

中信证券股份有限公司
关于浙江沪杭甬高速公路股份有限公司
换股吸收合并
浙江镇洋发展股份有限公司
暨关联交易
之
估值报告

合并方财务顾问



二〇二六年一月

声 明

一、本报告分析对象为浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（以下简称“浙江沪杭甬”、“公司”）与浙江镇洋发展股份有限公司（以下简称“镇洋发展”），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，供浙江沪杭甬董事会参考。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、就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。

五、本报告未对合并双方的业务、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、本报告仅供浙江沪杭甬换股吸收合并镇洋发展暨关联交易（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《浙江沪杭甬高速公路股份有限公司换股吸收合并浙江镇洋发展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。

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，均指合并报表口径下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

浙江沪杭甬是一家 H 股上市公司，浙江沪杭甬主要业务包括经营及管理高速公路，提供证券经纪服务和证券自营买卖。公司所辖高速公路为经营性高速公路，包括沪杭甬高速公路、上三高速公路和甬金高速公路金华段等多条浙江省内重要路产。截至 2024 年底，公司高速公路营运里程合计 1,142.73 公里，其中浙江省内 1,061 公里，占浙江省高速公路总里程的比重约为 20%。公司证券业务运营主体为浙商证券。浙商证券是经中国证监会批准设立的综合类证券公司，浙商证券本部主营业务包括证券经纪，证券投资咨询，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，证券承销与保荐，证券自营，融资融券，证券投资基金代销，为期货公司提供中间介绍业务，代销金融产品等；资产管理业务由浙江浙商证券资产管理有限公司开展。截至 2025 年 9 月 30 日，浙江沪杭甬总股本为 6,038,114,642 股，控股股东及实际控制人交通集团直接持有浙江沪杭甬 4,014,778,800 股内资股，直接持股比例为 66.49%，并通过下属全资子公司香港浙经间接持 72,471,195 股 H 股，间接持股比例为 1.20%，合计持股比例为 67.69%。

镇洋发展是一家 A 股上市公司，主营业务为氯碱相关产品的研发、生产与销售，采用国家产业政策鼓励的零极距离子膜法盐水电解工艺生产烧碱，联产出氯气、氢气，并以此为基础发展自身的碱、氯、氢三大产品链，具体包括氯碱类产品、甲基异丁基酮（MIBK）类产品、PVC 产品和其他产品。截至 2025 年 9 月 30 日，镇洋发展总股本为 441,971,017 股，控股股东及实际控制人交通集团持有镇洋发展 241,819,955 股股份，占镇洋发展总股本的 54.71%。

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《浙江沪杭甬高速公路股份有限公司换股吸收合并浙江镇洋发展股份有限公司暨关联交易报告书（草案）》。

二、本次交易方案

浙江沪杭甬以发行 A 股股票方式换股吸收合并镇洋发展，浙江沪杭甬为吸收合并方，镇洋发展为被吸收合并方，即浙江沪杭甬向镇洋发展的全体换股股东发行 A 股股票，交换该等股东所持有的镇洋发展股票。

本次换股吸收合并完成后，镇洋发展将终止上市并最终注销法人资格。浙江沪杭甬作为存续公司，由其及/或其指定的下属公司承继或承接镇洋发展的全部资产、负债、业务、合同、资质、人员及其他一切权利与义务，浙江沪杭甬为本次吸收合并发行的 A 股股票及原内资股将申请在上交所主板上市流通。

浙江沪杭甬本次 A 股发行价格为 13.50 元/股。镇洋发展的换股价格为 14.58 元/股。浙江沪杭甬 A 股发行价格、镇洋发展换股价格是以兼顾合并双方股东的利益为原则，综合考虑合并双方的总体业务情况、盈利能力、抗风险能力、行业可比公司及可比交易估值水平等因素综合确定的。

若浙江沪杭甬、镇洋发展自定价基准日起至换股日（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，则上述发行价格、换股价格将作相应调整。除此之外，发行价格、换股价格不再进行调整。

本次合并的换股比例为 1：1.0800，即镇洋发展换股股东所持有的每 1 股镇洋发展 A 股股票可以换得 1.0800 股浙江沪杭甬本次发行的 A 股股票。自定价基准日至换股实施日（包括首尾两日），除非合并双方中的任何一方发生现金股利、股票股利、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，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、本次交易背景与意义

（一）本次交易的背景

1、推动上市公司高质量发展

2023 年，国务院国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动，要求国有企业牢牢把握做强做优做大国有资本和国有企业这一根本目标，用好提升

核心竞争力和增强核心功能这两个途径，以价值创造为关键抓手，扎实推动企业高质量发展。2024年，浙江省启动全省国资国企改革攻坚深化提升行动，在巩固深化国企改革三年行动成果的基础上，以增强核心功能和提高核心竞争力为重点，着力实施国资国企改革攻坚深化提升行动，推动国有资本和国有企业做强做优做大。

2024年9月24日，中国证监会发布了《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，进一步强化并购重组资源配置功能，发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用，支持同一控制下上市公司之间吸收合并，促进资源整合。政策的更新为本次交易提供了良好的机遇，浙江沪杭甬抓住机遇，拟通过吸收合并方式实现“A+H”两地上市，进一步提高上市公司质量，亦是对中国证监会多措并举激发并购重组市场活力的积极响应。通过吸收合并以及“A+H”两地上市模式，浙江沪杭甬将能够在境内外资本市场中增强品牌影响力，提升企业竞争力，推动公司不断向前发展，进一步促进区域经济的一体化发展。

2、政策支持，行业迎来历史性发展机遇

交通运输是国民经济中基础性、先导性、战略性产业和重要服务性行业，交通现代化是中国式现代化的重要标志，在构建新发展格局中具有重要地位和作用。我国幅员辽阔、人口众多，资源、产业分布不均衡，特殊国情决定必须建设一个强有力的交通运输体系。建成现代化综合交通运输体系，必将为社会主义现代化强国建设提供坚实支撑。

2022年10月，习近平总书记在党的二十大报告中再次强调加快建设交通强国。加快建设交通强国，是建设现代化经济体系的先行领域，是全面建设社会主义现代化国家的重要支撑。

2025年3月，交通运输部等十部门印发《关于推动交通运输与能源融合发展的指导意见》，提出到2035年，推动交通运输和新型能源体系全面融合互动，初步建立以清洁低碳能源消费为主、科技创新为关键支撑、绿色智慧节约为导向的交通运输用能体系。党的二十届四中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议》提出：“完善现代化综合交通运输体系，加强跨区域统筹布局、跨方式一体衔接，强化薄弱地区覆盖和通达保障。完善现

代化综合交通运输体系，是“十五五”规划及今后一个时期推动交通运输高质量发展、加快建设交通强国的重大任务。

高速公路行业作为支撑经济社会发展的基础产业，在“十五五”期间以及后续发展将面临新机遇。

（二）本次交易的目的

1、进一步受益长三角经济引领功能和战略支撑作用

交通强国是中国的发展愿景，长三角是重要战略地之一。根据国家发改委印发的《长江三角洲地区交通运输更高质量一体化发展规划》，提出以轨道交通为骨干，公路网络为基础，水运、民航为支撑，以上海、南京、杭州、合肥、宁波等为主要节点，构建对外高效联通、内部有机衔接的多层次综合交通网络。此外，根据浙江省政府工作报告，近年来，长三角一体化发展和“四大建设”迈出新步伐。长三角一体化发展战略加快落地。

浙江沪杭甬经营的道路，连接长江三角洲的多个主要经济区。随着长三角一体化发展深入推进，区域经济联系与人员往来将更加密切，有利于推动浙江沪杭甬下属高速车流量与通行费收入的稳步增长。浙江沪杭甬作为浙江省唯一上市的高速公路公司，将以长三角一体化建设和浙江省高质量建设共同富裕示范区为契机，通过拓展智慧交通，推动服务升级等举措，积极把握战略实施所释放的发展机遇，以此驱动公司盈利增长与长期价值提升。

2、提升投融资能力，助力企业长期发展

本次交易完成后，浙江沪杭甬作为存续公司将实现“A+H”两地上市，与行业内其他上市公司具备同等境内外平台，提升浙江沪杭甬在资本市场的竞争力。A股市场为浙江沪杭甬主要业务发生地，投资者对公司业务熟悉程度高，而H股市场国际化程度高、资金渠道多元。在此背景下，构建“A+H”双平台资本运作体系，将有利于浙江沪杭甬灵活利用两地资本市场的差异化优势，进一步提升投融资能力、优化资本结构、增强抗风险能力，助力企业高质量发展。同时，该体系也将提升公司的品牌影响力与市场竞争力，为未来业务拓展和兼并收购提供更为坚实和灵活的资本支撑。

3、有利于保护合并双方股东利益，提高中小股东投资回报

本次交易完成后，浙江沪杭甬作为存续公司将实现“**A+H**”两地上市，并将同时遵守两地的监管规则，进一步提高公司治理水平，增加信息透明度，更有利
于中小股东参与公司治理。

此外，浙江沪杭甬作为业内领先的高速公路投资、运营及管理企业，拥有较
高的资产规模及盈利能力，并具备显著的区位优势，稳健的财务表现。本次通过
吸收合并方式实现“**A+H**”两地上市，全体股东均持有市场流通股份，利益一致，
有助于公司聚焦价值创造、提升公司资本运作效率，将为中小股东带来更优且更
长远的回报。

四、报告目的

本报告的目的是为浙江沪杭甬董事会提供参考，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

本报告基准日与本次换股吸收合并的定价基准日一致，系浙江沪杭甬及镇洋
发展审议本次交易有关事宜的首次董事会决议公告日。本报告所引用的市场价格
数据截至浙江沪杭甬及镇洋发展审议本次交易有关事宜的首次董事会决议公告
日前一交易日，即 2025 年 9 月 2 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

(一) 假设估值报告基准日的外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

(二) 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。

(三) 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。

(四) 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。

(五) 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，本次估值的分析一般会失效。

第三章 估值思路及方法选择

从并购交易的实践操作来看，一般可通过市场法和收益法对交易标的进行估值，其中市场法主要包括可比公司法和可比交易法。收益法主要为现金流折现法，现金流主要分为企业自由现金流、股权自由现金流和股利现金流。

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（如市盈率倍数、市净率倍数、市销率倍数等）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交易标的进行估值。

可比交易法是选择与公司同行业、在估值前一段合适时期已完成被投资、并购的公司，基于其融资或并购交易价格作为参考，从中获取有用的财务或非财务数据，据此进行分析，得到交易标的企业价值或股权价值。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立并运用合理财务模型，对预期收益，如现金流等进行预测；其次，针对相关公司的特点及现金流的口径，选取合理的折现率（加权平均资本成本或股权资本成本），以预期收益为基础，对现金流进行折现，通过估算预期收益的现值，得到交易标的企业或股权价值。

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。

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。

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，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。

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 浙江沪杭甬发行价格合理性分析

一、可比公司法

通过对资本市场上与浙江沪杭甬处于同一或类似行业的上市公司的估值情况进行分析，选取适当的价值比率，经综合分析后得出估值对象价值。

(一) 选取可比公司的标准及范围

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 股上市公司中选取浙江沪杭甬公路业务板块可比公司。

1、选取 A 股属于“中信行业分类-交通运输-公路铁路-公路”行业下主要从事公路业务的 A 股上市公司；

2、剔除最近 12 个月市盈率为负、无市盈率数据的 A 股上市公司，剔除 B 股上市公司；

3、结合浙江沪杭甬的资产规模、营业收入、归属于母公司所有者的权益以及归属于母公司所有者的净利润情况剔除存在明显差异的上市公司。

A 股属于“中信行业分类-交通运输-公路铁路-公路”行业下主要从事公路业务的 A 股上市公司共计 20 家，各公司总资产、营业总收入、归属于母公司所有者的净资产及净利润具体如下：

单位：亿元

| 证券代码 | 证券简称 | 截至 2025 年 6 月末总资产 | 截至 2025 年 6 月末归属于母公司所有者的权益 | 最近 12 个月营业总收入 | 最近 12 个月归属于母公司所有者的净利润 |
|-----------|-------|-------------------|----------------------------|---------------|-----------------------|
| 000429.SZ | 粤高速 A | 244.54 | 105.13 | 44.57 | 17.64 |
| 000548.SZ | 湖南投资 | 24.76 | 20.48 | 5.09 | 0.54 |
| 000755.SZ | 山西高速 | 122.29 | 52.94 | 15.79 | 4.70 |
| 000828.SZ | 东莞控股 | 161.28 | 100.28 | 16.20 | 10.46 |
| 000900.SZ | 现代投资 | 588.73 | 124.99 | 86.20 | 3.82 |

| 证券代码 | 证券简称 | 截至 2025 年 6 月末总资产 | 截至 2025 年 6 月末归属于母公司所有者的权益 | 最近 12 个月营业总收入 | 最近 12 个月归属于母公司所有者的净利润 |
|-----------|-------|-------------------|----------------------------|---------------|-----------------------|
| 001965.SZ | 招商公路 | 1,604.39 | 705.10 | 123.90 | 51.17 |
| 200429.SZ | 粤高速 B | 244.54 | 105.13 | 44.57 | 17.64 |
| 600012.SH | 皖通高速 | 301.38 | 119.36 | 77.80 | 18.20 |
| 600020.SH | 中原高速 | 530.13 | 153.69 | 73.30 | 9.28 |
| 600033.SH | 福建高速 | 175.61 | 122.77 | 30.34 | 7.95 |
| 600035.SH | 楚天高速 | 210.52 | 87.38 | 49.00 | 7.28 |
| 600106.SH | 重庆路桥 | 71.31 | 53.61 | 1.13 | 1.93 |
| 600269.SH | 赣粤高速 | 372.69 | 190.10 | 58.46 | 14.16 |
| 600350.SH | 山东高速 | 1,622.03 | 410.05 | 270.96 | 32.60 |
| 600368.SH | 五洲交通 | 96.97 | 69.76 | 18.47 | 6.61 |
| 600377.SH | 宁沪高速 | 961.34 | 401.44 | 226.44 | 46.22 |
| 600548.SH | 深高速 | 720.39 | 269.17 | 94.07 | 13.31 |
| 601107.SH | 四川成渝 | 613.07 | 195.78 | 91.20 | 15.98 |
| 601188.SH | 龙江交通 | 55.11 | 46.85 | 8.63 | 1.71 |
| 601518.SH | 吉林高速 | 64.51 | 54.52 | 14.94 | 5.23 |

注 1：数据来源于 Wind、上市公司公告

注 2：最近 12 个月营业收入=2024 年营业收入-2024 年上半年营业收入+2025 年上半年度营业收入

注 3：最近 12 个月归属于母公司所有者的净利润=2024 年归属于母公司所有者的净利润-2024 年上半年度归属于母公司所有者的净利润+2025 年上半年度归属于母公司所有者的净利润

（二）可比公司法估值过程

浙江沪杭甬所处行业为高速公路行业，长期持续稳定经营，报告期内持续盈利，并且高速公路行业公司的核心资产为高速公路特许经营权，资产规模较大。市盈率、市净率估值法具有较高参考价值，因此选取市盈率、市净率指标作为本次估值倍数。

结合浙江沪杭甬自身的资产规模、归属于母公司所有者的权益、营业收入以及归属于母公司所有者的净利润，可纳入可比的 A 股高速公路行业上市公司市盈率、市净率情况如下：

| 证券代码 | 证券简称 | 最近 12 个月市盈率 (倍) | 最近一期市净率 (倍) |
|---------------|-------|-----------------|-------------|
| 000429.SZ | 粤高速 A | 15.51 | 2.59 |
| 001965.SZ | 招商公路 | 15.76 | 1.14 |
| 600012.SH | 皖通高速 | 15.35 | 2.33 |
| 600350.SH | 山东高速 | 14.97 | 1.19 |
| 600377.SH | 宁沪高速 | 15.89 | 1.83 |
| 600548.SH | 深高速 | 20.54 | 1.01 |
| 601107.SH | 四川成渝 | 10.75 | 0.87 |
| 最大值 | | 20.54 | 2.59 |
| 第三四分位数 | | 15.83 | 2.08 |
| 平均值 | | 15.54 | 1.57 |
| 中位数 | | 15.51 | 1.19 |
| 第一四分位数 | | 15.16 | 1.08 |
| 最小值 | | 10.75 | 0.87 |

注：最近 12 个月市盈率=截至定价基准日前 120 日交易日股票成交均价/最近 12 个月归属于母公司所有者的每股收益；最近一期市净率=截至定价基准日前 120 日交易日股票成交均价/最近一期归属于母公司所有者的每股净资产；

1、市盈率法

浙江沪杭甬最近 12 个月归属于母公司所有者的净利润为 56.12 亿元。以可比公司市盈率法最小值及最大值分别计算浙江沪杭甬普通股股东权益价值如下：

| 指标 | 计算公式 | 最大值 | 最小值 |
|------------------------------|-----------------|----------|--------|
| 浙江沪杭甬最近十二个月归属于母公司所有者的净利润（亿元） | (1) | 56.12 | 56.12 |
| 可比公司市盈率（倍） | (2) | 20.54 | 10.75 |
| 浙江沪杭甬普通股股东权益价值(亿元) | (3) = (1) * (2) | 1,152.70 | 603.29 |

依据上述可比公司市盈率法估值结果，本次浙江沪杭甬普通股股东权益价值估值区间为 603.29 亿元至 1,152.70 亿元。

2、市净率法

浙江沪杭甬截至 2025 年 6 月末归属于母公司所有者的权益为 466.45 亿元。以可比公司市净率法最小值及最大值分别计算浙江沪杭甬普通股股东权益价值如下：

| 指标 | 计算公式 | 最大值 | 最小值 |
|--------------------------------|-----------------|----------|--------|
| 浙江沪杭甬定价基准日最近一期归属于母公司所有者的权益(亿元) | (1) | 466.45 | 466.45 |
| 可比公司市净率(倍) | (2) | 2.59 | 0.87 |
| 浙江沪杭甬普通股股东权益价值(亿元) | (3) = (1) * (2) | 1,208.11 | 405.81 |

依据上述可比公司市净率法估值结果，本次浙江沪杭甬普通股股东权益价值估值区间为 405.81 亿元至 1,208.11 亿元。

二、可比交易法

(一) 可比交易的选择

通过分析近年来可比的高速公路资产收购可比交易，计算其交易市盈率、市净率水平，与本次交易中浙江沪杭甬的市盈率、市净率水平进行比较。

经检索公开市场案例，截至本估值报告书签署日已完成的 A 股上市公司收购高速公路标的资产的并购交易中，主要交易标的估值情况如下：

| 交易日期 | 收购方 | 交易标的 | 全部股权价值(亿元) | 市盈率(倍) | 市净率(倍) |
|---------------|------|------------------------|------------|--------------|-------------|
| 2025 年 3 月 | 皖通高速 | 安徽省泗许高速公路有限公司 100% 股权 | 18.63 | 17.31 | 1.55 |
| 2025 年 3 月 | 皖通高速 | 安徽省阜周高速公路有限公司 100% 股权 | 28.98 | 14.46 | 1.64 |
| 2024 年 6 月 | 山东高速 | 泸州东南高速公路发展有限公司 20% 股权 | 20.75 | 32.22 | 2.46 |
| 2024 年 4 月 | 招商公路 | 路劲(中国)基建有限公司 100% 股权 | 58.33 | 18.14 | 1.53 |
| 2022 年 10 月 | 五洲交通 | 广西全兴高速公路发展有限公司 34% 股权 | 15.25 | 14.37 | 1.86 |
| 2021 年 8 月 | 山西高速 | 山西平榆高速公路有限责任公司 100% 股权 | 28.05 | 13.66 | 1.39 |
| 最大值 | | | | 32.22 | 2.46 |
| 第三四分位数 | | | | 17.93 | 1.81 |
| 平均值 | | | | 18.36 | 1.74 |

| 交易日期 | 收购方 | 交易标的 | 全部股权价值(亿元) | 市盈率(倍) | 市净率(倍) |
|------|-----|--------|------------|--------------|-------------|
| | | 中位数 | | 15.89 | 1.60 |
| | | 第一四分位数 | | 14.39 | 1.54 |
| | | 最小值 | | 13.66 | 1.39 |

注 1：数据来源于 Wind，各相关上市公司公告

注 2：市盈率=标的公司 100% 股权评估价值/评估基准日前最近一年归属于母公司所有者的净利润，如未披露归属于母公司所有者的净利润数据则以净利润数据计算；

注 3：市净率=标的公司 100% 股权评估价值/评估基准日前最近一年末归属于母公司所有者权益，如未披露归属于母公司所有者权益则以所有者权益数据计算；

(二) 可比交易法估值过程

1、市盈率法

浙江沪杭甬最近 12 个月归属于母公司所有者的净利润为 56.12 亿元。以可比交易市盈率法最小值及最大值分别计算浙江沪杭甬普通股股东权益价值如下：

| 指标 | 计算公式 | 最大值 | 最小值 |
|------------------------------|-----------------|-----------------|---------------|
| 浙江沪杭甬最近十二个月归属于母公司所有者的净利润(亿元) | (1) | 56.12 | 56.12 |
| 可比交易市盈率(倍) | (2) | 32.22 | 13.66 |
| 浙江沪杭甬普通股股东权益价值(亿元) | (3) = (1) * (2) | 1,808.19 | 766.60 |

依据上述可比交易法估值结果，本次浙江沪杭甬普通股股东权益价值区间为 766.60 亿元至 1,808.19 亿元。

2、市净率法

浙江沪杭甬截至 2025 年 6 月末归属于母公司所有者的权益为 466.45 亿元。以可比交易市净率法最小值及最大值分别计算浙江沪杭甬普通股股东权益价值如下：

| 指标 | 计算公式 | 最大值 | 最小值 |
|--------------------------------|-----------------|-----------------|---------------|
| 浙江沪杭甬定价基准日最近一期归属于母公司所有者的权益(亿元) | (1) | 466.45 | 466.45 |
| 可比交易市净率(倍) | (2) | 2.46 | 1.39 |
| 浙江沪杭甬普通股股东权益价值(亿元) | (3) = (1) * (2) | 1,147.47 | 648.37 |

依据上述可比交易法估值结果，本次浙江沪杭甬普通股股东权益价值估值区间为 648.37 亿元至 1,147.47 亿元。

三、小结

以可比公司法、可比交易法估值区间的交集作为最终区间，则本次浙江沪杭甬普通股股东权益价值估值区间为 766.60 亿元至 1,147.47 亿元。

浙江沪杭甬 A 股发行价格 13.50 元/股，发行前总股本为 60.38 亿股，则浙江沪杭甬普通股股东权益价值为 815.15 亿元，处于上述估值区间范围之内。

综上，在本次交易中，浙江沪杭甬发行价格是以兼顾合并双方股东的利益为原则，综合考虑其总体业务情况、盈利能力、抗风险能力、行业可比公司及可比交易的估值水平等因素综合确定的，估值合理、定价公允。

第五章 镇洋发展换股价格合理性分析

一、换股价格与历史价格比较

镇洋发展的换股价格以定价基准日前 120 个交易日的均价 11.23 元/股为基准，给予 29.83% 的溢价率，即为 14.58 元/股。若镇洋发展自定价基准日起至换股日（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。除此之外，换股价格不再进行调整。

本次换股价格较镇洋发展停牌前最后 1 个交易日收盘价、前 20 日交易均价、前 60 日交易均价、前 120 日交易均价对比情况如下：

| 项目 | 股票价格（元/股） | 换股价格较历史股价溢价 |
|----------------|-----------|-------------|
| 停牌前 1 交易日 | 15.29 | -4.64% |
| 停牌前 20 个交易日均价 | 13.61 | 7.13% |
| 停牌前 60 个交易日均价 | 12.40 | 17.58% |
| 停牌前 120 个交易日均价 | 11.23 | 29.83% |

注 1：数据来源为 Wind；

注 2：交易均价的计算方法为计算期间镇洋发展股票成交总金额除以成交量。

二、换股溢价充分参考近年相同类型换股吸收合并交易的换股溢价水平

本次浙江沪杭甬吸收合并镇洋发展，属于 H 股上市公司吸收合并 A 股上市公司，对于被合并方镇洋发展而言，吸收合并方为非 A 股上市公司，在参考近年相同类型案例时，选取 H 吸并 A 以及非上市吸并 A 的可比交易进行分析。统计可比交易在其市场参考价基础上设置溢价或折价的情况，具体如下表所示：

| 吸收合并交易类型 | 交易名称 | 市场参考价 | 换股价格相对市场参考价的溢价率 |
|----------|--------------|----------------------|-----------------|
| H 吸并 A | 龙源电力吸并 ST 平能 | 定价基准日前 20 个交易日 A 股均价 | 10.00% |

| 吸收合并交易类型 | 交易名称 | 市场参考价 | 换股价格相对市场参考价的溢价率 |
|---------------|--------------|----------------------|-----------------|
| H 吸并 A | 中国能建吸并葛洲坝 | 定价基准日前 20 个交易日 A 股均价 | 45.00% |
| H 吸并 A | 中国外运吸收合并外运发展 | 定价基准日前 20 个交易日 A 股均价 | 22.00% |
| H 吸并 A | 金隅股份吸并太行水泥 | 定价基准日前 20 个交易日 A 股均价 | 7.04% |
| H 吸并 A | 广汽集团吸并广汽长丰 | 定价基准日前 20 个交易日 A 股均价 | 15.02% |
| H 吸并 A | 中交股份吸并路桥建设 | 定价基准日前 20 个交易日 A 股均价 | 23.03% |
| 非上市吸并 A | 招商公路吸收合并华北高速 | 定价基准日前 20 个交易日 A 股均价 | 25.40% |
| 非上市吸并 A | 温氏集团吸并大华农 | 定价基准日前 20 个交易日 A 股均价 | 60.00% |
| 非上市吸并 A | 招商蛇口吸并招商地产 A | 定价基准日前 20 个交易日 A 股均价 | 35.01% |
| 非上市吸并 A | 申银万国吸并宏源证券 | 定价基准日前 20 个交易日 A 股均价 | 20.00% |
| 非上市吸并 A | 美的集团吸并美的电器 | 定价基准日前 20 个交易日 A 股均价 | 68.71% |
| 最大值 | | | 68.71% |
| 第三四分位数 | | | 40.01% |
| 平均值 | | | 30.11% |
| 中位数 | | | 23.03% |
| 第一四分位数 | | | 17.51% |
| 最小值 | | | 7.04% |

注：数据来源于 Wind、上市公司公告；

本次镇洋发展的换股价格14.58元/股较定价基准日前120个交易日均价溢价29.83%，处于同类型换股吸收合并交易溢价率区间内，具备合理性。

三、换股价格与可比公司估值水平比较

镇洋发展所处行业为氯碱化工行业，属于成熟行业，报告期内持续盈利，市盈率估值法具有较高参考价值，因此选取市盈率指标作为本次估值倍数。

为充分保证可比公司的可参照性，本次交易按照如下标准选取可比公司：

(一) 主要从事氯碱化工或 PVC 的 A 股上市公司;

(二) 剔除最近 12 个月市盈率为负、无市盈率数据的 A 股上市公司;

基于上述标准，选取下述上市公司作为可比公司进行分析，具体如下：

| 股票代码 | 公司名称 | 最近 12 个月市盈率（倍） |
|-----------|------|----------------|
| 601678.SH | 滨化股份 | 38.09 |
| 600618.SH | 氯碱化工 | 13.27 |
| 600273.SH | 嘉化能源 | 10.51 |
| 601568.SH | 北元集团 | 68.33 |
| 最大值 | | 68.33 |
| 最小值 | | 10.51 |
| 平均值 | | 32.55 |
| 中值 | | 25.68 |

注 1：数据来源于 Wind

注 2：最近 12 个月市盈率=截至定价基准日前 120 日交易日股票成交均价/最近 12 个月归属于母公司所有者的每股收益

本次交易中，镇洋发展的换股价格为 14.58 元/股，对应最近十二个月归属于母公司所有者的每股收益的市盈率为 47.03 倍，处于可比公司最近 12 个月市盈率区间范围内，具备合理性。

四、换股溢价充分考虑了停牌期间 A 股市场、可比上市公司的价格变化

自2025年8月19日（即停牌前一交易日）至2025年9月2日（即镇洋发展首次召开董事会之日）期间，A股大盘、所属行业指数、镇洋发展可比上市公司股价均有一定幅度的变动。在此期间，上证综指（000001.SH）上涨3.51%，WIND基础化工指数（882202.WI）上涨2.49%，A股行业可比公司股价变动幅度的平均值为-1.64%、中值为-2.79%。本次镇洋发展换股溢价率高于停牌期间指数和可比公司变动幅度，已充分覆盖了镇洋发展投资者持有股票的机会成本。

| 类别 | 公司名称 | 证券代码 | 收盘价（元/股）/收盘指数 | | 期间变动幅度 |
|----|------|------|---------------|-------------|--------|
| | | | 停牌前一交易日 | 定价基准日前一个交易日 | |
| | | | 2025/8/19 | 2025/9/2 | |

| | | | | | |
|------|-------------|-----------|----------|----------|---------------|
| 可比公司 | 滨化股份 | 601678.SH | 4.36 | 4.17 | -4.36% |
| | 氯碱化工 | 600618.SH | 10.33 | 10.68 | 3.39% |
| | 嘉化能源 | 600273.SH | 8.80 | 8.54 | -2.95% |
| | 北元集团 | 601568.SH | 4.19 | 4.08 | -2.63% |
| | 平均值 | | | | -1.64% |
| | 中值 | | | | -2.79% |
| 指数 | 上证综指 | 000001.SH | 3,727.29 | 3,858.13 | 3.51% |
| | WIND 基础化工指数 | 882202.WI | 6,806.85 | 6,976.47 | 2.49% |

注：数据来源于 Wind

综上，镇洋发展的换股价格充分参照了可比公司的估值水平、同类型可比交易的换股溢价率水平，考虑了股票价格波动的风险，并考虑了对镇洋发展换股股东停牌期间机会成本的补偿等因素，换股溢价率的设定符合市场操作惯例，具有合理性，换股价格较镇洋发展停牌前的历史股价有一定幅度的溢价，溢价率选取结果公允。

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、可比交易法对浙江沪杭甬的普通股股东权益价值进行了估值，同时镇洋发展换股价格确定中考虑了历史相同案例溢价水平、资本市场环境等因素，本次交易的估值合理、定价公允，不存在损害浙江沪杭甬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。中信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。

未征得中信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。

中信证券在报告中发表的意见均基于截至 2025 年 9 月 2 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。

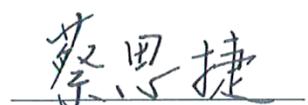
本报告的使用有效期为 12 个月：自 2025 年 9 月 2 日至 2026 年 9 月 1 日期间有效。

(本页无正文，为《中信证券股份有限公司关于浙江沪杭甬高速公路有限公司换股吸收合并浙江镇洋发展股份有限公司暨关联交易之估值报告》签字盖章页)

估值人员：



唐晓晶



蔡思捷

