

国泰君安证券股份有限公司

关于上海电气集团股份有限公司

发行股份购买上海集优机械股份有限公司 47.18%股权

之

估值报告

独立财务顾问



国泰君安证券股份有限公司
GUOTAI JUNAN SECURITIES CO., LTD.

二零一七年六月

声 明

一、国泰君安证券股份有限公司（以下简称“国泰君安”）作为上海电气集团股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易（以下简称“本次交易”）的独立财务顾问及标的资产上海集优机械股份有限公司 47.18%股权的估值机构，在执行估值过程中，遵循了相关中国法律法规，恪守独立、客观和公正的原则；根据国泰君安在估值工作过程中收集的资料，估值报告陈述的内容是客观的。

二、本报告为国泰君安根据《上市公司重大资产重组管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组（2014 年修订）》等法规和规范性文件的要求出具，供投资者使用。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

三、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

四、就报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对交易双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对交易双方未来发展前景发表任何意见。

六、在形成本报告的过程中，并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，投资者应及时就其投资组合咨询其各自的股票经纪人、律师、会计师，税务顾问或其它专业顾问。

七、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的词语或简称与《上海电气集团股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的涵义。

第一章 背景情况介绍

一、交易双方概况

上海电气成立于 2004 年 3 月 1 日，注册地为上海市兴义路 8 号万都中心 30 楼，主营业务为电站及输配电，机电一体化，交通运输、环保设备的相关装备制造产品的设计、制造、销售等。截至本估值报告出具日，上海电气的总股本为 13,431,156,430 股；其中，上海电气的控股股东电气总公司通过直接及间接方式持有上海电气股份 7,806,251,017 股，占上海电气总股本的 58.12%。

上海集优成立于 2005 年 9 月 30 日，注册地为上海市恒丰路 600 号机电大厦 1501 室，主营业务为工业叶片、精密轴承、高强度标准件紧固件、数控机床、刀具系统、中小型特种电机等机械配套件的设计、销售、技术咨询和培训等。截至本估值报告出具日，上海集优的总股本为 1,438,286,184 股；其中，上海集优的控股股东电气总公司直接持有上海集优股份 678,576,184 股，占上海集优总股本的 47.18%。

交易双方具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《上海电气集团股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》。

二、本次交易方案

上海电气发行股份购买上海集优 47.18% 内资股股份作为上海电气发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易（以下简称“本次交易”）整体方案的一部分，与本次交易其他内容构成不可分割的组成部分。

（一）本次交易方案概要

本次交易总体方案包括：（1）发行股份购买资产；（2）发行股份募集配套资金。发行股份募集配套资金的生效和实施以发行股份购买资产的生效和实施为条件，但最终配套募集资金发行成功与否不影响发行股份购买资产的实施。本次交易方案具体如下：

1、发行股份购买资产

上海电气拟向电气总公司发行股份购买其持有的上海集优 47.18%内资股股份、自仪泰雷兹 50.10%股权、电气置业 100%股权和电气总公司持有的 26 幅土地使用权及相关附属建筑物等资产。

2、发行股份募集配套资金

为提高本次交易整合绩效，上海电气拟向包括公司控股股东电气总公司、国盛投资在内的不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金不超过 300,000.00 万元，募集资金规模不超过本次拟置入资产交易价格（不包括交易对方在本次交易停牌前六个月内及停牌期间以现金增资入股标的资产部分对应的交易价格）的 100%，且拟发行的股份数量不超过本次重组前公司总股本的 20%。

本次募集配套资金以发行股份购买资产的实施为前提条件，但募集配套资金成功与否并不影响本次发行股份购买资产的实施。

（二）本次交易上海集优 47.18%股权的定价方法

上海集优是一家在联交所挂牌上市的公司，股票代码 02345.HK。根据 2007 年 7 月 1 日开始实施的国务院国资委、中国证监会令第 19 号《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》二十四条规定，“国有股东协议转让上市公司股份的价格应当以上市公司股份转让信息公告日（经批准不须公开股份转让信息的，以股份转让协议签署日为准，下同）前 30 个交易日的每日加权平均价格算术平均值为基础确定；确需折价的，其最低价格不得低于该算术平均值的 90%。”因此，本次交易拟置入股权类资产中上海集优 47.18%内资股股份以上海集优 47.18%内资股股份转让协议签署日前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值为计算基础。

本次交易的定价基准日为上海电气与电气总公司签署《发行股份购买资产协议》当日，即 2016 年 11 月 14 日。按照前述定价原则，上海集优 47.18%股份的价格按协议签署日前 30 个交易日的上海集优 H 股每日加权平均价格的算术平均值（即 1.66 港币/股，折合 1.45 元/股）乘以上海集优 47.18%股份对应的股数（即

678,576,184 股) 确定, 即 983,935,466.80 元, 上海集优 47.18% 股份的价格以前述计算结果为基础并经电气总公司及上海电气协商确定为 983,935,466.80 元。

三、本次交易的背景和目的

(一) 本次交易的背景

1、践行“中国制造 2025”国家战略，加快设备制造转型升级

2012 年 7 月 9 日, 国务院印发的《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》(国发[2012]28 号), 提出促进战略性新兴产业快速健康发展的指导思想及发展目标, 明确将高端装备制造产业培育成为国民经济支柱产业。2012 年 5 月, 工信部印发的《高端装备制造业“十二五”发展规划》及子规划《轨道交通装备产业“十二五”发展规划》确定了轨道交通装备行业的发展地位和目标要求。

2015 年 5 月, 国务院《中国制造 2025》产业政策制定出台。《中国制造 2025》着眼长远, 为中国工业发展指明了方向。《中国制造 2025》坚持“创新驱动、质量为先、绿色发展、结构优化、人才为本”的基本方针以及“市场主导、政府引导, 立足当前、着眼长远, 整体推进、重点突破, 自主发展、开放合作”的基本原则, 提出推进信息化与工业化深度融合、把智能制造作为两化深度融合的主攻方向、推动生产过程的智能化等构想, 计划通过“三步走”战略实现制造强国的战略目标。

本次交易标的公司上海集优属于高端装备制造产业, 自仪泰雷兹从事轨道交通信号系统的生产。在相关产业政策支持下, 上述标的公司的置入及未来发展有助于上市公司提升智能制造水平与技术研发能力, 助力上市公司在“中国制造 2025”大背景下向智能化制造、服务型制造企业转型升级, 实现上市公司的进一步可持续发展。

2、把握国家“一带一路”开放战略新机遇，融入国家经济发展大局

2015 年 3 月, 发改委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》, 提出了“一带一路”的整体框架思路。“一带一路”涵盖的新兴经济体和发展中国家众多, 交通基础设施和重点工

程设施建设进步空间巨大。在“一带一路”战略的大背景下，“走出去”参与全球资源配置将成为大势所趋，这为中国企业国际化进程带来了历史性的机遇。

上海电气积极把握“一带一路”的建设机遇，本次交易置入标的上海集优、自仪泰雷兹能够提升上海电气在机械制造以及轨道交通业务领域的实力，助力上海电气“走出去”参与重点工程及交通基础设施的建设。同时，上海集优拥有丰富的海外客户资源，并通过并购荷兰内德史罗夫公司拓展了全球客户网络；自仪泰雷兹作为合资企业，也能够受益于泰雷兹集团的全球声誉及资源。二者将助力上海电气“走出去”，加快上海电气国际化进程。

3、贯彻落实国有企业深化改革目标，推进国有资本优化重组

2013年11月12日，中共十八届三中全会审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出了全面深化改革的指导思想，并就国有企业完善现代企业制度、提高企业效率、增强企业活力、进一步深化国有企业改革提出总体要求。2015年9月13日，国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》，明确指出“加大集团层面公司制改革力度，大力推动国有企业改制上市，创造条件实现集团公司整体上市”。2015年10月29日，中共十八届五中全会审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，强调深化国有企业改革，增强国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力的要求。2015年11月4日，国务院发布《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》，明确要求建立国有资本布局和调整机制，推进国有资本优化重组，提高国有资本配置和运营效率。

2013年至今，上海市相继出台了《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》、《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》等文件，明确了上海市国资改革的主要目标，即经过3-5年的推进，基本完成国有企业公司制改革，除国家政策明确必须保持国有独资的企业之外，其他企业实现股权多元化。2015年2月6日，上海市国资委召开“2015年国资国企工作会议”，提出继续推进企业集团整体上市或核心业务资产上市，启动国资流动平台。

本次交易通过置入股权类资产，实现上市公司产业链延伸，置入产业用地丰富上市公司资源储备，提升上市公司抗风险能力；本次交易置入业务与上市公司原有业务之间具有协同效应，可实现产业融合与资源共享，进一步提升上市公司经营效率，增加企业活力；本次交易引入战略投资者，将丰富上市公司的股权结构，优化企业内部治理机制；交易完成后，电气总公司持股比例将有所提升，增加了国有经济的控制力和影响力；本次资产置入后，上市公司业务范围进一步扩展，上市公司业务完整性进一步提升。

本次交易是上市公司在国有企业深化改革的大背景下，贯彻落实国企改革指导思想的重要举措，充分发挥上市公司资本运作平台的作用，实现国有资产保值增值，增强国有经济活力和运营效率，充分发挥企业的经济效益和社会效益。

4、响应国资国企改革的战略性重组，做优做强主业

2014 年以来，国务院先后下发了《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》和《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，鼓励企业通过兼并重组优化资金、技术、人才等生产要素配置，实施业务流程再造和技术升级改造，实现优势互补、做优做强。

2015 年 8 月 31 日，中国证监会、财政部、国务院国资委和银监会四部委联合发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》（证监发[2015]61 号），鼓励国有控股上市公司依托资本市场加强资源整合，调整优化产业布局结构，提高发展质量和效益；鼓励有条件的国有控股上市公司通过内部业务整合提升企业整体价值。

制造业是资金密集型产业，资本需求和流动资金需求量大。为抓住新一轮科技革命和产业变革的历史机遇，制造业企业需要在加大投入、加强研发、加快产业升级的同时，通过兼并重组等方式优化资源配置、完善内部业务流程，均衡实现外延及内生增长。

本次重组将优质股权、产业发展所需土地类资产置入上市公司，并且拟将置入资产之一电气置业打造成为上市公司存量工业地产专业运作平台。本次重组将有效增强上市公司业务完整性，增加公司可利用资源，提升运营效率，增强抗风

险能力，并募集配套资金实施建设项目增加公司盈利点，符合充分利用资本市场推进企业兼并重组的指导精神。

5、顺应中央推进供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率

新常态下中国经济下行压力明显，新旧动能转换过程中供给侧改革成为创新驱动发展战略的突破口。今年以来，随着中央对供给侧结构性改革的思想体系逐步完善，国务院各部门陆续出台供给侧结构性改革实施方案。地方政府充分了解供给侧结构性改革的重大意义，结合当地实际制定了有针对性的改革措施。上海市《关于推进供给侧结构性改革的意见》提出了八个方面的重点任务：以制度创新为核心，着力构建开放型经济新体制；以科技创新为引领，着力培育经济发展新动能；加快政府管理制度创新，着力提高行政效率；加快推动产业结构转型升级，着力扩大有效供给；以深化国资国企改革为重点，着力激发各类市场主体活力；推进金融开放创新，着力防范金融风险；多措并举降成本，着力减轻企业生产经营负担；聚焦城乡发展一体化，着力补齐薄弱环节短板。意见思路紧紧围绕创新、发展、增加有效供给，同时注重降成本、补短板、激发市场主体活力。

本次重组交易标的上海集优从事高端基础零部件生产，自仪泰雷兹提供轨道交通信号系统整体解决方案，产品面向现代化需求市场。置入上述标的公司有助于上海电气实现产品高端化、智能化的战略构想，顺应供给侧改革关于扩大有效供给和中高端供给的改革方向。

土地是供给侧改革中的关键要素之一。本次置入工业土地未来用途与上海电气产业发展规划紧密结合，并由本次置入的电气置业进行专业化管理，能够优化上市公司存量土地资源的配置，提高存量土地的利用效率，符合供给侧改革优化土地资源配置，满足新兴产业用地供给的需求。

（二）本次交易的目的

本次重组有助于实现电气总公司进一步将现有优质资产及与上市公司主营业务相关联的业务向上市公司集聚，进一步提升上市公司的盈利能力与核心竞争力，继续加强上市公司的优质资源储备，助力上市公司进行高端制造、智能制造、“制造+服务”的业务转型升级。

1、置入相关资产，完善上市公司产业布局，发挥协同效应

上市公司现有主营业务分为新能源及环保设备、高效清洁能源设备、工业装备及现代服务业四大板块，涉及制造业产业链上的多个环节。通过本次交易，电气总公司将机械基础件制造、轨道交通、信号系统等业务置入上市公司，有助于上市公司完善现有业务布局。同时，标的公司将增强上市公司的高端制造实力，提升上市公司在各业务板块与各价值环节的竞争优势，助力其成为行业领先的整体解决方案提供商。

2、减少关联交易，增强上市公司独立性，降低潜在风险

上市公司与本次交易拟置入的标的公司在发电与输配电业务方面存在业务关系，存在长期日常性关联交易。本次将标的公司置入上市公司，有助于减少关联交易，增强上市公司独立性，从而提高上市公司资产质量、改善财务状况、增强持续盈利能力，并且能有效保护上市公司中小股东利益。上市公司的运作也将更加符合市场监管要求，有利于上市公司未来资本运作的推进。

3、实现资源共享，提升上市公司研发能力和营销能力

本次交易标的公司上海集优所拥有的机械基础零部件制造技术，以及自仪泰雷兹的轨道交通信号系统技术都处于行业内较为领先的地位。通过本次交易，上市公司和上述交易标的之间可以实现资源共享，降低研发成本，从而有助于提升整体研发能力，促进上市公司的整体创新驱动和产业转型。上海集优下属子公司内德史罗夫位于荷兰，在欧洲具有广泛营销网络，此次置入将促进上市公司和内德史罗夫之间的渠道共享，增强国内外营销能力。

四、报告目的

2016年11月14日，上海电气第四届董事会第三十七次会议已审议通过本次交易的具体方案及相关事宜、本次交易涉及的相关协议及信息披露文件，同意进行本次交易。为充分保护中小投资者利益，充分、准确、完整的反映估值相关信息，国泰君安从独立估值机构的角度对上海集优47.18%股权定价情况的公允性及合理性进行分析，并出具本估值报告。

五、报告基准日

本次交易首次董事会决议日为 2016 年 11 月 14 日。本报告所引用的市场价格数据截至 2016 年 11 月 13 日。

第二章 估值思路及方法选择

一、估值思路及方法选择

从并购交易的实践操作来看，一般可以通过可比公司法、现金流折现法等方法进行交易价格合理性分析。

可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数作为参考，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对本次交易定价进行分析。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立、利用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对相关公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行贴现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。

以上两种方法的优点、缺点以及适用性如下：

可比公司法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括趋势、业务风险、发展速度等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得。其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。

现金流折现法的优点在于，从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把重组后的经营战略、协同效应结合到模型中；可以处理大多数复杂的情况。其缺点在于，财务模型中变量较多、假设较多；估值主要基于关于未来假设且较敏感，由于行业处于高度竞争状态，波动性较大，可能会影响预测的准确性；具体参数取值难以获得非常充分的依据。

本报告将结合本次交易的实际情况，从以上两种方法中选择合适的方法对本次交易价格的合理性予以考察和分析。

二、可比公司法

可比公司法，是指对公司价值进行分析时，重点关注并以具有相似业务的上市公司估值为基础判断相关公司估值倍数的合理性。

本次交易上海集优的可比公司选取范围为 H 股上市从事工业机械业务的企业，选取标准如下：1) 主要从事工业机械制造的 H 股上市公司；2) 剔除市盈率和市净率为异常值的企业，即剔除市盈率或市净率为负、无市盈率或市净率数据、市盈率超过 100 倍的上市公司。

基于上述标准，上海集优所处工业机械行业可比 H 股上市公司截至 2016 年 11 月 13 日的市盈率、市净率如下表所示：

证券代码	证券简称	市盈率 (PE,TTM)	市净率 (PB)
0255.HK	龙记集团	12.39	0.75
0319.HK	勤美达国际	7.94	1.10
0564.HK	郑煤机	41.88	0.55
0586.HK	海螺创业	13.51	1.34
0641.HK	恒天立信	10.87	1.49
0679.HK	亚洲联网科技	67.88	1.56
0838.HK	亿和控股	14.48	0.61
0929.HK	国际精密	19.38	1.17
1673.HK	华章科技	39.92	4.25
1882.HK	海天国际	13.08	2.27
2283.HK	东江集团控股	8.91	2.80
2398.HK	友佳国际	14.04	0.72
中值		13.77	1.26
均值		22.02	1.55

本次交易上海集优 47.18% 股权的交易价格为 98,393.55 万元，对应的市盈率和市净率分别为 10.25 倍和 0.63 倍，均不高于同行业可比上市公司的均值及中值水平，因此不会损害上海电气中小股东的权益。

三、现金流折现法

现金流折现法为基于未来预测的估值方法。上海集优为 H 股上市公司，在本次交易完成之前，受上市监管及商业保密限制不能提供更为详细的财务资料及

未来盈利及现金流预测。此外，公布上海集优的未来盈利及现金流预测可能会引起股价异动，增加本次交易的不确定性，因此本次交易未进行盈利及现金流预测。

因缺乏相关的可靠的财务预测数据，本次交易无法对上海集优使用现金流折现法进行估值分析。

四、与历史交易价格比较

本次交易中，以协议签署日前 30 个交易日的上海集优 H 股每日加权平均价格的算术平均值作为上海集优每股转让价格，即 1.66 港币/股。该等每股转让价格与定价基准日前一段时间上海集优股票每日加权平均价格的算术平均值比较如下：

期间	对应期间的每日加权平均价格算术平均值（港元/股）	定价基准日 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值/对应期间的每日加权平均价格算术平均值
基准日前 1 个交易日	1.75	105.42%
基准日前 5 个交易日	1.70	102.41%
基准日前 10 个交易日	1.69	101.81%
基准日前 20 个交易日	1.68	101.20%
基准日前 30 个交易日	1.66	100.00%
基准日前 60 个交易日	1.56	93.98%

由上表可知，上海集优的每股转让价格与定价基准日前 1 个交易日、前 5 个交易日、前 10 个交易日、前 20 个交易日和前 60 个交易日的每日加权平均价格算术平均值相比，差异较小。

因此，本次交易中上海集优每股转让价格的确定以定价基准日前历史价格为基础，反映了资本市场对于上海集优投资价值的判断，具有合理性。

第三章 报告假设

一、一般假设

（一）公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

（二）持续经营假设

持续经营假设是以企业持续、正常的生产经营活动为前提，在可以预见的未来，企业将会按当前的规模和状态持续经营下去，不会停业，也不会大规模削减业务。

二、特殊假设

1、本报告假设报告基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

3、相关公司在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。

4、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

5、本报告假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。

第四章 报告结论

一、报告结论

基于前述分析，本报告主要采用可比公司法并结合历史交易价格对本次交易上海集优交易价格的合理性进行分析，认为本次交易上海集优 47.18%股权的定价公允、合理，不存在损害上海电气及其股东利益的情况。

二、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次交易上海集优 47.18%股权的交易价格是否合理，未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

本报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

未征得本机构同意并审阅相关内容，本报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

本机构在报告中发表的意见均基于截至 2016 年 11 月 13 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

本报告自数据截至日起 12 个月内使用有效。

(本页无正文，为《国泰君安证券股份有限公司关于上海电气集团股份有限公司发行股份购买上海集优机械股份有限公司 47.18%股权之估值报告》之签字盖章页)

估值人员： 陈亮
陈亮

胡时阳
胡时阳


国泰君安证券股份有限公司
2017年6月15日