

华泰联合证券有限责任公司
关于
王府井集团股份有限公司换股吸收合并
北京首商集团股份有限公司
并募集配套资金暨关联交易
之
估值报告



二〇二一年五月

声 明

一、本报告分析对象为王府井集团股份有限公司（以下简称“王府井”）与北京首商集团股份有限公司（以下简称“首商股份”），相关资料来源于公开信息。

二、本报告为华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）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，供首商股份董事会参考。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依赖报告中所涉及的公开信息的准确性和完整性而准备的，华泰联合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、本报告未对吸收合并双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，未对吸收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，华泰联合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、华泰联合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刊载的信息和对本报告做任何解释或说明。未经华泰联合证券事先书面同意，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，仅华泰联合证券自身有权进行解释。

八、本报告仅供王府井换股吸收合并首商股份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。华泰联合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《王府井集团股份有限公司换股吸收合并北京首商集团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、交易双方概况

王府井是一家 A 股上市公司，主要从事商业零售业务。截至本报告出具日，王府井总股本为 776,250,350 股，王府井的控股股东首旅集团持有王府井 211,354,537 股股份，占王府井总股本的 27.23%。

首商股份是一家 A 股上市公司，主要从事商业零售业务。截至本报告出具日，首商股份总股本为 658,407,554 股，首商股份的控股股东首旅集团持有首商股份 383,978,201 股股份，占首商股份总股本的 58.32%。

吸收合并双方具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《王府井集团股份有限公司换股吸收合并北京首商集团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

本次交易通过换股吸收合并的方式对王府井和首商股份进行重组整合，旨在解决吸收合并双方的同业竞争问题，优化首旅集团及北京市国有商业板块的产业布局，有效提升存续公司核心竞争力，打造具有国际水准、国内一流的现代商业零售企业集团。本次交易是王府井和首商股份在国有企业深化改革的大背景下，贯彻落实党中央、国务院、北京市国企改革指导思想的重要举措，能充分发挥上市公司资本运作平台的效用，进一步增强国有经济的活力和运营效率，有利于更好地整合和利用国有商业资源的优势，实现国有资产的保值增值。

本次交易的具体实现方式为：王府井以发行 A 股方式换股吸收合并首商股份，王府井为吸收合并方，首商股份为被吸收合并方，即王府井向首商股份的所有换股股东发行 A 股股票，交换该等股东所持有的首商股份股票。同时，王府井拟采用询价的方式向包括首旅集团在内的不超过 35 名特定投资者非公开发行 A 股股票募集配套资金不超过 40 亿元。

本次换股吸收合并完成后，首商股份将终止上市并注销法人资格，王府井或

其全资子公司将承继及承接首商股份的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。王府井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，募集配套资金在本次换股吸收合并的基础上实施，但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）换股价格与换股比例

本次换股吸收合并的定价基准日为 2021 年 1 月 30 日（吸收合并双方首次董事会决议公告日），根据《重组管理办法》的相关规定，经合并双方协商最终确定，王府井换股价格为换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价，即 33.54 元/股。若王府井自换股吸收合并的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。首商股份换股价格以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价 8.51 元/股为基础，并在此基础上给予 20% 的溢价率确定，即 10.21 元/股，若首商股份自换股吸收合并的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 股首商股份股票可以换得王府井股票数量=首商股份的换股价格/王府井的换股价格（计算结果按四舍五入保留四位小数）。根据上述公式，首商股份与王府井的换股比例为 1:0.3044，即每 1 股首商股份股票可以换得 0.3044 股王府井股票。

自换股吸收合并的定价基准日至换股实施日（包括首尾两日），除吸收合并双方任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。

（三）王府井异议股东的利益保护机制

为保护吸收合并方王府井异议股东的利益，根据《公司法》、《上海证券交易所

所上市公司自律监管规则适用指引第 1 号——重大资产重组》等规定，本次交易将赋予王府井异议股东收购请求权。

有权行使收购请求权的王府井异议股东指在参加王府井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交易方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和就关于本次换股吸收合并双方签订合并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王府井异议股东收购请求权实施日，同时在规定时间内成功履行相关申报程序的王府井股东。

王府井异议股东收购请求权价格为换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的王府井股票交易均价，即 33.54 元/股。若王府井自换股吸收合并的定价基准日起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，则收购请求权价格将做相应调整。

首旅集团同意作为收购请求权的提供方，在本次换股吸收合并过程中将向王府井异议股东提供收购请求权。王府井异议股东不得再向王府井或其他同意本次合并的王府井股东主张收购请求权。在本次换股吸收合并方案获得中国证监会核准后，首旅集团承诺于收购请求权实施日无条件受让成功申报行使收购请求权的王府井异议股东所持有的王府井股份，并按照 33.54 元/股的价格向王府井异议股东支付相应的现金对价。首旅集团承诺将按照上交所和证券登记结算机构的要求办理相关手续并履行信息披露义务。

（四）首商股份异议股东的利益保护机制

为保护被吸收合并方首商股份异议股东的利益，根据《公司法》、《上海证券交易所上市公司自律监管规则适用指引第 1 号——重大资产重组》等规定，本次交易将赋予首商股份异议股东现金选择权。

有权行使现金选择权的首商股份异议股东指在参加首商股份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交易方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和就关于本次换股吸收合并双方签订合并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首商股份异议股东现金选择权实施日，同时在规定时间内成功履行相关申报程序的首商股份股东。

首商股份异议股东现金选择权价格为换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的首商股份股票交易均价，即 8.51 元/股。若首商股份自换股吸收合并的定价基准日起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。

首旅集团同意作为现金选择权的提供方，在本次换股吸收合并过程中将向首商股份异议股东提供现金选择权。首商股份异议股东不得再向首商股份或其他同意本次合并的首商股份股东主张现金选择权。在本次换股吸收合并方案获得中国证监会核准后，首旅集团承诺于现金选择权实施日无条件受让成功申报行使现金选择权的首商股份异议股东所持有的首商股份的股份，并按照 8.51 元/股的价格向首商股份异议股东支付相应的现金对价。首旅集团承诺将按照上交所和证券登记结算机构的要求办理相关手续并履行信息披露义务。

三、本次交易的背景和目的

（一）本次交易的背景

1、贯彻落实国有企业深化改革目标，推进国有资本优化重组

党的十九大报告明确指出，“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”。按照党的十九大的战略部署，新一轮的国有企业改革正在全面展开。

2015 年以来，党中央、国务院先后出台了《关于深化国有企业改革的指导意见》、《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》等一系列国企改革文件，鼓励国有企业积极实施改革、完善国有资产管理体制，完善现代企业制度。《关于深化国有企业改革的指导意见》明确指出，“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”；《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》则明确要求建立国有资本市场布局 and 结构调整机制，推进国有资本优化重组，提高国有资本配置和运营效率。

2017 年 1 月，北京市出台了《北京市人民政府关于改革和完善国有资产管理体制的实施意见》，提出“推进国有资本优化重组”，“按照‘资产同质、经营同类、产业关联’的原则，加大企业调整重组和资源整合工作力度，加快培育形成具有核心竞争力的大企业集团和优势产业集群。加强企业内部的资源整合和企业之间的专业化整合，大力减少企业管理层级。稳妥推进国有企业混合所有制改革，放大国有资本功能，增强国有资本带动力”。

2021 年 3 月，全国人民代表大会表决批准的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》再次明确提出“加快国有经济布局优化、结构调整和战略性重组，增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力，做强做优做大国有资本和国有企业”。

本次交易通过换股吸收合并的方式对王府井和首商股份进行重组整合，旨在解决吸收合并双方的同业竞争问题，优化首旅集团及北京市国有商业板块的产业布局，有效提升存续公司核心竞争力，打造具有国际水准、国内一流的现代商业零售企业集团。本次交易是王府井和首商股份在国有企业深化改革的大背景下，贯彻落实党中央、国务院、北京市国企改革指导思想的重要举措，能充分发挥上市公司资本运作平台的效用，进一步增强国有经济的活力和运营效率，有利于更好地整合和利用国有商业资源的优势，实现国有资产的保值增值。

2、零售行业在促进国民经济增长方面发挥着重要作用，行业变革中孕育着发展机遇

近年来，国际政治和经济环境错综复杂，外部环境不确定因素增大，2020 年新冠肺炎疫情的爆发及错综复杂的国际形势对中国经济的发展带来了挑战，但中国经济仍保持了稳健的发展态势。在我国日渐成熟的经济模式下，消费已成为经济稳定运行的压舱石。长期以来，零售行业持续发挥促进消费升级、推动经济高质量发展的重要作用，其业态结构近年来不断优化，融合发展日益加深。在消费升级的助推下，零售行业的新业态、新模式不断涌现，线上零售规模持续扩大，线上线下融合不断加强，零售行业呈现产业链数字化、渠道多元化等发展趋势。为了适应消费者需求的变化，零售行业企业不断创新经营模式，提升服务品质，回归零售本质，推动行业转型升级；与此同时，行业竞争也日趋激烈，经营专业

度不断提升，优势企业将拥有更多发展机遇。

通过本次交易，王府井和首商股份能有效整合各自优质资源，减少同业竞争，发挥协同效应，降低管理运行成本，有利于扩大存续公司资产规模，把握零售行业发展中的战略机遇，实现商业零售多业态、规模化、集约化和专业化发展。

3、首商股份资产质地良好，王府井整合能力突出，强强联合有助于扩大北京乃至全国的市场份额，有效提升存续公司整体价值

首商股份拥有“燕莎商城”、“燕莎奥莱”、“西单商场”、“贵友大厦”、“新燕莎商业”、“友谊商店”、“法雅公司”等闻名全国、享誉京城商业品牌，是北京乃至全国具有较强区域优势和突出影响力的大型商业企业集团，获得了社会与行业的高度评价。首商股份资产负债结构良好，现金流量充足。截至 2020 年末，首商股份的资产负债率为 32.61%，现金及现金等价物余额为 236,436.99 万元，其在北京地区的经营情况良好，2020 年和 2019 年在北京地区实现的主营业务收入占其当年主营业务收入的比例分别为 83.41%和 83.50%。

王府井是目前全国规模最大、业态最全的商业零售集团之一，经过 65 年的发展，已经建立了包括王府井百货、王府井购物中心、王府井奥莱、赛特奥莱等深受消费者喜爱的品牌体系。近年来，王府井通过重组并购等手段接受商业资产后，实施统一管理，有效提升了相关资产的经济效益，在收购整合方面取得了良好成绩，拥有突出的整合协同能力。

通过本次交易，王府井能够有效整合首商股份的优质供应商资源、顾客资源和营销资源，实现战略协同、地域协同和成本协同，将有助于扩大存续公司在北京地区乃至全国的市场份额，有效提升存续公司的市场影响力和整体价值。

（二）本次交易的目的

1、履行公开承诺，解决吸收合并双方的同业竞争问题

2013 年 8 月，国务院国资委和中国证监会联合颁布的《关于推动国有股东与所控股上市公司解决同业竞争规范关联交易的指导意见》（国资发产权[2013]202 号）中提出“要综合运用资产重组、股权置换、业务调整等多种方式，逐步将存在同业竞争的业务纳入同一平台，促进提高产业集中度和专业化水平”

和“合理划分业务范围与边界，解决同业竞争，规范关联交易”的政策指导意见。

2018年2月，首旅集团出具了《关于解决下属上市公司同业竞争的承诺函》，承诺对王府井与首商股份之间存在的同业竞争，将根据北京市国资委的统一安排，自该承诺函出具之日起3年内提出明确可行的解决方案、5年内彻底解决。在解决两家上市公司之间存在的同业竞争过程中，首旅集团将充分尊重和保障王府井、首商股份两家上市公司中小股东的利益，并在获得两家上市公司股东大会及证券监督管理机构、证券交易所同意后，积极推动实施。

本次交易通过换股吸收合并的方式对王府井和首商股份进行重组整合，可以解决两者的同业竞争问题，是首旅集团为兑现公开承诺而做出的重要举措，亦能突破双方在业务发展中存在的同质化竞争格局，提升资源配置效率和市场竞争力，维护吸收合并双方全体股东的利益。

2、推进北京市国有商业板块整合，进一步释放国有资产发展潜力，提升存续公司在商业零售行业的竞争力

王府井和首商股份均是北京市国有企业，各自旗下的“王府井百货”、“王府井购物中心”、“王府井奥莱”、“燕莎商城”、“西单商场”等品牌均是享誉全国的著名商业零售品牌。本次交易是北京市国有商业板块整合的又一重要举措，能进一步释放国有资产发展潜力，有效推动其持续健康发展，进而提升存续公司在商业零售行业的竞争力。同时，借助于本次整合机会，存续公司将充分发挥资源优势，以北京市“四个中心”、“京津冀协同发展”等战略定位为指引，服务于首都战略功能定位，为落实新版北京城市总体规划、北京城市副中心、2022年北京冬奥会、冬残奥会筹办等相关工作做出新的贡献。

3、整合吸收合并双方资源，发挥协同效应，打造具有国际水准、国内一流的现代商业零售企业集团

2015年8月，中国证监会、财政部、国务院国资委和银监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》（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。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”。

本次交易即是王府井和首商股份依托资本市场进行的资源和业务整合。本次交易实施后，王府井作为存续公司，将整合吸收合并双方资源，发挥规模效应，实现优势互补，促进各项业务的协同发展，提升企业盈利能力和整体价值，巩固行业地位，打造具有国际水准、国内一流的现代商业零售企业集团。与此同时，整合了首旅集团旗下优质商业资产后的存续公司将积极贯彻落实首旅集团打造“生活方式服务业产业集团”的战略定位，与首旅集团其他异业资源间广泛开展跨业态全渠道的业务合作，形成互助互补、互联互通、共享共生、融合发展的强大发展合力，有利于集团整体的高质量可持续发展。

4、募集配套资金，引入社会资本，推动混合所有制改革

2018年12月，北京市人民政府办公厅印发《关于推动北京老字号传承发展的意见》，提出“推动国有老字号企业体制改革和机制创新，增强企业活力，提高盈利能力。鼓励国有老字号企业引入各类社会资本，允许经营者参与混合所有制改革，实现股权多元化。加大国有老字号企业资源整合力度，培育行业龙头企业”。

本次交易将在换股吸收合并完成后募集配套资金，配套资金可用于本次换股吸收合并后存续公司的发展。通过本次募集配套资金，可适当引入社会资本，深化公司的混合所有制改革，优化治理结构，增强微观主体活力，推动存续公司资产规模扩大、业务收入增长、盈利能力提升，全面提升存续公司的发展质量和核心竞争力。

四、报告目的

本报告的目的是为首商股份董事会提供参考，分析本次交易的定价是否公允、合理以及是否存在损害首商股份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

本报告基准日与本次换股吸收合并的定价基准日一致，系王府井及首商股份审议本次交易有关事宜的首次董事会决议公告日，即2021年1月30日。本报告

所引用的市场价格数据截至 2021 年 1 月 29 日（王府井及首商股份审议本次交易有关事宜的首次董事会决议公告日前 1 个交易日）。

第二章 报告假设

一、一般假设

1、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。

2、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，一般可以通过可比公司法、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。

可比交易法是挑选与相关公司同行业、在估值前一段合适时期被投资、并购的公司，基于融资或并购交易的定价依据作为参考，从中获取有用的财务或非财务数据，据此评估相关公司，得到企业价值。

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；可以把换股吸收合并后的经营战略、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，如何根据相关公司最新经营情况选取适当的参数，从而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，吸收合并双方均为上市公司，在换股吸收合并完成之前，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和现金流预测，并且公布未来盈利及现金流预测可能会引起股价异动，增加本次换股吸收合并成功的不确定性，因此本次换股吸收合并未进行盈利和现金流预测。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，本次换股吸收合并属于公开市场合并，吸收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 吸收合并双方换股价格合理性分析

一、市场参考价的选择

本次换股吸收合并中，王府井、首商股份换股价格均以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日股票交易均价作为定价基础。

（一）以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日交易均价作为定价基础符合《重组管理办法》的规定

根据《重组管理办法》的规定，“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。

本次换股吸收合并的定价基准日为 2021 年 1 月 30 日（吸收合并双方首次董事会决议公告日），王府井换股价格为换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价，即 33.54 元/股。首商股份换股价格以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价 8.51 元/股为基础，并在此基础上给予 20% 的溢价率确定，即 10.21 元/股。上述定价方法符合《重组管理办法》的有关要求。

（二）以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日交易均价作为定价基础能反映吸收合并双方最新的股价情况

王府井和首商股份股票自 2021 年 1 月 18 日起因筹划重大资产重组停牌，王府井停牌前 1 个交易日的收盘价为 31.95 元/股，首商股份停牌前 1 个交易日的收盘价为 8.35 元/股，王府井和首商股份可供选择的市场参考价格与其停牌前 1 个交易日收盘价的对比情况如下表所示：

项目	王府井	首商股份	王府井市场参考价格与停牌前收盘价的差异率	首商股份市场参考价格与停牌前收盘价的差异率
换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价（元/股）	33.54	8.51	4.98%	1.92%
换股吸收合并的定价基准日前 60 个	35.38	10.09	10.74%	20.84%

交易日的股票交易均价（元/股）				
换股吸收合并的定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价（元/股）	46.56	10.37	45.73%	24.19%

由上表可知，在可供选择的市場参考价格中，吸收合并双方在换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价与其停牌前 1 个交易日收盘价的差异率最小，最能反映换股吸收合并的定价基准日前股价的最新情况，因此能够较好地体现并维护吸收合并双方股东的利益。

（三）以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日交易均价作为定价基础符合市场惯例

2014 年以来，A 股上市公司换股吸收合并 A 股上市公司交易案例的定价基础如下表所示：

交易类型	交易名称	吸收合并双方的定价基础
A 吸并 A	大连港吸并营口港	定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价
A 吸并 A	美的集团吸并小天鹅 A	定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价
A 吸并 A	宝钢股份吸并武钢股份	定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价
A 吸并 A	百视通吸并东方明珠	定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价

注 1：因为《上市公司重大资产重组管理办法（2014 年修订）》中将市场参考价格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，故上述可比案例为 2014 年及之后的 A 股上市公司换股吸收合并 A 股上市公司的交易。

注 2：长城电脑吸并长城信息的交易选择定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价作为定价基础，主要原因是长城电脑、长城信息的停牌时间较长，期间 A 股市场整体调整幅度较大，因此为兼顾相关各方的利益，在充分考虑了对等原则后，经相关各方协商，长城电脑、长城信息分别采用其定价基准日前 120 个交易日的相应股票交易均价作为定价基础。

由上表可知，2014 年以来 A 股上市公司换股吸收合并 A 股上市公司的交易案例多以定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价作为换股价格的定价基础，本次交易的定价基础与大多数可比案例一致，符合市场惯例。

综上所述，本次交易以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价作为定价基础，符合相关法律法规和规范性文件的要求，反映了王府井和首商股份在换股吸收合并的定价基准日前股价的最新情况，且符合市场可比案例的操作惯例，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，本次换股吸收合并按照如下标准在 A 股上市公司中选取王府井和首商股份的可比公司：

（1）申银万国行业划分标准中“百货”行业 A 股上市公司；

（2）剔除以上公司中市盈率为负或存在明显异常（超过 100 倍）的企业，且未包括王府井和首商股份。

基于上述标准，选取以下 A 股上市可比公司，其截至本报告基准日（2021 年 1 月 30 日）最近一个已披露财务数据的完整会计年度（即 2019 年度）经营业绩、财务状况以及主营业务类型如下表所示：

单位：亿元

序号	证券代码	证券简称	总市值	2019 年度 营业总收入	2019 年度 归属于母公司 股东的净利润	截至 2019 年末总资产	截至 2019 年末 归属于母公司 股东的净资产	经营范围
1	000417.SZ	合肥百货	34.55	109.09	1.60	108.20	39.67	商业零售
2	000501.SZ	鄂武商 A	79.90	177.56	12.25	235.95	95.10	商业零售
3	000715.SZ	中兴商业	16.88	27.02	1.54	22.93	14.79	商业零售
4	002187.SZ	广百股份	25.99	80.19	1.13	43.02	27.55	商业零售
5	002277.SZ	友阿股份	43.22	62.66	3.17	159.86	68.15	商业零售
6	002419.SZ	天虹股份	87.38	193.93	8.59	166.33	69.50	商业零售
7	002561.SZ	徐家汇	27.73	19.29	2.13	27.60	22.93	商业零售
8	600693.SH	东百集团	37.46	41.00	3.30	88.40	25.00	商业零售
9	600814.SH	杭州解百	36.61	64.00	2.35	57.54	25.70	商业零售
10	600828.SH	茂业商业	58.89	122.34	12.59	191.56	67.49	商业零售
11	600857.SH	宁波中百	18.60	10.10	0.41	13.79	6.46	商业零售
12	600865.SH	百大集团	28.90	9.18	2.05	22.55	19.00	商业零售
13	601010.SH	文峰股份	52.30	59.93	3.34	65.96	47.71	商业零售
14	601086.SH	国芳集团	26.04	27.66	1.15	27.65	18.14	商业零售
15	603101.SH	汇嘉时代	19.66	44.31	0.28	38.11	13.80	商业零售
16	603123.SH	翠微股份	48.88	49.36	1.76	54.00	32.46	商业零售

注：总市值=2021 年 1 月 29 日收盘价×截至 2021 年 1 月 29 日上市公司的总股本。

数据来源：上市公司年度报告。

（二）吸收合并双方换股价格的可比公司估值法

截至定价基准日前一交易日的 2021 年 1 月 29 日，上述 A 股可比上市公司估值情况如下（每股收益、每股净资产等使用截至本报告基准日（2021 年 1 月 30 日）最近一个已披露财务数据的完整会计年度（即 2019 年度）的财务数据）：

序号	证券代码	证券简称	市盈率（倍）	市净率（倍）	企业价值比率（倍）
1	000417.SZ	合肥百货	21.64	0.87	3.55
2	000501.SZ	鄂武商 A	6.49	0.84	4.92
3	000715.SZ	中兴商业	10.97	1.14	4.62
4	002187.SZ	广百股份	23.00	0.94	3.25
5	002277.SZ	友阿股份	13.66	0.63	10.89
6	002419.SZ	天虹股份	10.17	1.26	2.76
7	002561.SZ	徐家汇	13.08	1.21	5.44
8	600693.SH	东百集团	11.14	1.50	8.86
9	600814.SH	杭州解百	15.52	1.42	3.10
10	600828.SH	茂业商业	4.68	0.87	4.24
11	600857.SH	宁波中百	46.06	2.88	27.70
12	600865.SH	百大集团	13.96	1.52	8.57
13	601010.SH	文峰股份	15.72	1.10	6.83
14	601086.SH	国芳集团	23.00	1.44	8.31
15	603101.SH	汇嘉时代	44.56	1.02	8.72
16	603123.SH	翠微股份	18.00	0.99	10.10
最大值			46.06	2.88	27.70
第三四分位数			21.98	1.43	8.75
平均值			18.23	1.23	7.62
中位值			14.74	1.12	6.14
第一四分位数			11.10	0.93	4.07
最小值			4.68	0.63	2.76
王府井（以本次换股价格为基础进行测算）			27.09	2.28	9.92
首商股份（以本次换股价格为基础进行测算）			16.90	1.57	6.02

注 1：市盈率=2021 年 1 月 29 日收盘价/2019 年度归属于母公司股东的每股收益；对于王府井和首商股份以本次换股价格代替 2021 年 1 月 29 日收盘价进行测算。

注 2：市净率=2021 年 1 月 29 日收盘价/2019 年度归属于母公司股东的每股净资产；对于王府井和首商股份，则以本次换股价格代替 2021 年 1 月 29 日收盘价进行测算。

注 3：企业价值比率=（2021 年 1 月 29 日收盘价*截至 2021 年 1 月 29 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）；对于王府井和首商股份，

则以本次换股价格代替 2021 年 1 月 29 日收盘价进行测算。

数据来源：上市公司年度报告。

本次换股吸收合并中，王府井的换股价格为 33.54 元/股，以此为基础测算，对应王府井市盈率为 27.09 倍，市净率为 2.28 倍，企业价值比率为 9.92 倍，均处于同行业可比公司估值区间内。

本次换股吸收合并中，首商股份的换股价格为 10.21 元/股，以此为基础测算，对应首商股份市盈率为 16.90 倍，市净率为 1.57 倍，企业价值比率为 6.02 倍，均处于同行业可比公司估值区间内，且与同行业平均值和中位数相比不存在重大差异。

三、可比交易估值法

（一）王府井换股价格的可比交易法分析

本次交易的吸并方王府井为 A 股上市公司，其通过发行 A 股方式换股吸收合并 A 股上市公司首商股份，因此选取 A 股上市公司换股吸收合并 A 股上市公司的交易进行参考分析。在该类型交易中，大部分案例的吸并方换股价格较定价基准日前 20 个交易日股票交易均价无溢价，具体情况如下表所示：

交易类型	交易名称	吸并方定价基准日前 20 个交易日股票交易均价（元/股）	吸并方换股价格（元/股）	吸并方换股溢价率
A 吸并 A	大连港吸并营口港	1.71	1.71	0.00%
A 吸并 A	美的集团吸并小天鹅 A	42.04	42.04	0.00%
A 吸并 A	宝钢股份吸并武钢股份	5.11	4.60	-10.00%
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	21.09	13.04	-38.17%
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	5.63	5.63	0.00%
A 吸并 A	百视通吸并东方明珠	32.43	32.43	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	广州药业吸并白云山	12.20	12.20	0.00%
A 吸并 A	济南钢铁吸并莱钢股份	3.44	3.44	0.00%
A 吸并 A	友谊股份吸并百联股份	15.57	15.57	0.00%
A 吸并 A	盐湖钾肥吸并盐湖集团	53.53	73.83	42.36%
A 吸并 A	唐钢股份吸并邯郸钢铁	5.29	5.29	0.00%
A 吸并 A	唐钢股份吸并承德钒钛	5.29	5.29	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸并中西药业	11.83	11.83	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸并上实医药	11.83	11.83	0.00%

交易类型	交易名称	吸并方定价基准日前 20 个交易日股票交易均价（元/股）	吸并方换股价格（元/股）	吸并方换股溢价率
A 吸并 A	东方航空吸并上海航空	5.28	5.28	0.00%
A 吸并 A	新湖中宝吸并新湖创业	3.85	3.85	0.00%
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并攀渝钛业	9.59	9.59	0.00%
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并长城股份	9.59	9.59	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				-0.31%
吸并方换股溢价率中位数				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%
本次换股吸收合并中王府井的换股溢价率				0.00%

注 1：吸并方换股价格为相关案例首次披露数据，未考虑后续因除权除息等事项的调整。

注 2：长城电脑吸并长城信息的交易中吸并方的换股溢价率为-38.17%，主要原因是长城电脑、长城信息停牌时间较长，期间 A 股市场整体调整幅度较大，因此为兼顾相关各方的利益，在充分考虑了对等原则后，经相关各方协商，长城电脑、长城信息分别采用其定价基准日前 120 个交易日相应股票交易均价的 90%作为换股价格。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定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价，系 21.09 元/股，以便对比与分析。而由于股价波动较大，导致以定价基准日前 20 个交易日测算的换股溢价率较低。

注 3：盐湖钾肥吸并盐湖集团的交易中吸并方的换股溢价率为 42.36%，主要原因是交易双方于 2008 年 6 月 26 日首次停牌启动重组，并确定了换股价格和换股比例，但因预案未能及时获得国有资产管理部门的批复，故未能于董事会决议公告日后 6 个月内发出股东大会通知。交易双方于 2009 年 7 月 25 日再次召开董事会审议重组事项，仅在原换股比例的基础上进行了微调，但由于期间证券市场发生了较大变化，导致按接近原换股比例确定的吸并方换股价格对应的换股溢价率较高。数据来源：上市公司公告。

本次交易中，王府井的换股价格为 33.54 元/股，较换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日股票交易均价无溢价，与上述可比交易中多数案例的吸并方换股溢价率一致，且处于可比交易吸并方换股溢价率第一四分位数和第三四分位数之间，符合市场惯例。

（二）首商股份换股价格的可比交易法分析

本次交易的被吸并方首商股份为 A 股上市公司，因此选取 A 股上市公司作为被吸并方的交易进行参考分析。在 A 股上市公司作为被吸并方的吸收合并可比交易中，被吸并方换股价格较定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的溢价率区间为-33.56%至 68.71%，具体情况如下表所示：

交易类型	交易名称	被吸并方定价 基准日前 20 个 交易日股票交 易均价（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	大连港吸并营口港	2.16	2.59	20.00%
A 吸并 A	美的集团吸并小天鹅 A	46.28	50.91	10.00%
A 吸并 A	宝钢股份吸并武钢股份	2.86	2.58	-10.00%
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	36.26	24.09	-33.56%
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	5.92	6.19	4.56%
A 吸并 A	百视通吸并东方明珠	10.63	10.63	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	广州药业吸并白云山	11.55	11.55	0.00%
A 吸并 A	济南钢铁吸并莱钢股份	7.18	8.35	16.27%
A 吸并 A	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%
A 吸并 A	东方航空吸并上海航空	5.50	6.88	25.00%
A 吸并 A	新湖中宝吸并新湖创业	7.11	7.11	0.00%
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并攀渝钛业	14.14	17.08	20.79%
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并长城股份	6.50	7.85	20.79%
H 吸并 A	中国外运吸并外运发展	16.91	20.63	22.00%
H 吸并 A	广汽集团吸并广汽长丰	12.65	14.55	15.00%
H 吸并 A	中交股份吸并路桥建设	11.81	14.53	23.03%
H 吸并 A	金隅股份吸并太行水泥	10.09	10.80	7.04%
H 吸并 A	上海电气吸并上电股份	26.65	35.00	31.33%
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	招商蛇口吸并招商地产 A	28.22	38.10	35.01%
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	温氏集团吸并大华农	8.33	13.33	60.00%
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	美的集团吸并美的电器	9.46	15.96	68.71%
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				23.52%
被吸并方换股溢价率平均值				14.36%
被吸并方换股溢价率中位数				15.64%
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				-33.56%
本次换股吸收合并中首商股份的换股溢价率				20.00%

注 1：被吸并方换股价格为相关案例首次披露数据，未考虑后续因除权除息等事项的调整。

注 2：长城电脑吸并长城信息的交易中被吸并方的换股溢价率为-33.56%，主要原因是长城电脑、长城信息停牌期间较长，期间 A 股市场整体调整幅度较大，因此为兼顾相关各方的利益，在充分考虑了对等原则后，经相关各方协商，长城电脑、长城信息分别采用其定价基准日前 120 个交易日相应股票交易均价的 90%作为换股价格。上表统计中，考虑到数据的统一性，重新测算了该交易中被吸并方定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价，系 36.26 元/股，以便对比与分析。而由于股价波动较大，导致以定价基准日前 20 个交易日测算的换股溢价率较低。

注 3：美的集团吸并美的电器的交易中被吸并方的换股溢价率为 68.71%，主要原因是吸并方美的集团当时为非上市公司，被吸并方美的电器为 A 股上市公司，给予被吸并方股东较高的换股溢价率可以充分保护上市公司中小股东的利益。非上市公司吸并上市公司的交易中，普遍均给予被吸并方较高的换股溢价率。

数据来源：上市公司公告。

本次交易中，首商股份换股价格为 10.21 元/股，较换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日股票交易均价溢价 20%，处于可比交易被吸并方换股溢价率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

一、吸收合并双方异议股东权利保护机制价格

（一）王府井异议股东收购请求权的价格

为保护吸收合并方王府井异议股东的利益，根据《公司法》、《上海证券交易所上市公司自律监管规则适用指引第1号——重大资产重组》等规定，本次交易将赋予王府井异议股东收购请求权。

王府井异议股东收购请求权价格为换股吸收合并的定价基准日前20个交易日的王府井股票交易均价，即33.54元/股。若王府井自换股吸收合并的定价基准日起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，则收购请求权价格将做相应调整。

（二）首商股份异议股东现金选择权的价格

为保护被吸收合并方首商股份异议股东的利益，根据《公司法》、《上海证券交易所上市公司自律监管规则适用指引第1号——重大资产重组》等规定，本次交易将赋予首商股份异议股东现金选择权。

首商股份异议股东现金选择权价格为换股吸收合并的定价基准日前20个交易日的首商股份股票交易均价，即8.51元/股。若首商股份自换股吸收合并的定价基准日起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。

二、王府井异议股东收购请求权定价合理性分析

本次交易的吸并方王府井为A股上市公司，其通过发行A股方式换股吸收合并A股上市公司首商股份，因此选取A股上市公司换股吸收合并A股上市公司的交易以分析本次异议股东收购请求权价格的合理性：

交易类型	交易名称	吸并方定价基准日前 20 个交易日股票交易均价（元/股）	吸并方收购请求权价格（元/股）	收购请求权价格较定价基准日前 20 个交易日股票交易均价溢价
A 吸并 A	大连港吸并营口港	1.71	1.71	0.00%
A 吸并 A	美的集团吸并小天鹅 A	42.04	36.27	-13.73%
A 吸并 A	宝钢股份吸并武钢股份	5.11	4.60	-10.00%
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	21.09	13.04	-38.17%
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	5.63	5.63	0.00%
A 吸并 A	百视通吸并东方明珠	32.43	32.54	0.34%
A 吸并 A	中国医药吸并天方药业	20.74	20.74	0.00%
A 吸并 A	广州药业吸并白云山	12.20	12.20	0.00%
A 吸并 A	济南钢铁吸并莱钢股份	3.44	3.44	0.00%
A 吸并 A	友谊股份吸并百联股份	15.57	15.57	0.00%
A 吸并 A	盐湖钾肥吸并盐湖集团	53.53	51.86	-3.12%
A 吸并 A	唐钢股份吸并邯郸钢铁	5.29	5.29	0.00%
A 吸并 A	唐钢股份吸并承德钒钛	5.29	5.29	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸并中西药业	11.83	11.83	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸并上实医药	11.83	11.83	0.00%
A 吸并 A	东方航空吸并上海航空	5.28	5.28	0.00%
A 吸并 A	新湖中宝吸并新湖创业	3.85	3.85	0.00%
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并攀渝钛业	9.59	9.59	0.00%
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并长城股份	9.59	9.59	0.00%
吸并方异议股东收购请求权溢价率最大值				0.34%
吸并方异议股东收购请求权溢价率第三四分位数				0.00%
吸并方异议股东收购请求权溢价率平均值				-3.40%
吸并方异议股东收购请求权溢价率中位数				0.00%
吸并方异议股东收购请求权溢价率第一四分位数				0.00%
吸并方异议股东收购请求权溢价率最小值				-38.17%
本次换股吸收合并中王府井异议股东收购请求权溢价率				0.00%

注 1：吸并方异议股东收购请求权价格为相关案例首次披露数据，未考虑后续因除权除息等事项的调整。

注 2：长城电脑吸并长城信息的交易中收购请求权价格较定价基准日前 20 个交易日股票交易均价溢价-38.17%，主要原因是长城电脑、长城信息停牌期间较长，期间 A 股市场整体调整幅度较大，因此为兼顾相关各方的利益，在充分考虑了对等原则后，经相关各方协商，长城电脑、长城信息分别采用其定价基准日前 120 个交易日相应股票交易均价的 90%作为换股价格。长城电脑异议股东收购请求权价格与换股价格相同，而由于股价波动较大，导致其收购请求权价格较定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的溢价率较低。

注 3：美的集团吸并小天鹅 A 的交易中收购请求权价格较定价基准日前 20 个交易日股票交易均价溢价-13.73%，主要原因是美的集团异议股东收购请求权的价格为美的集团定价基准日前 1 个交易日的收盘价的 90%，低于换股价格以及定价基准日前 20 个交易日股票交易均价，有助

于促进美的集团的股东在股东大会上支持该次交易。

注 4：宝钢股份吸并武钢股份的交易中收购请求权价格较定价基准日前 20 个交易日股票交易均价溢价-10.00%，主要原因是宝钢股份异议股东的收购请求权价格与换股价格相同，均为定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 90%。

数据来源：上市公司公告。

本次交易中，王府井异议股东收购请求权的价格为 33.54 元/股，与其 A 股停牌前 20 个交易日（即换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日）股票交易均价相同，与上述大多数可比交易案例的设置方式一致，且与上述可比交易案例中吸并方异议股东收购请求权溢价率的第一四分位数、中位数和第三四分位数均相同，价格设置符合市场惯例，具有合理性。

三、首商股份异议股东现金选择权定价合理性分析

（一）首商股份现金选择权能够给予投资者充分保障

本次交易中，首商股份换股价格以换股吸收合并的定价基准日前 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 10.21 元/股；首商股份异议股东现金选择权价格为首商股份股票停牌前 20 个交易日（即换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日）股票交易均价，即 8.51 元/股。首商股份现金选择权价格低于换股价格，与市场参考价格相同。

本次交易中，首商股份异议股东的现金选择权价格与市场参考价相同，如后续首商股份股价向下波动，首商股份异议股东可通过行使现金选择权实现退出；如后续首商股份股价向上波动，首商股份异议股东可通过在二级市场出售股票实现退出。因此，采用该种定价方式能够给予首商股份行使现金选择权的异议股东充分的保障。

（二）首商股份现金选择权价格的确定方式符合市场惯例

本次交易中，首商股份异议股东现金选择权的价格设定参考了可比交易。本次交易的被吸并方首商股份为 A 股上市公司，因此选取 A 股上市公司作为被吸并方的交易进行参考分析。在 A 股上市公司作为被吸并方的吸收合并可比交易中，被吸并方现金选择权价格的设置情况如下：

交易类型	交易名称	被吸并方定价基准日前	被吸并方现金选择权价	现金选择权价格较定价基准日前
------	------	------------	------------	----------------

		20 个交易日 股票交易均 价（元/股）	格（元/股）	20 个交易日股票 交易均价溢价
A 吸并 A	大连港吸并营口港	2.16	2.16	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	宝钢股份吸并武钢股份	2.86	2.58	-9.79%
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	36.26	24.09	-33.56%
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	5.92	5.92	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	中国医药吸并天方药业	6.39	6.39	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	济南钢铁吸并莱钢股份	7.18	7.18	0.00%
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%
A 吸并 A	东方航空吸并上海航空	5.50	5.50	0.00%
A 吸并 A	新潮中宝吸并新潮创业	7.11	7.11	0.00%
A 吸并 A	攀钢钒钛吸并长城股份	6.50	6.50	0.00%
A 吸并 A	攀钢钒钛吸并攀渝钛业	14.14	14.14	0.00%
H 吸并 A	中国外运吸并外运发展	16.91	17.28	2.19%
H 吸并 A	广汽集团吸并广汽长丰	12.65	12.65	0.00%
H 吸并 A	中交股份吸并路桥建设	11.81	12.31	4.23%
H 吸并 A	金隅股份吸并太行水泥	10.09	10.65	5.55%
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%
非上市吸并 A	招商蛇口吸并招商地产 A	28.22	24.11	-14.56%
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	温氏集团吸并大华农	8.33	10.62	27.49%
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	美的集团吸并美的电器	9.46	10.59	11.95%
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				2.29%
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%
本次换股吸收合并现金选择权溢价率				0.00%

注 1：被吸并方异议股东现金选择权价格为相关案例首次披露数据，未考虑后续因除权除息

等事项的调整。

注 2：温氏集团吸并大华农的交易中现金选择权价格较定价基准日前 20 个交易日股票交易均价溢价 27.49%，主要原因是大华农的换股溢价率为 60%，为充分保护异议股东的利益，亦给予异议股东现金选择权较高的溢价率。

注 3：长城电脑吸并长城信息的交易中现金选择权价格较定价基准日前 20 个交易日股票交易均价溢价-33.56%，主要原因是长城电脑、长城信息停牌期间较长，期间 A 股市场整体调整幅度较大，因此为兼顾相关各方的利益，在充分考虑了对等原则后，经相关各方协商，长城电脑、长城信息分别采用其定价基准日前 120 个交易日相应股票交易均价的 90%作为换股价格。长城信息异议股东现金选择权价格与换股价格相同，而由于股价波动较大，导致其现金选择权价格较定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的溢价率较低。

数据来源：上市公司公告。

本次交易中，首商股份异议股东现金选择权价格与其 A 股停牌前 20 个交易日（即换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日）股票交易均价相同，与上述大多数可比交易案例的设置方式一致，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也符合 A 股上市公司吸收合并 A 股上市公司案例的惯常做法，上述 A 吸并 A 的可比交易案例中，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）首商股份现金选择权价格的定价有助于促进首商股份全体股东分享存续公司未来发展带来的长期利益

本次交易是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，已获得北京市国资委的批复同意，能够充分发挥上市公司资本运作平台的效用，进一步增强国有经济的活力和运营效率。本次换股吸收合并有利于整合吸收合并双方资源，发挥协同效应，打造具有国际水准、国内一流的现代商业零售企业集团，符合合并双方全体股东的长期利益。

本次交易中，首商股份换股价格较换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价溢价 20%，对首商股份异议股东现金选择权价格未设置溢价，有利于避免中小股东为了获得否决票中所内含的、因现金选择权价格高于市场参考价格而形成的套利空间，违背其对本次交易的真实意思而在首商股份的股东大会中投出反对票，从而对本次交易造成不必要的不利影响。同时，首商股份异议股东现金选择权价格设定为略低于换股价格，亦有利于促进首商股份股东积极参与换股，有利于首商股份全体股东共享合并双方的长期整合红利；而对于未参与换股的股东，以市场参考价格退出，不再享受本次交易带来的溢价以及合并后的

长期整合红利。

综上所述，首商股份异议股东现金选择权价格虽然低于换股价格，但未低于市场参考价格，符合市场惯例并有利于保障异议股东的利益，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和可比交易法，对本次交易换股价格和异议股东权利保护机制价格的合理性进行分析，本次交易的估值合理、定价公允，不存在损害首商股份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，本报告是在本报告所述目的下，论证本次换股吸收合并价格是否合理，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。华泰联合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。

未征得华泰联合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。

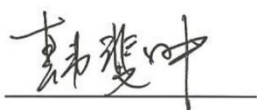
华泰联合证券在本报告中发表的意见均基于截至 2021 年 1 月 29 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

本报告的使用有效期为 12 个月：自 2021 年 1 月 30 日至 2022 年 1 月 30 日期间有效。

（以下无正文）

（本页无正文，为《华泰联合证券有限责任公司关于王府井集团股份有限公司换股吸收合并北京首商集团股份有限公司并募集配套资金暨关联交易之估值报告》之签字盖章页）

估值人员：



韩斐冲



吴 过

华泰联合证券有限责任公司

