

中信证券股份有限公司

关于美的集团股份有限公司

发行 A 股股份换股吸收合并

无锡小天鹅股份有限公司

暨关联交易

之

估值报告

合并方财务顾问



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

二〇一八年十一月

声 明

一、本报告分析对象为美的集团股份有限公司（以下简称“美的集团”）与无锡小天鹅股份有限公司（以下简称“小天鹅”），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》、《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》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，供美的集团董事会参考。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、本报告未对交易双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，未对交易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、本报告仅供美的集团股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并无锡小天鹅股份有限公司暨关联交易（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《美的集团股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并无锡小天鹅股份有限公司暨关联交易报告书》对该等术语所规定的含义。

第一章 背景情况介绍

一、交易双方概况

美的集团是 A 股上市公司，公司当前主营业务为暖通空调、家用电器、机器人与自动化系统、智能供应链（物流）的研发、生产和销售。截至 2018 年 9 月 30 日，美的集团的总股本为 6,644,656,857 股；其中，美的集团的控股股东美的控股持有美的集团股份 2,212,046,613 股，占美的集团总股本的 33.29%。

小天鹅是 A+B 股上市公司。截至 2018 年 9 月 30 日，小天鹅的总股本为 632,487,764 股，其中 A 股 441,451,892 股，B 股 191,035,872 股。截至 2018 年 9 月 30 日，小天鹅的控股股东美的集团持有小天鹅 A 股 238,948,117 股股份，占小天鹅总股本的 37.78%；美的集团的一致行动人 TITONI INVESTMENTS DEVELOPMENT LTD.持有小天鹅 B 股 94,204,942 股股份，占小天鹅总股本 14.89%。小天鹅的主营业务为洗衣机和干衣机的研发、生产和销售。

交易双方具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《美的集团股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并无锡小天鹅股份有限公司暨关联交易报告书》。

二、本次交易方案

（一）方案概要

美的集团拟以发行 A 股方式，换股吸收合并小天鹅，即美的集团向小天鹅除美的集团及 TITONI 外的所有换股股东发行股票，交换该等股东所持有的小天鹅 A 股股票及小天鹅 B 股股票。美的集团及 TITONI 所持有的小天鹅 A 股及 B 股股票不参与换股，该等股票将在本次换股吸收合并后予以注销。

本次换股吸收合并完成后，小天鹅将终止上市并注销法人资格，美的集团或其全资子公司将承继及承接小天鹅的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。美的集团因本次换股吸收合并所增发 A 股股票将申请在深交所主板上市流通。

（二） 本次合并的换股价格和换股比例

本次合并中，美的集团于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价为 42.04 元/股。综合考虑，最终确定美的集团的换股价格为定价基准日前 20 个交易日的交易均价，即 42.04 元/股。

若美的集团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、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则上述换股价格将作相应调整。

本次合并中，小天鹅 A 股定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价为 46.28 元/股。经综合考虑，小天鹅 A 股的换股价格以定价基准日前 20 个交易日交易均价为基础，并在此基础上给予 10%的溢价率确定，即 50.91 元/股。

本次合并中，小天鹅 B 股定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价为 37.24 港元/股。经综合考虑，小天鹅 B 股的换股价格以定价基准日前 20 个交易日交易均价为基础，并在此基础上给予 30%的溢价率确定，即 48.41 港元/股。采用 B 股停牌前一交易日即 2018 年 9 月 7 日中国人民银行公布的人民币兑换港元的中间价（1 港元= 0.8690 人民币）进行折算，折合人民币 42.07 元/股。

若小天鹅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、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则上述换股价格将作相应调整。

每 1 股小天鹅 A 股或 B 股股票可以换得美的集团股票数=小天鹅 A 股或 B 股的换股价格/美的集团的换股价格（计算结果按四舍五入保留四位小数）。根据上述公式，美的集团与小天鹅 A 的换股比例为 1:1.2110，即每 1 股小天鹅 A 股股票可以换得 1.2110 股美的集团股票；美的集团与小天鹅 B 的换股比例为 1:1.0007，即每 1 股小天鹅 B 股股票可以换得 1.0007 股美的集团股票。

自定价基准日至换股实施日（包括首尾两日），除非合并双方任何一方发生派息、送股、资本公积转增股本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发行价格或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）美的集团异议股东的保护机制

为保护美的集团股东利益，减少本次换股吸收合并后美的集团股价波动对投资者的影响，根据《公司法》及《美的集团股份有限公司章程》的相关规定，美的集团将赋予美的集团异议股东收购请求权。本次换股吸收合并将由美的集团（包括其下属公司）及/或其指定的无关联第三方向美的集团异议股东提供收购请求权，根据美的集团第三届董事会第四次会议审议通过的《关于公司作为本次换股吸收合并中美的集团异议股东收购请求权提供方的议案》，美的集团异议股东的收购请求权的提供方为美的集团，该事项尚需美的集团股东大会审议通过。在此情况下，该等美的集团异议股东不得再向任何同意本次换股吸收合并的美的集团的股东主张收购请求权。

美的集团异议股东收购请求权价格为美的集团定价基准日前一个交易日的收盘价 40.30 元/股的 90%，即 36.27 元/股。若美的集团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、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则收购请求权价格将做相应调整。

行使收购请求权的美的集团异议股东，可就其有效申报的每一股美的集团股票，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美的集团异议股东行使收购请求权的全部美的集团股份，并相应支付现金对价。根据美的集团第三届董事会第四次会议审议通过的《关于公司作为本次换股吸收合并中美的集团异议股东收购请求权提供方的议案》，美的集团异议股东的收购请求权的提供方为美的集团，该事项尚需美的集团股东大会审议通过。若由美的集团作为收购请求权提供方，则美的集团通过收购请求权而受让的美的集团股票将依据相关法规进行处理。

如果本次换股吸收合并方案未能获得合并双方股东大会或相关政府部门的批准或核准，导致本次交易最终不能实施，则美的集团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）将依据法律、法规以及深交所的规定及时进行信息披露。

（四）小天鹅异议股东的保护机制

为充分保护小天鹅全体股东特别是中小股东的权益，本次换股吸收合并将由美的集团（包括其下属公司）及/或其指定的无关联第三方向小天鹅异议股东提供现金选择权，现金选择权提供方将在审议本次交易的股东大会召开前确定并公告。在此情况下，该等小天鹅异议股东不得再向小天鹅或任何同意本次换股吸收合并的小天鹅的股东主张现金选择权。

小天鹅 A 股异议股东现金选择权价格为小天鹅 A 股定价基准日前一个交易日的收盘价 46.50 元/股的 90%，即 41.85 元/股。若小天鹅 A 股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、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则现金选择权价格将做相应调整。

小天鹅 B 股异议股东现金选择权价格为小天鹅 B 股定价基准日前一个交易日的收盘价 36.17 港元/股的 90%，即 32.55 港元/股，采用 B 股停牌前一交易日即 2018 年 9 月 7 日中国人民银行公布的人民币兑换港元的中间价（1 港元=0.8690 人民币）进行折算，折合人民币 28.29 元/股。若小天鹅 B 股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、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则现金选择权价格将做相应调整。

行使现金选择权的小天鹅异议股东，可就其有效申报的每一股小天鹅 A 股或小天鹅 B 股，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小天鹅异议股东行使现金选择权的全部小天鹅股份，并相应支付现金对价。若美的集团（包括其下属公司）作为现金选择权提供方，则其受让的小天鹅 A 股和小天鹅 B 股股票不参与换股，将在本次换股吸收合并后予以注销。若由无关联第三方作为现金选择权提供方，现金选择权提供方通过现金选择权而受让的小天鹅 A 股和小天鹅 B 股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美的集团为本次换股吸收合

并所发行的 A 股股票。

如果本次换股吸收合并方案未能获得合并双方股东大会或相关政府部门的批准或核准，导致本次交易最终不能实施，则小天鹅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）将由小天鹅与现金选择权提供方协商一致后确定，并将依据法律、法规以及深交所的规定及时进行信息披露。

三、本次交易背景及目的

（一）交易实施背景

1、国家政策支持

近年来，国家出台了多项政策鼓励企业兼并重组，支持企业利用资本市场开展兼并重组，促进行业整合和产业升级。国务院出台一系列中长期发展战略规划，鼓励家电企业通过参股控股、兼并重组、协作联盟等方式做大做强。

2、美的集团持续提升在家电行业的影响力

家电行业的智能化风潮在进入 2017 年后愈演愈烈，无论是传统的黑电、白电还是近年来发展迅猛的厨电，均不同程度的加入智能化元素，传统家电制造业未来发展趋势是向智能化制造转型。

据《2018 年中国家电行业半年度报告》，2018 年上半年，家电行业内销市场分化明显，家电行业竞争加剧，小天鹅处于家电行业细分市场的洗衣机领域，是洗衣机行业的创新标杆。

在当前激烈的家电行业竞争中，市场集中度不断上升，强者恒强的趋势明显。本次交易将进一步提升美的集团的行业优势，增强美的集团的研发创新能力，在行业竞争加剧和工业 4.0 的大背景下，促进美的集团向“智慧家居+智能制造”转型，巩固美的集团在家电行业的领先地位。

（二）交易实施目的

1、有利于整合公司内部资源，优化资本结构

本次合并完成后，美的集团作为存续公司，将有利于其全面整合洗衣机板块内部资源，通过发挥协同效应提升公司价值，巩固美的集团的行业领先地位。同时也有助于防范经营风险和优化资本结构，实现更加持续稳健的发展。

2、有利于发挥双方的协同效应，更好地保护合并双方股东的利益

按照换股吸收合并方案，小天鹅中小股东可选择将所持有的小天鹅股份换为美的集团 A 股股份，成为美的集团的股东。与小天鹅相比，美的集团是一家全球领先的消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、智能供应链(物流)的科技集团。

本次换股吸收合并前，小天鹅是洗衣机行业最具竞争优势的企业之一，出口国家数量超 160 个，出口量和出口额均稳居行业前列，形成了全球性的战略客户网络。美的集团秉持全球经营战略方向，从研发、制造、销售多维度完善全球布局，全球业务涉及 200 多个国家和地区，拥有 18 个海外生产基地。本次吸收合并完成后，美的集团与小天鹅将有效整合双方的全球业务，在全球范围内提供更为全面且具有竞争力的产品组合，提升美的集团全球市场拓展的效率及效果，更有利于突破小天鹅单一品类的全球拓展瓶颈。同时，美的集团也将借助小天鹅在洗衣机行业的发展优势，在品牌效应、规模议价、用户需求挖掘、全球性战略客户网络及研发投入等多方面实现内部协同效应，进一步提升美的集团在家电行业的地位，有利于美的集团未来的长远发展和提升全体股东的整体利益。

3、有利于避免潜在同业竞争，消除关联交易

虽然本次交易实施前美的集团与小天鹅主营业务不存在实质性同业竞争，但不排除美的集团与小天鹅未来业务在发展过程中发生交叉、重叠的可能。美的集团换股吸收合并小天鹅，可以彻底解决双方潜在的同业竞争问题，突破合并双方各自业务发展的瓶颈，同时小天鹅与美的集团的关联交易也将随之全面消除。

四、报告目的

2018 年 11 月 21 日，美的集团第三届董事会第四次会议已审议本次交易的

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，同意美的集团进行本次交易。本报告的目的是为美的集团董事会提供参考，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，系美的集团及小天鹅审议本次吸收合并有关事宜的首次董事会决议公告日，即 2018 年 10 月 23 日。本报告所引用的市场价格数据截至 2018 年 10 月 26 日（合并双方本次复牌前 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，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。

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价格为基

础，估值水平比较确定且容易获取。其缺点在于，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，美的集团及小天鹅作为深交所上市公司，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估值分析本次交易作价的公允性与合理性。同时，交易双方股票在二级市场已经形成历史交易价格，本次估值与定价也结合了合并双方的历史股价、A股较B股平均溢价率等多项因素。

第四章 合并双方换股价格合理性分析

一、市场参考价格的选择

本次合并中，美的集团、小天鹅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。

1、定价基准日前 20 个交易日交易均价可公允反映合并双方价值

近年来小天鹅与美的集团业绩均平稳增长，未出现业绩增长背离的情形，且本次定价基准日前合并双方的股价未出现异常波动。因此，定价基准日前 20 个交易日股票交易均价可公允反映合并双方的业务状态、盈利能力、增长前景、抗风险能力等基本面状况。

2、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。

美的集团和小天鹅可供选择的市场参考价如下：

项目	美的集团	小天鹅	
	A 股（元/股）	A 股（元/股）	B 股（港元/股）
定价基准日前 20 个交易日均价	42.04	46.28	37.24
定价基准日前 60 个交易日均价	46.37	55.38	42.69
定价基准日前 120 个交易日均价	49.70	60.46	46.80

在上述三个可供选择的市场参考价中，定价基准日前 20 个交易日股票交易均价最能反映市场的最新情况，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。

3、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	市场参考价格选择
A 吸并 A	百视通换股吸并东方明珠	20 日均价
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	20 日均价
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	120 日均价
A 吸并 A	宝钢股份吸收合并武钢股份	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，公允反映了合并双方价值，符合法规要求及可比交易操作惯例，具有合理性。

二、美的集团换股价格确定依据

本次合并中，美的集团于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价为 42.04 元/股。综合考虑，最终确定美的集团的换股价格为定价基准日前 20 个交易日的交易均价，即 42.04 元/股。

若美的集团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、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则上述换股价格将作相应调整。

本次美的集团换股价格的确定主要参考因素如下：

（一）与可比公司估值比较

本次交易美的集团的可比公司选取范围为 A 股从事家用电器业务的上市公司，选取标准如下：1、主要从事家用电器业务的 A 股上市公司；2、以 2018 年 9 月 7 日收盘价为计算基础，筛选总市值超过 100 亿元人民币以上的 A 股上市公司；3、剔除 2017 年市盈率为异常值的企业，即剔除市盈率为负、市盈率数据存在明显异常的 A 股上市公司，挑选与美的集团近似可比公司。

基于上述标准，选出下述 A 股可比上市企业，其 2017 年度经营业绩、截至 2017 年末的财务状况以及主营产品类型如下表所示：

证券代码	证券简称	总市值（亿元） （2018年9月7日收盘）	2017年度营业总收入（亿元）	2017年度归属母公司股东的净利润（亿元）	截至2017年末归属母公司股东的权益（亿元）	主营产品类型
000651.SZ	格力电器	2,198.15	1,482.86	224.02	655.95	空调器具
600690.SH	青岛海尔	907.90	1,592.54	69.26	322.16	厨房器具、空调器具、清洁器具、制冷器具
002032.SZ	苏泊尔	392.55	141.87	13.08	51.98	厨房器具
000100.SZ	TCL 集团	375.33	1,115.77	26.64	297.47	电脑整机、空调器具、其他消费电子产品、清洁器具、视频产品、移动通讯设备与配件、音响产品、制冷器具
002508.SZ	老板电器	199.96	70.17	14.61	52.61	厨房器具、厨房小家电
002668.SZ	奥马电器	127.82	69.64	3.81	34.45	制冷器具
002242.SZ	九阳股份	126.18	72.48	6.89	35.75	厨房小家电
600839.SH	四川长虹	124.64	776.32	3.56	128.93	空调器具、其他消费电子产品、清洁器具、视频产品、移动通讯设备与配件、音响产品、制冷器具
000921.SZ	海信家电	113.79	334.88	19.98	64.45	空调器具、清洁器具、制冷器具

资料来源：上市公司年报，Wind 资讯

基于上述标准，截至定价基准日前一交易日的 2018 年 9 月 7 日，美的集团 A 股可比上市公司估值情况如下：

证券简称	证券代码	2018年9月7日 收盘价（元/股）	2017年度市 盈率 （倍）	2017年度市 销率 （倍）	2017年度市 净率 （倍）
格力电器	000651.SZ	36.54	9.81	1.47	3.35
青岛海尔	600690.SH	14.89	13.11	0.57	2.82
苏泊尔	002032.SZ	47.80	30.02	2.77	7.55
TCL 集团	000100.SZ	2.77	14.05	0.34	1.26
老板电器	002508.SZ	21.07	13.68	2.85	3.80
奥马电器	002668.SZ	11.79	19.64	1.08	2.18
九阳股份	002242.SZ	16.44	18.32	1.74	3.53
四川长虹	600839.SH	2.70	34.97	0.16	0.97
海信家电	000921.SZ	8.35	5.70	0.34	1.77
平均值			17.70	1.26	3.02
中位值			14.05	1.08	2.82

数据来源：Wind 资讯

注：2017 年度市盈率=2018 年 9 月 7 日收盘价/2017 年度归属于母公司股东的每股收益；

2017 年度市销率=2018 年 9 月 7 日收盘价/2017 年度每股销售收入；

2017 年度市净率=2018 年 9 月 7 日收盘价/2017 年末归属于母公司股东的每股净资产

本次交易美的集团的换股价格为 42.04 元/股，对应美的集团 2017 年的市盈率为 15.96 倍，处于 A 股可比公司市盈率均值与中值之间；对应美的集团 2017 年市销率为 1.14 倍，处于 A 股可比上市公司估值水平的均值与中值之间；对应美的集团 2017 年市净率为 3.74 倍，高于 A 股可比上市公司估值水平的均值和中值。

（二）与可比交易情况比较

本次交易合并方美的集团为 A 股上市公司，因此选取 A 股上市公司吸收合并 A 股或 B 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 116.48%，具体情况如下：

吸收合并	交易名称	吸并方停牌前	吸并方换股	吸并方换
------	------	--------	-------	------

交易类型		20 日交易均价 (元/股)	价格 (元/股)	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 B	城投控股吸并阳晨 B	7.16	15.5	116.48%
A 吸并 B	南山控股吸收合并深基地 B	6.48	5.83	-10.00%
吸并方换股溢价率最大值				116.48%
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				4.49%
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

本次美的集团的换股价格为 42.04 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。

三、小天鹅换股价格确定依据

本次合并中,小天鹅 A 股定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价为 46.28 元/股。经综合考虑,小天鹅 A 股的换股价格以定价基准日前 20 个交易日交易均价为基础,并在此基础上给予 10%的溢价率确定,即 50.91 元/股。

本次合并中,小天鹅 B 股定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价为 37.24 港元/股。经综合考虑,小天鹅 B 股的换股价格以定价基准日前 20 个交易日交易均价为基础,并在此基础上给予 30%的溢价率确定,即 48.41 港元/股。采用 B 股停牌前一交易日即 2018 年 9 月 7 日中国人民银行公布的人民币兑换港元的中间价(1 港元=0.8690 人民币)进行折算,折合人民币 42.07 元/股。

若小天鹅 A 股和 B 股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、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项,则上述换股价格将作相应调整。

本次小天鹅 A 股和小天鹅 B 股换股价格的确定主要参考因素如下:

(一) 换股价格与小天鹅可比公司估值水平的比较

本次交易小天鹅 A 股的可比公司选取范围为 A 股从事家用电器业务的上市公司,选取标准如下:1、主要从事家用电器业务的 A 股上市公司;2、以 2018 年 9 月 7 日收盘价为计算基础,筛选总市值超过 100 亿元人民币以上的 A 股上市公司;3、剔除 2017 年市盈率为异常值的企业,即剔除市盈率为负、市盈率数据存在明显异常的 A 股上市公司,挑选与小天鹅 A 股近似可比公司。

基于上述标准,截至定价基准日前一交易日 2018 年 9 月 7 日,小天鹅 A 股可比上市公司估值情况如下:

证券简称	证券代码	2018 年 9 月 7 日 收盘价(元/股)	2017 年度市 盈率 (倍)	2017 年度市 销率 (倍)	2017 年度市 净率 (倍)
格力电器	000651.SZ	36.54	9.81	1.47	3.35
青岛海尔	600690.SH	14.89	13.11	0.57	2.82
苏泊尔	002032.SZ	47.80	30.02	2.77	7.55

证券简称	证券代码	2018年9月7日 收盘价(元/股)	2017年度市 盈率 (倍)	2017年度市 销率 (倍)	2017年度市 净率 (倍)
TCL 集团	000100.SZ	2.77	14.05	0.34	1.26
老板电器	002508.SZ	21.07	13.68	2.85	3.80
奥马电器	002668.SZ	11.79	19.64	1.08	2.18
九阳股份	002242.SZ	16.44	18.32	1.74	3.53
四川长虹	600839.SH	2.70	34.97	0.16	0.97
海信家电	000921.SZ	8.35	5.70	0.34	1.77
平均值		18.04	17.70	1.26	3.02
中位值		14.89	14.05	1.08	2.82

数据来源：Wind 资讯

注：2017 年度市盈率=2018 年 9 月 7 日收盘价/2017 年度归属于母公司股东的每股收益；

2017 年度市销率=2018 年 9 月 7 日收盘价/2017 年度每股销售收入；

2017 年度市净率=2018 年 9 月 7 日收盘价/2017 年末归属于母公司股东的每股净资产

本次交易小天鹅 A 股的换股价格为 50.91 元/股，对应小天鹅 A 股 2017 年的市盈率为 21.38 倍，高于 A 股可比公司市盈率均值和中值；对应小天鹅 A 股 2017 年市销率为 1.51 倍，高于 A 股可比上市公司估值水平的均值和中值；对应小天鹅 A 股 2017 年市净率为 4.57 倍，高于 A 股可比上市公司估值水平的均值和中值。

（二）与可比交易情况比较

1、小天鹅 A 股换股价格的可比交易法分析

本次交易合并方美的集团为 A 股上市公司，被合并方小天鹅为 A+B 股上市公司，因此本次小天鹅 A 的换股价格水平可与 A 股上市公司吸收合并 A 股上市公司的交易对比分析。而对于非 A 股上市公司吸收合并 A 股上市公司的交易，吸并方通过换股吸收合并 A 股上市公司，获得了 A 股上市地位，通常需向被吸并方股东提供较高的换股溢价。该类交易与本次交易情形差异较大，不具有参考性，因此不作具体对比。

在 A 股上市公司吸收合并 A 股上市公司的交易案例中，被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-33.70%至 25.00%。相关交易具体如下：

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方停牌前 20 日交易均价 (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	攀钢钢钒换股吸并长城股份	6.50	7.85	20.79%
A 吸并 A	攀钢钢钒换股吸并攀渝钛业	14.14	17.08	20.79%
A 吸并 A	百视通换股吸并东方明珠	10.63	10.63	0.00%
A 吸并 A	东方航空换股吸并上海航空	5.50	6.88	25.00%
A 吸并 A	济南钢铁换股吸并莱钢股份	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	24.04	-33.70%
A 吸并 A	宝钢股份吸收合并武钢股份	2.86	2.58	-10.00%
A 吸并 A	新湖中宝吸收合并新湖创业	7.11	7.11	0.00%
A 吸并 A	广州药业吸收合并白云山	11.55	11.55	0.00%
被吸并方换股溢价率最大值				25.00%
被吸并方换股溢价率第三四分位数				18.53%
被吸并方换股溢价率平均值				3.97%
被吸并方换股溢价率中位值				0.00%
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被吸并方停牌前 20 日交易均价，系 36.26 元/股，以便对比、分析

本次小天鹅 A 换股价格较定价基准日前 20 个交易日均价溢价 10%，高于上述可比交易被合并方换股价格的平均溢价水平，且处于可比交易换股溢价率的第一四分位数和第三四分位数之间，符合市场操作惯例。

2、小天鹅 B 股换股价格的可比交易法分析

本次交易合并方美的集团为 A 股上市公司，被合并方小天鹅为 A+B 股上市公司，因此本次小天鹅 B 的换股价格水平可与 A 股上市公司吸收合并 B 股上市公司的交易对比分析。而对于非 A 股上市公司吸收合并 B 股上市公司的交易，吸并方通过发行 A 股换股吸收合并 B 股上市公司，获得了 A 股上市地位，通常需向被吸并方股东提供较高的换股溢价。该类交易与本次交易情形差异较大，不具有参考性，因此不作具体对比。

A 股上市公司吸收合并 B 股上市公司的可比交易如下：

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方停牌前 20 日交易均价（元/股）	被吸并方换股价格（元/股）	被吸并方换股溢价率	被吸并方所在市场大盘指数	停牌期间所在市场大盘涨跌幅	换股溢价率-大盘指数涨跌幅
A 吸并 B	城投控股吸并阳晨 B	7.13	15.50	117.39%	上证 B 指	73.96%	43.43%
A 吸并 B	南山控股吸收合并深基地 B	13.97	19.55	40.00%	深证 B 指	1.66%	38.34%
被吸并方换股溢价率平均值				78.70%	被吸并方换股溢价率-大盘涨跌幅平均值		40.88%

上述可比交易中，阳晨 B 的被吸并方换股溢价率为 117.39%，但其停牌期间上证 B 指涨幅达 73.96%，剔除上证 B 指涨幅后被吸并方换股溢价率为 43.43%。深基地 B 的被合并方换股溢价率为 40.00%，停牌期间深证 B 指基本稳定。本次交易小天鹅 B 换股价格较定价基准日前 20 交易日均价溢价 30%，而在 2018 年 9 月 7 日（即定价基准日前一交易日）至 2018 年 10 月 23 日期间深证 B 指累计下跌 10.57%。剔除指数涨跌因素后，小天鹅 B 换股溢价率为 40.57%，与可比交易的被合并方 B 股换股溢价水平相近。

（三）与美的集团以往收购小天鹅价格情况及交易双方近年业绩情况对比

1、与 2014 年美的集团要约收购小天鹅交易的对比分析

（1）2014 年美的集团要约收购小天鹅基本情况

2014 年 7 月 1 日，小天鹅公告《无锡小天鹅股份有限公司要约收购报告书》，美的集团宣布自 2014 年 7 月 3 日起向除美的集团及 TITONI 以外的小天鹅全体流通股股东发出部分要约，按 10.75 元/股的价格收购其所持有的小天鹅 A 股股份，按 10.43 港元/股的价格收购其所持有的小天鹅 B 股股份，预定要约收购数量为 126,497,553 股，占小天鹅总股本的 20%。由于小天鹅 2013 年度权益分派，小天鹅 A 股要约收购价格相应调整为 10.45 元/股，小天鹅 B 股要约收购价格相应调整为 10.05 港元/股。

该次要约收购完成后，美的集团直接和间接持有小天鹅 333,153,059 股股

份，占小天鹅总股本的 52.67%，美的集团仍为小天鹅的控股股东。

(2) 美的集团要约收购小天鹅的要约价格分析

2014 年小天鹅要约价格与本次小天鹅换股价格对应的估值水平对比如下：

项目	要约收购/换股价格	市盈率	市销率	市净率
2014 年小天鹅 A 要约价格	10.75 元/股	16.54	0.78	1.74
2014 年小天鹅 B 要约价格	10.43 港元/股	12.57	0.59	1.33
本次小天鹅 A 换股价格	50.91 元/股	21.38	1.51	4.57
本次小天鹅 B 换股价格	48.41 港元/股	16.99	1.20	3.63

注：2014 年小天鹅要约价格市盈率=美的集团要约收购小天鹅价格/2013 年度小天鹅归属于母公司股东的每股收益；2014 年小天鹅要约价格市销率=美的集团要约收购小天鹅价格/2013 年度小天鹅每股销售收入；2014 年小天鹅要约价格市净率=美的集团要约收购小天鹅价格/2013 年末小天鹅归属于母公司股东的每股净资产；

本次小天鹅换股价格市盈率=小天鹅换股价格/小天鹅 2017 年度归属于母公司股东的每股收益；本次小天鹅换股价格市销率=小天鹅换股价格/小天鹅 2017 年度每股销售收入；本次小天鹅换股价格市净率=小天鹅换股价格/小天鹅 2017 年末归属于母公司股东的每股净资产

经对比，本次合并中小天鹅 A 股及 B 股的换股价格对应的估值水平显著高于 2014 年对小天鹅 A 股及 B 股要约收购的要约价格。此外，要约收购系现金收购，小天鹅股东通过接受要约实现现金退出，其核心考虑因素是要约收购价格；而本次吸收合并是采用换股方式，小天鹅股东通过换股成为美的集团股东，影响投资者决策的因素更为复杂，包括但不限于合并双方换股溢价率、对合并双方的估值水平及后续投资价值的判断等。因此本次吸收合并与 2014 年要约收购的交易本质存在较大差异，可比性较弱。

2、参考小天鹅近年财务状况、经营结果的相关分析

2014 年至 2017 年，美的集团及小天鹅营业收入、归属于母公司股东的净利润如下：

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
美的集团营业收入（亿元）	2,419.19	1,598.42	1,393.47	1,423.11
美的集团营业收入增速（%）	51.35	14.71	-2.08	17.36
小天鹅营业收入（亿元）	213.85	163.35	131.32	108.04
小天鹅营业收入增速（%）	30.91	24.39	21.54	23.79
美的集团归母净利润（亿元）	172.84	146.84	127.07	105.02
美的集团归母净利润增速（%）	17.70	15.56	20.99	97.50
小天鹅归母净利润（亿元）	15.06	11.75	9.19	6.98

小天鹅归母净利润增速（%）	28.20	27.84	31.65	68.91
---------------	-------	-------	-------	-------

2014年至2017年，美的集团营业收入平均年增长率为20.34%，小天鹅营业收入平均年增长率为25.16%，二者平均增速相近。2014年至2017年，美的集团归母净利润平均年增长率为37.94%，小天鹅归母净利润平均年增长率为39.15%，二者平均增速相近。

2014年末至2017年末，美的集团及小天鹅总资产、净资产如下：

项目	2017年	2016年	2015年	2014年
美的集团总资产（亿元）	2,481.07	1,706.01	1,288.42	1,202.92
美的集团总资产增速（%）	45.43	32.41	7.11	24.08
小天鹅总资产（亿元）	213.38	188.86	143.28	113.77
小天鹅总资产增速（%）	12.99	31.81	25.94	23.36
美的集团净资产（亿元）	829.25	689.77	560.32	457.31
美的集团净资产增速（%）	20.22	23.10	22.53	17.02
小天鹅净资产（亿元）	82.18	69.59	59.88	51.45
小天鹅净资产增速（%）	18.09	16.22	16.38	13.48

2014年至2017年，美的集团总资产平均年增长率为27.26%，小天鹅总资产平均年增长率为23.53%，二者平均增速相近。2014年至2017年，美的集团净资产平均年增长率为20.72%，小天鹅净资产平均年增长率为16.04%，二者平均增速相近。

综上，近年来，小天鹅与美的集团的营业收入、归母净利润、总资产、净资产的平均年增长率相近。美的集团、小天鹅作为业绩优良的上市公司，资本市场关注度较高，历史股价已公允反映了其近年业绩及增长趋势。

（四）充分考虑A+B股上市公司A股股价较B股股价的溢价水平

由于历史原因，国内B股市场近年来交易清淡，B股公司股价较A股价格普遍存在较大折价。截至2018年9月7日，上交所共计44家A+B上市公司的A股股价较B股股价平均溢价64.25%，深交所共计38家A+B上市公司A股股价较B股股价平均溢价87.14%，上交所及深交所共计82家A+B上市公司A股股价较B股股价平均溢价74.86%。

2018年9月7日，小天鹅A股及B股的收盘价分别为46.50元/股、36.17

港元/股，A 股收盘价较 B 股收盘价溢价 47.94%。本次交易中，小天鹅 A 股及 B 股的换股价格分别为 50.91 元/股、48.41 港元/股，分别较其定价基准日前 20 日交易均价溢价 10%、30%，小天鹅 A 股换股价格较 B 股换股价格虽仍有 21.01% 溢价，但相对价差较定价基准日前最后收盘价已有所缩小，充分考虑了市场和历史因素，兼顾了小天鹅 A 股及 B 股投资者利益。

市场上同时吸收合并 A+B 股上市公司的交易仅招商蛇口吸收合并招商地产一例。该交易定价基准日前的最后交易日，招商地产 A 股收盘价为 31.64 元/股，B 股收盘价为 22.39 港元/股，A 股收盘价较 B 股收盘价溢价 78.45%。招商地产 A 股及 B 股换股价格分别为 38.10 元/股、36.61 港元/股，分别较定价基准日前 120 个交易日均价溢价 73.81%、102.71%，招商地产 A 股换股价格较 B 股换股价格仍有 31.42% 溢价，但相对价差较定价基准日前最后收盘价有所缩小。

综上，本次定价机制充分参考了招商蛇口吸收合并招商地产交易，对被合并方 A 股、B 股采用了不同的换股溢价率，使被合并方 A 股、B 股换股价格的价差较原收盘价差有所缩小，充分考虑了对被合并方 A 股及 B 股股东利益的兼顾。

第五章 收购请求权及现金选择权价格合理性分析

为保护美的集团股东利益，减少本次换股吸收合并后美的集团股价波动对投资者的影响，根据《公司法》及《美的集团股份有限公司章程》的相关规定，美的集团将赋予美的集团异议股东收购请求权。本次换股吸收合并将由美的集团（包括其下属公司）及/或其指定的无关联第三方向美的集团异议股东提供收购请求权，根据美的集团第三届董事会第四次会议审议通过的《关于公司作为本次换股吸收合并中美集团的异议股东收购请求权提供方的议案》，美的集团异议股东的收购请求权的提供方为美的集团，该事项尚需美的集团股东大会审议通过。在此情况下，该等美的集团异议股东不得再向任何同意本次换股吸收合并的美的集团的股东主张收购请求权。

为充分保护小天鹅全体股东特别是中小股东的权益，本次换股吸收合并将由美的集团（包括其下属公司）及/或其指定的无关联第三方向小天鹅异议股东提供现金选择权，现金选择权提供方将在审议本次交易的股东大会召开前确定并公告。在此情况下，该等小天鹅异议股东不得再向小天鹅或任何同意本次换股吸收合并的小天鹅的股东主张现金选择权。

美的集团异议股东收购请求权价格为美的集团定价基准日前一个交易日的收盘价 40.30 元/股的 90%，即 36.27 元/股。若美的集团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、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则收购请求权价格将做相应调整。

小天鹅 A 股异议股东现金选择权价格为小天鹅 A 股定价基准日前一个交易日的收盘价 46.50 元/股的 90%，即 41.85 元/股。若小天鹅 A 股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、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则现金选择权价格将做相应调整。

小天鹅 B 股异议股东现金选择权价格为小天鹅 B 股定价基准日前一个交易日的收盘价 36.17 港元/股的 90%，即 32.55 港元/股，采用 B 股停牌前一交易日即 2018 年 9 月 7 日中国人民银行公布的人民币兑换港元的中间价（1 港元

=0.8690 人民币) 进行折算, 折合人民币 28.29 元/股。若小天鹅 B 股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、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项, 则现金选择权价格将做相应调整。

本次美的集团异议股东收购请求权及小天鹅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、美的集团异议股东收购请求权与可比交易情况比较

本次交易中合并方美的集团为 A 股上市公司, 因此可选取 A 股上市公司作为吸并方的可比交易以分析本次收购请求权价格的合理性:

吸收合并交易类型	交易名称	吸并方停牌前一交易日收盘价(元/股)	吸并方现金选择权价格(元/股)	吸并方现金选择权价格较停牌前一日收盘价溢价
A 吸并 A	攀钢钢钒换股吸并长城股份	11.06	9.59	-13.29%
A 吸并 A	攀钢钢钒换股吸并攀渝钛业	11.06	9.59	-13.29%
A 吸并 A	百视通换股吸并东方明珠	32.03	32.54	1.59%
A 吸并 A	东方航空换股吸并上海航空	5.33	5.28	-0.94%
A 吸并 A	济南钢铁换股吸并莱钢股份	4.11	3.95	-3.89%
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	5.80	5.63	-2.93%
A 吸并 A	中国医药吸并天方药业	20.24	20.74	2.47%
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	21.54	13.04	-39.46%
A 吸并 A	宝钢股份吸收合并武钢股份	4.90	4.60	-6.12%
A 吸并 A	新湖中宝吸收合并新湖创业	3.56	3.85	8.15%
A 吸并 A	广州药业吸收合并白云山	13.14	12.20	-7.15%
A 吸并 B	城投控股吸并阳晨 B	7.08	10.40	46.89%
A 吸并 B	南山控股吸并深基地 B	6.61	5.83	-11.80%
吸并方现金选择权溢价率最大值				8.15%
吸并方现金选择权溢价率第三四分位数				-0.31%
吸并方现金选择权溢价率平均值				-7.22%
吸并方现金选择权溢价率中位值				-5.01%
吸并方现金选择权溢价率第一四分位数				-12.17%
吸并方现金选择权溢价率最小值				-39.46%

注: 由于城投控股吸并阳晨 B 案例在停牌期间的大盘涨幅为 73.96%, 与本次交易的市场环境差异较大, 不具有可比性, 在计算溢价率均值等指标时未纳入

本次交易中，美的集团异议股东收购请求权价格为定价基准日前一个交易日收盘价的 90%，溢价（折价）幅度介于上述可比交易中吸并方现金选择权较停牌前一个交易日收盘价溢价率的第一四分位数与第三四分位数之间，且与上述案例的平均值差异不大，价格设置符合市场操作惯例，具有合理性。

二、小天鹅异议股东现金选择权与可比交易情况比较

本次交易中被合并方小天鹅为 A+B 股上市公司，因此分别选取 A 股上市公司作为被吸并方、B 股上市公司作为被吸并方的可比交易，以分析本次现金选择权价格的合理性。

1、小天鹅 A 股的可比交易分析

A 股上市公司作为被合并方的可比交易如下：

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方停牌前一交易日收盘价(元/股)	被吸并方现金选择权价格(元/股)	被吸并方现金选择权价格较停牌前一日收盘价溢价
A 吸并 A	攀钢钢钒换股吸并长城股份	7.74	6.50	-16.02%
A 吸并 A	攀钢钢钒换股吸并攀渝钛业	17.08	14.14	-17.21%
A 吸并 A	百视通换股吸并东方明珠	10.98	10.63	-3.19%
A 吸并 A	东方航空换股吸并上海航空	5.92	5.50	-7.09%
A 吸并 A	济南钢铁换股吸并莱钢股份	9.28	8.90	-4.09%
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	6.45	5.92	-8.22%
A 吸并 A	中国医药吸并天方药业	6.84	6.39	-6.58%
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	34.88	24.09	-30.93%
A 吸并 A	宝钢股份吸收合并武钢股份	2.76	2.58	-6.52%
A 吸并 A	新湖中宝吸收合并新湖创业	6.13	7.11	15.99%
A 吸并 A	广州药业吸收合并白云山	12.16	11.55	-5.02%
非上市吸并 A	中交股份吸并路桥建设	11.96	12.31	2.93%
非上市吸并 A	美的集团吸并美的电器	9.18	10.59	15.36%
非上市吸并 A	申银万国吸并宏源证券	8.22	8.22	0.00%
非上市吸并 A	温氏集团吸并大华农	7.87	10.62	34.94%
非上市吸并 A	招商公路吸收合并华北高速	5.01	4.73	-5.59%
非上市吸并 A	招商蛇口吸并招商地产 A	31.96	24.11	-24.56%
H 吸并 A	金隅股份吸并太行水泥	10.65	10.65	0.00%

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方停牌前一交易日收盘价(元/股)	被吸并方现金选择权价格(元/股)	被吸并方现金选择权价格较停牌前一日收盘价溢价
H 吸并 A	广汽集团吸并广汽长丰	14.07	12.65	-10.09%
H 吸并 A	上海电气吸并上电股份	28.05	28.05	0.00%
H 吸并 A	中国铝业吸并山东铝业	16.65	16.65	0.00%
H 吸并 A	中国铝业吸并兰州铝业	9.5	9.5	0.00%
H 吸并 A	潍柴动力吸并湘火炬	5.05	5.05	0.00%
被吸并方现金选择权溢价率最大值				15.99%
被吸并方现金选择权溢价率第三四分位数				0.00%
被吸并方现金选择权溢价率平均值				-5.04%
被吸并方现金选择权溢价率中位值				-4.56%
被吸并方现金选择权溢价率第一四分位数				-7.94%
被吸并方现金选择权溢价率最小值				-30.93%

注：由于温氏集团吸并大华农案例在停牌期间的大盘涨幅为 57.78%，与本次交易的市场环境差异较大，不具有可比性，在计算溢价率均值等指标时未纳入；

在分析小天鹅 A 股换股价格时，从可比性角度，需要选择 A 吸并 A 的交易，以避免因吸并方为非 A 股上市公司，估值体系及交易目的不同，导致被吸并方的换股溢价率不具有可比性。而在对比现金选择权价格时，仅需单方面考虑被吸并方为 A 股上市公司，因此将案例范围扩大至 H 吸并 A 以及非上市吸并 A，与分析换股价格时所选取的案例范围相比有所扩大

本次交易中，小天鹅 A 股的现金选择权价格为小天鹅 A 股定价基准日前一个交易日收盘价的 90%，溢价（折价）幅度介于上述可比交易中被吸并方现金选择权较停牌前一个交易日收盘价溢价率的最大值与最小值之间，且与被吸并方现金选择权溢价率第一四分位数接近，与上述案例的平均值差异不大，价格设置符合市场操作惯例，具有合理性。

2、小天鹅 B 股的可比交易分析

B 股上市公司作为被合并方的可比交易如下：

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方停牌前一交易日收盘价(元/股)	被吸并方现金选择权价格(元/股)	被吸并方现金选择权价格较停牌前一日收盘价溢价
非上市吸并 B	招商蛇口吸并招商地产 B 股	18.06	15.74	-12.85%
非上市吸并 B	新城控股吸并新城 B	3.13	6.16	96.81%
非上市吸并 B	浙能电力吸并东电 B	3.65	3.61	-1.10%
A 吸并 B	城投控股吸并阳晨 B	7.08	10.40	46.89%

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方停牌前一交易日收盘价（元/股）	被吸并方现金选择权价格（元/股）	被吸并方现金选择权价格较停牌前一日收盘价溢价
A 吸并 B	南山控股吸并深基地 B	13.81	15.36	11.25%
被吸并方现金选择权溢价率平均值				-0.90%
被吸并方现金选择权溢价率中位值				-1.10%

注：其中 B 股价格以停牌前一个交易日汇率中间价折算；

由于城投控股吸并阳晨 B 案例在停牌期间的大盘涨幅为 73.96%，新城控股吸并新城 B 在停牌期间的大盘涨幅为 68.69%，与本次交易的市场环境差异较大，不具有可比性，在计算溢价率均值等指标时未纳入；

在分析小天鹅 B 股换股价格时，从可比性角度，需要选择 A 吸并 B 的交易，以避免因吸并方为非 A 股上市公司，估值体系及交易目的不同，导致被吸并方的换股溢价率不具有可比性。而在对比现金选择权价格时，仅需单方面考虑被吸并方为 B 股上市公司，因此将案例范围扩大至非上市吸并 B，与分析换股价格时所选取的案例范围相比有所扩大

本次交易中，小天鹅 B 股的现金选择权价格为小天鹅 B 股定价基准日前一个交易日收盘价的 90%，溢价（折价）幅度介于上述可比交易中被吸并方现金选择权较停牌前一个交易日收盘价溢价率的最大值与最小值之间。

招商蛇口吸收合并招商地产的交易系唯一一单被合并方为 A+B 股上市公司的交易。该交易中，招商地产 B 股的现金选择权价格较停牌前一交易日收盘价折价 12.85%。本次交易小天鹅 B 股的现金选择权价格为小天鹅 B 股定价基准日前一个交易日收盘价的 90%，溢价（折价）幅度与招商地产 B 股的现金选择权溢价率接近，价格设置符合市场操作惯例，具有合理性。

三、异议股东收购请求权、现金选择权定价的设计初衷是给予投资者的保障措施

就一般的吸收合并而言，吸收合并的存续公司会完全承继被吸并方的全部资产及负债，对于合并双方的股东都存在一定的风险。因此，《公司法》等相关规定给予了异议股东的退出保护机制。从《公司法》立法本意出发，异议股东的收购请求权及现金选择权是为了保证异议股东有有效的退出渠道。由于本次合并双方均为上市公司，合并双方的股份有较好的流动性，可以通过二级市场进行退出。因此，收购请求权、现金选择权作为保障措施，在合并双方收盘价上予以一定的折价，符合《公司法》的立法精神。

四、鼓励合并双方中小股东分享美的集团未来发展带来的长期利益

本次换股吸收合并完成后，美的集团将借助小天鹅在洗衣机行业的发展优势，在品牌效应、规模议价、用户需求挖掘及研发投入多方面实现内部协同效应，进一步提升美的集团在家电行业的地位，有利于美的集团未来的长远发展和全体股东的整体利益。

本次美的集团异议股东收购请求权、小天鹅异议股东现金选择权分别低于美的集团及小天鹅的换股价格，主要目的是为了鼓励小天鹅股东积极参与换股，美的集团股东不行使异议股东退出请求权，鼓励美的集团股东及小天鹅换股股东享受美的集团上市公司未来业务发展、业绩增长所带来的分红收益及股价增值收益。

五、充分考虑停牌期间可比公司股价和 A 股市场股票价格走势

2018年9月7日（停牌前一交易日）至2018年10月26日（复牌前一交易日）期间，可比公司股票及A股市场股票价格走势情况如下：

证券简称	证券代码	收盘价（元/股）或收盘指数		期间累计变动幅度
		2018年9月7日	2018年10月26日	
格力电器	000651.SZ	36.54	38.80	6.19%
青岛海尔	600690.SH	14.89	12.93	-13.16%
苏泊尔	002032.SZ	47.80	47.70	0.73%
TCL 集团	000100.SZ	2.77	2.44	-11.91%
老板电器	002508.SZ	21.07	20.66	-1.95%
奥马电器	002668.SZ	11.79	11.79	0.00%
九阳股份	002242.SZ	16.44	14.17	-13.81%
四川长虹	600839.SH	2.70	2.35	-12.96%
海信家电	000921.SZ	8.35	6.87	-17.72%
平均值		18.04	17.52	-7.18%
中位值		14.89	12.93	-11.91%
深证综指（399106.SZ）		1,433.36	1,290.62	-9.96%

注：可比公司收盘价为未复权的实际股价；期间累计变动幅度=期间最后交易日收盘价的前复权价格/期间前一交易日收盘价的前复权价格-1

数据来源：Wind 资讯

本次美的集团及小天鹅停牌期间，A 股相关指数及多数可比公司的股价均存在一定程度的下跌。本次美的集团异议股东收购请求权、小天鹅异议股东现金选择权的价格制定，考虑了 A 股相关指数及可比公司价格走势的影响，降低当前市场环境给本次交易带来的不确定性，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，作为美的集团的估值参考，并对本次交易对价的合理性进行分析，认为本次交易的估值合理、定价公允，不存在损害美的集团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。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止 2018 年 10 月 26 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 2018 年 10 月 26 日至 2019 年 10 月 25 日使用有效。

（本页无正文，为《中信证券股份有限公司关于美的集团股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并无锡小天鹅股份有限公司暨关联交易之估值报告》之签字盖章页）

估值人员：_____ _____ _____
 李 威 李浩然 李 昶

中信证券股份有限公司

年 月 日