

中和资产评估有限公司对上海证券交易所《关于云南文山电力股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案信息披露的问询函》之回复

致：上海证券交易所上市公司监管一部

根据贵部 2015 年 12 月 30 日出具的《关于云南文山电力股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案信息披露的问询函》（上证公函【2015】2083）（以下简称《问询函》）的要求，我公司对涉及需要评估师回复的部分进行了认真的研究和分析，现回复如下：

8、预案披露，标的资产账面存在溢余资产 5.28 亿元，在扣除溢余资产后，标的资产市盈率为 6.95-10.81 倍。公司在标的资产预估作价合理性分析中，相关可比案例的市盈率计算并未扣除溢余资产，请公司保证前后市盈率计算的口径一致性的基础上进行相关分析。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：以 2015 年 10 月 31 日为评估基准日，采用收益法评估，本次交易中拟注入资产（云南国际）100%股权的预估值为 121,460 万元，考虑评估基准日后标的公司对以前年度未分配利润进行现金分红 2 亿元，扣除分红后的交易作价预估值为 101,460 万元，合理性分析如下：

（一）可比上市公司分析

拟注入资产主要从事购售电业务，属于电力行业领域，拟注入资产估值对应的可比上市公司的市盈率情况如下：

上市公司	供电区域	售电收入占比 (%)	2014 年售电量 (万千瓦时)	2014 年外购电量 (万千瓦时)	市盈率	市净率
广安爱众	广安市广安区及岳池县	46.60	17.00	6.57	-82.95	2.73
西昌电力	凉山州	99.37	18.57	12.31	61.03	3.60
明星电力	遂宁市	77.38	15.08	10.06	53.00	2.04
岷江水电	阿坝州	99.53	26.70	20.92	33.13	5.77
ST 乐电	乐山市和眉山市的八个区县	63.05	20.80	17.09	-3.71	4.25

文山电力	文山、砚山、丘北、富宁、西畴五个县市	98.21	49.67	45.00	53.42	3.16
涪陵电力	涪陵区	94.99	22.76	23.67	21.88	7.79
三峡水利	万州区	91.15	15.67	0.00	23.29	4.17
桂东电力	广西东部、广东和湖南部分区域	33.25	27.71	12.82	22.22	1.84
天富能源	石河子	76.88	96.01	59.02	23.71	1.92
郴电国际	郴州四县两区，郴州城区 70%	81.01	31.76	34.64	27.17	1.61
通宝能源	吕梁、临汾、宿州	92.34	68.41	35.64	19.97	1.90
平均数（剔除负值）					33.88	3.40
中位数（剔除负值）					25.44	2.95

注 1：市盈率（PE）=该公司的 2015 年 10 月 31 日收盘价*当日股票总数/该公司 2014 年度归属于母公司股东的净利润

注 2：市净率（PB）=该公司的 2015 年 10 月 31 日收盘价*当日股票总数/该公司 2014 年 12 月 31 日归属于母公司股东的净资产

根据上表，截止 2015 年 10 月 31 日，A 股电力行业以供电业务为主的上市公司市盈率、市净率的平均数分别为 33.88 倍、3.4 倍，中数位分别为 25.44 倍、2.95 倍。

本次交易中拟注入资产（云南国际）100%股权扣除期后分红的交易作价预估值为 101,460 万元。考虑到云南国际 2016 年净利润将较 2015 年出现大幅下降，计算预估作价的市盈率时采用云南国际 2016 年的预计净利润。经公司及评估机构合理预计，云南国际 2016 年净利润为 4,500-7,000 万元，云南国际本次交易作价对应市盈率为 14.49 - 22.55 倍，低于同行业上市公司平均水平。

云南国际截至 2015 年 10 月 31 日的净资产为 83,482.31 万元，考虑评估基准日后标的公司对以前年度未分配利润进行现金分红 2 亿元，剩余净资产为 63,482.31 万元，对应市净率为 1.6 倍，低于同行业上市公司平均水平。

（二）可比交易案例分析

2014 年以来，国内 A 股电力行业的并购案例主要有：

交易标的	交易买方	标的方所在行业	收购市盈率
港能电力 60%股权	大港股份	新能源	19.3
海得新能源 3.3%股权	海得控制	新能源	2.91
桂江电力 100%股权	桂东电力	水电	16.54
成屏二级电站 13.55%股权	凯恩股份	水电	23.73
成屏二级电站 2.34%股权	凯恩股份	水电	23.72
泽润电力 89.41%股权	国电电力	水电	15.15
臻能热电 8.34%股权	粤电力	热电	26.05
三吉利 53.125%股权	永泰能源	热电	12.04
中兴热电 48.95%股权	湘潭电化	热电	7.06
良村热电 51%股权；供热公司 61%股权	东方能源	热电	4.19
王滩发电 30%股权；龙山发电 29.43%股权等	建投能源	热电	4.53
璜塘热电 24%股权	江苏阳光	热电	10.7
湄洲湾一期 51%股权	国投电力	热电	9.65
淮南洛能 46%股权	皖能电力	火电	9.83
京隆发电 75%股权	京能电力	火电	3.24
汉新公司 15%股权	长源电力	火电	4.58
国投宣城 25%股权	国投新集	火电	9.37
平均数			11.92
中位数			9.83

根据上表，A 股电力行业以供电业务为主的上市公司平均市盈率为 11.92 倍，市盈率中数位为 9.83 倍。

根据前述计算结果，考虑云南国际 2016 年的预计净利润，云南国际本次预估作价对应的市盈率为 14.49 - 22.55 倍，高于近期收购案例平均水平，原因如下：

云南国际 100%股权的预估值为 121,460 万元，考虑评估基准日后标的公司对以前年度未分配利润进行现金分红 2 亿元，扣除分红后的交易作价预估值为 101,460 万元，预估值由未来经营现金流量现值、溢余资产价值、非经营性资产价值三部份构成。2015 年 10 月 31 日云南国际未经审计货币资金余额为 82,804.39

万元，经分析估算，货币资金余额包含溢余货币资金约 72,804.39 万元，扣除期后分红 2 亿元后溢余货币资金 52,804.39 万元。剔除溢余货币资金 52,804.39 万元后，预估值为 48,655.61 万元，对应的市盈率为 6.95-10.81 倍。

综上分析，评估师认为，本次交易作价预估值市盈率、市净率低于同行业上市公司平均水平；由于交易标的资产存在较多的溢余货币资金，导致市盈率高于近期收购案例平均水平是合理的。因此，本次交易预估作价合理、公允。

（本页无正文，为《中和资产评估有限公司对上海证券交易所<关于云南文山电力股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案信息披露的问询函>之回复》之签章页）

