訂要約回應文件所述之風險及不確定因素及當中所載之其他資料(包括獨立財務顧問函件)。如其有任何疑問，基金單位持有人於就基金單位作出投資決策前，應諮詢其本身之財務、稅務、法律或其他專業顧問。受託人對基金單位持有人是否接納經修訂要約並無作出推薦意見或聲明。

### 10. 其他資料

務請閣下垂注本經修訂要約回應文件附錄所載的其他資料。

此 致

獨立基金單位持有人 台照

承董事會命  
春泉資產管理有限公司  
(作為春泉產業信託之管理人)  
管理人主席  
Toshihiro Toyoshima 先生  
謹啟

二零一八年十一月八日



## Spring Real Estate Investment Trust

### 春泉產業信託

(根據香港法例第571章證券及期貨條例第104條獲認可之香港集體投資計劃)

(股份代號：01426)

由春泉資產管理有限公司管理

敬啟者：

由瑞士銀行香港分行代表  
**RE STRATEGIC INVESTMENTS PTE. LTD.**  
提出之非應邀自願有條件現金要約  
以收購春泉產業信託全部已發行基金單位  
(**RE STRATEGIC INVESTMENTS PTE. LTD.** 及  
其一致行動人士已持有者或同意將予收購者除外)

吾等謹此提述春泉產業信託就經修訂要約刊發之日期為二零一八年十一月八日之經修訂要約回應文件，而本函件構成其中一部分。除文義另有所指外，本函件所用詞彙具有經修訂要約回應文件所界定的涵義。

吾等已獲董事會委任為獨立董事會委員會成員，以考慮經修訂要約的條款及就吾等認為經修訂要約的條款對閣下的利益而言是否屬公平合理提供意見，並就接納或拒絕經修訂要約作出推薦意見。Trinity Corporate Finance Limited已獲委任為獨立財務顧問，以就此向吾等提供意見。有關其意見以及於達致推薦意見時所考慮的主要因素及理由的詳情載於經修訂要約回應文件第19至52頁的獨立財務顧問函件。

## 獨立董事委員會函件

亦請閣下垂注董事會函件及經修訂要約回應文件附錄所載的其他資料。

經考慮經修訂要約的條款及獨立財務顧問的意見及推薦意見後，吾等認為經修訂要約的條款對獨立基金單位持有人而言並非公平合理。因此，吾等推薦建議獨立基金單位持有人拒絕經修訂要約。

儘管吾等作出推薦意見，獨立基金單位持有人仍應審慎考慮經修訂要約條款及經修訂要約回應文件中的「獨立財務顧問函件」。如有任何疑問，獨立基金單位持有人應諮詢其本身之專業顧問以尋求專業意見。

此 致

獨立基金單位持有人 台照

代表

春泉資產管理有限公司  
(作為春泉產業信託之管理人)

獨立董事委員會

獨立非執行董事  
馬世民

獨立非執行董事  
邱立平

獨立非執行董事  
林耀堅

二零一八年十一月八日

**TRINITY**

Trinity Corporate Finance Limited  
香港  
干諾道中68號  
華懋廣場二期  
7樓7B室

敬啟者：

由瑞士銀行香港分行代表  
**RE STRATEGIC INVESTMENTS PTE. LTD.**  
提出之經修訂非應邀自願有條件現金要約  
以收購春泉產業信託全部已發行基金單位  
**(RE STRATEGIC INVESTMENTS PTE. LTD. 及  
其一致行動人士已持有者或同意將予收購者除外)**

**緒言**

茲提述吾等獲委任，以就經修訂要約向獨立董事委員會、獨立基金單位持有人及德意志信託(香港)有限公司(「**受託人**」)(以春泉產業信託受託人身份)提供意見，其詳情載列於春泉產業信託日期為二零一八年十一月八日之經修訂要約回應文件(「**經修訂回應文件**」)內之董事會函件(「**董事會函件**」)，本函件構成經修訂回應文件之其中一部分。除文義另有所指外，本函件所用詞彙與經修訂回應文件所界定者具有相同涵義。

要約人原於二零一八年九月二十六日通知春泉資產管理有限公司(「**管理人**」)，表示瑞銀代表要約人確實有意遵守收購守則以及按照及遵守要約人於二零一八年九月二十九日寄發予全體基金單位持有人之要約文件(「**要約文件**」)以及隨附接納表格中所載條款，提出自願有條件現金要約，以收購春泉產業信託全部已發行基金單位(要約人及其一致行動人士已持有或同意將予收購者除外)(「**要約基金單位**」)。其後，於二零一八年十月二十九日，要約人宣佈，彼有意將要約價自每要約基金單位4.85港元增至每要約基金單位5.30港元(「**經修訂要約價**」)(「**經修訂要約**」)。就此而言，要約人已寄發日期為二零一八年十月三十一日之經修訂要約文件，當中載有經修訂要約之詳情及其他相關資料連同經修訂接納表格。

## 獨立財務顧問函件

獨立董事委員會已告成立，由全體獨立非執行董事馬世民先生、邱立平先生及林耀堅先生組成，以就經修訂要約及接納向獨立基金單位持有人提供意見。經作出一切合理查詢後，就董事所知、所悉及所信，概無獨立董事委員會成員於經修訂要約中擁有任何重大權益。由於Toshihiro Toyoshima先生及Hideya Ishino先生各自為Mercuria Investment Co., Limited的董事及股東，從而擁有管理人90.2%的股份，故Toshihiro Toyoshima先生及Hideya Ishino先生並非獨立董事委員會之成員。

經獨立董事委員會批准，吾等Trinity Corporate Finance Limited已獲委任為獨立財務顧問，以就經修訂要約向獨立董事委員會、獨立基金單位持有人及受託人提供意見。

於最後可行日期，吾等與春泉產業信託、要約人或任何其他人士之間並無任何可能合理地被視作與吾等之獨立性有關之關係或於其中擁有任何權益。吾等與春泉產業信託、要約人或與任何彼等一致行動或假定為一致行動之任何人士概無聯繫，因此被視為合資格就經修訂要約提供獨立意見。除因是次委任而已付或應付予吾等之正常專業費用外，概無吾等據以從春泉產業信託、要約人或與任何彼等一致行動或假定為一致行動之任何人士將收取任何費用或利益之安排。

### 吾等意見之基準

於制定吾等致獨立董事委員會、獨立基金單位持有人及受託人之意見時，吾等已倚賴春泉產業信託日期為二零一三年十一月二十五日之招股章程(「招股章程」)、春泉產業信託就惠州交易於二零一八年九月二十六日致基金單位持有人的通函(「惠州交易通函」)、要約文件、回應文件、經修訂要約文件、經修訂回應文件、春泉產業信託分別於二零一七年四月十三日、二零一八年十月二日、二零一八年十月八日、二零一八年十月十六日、二零一八年十月十八日、二零一八年十月二十六日及二零一八年十月三十日作出之相關公告及要約人分別於二零一八年九月二十六日、二零一八年十月四日、二零一八年十月八日、二零一八年十月十一日、二零一八年十月十五日、二零一八年十月十八日、二零一八年十月二十日及二零一八年十月二十九日作出的相關公告(統稱為「經審閱文件」)所載或提述陳述、資料、意見及聲明以及春泉產業信託、其董事及管理層向吾等提供之資料及聲明之準確性。吾等並無理由相信吾等制定吾等意見時所依賴之任何資料及聲明失實、不準確或具有誤導成分，吾等亦不知悉遺漏任何重大事實，致使向吾等提供之資料及作出之聲明失實、不準確或具有誤導成分。吾等已假設經審閱文件所載或提述由(其中包括)要約人、董事及春泉產業信託管理層提供之一切資料、聲明及意見(彼等須獨自對此負全責)於彼等作出時屬真實準確且直至最後可行日期仍屬真實，而倘及於吾等知悉任何重大變動時，則會在實際可行的情況下根據收購守則規則9.1儘快通知基金單位持有人。

## 獨立財務顧問函件

所有董事共同及個別就經修訂回應文件所載資料之準確性承擔全部責任，並確認經作出一切合理查詢後就其所深知，於經修訂回應文件中所表達之意見乃經過謹慎周詳考慮後始行作出，且經修訂回應文件並無遺漏其他事實，致使經修訂回應文件中所作的任何陳述具誤導成分。

吾等認為，吾等已就達致知情意見獲提供並審閱足夠資料，足以令吾等信賴經審閱文件所載資料之準確性，並為吾等之意見提供合理基準。吾等並無理由懷疑經審閱文件所提供及提述之資料中有任何相關重大事實遭隱瞞或遺漏，或懷疑春泉產業信託向吾等提供之意見及聲明是否合理。然而，吾等並無對所獲提供之資料進行獨立核證，亦無對春泉產業信託或參與經修訂要約之任何訂約方之業務、財務狀況及事務或其未來前景進行任何獨立調查。

本函件僅向獨立董事委員會、獨立基金單位持有人及受託人發出，以供彼等考慮經修訂要約，除載入經修訂回應文件外，未經吾等事先書面同意，概不得引述或提述本函件之全部或部分內容，而除用於吾等作為獨立財務顧問之職責外，本函件亦不得用作任何其他用途。

### 考慮之主要因素及理由

於制定吾等有關經修訂要約之意見時，吾等已考慮以下主要因素及理由：

#### A. 經修訂要約的條款

##### 經修訂要約的代價

根據經修訂要約文件之條款，瑞銀代表要約人表示有意將要約價自每要約基金單位4.85港元增至每要約基金單位5.30港元，且正按下列基準作出經修訂要約：

每要約基金單位..... 現金5.30港元

要約人已確認，要約價將不會進一步增加，或要約人並未保留如此行事的權利。



經修訂要約的條件

誠如經修訂要約文件所載，經修訂要約須待以下條件達成後方可作實：

- (i) 要約人於截止日期下午四時正或之前(或要約人可能根據收購守則之規則決定之其他日期或時間)就經修訂要約接獲有效接納(且在准許撤回接納的情況下，該接納未被撤回)而該接納將致使要約人及其一致行動人士持有逾50%之基金單位；及
- (ii) 批准惠州交易之決議案在特別大會上不獲獨立基金單位持有人通過。

條件(i)不可獲豁免及要約人無意豁免條件(ii)，惟於若干日期前有足夠的基金單位持有人接納要約，以及要約就接納而言成為無條件，使要約人於春泉產業信託就惠州交易召開特別大會之記錄日期(如春泉產業信託日期為二零一八年十月三十日之公告所述已延期至二零一八年十一月二十九日，或倘進一步延遲的較後日期(「延遲的特別大會」))前完成基金單位轉讓，並享有50%以上基金單位之投票權。倘條件於截止日期或之前未獲達成(或豁免，如適用)，則經修訂要約將告失效，除非要約期已獲要約人(在執行人員的同意下)延長。

倘惠州交易獲基金單位持有人批准，要約人將終止經修訂要約，而所有基金單位持有人將均不會獲得付款。

基金單位持有人亦請參閱日期為二零一八年十月二十九日之要約人公告、內容有關經修訂要約時間及條件之經修訂要約文件及春泉產業信託日期分別為二零一八年十月八日、二零一八年十月十八日及二零一八年十月三十日內容有關惠州交易延遲的特別大會的時間及狀況之公告。

基金單位持有人亦須知悉若經修訂要約因條件(i)於經修訂截止日期前未達成而失效，則基金單位持有人將不會獲得付款。

根據收購守則規則16.1，直至二零一八年十一月十四日止(即自經修訂要約文件寄發日期起計14日)，經修訂要約須保持為可供接納。

根據收購守則規則15.3，經修訂要約亦須於經修訂要約於各方面成為或宣佈為無條件後至少14日仍可供接納。



## 獨立財務顧問函件

要約人可宣佈要約就接納而言成為無條件之最後時限為寄發要約文件後第60日(即二零一八年十一月二十八日)(或執行人員可能同意之較後日期)下午七時正。

### 價值比較

經修訂要約價較：

- (a) 於最後可行日期在聯交所所報之收市價每基金單位4.61港元溢價約15.0%；
- (b) 於最後交易日在聯交所所報之收市價每基金單位3.00港元溢價約76.7% (「最後交易價」)；
- (c) 於緊接最後交易日(包括該日)前最後十個交易日在聯交所所報之平均收市價每基金單位約3.21港元溢價約65.1%；
- (d) 於緊接最後交易日(包括該日)前最後三十個交易日在聯交所所報之平均收市價每基金單位約3.30港元溢價約60.6%；
- (e) 於緊接最後交易日(包括該日)前最後六十個交易日在聯交所所報之平均收市價每基金單位約3.29港元溢價約61.1%；
- (f) 於緊接最後交易日(包括該日)前最後九十個交易日在聯交所所報之平均收市價每基金單位約3.30港元溢價約60.6%；
- (g) 於二零一七年十二月三十一日春泉產業信託之每基金單位經審核資產淨值(「資產淨值」)約6.22港元折讓約14.8%；及
- (h) 於二零一八年六月三十日春泉產業信託之每基金單位未經審核資產淨值約6.05港元折讓約12.4%。

經修訂要約價格仍較春泉產業信託分別於二零一七年十二月三十一日及二零一八年六月三十日之每基金單位經審核及未經審核資產淨值大幅折讓14.8%及12.4%。就絕對值而言，經修訂要約價與二零一七年十二月三十一日之每基金單位經審核資產淨值及二零一八年六月三十日每基金單位未經審核資產淨值之間的折讓分別為0.92港元及0.75港元。基於最後可行日期尚未行使之基金單位總數1,268,972,532個基金單位，該折讓分別約為11億港元及900百萬港元。

## 獨立財務顧問函件

吾等謹此提醒基金單位持有人，由於經修訂要約可能根據經修訂要約文件所載條件失效，故不論是否經修訂要約宣佈成為無條件或失效，概無法確定基金單位價格將保持現有水平。

吾等建議基金單位持有人參閱下文第N段，其中列示春泉產業信託根據最後交易日基金單位價格3.00港元之分派收益率為每年8.00%，高於香港上市的所有房地產投資信託基金的平均分派收益率，而根據最後可行日期基金單位價格4.61港元之分派收益率為每年5.21%，低於香港上市的所有房地產投資信託基金的平均收益分派率。有關春泉產業信託與其他於香港上市的房地產投資信託基金的詳細比較，請參閱下文第N段。

### *使用資產淨值作為房地產投資信託基金交易基準之理據*

吾等認為房地產投資信託基金投資者與物業投資者相似，此乃由於信託契約及房地產投資信託基金守則項下之保護乃針對保護房地產投資信託基金架構項下持有之資產，且基金單位持有人已確保每年有權享有不少於可供分派收入(經審核收入淨額，已就若干非現金項目作出調整)90%的分派比率。誠如下文第J段所述，每基金單位表示於春泉產業信託的不可分割權益。因此，儘管部分投資者就短期收益而言會利用基金單位價格之波動，但房地產投資信託基金投資者及基金單位持有人預計房地產投資信託基金項下持有的資產由受託人予以保護，且資產的長期價值將不會因基金單位價格短期發生波動而受到妨礙或影響，同時會從穩定的分派比率中獲益。就房地產投資信託基金之投資性質而言，根據聯交所網站，「房地產投資信託基金之總回報視乎物業市場之表現。若其物業價值下跌，則房地產投資信託基金之基金單位價格或會下降。於決定是否投資於房地產投資信託基金時，投資者不應僅關注預期收益率，亦須考慮其物業租賃的集中程度、品質及期限」。同時，聯交所網站闡明房地產投資信託基金與地產股之間的明確差別，「地產股實質上為一間公司，而房地產投資信託基金為一個信託。為確保適當的制衡，房地產投資信託基金須委任一名獨立受託人，對其有關為基金單位持有人保管其資產之業務進行監管」。

公司(或在此情況下為房地產投資信託基金)的資產淨值乃定義為其總資產(包括無形資產，如有)減其總負債，及不包括(倘適用)少數權益。資產淨值提供房地產投資信託基金價值的估計，假設其所有資產按賬面值出售，所得款項首先用於償付其負債及責任，結餘供分派予基金單位持有人。吾等已與管理人探討並了解到就其所知、所悉及所信，春泉產業信託於二零一八年六月三十日之資產淨值已反映其資產當前之市場估值，且自其截至二零一八年六月三十日止六個月之中報起，並無發生任何重大變動。

## 獨立財務顧問函件

因此，資產的長期價值於春泉產業信託的資產淨值中得以體現，且除非發生重大事件，對該等資產的業務或財務回報產生影響，否則資產淨值並不會僅因基金單位價格波動或預期收益率變動而有所減少，其可能因諸如股市變動、匯率波動及／或僅該等收益保障型投資產品的市場需求發生轉變等外部因素而受到影響。

因此，吾等認為獨立基金單位持有人應注意經修訂要約價較春泉產業信託於二零一七年十二月三十一日之經審核資產淨值每基金單位6.22港元及春泉產業信託於二零一八年六月三十日之未經審核資產淨值每基金單位6.05港元分別大幅折讓約14.79%及12.40%，這一點尤為重要。較資產淨值大幅折讓之進一步詳情，於下文第L段闡述，透過建議委任新管理人(建議將由太盟地產之聯屬公司擔任)對春泉產業信託進行建議戰略檢討，按所有基金單位持有人的最佳利益行事，而該等新管理人可根據房地產投資信託基金守則、上市規則(規定特別決議案須獲75%之出席相關基金單位持有人大會並於會上投票的基金單位持有人批准，且不超過10%之基金單位持有人出席大會並於會上投票反對除牌)、收購守則及信託契約條款建議出售資產及終止春泉產業信託及將春泉產業信託從聯交所除牌(「可能出售資產、終止及除牌」)及／或新管理人將予提出的其他舉措(包括資產收購、資產增值、資本架構變動、再融資及合併)(統稱「戰略性舉措」)。由於要約人或新管理人於進行戰略檢討後預期會選擇符合要約人及當時基金單位持有人最佳利益之最佳舉措，其他戰略性舉措(可能出售資產、終止及除牌外)之預期回報預期於終止後超過或至少等於資產淨值，惟視乎當根據監管規定(包括但不限於房地產投資信託基金守則及信託契約)予以終止時的現行市場及財務狀況、物業價格波動及時間而定。吾等建議基金單位持有人參閱回應文件、經修訂回應文件及惠州交易通函以了解有關位於中國北京華貿中心的物業(「華貿物業」)、位於英國的商業物業(「英國組合」)及惠州交易之品質及長期前景之更詳細闡述，及下文第E、G及H段。為享有出於當時全體基金單位持有人利益所作出之戰略性舉措(接納經修訂要約的基金單位持有人將無權享有)，有意參與新管理人可能建議的戰略性舉措(包括可能出售資產、終止及除牌)及／或其他舉措(包括資產收購、資產增值、資本架構變動、再融資及合併)的基金單位持有人不應接納經修訂要約。同時，基於春泉產業信託組合之質素採納長期投資策略或尋求長期穩定分派的基金單位持有人不應接納經修訂要約。

## 獨立財務顧問函件

誠如下文第L段所闡述，吾等認為基金單位持有人應預期收取春泉產業信託按比例淨資產的全部價值，其以二零一七年十二月三十一日之經審核資產淨值每基金單位6.22港元及二零一八年六月三十日的未經審核資產淨值每基金單位6.05港元來表示，視乎現行市場及財務狀況以及可能終止實際日期之任何物業價格波動而定，此乃由於若戰略性檢討舉措的結果為終止春泉產業信託(其為要約人於要約文件提出的可能戰略性舉措之一並於要約人日期為二零一八年十月二十九日之公告中確認)，則其為基金單位持有人的預期回報。因此，經修訂要約價較春泉產業信託於二零一七年十二月三十一日的經審核資產淨值及春泉產業信託於二零一八年六月三十日之未經審核資產淨值分別大幅折讓14.79%及12.40%對有關獨立基金單位持有人而言並不公平合理。然而，由於要約人出於當時基金單位持有人之利益亦提出其他戰略性舉措，暗示其他可能舉措(如資產收購、資產增值、資本架構變動、再融資及合併)的預期回報未必會與自可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌獲取的預期回報相等或更優，此乃視乎現行市況及於可能終止的實際日期之物業價格波動而定。鑒於要約人所提出的可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌為其中一項可能戰略性舉措，但並非唯一舉措，且其他可能舉措(包括資產收購、資產增值、資本架構變動、再融資及合併)未必會進行，故為就此行事而言，有意參與要約人提出的戰略性舉措或擬從中獲益的基金單位持有人不應接納經修訂要約。

基金單位持有人務請注意，倘經修訂要約因其並非當前管理人提出之舉措而失效，則可能出售資產、終止及除牌僅為要約人可能提出之舉措，該等舉措可能不會進行或落實。

基金單位持有人亦獲告知參閱下文第M、N、O及P段分別載列之春泉產業信託之基金單位價格表現及交易流通量分析、香港上市之房地產投資信託基金之可資比較公司分析、香港上市之房地產投資信託基金之基金單位之全面要約條款以及新加坡房地產投資信託基金之可資比較交易分析。

**B. 於要約期前，發生涉及太盟地產、PAG基金單位持有人及要約人事件的次序**

根據惠州交易通函，春泉產業信託有意投資「華貿天地」，此須待基金單位持有人於延遲的特別大會上投票後方可作實。春泉產業信託之董事會相信惠州交易符合連貫的業務策略，彰顯管理人憑藉其行業地位及市場關係為基金單位持有人尋求專有收購機會的願景及能力，從而獲取獨特投資機遇及提升春泉產業信託及基金單位持有人的整體價值。因此，吾等就此建議基金單位持有人檢討回應文件、經修訂回應文件及惠州交易通函。

要約人擬於經修訂要約之後，將太盟地產的一間聯屬公司任命為春泉產業信託的新管理人，但除提出讓獲提名之新管理人對春泉產業信託進行戰略檢討之計劃外，要約人並未提供春泉產業信託持續進行經營的詳盡管理計劃。

根據要約文件，要約人為一間於新加坡註冊成立的有限公司，主要從事投資控股業務。除與要約有關的事項外，要約人自其註冊成立日期以來並無持有任何投資或進行任何業務活動。要約人的唯一股東為RE Strategic Investment LP。RE Strategic Investment LP的普通合夥人為RES Investments GP。RES Investments GP為SCREP VI Management, LLC之全資附屬公司，而SCREP VI Management, LLC則由太盟地產間接全資擁有。上述公司及合夥公司均由PAG Holdings Limited(「PAG」)控制。PAG乃亞洲規模最大的另類投資管理公司之一，管理資金超逾200億美元且於亞洲主要金融中心僱傭逾350名員工。有關要約人法定架構及背景的詳細闡述，基金單位持有人可參閱要約文件「有關要約人的資料」一節。

吾等認為，若基金單位持有人相信獲提名的新管理人有能力且將按當時全體基金單位持有人(不包括接納經修訂要約的基金單位持有人)的最佳利益進行戰略檢討及擬獲益於要約人提出的可能戰略性舉措(包括資產收購、資產增值、資本架構變動、再融資及合併)及/或可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌，則就參與戰略性舉措而言，該等基金單位持有人不應接納經修訂要約。於獲提名的新管理人所進行的戰略檢討之後，吾等有關基金單位持有人權利及權益之觀點(須視乎可能戰略性舉措而定)，載於下文第J、K及L段。對要約人提名委任的新管理人及戰略性舉措無法確定之基金單位持有人可參閱下文第M、N、O及P段分別載列之香港上市房地產投資信託基金之基金單位價格表現及交易流通量以及可資比較公司分析、香港上市之房地產投資信託基金之基金單位之全面要約條款以及新加坡房地產投資信託基金之可資比較交易分析。



**C. 維持春泉產業信託的上市地位**

根據要約文件及於二零一八年十月二十九日之要約人公告中確認，要約人有意在要約結束後維持基金單位在聯交所的上市地位。然而，要約人亦表明，於進行下文第D及F段所述之戰略檢討後，「春泉產業信託之新管理人以全體基金單位持有人之最佳利益行事可能推薦資產出售及終止春泉產業信託，從而導致春泉產業信託根據房地產投資信託基金守則、上市規則、收購守則及信託契據條款從聯交所除牌」。

就此而言，吾等於下文第J、K及L段載列信託契約及房地產投資信託基金守則之相關條文。

**D. 要約人有關春泉產業信託營運之意向**

誠如要約文件所述，要約人有意於要約在各方面成為無條件時與基金單位持有人召開特別大會就罷免管理人以及委任春泉產業信託新管理人(將為太盟地產的聯屬公司)的決議案進行投票，原因如下：

- (i) 「基金單位價格表現持續及嚴重不佳。春泉產業信託的基金單位價格表現於多方面表現欠佳。自二零一三年其首次公開發售起至最後交易日止，春泉產業信託的基金單位價格的表現遜於恒生房地產基金指數41.6%及遜於恒生指數32.1%。在該期間，春泉產業信託的基金單位價格下降約21.3%，使春泉產業信託就基金單位價格表現而言為於恒生房地產基金指數成分股中表現最差的房地產投資信託基金。」

誠如下文第M及N段所載，吾等已對春泉產業信託的基金單位價格趨勢進行分析及與於香港上市的所有其他房地產投資信託基金進行可資比較公司分析，並與上文所述的恒生指數及恒生房地產基金指數於同期的表現進行比較。分析表明，儘管春泉產業信託基金單位價格表現遜於恒生房地產基金指數及恒生指數，但春泉產業信託並非恒生房地產基金指數成分股中基金單位價格表現最差的房地產投資信託基金。鑒於房地產投資信託基金獨特的投資性質(與地產股相比，其不僅注重基金單位價格所帶來的短期資本收益，亦注重分派的長期穩定性)，除僅進行基金單位價格比較之外，吾等認為考慮分派收益率、價格與可供分派收入總額(「可分派收入總額」)比率及市賬率亦極為重要。第N段所載於最後可行日期於香港上市的所有房地產投資信託基金同業比較表格亦證實，春泉產業信託於最後可行日期及最後交易日的價格與可供分派收入總額比率分別為22.41及14.59及市賬率分別為0.76及0.50。基於經修

訂要約價，春泉產業信託的價格與可供分派收入總額比率及市賬率分別為25.77及0.88。春泉產業信託於最後可行日期的價格與可供分派收入總額比率及市賬率分別為約28.42%及18.75%，高於於香港上市的所有房地產投資信託基金的平均值，而春泉產業信託於最後交易日的價格與可供分派收入總額比率及市賬率分別為約16.39%及21.88%，低於於香港上市的所有房地產投資信託基金的平均值。基於經修訂要約價，春泉產業信託的價格與可供分派收入總額比率及市賬率高於於香港上市的所有房地產投資信託基金的平均值及中間值，並高於於香港上市的所有房地產投資信託基金(領展房地產投資信託基金及越秀房地產投資信託基金除外)的所有有關比率。吾等注意到，於最後可行日期，於香港上市的房地產投資信託基金的分派收益率介乎3.56%至9.24%，平均值為6.14%，而春泉產業信託的分派收益率為5.21%，低於於香港上市的所有房地產投資信託基金的市場平均值。基於最後交易日的基金單位收市價3.00港元，春泉產業信託的分派收益率為8.00%，為於香港上市的所有房地產投資信託基金(匯賢產業信託除外)的最高值。基於經修訂要約價，春泉產業信託的分派收益率為4.53%，低於於香港上市的所有房地產投資信託基金的平均值及中間值。吾等建議基金單位持有人審閱下文第M及N段所載分析。

- (ii) 「決策及管治常規令人質疑。於二零一七年，管理人收購就位於英國(為管理人並無相關往績記錄或活躍投資參與的市場)的84項商業物業的決定，當中涉及與伊藤忠商事株式會社(一個關聯方)的一間間接全資附屬公司簽訂的租約，連同攤薄新基金單位配售，對每基金單位於二零一六年至二零一七年的分派造成負面影響。較資產淨值折讓45.4%的基金單位配售，大幅攤薄基金單位持有人之投票權及經濟權益。」

收購英國組合已於二零一七年五月二十五日舉行的特別大會上以獨立基金單位持有人83.6%的票數獲批准，並未反映要約人表明之擔憂。吾等亦從春泉產業信託日期為二零一七年四月十三日作出之公告中注意到，於二零一七年四月十三日發行114,884,000個認購基金單位乃根據上市規則、房地產投資信託基金守則及信託契約之規定進行，且毋須獲得基金單位持有人批准。

- (iii) 「缺乏清晰策略及連貫的業務計劃。管理人一直未能制定連貫的戰略以解決春泉產業信託長期表現不佳的問題。管理人已擴大春泉產業信託的投資範圍(就地理位置及投資類別而言)，惟並無清晰表述更廣的範圍如何與充足營運及財務資源及能力相匹配。」

批准擴大投資計劃已於二零一五年五月二十日舉行的特別大會上以獨立基金單位持有人逾99.99%的票數獲批准且吾等亦已對招股章程及惠州交易通函進行研究，並注意到管理人之戰略及業務計劃已獲清晰列明。概無任何事項引起吾等注意到管理人並未專注於春泉產業信託之預先設定目標，即向基金單位持有人提供穩定分派及分派的長期可持續增長潛力以及提升房地產資產價值。

## 獨立財務顧問函件

誠如要約文件進一步所述及經修訂要約文件所確認，於罷免管理人及委任春泉產業信託新管理人後，獲提名的新管理人將計劃對春泉產業信託進行戰略檢討，該戰略檢討將審核春泉產業信託的戰略、表現及管治並分析春泉產業信託的戰略性舉措。誠如上文所述，春泉產業信託的戰略性舉措包括(其中包括)收購資產、資產增值、資本架構變動、再融資、合併及/或可能出售資產以及春泉產業信託終止及除牌。經修訂要約文件亦列明，「任何因該戰略檢討引致的交易將有重大實施風險，且未必會給基金單位持有人帶來正面的成果」。

根據房地產投資信託基金守則，獲提名的新管理人將有義務按全體基金單位持有人的最佳利益進行戰略檢討及實施由戰略檢討所得之推薦建議。在完成戰略檢討前，要約人並無計劃(如要約已完成)：(i)對春泉產業信託的業務及營運作出任何重大改變(包括對資產進行重新調配)；(ii)對春泉產業信託的投資政策作出重大改變；或(iii)終止僱傭管理人或春泉產業信託之僱員(一般業務過程中除外)，惟倘按下文進一步所述罷免現有管理人及委任新管理人，新管理人董事會將由不同於現有管理人董事會董事之董事組成。

倘基金單位持有人信任要約人的戰略及新管理人的提案，且根據房地產投資信託基金守則，進行戰略檢討及實施因戰略檢討導致的戰略性舉措時，獲提名的新管理人將須以當時全體基金單位持有人的最佳利益行事，基金單位持有人不應接納經修訂要約，以獲得新管理人可能提出的戰略性舉措(可能包括可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌)而產生的預期回報。就對要約人建議委任新管理人及戰略性舉措不確定的基金單位持有人而言，彼等可參閱下文第M、N、O及P段分別載列之吾等對基金單位價格表現及交易流通量的分析、於香港上市的房地產投資信託基金的可資比較公司分析、於香港上市的房地產投資信託基金的基金單位全面要約條款以及於新加坡上市的房地產投資信託基金的可資比較交易分析，並可於密切關注基金單位的市價及成交量後考慮於公開市場上出售其基金單位，把握目前基金單位價格及成交量水平而清算其全部或部分基金單位(倘進行交易的市價高於經修訂發行價)或彼等可考慮接納經修訂要約，惟須受經修訂要約之條件所規限。同時，基於春泉產業信託組合之質素採納長期投資策略或尋求長期穩定分派之基金單位持有人將不會接納經修訂要約。



**E. 董事會拒絕要約及保留管理人之理由**

基金單位持有人務請參閱董事會函件及回應文件有關涉及董事會為何拒絕經修訂要約及挽留管理人之意見。誠如上文所述，倘經修訂要約在各方面成為無條件，要約人提議委任新管理人，而於存在有關對立或相衝突意見的情況下應考慮董事會或管理人的意見。

於任何情況下，吾等並未發現任何特別理由解釋春泉產業信託的價值將發生除要約人建議委任新管理人及實施進行戰略檢討後所提出的推薦建議以外的重大變動甚或超過管理人一直以來之表現。然而，就接納經修訂要約之基金單位持有人而言，要約人是否委任新管理人進行戰略檢討及戰略檢討的結果如何，均與彼等無關，原因為彼等已出售其基金單位。因此，務請基金單位持有人參閱回應文件及經修訂回應文件有關春泉產業信託組合的資產及未來增長潛力。倘基金單位持有人認可董事會及願意維持提供長期價值的投資，務請基金單位持有人不接納經修訂要約。同樣，誠如上文第A段所闡述，意欲參與可能戰略性舉措結果的基金單位持有人不應接納經修訂要約。誠如下文第M段及推薦意見一節所闡述，僅有意把握短期流動性及經修訂要約價(可能根據經修訂要約文件所載的條件失效)的基金單位持有人可於密切關注基金單位的市價及成交量後考慮於公開市場出售其基金單位，藉以把握目前基金單位價格及成交量而清算其全部或部分基金單位(倘進行交易的市價高於經修訂要約價)或彼等可考慮接納經修訂要約，惟須受經修訂要約條件的規限。此外，採納長期投資策略或憑藉春泉產業信託組合之質量而尋求長期穩定分配之基金單位向持有人不應接納經修訂要約。

**F. 要約人於要約文件內所述要約理由及裨益**

吾等留意到，要約人於要約文件內闡明亦於經修訂要約文件內確認，要約代表要約人「通過提高對春泉產業信託的控制水平，使其可罷免管理人以及委任新管理人以對春泉產業信託進行戰略檢討」，從而保障及保有其投資價值的決心。

G. 春泉產業信託之背景及近期業務發展

春泉產業信託為房地產投資信託基金，其基金單位於二零一三年十二月五日首次在香港聯合交易所有限公司上市。春泉產業信託現時組合包括位於北京商務中心區(「**商務中心區**」)的高端多用途發展綜合體華貿物業(集購物中心及知名品牌酒店(如北京麗思卡爾頓酒店及北京JW萬豪酒店)為一體)一座及二座寫字樓之所有辦公室樓層，及英國組合(即出租予Kwik Fit (GB) Limited (英國領先汽車服務提供商，於英國擁有超過600個中心)的英國84項商業物業組合)。

根據招股章程，春泉產業信託為房地產投資信託基金，成立的主要目的為擁有及投資亞洲的優質創收房地產資產。春泉產業信託管理人的主要目標是向基金單位持有人提供穩定分派及分派的長期可持續增長潛力以及提升房地產資產價值。誠如回應文件中董事會函件所載，值得注意的是，春泉產業信託為基金單位持有人提供擁有其投資組合中優質房地產資產的有效方式。

管理人相信，華貿物業的設計及設施的質素在北京的寫字樓中傲視同儕。華貿物業為組成華貿中心的一部分，而華貿中心為於北京的高端多用途發展綜合體，包括：

- 三座超甲級寫字樓(春泉產業信託擁有一座及二座)；
- 北京SKP (以銷售額計算為中國最大的百貨公司之一)及其他位於華貿購物中心、華貿廣場及華貿商業街的購物區；
- 兩間五星級豪華酒店，即北京麗思卡爾頓酒店及北京JW萬豪酒店；及
- 住宅及服務式公寓大廈以及一個會所。

## 獨立財務顧問函件

根據惠州交易，誠如春泉產業信託日期為二零一八年九月十九日之公告所載，春泉產業信託透過買方訂立股份購買契約，以購買目標公司之全部股權，其將於重組後間接持有項目公司全部股權，而項目公司為惠州物業相關之土地使用權及現時所有權之登記合法擁有人。於惠州交易完成後，春泉產業信託將持有惠州物業(即位於中國廣東省惠州之名為「華貿天地」之購物商場)。

吾等了解惠州交易計劃於延遲的特別大會上獲基金單位持有人批准。有關惠州交易之進一步詳情，基金單位持有人務請參閱惠州交易通函。

### H. 春泉產業信託之財務表現

以下所載春泉產業信託截至二零一七年及二零一八年六月三十日止六個月以及截至二零一五年、二零一六年及二零一七年十二月三十一日止最後三個財政年度之財務資料概要分別摘錄自春泉產業信託截至二零一八年六月三十日止六個月之中報所載未經審核綜合財務報表以及春泉產業信託截至二零一五年、二零一六年及二零一七年十二月三十一日止最後三個財政年度之年報所載經審核綜合財務報表。

春泉產業信託核數師概無於截至二零一五年、二零一六年及二零一七年十二月三十一日止三個財政年度各年刊發之核數師報告內發出經修訂或保留意見。

## 獨立財務顧問函件

截至二零一七年及二零一八年六月三十日止六個月以及截至二零一五年、二零一六年及二零一七年十二月三十一日止最後三個財政年度春泉產業信託之財務資料概要：

|                                   | 截至                                       | 截至                                       | 截至十二月三十一日止年度           |                        |                        |
|-----------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                                   | 二零一八年<br>六月三十日<br>止六個月<br>百萬美元<br>(未經審核) | 二零一七年<br>六月三十日<br>止六個月<br>百萬美元<br>(未經審核) | 二零一七年<br>百萬美元<br>(經審核) | 二零一六年<br>百萬美元<br>(經審核) | 二零一五年<br>百萬美元<br>(經審核) |
| 收益                                | 43,407                                   | 35,604                                   | 76,695                 | 75,431                 | 80,515                 |
| 物業經營開支                            | (10,712)                                 | (9,234)                                  | (19,615)               | (18,593)               | (19,239)               |
| 物業收入淨額                            | 32,695                                   | 26,370                                   | 57,080                 | 56,838                 | 61,276                 |
| 一般及行政開支                           | (6,602)                                  | (4,970)                                  | (11,761)               | (9,428)                | (9,320)                |
| 投資物業之公允價值收益                       | 1,981                                    | 3,378                                    | 4,807                  | 100,477                | 35,543                 |
| 其他虧損淨額                            | (1,781)                                  | (6,976)                                  | (5,147)                | (5,214)                | (854)                  |
| 經營溢利                              | 26,293                                   | 17,802                                   | 44,979                 | 142,673                | 86,645                 |
| 財務收入                              | 303                                      | 222                                      | 482                    | 519                    | 559                    |
| 計息借貸之財務成本                         | (20,026)                                 | 999                                      | 9,874                  | (51,898)               | (46,837)               |
| 除稅前溢利及與基金單位持<br>有人之交易             | 6,570                                    | 19,023                                   | 55,335                 | 91,294                 | 40,367                 |
| 所得稅開支                             | (81)                                     | -                                        | (175)                  | -                      | -                      |
| 與基金單位持有人交易前之<br>期內溢利              | <u>6,489</u>                             | <u>19,023</u>                            | <u>55,160</u>          | <u>91,294</u>          | <u>40,367</u>          |
| 以與基金單位持有人交易前<br>溢利為基準的每基金<br>單位盈利 |                                          |                                          |                        |                        |                        |
| 基本(美仙)                            | 0.5                                      | 1.6                                      | 4.57                   | 8.11                   | 3.62                   |
| 攤薄(美仙)                            | <u>0.5</u>                               | <u>1.6</u>                               | <u>4.56</u>            | <u>8.09</u>            | <u>3.61</u>            |
| 與基金單位持有人交易前之<br>期內全面收益總額          | (9,157)                                  | 38,165                                   | 110,264                | 35,136                 | 3,275                  |
| 期內可供分派收入                          | <u>20,082</u>                            | <u>15,211</u>                            | <u>33,967</u>          | <u>35,872</u>          | <u>41,234</u>          |
| 期內分派總額                            | <u>19,339</u>                            | <u>15,211</u>                            | <u>33,967</u>          | <u>33,451</u>          | <u>38,389</u>          |

資料來源：春泉產業信託截至二零一八年六月三十日止六個月之中報以及春泉產業信託截至二零一五年、二零一六年及二零一七年十二月三十一日止最後三個財政年度之年報

## 獨立財務顧問函件

截至二零一七年十二月三十一日止財政年度：

春泉產業信託截至二零一七年十二月三十一日止年度的收益為76.70百萬美元，較二零一六年增加1.7%。有關增加乃歸因於英國組合為盈利作出貢獻以及華貿物業的租金穩定上漲，這有助於消除二零一六年營改增改革帶來的會計影響以及二零一七年全年所採用的人民幣兌美元月均匯率下跌的不利影響。經計及物業經營開支，物業收入淨額為57.08百萬美元，同比增長0.4%，而物業收益率為74.4%（二零一六年：75.4%）。

專業費用及行政開支增加至11.76百萬美元，其中就於二零一七年十一月十日舉行之特別大會所產生之成本約為0.52百萬美元，而計息借貸之財務收入總額錄得9.87百萬美元（二零一六年：成本51.90百萬美元），受惠於將美元銀行借貸換算成人民幣時確認的匯兌收益29.46百萬美元（二零一六年：虧損32.16百萬美元）。現金利息開支為17.11百萬美元，而二零一六年為16.54百萬美元，此乃由於美元倫敦銀行同業拆息率不斷上升及承擔額外債務為收購英國組合撥資。此外，由於二零一七年所採用的月均匯率低估了兌換時人民幣兌美元的實際匯率，故錄得換算收益2.96百萬美元。撥回按市值計之收益及於截至二零一七年十二月三十一日止財政年度上半年到期的兩份貨幣遠期合約的現金結付錄得虧損8.08百萬美元。

經計及華貿物業及英國組合之公允價值增加4.81百萬美元（二零一六年：100.48百萬美元），截至二零一七年十二月三十一日止財政年度的除稅後溢利為55.16百萬美元（二零一六年：91.29百萬美元）。

春泉產業信託截至二零一七年十二月三十一日止財政年度的可供分派收入總額為33.97百萬美元，同比減少5.3%。呈報金額已經調整，不包括匯兌收益以及華貿物業及英國組合公允價值增加（均為非現金性質）。

截至二零一八年六月三十日止六個月：

誠如春泉產業信託截至二零一八年六月三十日止六個月之中報，北京商務中心區是眾多行業租戶的總部所在，包括金融與保險、專業服務、互聯網及其他高新技術行業的代表企業。於二零一八年上半年末，其坐擁北京甲級寫字樓最大庫存量，為1.82百萬平方米，佔該市甲級寫字樓總量8.26百萬平方米的22.0%，較二零一七年底很大程度上保持不變。市場供應維持穩健，原因為於報告期間並無重大新辦公樓竣工。就租賃活動而言，北京商務中心區

維持穩健增長。與上一個半年度相比空置率下降及平均租金上漲，國內企業（尤其是金融企業）成為主要推動因素。過往影響商務中心區需求的趨勢（即租戶遷往非中心位置，如望京及其他租金較低地區）不再構成威脅，原因為該等租金較低地區的較大空間已大部分被佔用。受益於韌性市場，於報告期間內華貿物業仍維持穩定表現。

管理人認為，對春泉產業信託而言，二零一八年上半年為在多個方面令人鼓舞的半年。北京寫字樓市場的穩健活動及對優質寫字樓的持續需求反映於租用率及舊貨租金顯著上升。因此，華貿物業持續錄得穩健的有機增長及4.5%的可觀續租租金增長。與此同時，一如所料，英國組合提升了春泉產業信託的現金流量，收益轉付96.6%。

基於此堅固基礎，管理人對今年下半年的前景持審慎樂觀態度。儘管存在潛在中美貿易戰，北京的經濟活動保持旺盛態勢，從二零一八年上半年GDP增幅同比增長6.8%中可見一斑。此外，管理人對華貿物業的基本面仍抱持信心，尤其是彼等留意到商務中心區內計劃將於二零一九年竣工之若干項目有所延期。於二零一八年下半年屆滿的租約佔已出租總建築樓面面積的9%，平均單位租金為每平方米人民幣356元。另一項顯著的數據為，於二零一八年六月三十日，華貿物業192名租戶中的98名自春泉產業信託於二零一三年上市起一直與春泉產業信託訂約，該等租戶佔可出租建築樓面面積的57.5%。此續租率表示彼等對華貿物業管理層充滿信心，及對辦公室及其設施的質素深感滿意。

## 獨立財務顧問函件

截至二零一八年九月三十日止三個月之未經審核經營數據：

根據春泉產業信託於二零一八年十月二十六日刊發之公告，春泉產業信託物業組合截至二零一八年九月三十日止三個月之未經審核經營數據(基於初步內部管理記錄及並未由外部核數師審核或審閱)如下：

### 1. 華貿物業一座及二座寫字樓

| 截至下列日期止<br>三個月         | 二零一八年<br>九月三十日 | 二零一八年<br>六月三十日 | 變動    |
|------------------------|----------------|----------------|-------|
| 平均每月舊貨租金(人民幣<br>元/平方米) | 363            | 362            | +0.3% |
| 平均出租率(%)               | 97             | 97             | 0.0%  |

截至二零一八年九月三十日止三個月，華貿物業之平均每月舊貨租金達致約每平方米人民幣363元，較上一季度增加0.3%，而平均出租率約為97%，與上一季度相比維持不變。

### 2. 英國組合

英國組合中的84項物業均與租戶Kwik-Fit (GB) Limited (英國領先汽車服務經營公司)訂立長期租約。除一份租約外，其餘租約均於二零三二年三月到期。目前，英國組合的出租率為100%，每年合約租金收入為約4.51百萬英鎊。各租約項下的租金須每五年進行市值租金檢討，據此，租金僅會向上調整。

## I. 春泉產業信託管理人及受託人之背景

春泉產業信託由春泉資產管理有限公司(春泉產業信託的管理人)所管理，後者為一家於香港註冊成立的公司，唯一目的是管理春泉產業信託。於二零一八年六月三十日，管理人由Mercuria Investment Co., Limited(前稱AD Capital Co., Ltd.，於二零一六年一月一日更名)擁有90.2%股權，後者為於東京證券交易所上市的私募股權投資公司(股份代號：7190)，其知名股東包括日本政策投資銀行、伊藤忠商事株式会社及三井住友信託銀行株式会社。餘下9.8%由Huamao Property Holdings Limited擁有。



春泉產業信託之受託人為德意志信託(香港)有限公司。受託人及管理人互相獨立，而受託人(以春泉產業信託受託人之身份)負責根據信託契約代表基金單位持有人安全保管春泉產業信託之資產。管理人於信託契約項下之職責為根據信託契約純粹以基金單位持有人的利益管理春泉產業信託及其資產，並履行一般法律對其身為春泉產業信託管理人所施加的職責，尤其是確保純粹以基金單位持有人的利益為前提，專業管理春泉產業信託資產之財務及經濟範疇內的事宜。

#### J. 信託契約及相關事項

由於要約人已明確列明其有意委任新管理人進行戰略檢討，且其亦考慮可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌之措施，吾等認為有必要對各基金單位持有人於該情況下之權利及申索進行審閱。春泉產業信託為按管理人與受託人訂立之日期為二零一三年十一月十四日之信託契約(經不時修訂及重列)詮釋之房地產投資信託基金，並受其管治。信託契約之條文對受託人、管理人及各基金單位持有人(及透過該基金單位持有人提出申索之人士)具有約束力，猶如基金單位持有人為信託契約之訂約方，且猶如信託契約載有每名基金單位持有人作出之契諾，據此承諾遵守信託契約的條文並受其約束，以及各基金單位持有人已授權管理人及/或受託人作出一切信託契約可能規定其需作出之行動及事宜。

春泉產業信託之資產及該等資產產生之收入由受託人根據各基金單位持有人持有之基金單位數目以基金單位持有人之平等利益以信託方式單獨持有，惟須受信託契約之條款及條件所限。

基金單位持有人之權利及權益載於信託契約。根據信託契約，受託人須盡最大努力及警惕保障基金單位持有人之權利及權益。

各基金單位指於春泉產業信託之不可分割權益。換言之，房地產投資信託基金投資者與物業投資者類似，故此可確保每年不少於可供分派收入(經審核收入淨額，已就若干非現金項目作出調整)90%的分派率且有權享有房地產投資信託基金之不可分割權益。基金單位持有人之權利不僅受到信託契約之保障，亦可受房地產投資信託基金守則之保障。

招股章程載明，根據信託契約，春泉產業信託並無固定期限，惟在下述情況可予終止：(i)倘春泉產業信託因法院頒令或法律施行而清盤，或於超過60個曆日的期間或受託人認為合適的較長期間內出現管理人從缺。否則，春泉產業信託將繼續存在，直至於信託契約規定的春泉產業信託開始日期起計80年屆滿不足一日為止或直至春泉產業信託予以終止或合併；或(ii)管理人根據信託契約所載條文召開的會議上以特別決議案作出事先特別批准。



## 獨立財務顧問函件

倘終止春泉產業信託之建議由管理人提出，而管理人及管理人的任何關連人士於基金單位持有權益及彼等於終止春泉產業信託擁有權益(由受託人全權決定)有別於所有其他基金單位持有人所持有，則彼等須放棄投票。根據信託契約及按房地產投資信託基金守則第11.8條，所有投資均須透過公開拍賣或任何公開招標方式出售，而出售價格須為公開拍賣或公平招標所取得之最佳價格。在信託契約條文之規限下，出售或變現該等投資所得任何現金所得款項淨額將按基金單位持有人於終止春泉產業信託之日期持有或被視為持有之基金單位數目之比例向基金單位持有人作出分派。

根據信託契約，基金單位持有人不得向受託人或管理人給出任何指示(不論於基金單位持有人大會上或以其他方式)，倘其須受託人或管理人作出或不作出任何可導致行使信託契約明文賦予受託人或管理人任何酌情權之事項。

### K. 基金單位持有人的權利

吾等從招股章程留意到，基金單位持有人的主要權利包括：

- (a) 收取所持基金單位應佔收入及其他分派的權利；
- (b) 收取春泉產業信託的經審核賬目及年報及半年報的權利；及
- (c) 按其於春泉產業信託所佔權益的比例，參與春泉產業信託終止(須待特別決議案獲出席相關基金單位持有人會議並於會上投票的基金單位持有人批准後，且不超過10%的基金單位持有人出席會議並於會上投票反對除牌)，收取春泉產業信託資產變現所產生的所有新現金所得款項的應佔部分的權利。

要約人提出的戰略性舉措包括收購資產、資產增值、資本架構變動、再融資及合併及／或可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌。就上文第(c)段所載基金單位持有人的權利而言，倘獲提名的新管理人進行戰略檢討後決定推薦可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌，基金單位持有人目前預期將收取於二零一七年十二月三十一日之最近期經審核資產淨值每基金單位6.22港元或二零一八年六月三十日之未經審核資產值每基金單位6.05港元(視乎現行市場及財務狀況以及可能出售的實際日期之物業價格波動而定)。誠如要約人於要約文件內所述，根據房地產投資信託基金守則，獲提名的新管理人將於進行戰略檢討及實施進行戰略檢討

## 獨立財務顧問函件

所導致的推薦建議時，須以全體基金單位持有人的最佳利益行事。換言之，除可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌外，基金單位持有人預期其他戰略性舉措的回報應高於或至少等於二零一七年十二月三十一日之最近期經審核資產淨值每基金單位6.22港元或二零一八年六月三十日之未經審核資產淨值每基金單位6.05港元(視乎現行市場及財務狀況以及可能出售的實際日期之物業價格波動而定)。

鑒於獲提名新管理人將有責任以當時的全體基金單位持有人的最佳利益行事，且由於資產應按透過公開拍賣或公開招標獲得之最佳價格出售及其他戰略性舉措應優於或等於有關回報，故可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌時的預期所得款項淨額或其他戰略性舉措將予產生之預期價值亦可能超出該資產淨值(視乎現行市場及財務狀況以及可能出售的實際日期之物業價格波動而定)。由於可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌時，基金單位持有人有權按比例收取現金所得款項淨額而並無任何折扣或扣減，或於戰略檢討後有權收取更佳或相等回報(在其他戰略性舉措被視為對當時基金單位持有人有利的情況下)，吾等認為經修訂要約價並非公平合理，原因是其較於二零一七年十二月三十一日之每基金單位經審核資產淨值6.22港元及於二零一八年六月三十日之每基金單位未經審核資產淨值6.05港元分別折讓約14.79%及12.40%。誠如上文所述，吾等認為若要約人或新管理人提出戰略性舉措(可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌除外)，預期自該等舉措收到的價值應優於或至少等於終止時的資產淨值，惟視乎當根據監管規定(包括但不限於房地產投資信託基金守則及信託契約)予以終止時的現行市場及財務狀況、物業價格波動及時間而定。

目前，儘管於最後可行日期無法確定要約人是否就可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌作出最終決定，且無法確保終止春泉產業信託後基金單位持有人的最終權利，倘須以公開拍賣或公開招標的方式進行出售以達致最佳價格，則信託契約下的機制確保基金單位持有人的權益得到保障及其份額不受折扣或扣減的影響。此外，要約人表示，預期獲提名的新經理人會選擇符合全體基金單位持有人最佳利益的戰略性舉措。因此，倘基金單位持有人擬從新經理人提出的任何戰略性舉措中獲益，其不應接納經修訂要約。此外，採納長期投資策略或憑藉春泉產業信託組合之質量而尋求長期穩定分派之基金單位持有人不應接納經修訂要約。

L. 於獲提名的新管理人進行戰略檢討後，評估要約人提出的戰略性舉措(包括可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌)

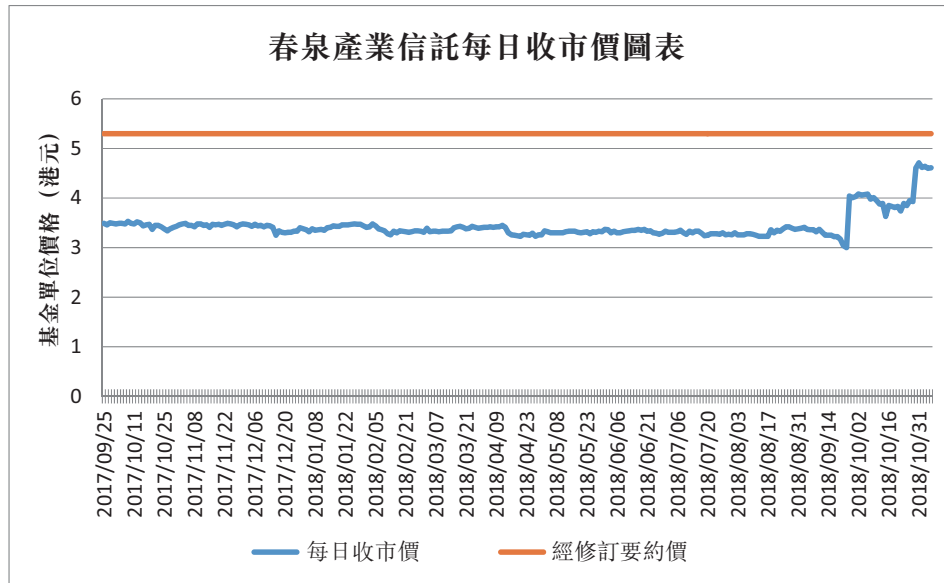
要約人提出的戰略性舉措(包括收購資產、資產增值、資本架構變動、再融資及合併及/或可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌)將為獲提名的新管理人(擬為太盟地產的聯屬公司)進行戰略檢討後的潛在結果。由於要約人特別聲明可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌為其中一項戰略性舉措，而上市公司的要約人一般並無將終止列入舉措之一，吾等認為吾等的評估亦需涵蓋該種可能性，以向基金單位持有人提出客觀見解。

就接納經修訂要約的基金單位持有人而言，彼等將於春泉產業信託終止後不再有權享有按比例分派其資產的所得款項淨額(如有)。由於可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌後的預期回報將基於二零一七年十二月三十一日之經審核資產淨值每基金單位6.22港元或二零一八年六月三十日之未經審核資產淨值每基金單位6.05港元計算(視乎現行市場狀況以及可能出售的實際日期之物業價格波動而定)，接納經修訂要約的基金單位持有人將於終止時放棄按比例享有的最終預期所得款項淨額份額與經修訂要約價(就示意性用途而言，每基金單位0.92港元或每基金單位0.75港元(假設終止時的最終預期所得款項淨額乃分別基於每基金單位6.22港元或每基金單位6.05港元而計算，視乎其根據(其中包括)上市規則及房地產投資信託基金守則的規定可能終止的實際日期的現行市場及財務狀況以及物業價格波動而定)之間的差額或折讓。

除可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌外，要約人亦提出收購資產、資產增值、資本架構變動、再融資及合併等其他舉措。由於預期獲提名的新管理人推薦符合全體基金單位持有人的整體最佳利益的戰略性舉措，基於二零一七年十二月三十一日的經審核資產淨值或二零一八年六月三十日的未經審核資產淨值，基金單位持有人所期望的回報應該優於或至少等於可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌。於要約人提出的戰略性舉措(就此，獲提名的新管理人進行戰略檢討後可能決定可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌，或經考慮獲提名的新管理人將以全體基金單位持有人的最佳利益行事後，或選擇可達致更加或至少相當回報的其他戰略性舉措)中，經修訂要約價5.30港元較春泉產業信託於二零一七年十二月三十一日之經審核資產淨值及於二零一八年六月三十日的未經審核資產淨值分別折讓14.79%及12.40%，該經修訂要約價對獨立基金單位持有人而言並非公平合理。基金單位持有人務請注意，倘經修訂要約因其並非當前管理人提出之舉措而失效，則可能出售資產、終止及除牌僅為要約人可能提出之舉措，該等舉措可能不會進行或落實。基金單位持有人亦獲告知參閱下文第M、N、O及P段分別載列之香港上市房地產投資信託基金之基金單位價格表現及交易流通量分析以及可資比較公司分析、香港上市之房地產投資信託基金之基金單位之全面要約條款以及新加坡房地產投資信託基金之可資比較交易分析。

M. 基金單位價格表現及春泉產業信託的交易流通量

下圖載列要約期開始前12個月至最後可行日期(包括該日)止期間聯交所上市之春泉產業信託之收市價變動：



資料來源：聯交所網站

誠如上圖基金單位價格所示，要約期開始前12個月至最後可行日期(包括該日)止期間，春泉產業信託之基金單位價格於要約期開始前通常按介乎約3.00港元至3.50港元之範圍內之價格買賣，平均價格為3.43港元。該穩定基金單位價格自最後交易日3.00港元增加約53.67%至最後可行日期之基金單位價格4.61港元，且自十二個月的平均基金單位價格3.43港元增加約34.40%至最後可行日期之基金單位價格4.61港元，此乃由於有關要約的市場預期所致。該期間之最高及最低基金單位價格分別為二零一八年十月三十一日及二零一八年九月二十四日之4.71港元及3.00港元。吾等的理解為，經與管理人討論後，房地產投資信託基金的投資者基礎主要趨向為具有長期投資願景之長期基金或專業及零售投資者，彼等並非追求短期利益的投機者，從而導致要約期開始前12個期間的基金單位價格表現保持穩定。

## 獨立財務顧問函件

經修訂要約價5.30港元(上圖以紅色線標註之基金單位價格)高於要約期開始前12個月期間之最高基金單位價格，故導致基金單位的成交量增加(如下表平均每日成交量所示)。經修訂要約價亦較春泉產業信託的首次公開發售價格每基金單位3.81港元溢價39.11%及較自上市起直至最後交易日的最高交易價每基金單位3.91港元高35.55%，且較最後交易日的收市價每基金單位3.00港元溢價76.67%。基金單位價格已按較最後交易日之資產淨值有所折讓之價格買賣，其較二零一七年十二月三十一日經審核資產淨值每基金單位6.22港元及二零一八年六月三十日未經審核資產淨值每基金單位6.05港元分別折讓約51.77%及50.41%。於最後可行日期，進行交易的基金單位價格亦較二零一七年十二月三十一日經審核資產淨值每基金單位6.22港元及二零一八年六月三十日未經審核資產淨值每基金單位6.05港元分別折讓約25.88%及23.80%。然而，最後可行日期之基金單位價格4.61港元仍較經修訂要約價折讓約13.02%，表明基金單位持有人無法悉數按經修訂要約價或高於經修訂要約價在第二市場上剝離其基金單位。此外，鑒於經修訂要約價仍較二零一七年十二月三十一日之經審核資產淨值或二零一八年六月三十日之未經審核資產淨值分別折讓14.79%及12.40%(此乃可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌(要約人提出之其中一項可能戰略措施)的一個重大因素，有關詳情已於上文第J、K及L段解釋)，除向有意利用要約期開始前創造之市場流動資金及接納經修訂要約以獲取短期收益之基金單位持有人提供短期退出機會，鑒於戰略性舉措可能有所不同，春泉產業信託之合適估值基準應為春泉產業信託的資產淨值，故儘管經修訂要約價較市場基金價格有所溢價，但其並不公平合理。基金單位持有人或會於密切關注基金單位的市價及成交量後考慮於公開市場上出售其基金單位，把握目前基金單位價格水平及成交量而清算其全部或部分基金單位(倘成交市價高於經修訂要約價)或彼等可考慮接納經修訂要約。基金單位持有人務請於要約期間買賣春泉產業信託基金單位時極度審慎行事，原因為經修訂要約按經修訂要約文件所載條件或會失效，且無法確保基金單位價格將不論是否宣佈經修訂要約為無條件均會維持現有水平。



## 獨立財務顧問函件

下表載列要約期開始前12個月至最後可行日期(包括該日)止期間，春泉產業信託基金單位之平均每日成交量、平均每日成交量佔春泉產業信託已發行基金單位總數之百分比、平均每日成交量佔獨立基金單位持有人所持春泉產業信託基金單位總數之百分比：

| 期間／月份                        | 春泉產業<br>信託基金單位<br>於月份／期間之<br>平均每日成交量 | 平均每日成交量                                     | 平均每日成交量                                                 |
|------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
|                              |                                      | 佔春泉產業信託<br>已發行基金單位<br>總數之概約<br>百分比<br>(附註1) | 佔獨立單位<br>持有人所持<br>春泉產業信託<br>基金單位總數之<br>概約百分比<br>(附註1、2) |
| 自二零一八年十一月一日至<br>最後可行日期(包括該日) | 499,500                              | 0.04%                                       | 0.05%                                                   |
| 二零一八年十月                      | 3,266,286                            | 0.26%                                       | 0.30%                                                   |
| 二零一八年九月                      | 2,944,737                            | 0.23%                                       | 0.27%                                                   |
| 二零一八年八月                      | 162,178                              | 0.01%                                       | 0.02%                                                   |
| 二零一八年七月                      | 184,718                              | 0.01%                                       | 0.02%                                                   |
| 二零一八年六月                      | 196,083                              | 0.02%                                       | 0.02%                                                   |
| 二零一八年五月                      | 204,619                              | 0.02%                                       | 0.02%                                                   |
| 二零一八年四月                      | 468,713                              | 0.04%                                       | 0.04%                                                   |
| 二零一八年三月                      | 407,021                              | 0.03%                                       | 0.04%                                                   |
| 二零一八年二月                      | 548,325                              | 0.04%                                       | 0.05%                                                   |
| 二零一八年一月                      | 913,722                              | 0.07%                                       | 0.09%                                                   |
| 二零一七年十二月                     | 645,158                              | 0.05%                                       | 0.06%                                                   |
| 二零一七年十一月                     | 562,589                              | 0.04%                                       | 0.05%                                                   |
| 二零一七年十月                      | 510,325                              | 0.04%                                       | 0.05%                                                   |

資料來源：聯交所網站

附註：

1. 基於春泉產業信託於二零一七年十月、二零一七年十一月至二零一八年二月、二零一八年三月、二零一八年四月至七月、二零一八年八月至二零一八年十月直至最後可行日期已發行基金單位總數分別1,254,419,551個、1,257,705,732個、1,261,411,963個、1,265,180,645個及1,268,972,532個計算。
2. 基於獨立基金單位持有人於二零一七年十月、二零一七年十一月至二零一八年二月、二零一八年三月、二零一八年四月至二零一八年七月、二零一八年八月至二零一八年十月直至最後可行日期所持基金單位總數分別1,066,388,151個、1,069,674,332個、1,073,380,563個、1,077,149,245個及1,080,941,132個(誠如要約文件所披露，按春泉產業信託於當月已發行基金單位總數與要約人及其一致行動人士所持基金單位188,031,400個的差額計算)。

## 獨立財務顧問函件

上表列示，平均每日成交量由二零一八年八月的約162,178個基金單位分別大幅增加至二零一八年九月及二零一八年十月的約2,944,737個基金單位及3,266,286個基金單位，並於二零一八年十一月直至最後可行日期減至約499,500個基金單位。成交量於二零一八年九月及十月劇增乃由於要約期開始所致，每日平均成交量佔獨立基金單位持有人所持春泉產業信託基金總數的百分比分別為約0.27%及0.30%，而成交量於二零一八年十一月一日至最後可行日期(包括該日)止期間有所減少，平均成交量佔獨立基金單位持有人所持春泉產業信託基金單位總數的百分比為約0.05%。基於上表所述，按絕對值計算，相較春泉產業信託的已發行基金單位總數及獨立基金單位持有人所持基金單位總數而言，於要約期開始前12個基金單位的平均每日成交量並不高。除要約期開始導致自二零一八年九月以來的平均每日成交量增加外，二零一八年一月的平均每日成交量屬最高，約為913,722個基金單位。儘管如此，由於經修訂要約可能根據經修訂要約文件所載條件失效，故基金單位持有人於要約期間買賣春泉產業信託基金單位時務請審慎行事，且概不能確定交易流通量將維持近期的上升趨勢(不論經修訂要約是否宣佈為無條件)。就是否接納經修訂要約而言，務請基金單位持有人參閱下文推薦意見一節。

### N. 於香港上市的房地產投資信託基金可資比較公司分析

下表載列於最後可行日期於香港上市的所有房地產投資信託基金同業公司的比較：

| 股份代號  | 房地產投資信託基金可資比較公司名稱<br>(附註1) | 基金單位<br>最後<br>交易價<br>(港元) | 市值<br>(百萬港元)<br>(附註2) | 可供分派                                        | 基金單位                                      | 每基金<br>單位之<br>資產淨值<br>(港元)<br>(附註2) | 價格與<br>可供分派<br>收入總額<br>比率<br>(A)/(B) | 市賬率/<br>價格與<br>資產淨值<br>比率<br>(A)/(C) | 分派<br>收益率<br>(%) |
|-------|----------------------------|---------------------------|-----------------------|---------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|------------------|
|       |                            |                           |                       | 收入總額<br>(可供分派<br>收入總額)<br>(百萬港元)<br>(附註3、4) | 應佔資產<br>淨值(資產<br>淨值)<br>(百萬港元)<br>(附註3、4) |                                     |                                      |                                      |                  |
|       |                            |                           | (A)                   | (B)                                         | (C)                                       |                                     |                                      |                                      |                  |
| 1426  | 春泉產業信託<br>(附註6)            | 4.61                      | 5,850                 | 261                                         | 7,695                                     | 6.05                                | 22.41                                | 0.76                                 | 5.21             |
|       |                            | 3.00                      | 3,807                 | 261                                         | 7,695                                     | 6.05                                | 14.59                                | 0.50                                 | 8.00             |
| 823   | 領展房地產投資信託基金                | 72.00                     | 152,063               | 5,281                                       | 178,594                                   | 84.56                               | 28.79                                | 0.85                                 | 3.56             |
| 405   | 越秀房地產投資信託基金                | 4.93                      | 14,984                | 939                                         | 16,274                                    | 5.35                                | 15.96                                | 0.92                                 | 6.52             |
| 87001 | 匯賢產業信託                     | 3.48                      | 20,020                | 1,692                                       | 30,435                                    | 5.29                                | 11.83                                | 0.66                                 | 9.24             |
| 2778  | 冠君產業信託                     | 5.39                      | 31,516                | 1,487                                       | 60,351                                    | 10.32                               | 21.19                                | 0.52                                 | 4.64             |
| 778   | 置富產業信託                     | 8.70                      | 16,680                | 971                                         | 26,888                                    | 14.02                               | 17.18                                | 0.62                                 | 6.06             |
| 808   | 泓富產業信託                     | 2.82                      | 4,190                 | 262                                         | 8,054                                     | 5.44                                | 15.99                                | 0.52                                 | 6.52             |
| 435   | 陽光房地產基金                    | 4.85                      | 7,992                 | 451                                         | 14,857                                    | 9.02                                | 17.72                                | 0.54                                 | 5.73             |
| 1881  | 富豪產業信託                     | 2.20                      | 7,166                 | 473                                         | 15,485                                    | 4.75                                | 15.15                                | 0.46                                 | 6.73             |
| 625   | 睿富房地產基金(附註1)               | 4.35                      | 2,019                 | 不適用                                         | (100)                                     | 不適用                                 | 不適用                                  | 不適用                                  | 不適用              |
| 1275  | 開元產業信託                     | 1.66                      | 1,598                 | 194                                         | 2,732                                     | 2.84                                | 8.24                                 | 0.58                                 | 7.19             |
|       | 最高值(附註1、6)                 |                           |                       |                                             |                                           |                                     | 28.79                                | 0.92                                 | 9.24             |
|       | 中間值(附註1、6)                 |                           |                       |                                             |                                           |                                     | 16.59                                | 0.60                                 | 6.29             |
|       | 平均值(附註1、6)                 |                           |                       |                                             |                                           |                                     | 17.45                                | 0.64                                 | 6.14             |
|       | 最低值(附註1、6)                 |                           |                       |                                             |                                           |                                     | 8.24                                 | 0.46                                 | 3.56             |
|       | 經修訂發售價(附註5)                | 5.30                      | 6,726                 | 261                                         | 7,695                                     | 6.05                                | 25.77                                | 0.88                                 | 4.53             |

資料來源：聯交所網站、各自年報



## 獨立財務顧問函件

附註：

1. 房地產投資信託基金可資比較公司不包括睿富中國商業房地產投資信託基金，原因為其於二零一零年出售其全部房地產業務及相關資產，且正處於終止及清盤中。吾等認為就該方面作出有意義分析而言，睿富房地產基金與春泉產業信託不具可比性。
2. 房地產投資信託基金可資比較公司之市值乃按其各自於最後可行日期之每基金單位收市價。其各自最新刊發之翌日披露報表或月度報表內之已發行基金單位數目計算。
3. 基金單位持有人應佔可供分派收入總額及資產淨值乃摘錄自房地產投資信託基金可資比較公司之各自年報。
4. 就示意性用途而言，人民幣按1.00港元兌人民幣0.88元之概約匯率兌換為港元，而美元按1.00港元兌0.13美元之概約匯率兌換為港元(倘適用)。
5. 根據最後可行日期要約價每基金單位5.30港元及基金單位總數1,268,972,532個基金單位計算。
6. 就示意性用途而言，春泉產業信託於最後交易日的基金單位最後交易價，以減少要約對春泉產業信託基金單位價格的影響，且不用於計算最高值、中間值、平均值及最低值。

於上述在聯交所上市之11個房地產投資信託基金中，於最後可行日期及最後交易日，春泉產業信託價格與可供分派收入總額比率分別為22.41及14.59，而市賬率分別為0.76及0.50。基於經修訂要約價，春泉產業信託之價格與可供分派收入總額比率及市賬率分別為25.77及0.88。於最後可行日期，春泉產業信託之價格與可供分派收入總額比率與市賬率分別為約28.42%及18.75%，高於所有於香港上市之房地產投資信託基金之平均值，而春泉產業信託於最後交易日之價格與可供分派收入總額比率及市賬率為約16.39%及21.88%，低於所有於香港上市之房地產投資信託基金之平均值。基於經修訂要約價計算的春泉產業信託之價格與可供分派收入總額比率與市賬率均高於香港上市之房地產投資信託基金之平均值及中間值，及高於香港上市之房地產投資信託基金的所有相關比率，惟領展房地產投資信託基金及越秀房地產投資信託基金除外。

吾等注意到，於最後可行日期，香港房地產投資信託基金的分派收益率介乎3.56%至9.24%，平均值為6.14%，而春泉產業信託之分派收益率為5.21%，低於香港上市的所有房地產投資信託基金的市場平均值。基於最後交易日的基金單位收市價3.00港元，春泉產業信託的分派收益率為8.00%，乃香港上市的所有房地產投資信託基金的最高者，惟匯賢產業信託除外。基於經修訂要約價，春泉產業信託的分派收益率為4.53%，低於香港上市的所有房地產投資信託基金的平均值及中間值。

## 獨立財務顧問函件

下表載列自二零一三年十二月五日(即春泉產業信託上市日期)至二零一八年九月二十四日(即要約期開始前之最後交易日)(包括該日)期間,於香港上市的所有房地產投資信託基金的同業公司基金單位變化比較,以及恒生指數及恒生房地產基金指數收市價之變動:

| 股份代號          | 房地產投資信託基金<br>可資比較公司名稱 | 於二零一三年                                   | 於二零一八年                                    | 基金單位                               | 基金單位                              |
|---------------|-----------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------|
|               |                       | 十二月五日<br>基金單位<br>最後交易價/<br>指數收市價<br>(港元) | 九月二十四日<br>基金單位<br>最後交易價/<br>指數收市價<br>(港元) | 最後交易價/<br>指數收市價<br>溢價/(折讓)<br>(港元) | 最後交易價/<br>指數收市價<br>溢價/(折讓)<br>(%) |
| 1426          | 春泉產業信託                | 3.81 (附註2)                               | 3.00                                      | (0.81)                             | (21.26%)                          |
| 823           | 領展房地產投資信託基金           | 38.00                                    | 73.70                                     | 35.70                              | 93.95%                            |
| 405           | 越秀房地產投資信託基金           | 3.82                                     | 5.15                                      | 1.33                               | 34.82%                            |
| 87001         | 匯賢產業信託                | 3.86                                     | 3.15                                      | (0.71)                             | (18.39%)                          |
| 2778          | 冠君產業信託                | 3.54                                     | 5.46                                      | 1.92                               | 54.24%                            |
| 778           | 置富產業信託                | 6.25                                     | 9.28                                      | 3.03                               | 48.48%                            |
| 808           | 泓富產業信託                | 2.28                                     | 3.06                                      | 0.78                               | 34.21%                            |
| 435           | 陽光房地產基金               | 3.01                                     | 5.27                                      | 2.26                               | 75.08%                            |
| 1881          | 富豪產業信託                | 2.25                                     | 2.24                                      | (0.01)                             | (0.44%)                           |
| 625           | 睿富房地產基金(附註1)          | 4.35                                     | 4.35                                      | 不適用                                | 不適用                               |
| 1275          | 開元產業信託                | 3.63                                     | 1.88                                      | (1.75)                             | (48.21%)                          |
|               | 最高值(附註1)              |                                          |                                           |                                    | 93.95%                            |
|               | 中間值(附註1)              |                                          |                                           |                                    | 34.52%                            |
|               | 平均值(附註1)              |                                          |                                           |                                    | 25.25%                            |
|               | 最低值(附註1)              |                                          |                                           |                                    | (48.21%)                          |
| 恒生指數          | 恒生指數                  | 23,712.57                                | 27,499.39                                 | 3,786.82                           | 15.97%                            |
| 恒生房地產<br>基金指數 | 恒生房地產基金指數             | 5,407.77                                 | 7,283.79                                  | 1,876.02                           | 34.69%                            |

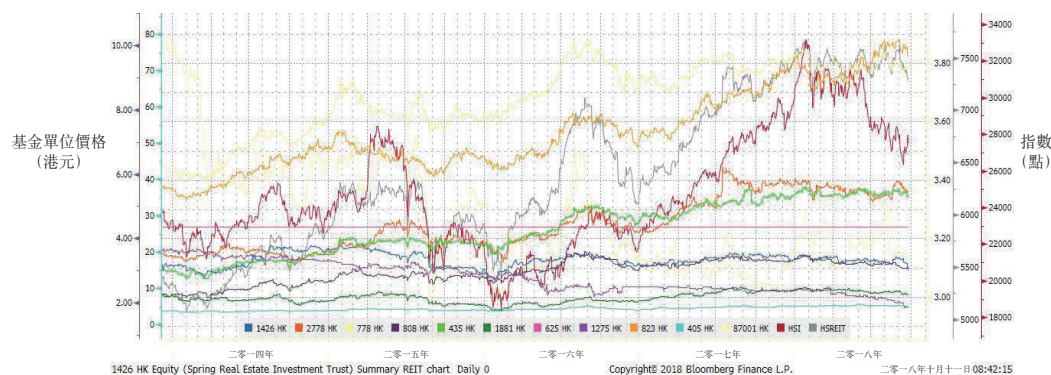
資料來源: 彭博

附註:

1. 房地產投資信託基金可資比較公司不包括睿富中國商業房地產投資信託基金, 原因為其於二零一零年出售其全部房地產業務及相關資產, 且正處於終止及清盤中。吾等認為就該方面作出有意義分析而言, 睿富房地產基金與春泉產業信託不具可比性。
2. 春泉產業信託的首次公開發售價。

## 獨立財務顧問函件

下表亦載列自二零一三年十二月五日(即春泉產業信託上市日期)至二零一八年九月二十四日(即要約期開始前之最後交易日)(包括該日)期間,於聯交所上市之春泉產業信託基金單位收市價變動與香港上市的其他房地產投資信託基金的收市價變動比較,以及恒生指數及恒生房地產基金指數收市價之變動:



資料來源： 彭博

誠如上文同業公司比較表格及香港上市之所有房地產投資信託基金之基金單位價格圖表所示,自春泉產業信託於二零一三年首次公開發售起至最後交易日,春泉產業信託之基金單位價格下降21.26%,此乃低於香港上市的所有房地產投資信託基金單位價格表現之平均值及中間值,但表現優於開元產業信託(其基金單位價格下降48.21%)。同期,儘管春泉產業信託基金單位價格表現不如恒生房地產基金指數及恒生指數,除僅作出基金單位價格比較外,吾等認為,鑒於房地產投資信託基金的獨特投資性質(其與地產股不同,後者不僅注重基金單位價格之短期資本收益,亦注重分派之長期穩定性),考慮分派收益率、價格與可供分派收入總額比率及市賬率亦屬重要。

### O. 香港房地產投資信託基金的可資比較交易分析

吾等就於香港上市之開元產業投資信託基金(「開元產業信託」)之基金單位於過去24個月僅確定一項無條件強制現金要約交易。此乃為過去24個月於香港上市之房地產投資信託基金涉及私有化或全面現金要約之詳盡可資比較交易清單。房地產投資信託基金並非旨在透過出售資產或投機買賣資產而提供短期資本收益,而是提供長期穩定分派。此外,鑒於房地產投資信託基金的架構及其目標與其他上市物業公司大相徑庭,吾等認為上市物業公司交易的分析對本函件所載條款及經修訂要約並無任何影響。

開元產業信託的要約價2.5011港元較最後交易日之收市價、最後交易日前(包括該日)五個連續交易日之平均收市價、最後交易日前(包括該日)十個連續交易日之平均收市價及最後可行日期之收市價分別溢價6.43%、7.34%、5.09%及0.35%。要約價亦較開元產業信託之基金單位持有人於二零一六年六月三十日應佔最近未經審核綜合資產淨值折讓約9.38%。於此情況下，要約人有意繼續開展現有業務，並不擬終止房地產信託基金。由於開元產業信託交易並未涉及可能出售資產，亦未涉及房地產投資信託基金終止或除牌，故基金單位持有人預期於完成現金要約後於可能出售資產或終止房地產投資信託基金時不會達致或超過資產淨值。儘管如此，吾等注意到，就本文件的經修訂要約而言要約價較基金單位持有人應佔最近未經審核綜合資產淨值折讓9.38%，低於較春泉產業信託於二零一七年十二月三十一日之經審核資產淨值及二零一八年六月三十日之未經審核資產淨值之分別折讓14.79%及12.40%。

#### P. 新加坡房地產投資信託基金的可資比較交易分析

吾等已於新加坡就新加坡證券交易所上市的浩正零售信託(「浩正零售信託」)基金單位，僅確定一項最近24個月進行之房地產投資信託基金的可資比較安排計劃或全面現金要約交易，而吾等認為其與經修訂要約相關，原因為其可收購房地產投資信託基金內所有基金單位的安排計劃，據此，於該計劃根據其條款生效時，房地產投資信託基金將從新加坡證券交易所之官方名單中退市及除牌。此乃為過去24個月於新加坡上市之涉及私有化或全面現金要約之房地產投資信託基金之詳盡可資比較交易清單。有關該交易之詳情乃於下文詳述。儘管採用資產淨值對房地產投資信託基金進行比較可能因會計政策(尤其是減值及攤銷政策)不同而受到影響，但吾等認為有關交易的條款可直接與於香港上市的房地產信託基金比較。

根據浩正零售信託日期為二零一七年八月二十二日之計劃文件(「計劃文件」)，於二零一七年六月二十八日，浩正零售信託的受託人—經理與要約人(一間於新加坡註冊成立的公司，由Blackstone Group L.P.聯屬公司進行資金管理或提供諮詢服務)聯合宣佈建議由要約人收購浩正零售信託的全部已發行基金單位。根據計劃文件，The Blackstone Group L.P.及其聯屬公司(「Blackstone集團」)乃全球規模最大的機構房地產投資者之一。於二零一六年十二月三十一日，Blackstone集團於美利堅合眾國、歐洲及亞洲設有辦事處，為房地產投資管理價值1,020億美元的權益。於計劃文件日期及根據計劃文件所披露的資料，自二零零四年起，Blackstone集團已完成逾20宗上市公司房地產收購，交易價值合共超逾1,100億美元。於計劃根據其條款生效後，房地產投資信託基金將從新加坡證券交易所之官方名單中除牌及退市。浩正零售信託的計劃代價1.17新加坡元較二零一七年六月三十日的經調整每基金單位資產淨值溢價19.9%、較浩正零售信託的最後完整交易日價格、一個月成交量加權平均價(「成交量加權平均價」)及一年成交量加權平均價分別溢價24%、26%及38%。

## 獨立財務顧問函件

由於上文浩正零售信託交易及要約人於經修訂要約中的意向包括可能將房地產投資信託基金終止及除牌，而浩正零售信託計劃代價較經調整資產淨值溢價19.9%，而本要約文件中的經修訂要約價較春泉產業信託於二零一七年十二月三十一日經審核每基金單位資產淨值及二零一八年六月三十日之未經審核資產淨值分別折讓14.79%及12.40%，故就該基準而言，經修訂要約價並非公平合理。

### 推薦意見

經考慮上述主要因素及理由後，尤其是：

- (1) 自上市以來，春泉產業信託的主要目標為擁有及投資優質創收房地產資產；
- (2) 春泉產業信託管理人的主要目標為向基金單位持有人提供穩定分派及令分派得以穩定長期增長的潛力及提升房地產資產價值；
- (3) 鑒於春泉產業信託的主要物業組合目前包括華貿物業(包括位於北京商務中心區的高端多用途發展綜合體1號及2號寫字樓所有辦公室樓層，配備購物中心及知名品牌酒店(包括北京麗思卡爾頓酒店及北京JW萬豪酒店))，採納長期投資策略或基於春泉產業信託組合質素尋求長期穩定分派(即透過春泉產業信託可投資兩幢超甲級寫字樓的機遇)之基金單位持有人，不應接納經修訂要約；
- (4) 儘管經修訂要約價較最後交易日的基金單位價格高76.67%，且較最後可行日期的基金單位價格高14.97%，亦為自春泉產業信託自上市起之每基金單位最高價格，但經修訂要約價仍(i)較二零一七年十二月三十一日之每基金單位經審核資產淨值每基金單位6.22港元折讓14.79%及(ii)較二零一八年六月三十日之每基金單位未經審核資產淨值每基金單位6.05港元折讓12.40%；
- (5) 按絕對值計，經修訂要約價分別較二零一七年十二月三十一日之每基金單位經審核資產淨值及二零一八年六月三十日之每基金單位未經審核資產淨值折讓0.92港元及0.75港元。基於最後可行日期尚未發行基金單位總數1,268,972,532個基金單位，折讓分別約為11億港元及900百萬港元；



- (6) 要約人對春泉產業信託之營運之意向(包括但不限於獲提名之新管理人於開展戰略檢討後或會推薦進行可能出售資產、春泉產業信託終止及除牌及／或其他應產生優於或至少等於春泉產業信託未經審核資產淨值的回報的戰略性舉措(如其符合基金單位持有人整體之最佳利益))，及意欲參與新管理人可能提出的戰略檢討及戰略性舉措的基金單位持有人不應接納經修訂要約；
- (7) 根據信託契約，於終止春泉產業信託後，資產出售應採用公開拍賣或公開招標的方式獲得最佳價格，而該舉措或其他戰略性舉措很可能將導致價格高於或至少等於上文所披露的每基金單位的當前資產淨值；及
- (8) 根據於新加坡上市的房地產投資信託基金的可資比較交易與浩正零售信託私有化有關，該私有化之計劃代價按較浩正零售信託每基金單位最近經調整資產淨值溢價19.9%的價格計算，

吾等認為經修訂要約的條款對獨立基金單位持有人而言並非公平合理，且吾等建議獨立基金單位持有人及獨立董事委員會推薦獨立基金單位持有人不接納經修訂要約。

考慮於要約期間撤回投資獲得短期收益之基金單位持有人或會於密切關注基金單位的市價及成交量後考慮於公開市場上出售其基金單位，藉以把握目前基金單位價格水平及成交量而清算其全部或部分基金單位(倘市價高於經修訂要約價)或彼等可考慮接納經修訂要約。

作出該推薦意見時，吾等亦知悉基金單位持有人可按其個人喜好、投資期限及目標自由接納要約且彼等須就其具體情況向其本身之專業顧問諮詢意見。此外，由於經修訂要約根據經修訂要約文件所載條款及條件或會失效，基金單位持有人於要約期結束前可決定於經修訂要約宣佈成為無條件後是否採取措施及採取何種措施。要約期結束後，經修訂要約將不可再供接納。

## 獨立財務顧問函件

然而，經修訂要約可根據經修訂要約文件所載條款及條件失效，務請基金單位持有人於買賣基金單位時審慎行事並密切關注市價及或不可得以持續維持的成交量。

此 致

春泉產業信託  
獨立董事委員會、  
獨立基金單位持有人及受託人 台照

代表

**Trinity Corporate Finance Limited**

|      |      |
|------|------|
| 葉偉其  | 龐朝恩  |
| 負責人員 | 負責人員 |

二零一八年十一月八日

葉偉其先生及龐朝恩女士乃證券及期貨事務監察委員會註冊之持牌人士及 *Trinity Corporate Finance Limited* 之負責人員。 *Trinity Corporate Finance Limited* 根據證券及期貨條例可從事第6類(就機構融資提供意見)受規管活動。葉偉其先生及龐朝恩女士就多項涉及香港上市公司之交易提供獨立財務顧問服務，彼等於機構融資行業分別擁有逾25年及17年經驗。



## 1. 財務概要

春泉產業信託自刊發回應文件以來並無刊發任何經更新財務資料。有關詳情請參閱回應文件附錄一「春泉產業信託之財務資料」及「以提述形式載入之資料」各段。

## 2. 債務

於最後可行日期，回應文件附錄一「3.債務」一段所載資料並無重大變動，且有關資料仍屬有效。有關詳情請參閱回應文件。

## 3. 重大變動

於最後可行日期，董事及管理人確認，除(i)惠州交易通函所述之惠州交易；及(ii)經修訂要約文件所述之經修訂要約外，自二零一七年十二月三十一日(即編製春泉產業信託最近期刊發之經審核綜合財務報表之日)起至最後可行日期，春泉產業信託之財務或交易狀況或前景概無任何重大變動。

## 1. 責任聲明

管理人及董事共同及個別地對本經修訂要約回應文件(與要約人及其一致行動人士、經修訂要約條款、要約人對春泉產業信託、管理人及其僱員之意向及春泉產業信託之上市地位相關之資料除外，該等資料摘錄或概述自經修訂要約文件或根據經修訂要約文件編製)所載資料準確性承擔全部責任，並在作出一切合理查詢後確認，據彼等所深知，本經修訂要約回應文件內表達之意見乃經審慎及周詳考慮後作出，並本經修訂要約回應文件並無遺漏任何其他事實，致令本經修訂要約回應文件內任何陳述具誤導性。董事僅就轉載或呈列與要約人及其一致行動人士、經修訂要約條款、要約人對春泉產業信託、管理人及其僱員之意向及春泉產業信託之上市地位相關之資料(該等資料摘錄或概述自經修訂要約文件或根據經修訂要約文件編製)之準確性承擔責任，但概不就該等資料承擔其他責任。

## 2. 春泉產業信託證券

於最後可行日期，春泉產業信託合共擁有1,268,972,532個已發行基金單位。除於二零一八年三月二十六日發行之3,706,231個基金單位、於二零一八年四月二十七日發行之3,768,682個基金單位及於二零一八年八月三日發行之3,791,887個基金單位(該等基金單位均為根據信託契約支付管理人的基礎費用)外，自二零一七年十二月三十一日(即編製春泉產業信託最新刊發之經審核財務報表之日)起至最後可行日期，春泉產業信託概無發行任何新基金單位。待及於惠州交易完成後，根據惠州交易收購契約，春泉產業信託將向惠州交易的賣方發行新基金單位，作為部分收購代價，有關詳情披露於惠州交易通函。

於最後可行日期，春泉產業信託概無尚未行使購股權、認股權證、受影響換股權或可轉換為基金單位之證券，且並未訂立任何協議以發行該等購股權、認股權證、換股權或可兌換證券。

現時所有已發行基金單位各自在所有方面享有同等權利，包括有關投票、股息及股本之權利。

### 3. 權益披露

#### (i) 要約人之股權及交易

於最後可行日期，春泉產業信託、受託人、管理人聯繫人集團或任何董事概無於股本、與作為經修訂要約代價將予發行的任何基金單位大致享有同等權利的證券(如適用)及有關要約人的上述可兌換證券、認股權證、購股權及衍生工具(「**要約人相關證券**」)中擁有任何權益，且該等人士(包括春泉產業信託)概無於有關期間買賣要約人之相關證券。

#### (ii) 於管理人聯繫人集團、董事及受託人之基金單位之權益披露

於最後可行日期，回應文件附錄三「3.權益披露 — (ii)於管理人聯繫人集團、董事及受託人之基金單位之權益披露」一段所載資料概無重大變動。詳情請參閱回應文件。

#### (iii) 春泉產業信託之證券交易

於最後可行日期，回應文件附錄三「3.權益披露 — (iii)春泉產業信託之證券交易」一段所載資料概無重大變動。詳情請參閱回應文件。

#### (iv) 於春泉產業信託之其他權益

- (a) 於最後可行日期，回應文件附錄三「3.權益披露 — (iv)於春泉產業信託之其他權益」一段所載資料概無重大變動。詳情請參閱回應文件。

#### 4. 影響及有關董事之安排

於最後可行日期，回應文件附錄三「4.影響及有關董事之安排」一段所載資料概無重大變動。詳情請參閱回應文件。

#### 5. 董事服務合約

於最後可行日期，回應文件附錄三「5.董事服務合約」一段所載資料概無重大變動。詳情請參閱回應文件。

#### 6. 重大訴訟

於最後可行日期，回應文件附錄三「6.重大訴訟」一段所載資料概無重大變動。詳情請參閱回應文件。

#### 7. 重大合約

於最後可行日期，回應文件附錄三「7.重大合約」一段所載資料概無重大變動。詳情請參閱回應文件。

#### 8. 專家資格及同意書

下文載列名列本經修訂要約回應文件或於本經修訂要約回應文件發表意見或建議的專家資格：

| 名稱                                | 資格                                   |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| Trinity Corporate Finance Limited | 根據證券及期貨條例可進行第6類(就機構融資提供意見)受規管活動之持牌法團 |

Trinity Corporate Finance Limited已就本經修訂要約回應文件之刊發發出同意書，同意按本經修訂要約回應文件所示形式及內容分別轉載其意見、函件及引述其名稱及標誌，且迄今並無撤回同意書。

於最後可行日期，Trinity Corporate Finance Limited並無擁有春泉產業信託的基金單位，亦無擁有可認購或提名他人認購春泉產業信託證券的任何權利(不論是否可依法強制執行)。

於最後可行日期，Trinity Corporate Finance Limited概無於春泉產業信託自二零一七年十二月三十一日(即春泉產業信託最近期刊發的經審核綜合財務報表的編製日期)以來已收購或出售或租賃或擬收購或出售或租賃的任何資產中，擁有任何直接或間接權益。

## 9. 可供查閱的其他文件

除回應文件附錄三「可供查閱文件」一節所載文件(仍可於證監會及春泉產業信託網站查閱及列示)外，下列其他文件之副本於本經修訂要約回應文件日期起至要約期結束止期間(i)任何工作日(星期六、星期日及香港公眾假期除外)正常營業時間(上午九時正至下午五時正)(香港時間)內於管理人的香港註冊辦事處(地址為香港德輔道中68號萬宜大廈28樓2801室)；或(ii)於春泉產業信託網站(<http://www.springreit.com>)或證監會網站(<http://www.sfc.hk>)可供查詢：

- (i) 董事會函件，其全文載於本經修訂要約回應文件第3至16頁；
- (ii) 獨立董事委員會函件，其全文載於本經修訂要約回應文件第17至18頁；
- (iii) 獨立財務顧問函件，其全文載於本經修訂要約回應文件第19至52頁；
- (iv) 本附錄「專家資格及同意書」一節所述獨立財務顧問的書面同意；及
- (v) 本經修訂要約回應文件。

**10. 一般資料**

- (i) 管理人之註冊辦事處位於香港德輔道中68號萬宜大廈28樓2801室。
- (ii) 管理人公司秘書為富榮秘書服務有限公司，其位於香港灣仔告士打道128號祥豐大廈1樓B室。
- (iii) 春泉產業信託之基金單位登記處為香港中央證券登記有限公司，其位於香港灣仔皇后大道東183號合和中心17樓1712-1716室。
- (iv) 洛希爾(香港)有限公司之註冊辦事處位於香港中環遮打道18號歷山大廈16樓。
- (v) Trinity Corporate Finance Limited之註冊辦事處位於香港干諾道中68號華懋廣場II期7樓7B室。
- (vi) 本經修訂要約回應文件之中英文本如有歧義，概以英文版本為準。