

中信证券股份有限公司

关于大连港股份有限公司

换股吸收合并营口港务股份有限公司

并募集配套资金暨关联交易

之

估值报告



中信证券股份有限公司
CITIC Securities Company Limited

二〇二〇年九月

声 明

一、本报告分析对象为大连港股份有限公司（以下简称“大连港”）与营口港务股份有限公司（以下简称“营口港”），相关资料来源于公开信息。

二、本报告为中信证券股份有限公司（以下简称“中信证券”）根据《上市公司重大资产重组管理办法（2020年修订）》《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（2018年修订）》等上市公司重大资产重组相关法规和规范性文件的要求出具，供营口港董事会参考。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、尽管本报告是基于和倚赖报告中所涉及的公开信息的准确性和完整性而准备的，中信证券对任何前述信息的使用并不代表其已独立地进行核实或表示同意。本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对合并双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，未对合并双方未来任何策略性、商业性决策或发展前景发表任何意见、预测和保证，亦未对其他任何事项发表意见。本报告以报告内所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。对投资者根据本报告作出的任何投资决策（包括但不限于买入、卖出和持有）可能产生的风险或损失，中信证券不承担任何责任。

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、中信证券未委托或授权其他任何机构和个人提供未在本报告中列载的信息和对本报告做任何解释或说明。未经中信证券事先书面同意，任何人不得在任何时间、为任何目的、以任何形式复制、分发或者摘录本报告或其任何内容；对

于本报告可能存在的任何歧义，仅中信证券自身有权进行解释。

八、本报告仅供大连港换股吸收合并营口港并募集配套资金暨关联交易（以下简称“本次交易”）使用，不得用于任何其他目的，对于本报告的结论，需结合本报告以及本次交易的其他披露文件的整体内容一并进行考虑。中信证券特别提请广大投资者认真阅读就本次交易事项披露的相关公告，查阅有关文件。

九、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的术语简称应具有《大连港股份有限公司换股吸收合并营口港务股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》对该等术语所规定的含义。

十、本报告中部分合计数若出现与各加数直接相加之和在尾数上有差异，均为四舍五入所致；本报告所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，均指合并报表口径的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。

第一章 背景情况介绍

一、合并双方概况

大连港是一家 A+H 股上市公司，主营业务为油品和液体化工品、集装箱、汽车、矿石、杂货、散粮客运滚装码头及相关物流业务，和港口增值与支持业务。截至 2020 年 6 月 30 日，大连港的总股本为 12,894,535,999 股，其中 A 股 7,735,820,000 股，H 股 5,158,715,999 股。大连港的控股股东大连港集团持有大连港 6,032,421,162 股，占大连港总股本的 46.78%，其中 A 股 5,310,255,162 股，H 股 722,166,000 股。大连港集团的一致行动人布罗德福国际、辽宁港湾金控、群力国际分别持有大连港 H 股 856,346,695 股、A 股 67,309,590 股、H 股 2,714,736,000 股，分别占大连港总股本的 6.64%、0.52%、21.05%。

营口港是一家 A 股上市公司，主营业务为码头及其他港口设施服务，货物装卸，仓储服务，船舶港口服务，港口设施设备和港口机械的租赁、维修服务等。截至 2020 年 6 月 30 日，营口港的总股本为 6,472,983,003 股，营口港的控股股东营口港集团持有营口港 5,067,415,378 股股份，占营口港总股本的 78.29%。

合并双方具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《大连港股份有限公司换股吸收合并营口港务股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》。

二、本次交易方案

（一）方案概要

大连港拟以发行 A 股方式换股吸收合并营口港，即大连港向营口港的所有换股股东发行 A 股股票，交换该等股东所持有的营口港股票；同时，大连港拟采用询价方式向不超过 35 名特定投资者非公开发行 A 股股份募集配套资金不超过 21 亿元。

本次换股吸收合并完成后，营口港将终止上市并注销法人资格，大连港或其

全资子公司将承继及承接营口港的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。大连港因本次换股吸收合并所发行的 A 股股票将申请在上交所主板上市流通。

本次交易方案中，本次换股吸收合并不以募集配套资金的成功实施为前提，最终募集配套资金成功与否不影响本次换股吸收合并的实施。

（二）本次合并的换股价格与换股比例

本次换股吸收合并中，大连港换股价格为定价基准日前 20 个交易日的 A 股股票交易均价，即 1.71 元/股，若大连港自定价基准日起至换股实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项，则上述换股价格将作相应调整。营口港换股价格以定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价为基础，并在此基础上给予 20% 的溢价率确定，即 2.59 元/股；若营口港自定价基准日起至换股实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项，则上述换股价格将作相应调整。

每 1 股营口港股票可以换得大连港 A 股股票数=营口港的换股价格/大连港 A 股的换股价格（计算结果按四舍五入保留四位小数）。根据上述公式，营口港与大连港的换股比例为 1:1.5146，即每 1 股营口港股票可以换得 1.5146 股大连港 A 股股票。

自定价基准日至换股实施日（包括首尾两日），除合并双方任何一方发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项或者发生按照相关法律、法规或监管部门的要求须对换股价格进行调整的情形外，换股比例在任何其他情形下均不作调整。

2020 年 6 月 29 日，大连港召开 2019 年年度股东大会审议通过 2019 年度利润分配方案，决定以大连港现有总股本 12,894,535,999 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 0.21 元（含税）；2020 年 6 月 22 日，营口港召开 2019 年年度股东大会审议通过 2019 年度利润分配方案，决定以营口港现有总股本 6,472,983,003 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 0.48 元（含税）。截至本报告书签署日，合并双方 2019 年度利润分配方案已实施完毕，上述换股价

格及换股比例相应调整，调整后大连港的换股价格为 1.69 元/股，营口港的换股价格为 2.54 元/股；调整后的换股比例为 1:1.5030，即每 1 股营口港股票可以换得 1.5030 股大连港 A 股股票。

（三）大连港异议股东的保护机制

大连港异议股东指在参加大连港为表决本次换股吸收合并而召开的股东大会和相应的类别股东会上就关于本次合并方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和就关于本次合并双方签订合并协议及其补充协议的相关议案表决时均投出有效反对票，并且一直持续持有代表该反对权利的股份直至大连港异议股东收购请求权实施日，同时在规定时间内履行相关申报程序的大连港的股东。

为保护大连港股东利益，减少本次换股吸收合并后大连港股价波动对投资者的影响，根据《公司法》及《大连港股份有限公司章程》的相关规定，本次换股吸收合并交易中将赋予大连港异议股东收购请求权。本次换股吸收合并将由大连港集团及布罗德福国际分别担任大连港 A 股异议股东及大连港 H 股异议股东的收购请求权提供方。在此情况下，该等大连港异议股东不得再向任何同意本次换股吸收合并的大连港的股东主张收购请求权。

大连港 A 股异议股东收购请求权价格为大连港 A 股股票停牌前 A 股 20 个交易日（即定价基准日前 A 股 20 个交易日）股票交易均价，即 1.71 元/股。若大连港 A 股自定价基准日至收购请求权实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项，则 A 股收购请求权价格将做相应调整。

大连港 H 股异议股东收购请求权价格为大连港 A 股股票停牌前 H 股 20 个交易日股票交易均价，即 0.67 港元/股。若大连港 H 股自定价基准日至收购请求权实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项，则 H 股收购请求权价格将做相应调整。

2020 年 6 月 29 日，大连港召开 2019 年年度股东大会审议通过 2019 年度利润分配方案，决定以大连港现有总股本 12,894,535,999 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 0.21 元（含税，按照截至 2020 年 6 月 29 日前 5 个工作日中国人民银行公布的人民币兑港币平均汇率，即 1 港元兑人民币 0.9133 元，折合 H

股每股派发现金股利 0.02299 港元)。截至本报告书签署日,大连港 2019 年度利润分配方案已实施完毕,大连港 A 股异议股东收购请求权价格及 H 股异议股东收购请求权价格相应调整,调整后的大连港 A 股异议股东收购请求权价格为 1.69 元/股,调整后的大连港 H 股异议股东收购请求权价格为 0.65 港元/股。

行使收购请求权的大连港异议股东,可就其有效申报的每一股大连港股票,在收购请求权实施日,获得由收购请求权提供方按照收购请求权价格支付的现金对价,同时将相对应的股份过户到收购请求权提供方名下。收购请求权提供方应当于收购请求权实施日受让大连港异议股东行使收购请求权的全部大连港股份,并相应支付现金对价。

登记在册的大连港异议股东行使收购请求权需同时满足以下条件:①就大连港 A 股股东而言,在大连港关于本次合并的股东大会和 A 股类别股东会上就关于本次合并方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和就关于本次合并双方签订合并协议及其补充协议的相关议案表决时均投出有效反对票;就大连港 H 股股东而言,在大连港关于本次合并的股东大会和 H 股类别股东会上就关于本次合并方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和就关于本次合并双方签订合并协议及其补充协议的相关议案表决时均投出有效反对票;②自大连港审议本次换股吸收合并的股东大会、类别股东会的股权登记日起,作为有效登记在册的大连港股东,持续持有代表该反对权利的股票直至收购请求权实施日;③在收购请求权申报期内成功履行相关申报程序。满足上述条件的股东仅有权就其投出有效反对票的股份申报行使收购请求权。大连港异议股东在本次大连港换股吸收合并股东大会、类别股东会股权登记日之后发生股票卖出行为(包括但不限于被司法强制扣划等)的,享有收购请求权的股份数量相应减少;大连港异议股东在本次大连港换股吸收合并股东大会、类别股东会股权登记日之后发生股票买入行为的,享有收购请求权的股份数量不增加,该等股份不享有收购请求权。

持有以下股份的登记在册的大连港异议股东无权就其所持股份主张行使收购请求权:①存在权利限制的大连港股份,如已设定了质押、其他第三方权利或被司法冻结等法律法规限制转让的股份;②其合法持有人以书面形式向大连港承诺放弃大连港异议股东收购请求权的股份;③其他根据适用法律不得行使收购请求权的股份。

已提交大连港股票作为融资融券交易担保物的大连港异议股东，须在收购请求权申报期截止日前将大连港股份从证券公司客户信用担保账户划转到其普通证券账户中，方能行使收购请求权。已开展约定购回式证券交易的大连港异议股东，须在收购请求权申报期截止日前及时办理完提前购回手续，方可行使收购请求权。

如果本次换股吸收合并方案未能获得合并双方股东大会、大连港类别股东会或相关监管部门的批准或核准，导致本次合并最终不能实施，则大连港异议股东不能行使收购请求权，也不能就此向合并双方主张任何赔偿或补偿。

关于收购请求权的详细安排（包括但不限于收购请求权实施日、收购请求权的申报、结算和交割等）将由大连港与收购请求权提供方协商一致后确定，并将依据法律、法规以及上交所的规定及时进行信息披露。

（四）营口港异议股东的保护机制

营口港异议股东指在参加营口港为表决本次换股吸收合并而召开的股东大会上就关于本次合并方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和就关于本次合并双方签订合并协议及其补充协议的相关议案表决时均投出有效反对票，并且一直持续持有代表该反对权利的股份直至营口港异议股东现金选择权实施日，同时在规定时间内履行相关申报程序的山口港的股东。

为充分保护营口港全体股东特别是中小股东的权益，本次换股吸收合并将由大连港集团担任营口港异议股东的现金选择权提供方。在此情况下，该等营口港异议股东不得再向营口港或任何同意本次换股吸收合并的山口港的股东主张现金选择权。

营口港异议股东现金选择权价格为营口港股票停牌前 20 个交易日（即定价基准日前 20 个交易日）股票交易均价，即 2.16 元/股。若营口港自定价基准日至现金选择权实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项，则现金选择权价格将做相应调整。

2020 年 6 月 22 日，营口港召开 2019 年年度股东大会审议通过 2019 年度利润分配方案，决定以营口港现有总股本 6,472,983,003 股为基数，向全体股东每

10 股派发现金股利 0.48 元（含税）。截至本报告书签署日，营口港 2019 年度利润分配方案已实施完毕，营口港异议股东现金选择权价格相应调整，调整后的现金选择权价格为 2.11 元/股。

行使现金选择权的营口港异议股东，可就其有效申报的每一股营口港股份，在现金选择权实施日，获得由现金选择权提供方按照现金选择权价格支付的现金对价，同时将相对应的股份过户到现金选择权提供方名下。现金选择权提供方应当于现金选择权实施日受让营口港异议股东行使现金选择权的全部营口港股份，并相应支付现金对价。现金选择权提供方通过现金选择权而受让的营口港股票将在本次换股吸收合并方案实施日全部按换股比例转换为大连港为本次换股吸收合并所发行的 A 股股票。

登记在册的营口港异议股东行使现金选择权需同时满足以下条件：①在营口港关于本次合并的股东大会上就关于本次合并方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和就关于本次合并双方签订合并协议及其补充协议的相关议案表决时均投出有效反对票；②自营口港审议本次换股吸收合并的股东大会的股权登记日起，作为有效登记在册的营口港股东，持续持有代表该反对权利的股票直至现金选择权实施日；③在现金选择权申报期内成功履行相关申报程序。满足上述条件的股东仅有权就其投出有效反对票的股份申报行使现金选择权。营口港异议股东在本次营口港换股吸收合并股东大会股权登记日之后发生股票卖出行为（包括但不限于被司法强制扣划等）的，享有现金选择权的股份数量相应减少；营口港异议股东在本次营口港换股吸收合并股东大会股权登记日之后发生股票买入行为的，享有现金选择权的股份数量不增加，该等股份不享有现金选择权。

持有以下股份的登记在册的营口港异议股东无权就其所持股份主张行使现金选择权：①存在权利限制的营口港股份，如已设定了质押、其他第三方权利或被司法冻结等法律法规限制转让的股份；②其合法持有人以书面形式向营口港承诺放弃营口港异议股东现金选择权的股份；③其他根据适用法律不得行使现金选择权的股份。上述无权主张现金选择权的股份将于换股实施日按照换股比例转换成大连港本次发行的股票。

已提交营口港股票作为融资融券交易担保物的营口港异议股东，须在现金选

择权申报期截止日前将营口港股份从证券公司客户信用担保账户划转到其普通证券账户中，方能行使现金选择权。已开展约定购回式证券交易的营口港异议股东，须在现金选择权申报期截止日前及时办理完提前购回手续，方可行使现金选择权。

如果本次换股吸收合并方案未能获得合并双方股东大会、大连港类别股东会或相关监管部门的批准或核准，导致本次合并最终不能实施，则营口港异议股东不能行使现金选择权，也不能就此向合并双方主张任何赔偿或补偿。

关于现金选择权的详细安排（包括但不限于现金选择权实施日、现金选择权的申报、结算和交割等）将由营口港与现金选择权提供方协商一致后确定，并将根据法律、法规以及上交所的规定及时进行信息披露。

三、本次交易的背景和目的

（一）本次交易的背景

1、深化国有企业改革，鼓励并购重组

我国正处于全面深化改革的战略机遇期。党的十九大报告指出，要完善各类国有资产管理体制，改革国有资本授权经营体制，加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，促进国有资产保值增值，推动国有资本做强做优做大，有效防止国有资产流失；深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。按照党的十九大战略部署，新一轮的国有企业改革正在全面展开。

近年来，国家发布多项政策，积极推动国有企业实施战略性重组，提高国有资产证券化水平和上市公司整体质量。2015年8月，中共中央、国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》，提出“支持企业依法合规通过证券交易、产权交易等资本市场，以市场公允价格处置企业资产，实现国有资本形态转换。”2015年8月31日，中国证监会、财政部、国务院国资委和中国银行业监督管理委员会等四部委联合发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，提出“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。有条件的国有股东及其控股上市公司要通过注

资等方式，提高可持续发展能力。支持符合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。”

2015年10月25日，国务院发布了《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》，明确推进国有资本优化重组，加快推动国有资本向重要行业、关键领域、重点基础设施集中，向前瞻性战略性新兴产业集中，向产业链关键环节和价值链高端领域集中，向具有核心竞争力的优势企业集中。

本次交易属于招商局集团内部港口板块的重组整合，旨在优化旗下港口产业的布局，通过整合大连港及营口港，优化辽宁省港口的产业布局，推动辽宁省内港口集约化发展，有效提升存续公司核心竞争力，最终实现国有资产的保值增值。

2、国家政策鼓励和扶持港口资源整合

港口是对外开放的门户，亦是国家和地区发展的战略性资源。近20年来，我国沿海港口规模不断扩大，港口建设重复投入和同质化问题愈加突出，导致港口资源出现过剩，与经济 and 贸易发展需求不匹配，存在沿海港口码头处于闲置状态的情况。

在此背景下，我国制定了一系列鼓励和扶持港口资源整合的政策。2014年，交通运输部印发《交通运输部关于推进港口转型升级的指导意见》（交水发〔2014〕112号），提出要科学配置港口资源，引导港口集约发展。2017年，交通运输部印发《深入推进水运供给侧结构性改革行动方案（2017—2020年）》（交办水〔2017〕75号），明确提出要制定推进区域港口一体化发展的意见，促进区域港口资源整合。

为有序推进辽宁省港口业务的整合，避免过度竞争、重复建设，实现资源的优化配置，自2017年开始，招商局集团和辽宁省政府合作，启动对辽宁省港口资产的整合工作。

在党中央国务院的领导下，国务院国资委、国家发改委、交通运输部、国家市场监督管理总局、中国银行保险监督管理委员会、中国证监会等各部委的大力支持下，招商局集团联合辽宁省政府、大连市政府、营口市政府对大连港集团和营口港务集团进行整合，组建了辽港集团，实现了辽宁沿海港口主要经营主体一

体化经营，化解了省内港口长期无序竞争的不利局面，取得了“供给侧结构性改革”的重大成果。在整合过程中，为化解营口港务集团面临的严重债务危机，还实施了营口港务集团的市场化债转股。

截至2019年9月末，招商局集团实现对辽港集团控股，营口港务集团和大连港集团资产负债率均显著下降至合理水平。截至目前，招商局集团通过下属子公司招商局辽宁持有辽港集团的51%股权，并成为大连港和营口港的实际控制人。

3、环渤海区域港口行业发展面临瓶颈

从经济形势上看，世界经济增长持续放缓，投资、消费和出口需求疲软，港航业下行压力较大。与此同时，全球贸易摩擦加剧，港口生产面临的外部不利因素增加。此外，东北腹地的产业结构单一，未来经济增长乏力，无法对环渤海地区的港口发展提供强有力的支撑。

除经济环境方面的不利影响外，从行业角度上看，过去20年间，环渤海地区的港口业以较为粗放的方式实现增长，如今面临众多弊病。在辽宁省2,000余公里的海岸线，密集地分布着40多个大小不一的港口，近400个生产性泊位。密集的港口分布以及生产设施建设导致了产能过剩、资源浪费、业务同质化以及压价揽货等恶性竞争问题，且在旧有的港口布局和企业管理体制下，环渤海地区的港口行业弊病愈发凸显，已经成为制约行业良性发展的瓶颈。在此背景下，实施整合有利于优化资源配置，消除前述制约因素，推进辽宁港口集约化、一体化发展。

4、国家战略对港口行业提出新的发展方向

2015年3月28日，经国务院授权，国家发改委、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“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”，即“一带一路”倡议。2016年3月16日，第十二届全国人民代表大会第四次会议审议通过了《中华人民共和国国民经济与社会发展第十三个五年规划纲要》，提出积极推进“21世纪海上丝绸之路”战略支点建设，参与沿线重要港口建设与经营，推动共建临港产业集聚区，畅通海上贸易通道。

国家战略对我国港口行业提出了新的发展方向。我国沿海地区港口将进一步完善航线网络布局，构建综合物流体系，实现港口发展层次、发展模式、发展质量全面提升，为海上丝绸之路的战略提供有力支撑。

（二）本次交易的目的

1、推动辽宁省港口集约化发展

根据交通运输部和国家发改委编制的《全国沿海港口布局规划》中对我国港口沿海港口布局提出规划，我国将形成环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海5个港口群体，强化群体内综合性、大型港口的主体作用，形成煤炭、石油、铁矿石、集装箱、粮食、商品汽车、陆岛滚装和旅客运输等8个运输系统的布局。其中，环渤海地区港口群主要由辽宁、津冀和山东沿海港口群组成。近年来，环渤海地区港口行业产能过剩、同质化服务严重、恶性竞争加剧，严重制约了港口行业整体的良性发展。通过港口资源合理整合，能够让港与港之间充分发挥各自的优势资源，优化码头资源配置、提高码头资源综合利用能力，避免资源浪费和同质化竞争。本次交易符合我国港口布局规划和集约化发展的指导方向。

2、整合双方资源、发挥协同效应，提升整体实力

本次交易是辽宁省港口整合的重要步骤之一，将实现两港优势互补，充分发挥大连港的自贸区政策优势、港航金融优势和物流体系优势，有效结合营口港的集疏运条件优势和功能优势，促进大连和营口的两地双赢，实现辽宁省港口的转型升级和可持续发展。此外，从行业基本特征来看，港口行业表现出比较明显的规模经济性特点。由于港口的投资规模大、固定成本高，只有当港口的吞吐量达到一定规模时，才能不断降低港口生产的单位固定成本、营销成本等。因此，本次交易亦有利于双方对核心资源进行整合，充分发挥规模效应，进一步提升盈利能力。

合并完成后，两港将通过资产、人员、管理等各个要素的深度整合，充分利用两港资源搭建现代化的港口物流体系，以两港口现有设施和集疏运网络为基础，打造东北亚国际物流中心，从而推动上市公司资产规模扩大、业务收入增长、盈利能力提升，持续提升上市公司整体竞争实力。

3、兑现资本市场承诺，解决合并双方同业竞争问题

大连港及营口港地理位置相近，辐射经济腹地范围有所重合。2019年8月，招商局辽宁完成收购大连港、营口港，并对辽港集团范围内的同业竞争问题作出承诺，将在适用的法律法规、规范性文件及相关监管规则允许以及相关业务盈利能力满足上市公司基本收益要求的前提下，本着有利于大连港、营口港发展和维护大连港、营口港全体股东利益尤其是中小股东利益的原则，在 2022 年底以前，尽最大努力通过包括但不限于资产重组、业务调整、委托管理等多种措施稳妥推进解决同业竞争问题。

本次大连港换股吸收合并营口港，可以彻底解决双方同业竞争问题，突破合并双方各自业务发展的瓶颈，更好地保护合并双方中小股东的利益。

四、报告目的

本报告的目的是为营口港董事会提供参考，分析本次交易的定价是否公允、合理以及是否存在损害公司及其股东利益的情形。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

五、报告基准日

本次估值报告基准日同本次吸收合并定价基准日，系大连港及营口港审议本次吸收合并有关事宜的首次董事会决议公告日，即 2020 年 7 月 7 日。本报告所引用的市场价格数据截至 2020 年 7 月 6 日（大连港及营口港审议本次吸收合并有关事宜的首次董事会决议公告日前 1 交易日）。

第二章 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。

第三章 估值思路及方法选择

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

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（如市盈率倍数、市净率倍数、市销率倍数等）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交易标的进行估值。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立并运用合理财务模型，对预期收益，如现金流等进行预测；其次，针对相关公司的特点及现金流的口径，选取合理的折现率（加权平均资本成本或股权资本成本），以预期收益为基础，对现金流进行折现，通过估算预期收益的现值，得到交易标的企业或股权价值。

可比交易法的选择与公司同行业、在估值前一段合适时期已完成被投资、并购的公司，基于其融资或并购交易价格作为参考，从中获取有用的财务或非财务数据，据此进行分析，得到交易标的企业价值或股权价值。

以上三种方法的优点、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；可以把合并后的经营战略、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，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。

可比交易法的优点在于，该方法以可比公司近期已完成的实际交易的价格为基础，估值水平比较确定且容易获取。其缺点在于，市场上没有两项交易在标的

公司的风险及成长性方面是完全相同的，由于下列因素：1) 标的公司业务规模、特质及组成不同；2) 交易的股权比例不同；3) 标的公司自身发展程度不同；4) 所采用会计准则不同；5) 对标的公司发展预期不同，如何对历史交易价格进行调整得出对于相关公司现时价值具有较高的不确定性。

本次交易中，合并双方均为上市公司，在合并完成之前，受上市监管及商业保密限制不能提供更为详细的财务资料及未来盈利及现金流预测，并且公布未来盈利及现金流预测可能会引起股价异动，增加本次合并成功的不确定性，因此本次合并未进行盈利及现金流预测。因缺乏相关的可靠的财务预测数据，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

此外，本次合并属于公开市场合并，合并双方均为上市公司，在资本市场已有较为成熟的价值评估体系，并且本次交易形式在市场上存在可比案例，故本次交易主要采用可比公司法和可比交易法分析本次交易作价的公允性与合理性。

第四章 合并双方换股价格合理性分析

一、市场参考价的选择

本次合并中，大连港、营口港换股价格均以定价基准日前 20 个交易日股票交易均价作为基础。

(一)以定价基准日前 20 个交易日交易均价作为定价基础符合《重组管理办法》要求，最能反映市场最新情况

根据《重组管理办法》，上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的 90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一。换股吸收合并涉及上市公司的，上市公司的股份定价及发行按照前述规定执行。

大连港和营口港可供选择的市场参考价如下：

价格基准	大连港（元/股）	营口港（元/股）
定价基准日前 20 个交易日均价	1.71	2.16
定价基准日前 60 个交易日均价	1.73	2.16
定价基准日前 120 个交易日均价	1.81	2.25

上述三个可供选择的市场参考价的差异较小，定价基准日前 20 个交易日股票交易均价最能反映定价基准日前股价的最新情况，因此能够较好地体现合并双方股东的权益并维护该等股东的利益。

(二) 以定价基准日前 20 个交易日交易均价作为定价基础参照了近期交易

2014 年以来，可比交易采用的市场参考价格情况具体如下：

吸收合并交易类型	交易名称	定价基准
A 吸并 A	美的集团吸并小天鹅 A	前 20 日均价
A 吸并 A	百视通吸并东方明珠	前 20 日均价
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	前 20 日均价
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	前 120 日均价

吸收合并交易类型	交易名称	定价基准
A 吸并 A	宝钢股份吸并武钢股份	前 20 日均价

注：由于《上市公司重大资产重组管理办法（2014 年修订）》中对市场参考价进行了修订，由首次董事会决议公告日前 20 个交易日调整为首次董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一，因此上述案例中只统计了 2014 年及之后的可比案例

根据上述同类型交易案例统计，在《上市公司重大资产重组管理办法（2014 年修订）》出台后 A 股上市公司吸收合并 A 股上市公司的交易中，多数交易采用了 20 日均价作为市场参考价格。

综上，以定价基准日前 20 个交易日均价作为本次合并双方换股价格的定价基础，合理地反映了合并双方的公允价值，符合法规要求及可比交易操作惯例，具有合理性。

二、可比公司估值法

（一）可比公司的选取

为充分保证可比公司的可参照性，本次交易按照如下标准在 A 股上市公司中选取营口港的可比公司：1、所属相同行业，受相同经济因素影响；2、剔除 2019 年市盈率为异常值的企业，即剔除市盈率为负、市盈率存在明显异常的 A 股上市公司。

根据上述标准，挑选与大连港、营口港近似可比公司如下：

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2019 年度营业 收入 (亿元)	2019 年度归属于母 公司股东的净利润 (亿元)	截至 2019 年末 总资产 (亿元)	截至 2019 年末归属于 母公司股东的净资产 (亿元)	经营范围
600018.SH	上港集团	1,098.43	361.02	90.62	1,421.77	820.57	码头及港口服务
601018.SH	宁波港	522.96	243.22	34.22	717.79	407.72	码头及港口服务
601298.SH	青岛港	387.97	121.64	37.90	527.85	303.57	码头及港口服务
001872.SZ	招商港口	288.48	121.24	28.98	1,566.97	359.73	码头及港口服务
601228.SH	广州港	209.95	104.20	8.50	288.00	132.16	码头及港口服务
000582.SZ	北部湾港	186.02	47.92	9.84	181.49	94.75	码头及港口服务
601326.SH	秦港股份	146.38	67.23	9.31	254.80	146.10	码头及港口服务
601000.SH	唐山港	145.19	112.09	17.78	246.59	171.29	码头及港口服务
600717.SH	天津港	117.21	128.85	6.02	351.07	163.33	码头及港口服务
000088.SZ	盐田港	130.13	5.93	3.59	110.17	71.01	码头及港口服务
600017.SH	日照港	83.97	52.46	6.31	232.48	118.03	码头及港口服务
600190.SH	锦州港	60.15	70.33	1.68	173.53	63.31	码头及港口服务
600279.SH	重庆港九	46.17	47.77	1.59	123.53	54.31	码头及港口服务
000507.SZ	珠海港	52.94	33.22	2.22	92.51	51.87	码头及港口服务
000905.SZ	厦门港务	47.45	141.55	0.86	97.70	34.04	码头及港口服务
002040.SZ	南京港	32.57	7.37	1.30	46.57	26.79	码头及港口服务

注：对于同时在 A 股和 H 股、B 股上市的公司，总市值的计算口径为各类别股票 2020 年 7 月 6 日收盘价*对应类别总股本之和，汇率按照中国人民银行公布的 2020 年 7 月 6 日人民币对外币中间价计算

数据来源：上市公司公告、Wind 资讯

（二）估值比率的选取

可比公司法常用的估值指标主要包括市盈率、市净率、市销率和企业价值比率（EV/EBITDA）等，以上估值指标对于合并双方的适用性分析如下：

估值指标	适用性分析
市盈率	适用。大连港、营口港长期持续稳定经营，报告期内持续盈利，市盈率指标具有参考价值
市净率	适用。由于合并双方属于港口行业，其资产大部分为实物资产，净资产的账面价值能够较为准确的反映企业真实拥有的资产情况，因此基于账面价值的市净率倍数具有参考价值
市销率	不适用。港口行业公司从事装卸和贸易类业务的毛利率差异较大，而市销率难以反应各公司的毛利率差异对企业价值的影响；同时，2018年、2019年及2020年1-6月，对联营企业、合营企业投资收益占大连港利润总额的比例分别为28.60%、26.64%、16.12%，而营口港的上述指标仅为5.98%、7.48%、5.20%，市销率也难以体现联营企业、合营企业投资对企业价值的影响。
企业价值比率（EV/EBITDA）	适用。企业价值比率指标对于评估重资产、高折旧的公司具有帮助，且能够消除不同可比公司的杠杆差异，具有参考价值

综合上表分析，常用的估值指标中，市盈率、市净率和EV/EBITDA是适合本次交易合并双方的估值指标。

可比公司市盈率、市净率、企业价值比率（EV/EBITDA）如下：

证券代码	证券简称	2019年度市盈率（倍）	2019年度市净率（倍）	2019年度企业价值比率（倍）
600018.SH	上港集团	12.12	1.34	8.59
601018.SH	宁波港	15.28	1.28	9.39
601298.SH	青岛港	10.76	1.34	6.49
001872.SZ	招商港口	10.47	0.84	8.11
601228.SH	广州港	24.69	1.59	10.33
000582.SZ	北部湾港	18.90	1.96	10.65
601326.SH	秦港股份	17.10	1.09	7.79
601000.SH	唐山港	8.17	0.85	4.29
600717.SH	天津港	19.47	0.72	8.06
000088.SZ	盐田港	36.20	1.83	25.33
600017.SH	日照港	13.30	0.71	8.86
600190.SH	锦州港	40.01	1.06	11.91

证券代码	证券简称	2019 年度市盈率 (倍)	2019 年度市净率 (倍)	2019 年度企业价 值比率 (倍)
600279.SH	重庆港九	29.00	0.85	16.47
000507.SZ	珠海港	23.85	1.02	11.94
000905.SZ	厦门港务	55.42	1.39	10.67
002040.SZ	南京港	25.03	1.22	11.07
最大值		55.42	1.96	25.33
第三四分位数		26.02	1.36	11.28
平均值		22.49	1.19	10.62
中位值		19.18	1.15	9.86
第一四分位数		13.00	0.85	8.10
最小值		8.17	0.71	4.29

1、数据来源：上市公司 2019 年度年报、Wind 资讯

2、2019 年度市盈率=2020 年 7 月 6 日收盘价/2019 年度归属于母公司股东的每股收益

3、2019 年度市净率=2020 年 7 月 6 日收盘价/2019 年度归属于母公司股东的每股净资产

4、2019 年度企业价值比率=(2020 年 7 月 6 日收盘价*截至 2020 年 7 月 6 日上市公司的总股本+2019 年末有息负债+2019 年末优先股+2019 年末少数股东权益-2019 年末货币资金) / (2019 年度利润总额+2019 年度计入财务费用的利息支出+2019 年度折旧摊销)

本次交易中，大连港除息前的换股价格为 1.71 元/股，对应大连港 2019 年市盈率为 30.70 倍，高于可比公司平均值、中位数，处于可比公司估值区间内；对应大连港 2019 年市净率为 1.17 倍，处于可比公司平均值、中位数之间；对应大连港 2019 年企业价值比率为 10.33 倍，处于可比公司平均值、中位数之间。

营口港除息前的换股价格为 2.59 元/股，对应营口港 2019 年市盈率为 16.57 倍，低于可比公司平均值、中位数，处于可比公司第一四分位数和第三四分位数区间内；对应营口港 2019 年市净率为 1.36 倍，高于可比公司平均值、中位数，处于可比公司第一四分位数和第三四分位数区间内；对应营口港 2019 年企业价值比率为 7.34 倍，低于可比公司平均值、中位数，处于可比公司估值区间内。

三、可比交易估值法

(一) 大连港换股价格的可比交易法分析

本次交易合并方大连港为 A+H 股上市公司，大连港的 A 股股票在上海证券交易所上市，本次拟通过发行 A 股股票的方式吸收合并 A 股上市公司营口港，因此选取 A 股上市公司吸收合并 A 股上市公司的交易进行参考分析。在该类交

易中，合并方换股价格较定价基准日前 20 个交易日均价的溢价率区间为-38.17%至 42.36%，具体情况如下：

吸收合并交易类型	交易名称	吸并方停牌前 20 日交易均价 (元/股)	吸并方换股价格 (元/股)	吸并方换股溢价率
A 吸并 A	攀钢钢钒换股吸并长城股份	9.59	9.59	0.00%
A 吸并 A	攀钢钢钒换股吸并攀渝钛业	9.59	9.59	0.00%
A 吸并 A	百视通换股吸并东方明珠	32.43	32.43	0.00%
A 吸并 A	东方航空换股吸并上海航空	5.28	5.28	0.00%
A 吸并 A	济南钢铁换股吸并莱钢股份	3.44	3.44	0.00%
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	5.63	5.63	0.00%
A 吸并 A	中国医药吸并天方药业	20.74	20.74	0.00%
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	21.09	13.04	-38.17%
A 吸并 A	宝钢股份吸收合并武钢股份	5.11	4.60	-10.00%
A 吸并 A	新湖中宝吸收合并新湖创业	3.85	3.85	0.00%
A 吸并 A	广州药业吸收合并白云山	12.20	12.20	0.00%
A 吸并 A	美的集团吸收合并小天鹅 A	42.04	42.04	0.00%
A 吸并 A	友谊股份吸收合并百联股份	15.57	15.57	0.00%
A 吸并 A	盐湖钾肥吸收合并盐湖集团	53.53	73.83	42.36%
A 吸并 A	唐钢股份吸收合并邯郸钢铁	5.29	5.29	0.00%
A 吸并 A	唐钢股份吸收合并承德钒钛	5.29	5.29	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸收合并中西药业	11.83	11.83	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸收合并上实医药	11.83	11.83	0.00%
吸并方换股溢价率最大值				42.36%
吸并方换股溢价率第三四分位数				0.00%
吸并方换股溢价率平均值				-0.32%
吸并方换股溢价率中位值				0.00%
吸并方换股溢价率第一四分位数				0.00%
吸并方换股溢价率最小值				-38.17%

注：长城电脑吸并长城信息交易中定价基准采用的是停牌前 120 日均价。上表统计中，考虑到数据的统一性，重新测算了该交易中吸并方停牌前 20 日交易均价，系 21.09 元/股，以便对比、分析

数据来源：上市公司公告、Wind 资讯

本次大连港的换股价格为 1.71 元/股，较定价基准日前 20 个交易日均价未有

溢价，与上述可比交易中多数案例的合并方换股溢价率相同，且处于可比交易合并方换股溢价水平的第一四分位数和第三四分位数之间，符合市场操作惯例。

（二）营口港换股价格的可比交易法分析

由于本次交易的被吸并方营口港为 A 股上市公司，因此可比交易仅选取被吸并方为 A 股上市公司的吸收合并交易进行参考分析。在该类交易中，被吸并方换股价格较定价基准日前 20 个交易日均价的溢价率区间为-33.70%至 68.71%，具体情况如下：

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方市场参考价 (元/股)	被吸并方换股价格 (元/股)	被吸并方换股溢价率
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并长城股份	6.50	7.85	20.79%
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并攀渝钛业	14.14	17.08	20.79%
A 吸并 A	百视通吸并东方明珠	10.63	10.63	0.00%
A 吸并 A	东方航空吸并上海航空	5.50	6.88	25.00%
A 吸并 A	济南钢铁吸并莱钢股份	7.18	8.35	16.27%
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	5.92	6.19	4.56%
A 吸并 A	中国医药吸并天方药业	6.39	6.39	0.00%
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	36.26	24.09	-33.70%
A 吸并 A	宝钢股份吸并武钢股份	2.86	2.58	-10.00%
A 吸并 A	新潮中宝吸并新潮创业	7.11	7.11	0.00%
A 吸并 A	广州药业吸并白云山	11.55	11.55	0.00%
A 吸并 A	美的集团吸并小天鹅 A	46.28	50.91	10.00%
A 吸并 A	友谊股份吸并百联股份	13.53	13.53	0.00%
A 吸并 A	盐湖钾肥吸并盐湖集团	25.46	25.46	0.00%
A 吸并 A	唐钢股份吸并邯郸钢铁	4.10	4.10	0.00%
A 吸并 A	唐钢股份吸并承德钒钛	5.76	5.76	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸并中西药业	11.36	11.36	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸并上实医药	19.07	19.07	0.00%
H 吸并 A	金隅股份吸并太行水泥	10.09	10.80	7.04%
H 吸并 A	广汽集团吸并广汽长丰	12.65	14.55	15.00%
H 吸并 A	中国外运吸并外运发展	16.91	20.63	22.00%
H 吸并 A	上海电气吸并上电股份	26.65	35.00	31.33%

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方市场参考价(元/股)	被吸并方换股价格(元/股)	被吸并方换股溢价率
H 吸并 A	中国铝业吸并山东铝业	15.84	20.81	31.38%
H 吸并 A	中国铝业吸并兰州铝业	9.26	11.88	28.29%
H 吸并 A	潍柴动力吸并湘火炬	4.88	5.80	18.85%
非上市吸并 A	中交股份吸并路桥建设	11.81	14.53	23.03%
非上市吸并 A	美的集团吸并美的电器	9.46	15.96	68.71%
非上市吸并 A	申银万国吸并宏源证券	8.30	9.96	20.00%
非上市吸并 A	温氏集团吸并大华农	8.33	13.33	60.00%
非上市吸并 A	招商公路吸并华北高速	4.73	5.93	25.00%
非上市吸并 A	招商蛇口吸并招商地产 A	28.22	38.10	35.01%
被吸并方换股溢价率最大值				68.71%
被吸并方换股溢价率第三四分位数				24.02%
被吸并方换股溢价率平均值				14.17%
被吸并方换股溢价率中位值				15.00%
被吸并方换股溢价率第一四分位数				0.00%
被吸并方换股溢价率最小值				-33.70%

注：长城电脑吸并长城信息和招商蛇口吸并招商地产 A 的交易中定价基准采用的是停牌前 120 日均价。上表统计中，考虑到数据的统一性，重新测算了两个交易中被吸并方停牌前 20 日交易均价，长城信息系 36.26 元/股、招商地产 A 系 28.22 元/股，以便对比、分析

数据来源：上市公司公告、Wind 资讯

本次交易中，营口港除息前的换股价格较定价基准日前 20 个交易日均价溢价 20%，处于可比交易被吸并方换股溢价率的第一四分位数和第三四分位数之间，符合市场惯例。

第五章 异议股东权利保护机制价格合理性分析

为保护大连港股东利益，减少本次换股吸收合并后大连港股价波动对投资者的影响，根据《公司法》及《大连港股份有限公司章程》的相关规定，本次换股吸收合并交易中将赋予大连港异议股东收购请求权。本次换股吸收合并将由大连港集团及布罗德福国际分别担任大连港 A 股异议股东及大连港 H 股异议股东的收购请求权提供方。在此情况下，该等大连港异议股东不得再向任何同意本次换股吸收合并的大连港的股东主张收购请求权。

大连港 A 股异议股东收购请求权价格为大连港 A 股股票停牌前 A 股 20 个交易日（即定价基准日前 A 股 20 个交易日）股票交易均价，即 1.71 元/股。若大连港 A 股自定价基准日至收购请求权实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项，则 A 股收购请求权价格将做相应调整。

大连港 H 股异议股东收购请求权价格为大连港 A 股股票停牌前 H 股 20 个交易日股票交易均价，即 0.67 港元/股。若大连港 H 股自定价基准日至收购请求权实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项，则 H 股收购请求权价格将做相应调整。

2020 年 6 月 29 日，大连港召开 2019 年年度股东大会审议通过 2019 年度利润分配方案，决定以大连港现有总股本 12,894,535,999 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 0.21 元（含税，按照截至 2020 年 6 月 29 日前 5 个工作日中国人民银行公布的人民币兑港币平均汇率，即 1 港元兑人民币 0.9133 元，折合 H 股每股派发现金股利 0.02299 港元）。截至本估值报告出具日，大连港 2019 年度利润分配方案已实施完毕，大连港 A 股异议股东收购请求权价格及 H 股异议股东收购请求权价格相应调整，调整后的大连港 A 股异议股东收购请求权价格为 1.69 元/股，调整后的 H 股异议股东收购请求权价格为 0.65 港元/股。

为充分保护营口港全体股东特别是中小股东的权益，本次换股吸收合并将由大连港集团向营口港异议股东提供现金选择权。在此情况下，该等营口港异议股

东不得再向营口港或任何同意本次换股吸收合并的营口港的股东主张现金选择权。

营口港异议股东现金选择权价格为营口港股票停牌前 20 个交易日（即定价基准日前 20 个交易日）股票交易均价，即 2.16 元/股。若营口港自定价基准日至现金选择权实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项，则现金选择权价格将做相应调整。

2020 年 6 月 22 日，营口港召开 2019 年年度股东大会审议通过 2019 年度利润分配方案，决定以营口港现有总股本 6,472,983,003 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 0.48 元（含税）。截至本估值报告出具日，营口港 2019 年度利润分配方案已实施完毕，营口港异议股东现金选择权价格相应调整，调整后的现金选择权价格为 2.11 元/股。

本次大连港、营口港异议股东现金选择权的相关定价机制符合《公司法》《重组管理办法》等相关法规要求，合理性分析如下：

一、大连港异议股东收购请求权定价合理性分析

（一）大连港 A 股异议股东收购请求权的合理性分析

本次交易中合并方大连港为 A+H 股上市公司，对于大连港 A 股的异议股东收购请求权，选取 A 股上市公司作为吸并方吸并另一 A 股上市公司的可比交易以分析本次异议股东收购请求权价格的合理性：

吸收合并交易类型	交易名称	吸并方 A 股停牌前 20 个交易日均价（元/股）	吸并方收购请求权价格（元/股）	收购请求权价格较 A 股停牌前 20 日均价溢价
A 吸并 A	攀钢钢钒换股吸并长城股份	9.59	9.59	0.00%
A 吸并 A	攀钢钢钒换股吸并攀渝钛业	9.59	9.59	0.00%
A 吸并 A	百视通换股吸并东方明珠	32.43	32.54	0.34%
A 吸并 A	东方航空换股吸并上海航空	5.28	5.28	0.00%
A 吸并 A	济南钢铁换股吸并莱钢股份	3.44	3.95	14.83%
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	5.63	5.63	0.00%
A 吸并 A	中国医药吸并天方药业	20.74	20.74	0.00%

吸收合并交易类型	交易名称	吸并方 A 股停牌前 20 个交易日均价 (元/股)	吸并方收购请求权价格 (元/股)	收购请求权价格较 A 股停牌前 20 日均价溢价
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	21.09	13.04	-38.17%
A 吸并 A	宝钢股份吸收合并武钢股份	5.11	4.60	-9.98%
A 吸并 A	新湖中宝吸收合并新湖创业	3.85	3.85	0.00%
A 吸并 A	广州药业吸收合并白云山	12.2	12.20	0.00%
A 吸并 A	美的集团吸收合并小天鹅 A	42.04	36.27	-13.73%
A 吸并 A	友谊股份吸收合并百联股份	15.57	15.57	0.00%
A 吸并 A	盐湖钾肥吸收合并盐湖集团	53.53	51.86	-3.12%
A 吸并 A	唐钢股份吸收合并邯郸钢铁	5.29	5.29	0.00%
A 吸并 A	唐钢股份吸收合并承德钒钛	5.29	5.29	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸收合并中西药业	11.83	11.83	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸收合并上实医药	11.83	11.83	0.00%
吸并方收购请求权溢价率最大值				14.83%
吸并方收购请求权溢价率第三四分位数				0.00%
吸并方收购请求权溢价率平均值				-2.77%
吸并方收购请求权溢价率中位值				0.00%
吸并方收购请求权溢价率第一四分位数				0.00%
吸并方收购请求权溢价率最小值				-38.17%

注：盐湖钾肥吸收合并盐湖集团案例中，最终实施的现金选择权价格为 51.86 元/股，调整因 2010 年 4 月 28 日实施 2009 年度利润分配方案即每 10 股派现金 4.03 元原因，扣除的 0.40 元/股，可参考的现金选择权价格为 51.86 元/股
数据来源：上市公司公告、Wind 资讯

本次交易中，大连港除息前的异议股东收购请求权价格与 A 股停牌前 20 个交易日交易均价相同，溢价（折价）幅度与上述可比交易中吸并方收购请求权较 A 股停牌前 20 个交易日交易均价溢价率的第一四分位数、中位数和第三四分位数均相同，且与上述案例的平均值差异较小，价格设置符合市场操作惯例，具有合理性。

（二）大连港 H 股异议股东收购请求权的合理性分析

对于大连港 H 股的异议股东收购请求权，选取发行多类别股本证券的上市公司（包括 A+H 股上市公司、A+B 股上市公司）参与吸收合并的可比交易中，异议股东收购请求权的确定方式进行分析：

交易名称	参与交易的 A+H 或 A+B 上市 公司名称	A 股异议股东收购请 求权定价方式	H 股或 B 股异议股东 收购请求权定价方式	各类别股东 收购请求权 定价方式是 否一致
中国南车吸并 中国北车	中国南车 (A+H)	定价基准日前 20 个 交易日股票交易均价	定价基准日前 20 个 交易日股票交易均价	是
中国南车吸并 中国北车	中国北车 (A+H)	定价基准日前 20 个 交易日股票交易均价	定价基准日前 20 个 交易日股票交易均价	是
东方航空换股 吸并上海航空	东方航空 (A+H)	定价基准日前 20 个 交易日股票交易均价	定价基准日前 20 个 交易日股票交易均价	是
广州药业换股 吸并白云山 A	广州药业 (A+H)	定价基准日前 20 个 交易日股票交易均价	定价基准日前 20 个 交易日股票交易均价	是
美的集团吸收 合并小天鹅	小天鹅 (A+B)	定价基准日前 20 个 交易日股票交易均价	定价基准日前 20 个 交易日股票交易均价	是
招商蛇口吸并 招商地产	招商地产 (A+B)	定价基准日前 120 个 交易日股票交易均价	定价基准日前 120 个 交易日股票交易均价	是

数据来源：上市公司公告、Wind 资讯

上述可比交易中，各类别异议股东收购请求权价格的定价方式均保持一致，从而使得同一公司的各类别股东均获得公平对待。本次交易中，大连港除息前的 A 股、H 股异议股东收购请求权价格均按照 A 股停牌日前 20 个交易日交易均价确定，符合市场操作惯例，体现对于两地股东的公平原则，具有合理性。

二、营口港异议股东收购请求权定价合理性分析

（一）营口港现金选择权能够给予投资者充分保障

本次交易中，营口港除息前的换股价格以定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价为基础，并在此基础上给予 20% 的溢价率确定，即 2.59 元/股；营口港除息前的异议股东现金选择权价格为营口港股票停牌前 20 个交易日（即定价基准日前 20 个交易日）股票交易均价，即 2.16 元/股。营口港现金选择权价格低于换股价格，与市场参考价相同。

营口港换股价格较市场参考价存在溢价的主要原因为本次交易公告前，大连港市盈率倍数高于营口港，通过设置换股溢价，可以有效补偿交易完成后继续持有存续公司股票的原营口港股东每股收益的摊薄。而对于行使异议股东现金选择权的股东，现金选择权价格不低于市场参考价，能够给予该部分股东充分保障。

（二）营口港现金选择权价格的确定方式符合市场惯例

本次交易中，营口港异议股东现金选择权的价格设定参考了可比交易。本次交易被吸并方营口港为 A 股上市公司，因此选取 A 股上市公司作为被吸并方的可比交易以分析本次交易异议股东现金选择权定价的合理性：

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方 A 股停牌前 20 个交易日均价（元/股）	被吸并方现金选择权价格（元/股）	现金选择权价格较 A 股停牌前 20 日均价溢价
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并长城股份	6.50	6.50	0.00%
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并攀渝钛业	14.14	14.14	0.00%
A 吸并 A	百视通吸并东方明珠	10.63	10.63	0.00%
A 吸并 A	东方航空吸并上海航空	5.50	5.50	0.00%
A 吸并 A	济南钢铁吸并莱钢股份	7.18	7.18	0.00%
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	5.92	5.92	0.00%
A 吸并 A	中国医药吸并天方药业	6.39	6.39	0.00%
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	36.26	24.09	-33.56%
A 吸并 A	宝钢股份吸并武钢股份	2.86	2.58	-9.79%
A 吸并 A	新湖中宝吸并新湖创业	7.11	7.11	0.00%
A 吸并 A	广州药业吸并白云山	11.55	11.55	0.00%
A 吸并 A	美的集团吸并小天鹅 A	46.28	41.85	-9.57%
A 吸并 A	友谊股份吸并百联股份	13.53	13.53	0.00%
A 吸并 A	盐湖钾肥吸并盐湖集团	25.46	25.46	0.00%
A 吸并 A	唐钢股份吸并邯郸钢铁	4.10	4.10	0.00%
A 吸并 A	唐钢股份吸并承德钒钛	5.76	5.76	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸并中西药业	11.36	11.36	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸并上实医药	19.07	19.07	0.00%
H 吸并 A	金隅股份吸并太行水泥	10.09	10.65	5.55%
H 吸并 A	广汽集团吸并广汽长丰	12.65	12.65	0.00%
H 吸并 A	上海电气吸并上电股份	26.65	28.05	5.25%
H 吸并 A	中国铝业吸并山东铝业	15.84	16.65	5.11%
H 吸并 A	中国铝业吸并兰州铝业	9.26	9.50	2.59%
H 吸并 A	潍柴动力吸并湘火炬	4.88	5.05	3.48%
H 吸并 A	中国外运吸并外运发展	16.91	17.28	2.19%

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方 A 股停牌前 20 个交易日均价 (元/股)	被吸并方现金选择权价格 (元/股)	现金选择权价格较 A 股停牌前 20 日均价溢价
非上市吸并 A	中交股份吸并路桥建设	11.81	12.31	4.23%
非上市吸并 A	美的集团吸并美的电器	9.46	10.59	11.95%
非上市吸并 A	申银万国吸并宏源证券	8.30	8.22	-0.96%
非上市吸并 A	温氏集团吸并大华农	8.33	10.62	27.49%
非上市吸并 A	招商公路吸并华北高速	4.73	4.73	0.00%
非上市吸并 A	招商蛇口吸并招商地产 A	28.22	24.11	-14.56%
被吸并方现金选择权溢价率最大值				27.49%
被吸并方现金选择权溢价率第三四分位数				2.39%
被吸并方现金选择权溢价率平均值				-0.02%
被吸并方现金选择权溢价率中位值				0.00%
被吸并方现金选择权溢价率第一四分位数				0.00%
被吸并方现金选择权溢价率最小值				-33.56%

数据来源：上市公司公告、Wind 资讯

本次交易中，营口港除息前的异议股东现金选择权价格与 A 股停牌前 20 个交易日交易均价相同，溢价（折价）幅度处于上述可比交易中被吸并方现金选择权较其股票停牌前 20 个交易日交易均价溢价率的第一四分位数和第三四分位数之间，且与上述案例的中位数相同，与平均值差异较小，价格设置符合市场惯例，具有合理性。

同时，被吸并方异议股东现金选择权价格不高于市场参考价格亦符合两家 A 股上市公司吸收合并案例的惯常做法。全部 A 股上市公司吸收合并可比案例中，被吸并方异议股东现金选择权价格均未高于市场参考价格。

（三）现金选择权价格有助于促进全体股东分享公司未来发展带来的长期利益

本次吸收合并有利于合并双方整合资源、发挥协同效应，提升整体实力，有利于合并双方全体股东的长期利益。现金选择权价格设定为略低于换股价格，有利于促进各股东积极参与换股交易，降低本次交易股东大会审议风险，有利于全体股东共享未来长期的整合红利。

综合上述分析，营口港现金选择权价格虽然低于换股价格，但未低于市场参

考价，符合市场惯例并有利于保护合并双方全体股东的利益，具有合理性。

第六章 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可比交易法，对本次交易换股价格的合理性进行分析，本次交易的估值合理、定价公允，不存在损害营口港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，论证本次合并价格是否合理，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。中信证券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。

未征得中信证券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。

中信证券在报告中发表的意见均基于截至 2020 年 7 月 6 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。

本报告的使用有效期为 12 个月：自 2020 年 7 月 7 日至 2021 年 7 月 7 日期间有效。

（本页无正文，为《中信证券股份有限公司关于大连港股份有限公司换股吸收合并营口港务股份有限公司并募集配套资金暨关联交易之估值报告》之盖章页）

估值人员：

孙 昭

聂司桐

中信证券股份有限公司

年 月 日