

上海电气香港有限公司拟转让其持有的
Ansaldo Energia S.p.A.的 40%股权所涉及的
Ansaldo Energia S.p.A.股东全部权益价值
估值报告

安永(中国)企业咨询有限公司

二〇二〇年三月

任何拟阅读本报告的人应首先阅读本传送函

上海电气集团股份有限公司

关于 Ansaldo Energia S.p.A. 股东全部权益价值的估值

敬启者：

根据上海电气集团股份有限公司（以下简称“上海电气”、“贵方”或“贵公司”）的委托，安永（中国）企业咨询有限公司（以下简称“安永”或“我们”）已履行了 2020 年 1 月 20 日签署的服务协议（以下简称“服务协议”）约定的工作范围，就上海电气香港有限公司（以下简称“上海电气香港”）拟转让其所持有的 Ansaldo Energia S.p.A.（以下简称“AEN”或“被估值单位”）40%股权的交易事项（以下简称“本交易”），对 AEN 于 2019 年 12 月 31 日（以下简称“基准日”）的 100%股权价值进行了估值分析。我们在此十分荣幸地向您提交此份估值分析报告（以下简称“本报告”）。

本报告是依据上海电气董事会的委托、仅就本交易目的而编制，除此之外，不得被用于其他目的。除非服务协议另有规定，本报告及其内容的任何部分均不得被引用、参考或向其他方公开。

我们的工作成果可应法律要求且仅在法律要求的范围内进行披露，除了对上海电气或经我们书面同意承诺对本报告负谨慎义务的其他第三方，我们不对任何方承担职责或责任。因此，如果任何其他方选择依赖本报告的任何内容，其应自行承担风险。

我们的工作范围和性质，包括我们的工作基础和限制，在服务协议中有详细说明。

尽管本报告的各个部分对我们工作范围的不同方面进行了描述，为全面了解我们的发现和建议，请整体阅读本报告全文。

我们的估值服务为咨询性质。此次估值分析不构成任何投资建议。安永不会在工作陈述中提供审计报告或审计意见。安永所提供的估值服务也不包括对任何

财务报表或财务预测按照公认审计准则或其他专业准则开展审计、审阅或审查。估值服务或报告不构成任何法律意见与法律建议。我们不会对欺诈或非法行为开展审查，也不就潜在交易或其他任何交易的公平性提供任何意见。

请注意，报告中所呈现的数据均已四舍五入。由于工作底稿中的计算是基于未四舍五入的数值进行的，因此，报告中的数据因四舍五入，其加总数可能存在差异。

我们在此十分荣幸能有机会为上海电气提供服务。如果贵公司对本项目有任何疑问或者需要更进一步的帮助，敬请与我们联系。

目录

一、委托方、被估值单位及其他报告使用者概况.....	4
二、估值目的.....	9
三、关于估值对象和估值范围的说明.....	9
四、价值类型及其定义.....	9
五、估值基准日.....	9
六、估值依据.....	9
七、行业状况分析.....	10
八、企业状况分析.....	11
九、估值方法.....	13
十、估值假设.....	15
十一、估值分析及结论.....	17
十二、特别事项说明.....	22
十三、估值报告使用限制说明.....	23
十四、估值报告日.....	23

**上海电气香港有限公司拟转让其持有的
Ansaldo Energia S.p.A.的 40%股权所涉及的
Ansaldo Energia S.p.A.股东全部权益价值
估值报告**

上海电气集团股份有限公司：

安永（中国）企业咨询有限公司（以下简称“安永”或“我们”）接受上海电气集团股份有限公司（“上海电气”、“贵公司”或“贵方”）的委托，就上海电气香港有限公司（以下简称“上海电气香港”）拟转让其所持有的 Ansaldo Energia S.p.A.（以下简称“AEN”或“被估值单位”）的 40%股权的交易事项（以下简称“本交易”），对 AEN 于 2019 年 12 月 31 日（以下简称“基准日”）的 100%股权价值开展了估值分析。现将估值情况报告如下。

一、委托方、被估值单位及其他报告使用者概况

（一）委托方概况

名称：上海电气集团股份有限公司（上海 A 股代码：601727，香港 H 股代码：2727）

企业地址：上海市兴义路 8 号 30 层

法定代表人：郑建华

注册资本：1,472,517.4944 万元人民币

公司类型：股份有限公司(台港澳与境内合资、上市)

成立日期：2004 年 3 月 1 日

主要经营范围：电站及输配电，机电一体化，交通运输、环保设备的相关装备制造制造业产品的设计、制造、销售，提供相关售后服务，以上产品的同类产品的批发、货物及技术进出口、佣金代理（不含拍卖），提供相关配套服务，电力工程项目总承包，设备总成套或分交，技术服务。【依法须经批准的项目，经相关

部门批准后方可开展经营活动】

上海电气集团股份有限公司是一家大型综合性装备制造集团，主导产业聚焦能源装备、工业装备、集成服务三大领域，致力于为客户提供绿色、环保、智能、互联于一体的技术集成和系统解决方案。

（二）被估值单位概况

名称：Ansaldo Energia S.p.A.

公司注册编号：00734630155

注册地址：Via Nicola Lorenzi no.8, 16152, Genoa, Italy

法定股本：1.80 亿欧元

注册地：意大利热那亚市

成立日期：1953 年 10 月 5 日

公司类型：股份公司

主营业务：AEN 是意大利最大的提供发电厂设备及相关部件建造和服务的运营商，同时也是该领域全球领先的生产服务商之一。AEN 拥有全球领先的燃气轮机制造业务，业务主要覆盖欧洲、北非、中东等地区。AEN 拥有燃气轮机领域的一系列专利和专有技术，能够生产 E 级、F 级、H 级重型燃气轮机。AEN 三大产品线分别为燃气轮机，汽轮机和发电机。

历史沿革：

AEN 于 1953 年 10 月 5 日在意大利热那亚市注册成立，1993 年被 Finmeccanica（后于 2016 年更名为 Leonardo S.p.A.）接管。

2011 年 6 月，AEN 被 Ansaldo Energia Holding S.p.A.（以下简称“AEN Holding”）接管，Finmeccanica 与 First Reserve Power Limited（以下简称“FRP”）分别持有 AEN Holding 的 54.55%和 45.00%股份。

2012 年 6 月，AEN 通过反向收购的方式，收购其母公司 AEN Holding。

2013年12月，Fondo Strategico Italiano S.p.A.（以下简称“FSI”）通过协议转让方式分别向 Finmeccanica 和 FRP 收购其持有的 AEN 股份，收购完成后 FSI 共计持有 AEN 的 84.55% 股份。

2014年6月，FSI 向部分 AEN 管理层收购取得 AEN 的 0.29% 股份。

2014年7月，FSI 将 AEN 的 44.26% 股份转移至其控股子公司 FSI Investimenti S.p.A.（以下简称“FSI Investimenti”）。

2014年12月，FSI 通过协议转让方式将 AEN 的 40.00% 股份作价 4.00 亿欧元出售给上海电气香港。

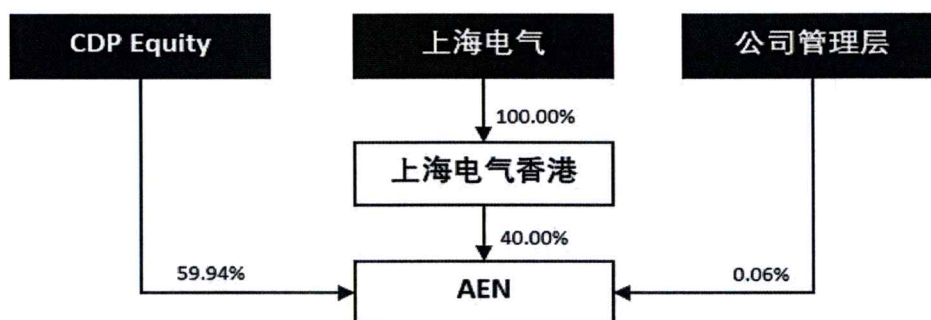
2016年3月，FSI 更名为 CDP Equity S.p.A.（以下简称“CDP Equity”）。同年11月，FSI Investimenti 将其持有 AEN 的 44.26% 股份转移至 CDP Equity。

2017年2月，CDP Equity 向部分 AEN 管理层收购取得 AEN 的 0.10% 股份。

2017年7月，Leonardo S.p.A. 通过行使看跌期权的方式将 AEN 的 15.00% 股份以 1.44 亿欧元出售给 CDP Equity。至此，AEN 的股权结构为：CDP Equity 持有比例 59.94%，上海电气香港持有比例 40.00%，公司管理层持有比例 0.06%。

2018年4月，根据增资协议的规定，各股东分别按照增资前持有比例认购增资金额共计 8000 万欧元，增资后 AEN 股本金额为 1.80 亿欧元。

截至估值基准日，AEN 的产权及控制关系如下：



截至估值基准日，AEN 股权结构如下：

股东名称	股份数量	百分比
CDP Equity	10,788,750	59.94%
上海电气香港	7,200,000	40.00%
公司管理层	11,250	0.06%
	18,000,000	100.00%

截至估值基准日，AEN 的子公司及其他投资如下：

公司名称	持股比例
Ansaldo Algeria	49%
AU Finance Holding	40%
Polaris Anserv	20%
SPVTCCC	100%
上海安萨尔多燃气轮机科技有限公司	60%
上海电气燃气轮机有限公司	40%
AC Boilers	10%
Cogenerazione Rosignano	33%
Consorzio CISA in liquidazione	66%

Consorzio CORIBA in liquidazione	5%
Consorzio CREATE	20%
Consorzio Energie Rinnovabili	51%
Consorzio SIRE in liquidazione	29%
Consorzio Stabile Ansaldo New Clear	18%
Euroimpresa Legnano in liquidazione	10%
Santa Radegonda	19%
SIET	2%
Dynamic	25%
SIIT Distretto Tecnologico Ligure	2%

（三）近年财务状况

被估值单位三年资产负债情况见下表：

金额单位：欧元千元

项目/报表日	2017年12月31日	2018年12月31日	2019年12月31日
总资产	3,470,172	3,465,117	3,815,687
负债	2,848,304	3,015,671	3,389,765
净资产	621,868	449,446	425,922

被估值单位三年经营状况见下表：

金额单位：欧元千元

项目/报表年度	2017年度	2018年度	2019年度
主营业务收入	1,464,053	1,172,314	984,065
息税前利润（亏损）	1,966	(189,811)	(42,805)
净利润（亏损）	5,655	(231,969)	(89,040)

上表2017年、2018年财务数据摘自被估值单位经意大利普华永道审计的会计报表。2019年财务数据摘自未经审计的管理层报表。

（四）其他估值报告使用者概况

除委托方、国家法律法规规定的估值报告使用者外，业务约定书未约定其他估值报告使用者。

（五）委托方与被估值单位的关系

委托方上海电气通过 100%控股子公司上海电气香港持有被估值单位 40%的股权。

二、估值目的

因上海电气香港拟向上海电气（集团）总公司在香港新设的全资子公司上海电气燃气轮机香港有限公司（暂定名，实际以香港商业登记处最终注册商号为准），以非公开协议转让的方式出让其所持有的 AEN 的 40%股权，为此需要对该经济行为涉及的 AEN 的 100%股权价值进行估值分析。

本次估值目的是为该经济行为提供价值参考依据。

三、关于估值对象和估值范围的说明

委托估值对象和估值范围与经济行为涉及的估值对象和估值范围一致。

估值对象为 AEN 的 100%股东权益价值。

四、价值类型及其定义

适用于本次估值服务目的的价值基础为市场价值。

市场价值是指自愿买方与自愿卖方在估值基准日进行正常的市场营销之后所达成的公平交易中，就某项业务进行交易的价值估计数额，当事人双方应各自理性、谨慎行事，不受任何强迫压制。

市场价值构成本次估值服务的价值基础。

五、估值基准日

本次估值基准日是 2019 年 12 月 31 日。

六、估值依据

1.意大利普华永道出具的被估值单位 2017 年、2018 年审计报告；

- 2.委托方提供的未经审计的 2019 年管理层报表；
- 3.委托方提供的被估值单位未来盈利预测及未来商业计划；
4. 委托方提供的被估值单位董事会报告书；
- 5.Capital IQ 提供的有关上市公司金融资讯；
- 6.行业、区域市场及统计分析资料；
- 7.估值人员获得的访谈及其他资料。

七、行业状况分析

（一）全球经济形势分析与展望

自 2008 年全球金融危机发生以来，全球经济增速放缓，消费者信心下滑。2009 年全球经济经历负增长后，在各国出台并实施的扩张性货币政策及积极型财政措施的影响下，全球经济避免了进一步下滑。紧接着到来的是 2010 至 2012 年的欧洲主权债务危机及 2014 至 2016 年的全球商品价格调整，随着这些危机以及伴随而来的持续阻力消退，世界经济有所上扬。

全球经济增长在 2017 年达到接近 4%的峰值，与 2016 年 3.1%的增长相比显著加快，为 2011 年以来的最高全球增长率。继 2017 年和 2018 年初的强劲增长之后，大型经济体的货币政策正常化出现的金融条件收紧，导致了全球扩张的显著减弱，全球经济活动在 2018 年下半年显著放缓，增长率为 3.6%，2019 年全球经济增长率为 2.9%。

（二）发电行业发展分析

近年，全球发电行业总体缓慢增长。2014 至 2018 年，全球发电行业收入复合增长率（CAGR）为 4.6%，2018 年总收入达到 29,327 亿美元。欧洲地区由于倡导节能减排以及不断尝试改变发电方式导致行业增长率下降，相比之下，亚太地区涨势依旧强劲。亚太地区以 7.4%的 CAGR 增长，2018 年收入达到 13,350 亿美元。用电消耗量方面，2014 至 2018 年的年复合增长率增长为 3.2%，2018 年用电消耗量达到 25,258 亿千瓦时（Twh）。预计至 2023 年底，该数据将增长至

27,795 TWh。

根据 MarketLine Global Research 预测，发电行业在未来几年内增速将有所放缓，预计在 2018 至 2023 年，年复合增长率将下降至 3.2%，2023 年底，总收入达到 34,281 亿美元。同期，亚太和美国地区将分别以 4.4% 和 1.1% 的年复合增长率增长，2023 年收入分别达到 16,568 亿美元和 5,518 亿美元。

（三）汽轮机行业发展分析

目前，全球汽轮机行业的参与者主要生产汽轮机（蒸汽，液压，燃气和风力汽轮机）和完整的涡轮发电机组。在致力于减少空气污染物排放的全球趋势下，发电厂从煤炭到天然气的转型推动了对汽轮机的需求。能源行业正在逐步淘汰燃煤发电厂和核动力汽轮机，取而代之的是更清洁的燃气轮机或风力涡轮机。此外，快速增长的可再生能源的应用也为燃气轮机市场的发展带来了机遇。据预计，未来几年，中国、印度、欧洲和北美市场的可再生能源发电量价将分别达到 30%、25%、50%、25%。因此，在多种增长驱动力下，汽轮机行业具有长期的增长潜力。伴随着汽轮机应用的普及，与其配套的维修服务业务，也将迎来增长的需求和日益激烈的竞争。因此，维修服务也成为了取得行业竞争优势的关键因素。

全球汽轮机市场的参与者主要包括通用电气公司、西门子公司、三菱重工、Ansaldo Energia S.p.A、川崎重工等。其中，排名前五的公司占据超过 65% 的市场份额。

八、企业状况分析

AEN 是意大利最大的提供发电厂设备及相关部件建造和服务的运营商之一，同时也是该领域全球领先的生产服务商之一。AEN 拥有全球领先的燃气轮机制造业务，业务主要覆盖欧洲、北非、中东等地区。AEN 拥有燃气轮机领域的一系列专利和专有技术，能够生产 E 级、F 级、H 级重型燃气轮机。AEN 三大产品线分别为燃气轮机，汽轮机和发电机。AEN 致力于燃气轮机的研发与生产，根据市场与客户的需求对产品进行升级，保持技术领先性。

AEN 自 2005 年实现技术独立以来，已经生产了超过 200 台燃气轮机。其拥

有完整的燃气轮机产品线，除了自主研发的 AE 系列燃机的三大产品 AE94.2（E 级），AE94.3（300MW F 级）和 AE64.3（75MW F 级）之外，AEN 在 2016 年通过收购阿尔斯通燃机业务，引入了 GT26（300MW F 级）和 GT36（H 级）燃机，成为全球为数不多的几家拥有完整燃气轮机产品线和独立研发能力的企业。根据 Wolfe Research 研究报告，AEN 在燃气轮机行业的市场份额逐年递增，并在 2019 年超过 5%，位列行业第四。

AE 系列燃机

AEN 在其 F 级 AE94.3 310MW 燃机的基础上，开发了 325MW（已投入商业运行）和 340MW 的升级版本，产品各项技术参数均与通用电气和西门子的同级别产品相当。

针对 E 级 AE94.2 燃机，AEN 在其稳定性和适用性超越同类产品平均水平的基础上，根据市场需求，自主研发了适用于工业企业的 IGCC 整体煤气化循环低热值版本的 AE94.2K 和 AE94.2KS（已在中国获得订单），拓展了其市场范围。

随着近年来分布式能源在全球范围内的推广与普及，AEN 将 75MW F 级的 AE64.3 燃机视为未来重点发展的目标，通过与上海电气的联合研发，不断改进该技术，实现了同类产品上的技术领先，并已在中国市场开展如下项目：江苏打捆招标项目、能源局示范项目和深能源甘露/凤泉项目。

阿尔斯通系列燃机

GT 系列燃机独特的二段燃烧技术能极大地降低排放，提升效率。AEN 借助阿尔斯通瑞士研发团队实现了技术融合，在 GT36 60Hz 原型机基础上成功研发出了 GT36 50Hz 版本。同时，借鉴 GT26 独有的二段燃烧技术，开发出了 AE94.3 340MW 版本，并将 GT36 50Hz 升级到 U2 版本（已在意大利获得订单）。虽然 GT36 燃机的商业化较晚，但其各项技术参数已达到了竞争对手同级别产品的平均水平，联合循环效率达到了世界领先的 63%。

AEN 燃机维修服务业务收入占历史收入的 50%以上，毛利率超过 20%。AEN 凭借其独立开发能力实现了业内唯一的全行业产品服务能力 OSP（Original

Service Provider)，不仅能为自身的 AE 和 GT 系列燃机提供长协及检修服务，更能为大部分通用电气和西门子的 E 级和 F 级燃机提供检修服务，从而拓展了业务和市场范围，形成了强有力的服务竞争能力。

AEN 也与其他公司积极建立合作关系，以拓宽产品组合。2019 年 6 月，AEN 与新一代发电设备开发商、制造商和分销商 REP Holding 达成协议，将为俄罗斯和独联体（CIS）客户提供大型重型燃气轮机和汽轮机，并提供维修维护等全周期服务。

同时，AEN 也与中国公司建立商业关系。2018 年 11 月，AEN 与上海电力有限公司签订合同，为其中国闵行电厂提供 H 级 GT36 燃气轮机。2019 年 4 月，AEN 与本溪钢铁集团有限公司签署合同，为中国本钢联合循环电厂提供 AE94.2K 燃气轮机和合成气压缩机组。

2019 年 AEN 实现营业收入约 9.8 亿欧元，扣除非经常性损益前 EBITDA 约为 1.5 亿欧元。

九、估值方法

（一）估值方法简介

在企业/业务估值分析中，通常可采用以下几种不同的方法：1) 收益法；2) 市场法；3) 资产基础法。我们在进行估值分析时，这几种方法都会予以考虑，最终根据业务的性质和特点确定采用哪种方法得出企业市场价值。

收益法：收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定估值对象价值的方法。折现现金流量法是收益法中被广泛运用的方法。

市场法：是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的交易价格及经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

上市公司比较法适用于计算具有稳定盈利能力的、持续经营的、可以产生收益的公司价值。

提请注意的是，没有两家公司在风险及成长性方面是完全相同的，可比公司市场价值乘数的差异主要来源于：

1. 资产规模，企业体制，市场地位的不同
2. 所处经济环境的不同
3. 所在证券交易所的不同
4. 企业自身发展程度的不同
5. 所采用会计准则的不同
6. 管理层和投资人对企业发展预期的不同

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，包括交易价格及经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

交易案例比较法适用于计算具有稳定盈利能力的、持续经营的、可以产生收益的公司价值。

提请注意的是，没有两项交易在被收购公司的风险及成长性方面是完全相同的，可比交易交易价值乘数的差异主要来源于：

1. 被收购公司业务规模、特质及组成的不同
2. 收购的股权比例不同
3. 被收购公司自身发展程度的不同
4. 所采用会计准则的不同
5. 对被收购公司发展预期的不同

资产基础法：是指以被估值企业估值基准日的资产负债表为基础，合理评估

企业表内及表外各项资产、负债价值，确定估值对象价值的方法。这种方法直接易懂，通常作为对投资控股公司进行估值的主要方法。需要注意的是，这种方法未考虑与产生未来持续现金流能力相关的无形价值。

（二）估值方法的适用性分析

在进行股东全部权益价值估值时，通常可根据估值目的、估值对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析三种基本估值方法的适用性，恰当选择一种或者多种基本估值方法。

由于被估值单位未来收益期和收益额可以预测并可以衡量，获得预期收益所承担的风险也可以量化，且被估值单位从事汽轮机生产，销售和维修服务等业务，其企业价值除了固定资产、营运资金等有形资产外，还体现在拥有的专利及积累的客户资源等无形资产上，因此，宜采用收益法对 AEN 的股权价值进行估值分析。

我们对可比公司和可比交易进行了研究，市场上存在与被估值企业较为可比的上市公司，宜采用市场法对 AEN 的股权价值进行估值分析。

被估值单位自身为非上市公司并且有稳定的运营业绩，通过对上市可比公司市净率的分析比较，我们发现，被估值单位所在行业的公司市值与净资产值有较大差异。净资产值并不能反映市场对于该行业的价值估计数额。并且，由于资产负债表上没有反映经营过程中被估值单位可能产生的表外的无形资产，因此，不宜采用资产基础法对 AEN 的股权价值进行估值分析。

综上，根据我们对 AEN 经营现状、经营计划及发展规划的了解，以及对所依托的相关行业、市场的研究分析，我们采用了收益法和市场法对 AEN 的股权价值进行估值分析。

十、估值假设

（一）基本假设

1.交易假设：

假设估值对象处于交易过程中，我们根据估值对象的交易条件等模拟市场进

行估价。估值结果是对估值对象最可能达成交易价格的估计。

2.公开市场假设:

假设估值对象及其所涉及资产是在公开市场上进行交易的。在该市场上,买者与卖者的地位平等,彼此都有获取足够市场信息的机会和时间,买卖双方的交易行为都是在自愿的、理智的、非强制条件下进行的。

3.企业持续经营假设:

假设在估值经济行为实现后,被估值单位按照原来的经营方式、经营范围持续地经营下去。

(二) 一般假设

1.假设被估值单位所处国家和地区的政治、经济和社会环境无重大变化。

2.假设被估值单位所处国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化。

3.假设与被估值单位相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等无重大变化。

4.假设被估值单位的本地货币购买力维持现行水平。

5.假设被估值单位的管理层是负责的、稳定的,且有能力担当其职务。

6.假设无不可抗力因素对被估值单位造成重大不利影响。

7.假设被估值单位采用的会计政策和编写本估值报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致。

8.被估值单位所有的关联交易,假定都是以公平交易为基础的。

9.假设被估值单位完全遵守所有相关的法律法规。

(三) 预测假设

1.假设被估值单位的预测现金流入为平均流入,现金流出为平均流出。

2. 假设被估值单位的产品或服务保持目前的市场竞争态势。
3. 假设被估值单位所涉及企业在估值目的经济行为实现后，仍将按照原有的经营目的、经营方式持续经营下去，其收益可以预测。
4. 被估值单位生产经营所耗费的材料及人工的供应及价格无不可预见的重大变化；被估值单位的提供服务及相应配件的价格无不可预见的重大变化。
5. 假设被估值单位按现有（或一般市场参与者）的管理水平继续经营，不考虑该等企业将来的所有者管理水平优劣对企业未来收益的影响。
6. 假设被估值单位的财务预测所采用的会计政策和核算方法与其历史财务报表所采用的会计政策和核算方法一致。
7. 无其他不可预测和不可抗力因素对被估值企业经营造成重大影响。
9. 被估值单位没有重大的未决索赔、诉讼、或有负债或其他重大的税务纠纷，账面计提的预计负债是充足的。
10. 被估值单位待剥离的资产及负债，按照估值基准日的账面值进行剥离。

（四）限制性假设

1. 假设由委托人及被估值单位提供的法律文件、技术资料、经营资料、财务资料等估值相关资料均真实可信。我们亦不承担与估值对象涉及资产产权有关的任何法律事宜。

2. 估值过程中，我们并未执行相关商业尽职调查来核查管理层所提供的信息及假设。

本估值报告在估值基准日的估值结论是基于上述假设条件的。估值人员认为这些假设在估值基准日时成立，当上述假设条件发生较大变化时，将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

十一、估值分析及结论

（一）收益法：

收益法着重于被估值企业的收益能力,根据被估值企业未来的预期收益,按适当的折现率将其换算成现值,并以此收益现值作为被估值企业的价值。

1、 收益法的模型

结合本次估值目的和估值对象,我们首先采用折现现金流法确定被估值企业自由现金流价值,公式如下:

$$\text{企业自由现金流价值} = \sum_{t=0.5}^n \frac{Pt}{(1+r)^t} + \frac{Pn(1+g)}{(1+r)^n(r-g)}$$

式中: n = 详细预测期;
Pt、Pn = 第 t 年、第 n 年的企业自由现金流;
r = 加权平均资本成本;
t = 详细预测年度;
g = 永续期增长率。

我们继而分析了被估值企业的溢余(或非经营)资产/负债的价值,并对企业自由现金流价值进行修正,从而确定被估值企业的整体价值。在此基础上,扣除被估值企业的净孳息负债,从而确定被估值企业的股东全部权益价值。公式如下:

$$\text{股东全部权益价值} = \text{企业整体价值} - \text{净孳息负债}$$

其中:

$$\begin{aligned} \text{企业整体价值} &= \text{企业自由现金流价值} \\ &+ \text{溢余(或非经营)资产价值} \\ &- \text{溢余(或非经营)负债价值} \end{aligned}$$

2、 收益期与详细预测期的确定

根据对 AEN 所在行业现状及发展前景、企业经营状况、以及与管理层的访谈,未发现会造成 AEN 在可预见的未来终止经营或影响其持续经营的显著因素,因此本次估值中假设 AEN 的收益期为无限期。

我们采用分段法对企业的收益进行预测,即将企业未来收益分为详细预测

期的收益和详细预测期之后的收益。对于详细预测期的确定综合考虑了行业和 AEN 企业自身发展的情况，取 2031 年作为分割点较为适宜。因此对 2020 年 1 月至 2031 年 12 月的收益进行逐年详细预测，2032 年 1 月及以后年度的收益假设在 2031 年 12 月的基础上按照 1.9% 的永续增长率增长。

3、 收益额 – 企业自由现金流的确定

本次估值预期收益采用企业自由现金流，计算公式如下：

企业自由现金流 = 息前税后利润 + 折旧及摊销 - 营运资金增加额 - 资本性支出

其中：

息前税后利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 + 其他业务利润
- 销售费用 - 管理费用 + 营业外收入 - 营业外支出 - 所得税

4、 折现率的确定

在股东全部权益价值估值中，首先需要将企业自由现金流进行折现，以测算企业整体价值（包括企业股东和债权人的权益价值），其对应的折现率是企业的加权平均资本成本（WACC）。

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-T) \times \frac{D}{E+D}$$

式中：

WACC = 加权平均资本成本；

K_e = 股东权益资本成本；

K_d = 债务资本成本，基于基准日平均利率水平；

T = 企业所得税率；

D/E = 企业资本结构，基于同行业上市公司资本结构（D/E）平均值。

其中，股东权益资本成本按照国际通常使用的资本资产定价模型（CAPM 模型）计算，公式如下：

$$K_e = R_f + Beta \times MRP + R_c = R_f + Beta \times (R_m - R_f) + R_c$$

式中：

K_e = 权益资本成本；

R_f = 目前的无风险利率；

R_m = 市场回报率；

β = 权益的系统风险系数；

MRP = 市场的风险溢价；

R_c = 企业特定风险调整系数。

5、 溢余资产及非经营性资产和负债价值的确定

溢余资产指的是与企业收益无直接关系的、超过企业经营所需的多余资产。非经营性资产和负债指的是与企业的生产经营活动无直接关系的资产和负债。

我们对被估值单位的资产负债表进行了分析，计算得出 AEN 的溢余资产及非经营性资产和负债总计金额为负 224.10 百万欧元。

（二）市场法：

结合本次交易的实际情况，本次估值选取了市场法—上市公司比较法进行估值分析。基本计算过程如下：

第一步—分析被估值企业：分析被估值企业的基本情况，主要包括其企业性质、业务规模、经营范围、财务状况、成长潜力等；

第二步—选择可比上市公司：根据被估值企业自身特性及企业环境因素角度，选取与被估值企业属于同一行业、从事类似业务的可比上市公司；

第三步—分析财务数据和信息：对被估值企业和可比上市公司的主要财务指标进行详细的分析研究和比对。主要包括目标市场、业务结构、所处经营阶段、资产规模、盈利能力、成长能力等多方面的财务指标和非财务指标；

第四步—确定市场乘数：从公开渠道收集可比上市公司的各项信息，包括：公司年报、公司公告、行业研究报告等，比对被估值企业及可比公司在规模、增长速度及所属的市场环境等因素上的差异，选择合适的市场乘数；

第五步—计算股权价值：选择被估值企业与市场乘数相匹配的财务数据，计算被估值企业的股权价值；

上市公司比较法使用多种比率,这些比率大体可以分为基于盈利、账面价值、收入和基于行业这四种类型。考虑到被估值单位的主营业务为燃气轮机的制造,拥有大量长期资产,折旧摊销金额对利润金额影响较大,而投资者对该类公司,较为关注长期持续稳定经营且不受折旧摊销金额影响所带来的价值,因此我们选取了企业价值/正常化调整后息税折旧摊销前利润(EV/EBITDA)对被估值企业的股权价值进行分析。

(三) 估值结论及分析

1. 收益法估值结论:

经估值,于估值基准日2019年12月31日,在上述各项假设条件成立的前提下,基于被估值单位财务数据、其他关键假设及信息,我们采用折现现金流量法对AEN的归属于母公司股东的全部权益价值进行分析后得到估值结果为7.95亿欧元。

2. 市场法估值结论:

经估值,于估值基准日2019年12月31日,在上述各项假设条件成立的前提下,在基准日市场状况下,AEN的归属于母公司股东的全部权益价值估值结果为8.02亿欧元。

3. 估值结论的选取:

由于被估值企业的未来价值主要来源于其为投资者带来收益的能力,而可比公司与被估值企业在规模、产品结构、客户构成等方面存在一定程度的差异,相对而言,收益法更能准确反映企业自身的价值。

综上所述,被估值单位于估值基准日归属于母公司股东的全部权益的市场价值的估值结果为7.95亿欧元,以基准日中国人民银行公布的欧元兑人民币汇率中间价1:7.8155折合人民币62.10亿元。

十二、特别事项说明

1. 本机构不对管理部门决议、权证、财务资料及其他中介机构出具的文件等证据资料本身的合法性、完整性、真实性负责。

2. 本机构和本机构人员不承担相关当事人决策的责任，估值结论仅供相关当事人参考，不应当被认为是对被估值单位可实现价格的保证。

3. 被估值单位的主要经营场所分布在全球各地，本机构未进行全面清查和验证，其资料的真实性和准确性由委托人与被估值单位负责。

4. 就本报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证，本报告未对被估值单位的未来业务、运营、财务或其他方面的发展前景发表任何意见，不构成对被估值单位未来实际盈利情况的预测。

5. 本报告的观点仅基于对被估值单位提交的资料所涉及的重大方面进行阅读和分析，并采用通用的估值模型进行测算，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑，不构成法律尽职调查、财务尽职调查、税务尽职调查、信息科技尽职调查或对财务信息的审计。

6. 本估值结果是依据本次估值目的、以报告中揭示的假设前提而确定的股东全部权益的现时市场价值，没有考虑特殊的交易方式可能追加或减少付出的价格等对估值结果的影响，也未考虑宏观经济环境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；本次估值对象为企业股东全部权益价值，部分股东权益价值并不必然等于股东全部权益价值和股权比例的乘积，可能存在控股权溢价或少数股权折价。本次估值分析亦未考虑流动性因素对估值对象价值的影响。

7. 截至估值报告日，受 2019 新型冠状病毒疫情影响，管理层预计 2020 年收入将受到较大冲击，整体收入低于 2019 年水平。管理层预计业务可能在 2021 年实现复苏，财务预测中已将上述影响予以反映。另外，鉴于目前的新冠疫情不断发展变化的情况，除已获知的上述事项外，我们尚无法确定本次新冠疫情对估值结论的其他影响。估值报告使用人应注意以上的特别事项对估值结果所产生的影响。

十三、估值报告使用限制说明

1. 本报告只能由估值报告载明的估值报告使用者所使用，并为本报告所列明的估值目的和用途而服务，以及按规定报送有关政府管理部门审查。
2. 除委托人、业务约定书中约定的其他估值报告使用人和法律、行政法规规定的估值报告使用人之外，其他任何机构和个人不能成为估值报告的使用人。
3. 委托人或者其他估值报告使用人未按照法律、行政法规规定和估值报告载明的使用范围使用估值报告的，本估值机构及其估值专业人员不承担责任。
4. 未征得估值机构书面同意，估值报告的内容不得被摘抄、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。
5. 本报告是基于一定估值基准和假设条件下的价值意见。

十四、估值报告日

估值报告日为 2020 年 3 月 30 日。

顺祝

商祺！



安永（中国）企业咨询有限公司