

新奥天然气股份有限公司拟对新奥能源控股有限公司

私有化涉及的该公司收购定价的合理性

估值分析报告

中铭估报字[2025]第 10001 号

(共一册 第一册)



中铭国际资产评估(北京)有限责任公司

Zhong Ming (Bei jing) Assets Appraisal International Co.,Ltd

二〇二五年四月二十五日

本册目录

声明	2
估值分析报告摘要	3
估值分析报告正文	6
一、委托人、被估值分析单位和估值分析委托合同约定的其他估值分析报告使用人概况	6
二、估值分析目的	11
三、交易方案简介	11
四、估值分析基准日	12
五、估值分析依据	12
六、估值分析程序实施过程和情况	12
七、估值分析假设	13
八、估值分析方法及分析计算过程	14
九、估值分析结论	34
十、特别事项说明	34
十一、估值分析报告使用限制说明	36
十二、估值分析报告日	37
估值分析报告附件	38

声明

一、本估值分析报告并非《中华人民共和国资产评估法（2016）》（主席令第四6号）定义的资产评估报告。

二、本估值分析报告的分析、判断和结论受估值分析报告中假设和限制条件的限制，估值分析报告使用方应当充分考虑估值分析报告中载明的假设、限制条件及其对估值分析结论的影响。

三、对于本估值分析报告发表的估值分析结论所依据的公开数据信息以及由其他第三方所提供的数据信息，我们假定其是可信的、未对其进行验证，本估值分析报告不构成对其准确性、真实性及完整性的任何保证。

四、本估值分析报告结论仅基于在委托合同约定的工作范围内，对委托合同相关当事方提供的被估值单位资料进行阅读、分析，并采用通行的估值模型进行测算，尽管我们的工作涉及对被估值单位财务会计信息的分析，但基于本次估值分析目的，除本报告另有说明外，我们未对本估值分析报告涉及的历史财务信息及其他信息进行全面核查验证，本估值分析报告不对相关当事方提供的被估值单位资料的可靠性、真实性发表任何意见。

五、本估值分析报告仅供委托合同载明的估值目的使用，不得用于任何其他目的，对于本估值分析报告的结论，需结合本次交易的其他披露文件的整体内容一并进行考虑。本估值分析报告不能替代委托人达成商业决定实施的其他分析和调查工作，本报告不包括特定的购买或出售建议。

六、本估值分析报告的观点仅基于已披露的公开财务信息分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑。本报告亦不对标的公司（新奥能源）的交易价值或股价表现作出评价。上述因素超出了本报告的考察范围和职责范围。

七、我们与估值分析报告中的被估值单位没有现存或预期的利益关系，与相关当事方没有现存或者预期的利益关系，对相关当事方不存在偏见。

新奥天然气股份有限公司拟对新奥能源控股有限公司 私有化涉及的该公司收购定价合理性 估值分析报告摘要

中铭估报字[2025]第 10001 号

新奥天然气股份有限公司：

中铭国际资产评估（北京）有限责任公司接受新奥天然气股份有限公司（以下简称“新奥股份”）的委托，坚持独立、客观和公正的原则，采用适当的估值方法，对新奥股份拟私有化新奥能源控股有限公司（以下简称“新奥能源”）涉及的新奥能源收购定价合理性进行分析。现将估值分析报告主要内容摘要如下：

一、经济行为：新奥股份拟私有化新奥能源，拟发行 H 股及支付现金收购新奥能源已发行的红筹股份的股权，达到私有化新奥能源之目的，因此委托本公司对新奥股份提供的新奥能源收购定价合理性提供估值分析参考意见。

二、估值分析目的：

新奥股份增发 H 股收购定价由香港估价机构提供，新奥能源收购定价由新奥股份提供，本公司不参与本次交易任何一方交易定价。

估值分析目的仅对新奥股份提供的新奥能源收购定价提供估值分析，为新奥能源收购定价合理性提供估值分析参考意见。

三、估值分析基准日：2025 年 3 月 18 日，一切取价标准均为估值分析基准日有效的价格标准。

四、估值分析方法：上市公司比较法、交易案例比较法、香港上市公司私有化交易溢价率分析法。

五、估值分析结论：本报告选用上市公司比较法、交易案例比较法、香港上市公司私有化交易溢价率分析法三种方法，对本次交易定价的公允性及合理性予以分析，具体结果如下：

（一）上市公司比较法估值分析结果

（1）按港股可比公司分析

港股可比公司 P/E 的平均值为 11.88x，中值为 11.15x，本次交易的 P/E 约为 13.60x，与港股可比公司的水平较为接近，处于合理区间内。

(2) 按 A 股可比公司分析

A 股可比公司 P/E 的平均值为 17.02x, 中值为 16.73x, 本次交易的 P/E 约为 13.60x, 与 A 股可比公司的水平较为接近, 处于合理区间内。

(3) 按港股、A 股可比公司综合分析

港股、A 股可比公司综合 P/E 的平均值为 14.22x, 中值为 14.90x, 本次交易的 P/E 约为 13.60x, 与港股、A 股可比公司的综合水平较为接近, 处于合理区间内。

(二) 交易案例比较法估值分析结果

根据可比交易案例的分析情况, 可比交易案例 P/E 的平均值 14.50x, 中值为 15.59x, 本次交易的 P/E 约为 13.60x, 与可比交易案例水平较为接近, 处于合理区间内。

(三) 香港上市公司私有化交易溢价率分析法估值分析结果

6 家香港上市公司私有化价格相比首次公告前 1 个交易日平均收盘价的溢价率最大值为 52.17%、最小值为-1.30%; 相比首次公告前 30 个交易日平均收盘价的溢价率最大值为 45.20%、最小值为-6.05%; 相比首次公告前 60 个交易日平均收盘价的溢价率最大值为 46.63%、最小值为-8.89%; 相比首次公告前 90 个交易日平均收盘价的溢价率最大值为 52.96%、最小值为-10.51%。

新奥能源私有化价格相比首次公告前 1 个交易日平均收盘价的溢价率为 34.57%, 相比前 30 个交易日平均收盘价的溢价率为 49.99%, 相比前 60 个交易日平均收盘价的溢价率为 48.91%, 相比前 90 个交易日平均收盘价的溢价率为 48.81%, 与香港上市公司私有化交易的溢价率较为接近。

(四) 本次要约收购价格的公允性

基于前述分析, 本报告选用上市公司比较法、交易案例比较法、香港上市公司私有化交易溢价率分析法三种方法, 对本次交易中对新奥能源的收购定价进行了分析, 认为其收购价格位于本次估值分析的合理区间内, 新奥股份拟收购新奥能源的要约收购价格公允、合理, 不存在损害新奥股份及其股东利益的情况。

六、估值分析结论的使用有效期: 本估值分析结论使用有效期为自估值分析基准日起一年, 即从 2025 年 3 月 18 日起至 2026 年 3 月 17 日的期限内有效。如果资产状况、市场状况与估值分析基准日相关状况相比发生重大变化, 委托人应当委托估值机构执行估值分析更新业务或重新估值分析。

七、估值分析报告日: 本估值分析报告正式提出日期为 2025 年 4 月 25 日, 为估

值分析结论形成的日期。

以上内容摘自估值分析报告正文，欲了解本估值分析业务的详细情况和正确理解估值分析结论，应当阅读估值分析报告正文。

新奥天然气股份有限公司拟对新奥能源控股有限公司 私有化涉及的该公司收购定价合理性 估值分析报告正文

中铭估报字[2025]第 10001 号

新奥天然气股份有限公司：

中铭国际资产评估（北京）有限责任公司接受新奥天然气股份有限公司（以下简称“新奥股份”）的委托，坚持独立、客观和公正的原则，采用适当的估值分析方法，对新奥股份拟私有化新奥能源控股有限公司（以下简称“新奥能源”）涉及的新奥能源收购定价合理性进行分析。现将估值分析情况报告如下：

一、委托人、被估值分析单位和估值分析委托合同约定的其他估值分析报告使用人概况

本次估值分析项目的委托人为新奥股份，被估值分析单位为新奥能源，估值分析合同约定的其他估值分析报告使用者为国家法律、法规规定的估值分析报告使用者。

（一）委托人概况

1. 注册登记情况

名称：新奥天然气股份有限公司

统一社会信用代码：91130100107744755W

类型：股份有限公司（外商投资、上市）

住所：河北省石家庄市和平东路383号

法定代表人：蒋承宏

注册资本：309,708.7607万元人民币

股票代码：600803

成立日期：1992年12月29日

营业期限：1992年12月29日至无固定期限

经营范围：以天然气为主的清洁能源项目建设，清洁能源管理服务，天然气清洁能源技术研发、技术咨询、技术服务、技术转让，企业管理咨询，商务咨询服务（证券、投资、期货、教育、培训除外）。（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)

2. 企业概况

新奥股份于1994年上市，作为能源行业上市公司，业务覆盖天然气销售、天然气专业能力认知平台建设与运营、基础设施运营、工程建设及安装、泛能与智家业务在内的天然气全场景。公司基于天然气全场景支点能力和物联数据，打造产业大模型，致力成为天然气专业能力认知平台运营商。

新奥股份在全国20个省市及自治区运营261个燃气项目，服务超3,100万户家庭和27万个企业客户。公司基于在国内坚实的客户基础、强大的履约交付网络、多元化的海内外资源池以及国际先进风控体系四大业务支点能力，形成核心竞争优势，沉淀天然气产业运营最佳实践，并自主建设运营天然气专业能力认知平台—好气网，用数智技术链接天然气需求侧和供给侧，实现国际到国内、全国到区域的智能匹配，提升产业运转效率。

2024年新奥股份实现营业总收入1,359.10 亿元；归属于上市公司股东的净利润44.93 亿元。

(二) 被估值分析单位概况

1. 注册登记情况

名称：新奥能源控股有限公司

法定股本：300,000,000 港元

中国境内主要办公地点：中国河北省廊坊市经济技术开发区新源东道新奥工业园区 A 楼

中国香港主要办公地点：香港金钟道 89 号力宝中心一座 31 楼 3101-04 室

类型：有限责任豁免公司

主营业务：在中国境内从事投资及建设、经营及管理燃气管道基础设施、车船用加气站及泛能站、销售与分销管道燃气、液化天然气及其他多品类能源、能源贸易业务（工商业市场、住宅用户市场、交通能源对应天然气零售，能源贸易对应天然气批发）以及提供其他与能源供应相关的服务。

首发上市时间：2001 年 5 月 10 日

公司股票上市地：香港联合证券交易所

股票简称：新奥能源

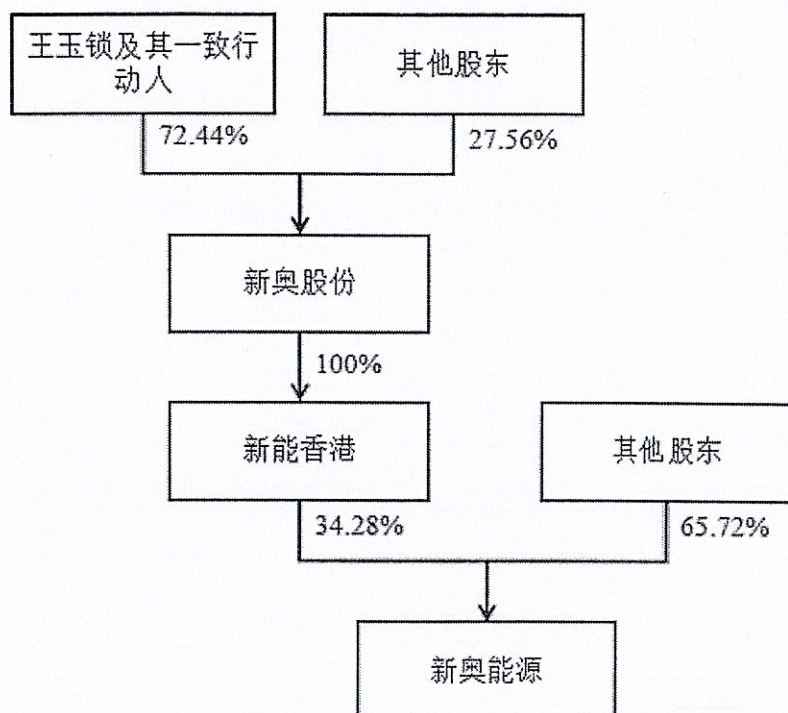
股票代码：02688

2. 历史沿革

新奥能源是一家于开曼群岛注册成立的公司，于 1992 年开始从事城市管道燃气业务，2001 年 5 月 10 日在香港联交所创业板上市，2002 年 6 月 3 日转主板，股票代码 2688.HK。法定股本：300,000,000 港元，截至 2024 年 12 月 31 日已发行 1,131,224,275.00 股股份，其中新奥股份通过其全资子公司新能（香港）能源投资有限公司（以下简称“新能香港”）持有公司 34.28% 股份。

3. 组织架构

截至估值分析基准日，新奥能源的股权控制关系图如下：



截至 2024 年 12 月 31 日，新奥能源主要一级子公司为：新奥（中国）燃气投资有限公司、嘉品控股有限公司、新奥燃气投资集团有限公司、新奥能源中国投资有限公司、新奥液化天然气贸易有限公司、新奥恒新投资有限公司、新奥智家智城廊坊临空自贸区科技有限公司和新奥智城有限公司。

4. 业务概况

新奥能源主要业务可以分为天然气业务、泛能业务和智家业务。

1) 天然气业务

天然气业务为向下游客户销售天然气，主要包括天然气零售业务，在特许经营权指定区域内建设管网，将天然气销售给工商业、居民、交通运输等终端客户；天然气

批发业务，作为零售业务的气源调峰方式之一，通过自有及第三方气源运输网络，批量向客户进行天然气销售；工程安装业务，为居民、工商业客户提供燃气接驳服务。

截至2024年12月31日，新奥能源在全国20个省市及自治区运营261个城市燃气项目，服务超过3,100万户家庭和27万个企业客户。

2) 泛能业务

新奥能源的泛能业务以客户用能需求为核心，为客户提供清洁能源一体化解决方案，应用于工业、建筑、园区等领域，提供多维度能源及服务，满足客户节能、降本、减碳需求。

截至2024年12月31日，新奥能源累计投运泛能项目达356个，2024年度带动冷、热、电及蒸汽等综合能源销量达416亿千瓦时。

3) 智家业务

智家业务是新奥能源基于客户的用气需求为起点，围绕安全、厨房、社区等场景，为客户提供基础产品及延伸服务。

5. 主要盈利模式

天然气业务方面，新奥能源自上游天然气生产企业或贸易商等采购天然气，销售给客户，通过采购价与销售价的价差盈利。此外，新奥能源为工商业用户、居民用户提供工程安装服务。

泛能业务方面，新奥能源在天然气传统主业基础上，深入挖掘工商业客户的需求，综合考量其用能的诉求，根据客户周边资源禀赋的情况，充分利用天然气、风、光、地源热、水源热等多种类能源，为客户提供满足其实际生产运营需求的冷、热、电及蒸汽等综合能源解决方案。

智家业务方面，新奥能源拥有数量众多的、有黏性的用气客户以及属地化团队，在开展天然气业务的过程中，同步向家庭客户、工商业餐饮用户等推广销售灶具、热水器等多样化产品。

6. 近年企业的财务状况和经营状况

财务状况表

金额单位：人民币万元

项目	2024年12月31日	2023年12月31日
流动资产	2,354,402	2,706,992
非流动资产	8,401,809	7,989,483
资产总额	10,756,211	10,696,475

新奥天然气股份有限公司拟对新奥能源控股有限公司私有化涉及的该公司收购定价合理性·估值分析报告

流动负债	3,532,495	3,775,258
非流动负债	2,083,930	2,085,133
负债总额	5,616,425	5,860,391
所有者权益	5,139,786	4,836,084
归属于母公司所有者权益合计	4,347,929	4,088,196

经营状况表

金额单位：人民币万元

项目	2024 年度	2023 年度
一、营业收入	11,614,620	12,370,938
减：营业成本	10,068,327	10,715,758
利息支出	1,201	962
手续费及佣金支出	174	246
税金及附加	32,639	33,902
销售费用	138,540	134,211
管理费用	341,961	354,724
研发费用	62,051	73,764
财务费用	95,427	104,878
加：其他收益	48,979	42,136
投资收益	119,007	136,468
汇兑收益	-10	-11
公允价值变动收益	-33,413	-25,242
信用减值损失	-40,847	-37,611
资产减值损失	-17,524	-20,042
资产处置收益	-6,982	-6,413
二、营业利润	943,510	1,041,778
加：营业外收入	28,381	9,784
减：营业外支出	15,017	12,239
三、利润总额	956,874	1,039,323
减：所得税费用	214,195	233,432
四、净利润	742,679	805,891
归属于母公司所有者的净利润	614,394	694,908

上表中列示的财务数据业经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了中喜财审 2025S01780 号无保留意见的《审计报告》。

（三）估值分析委托合同约定的其他估值分析报告使用者

其他估值分析报告使用者为国家法律、法规规定的估值分析报告使用者。

(四) 委托人与被估值分析单位之间的关系

委托人通过其全资子公司新能香港持有新奥能源 34.28% 股权。

二、估值分析目的

新奥股份拟私有化新奥能源，拟发行 H 股及支付现金收购新奥能源已发行的红筹股份的股权，达到私有化新奥能源之目的。

新奥股份增发 H 股收购定价由香港估价机构提供，新奥能源收购定价由新奥股份提供，本公司不参与本次交易任何一方交易定价。

估值分析目的仅对新奥股份提供的新奥能源收购定价进行估值分析，为新奥能源收购定价合理性提供估值分析参考意见。

三、交易方案简介

(一) 本次交易的方式

本次交易按照开曼群岛公司法第 86 条以协议安排的方式实施。

(二) 本次交易的标的资产

本次交易的标的资产为除新能香港持有的新奥能源股份外，新奥能源所有已发行或在计划登记日前可能发行的股份及有效接纳购股权要约的购股权。截至本报告出具日，新奥能源已发行总股本为 1,131,224,275 股，新能香港持有新奥能源 387,768,034 股股份，占新奥能源已发行总股本的 34.28%，将不作为计划股份的一部分；除新能香港外，新奥能源股份其余 65.72% 已发行股份由新奥能源其他股东持有，将作为计划股份的一部分，在协议安排生效后被注销。

(三) 本次交易的交易对方

本次交易的潜在交易对方为于计划登记日除新能香港外新奥能源的所有股东（即计划股东）及有效接纳购股权要约的购股权持有人。

(四) 交易对价

协议安排生效后，计划股东将获得新奥股份新发行的 H 股股份及新能香港作出的现金付款作为私有化对价，每 1 股计划股份可以获得新奥股份新发行的 2.9427 股 H 股股份（即换股比例为 1:2.9427）以及新能香港按照 24.50 港元/股支付现金付款。根据新百利融资有限公司对新奥股份 H 股价值估计范围的中位数计算，H 股股份及现金付款的理论总价值约为 80.00 港元/股。协议安排生效后，持有行权价为 40.34 港元的购股权并有效接纳购股权要约的持有人，每 1 份购股权将获得 39.66 港元现金作



为购股权要约对价；持有行权价为 76.36 港元的购股权并有效接纳购股权要约的持有人，每 1 份购股权将获得 3.64 港元现金作为购股权要约对价。前述私有化对价将不会因计划股东享有新奥能源 2024 年末期股息或新奥能源可能于计划生效日前宣派且登记日在计划生效日前的任何其他股息（如有）的权利而受到影响或降低。

（五）交易对价的支付方式

本次交易拟通过如下方式向除新能香港外新奥能源的所有股东（即计划股东）及有效接纳购股权要约的购股权持有人进行支付：

1. 由新奥股份向计划股东发行 H 股；
2. 由新能香港向计划股东及有效接纳购股权要约的购股权持有人支付现金付款。

四、估值分析基准日

估值分析基准日为 2025 年 3 月 18 日。

五、估值分析依据

（一）经济行为依据

1. 《估值分析业务委托合同》。

（二）法律法规依据

1. 《上市公司重大资产重组管理办法》；
2. 其他与估值分析工作相关的法律法规。

（三）取价依据

1. 中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对新奥能源出具的中喜财审 2025S01780 号无保留意见审计报告；

2. 新百利融资有限公司对新奥股份出具的《H 股估值报告》；

3. 《新奥天然气股份有限公司重大资产购买暨关联交易预案》及《新奥天然气股份有限公司重大资产购买暨关联交易草案》；

4. iFinD 金融数据库；

5. 巨潮资讯网；

6. 上市公司年报及公开披露的信息；

7. 与本次估值分析相关的其他资料。

六、估值分析程序实施过程和情况

本次估值分析程序主要分四个阶段进行，主要估值分析过程如下：

（一）接受委托

与委托人洽谈，明确估值分析业务基本事项，对自身专业胜任能力、独立性和业务风险进行综合分析和评价，签订估值分析委托合同；确定项目负责人，组成估值分析项目组，编制估值分析计划；指导被估值分析单位准备估值分析所需资料。

（二）收集估值分析资料阶段

根据此次估值分析业务的具体情况，从各种可能的途径获取估值分析资料，搜集可以参考对比的上市公司和交易案例等资料。

（三）估值分析阶段

估值分析人员对收集的估值分析资料进行必要的分析、整理；根据估值分析资料收集情况等相关条件，选择适用的估值分析方法；根据所采用的估值分析方法，选取相应的公式和参数进行分析、计算和判断，形成合理估值分析结论。

（四）编制和提交估值分析报告阶段

根据相关规定和估值机构内部质量控制制度，对估值分析报告进行必要的内部审核；与新奥股份或者委托人许可的相关当事方就估值分析报告有关内容进行必要沟通；按估值分析委托合同的要求向新奥股份提交正式估值分析报告。

七、估值分析假设

在估值分析过程中，我们所依据和使用的估值分析假设是估值分析工作的基本前提，同时提请估值分析报告使用人关注估值分析假设内容，以正确理解和使用估值分析结论。

（一）一般假设

1. 交易假设

交易假设是假定所有待估值分析资产已经处在交易的过程中，估值分析专业人员根据待估值分析资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是估值分析得以进行的一个最基本的前提假设。

2. 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。

3. 持续经营假设

持续经营在本报告中是指新奥能源的生产经营活动会按其现状持续下去，并在可预见的未来不会发生重大改变。

（二）特殊假设

1. 本次估值分析以本估值分析报告所列明的特定估值分析目的为基本假设前提。

2. 无重大变化假设：是假定国家现行的有关法律法规、国家宏观经济形势无重大变化，利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等外部经济环境不会发生不可预见的重大变化。

3. 无不利影响假设：是假定无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对被估值分析单位的经营造成重大不利影响。

4. 方向一致假设：是假定被估值分析单位在现有的管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前方向保持一致，不考虑未来可能由于管理层、经营策略调整等情况导致的经营能力变化。

5. 数据真实假设：是假定估值分析人员所依据的可比公司的财务报告、交易数据等均真实可靠。被估值分析单位和委托人提供的相关资料真实、准确、完整。

6. 市场法所选取的可比上市公司的案例，其股票的市场交易是正常有序的，交易价格并未受到非市场化的操控。

当出现与前述假设条件不一致的事项发生时，本估值分析结果一般会失效。

八、估值分析方法及分析计算过程

（一）估值分析方法的选择

从并购交易的实践操作来看，一般可以通过上市公司比较法、交易案例比较法、现金流折现法等方法进行交易价格合理性分析。

上市公司比较法是根据标的公司的特点，选取与其相同行业的可比上市公司，以可比公司的估值指标作为参考，其核心思想是利用二级市场的估值情况对本次交易定价进行分析。

交易案例比较法是选取与标的公司同行业、在本次交易前一段合适时期内被投资、并购的公司，以其融资或并购交易的定价依据作为参考，对本次交易定价进行分析。

现金流折现法为收益法的一种。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估值方法。收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流



量折现法。股利折现法是将预期股利进行折现以确定估值对象价值的具体方法，通常适用于缺乏控制权的股东部分权益价值估值；现金流量折现法通常包括企业自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型。估值人员应当根据被估值单位所处行业、经营模式、资本结构、发展趋势等，恰当选择现金流折现模型。

以上三种方法的优点、缺点以及适用性如下所述：

上市公司比较法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括行业趋势、业务风险、发展速度、盈利能力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，较难对可比公司业务、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。

交易案例比较法的优点在于，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，如何选取相对可比的交易、如何根据相关公司最新经营情况选取适当的参数并进行估值比较具有一定的难度。

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的假设且较敏感，行业的波动性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。鉴于本次交易采用协议安排方式，在交易完成之前，受上市公司监管及商业保密限制不能提供详细的未来盈利及现金流预测，因此本次交易未进行盈利及现金流预测，现金流折现法不适用。

此外，根据本次估值目的，新奥股份将使用新发行 H 股及现金作为交易对价私有化新奥能源，属于换股私有化交易，可以参考香港联交所历史已完成的换股私有化交易，对比分析本次交易隐含溢价率的合理性及公允性，即香港上市公司私有化交易溢价率分析法。

综上所述，《估值分析报告》结合本次交易的实际情况，将选用上市公司比较法、交易案例比较法、香港上市公司私有化交易溢价率分析法三种方法，对本次交易定价的合理性予以考察和分析。

（二）上市公司比较法

新奥能源为投资控股公司，是一家香港上市公司，主要在中国境内从事投资、建设、经营及管理燃气管道基础设施、销售管道燃气、液化天然气及其他多品类清洁能源产品。新奥能源主要业务可以分为天然气业务、泛能业务和智家业务。



本次交易为 A 股上市公司新奥股份购买港股上市公司新奥能源的股权，估值分析需要兼顾两地资本市场情况，为平衡考量买方及卖方市场对于同行业公司的估值水平，因此可比公司选择港股和 A 股上市的、主营业务与被估值单位相似的公司作为可比公司。

1. 选择可比公司

(1) 港股可比公司：

本次估值分析中港股可比公司选取主要遵循如下原则：（1）港股上市公司；（2）港股恒生行业分类属于公共事业-燃气供应行业，且与新奥能源主营业务相似，（3）同时符合下列条件：

- A. 主营业务中燃气供应、接驳等业务收入比例接近 50%或以上；
- B. 市值不低于 50 亿元人民币；
- C. 估值指标合理，即剔除估值指标显著离群（如 P/E 大于 30）的公司；
- D. 上市时间不低于 3 年；
- E. 资产规模不小于 50 亿元人民币；
- F. 最近二期经营利润为盈利的公司。

通过上述选取过程，选取了6家符合条件的公司作为港股可比上市公司（代表符合上述标准的全部港股可比上市公司），分别为香港中华煤气、昆仑能源、华润燃气、中国燃气、北京控股和港华智慧能源，具体如下：

证券代码	证券简称	首发上市时间
0003.HK	香港中华煤气	1960-12-31
0135.HK	昆仑能源	1973-03-13
1193.HK	华润燃气	1994-11-07
0384.HK	中国燃气	1995-10-20
0392.HK	北京控股	1997-05-29
1083.HK	港华智慧能源	2005-12-08

(2) A 股可比公司：

本次估值分析中 A 股可比公司选取主要遵循如下原则：（1）A 股上市公司；（2）申银万国行业分类属于公用事业-燃气 II 行业，且与新奥能源主营业务相似；（3）同时符合下列条件：

- A. 主营业务中燃气供应、接驳等业务收入比例接近 50%或以上；
- B. 市值不低于 50 亿元人民币；



- C. 估值指标合理，即剔除估值指标显著离群（如 P/E 大于 30）的公司；
- D. 上市时间不低于 3 年；
- E. 资产规模不小于 50 亿元人民币；
- F. 最近二期经营利润为盈利的公司。

通过上述选取过程，选取了 5 家符合条件的公司作为 A 股可比上市公司（代表符合上述标准的全部 A 股可比上市公司），分别为深圳燃气、佛燃能源、重庆燃气、成都燃气和蓝天燃气，具体如下：

证券代码	证券简称	首发上市时间
601139.SH	深圳燃气	2009-12-25
002911.SZ	佛燃能源	2017-11-22
600917.SH	重庆燃气	2014-09-30
603053.SH	成都燃气	2019-12-17
605368.SH	蓝天燃气	2021-01-29

2. 可比公司基本情况

(1) 香港中华煤气

公司名称：香港中华煤气有限公司

股票代码：0003.HK

首发上市日期：1960年12月31日

2025年3月18日总股本：18,659,870,098股

主营业务：集团主要于中国香港及中国内地从事燃气生产、输送与销售、供水、可再生能源业务，以及经营新兴能源业务。

(2) 昆仑能源

公司名称：昆仑能源有限公司

股票代码：0135.HK

首发上市日期：1973年3月13日

2025年3月18日总股本：8,658,801,708股

主营业务：主要业务为于中国销售天然气、LNG 加工、液化石油气及 LNG 加工及接收站业务，以及于中国、哈萨克斯坦共和国、阿曼苏丹国、秘鲁共和国及泰国勘探及生产原油及天然气。

(3) 华润燃气

公司名称：华润燃气控股有限公司



股票代码：1193.HK

首发上市日期：1994年11月7日

2025年3月18日总股本：2,314,012,871股

主营业务：主要经营业务包括天然气购买及销售、管道设施建设及运营、综合服务、冷热电综合能源、车船用气等。

(4) 中国燃气

公司名称：中国燃气控股有限公司

股票代码：0384.HK

首发上市日期：1995年10月20日

2025年3月18日总股本：5,448,152,741股

主营业务：主要于中国从事天然气业务、液化石油气业务、增值服务及综合能源业务。

(5) 北京控股

公司名称：北京控股有限公司

股票代码：0392.HK

首发上市日期：1997年5月29日

2025年3月18日总股本：1,258,003,268股

主营业务：集团的主要业务包括天然气下游分销和中游输送业务、水务业务、环境业务及啤酒业务。

(6) 深圳燃气

公司名称：深圳市燃气集团股份有限公司

股票代码：601139.SH

首发上市日期：2009年12月25日

2025年3月18日总股本：2,876,740,144股

主营业务：主要从事城市燃气、燃气资源、综合能源、智慧服务业务。

(7) 佛燃能源

公司名称：佛燃能源集团股份有限公司

股票代码：002911.SZ

首发上市日期：2017年11月22日

2025年3月18日总股本：1,297,501,261股



主营业务：城市燃气业务、新能源业务、科技研发与装备制造业务、供应链业务、延伸业务。

(8) 港华智慧能源

公司名称：港华智慧能源有限公司

股票代码：1083.HK

首发上市日期：2005年12月8日

2025年3月18日总股本：3,480,651,937股

主营业务：主要在中国销售管道燃气及其他能源、燃气管网建设、销售炉具与相关产品及其他增值服务和可再生能源服务。

(9) 重庆燃气

公司名称：重庆燃气集团股份有限公司

股票代码：600917.SH

首发上市日期：2014年9月30日

2025年3月18日总股本：1,571,340,000股

主营业务：主营业务为重庆市管道燃气供应及燃气设施、设备的安装服务，综合服务，综合能源等。

(10) 成都燃气

公司名称：成都燃气集团股份有限公司

股票代码：603053.SH

首发上市日期：2019年12月17日

2025年3月18日总股本：888,890,000股

主营业务：公司主要从事城市燃气输配、销售，城市燃气工程施工、综合服务及综合能源等业务。

(11) 蓝天燃气

公司名称：河南蓝天燃气股份有限公司

股票代码：605368.SH

首发上市日期：2021年1月29日

2025年3月18日总股本：714,634,505股

主营业务：公司主要从事河南省内的管道天然气业务、城市燃气等业务。

3. 可比公司估值分析基准日市值及2024财年财务数据

可比公司估值分析基准日市值及2024财年财务数据如下：

证券代码	证券简称	币种	市值 ¹ (亿元)	2024 财年财务数据 (亿元)			
				总资产	归母净资产	总收入	归母净利润
0003.HK	香港中华煤气	港币	1,164.94	1,582.69	573.90	554.73	57.12
0135.HK	昆仑能源	人民币	618.26	1,433.90	651.49	1,870.46	59.60
1193.HK	华润燃气	港币	618.11	1,324.83	411.72	1,026.76	40.88
0384.HK	中国燃气 ²	港币	379.63	1,486.98	539.28	814.10	31.85
0392.HK	北京控股	人民币	317.52	2,097.52	848.81	840.64	51.23
601139.SH	深圳燃气 ³	人民币	189.25	-	-	-	14.57
002911.SZ	佛燃能源	人民币	146.34	193.11	84.25	315.89	8.53
1083.HK	港华智慧能源	港币	116.76	530.43	234.48	213.14	16.06
600917.SH	重庆燃气	人民币	89.25	110.75	56.95	101.62	3.83
603053.SH	成都燃气	人民币	81.79	81.99	46.74	52.74	4.89
605368.SH	蓝天燃气	人民币	75.01	62.16	36.14	47.55	5.03

数据来源：iFind 数据库、巨潮资讯网、公司财报和其他公开资料

注 1：市值=估值基准日（2025 年 3 月 18 日）前 20 个交易日（含当日）股票交易均价×总股本。若涉及汇率换算则采用参考汇率，即中国人民银行公布的 2025 年 3 月 18 日银行间外汇市场人民币汇率中间价，1 港元对人民币 0.92323 元

注 2：中国燃气取 2023/24 财年数据，即 2023 年 4 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日

注 3：深圳燃气归母净利润取 2024 年度业绩快报 14.57 亿元

4. 估值指标选取分析

常用的估值指标主要包括市盈率（P/E）、企业价值比率（EV/EBITDA）、市净率（P/B）、市销率（P/S）等，以上估值指标的利弊比较及是否适用于标的公司如下表所示：

估值指标	优点	缺点	是否适合标的公司及原因
市盈率P/E	1、以每股收益来衡量盈利能力，是较为常见决定投资价值的因素； 2、市盈率指标在投资领域被广泛使用；	1、每股收益可以为负数，将使得市盈率失去意义； 2、净利润波动较为剧烈，且受多种因素影响，导致市盈率指标不稳定； 3、净利润容易被管理层操纵。	适合。 近年来标的公司盈利水平稳定，适合使用 P/E 与可比公司进行横向比较。

估值指标	优点	缺点	是否适合标的公司及原因
	3、实证研究显示市盈率差异与长期平均股票回报差异具有显著关联关系。		
企业价值比率 EV/EBITDA	1、企业价值比率指标对于计算财务杠杆差异较大的公司具有帮助； 2、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； 3、息税折旧摊销前利润通常为正。	1、公司自由现金流量比息税折旧摊销前利润在估值理论上更加相关，因此企业价值比率的准确性取决于息税折旧摊销前利润对自由现金流的稀释程度； 2、如果短期内净运营资本持续积累或资本支出大量增加，则会导致息税折旧摊销前利润高估自由现金流，降低企业价值比率的准确性； 3、如果期间出现营运相关的较大额非经常性损益或非现金支出，则会导致息税折旧摊销前利润低估自由现金流，降低企业价值比率的准确性。	不适合。 EV/EBITDA侧重于衡量企业价值，本次交易主要评价股权价值，适用性较弱。
市净率P/B	1、对于实体性资产较多且资产账面价值能可靠计量的行业，例如资源类、制造业、金融类企业等，市净率较为适用； 2、净资产为累计数值且通常为正值，因此当市盈率指标失效时往往市净率指标仍可使用； 3、每股净资产比每股收益更加稳定，因此当每股收益剧烈波动时市净率指标往往更加有用； 4、实证研究显示市净率对于解释长期股票回报差异时具有帮助。	1、当公司具有显著规模差异时市净率可能具有误导性； 2、会计政策差异可能导致股东运用市净率对于公司真实投资价值的判断错误； 3、通货膨胀和技术变革可能导致资产的账面价值与公允价值之间差异显著。	不适合。 标的公司处于燃气行业，属于强现金流行业，P/B不能有效反映企业的盈利能力。
市销率P/S	1、市销率对于经营亏损的公司依旧适用； 2、与每股收益和账面价值不同，销售收入往往难以被操纵或扭曲； 3、实证研究显示市销率的差异与长期平均股票回报差异显	1、高额的销售收入并不意味着高额的营业利润，因此市销率并不反映不同公司之间的成本结构差异； 2、尽管不像利润那样容易被扭曲，但销售收入的确认方式仍可能扭曲销售预测。	不适合。 由于各家公司的成本结构不同，净利润率也各不相同，用市销率无法准确反映公司的盈利能力。

估值指标	优点	缺点	是否适合标的公司及原因
	著相关。		

综合上表分析，常用的估值指标中，P/E 是适合标的公司的估值指标。由于本次估值分析过程中不对标的公司进行任何的财务预测，因此选择历史指标较为合适。

5. 可比公司的价值比率情况

近年来标的公司盈利水平稳定，适合使用 P/E 与可比公司进行横向比较。根据相关分析计算，可比公司的 P/E 情况如下表所示：

证券代码	证券简称	币种	市值 P ¹ (亿元) (A)	2024 财年 归母净利润 E (亿元) (B)	市值对应 2024 财年 P/E ¹ (C=A/B)
0003.HK	香港中华煤气	港币	1,164.94	57.12	20.40x
0135.HK	昆仑能源	人民币	618.26	59.60	10.37x
1193.HK	华润燃气	港币	618.11	40.88	15.12x
0384.HK	中国燃气 ²	港币	379.63	31.85	11.92x
0392.HK	北京控股	人民币	317.52	51.23	6.20x
1083.HK	港华智慧能源	港币	116.76	16.06	7.27x
港股最大值					20.40x
港股最小值					6.20x
港股平均值					11.88x
港股中值					11.15x
601139.SH	深圳燃气 ³	人民币	189.25	14.57	12.99x
002911.SZ	佛燃能源	人民币	146.34	8.53	17.15x
600917.SH	重庆燃气	人民币	89.25	3.83	23.32x
603053.SH	成都燃气	人民币	81.79	4.89	16.73x
605368.SH	蓝天燃气	人民币	75.01	5.03	14.90x
A 股最大值					23.32x
A 股最小值					12.99x
A 股平均值					17.02x
A 股中值					16.73x
港股、A 股综合最大值					23.32x
港股、A 股综合最小值					6.20x
港股、A 股综合平均值					14.22x
港股、A 股综合中值					14.90x

数据来源：iFind 数据库、巨潮资讯网、公司财报和其他公开资料

注 1：市值=估值基准日（2025 年 3 月 18 日）前 20 个交易日（含当日）股票交

易均价×总股本。若涉及汇率换算则采用参考汇率，即中国人民银行公布的 2025 年 3 月 18 日银行间外汇市场人民币汇率中间价，1 港元对人民币 0.92323 元

注 2：中国燃气取 2023/24 财年数据，即 2023 年 4 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日

注 3：深圳燃气归母净利润取 2024 年度业绩快报 14.57 亿元

6. 上市公司比较法分析结果

(1) 本次交易 P/E 计算

根据新百利融资有限公司出具的《H 股估值报告》，以 2025 年 3 月 18 日为基准日，新奥股份 H 股的估值范围在人民币 14.95 元/股至人民币 19.86 元/股之间（相当于约 16.19 港元/股至 21.52 港元/股），中值为 18.86 港元/股。根据该估值范围的中值及基于计划股东将就注销的每股计划股份获得 2.9427 股新奥股份 H 股及 24.50 港元现金付款的情况，每股计划股份的新奥股份 H 股及现金付款的理论总价值约为 80.00 港元。相应地，基于 3.5 公告日新奥能源已发行 1,131,224,275 股股份计算，新奥能源全部已发行股本的理论估值约 904.97 亿港元（相当于约 835.43 亿元人民币）。

根据经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计的新奥能源的财务报告，新奥能源 2024 年实现的归属于母公司的净利润为 61.44 亿元。因此本次交易的 P/E 为 13.60x，相关指标如下表所示：

股权价值（亿元）（A）	归母净利润（亿元）（B）	P/E（C=A/B）
835.43	61.44	13.60x

(2) 按港股可比公司分析

港股可比公司 P/E 的平均值为 11.88x，中值为 11.15x，本次交易的 P/E 约为 13.60x，与港股可比公司的水平较为接近，处于合理区间内。

(3) 按 A 股可比公司分析

A 股可比公司 P/E 的平均值为 17.02x，中值为 16.73x，本次交易的 P/E 约为 13.60x，与 A 股可比公司的水平较为接近，处于合理区间内。

(4) 按港股、A 股可比公司综合分析

港股、A 股可比公司综合 P/E 的平均值为 14.22x，中值为 14.90x，本次交易的 P/E 约为 13.60x，与港股、A 股可比公司的综合水平较为接近，处于合理区间内。

综上，基于可比公司的分析情况，本次交易中新奥能源相关资产的交易作价具有



合理性与公允性。

(三) 交易案例比较法

1. 选择可比交易案例

根据新奥能源的经营范围及所处行业，本次估值分析中可比交易案例的选取遵循如下原则：

- A. 最近五年（2020年-2024年）内公告并完成的交易（包含签署转让协议的）；
- B. 标的公司为燃气行业，且与新奥能源业务范围相似；
- C. 可比交易行为为正常股权交易（即剔除拍卖、司法裁定等）；
- D. 交易价值可观（即5亿元以上）；
- E. 标的公司财务数据可获得；
- F. 估值指标合理，即剔除估值指标显著离群（如P/E大于30）的交易。

本报告选择出以下5项交易作为本次估值分析的可比交易案例，具体如下：

序号	公司名称	公司代码	标的公司	交易类型	交易公告时间	交易股比	交易规模（亿元）
1	华润燃气	1193.HK	合肥燃气集团有限公司	增资	2022/7	49%	46.34
2	中民燃气	871892.NQ	北京中民清洁能源有限公司	收购	2021/7	100%	10.78
3	珠海港	000507.SZ	天伦燃气（1600.HK）	收购	2021/6	11.96%	7.59 ¹
4	港华智慧能源	1083.HK	上海燃气有限公司	增资	2020/10	25%	47.00
5	水发燃气	603318.SH	山东美源辰能源有限公司	收购	2020/8	100%	5.52
			山东豪迈新能源有限公司	收购	2020/8	100%	5.42

数据来源：iFind 数据库、巨潮资讯网、公司公告和其他公开资料

注 1：采用中国人民银行公布的交易公告日（2021年6月8日）银行间外汇市场人民币汇率中间价换算，1港元对人民币 0.82367 元



2. 可比交易案例基本情况及估值分析指标计算

(1) 可比交易案例 1: 华润燃气子公司华润燃气投资(中国)有限公司投资认购合肥燃气集团有限公司 49.00% 股权

2022 年 7 月 13 日, 华润燃气控股有限公司(股票简称: 华润燃气, 股票代码: 1193.HK) 发布公告称, 公司间接全资附属公司华润燃气中国与合肥城建及合肥燃气订立增资协议, 华润燃气中国同意以向合肥燃气出资人民币 4,633,862,745.00 元的方式收购合肥燃气 49% 股权, 其中人民币 490,000,000.00 元将计入合肥燃气的注册资本, 而人民币 4,143,862,745.00 元则计入合肥燃气的资本储备。

合肥燃气集团有限公司, 为于中国注册成立的有限公司, 主要从事燃气生产、销售和管道输配; 市政公用工程、燃气工程、供暖工程及配套工程的设计、建设、安装、维修、服务、监理、咨询; 房屋建筑工程的监理及咨询; 机电设备安装, 装修装饰工程, 土方工程, 铆焊加工; 燃气器具制造经营; 燃气设备及智能安全家居产品销售与安装维修; 商务信息咨询; 教育信息咨询; 保险信息咨询; 能源项目建设、开发利用、运营管理; 汽车货物运输; 自有房产及设备租赁。

根据华润燃气公告的合肥燃气集团有限公司财务数据如下:

金额单位: 亿元人民币

项目	2021年度	2020年度
净资产	18.72	未披露
总利润	3.86	33.35
净利润	2.90	2.32

此次交易中, 合肥燃气投资前的股东全部权益价值为:

$$46.34/49% * (1-49%) = 48.23 \text{ 亿元人民币}$$

(2) 可比交易案例 2: 中民燃气收购北京中民清洁能源有限公司 100.00% 股权

2021 年 7 月 1 日北京中民道廷燃气股份有限公司(股票简称: 中民燃气, 股票代码: 871892.NQ) 发布重大资产重组报告书, 报告书称公司拟向交易对方北京中民燃气有限公司发行股份购买其持有的标的资产北京中民清洁能源有限公司 100% 的股权, 交易价格为 1,077,619,200.00 元。

北京中民清洁能源有限公司成立于 2015 年 8 月 25 日, 经营范围是燃气经营、投资管理和经济信息咨询。其主要业务在福建省安然燃气投资有限公司及其子公司, 主要系城市燃气管道的生产及运营。

福建省安然燃气投资有限公司成立于 1999 年 8 月, 注册资金 8.20 亿元, 主要业务

为城市燃气和增值业务，燃气管网总长 3,000 多公里，建设投产各类场站设施 100 余座，发展各类管道燃气用户（包括居民、工业、商业用户）150 余万户，服务人口数量逾 1,500 万，是福建省最具实力、辐射范围最广、覆盖人口最多、项目数量较多的专业管道燃气运营商和优质清洁能源供应商之一。现有下属公司分布在福州、宁德、南平、三明、龙岩、泉州、漳州等 30 个行政区域，并拥有管道燃气特许经营权。

根据中民燃气公告的北京中民清洁能源有限公司审计报告，财务数据如下：

金额单位：亿元人民币

项目	2020年度	2019年度
总资产	10.78	9.81
净资产	10.76	9.81
总利润	0.97	0.95
净利润	0.97	0.95

该交易于 2021 年 11 月 3 日完成，北京中民清洁能源有限公司投资前的股东全部权益价值为 10.78 亿元人民币。

(3) 可比交易案例 3：珠海港收购天伦燃气 11.96% 股权

2021 年 6 月 8 日珠海港股份有限公司（股票简称：珠海港，股票代码：000507.SZ）发布公告称，公司拟通过全资子公司珠海港香港发展有限公司，以协议受让方式，收购张瀛岑先生控制的天伦集团有限公司（以下简称“天伦集团”）或 KindEdge Limited 所持有的联交所主板上市公司—中国天伦燃气控股有限公司（股票简称：天伦燃气，股票代码：01600.HK）120,000,000 股股份，约占其总股本的 11.96%。本次收购天伦燃气的交易价格为 7.68 港元/股，交易金额为 92,160 万港元。

中国天伦燃气控股有限公司成立于 2010 年 5 月 20 日，为香港上市公司，经营范围：为投资控股公司，附属公司的主要业务是在中华人民共和国投资、经营及管理燃气管道接驳业务、燃气输送和销售业务、加气站建设与营运、及 LNG 生产与销售。天伦燃气主要在河南省经营城市燃气销售与接驳工程等业务，是国内较早运营城市燃气的民营企业之一，目前运营区域已经由河南拓展至吉林、甘肃、山东、广东和云南等全国主要省市，业务范围涵盖城市燃气运营、长输管线及工业直供业务、加气站运营、工程安装服务等，形成了较为完善的城市燃气产业链。截至 2020 年底，天伦燃气在全国 16 个省份运营 67 个城市燃气项目，51 座加气站及 1 个 LNG 工厂项目，共有 6 条已投入运营及在建的长输管线；2020 年全年总销气量 15.15 亿立方米，累计接驳用户约 420 万户。

根据天伦燃气公告的年报，财务数据如下：

金额单位：亿元人民币

项目	2020年度	2019年度
总资产	129.18	119.39
净资产	49.80	41.87
总利润	14.18	11.27
净利润	10.64	8.13
归母净利润	10.44	7.89

该交易于 2021 年 7 月 15 日完成，天伦燃气投资前的股东全部权益价值为：

$$9.216 / (120,000,000 / 1,003,615,108) = 77.08 \text{ 亿港元}$$

根据中国人民银行公布的 2021 年 6 月 8 日银行间外汇市场人民币汇率中间价换算，1 港元对人民币 0.82367 元，投资前的股东全部权益价值为：

$$77.08 * 0.82367 = 63.49 \text{ 亿元人民币}$$

(4) 可比交易案例 4：港华燃气认购上海燃气有限公司 25% 股权

2020 年 10 月 27 日，港华燃气有限公司（股票简称：港华燃气，股票代码：1083.SH）发布公告称，港华燃气同意以出资人民币 4,700,000,000 元（相当于约 5,362,230,000 港元）的方式增加上海燃气的注册资本及资本公积。于交割后，港华燃气持有上海燃气的 25% 股权。

2018 年 12 月，上海燃气（集团）有限公司为对公司经营的业务板块实施结构化调整，优化公司资源配置，同意采用存续分立方式，将上海燃气（集团）有限公司分立为两家有限责任公司，其中新立公司为上海燃气有限公司（简称“上海燃气”），社会统一信用代码 91310115MA1K49935Q，注册资本为人民币 100,000.00 万元，由申能（集团）有限公司 100% 持股；公司法定代表人为王者洪先生。上海燃气经营期限至 2043 年 12 月，注册地址为上海市浦东新区陆家嘴环路 958 号 1009 室，经营范围为燃气经营，燃气基础设施建设、运营及管理，燃气设备、燃气用具、施工材料的销售，质检技术服务、从事能源技术领域内的技术开发、技术资产、技术服务、技术转让，从事货物及技术的进出口业务。

根据港华燃气的公告，上海燃气 2019 年度财务数据如下：

金额单位：亿元人民币

项目	2019年度
总资产	169.75
净资产	57.66
总利润	7.35

净利润	6.20
归母净利润	6.42

该交易于 2021 年 7 月 12 日完成，上海燃气投资前的股东全部权益价值为：

$47.00/25% \times (1-25%) = 141.00$ 亿元人民币

(5) 可比交易案例 5：水发燃气收购山东美源辰能源有限公司 100%股权及山东豪迈新能源有限公司 100%股权

2020 年 8 月 18 日，大连派思燃气系统股份有限公司（股票简称：派思股份，股票代码：603318.SH）（现已更名为水发派思燃气股份有限公司，股票简称：水发燃气）发布重大资产购买报告书（草案），报告书称实施重大资产重组行为，交易标的资产为山东美源辰能源有限公司（简称“美源辰能源”）100%股权、山东豪迈新能源有限公司（简称“豪迈新能源”）100%股权，两公司均为持股型公司，分别持有目标公司淄博绿周能源有限公司（简称“绿周能源”）80%股权、高密豪佳燃气有限公司（简称“豪佳燃气”）80%股权。本次交易完成后，美源辰能源及豪迈新能源将成为上海派思的全资子公司，派思股份将通过上海派思、美源辰能源及豪迈新能源间接控制绿周能源及豪佳燃气。

山东美源辰能源有限公司成立于 2020 年 4 月 20 日，经营范围为新能源、电子设备的技术开发、技术咨询、技术服务、技术推广、技术转让；企业管理咨询；市政公用工程施工总承包；工程项目管理；招投标代理；房屋租赁；土地租赁；机械设备的销售、租赁。美源辰能源于报告期内无实际业务，主要持有目标公司绿周能源 80%股权。

淄博绿周能源有限公司成立于 2020 年 2 月 14 日，经营范围为：天然气管道输送、销售（不含危险、监控及易制毒化学品）；压缩天然气（CNG）、液化天然气（LNG）销售；天然气利用技术开发；城市天然气管网及设施运营；燃气器具、输气设备销售；燃气设备租赁（未经金融监管部门批准，不得从事吸收存款、融资担保、代客理财等金融业务）；企业管理咨询；经济信息咨询；管道安装工程施工。绿周能源主要产品及服务为天然气销售业务、燃气接驳业务。天然气销售业务服务对象主要包括工业用户、商业用户、居民用户、分销客户；燃气接驳业务服务对象除上述用户外还包括房地产公司及乡镇政府部门。

山东豪迈新能源有限公司成立于 2020 年 4 月 22 日，经营范围：燃气设备、新能源产品、电子产品的技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让；市场技术推广；企业管理咨询；市政工程施工总承包；工程项目管理；招投标代理。豪迈新能源于报告期内无实际业务，主要持有目标公司豪佳燃气 80%股权。



高密豪佳燃气有限公司成立于2010年5月28日，经营范围：管道天然气（有效期限以《燃气经营许可证》为准）。销售燃气器具。

豪佳燃气运营模式是通过城市管网将天然气分销到各终端用户，主要业务包括天然气销售业务和燃气接驳业务。豪佳燃气天然气销售业务主要包括公司所属门站接收上游气源，经过加臭、过滤、计量和调压后通过城市天然气管网输配到各用气区域，根据用户类别进行再次调压，形成可供直接使用的燃气。豪佳燃气供应的城市燃气覆盖工业、商业、居民、CNG加气站等。豪佳燃气的燃气接驳业务主要指根据不同类别用户特点进行燃气设施、设备的设计及安装，并向用户收取相应的安装费及燃气设施建设费。除燃气入户安装业务外，豪佳燃气也为用户提供燃气设施设备改造、户内改管、表灶具安装等服务。燃气接驳业务一般由用户提出申请，工程技术部门进行现场勘查、方案设计、拟定施工方案及预算，客户同意后签订合同。合同签订后进行现场施工和监督管理。施工完成后，由建设单位、施工单位和监理单位进行联合验收，验收合格后进行开栓通气。

根据水发燃气公告的美源辰能源财务数据如下：

金额单位：亿元人民币

项目	2019年度	2018年度
总资产	1.40	1.25
净资产	0.76	0.54
总利润	0.60	0.29
净利润	0.45	0.22
归母净利润	0.36	0.17

根据水发燃气公告的豪迈新能源财务数据如下：

金额单位：亿元人民币

项目	2019年度	2018年度
总资产	1.11	1.19
净资产	0.76	0.70
总利润	0.57	0.40
净利润	0.43	0.30
归母净利润	0.34	0.24

该交易于2020年10月21日完成，美源辰能源投资前的股东全部权益价值为5.52亿元人民币，迈新能源投资前的股东全部权益价值为5.42亿元人民币。

3. 可比交易案例的价值比率情况

根据相关分析计算，可比交易案例的P/E情况如下表所示：

序号	公司名称	标的公司	交易公告时间	交易股比	交易规模 (亿元)	投前交易估值 (亿元) (A)	标的公司净利润 ¹ (亿元) (B)	P/E (C=A/B)
1	华润燃气	合肥燃气集团有限公司	2022/7	49%	46.34	48.23	2.90 ²	16.65x
2	中民燃气	北京中民清洁能源有限公司	2021/7	100%	10.78	10.78	0.97 ²	11.10x
3	珠海港	天伦燃气	2021/6	11.96%	7.59 ³	63.49 ³	10.44	6.08x
4	港华智慧能源	上海燃气有限公司	2020/10	25%	47.00	141.00	6.42	21.96x
5	水发燃气	山东美源辰能源有限公司	2020/8	100%	5.52	5.52	0.36	15.27x
		山东豪迈新能源有限公司	2020/8	100%	5.42	5.42	0.34	15.91x
最大值								21.96x
最小值								6.08x
平均值								14.50x
中值								15.59x

数据来源：iFind 数据库、巨潮资讯网、公司公告和其他公开资料

注 1：取交易公告前一会计年度标的公司财务数据

注 2：归母净利润数据未披露，取净利润

注 3：采用中国人民银行公布的交易公告日（2021 年 6 月 8 日）银行间外汇市场人民币汇率中间价换算，1 港元对人民币 0.82367 元

4. 交易案例比较法分析结果

根据可比交易案例的分析情况，P/E 的平均值为 14.50x，中值为 15.59x。按照理论总价值，本次交易的 P/E 约为 13.60x，与可比交易案例的水平较为接近，处于合理区间内。

综上，基于可比交易案例的分析情况，本次交易中新奥能源相关资产的交易作价具有合理性与公允性。

（四）香港上市公司私有化交易溢价率分析法

本次交易双方均为上市公司，新奥股份为 A 股上市公司，新奥能源为港股上

上市公司，截至估值分析报告出具日，上市公司均在二级市场上正常交易，有交易价格可查询，考虑本次交易的目的是新奥股份拟私有化新奥能源，私有化后新奥股份将获得新奥能源的全部股权，预计获得全部股权需要一定的溢价。

私有化交易对价一般可采用现金或者换股两种支付方式，根据本次交易方案，新奥股份将使用新发行 H 股及现金作为交易对价私有化新奥能源，属于换股私有化交易。

1. 选择可比香港上市公司私有化交易

本次估值分析中选取可比的香港上市公司私有化交易遵循如下原则：

- A. 标的公司为香港上市公司；
- B. 2014 年以来至 3.5 公告之日公告的；
- C. 交易规模 10 亿美元以上的；
- D. 不含现金选择权的换股私有化交易。

本报告依据上述筛选条件，选择出以下 6 宗交易作为本次估值分析的香港上市公司私有化交易案例，以对比分析本次交易隐含溢价率的合理性及公允性。以下换股私有化交易代表符合上述限制条件下基于香港联交所网站查询可获得的全口径交易列表。具体如下：

公告时间	股票代码	股票简称	收购方
2024/10	6837.HK	海通证券	国泰君安
2020/7	1169.HK	海尔电器	海尔智家
2020/2	0020.HK	会德丰 ¹	Admiral Power Holdings Limited
2017/9	1893.HK	中材股份	中国建材
2015/1	0013.HK	和记黄埔	长江实业
2014/12	6199.HK	中国北车	中国南车

注1：会德丰的股份对价为以实物分派特别股息，特别股息在法院会议裁决后派付

2. 可比香港上市公司私有化交易基本情况

(1) 国泰君安私有化海通证券

2024年10月9日，国泰君安和海通证券发布联合公告称，两家证券公司拟议换股合并，合并后海通证券将退市，公告中称海通证券H股的换股价为每股港币4.79元。

(2) 海尔智家私有化海尔电器

2020年7月31日，海尔智家和海尔电器发布联合公告，公告称海尔智家以协议

安排的方式将海尔电器私有化，交易完成后海尔电器将退市。

公告中称海尔智家H股以及私有化方案下的现金付款的理论总价值约等于每股计划股份31.51港元。该交易总规模为562.69亿港币。

(3) Admiral Power Holdings Limited私有化会德丰

2020年2月27日，要约人Admiral Power Holdings Limited和会德丰联合发布公告，公告称，Admiral Power Holdings Limited以协议安排的方式私有化会德丰，交易完成后会德丰将退市。公告中称本次交易换股价为71.90港元。

(4) 中国建材私有化中材股份

2017年9月8日，中国建材和中材股份发布联合公告，公告称中国建材吸收合并中材股份。换股比例为按每一股中材股份换取0.85股中国建材股份。根据每股中国建材股份H股于最后交易日在联交所的收市价5.02港元计算，中材股份的换股价为4.268港元。该交易总规模为152.39亿港元。

(5) 长江实业私有化和记黄埔

2015年1月9日，长江实业和和记黄埔联合发布公告，公告称长江实业私有化和记黄埔。换股比例为每持有一股和记黄埔计划股份换0.684股长和股份，基于最后交易日长和股份股价计算的换股价格为86.1156港元。该交易总规模为550.00亿港元。

(6) 中国南车私有化中国北车

2014年12月31日，中国南车和中国北车发布联合公告，公告称中国南车合并中国北车。换股比例为每1股中国北车A股可以换取1.10股中国南车将发行的中国南车A股，每1股中国北车H股可以换取1.10股中国南车将发行的中国南车H股。基于中国南车H股于最后交易日在香港联交所的收市价7.89元，中国北车的换股价格为8.679港元。

3. 香港上市公司私有化交易的溢价率计算方法

(1) 可比香港上市公司私有化交易

溢价率计算以海尔智家收购海尔电器为例，通过计算要约换股价较公告前1个交易日、前30个交易日、前60个交易日、前90个交易日平均收盘价的溢价情况进行说明。海尔智家收购海尔电器溢价率具体如下：

金额单位：港元

日期	平均收盘价 (A)	换股价 (B)	溢价率 (C= (B-A) /A*100)
前1个交易日	21.8500	31.51	44.21%

前30个交易日	22.0883	31.51	42.65%
前60个交易日	21.4900	31.51	46.63%
前90个交易日	20.8150	31.51	51.38%

注：平均收盘价依据iFinD数据库

(2) 本次交易溢价率计算

根据新百利融资有限公司出具的《H股估值报告》，以2025年3月18日为基准日，新奥股份H股的估值范围在人民币14.95元/股至人民币19.86元/股之间（相当于约16.19港元/股至21.52港元/股），中值为18.86港元/股。根据该估值范围的中值及基于计划股东将就注销的每股计划股份获得2.9427股新奥股份H股及24.50港元现金付款的情况，每股计划股份的新奥股份H股及现金付款的理论总价值约为80.00港元。

本次交易，新奥股份H股及现金付款的理论总价值80.00港元较公告前1个交易日、前30个交易日、前60个交易日、前90个交易日平均收盘价的溢价率计算如下：

日期	平均收盘价（港元） (A)	换股价理论价值 (港元) (B)	溢价率 $(C = (B - A) / A * 100)$
前1交易日	59.4500	80.00	34.57%
前30交易日	53.3367	80.00	49.99%
前60交易日	53.7250	80.00	48.91%
前90交易日	53.7589	80.00	48.81%

4. 可比香港上市公司私有化交易的溢价率情况

根据相关分析计算，可比香港上市公司私有化交易的溢价率情况如下表所示：

公告时间	股票代码	股票简称	要约价较公告前1个交易日平均收盘价溢价率 ¹	要约价较公告前30个交易日平均收盘价溢价率 ¹	要约价较公告前60个交易日平均收盘价溢价率 ¹	要约价较公告前90个交易日平均收盘价溢价率 ¹
2024/10	6837.HK	海通证券	32.06%	38.27%	35.30%	31.29%
2020/7	1169.HK	海尔电器	44.21%	42.65%	46.63%	51.38%
2020/2	0020.HK	会德丰 ²	52.17%	45.20%	43.87%	45.90%
2017/9	1893.HK	中材股份	19.19%	31.18%	44.86%	52.96%
2015/1	0013.HK	和记黄埔	-1.30%	-6.05%	-8.89%	-10.51%
2014/12	6199.HK	中国北车	13.30%	23.85%	26.67%	33.58%
最大值			52.17%	45.20%	46.63%	52.96%
最小值			-1.30%	-6.05%	-8.89%	-10.51%

数据来源：iFind数据库

注1：测算基准日为相关市场案例3.5公告中的最后交易日，溢价率基于理论要约价格相较于平均收盘价（不复权）的增幅，若与市场公告存在差异应属于尾差及前述测算公式细微差异所致

注2：会德丰的股份对价为以实物分派特别股息，特别股息在法院会议裁决后派付

4. 香港上市公司私有化交易的溢价率分析结果

6家香港上市公司私有化价格相比首次公告前1个交易日平均收盘价的溢价率最大值为52.17%、最小值为-1.30%；相比首次公告前30个交易日平均收盘价的溢价率最大值为45.20%、最小值为-6.05%；相比首次公告前60个交易日平均收盘价的溢价率最大值为46.63%、最小值为-8.89%；相比首次公告前90个交易日平均收盘价的溢价率最大值为 52.96%、最小值为-10.51%。

根据新百利融资有限公司出具的《H股估值报告》，以2025年3月18日为基准日，新奥股份H股的估值范围中值为18.86港元。根据该估值范围的中值及基于计划股东将就注销的每股计划股份获得2.9427股新奥股份H股及24.50港元现金付款的情况，每股计划股份的新奥股份H股及现金付款的理论总价值约为80.00港元。新奥能源私有化价格相比首次公告前1个交易日平均收盘价的溢价率为34.57%，相比前30个交易日平均收盘价的溢价率为49.99%，相比前60个交易日平均收盘价的溢价率为48.91%，相比前90个交易日平均收盘价的溢价率为48.81%，与香港上市公司私有化交易的溢价率较为接近。

综上，基于可比香港上市公司私有化交易的溢价率情况，本次交易中新奥能源相关资产的交易作价具有合理性与公允性。

九、估值分析结论

基于前述分析，本报告选用上市公司比较法、交易案例比较法、香港上市公司私有化交易溢价率分析法三种方法，对本次交易定价的公允性及合理性予以分析，具体结果如下：

（一）上市公司比较法估值分析结果

（1）按港股可比公司分析

港股可比公司P/E的平均值为11.88x，中值为11.15x，本次交易的P/E约为13.60x，与港股可比公司的水平较为接近，处于合理区间内。



(2) 按A股可比公司分析

A股可比公司P/E的平均值为17.02x,中值为16.73x,本次交易的P/E约为13.60x,与A股可比公司的水平较为接近,处于合理区间内。

(3) 按港股、A股可比公司综合分析

港股、A股可比公司综合P/E的平均值为14.22x,中值为14.90x,本次交易的P/E约为13.60x,与港股、A股可比公司的综合水平较为接近,处于合理区间内。

(二) 交易案例比较法估值分析结果

根据可比交易案例的分析情况可知,可比交易案例P/E的平均值14.50x,中值为15.59x,本次交易的P/E约为13.60x,与可比交易案例水平较为接近,处于合理区间内。

(三) 香港上市公司私有化交易溢价率分析法估值分析结果

6家香港上市公司私有化价格相比首次公告前1个交易日平均收盘价的溢价率最大值为52.17%、最小值为-1.30%;相比首次公告前30个交易日平均收盘价的溢价率最大值为45.20%、最小值为-6.05%;相比首次公告前60个交易日平均收盘价的溢价率最大值为46.63%、最小值为-8.89%;相比首次公告前90个交易日平均收盘价的溢价率最大值为52.96%、最小值为-10.51%;新奥能源私有化价格相比首次公告前1个交易日平均收盘价的溢价率为34.57%,相比前30个交易日平均收盘价的溢价率为49.99%,相比前60个交易日平均收盘价的溢价率为48.91%,相比前90个交易日平均收盘价的溢价率为48.81%,与香港上市公司私有化交易的溢价率较为接近。

(四) 本次要约收购价格的公允性

基于上述估值分析,本报告选用上市公司比较法、交易案例比较法、香港上市公司私有化交易溢价率分析法三种方法,对本次交易中对新奥能源的收购定价进行了分析,认为其收购价格位于本次估值分析的合理区间内,新奥股份拟收购新奥能源的要约收购价格公允、合理,不存在损害新奥股份及其股东利益的情况。

十、特别事项说明

以下事项并非本公司估值分析人员执业水平和能力所能评定和估算,但该事项确实可能影响估值分析结论,提请本估值分析报告使用者对此应特别关注:

(一)本次估值分析报告引用的被估值单位财务数据依据中喜会计师事务所(特殊普通合伙)对新奥能源出具的中喜财审2025S01780号无保留意见审计报告。



(二) 本估值分析报告结论仅基于在委托合同约定的工作范围内,对委托合同相关当事方提供的被估值单位资料进行阅读、分析,并采用通行的估值模型进行测算,尽管我们的工作涉及对被估值单位财务会计信息的分析,但基于本次估值分析目的,除本报告另有说明外,我们未对本估值分析报告涉及的历史财务信息及其他信息进行全面核查验证,本估值分析报告不对相关当事方提供的被估值单位资料的可靠性、真实性发表任何意见。

(三) 报告未对标的公司及其子公司、分支机构的业务、运营、财务状况进行全面分析,亦未对标的公司未来财务、业务或其他方面的发展前景发表任何意见。

(四) 本报告估值分析目的是为本次私有化收购的定价进行公允性及合理性分析,并非为《中华人民共和国资产评估法》中定义的资产评估报告,亦未根据中国资产评估准则进行编写,特提请报告使用者关注。

(五) 本报告中的观点不构成对任何第三方的建议、推荐和补偿。我们的观点基于财务分析,未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素考虑在内,仅用于委托人本次估值分析目的。本报告也不对收购完成或失败后被估值单位的股权做出任何评价。

(六) 本次估值分析中,我们在 iFinD 中寻找的有关对比公司的财务报告和交易数据。我们的估算工作在很大程度上依赖上述财务报表数据和交易数据,我们假定上述财务报表数据和有关交易数据均真实可靠。我们估算依赖该等财务报表中数据的事实并不代表我们表达任何我们对该财务资料的正确性和完整性的任何保证,也不表达我们保证该等资料没有其他要求与我们使用该数据有冲突。

估值分析报告使用者应关注上述特别事项对估值分析结论的影响。

十一、估值分析报告使用限制说明

(一) 本估值分析报告只能由估值分析委托合同中载明的估值分析报告使用者使用,且只能用于估值分析委托合同中载明的估值分析目的和用途。

(二) 委托人或者其他估值分析报告使用人未按照法律、行政法规规定和估值分析报告载明的使用范围使用估值分析报告的,估值机构及其估值分析师不承担责任;

(三) 除委托人、估值分析委托合同中约定的其他估值分析报告使用人和法律、行政法规规定的估值分析报告使用人之外,其他任何机构和个人不能成为估值分析报告的使用人;

(四) 估值分析报告使用人应当正确理解估值分析结论, 估值分析结论不等同于估值分析对象可实现价格, 估值分析结论不应当被认为是对估值分析对象可实现价格的保证。

(五) 本估值分析报告的全部或者部分内容被摘抄、引用或者被披露于公开媒体, 需估值机构审阅相关内容, 未经估值机构审阅相关内容, 估值分析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。

(六) 本估值分析报告经估值人员签名、估值机构盖章后方可使用;

(七) 本机构在报告中发表的意见均基于截至 2025 年 3 月 18 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。

(八) 本估值分析结论的使用有效期为自估值分析基准日起一年, 即从 2025 年 3 月 18 日起至 2026 年 3 月 17 日的期限内有效。如果资产状况、市场状况与估值分析基准日相关状况相比发生重大变化, 委托人应当委托估值机构执行估值分析更新业务或重新估值分析。

十二、估值分析报告日

本估值分析报告正式提出日期为2025年4月25日, 为估值分析结论形成的日期。

估值机构: 中铭国际资产评估(北京)有限责任公司



估值人员: 席想玲

估值人员: 韩艳卿