

中信建投证券股份有限公司

关于湖北东贝机电集团股份有限公司

换股吸收合并

黄石东贝电器股份有限公司

暨关联交易

之

估值报告

合并方财务顾问



中信建投证券股份有限公司
CHINA SECURITIES CO.,LTD.

二〇二〇年五月

声 明

一、本报告分析对象为湖北东贝机电集团股份有限公司（以下简称“东贝集团”）与黄石东贝电器股份有限公司（以下简称“东贝 B 股”），相关资料来源于公开信息。

二、本报告为中信建投证券股份有限公司（以下简称“中信建投证券”）根据《上市公司重大资产重组管理办法（2019 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，供东贝集团董事会参考。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，中信建投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，中信建投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、中信建投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。未经中信建投证券事先书面同意，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，仅中信建投证券自身有权进行解释。

八、本报告仅供东贝集团换股吸收合并东贝 B 股暨关联交易（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。中信建投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《湖北东贝机电集团股份有限公司换股吸收合并黄石东贝电器股份有限公司暨关联交易报告书（草案）》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

东贝集团注册于湖北省黄石市，是以研发、生产制冷压缩机、商用制冷器具等为主要业务的大型企业集团。截至本估值报告出具日，东贝集团总股本为 300,000,000 股；其中，东贝集团的控股股东黄石汇智投资合伙企业持有东贝集团 293,190,042 股股份，占东贝集团总股本的 97.73%；江苏洛克电气集团有限公司持有东贝集团 6,809,958 股股份，占东贝集团总股本的 2.27%。

东贝 B 股是一家 B 股上市公司。截至本估值报告出具日，东贝 B 股总股本为 235,000,000 股。东贝 B 股的控股股东为东贝集团，截至本估值报告出具日，其持有东贝 B 股 117,600,000 股股份，占东贝 B 股总股本的 50.04%。东贝 B 股的主要经营业务为制冷压缩机的研发、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之《湖北东贝机电集团股份有限公司换股吸收合并黄石东贝电器股份有限公司暨关联交易报告书（草案）》。

二、本次交易方案

东贝集团拟向东贝 B 股除东贝集团以外的全体股东发行 A 股股票，并以换股方式吸收合并东贝 B 股。本次合并完成后，东贝集团将作为存续公司承继及承接东贝 B 股的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务，东贝 B 股终止上市并注销法人资格。同时，东贝集团的 A 股股票（包括为本次换股吸收合并发行的 A 股股票）将申请在上海证券交易所上市流通。因本次合并的对价为东贝集团本次发行的全部 A 股股票，因此，本次合并及本次发行系不可分割之整体安排，需同步进行、互为条件。

本次合并中，东贝 B 股于定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价为 1.061 美元/股。综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模以及市场上可比公司股价等因素，经公平协商，最终确定东贝 B 股的换股价格为 2.479 美元/股，较定价基

准日前 20 个交易日东贝 B 股的股票交易均价有 133.65% 的溢价；按照东贝 B 股停牌前一交易日，即 2020 年 5 月 15 日中国人民银行公布的人民币对美元汇率中间价（1 美元=7.0936 人民币）折合为人民币 17.59 元/股。

东贝集团的发行价格综合考虑资本市场情况、东贝集团吸收合并东贝 B 股后的盈利情况以及同行业 A 股可比公司估值水平等因素，经公平协商，最终确定东贝集团本次发行股票的发行价格为 9.77 元/股。

本次换股吸收合并的换股比例为 1:1.8，即换股股东所持有的每 1 股东贝 B 股股票可以换得 1.8 股东贝集团本次发行的 A 股股票。

三、本次交易背景及意义

（一）本次换股吸收合并的背景

1、新冠疫情背景下，党中央、国务院及各部门纷纷出台政策支持湖北省经济社会发展政策

2020 年初始，一场新型冠状病毒的传播席卷而来，给我国经济社会生产生活带来了严重影响，尤其是湖北等疫情较为严重地区的部分行业、企业生产和投资受到较大影响。证监会副主席李超就五部委联合发布《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》答记者问时谈到“针对这些问题，我们将加大政策倾斜力度，充分发挥资本市场机制功能，优先为疫情严重地区相关企业提供高效便捷的直接融资服务，帮助支持他们战胜疫情灾害影响。”

2020 年 4 月 29 日，中共中央政治局常务委员会召开会议，会议指出在疫情防控中，湖北省经济社会发展和民生保障面临较大困难。党中央、国务院及各部门积极出台支持湖北省经济社会发展的一揽子政策，从财政税收、金融信贷、投资外贸等方面明确了具体措施。

东贝集团和东贝 B 股本部地处重疫区的湖北，为应对疫情制订多项措施保障公司安全运营和员工健康安全，公司无一例新冠肺炎确诊或疑似病例发生。为支持当地抗击疫情，公司捐款捐物，并依托全球客户资源优势，在海外为黄石采购急需医用物资。在做好自身防疫工作的同时，抓好复工复产，在对公司各项防

疫措施的落实和复工复产筹备工作充分认可后，当地政府批准公司为第一批复工复产企业，为公司早日恢复生产经营争取了宝贵的先机。尽管如此，东贝集团和东贝 B 股预计此次新冠疫情及防控措施将对自身生产和经营造成一定的暂时性影响。

2、证监会支持上市公司做大做强主业、增强资本市场直接融资功能，支持实体经济

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。为支持上市公司不断做大做强，提升主业并促进战略发展，2018 年以来证监会针对并购重组业务的监管政策频出，鼓励上市公司不断并购重组做大做强，增强资本市场直接融资功能，支持实体经济。

3、国家政策鼓励家电配套相关企业做大做强

国务院出台一系列中长期发展战略规划，鼓励家电配套相关企业通过参股控股、兼并重组、协作联盟等方式做大做强。

东贝集团旗下拥有东贝 B 股、东艾电机、东贝铸造和东贝制冷等多家压缩机产业链上下游企业，覆盖压缩机铸件、压缩机电机、压缩机和商业制冷设备等压缩机产业链上下游多个业务板块，形成一个有机的整体，产业链各环节之间、不同产品之间实现战略性有机协同。本次合并完成后，将进一步提升东贝集团的内部业务协同能力，进一步提升存续公司在所属行业的行业优势。

(二) 本次换股吸收合并的意义

1、解决 B 股历史遗留问题，巩固行业龙头地位，积极回报股东

东贝 B 股于 1999 年 7 月 15 日在上交所上市，公开募集 2,200 万美元资金。其后，由于我国 B 股市场融资功能受限，东贝 B 股上市后一直无法进行资本市场融资，同时东贝 B 股股票交易清淡、股票估值较 A 股同行业上市公司存在较大抑价，不利于公司发展及中小股东利益实现。

上市以来，东贝 B 股依靠有限的银行贷款和自身积累，克服发展资金严重短缺的困难，公司通过自身努力得到了长足发展，目前已经发展成为世界一流制

冷压缩机制造商，2019年东贝B股压缩机销量3,372万台，市场占有率18.4%。

面对激烈的行业竞争及行业面临的新的发展趋势，东贝集团在国家政策及证监会政策支持下，拟通过本次交易成为A股上市公司，解决B股上市公司长期以来的历史遗留问题，将公司打造成为盈利能力更强、更加优质的上市公司，回报股东。

2、抗击新冠疫情，充分利用资本市场直接融资功能促进湖北地区经济社会发展

新冠疫情给我国经济社会生产生活带来了严重影响，尤其是湖北等疫情较为严重地区的部分行业、企业生产和投资受到较大影响。作为身处湖北的大型企业集团，东贝集团和东贝B股为应对疫情制订多项措施保障公司安全运营和员工健康安全，公司无一例新冠肺炎确诊或疑似病例发生。为支持当地抗击疫情，公司捐款捐物，并依托全球客户资源优势，在海外为黄石采购急需医用物资。

本次交易完成后，东贝集团将成为A股上市公司，公司将充分发挥资本市场直接融资机制功能，在做好自身复工复产的基础上，通过研发创新、扩大生产，支持、带动相关产业发展，促进湖北地区经济社会发展。

3、消除上市公司的关联交易

东贝集团与东贝B股在报告期内关联交易较为频繁，为规范并减少上市公司关联交易，在本次交易完成后，东贝B股的法人资格将注销，东贝集团作为存续公司承继及承接东贝B股的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务，东贝集团与东贝B股间的关联交易将全面消除。

四、报告目的

2020年5月21日，东贝集团第一届董事会第二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，同意东贝集团进行本次交易。本报告的目的是为东贝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

本估值报告的基准日为本次交易的董事会决议公告日，即 2020 年 5 月 23 日。本报告所引用的市场价格数据截至 2020 年 5 月 20 日（董事会召开前一日）。

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

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、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。

本报告将结合本次交易的实际情况，从以上三种方法中选择合适的方法对本次合并价格的合理性予以考察和分析。

二、可比公司法分析

通过对资本市场上与东贝集团处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率或经济指标，在与东贝集团比较分析的基础上，得出评估对象价值。常用的估值指标有市盈率、市销率、市净率。由于市销率指标不能反映企业成本变化，适用于对成长性企业和创新性企业进行估值，而本次换股合并双方所属行业均为白色家电类制造业，行业发展较为成熟，使用市销率不能综合反映企业经营成果对企业价值的影响。因此，本次可比公司法估值选取的指标为市盈率指标和市净率指标。

（一）选取可比公司的标准及范围

本次交易中东贝集团的可比公司选取标准如下

- 1、根据申万宏源二级行业分类标准，属于“白色家电”类的且主营业务相似或相关的 A 股上市公司；
- 2、剔除 2019 年度市盈率为负、无市盈率数据，市盈率超过 100 倍的 A 股上市公司；
- 3、剔除经营规模显著超过东贝集团的 A 股上市公司。

基于上述标准，选出下述 A 股可比上市企业，其 2019 年度经营业绩、截至 2019 年末的财务状况以及主营业务类型如下表所示：

序号	证券代码	证券简称	2019 年度 营业总收入 (亿元)	2019 年度 归属母公司 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 股东的权 益(亿元)	主营业务内容
1	000921.SZ	海信家电	374.53	17.94	339.91	87.22	开发、制造及销售电冰箱等家用电器。
2	300342.SZ	天银机电	9.45	1.42	18.61	14.23	冰箱及家用电器配件,制冷设备, 制冷压缩机的开发、生产与销售。
3	600619.SH	海立股份	121.40	2.85	139.38	45.10	研发、生产制冷设备及零部件、汽车零部件、家用电器及相关的材料。
4	600336.SH	澳柯玛	64.33	1.93	66.97	20.19	制冷产品、日用家电等产品的制造、销售。
5	002011.SZ	盾安环境	91.04	1.31	86.98	23.81	制冷通用设备、家用电力器具部件、金属材料的制造、销售和服务。
6	002860.SZ	星帅尔	7.08	1.31	13.65	8.39	各种类型的热保护器、起动器和密封接线柱, 主要应用于冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域的制冷压缩机上
7	000521.SZ	长虹美菱	165.53	0.56	142.02	50.05	制冷电器、空调器、洗衣机、热水器、厨房用具等研发、制造、销售。
8	000404.SZ	长虹华意	95.89	0.31	102.48	32.14	无氟压缩机、电冰箱及其配件的生产和销售。
9	002050.SZ	三花智控	112.87	14.21	147.90	92.92	家用电器及汽车空调的控制元器件及部件生产销售。
10	603726.SH	朗迪集团	15.93	1.06	16.35	9.25	主营空调风叶, 生产空调送风系统中的各类风叶、风机, 是专业的空调风叶、风机设计制造企业

注：资料来源：上市公司年报，Wind 资讯。

可比公司截至 2020 年 5 月 20 日的 2019 年估值情况如下：

序号	证券代码	证券简称	2019 年市盈率	2019 年市净率
1	000921.SZ	海信家电	7.74	1.59
2	300342.SZ	天银机电	62.88	6.26
3	600619.SH	海立股份	25.23	1.60
4	600336.SH	澳柯玛	24.60	2.35
5	002011.SZ	盾安环境	26.89	1.48
6	002860.SZ	星帅尔	22.33	3.50
7	000521.SZ	长虹美菱	54.60	0.62
8	000404.SZ	长虹华意	77.95	0.74
9	002050.SZ	三花智控	45.34	6.93
10	603726.SH	朗迪集团	23.61	2.69
平均值			37.12	2.78
中值			26.06	1.97

注：1、资料来源：上市公司年报，Wind 资讯；

2、2019 年市盈率=2020 年 5 月 20 日收盘价计算的总市值/2019 年归属于母公司股东的净利润；

3、2019 年市净率=2020 年 5 月 20 日收盘价计算的总市值/截至 2019 年末归属于母公司股东的所有者权益。

（二）可比公司市盈率法

依据大信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的东贝集团的审计报告，2019 年度东贝集团经审计的归属于母公司股东净利润为 0.9771 亿元。以可比公司 2019 年市盈率平均值、中值分别计算东贝集团股东全部权益价值如下：

指标	以平均值计算	以中值计算
可比公司 2019 年市盈率（倍）	37.12	26.06
东贝集团股东全部权益价值（亿元）	36.27	25.46

若以上述可比公司 2019 年市盈率数据作为参考估值指标时，东贝集团股东

全部权益价值范围为 25.46 亿元至 36.27 亿元。

（三）可比公司市净率法

依据大信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的东贝集团的审计报告，截至 2019 年末东贝集团归属于母公司股东的权益为 8.7695 亿元，以可比公司 2019 年末市净率的平均值、中值分别计算东贝集团股东全部权益价值如下：

指标	以平均值计算	以中值计算
可比公司 2019 年市净率（倍）	2.78	1.97
东贝集团股东全部权益价值（亿元）	24.38	17.27

若以上述可比公司 2019 年市净率数据作为参考估值指标时，东贝集团股东全部权益价值范围为 17.27 亿元至 24.38 亿元。

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。鉴于交易双方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交易的不确定性，因此本次换股吸收合并未进行盈利及现金流预测。综上，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。

四、 可比交易法

通过分析近年来白色家电制造行业相关资产收购的可比交易，计算其市盈率水平，与本次交易中东贝集团的市盈率水平进行比较。

收购方	交易标的	标的主营业务	标的金额（亿元）	完成时间	市盈率
美的集团	无锡小天鹅股份有限公司 B 股全部股权	家用洗衣机及干衣机的生产与销售业务	40.74	2019 年 6 月	16.99

格力电器	上海海立股份有限公司 5%股权	压缩机及相关制冷设备的销售、贸易及房产租赁业务。	4.87	2018年7月	34.67
惠而浦	广东惠而浦家电制品有限公司 100%股权	研究开发生产微波炉、暖气机、热水器、空调机等各式家用电器零部件。	7.41	2016年11月	9.95
海立股份	杭州富生电器股份有限公司 100%股权	空调压缩机电机、冰箱压缩机电机、其他微特电机、微特电机装备及模具的研发、生产和销售	11.2	2015年8月	26.94
平均值					22.14
中值					21.97

注：1、资料来源：重组交易报告书及其他相关公告；

2、市盈率=标的资产 100% 价格/拟注入资产归属于标的资产股东的净利润；

在以可比交易市盈率作为参考估值指标时，依据大信出具的《审计报告》，2019 年度东贝集团归属于母公司股东净利润为 0.9771 亿元，东贝集团股东全部权益价值范围为 21.47 亿元至 21.63 亿元。

五、小结

本次换股吸收合并交易中主要以上述可比上市公司并结合交易作为东贝集团的估值参考基础。

依据以上述可比公司法、可比交易法估值结果，本次东贝集团全部所有者权益价值估值区间为 17.27 亿元至 36.27 亿元。在本次交易中，东贝集团发行价格为 9.77 元/股，以此对应的东贝集团全部所有者权益价值为 29.31 亿元，位于 17.27 亿元至 36.27 亿元的估值区间内。

综上所述，本次交易中，东贝集团参考可比上市公司及可比交易的估值情况而确定的发行价格，充分考虑了东贝集团作为非上市公司以及本次交易背景和目的，并充分平衡本次交易双方广大股东的利益，估值合理、定价公允。

六、本次交易估值结果与报告期历次评估作价差异的原因及合理性

报告期内，同致信德（北京）资产评估有限公司（以下简称“同致信德”）分别对东贝集团进行了两次资产评估。

2019年5月5日，因黄石汇智投资合伙企业（有限合伙）拟收购黄石艾博科技发展有限公司（以下简称“黄石艾博”）持有的东贝集团股东的全部权益，同致信德接受黄石艾博的委托，以2018年12月31日为评估基准日，对东贝集团的股东全部权益在评估基准日的市场价值进行了评估，根据其出具的同致信德评报字（2019）第010066号资产评估报告，东贝集团在评估基准日2018年12月31日的净资产账面值为2.55亿元，评估后的股东全部权益价值为8.96亿元。

2020年5月16日，东贝集团整体变更为股份公司。同致信德评估接受东贝集团的委托，以2019年11月30日为评估基准日，对所涉及东贝集团的股东全部权益在评估基准日的市场价值进行了评估，根据其出具的同致信德评报字（2019）第010073号资产评估报告，东贝集团在评估基准日2019年11月30日的净资产账面值为3.20亿元，评估后的股东全部权益价值为10.09亿元。

基于可比公司法、可比交易法的分析，得出东贝集团股东全部权益价值的估值参考区间为17.27至36.27亿元（区间上下限分别对应东贝集团的市盈率为17.67倍和37.12倍）。东贝集团发行价格为9.77元/股，对应其股东全部权益价值为29.31亿元，对应市盈率为30倍，位于上述估值参考区间内，低于行业平均市盈率。

可比法下的估值结果较截至2018年12月31日的资产评估结果增长227.12%，较2019年11月30日的资产评估结果增长190.49%，产生上述估值/评估结果差异的主要原因为：（1）估值/评估方法不同，本次交易选择可比公司法及可比交易法进行了评估，而前两次评估采用了资产基础法；（2）估值/评估基准日不同，从之前两次资产评估的评估基准日之后，宏观经济环境、资本市场走势等均发生了较大变化，主要按照市场法进行估值而得到的估值结果在上述期间内有较大上升，且显著高于以资产基础法作为评估方法得出的评估结果具备一定合理性。

本次交易的估值情况已经交易双方董事会审议通过，且交易双方独立董事，已对估值机构的独立性、估值假设前提的合理性、估值方法与估值目的的相关性以及和交易定价的公允性发表了独立意见并已充分披露。

综上，合并方东贝集团换股价格的确定充分考虑了 A 股可比公司的估值水平、可比交易等多方面因素，符合相关市场惯例，定价公允、合理。

第四章 东贝 B 股换股价格合理性分析

一、换股价格与历史交易价格比较

本次换股吸收合并中，东贝 B 股股东的换股价格以定价基准日前 20 个交易日东贝 B 股股票交易均价，即 1.061 美元/股为基础，按照 B 股停牌前一日即 2020 年 5 月 15 日中国人民银行公布的人民币兑美元的中间价（1 美元=7.0936 人民币）进行折算，折合人民币 7.53 元/股，并在此基础上给予 133.65% 的换股溢价率确定，即 17.59 元/股。若东贝 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。其他情况下，东贝 B 股换股价格不再进行调整。

本次换股价格较东贝 B 股停牌前最后一个交易日收盘价、前十日交易均价、前二十日交易均价、前三十日交易均价、前六十日交易均价、前一百二十日交易均价均有较大幅度溢价，具体情况如下：

价格基准	股票价格（美元/股）	换股价格较历史股价溢价
停牌前 1 日收盘价	1.049	136.32%
前 10 日交易均价	1.046	137.11%
前 20 日交易均价	1.061	133.65%
前 30 日交易均价	1.096	126.18%
前 60 日交易均价	1.156	114.47%
前 120 日交易均价	1.256	97.33%

注：1、数据来源：Wind 资讯；2、交易均价的计算方法为计算期间东贝 B 股股票成交总金额除以成交总量。

综上，本次东贝 B 股换股价格与历史交易价格比较具有一定的溢价，充分考虑了本次交易对于被合并方中小股东的风险补偿，有利于保护中小股东的权益，换股价格的定价具有合理性。

二、换股溢价充分参考近年相似类型换股吸收合并交易的换股溢价水平

本次换股吸收合并中，东贝 B 股股东的换股价格若以定价基准日前 20 个交易日东贝 B 股股票交易均价，即 1.061 美元/股为基础计算，则换股价格 2.479 美元/股在此基础上换股溢价率为 133.65%。采用 B 股停牌前一日即 2020 年 5 月 15 日中国人民银行公布的人民币兑美元的中间价（1 美元=7.0936 人民币）进行折算，折合人民币 17.59 元/股。

近年来与本次交易类似的 B 股转 A 股的换股吸收合并交易案例的换股溢价情况如下：

交易名称	被合并方 换股价格 (元/股)	被合并方停牌前 20 日 交易均价		被合并方停牌 期间上证 B 指/ 深证 B 指涨跌幅	剔除上证 B 指/ 深证 B 指涨跌幅 后溢价率
		交易均价 (元/股)	溢价率		
美的集团吸收 合并小天鹅 B	42.07	32.36	30.01%	-9.38%	39.39%
南山控股吸收 合并深基地 B	19.55	13.97	39.94%	1.66%	38.28%
城投控股吸收 合并阳晨 B 股	15.50	7.13	117.39%	73.96%	43.43%
招商蛇口吸收 合并招商局 B	28.99	16.57	74.95%	-11.53%	86.48%
新城控股吸收 合并新城 B 股	8.12	3.05	166.23%	68.69%	97.54%
浙能电力吸收 合并东电 B 股	4.90	3.47	41.21%	26.13%	15.08%
平均值					53.37%
中值					41.41%

注：数据来源：Wind 资讯，相关公告。

上述案例当中，新城控股吸收合并新城 B 股和城投控股吸收合并阳晨 B 股溢价率最高，分别达到了 166.23%和 117.39%，但在其停牌期间，上证 B 股市场也有较高涨幅，在剔除上证 B 指涨幅后二者溢价率分别只有 97.54%和 43.43%。本次换股价格为 2.479 美元/股，较停牌前二十日交易均价溢价 133.65%，处于上

述所有换股吸收合并案例中的较高水平，充分保障了东贝 B 股投资者的利益。

三、换股价格与可比公司估值水平比较

东贝 B 股于 2020 年 5 月 18 日起停牌。A 股可比白色家电行业公司在 2020 年 5 月 20 日股票收盘价及所对应市盈率、市净率情况如下表所示：

序号	证券代码	证券简称	2019 年市盈率	2019 年市净率
1	000921.SZ	海信家电	7.74	1.59
2	300342.SZ	天银机电	62.88	6.26
3	600619.SH	海立股份	25.23	1.60
4	600336.SH	澳柯玛	24.60	2.35
5	002011.SZ	盾安环境	26.89	1.48
6	002860.SZ	星帅尔	22.33	3.50
7	000521.SZ	长虹美菱	54.60	0.62
8	000404.SZ	长虹华意	77.95	0.74
9	002050.SZ	三花智控	45.34	6.93
10	603726.SH	朗迪集团	23.61	2.69
平均值			37.12	2.78
中值			26.06	1.97

注：1、资料来源：上市公司年报，Wind 资讯；

2、2019 年市盈率=2020 年 5 月 20 日收盘价计算的总市值/2019 年归属于母公司股东的净利润；

3、2019 年市净率=2020 年 5 月 20 日收盘价计算的总市值/截至 2019 年末归属于母公司股东的所有者权益。

东贝 B 股的换股价格为 2.479 美元/股（按照东贝 B 股停牌前一交易日即 2020 年 5 月 15 日中国人民银行公布的人民币对美元汇率中间价 1 美元=7.0936 人民币，折合人民币 17.59 元/股），对应东贝 B 股 2019 年基本每股收益（扣除非经常性损益前）的市盈率为 30.20 倍，高于可比上市公司估值水平的中值，低于均值；对应东贝 B 股 2019 年归属母公司股东的每股净资产的市净率为 3.10 倍，高于可比上市公司估值水平的中值和均值。因此本次交易的换股价格考虑

到了 B 股长期以来对应 A 股的严重折价，充分保护了东贝 B 股股东的利益。

四、与 A+B 股上市公司 A 股股价较 B 股股价溢价水平的比较

由于历史原因，国内 B 股市场近年来交投清淡，B 股公司股价较 A 股价格普遍有较大折价。截至 2020 年 5 月 20 日，上交所共计 43 家 A+B 上市公司的 A 股股价较 B 股股价平均溢价 148.64%、深交所共计 36 家 A+B 上市公司 A 股股价较 B 股股价平均溢价 146.76%、上交所及深交所共计 79 家 A+B 上市公司 A 股股价较 B 股股价平均溢价 147.79%。

本次换股吸收合并中，东贝 B 股的换股价格为 2.479 美元/股，相较于定价基准日前二十个交易日东贝 B 股的市场均价 1.061 美元/股溢价 133.65%，充分考虑了 B 股股价的严重折价，维护了东贝 B 股投资者的利益。

五、与东贝 B 股以往被收购的价格情况对比

（一）2016 年冷机实业要约收购东贝 B 股基本情况

2016 年 7 月 4 日，东贝 B 股公告了《黄石东贝电器股份有限公司要约收购报告书》，东贝集团的参股股东黄石东贝冷机实业有限公司（以下简称“冷机实业”）因拟收购东贝集团另一股东江苏洛克电气集团有限公司持有的 39.14% 股权而导致冷机实业在此次股权转让之后间接控制东贝 B 股 50.04% 的股份。因此，此次股权转让触发了冷机实业对东贝 B 股的全面要约收购义务。冷机实业宣布自 2016 年 7 月 6 日起向除东贝集团以外的其他股东发出要约，按照 1.723 美元/股的价格收购其所持有的东贝 B 股股份，预定要约收购数量为 117,400,000 股，占东贝 B 股总股本的 49.96%。

该次要约收购完成后，由于东贝 B 股股东无人接受冷机实业及受托人汇智（国际）有限公司发出的收购要约，东贝集团仍持有东贝 B 股 50.04% 的股权。

（二）冷机实业要约收购东贝 B 股价格估值水平分析

2016 年东贝 B 股的要约收购价格与本次东贝 B 股的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	市净率
2016 年要约收购价格	1.723 美元/股	38.58	2.68
本次换股价格	2.479 美元/股	30.20	3.10

注：1、数据来源： Wind 资讯，公司年报；

2、2016 年要约收购价格按中国人民银行 2016 年 7 月 1 日（定价基准日前一交易日）公布的美元兑人民币中间价 1 美元=6.6496 人民币折合为 11.46 元/股；本次换股价格按中国人民银行 2020 年 5 月 15 日公布的美元兑人民币中间价 1 美元=7.0936 人民币折合为 17.59 元/股；

3、2016 年要约价格市盈率=2016 年东贝 B 股要约价格/2015 年度东贝 B 股归属于母公司股东的每股收益；2016 年要约价格市净率=2016 年东贝 B 股要约价格/2015 年末东贝 B 股归属于母公司股东的每股净资产；

4、本次换股价格市盈率=本次换股价格/2019 年度东贝 B 股归属于母公司股东的每股收益；本次换股价格市净率=本次换股价格/2019 年末东贝 B 股归属于母公司股东的每股净资产。

2016 年东贝 B 股要约收购时上证 B 股指数与本次交易时上证 B 股指数所对应的估值水平对比如下：

交易	收盘点数	市盈率	市净率
2016 年要约收购	347.07	30.71	1.61
本次换股交易	205.84	9.23	0.74

注：1、数据来源： Wind 资讯；

2、2016 年要约收购所对应的收盘点数，市盈率和市净率分别指其定价基准日前一个交易日即 2016 年 7 月 1 日上证 B 指所对应的收盘点数，静态市盈率和市净率（MRQ）。

3、本次换股交易所对应的收盘点数，市盈率和市净率分别指 2020 年 5 月 20 日上证 B 指所对应的收盘点数，静态市盈率和市净率（MRQ）。

经对比，2016 年要约收购价格所对应的估值水平与本次换股价格估值水平相当，2016 年要约价格市盈率高于本次换股价格市盈率，而其对应的市净率低于本次换股价格市净率。但通过对两次交易发生时上证 B 指的收盘点数，市盈率和市净率的对比，2016 年要约收购时 B 股市场的整体估值水平远高于当前的估值水平。在考虑上证 B 指整体估值环境的因素后，2016 年要约收购价格与本次换股价格所对应的估值水平对比如下：

项目	剔除市场因素后的市盈率	剔除市场因素后的市净率
2016 年要约收购估值水平	7.87	1.07
本次换股估值水平	20.97	2.36

注：1、剔除市场因素后的市盈率计算方式为交易对应的市盈率减去对应的上证 B 指的市盈率；

2、剔除市场因素后的市净率计算方式为交易对应的市净率减去对应的上证 B 指的市净率。

通过上述对比可以看出，在剔除市场因素之后，本次换股价格的估值水平显著高于 2016 年要约收购价格的估值水平。由于本次换股所面临的的不确定因素更多，风险更大，本次换股价格的高估值更加有利于维护东贝 B 股股东的利益。

（三）冷机实业要约收购东贝 B 股价格溢价水平分析

2016 年东贝 B 股的要约收购价格与本次东贝 B 股的换股价格对应的溢价水平对比如下：

项目	要约收购/换股价格	市场均价	溢价水平
2016 年要约收购价格	1.723 美元/股	1.722 美元/股	0.06%
本次换股价格	2.479 美元/股	1.061 美元/股	133.65%

注：1、数据来源：Wind 资讯，东贝 B 股公司公告；

2、2016 年要约收购市场均价是指要约收购提示性公告日前 30 个交易日东贝 B 股股票每日加权平均价格的算数平均值；

3、本次换股市场均价的计算方法是定价基准日前 20 个交易日东贝 B 股股票成交总金额除以成交总量。

经对比，本次换股价格的溢价水平显著高于 2016 年要约收购价格的溢价水平。由于 2016 年要约收购系现金收购，东贝 B 股股东通过接受要约而实现现金退出，其核心考虑因素是要约收购价格；而本次吸收合并采用的是换股方式进行，东贝 B 股股东通过换股方式成为东贝集团 A 股股东，影响其投资决策的因素更为复杂，例如合并双方换股溢价水平，合并双方估值水平以及合并后存续公司的投资价值等，这些因素使得投资者面临着更大的风险性。因此，本次换股价格给予的较高市场溢价充分考虑了东贝 B 股投资者的利益。

综上所述，被合并方东贝 B 股换股价格的确定以停牌前的市场历史价格为基础，充分考虑了本次交易双方的估值水平、资本市场环境等多方面因素，符合相关市场惯例，定价公允、合理。

第五章 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，作为东贝集团估值参考，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，不存在损害东贝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。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交易行为符合国家法律、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 2020 年 5 月 20 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 5 月 20 至 2021 年 5 月 19 日使用有效。

（本页无正文，为《中信建投证券股份有限公司关于湖北东贝机电集团股份有限公司换股吸收合并黄石东贝电器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：

王 雨

宋 翔

曾文辉

陈洁斌

中信建投证券股份有限公司

年 月 日