

中水致远资产评估有限公司
关于中国证券监督管理委员会
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》
(193042 号) 估值相关问题回复之核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于2020年1月15日对新奥生态控股股份有限公司重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（193042 号），中水致远资产评估有限公司作为本次交易的估值机构，已会同上市公司与各中介机构，就贵会反馈意见提出的与估值相关的问题进行了认真的核查与落实，并就估值相关问题出具了本核查意见。现将具体情况汇报如下：

如无特别说明，本回复中出现的简称均与《新奥生态控股股份有限公司重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》中的释义相同。

问题五、申请文件显示，1)本次置入资产新奥能源估值采用可比上市公司比较法，选取了港股上市的七家燃气公共事业行业公司，使用的价值比率乘数市盈率(P/E)、息税折旧摊销前利润(EV/EBITDA)、息税前利润(EV/EBIT)为可比公司价值比率乘数均值。2)经估值，新奥能源每股股价为 79.57 港币/股。请你公司：1)补充披露可比上市公司的选择过程，测算可比上市公司 EBITDA、EBIT 时数据来源和计算依据，标准是否一致、具有可比性，说明可比公司选择的合理性。2)结合可比公司的资产、收入、利润、市值规模与新奥能源的可比性，补充披露选取三个指标均为盈利比率的合理性，说明在价值比率区间范围较大的情况下，选取均值的合理性，以及对本次置入资产估值的影响。3)补充披露在测算被估值单位(即新奥能源) EBITDA、EBIT 时数据来源、计算依据，与被估值

单位报告期相应数据的差异和合理性。4)补充披露本次置入资产估值较估值基准日港股市值的增值情况，并结合新奥能源目前的股价走势，补充披露本次置入资产估值的合理性。请独立财务顾问、估值机构核查并发表明确意见。

回复：

一、事实情况说明

（一）补充披露可比上市公司的选择过程，测算可比上市公司 EBITDA、EBIT 时数据来源和计算依据，标准是否一致、具有可比性，说明可比公司选择的合理性。

1、可比上市公司的选择过程

估值人员选取可比公司主要遵循如下原则：

（1）选取在香港交易所上市的上市公司；

（2）选取港股恒生行业分类下的公共事业—燃气供应行业和港股 GICS 行业类下的 GICS 公共事业—GICS 燃气公共事业行业，且于被估值企业主营业务相似的上市公司作为可比公司；

（3）剔除数据不全的公司。

估值人员共选取 21 家上市公司纳入案例库，具体如下：

单位：百万元港币

证券代码	证券名称	首发上市日期	总市值 2019 年 6 月 30 日	资产合计 2018 年	营业收入 2018 年
0003.HK	香港中华煤气	1960-12-31	293,141.90	132,693.10	39,073.00
0135.HK	昆仑能源	1973-03-13	55,046.13	160,072.36	120,088.14
0384.HK	中国燃气	1995-10-20	151,599.25	82,058.01	52,831.96
0392.HK	北京控股	1997-05-29	50,103.51	174,496.28	67,764.77
0603.HK	中油燃气	1993-05-28	2,248.06	16,027.64	9,410.13
0681.HK	中民控股	1997-04-24	571.81	3,293.78	1,500.03
1083.HK	港华燃气	2005-12-08	15,820.46	34,014.61	11,787.00
1193.HK	华润燃气	1994-11-07	86,180.50	73,571.78	51,165.37

证券代码	证券名称	首发上市日期	总市值 2019年6月30日	资产合计 2018年	营业收入 2018年
1265.HK	天津津燃公用	2004-01-09	1,471.45	2,839.20	1,730.13
1430.HK	苏创燃气	2015-03-11	1,941.29	2,323.49	1,255.65
1600.HK	天伦燃气	2010-11-10	8,876.85	13,018.86	5,821.95
1635.HK	大众公用	2016-12-05	19,216.58	24,163.66	5,764.02
1759.HK	中油洁能控股	2018-12-28	615.60	821.97	1,389.10
2337.HK	众诚能源	2017-10-16	1,193.62	368.13	396.42
2886.HK	滨海投资	2000-03-16	1,479.68	6,018.14	3,308.03
3633.HK	中裕燃气	2001-06-05	20,407.27	16,281.35	7,627.09
8117.HK	中国基础能源	2001-12-13	307.20	672.61	143.86
0931.HK	中国天然气	2001-10-24	3,386.28	--	--
0956.HK	新天绿色能源	2010-10-13	7,653.23	44,588.52	11,358.00
6828.HK	北京燃气蓝天	2011-07-12	3,077.71	8,228.33	2,148.48
8270.HK	中国煤层气	2003-08-12	79.17	760.84	191.40

估值人员通过以下几个条件对案例库内可比公司进行筛选：

- A.剔除上市时间不到3年；
- B.剔除非港股通上市公司；
- C.剔除主营业务中燃气供应、接驳等业务收入比例小于50%；
- D.剔除最近一期年报经营性利润亏损的公司；
- E.剔除收入规模小于5,000.00百万元港币的公司。

通过上述案例选取过程，最终确定可比上市公司为7家，详见下表：

单位：百万元港币

证券代码	证券名称	首发上市日期	总市值 2019年6月30日	资产合计 2018年	营业收入 2018年
0003.HK	香港中华煤气	1960-12-31	293,141.90	132,693.10	39,073.00
0135.HK	昆仑能源	1973-03-13	55,046.13	160,072.36	120,088.14
0392.HK	北京控股	1997-5-29	50,103.51	174,496.28	67,764.77
1600.HK	天伦燃气	2010-11-10	8,876.85	13,018.86	5,821.95

证券代码	证券名称	首发上市日期	总市值 2019年6月30 日	资产合计 2018年	营业收入 2018年
1193.HK	华润燃气	1994-11-07	86,180.50	73,571.78	51,165.37
1083.HK	港华燃气	2005-12-8	15,820.46	34,014.61	11,787.00
3633.HK	中裕燃气	2001-6-5	20,407.27	16,281.35	7,627.09

新奥能源为投资控股公司，主要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、能源贸易业务以及提供其他与能源供应相关的服务。

新奥能源主要业务可以分为天然气销售业务（零售和批发）、综合能源业务、工程安装业务和燃气具销售等其他增值业务。

本次估值过程中选取的 7 家同行业可比公司概况如下：

序号	证券代码	证券名称	资本市场	主营业务	主要经营区域
1	0003.HK	香港中华煤气	香港联交所-香港	于中国香港及中国大陆从事燃气生产、输送与销售、供水以及经营新兴环保能源业务；于香港从事物业发展及投资活动。	香港（中国）、中国（内地）
2	0135.HK	昆仑能源	香港联交所-香港	于中国、哈萨克斯坦、阿曼、秘鲁、泰国、阿塞拜疆勘探及生产原油及天然气；于中国销售天然气、液化天然气（LNG）加工及 LNG 接收站业务及输送天然气。	中国及周边国家
3	0392.HK	北京控股	香港联交所-香港	分销及销售管道天然气，生产、分销和销售啤酒产品，兴建污水及自来水处理厂及其他基础设施，固废处理。	香港（中国）、中国（内地）
4	1600.HK	天伦燃气	香港联交所-香港	在中国投资、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。	中国
5	1193.HK	华润燃气	香港联交所-香港	销售及分销气体燃料、燃气器具及相关产品，建设燃气管网，燃气接驳项目的设计、建设、顾问及管理，以及于天然气加气站销售气体燃料。	中国
6	1083.HK	港华燃气	香港联交所-香港	销售及经销管道燃气，包括提供管道燃气、燃气管网建设、经营城市管道气网、经营燃气汽车加	中国

序号	证券代码	证券名称	资本市场	主营业务	主要经营区域
				气站、以及销售气体相关用具。	
7	3633.HK	中裕燃气	香港联交所-香港	在中国发展、建设及经营天然气项目。	中国

上述 7 家同行业可比公司简介如下：

序号	证券代码	证券名称	公司简介
1	0003.HK	香港中华煤气	香港中华煤气有限公司是一家主要从事生产，输送与销售燃气，以及供水的公司。公司通过四大分部运营：燃气，水务及相关之业务分部，新能源分部，地产业务分部，以及其他分部。燃气，水务及相关之业务分部包括内地公用事业业务，香港燃气业务在内的燃气，水务及相关之业务。内地公用事业业务包括城市燃气业务，建设天然气管线和天然气储气库，供水与污水处理。此外，其还制造和销售家用炉具，橱柜和家品。香港燃气业务包括向住宅及商业市场生产，输送和销售燃气。
2	0135.HK	昆仑能源	昆仑能源有限公司是一家主要从事能源业务的香港投资控股公司。公司通过两个业务部门运营。勘探与生产部门从事原油及天然气的勘探、开发、生产和销售业务。天然气分销部门从事天然气销售、液化天然气（LNG）加工、液化天然气接收站业务以及天然气输送业务。公司主要在中国、哈萨克斯坦、秘鲁及泰国等地开展业务。
3	0392.HK	北京控股	北京控股有限公司是一家主要从事分销及销售管道天然气的投资控股公司。公司及其子公司通过五大分部运营：管道燃气业务分部，啤酒业务分部，固废处理分部，企业及其他分部，以及水务及环保业务分部。管道燃气业务分部从事分销及销售管道天然气、提供天然气输送、燃气技术咨询及开发服务、地下建设项目测量与绘图、燃气管道及相关设备建设与安装及提供维修保养服务。啤酒业务分部从事生产、分销及销售啤酒产品。
4	1600.HK	天伦燃气	中国天伦燃气控股有限公司是一家投资控股公司，主要从事燃气输送及销售业务。公司还从事燃气管道接驳以及液化天然气的生产和销售业务。公司通过四个业务部门运营：燃气输送及销售部、燃气管道接驳部、北京慧基集团部和其他部。公司通过其子公司还从事燃气管道建设与改造业务。
5	1193.HK	华润燃气	华润燃气控股有限公司是一家主要从事燃气供应业务的投资控股公司。公司通过两个业务分部进行运营。销售及分销气体燃料及相关产品分部从事销售天然气及住宅、商业和工业用液化石油气业务。燃气接驳分部从事根据燃气接驳合约建设燃气官网业务。公司还通过其子公司从事销售天然气压力控制设施及改造天然气管道业务。
6	1083.HK	港华燃气	港华燃气有限公司是一家主要从事管道燃气销售及分销业务的投资控股公司。公司的业务包括提供管道燃气、建设燃气管网、经营城市管道气网、经营燃气汽车加气站以及销售气体相关用具。公司通过两个业务分部进行运营。管道燃气及相关产品销售分部从事销售天然气及燃气相关用具业务。燃气接驳分部从事根据气网合约建设燃气管道网络业务。
7	3633.HK	中裕燃气	中裕燃气控股有限公司是一家投资控股公司，主要从事销售管道燃气业务。公司通过六个业务部门运营：销售管道燃气部、燃气管道建设接驳

序号	证券代码	证券名称	公司简介
			收益部、经营压缩天然气与液化天然气汽车加油站部、销售液化石油气部、销售火炉及相应设备部和 Harmony Gas 及其附属公司部。Harmony Gas 及其附属公司部从事天然气买卖以及燃气管道建设业务。公司通过其子公司还从事危险品运输业务。

根据上述统计情况展开分析如下：（1）可比上市公司主要业务板块均为燃气供应业务，覆盖新奥能源所属的行业板块，于行业类型层面与新奥能源具备可比性。（2）可比上市公司所属资本市场均为香港资本市场，于所属资本市场层面与新奥能源具备可比性。（3）新奥能源经营区域主要为中国（少量境外），可比上市公司于经营区域层面与新奥能源具备可行性。

综上，通过筛选，最终确定的可比上市公司经营范围、资本市场、主要经营区域、规模等指标具有可比性，本次选取的可比上市公司案例范围具备合理性。

2、测算可比上市公司 EBITDA、EBIT 时数据来源和计算依据

测算可比上市公司 EBITDA、EBIT 时数据均通过 iFinD 金融数据终端进行提取，估值人员再将提取的数据分别与各家可比上市公司公告的年报、半年报进行核实对比，数据均无误，因此数据来源可靠。EBITDA、EBIT 计算依据上述取得数据。

综上所述，可比上市公司的选取标准、数据来源和计算依据一致，均具有可比性，本次选取的可比上市公司案例范围具备合理性。

（二）结合可比公司的资产、收入、利润、市值规模与新奥能源的可比性，补充披露选取三个指标均为盈利比率的合理性，说明在价值比率区间范围较大的情况下，选取均值的合理性，以及对本次置入资产估值的影响。

1、可比上市公司资产、收入、利润、市值规模与新奥能源数据对比如下：

单位：百万元港币

证券代码	公司名称	资产	收入	利润	市值规模
2688.HK	新奥能源	88,758.88	87,404.84	6,704.98	82,815.78
0003.HK	香港中华煤气	135,217.20	40,183.30	9,546.10	292,056.51
1193.HK	华润燃气	78,579.31	55,491.40	6,178.03	84,083.70
0135.HK	昆仑能源	158,693.13	124,388.97	9,596.89	55,457.38

证券代码	公司名称	资产	收入	利润	市值规模
0392.HK	北京控股	180,518.88	67,653.04	8,359.75	50,031.14
1083.HK	港华燃气	35,407.60	12,715.17	1,518.49	16,221.32
3633.HK	中裕燃气	19,617.93	8,249.75	788.43	20,058.97
1600.HK	天伦燃气	13,218.67	7,234.80	903.45	8,172.37
平均		88,750.39	45,130.92	5,270.16	75,154.48
去极值平均		85,503.03	36,858.53	5,301.16	45,170.50
中值		78,579.31	40,183.30	6,178.03	50,031.14

注：资产数据取用估值基准日数据；

收入、利润数据取用估值基准日最近 12 个月数据；市值规模选取估值基准日前 20 日交易均值，对上市公司普通股市值进行测算。

通过对可比上市公司的资产、收入、利润、市值规模与新奥能源进行对比，可比上市公司与新奥能源同为区域内行业排名靠前的上市公司，在本次对新奥能源估值过程中选取的同行业可比公司具备高可比性，且新奥能源的各项指标显示其经营水平处于行业正常水平之内，因此选取的同行业可比公司合理，故通过市场法得出的新奥能源估值结论具备合理性。

此外，考虑到香港上市公司年报披露信息不如境内上市公司年报披露信息全面，估值人员对其进行财务指标调整会存在较高的主观判断，为了降低估值人员主观判断的不准确性，故本次估值在综合考虑可比上市公司财务指标与标的单位具备对比性的情况下，选用较多可比公司的方法消除个别公司财务数据差异的影响。

2、本次估值选取 EV/EBITDA、EV/EBIT、P/E 作为计算估值的价值比率，主要原因如下：

价值比率是指资产价值与其经营收益能力指标、资产价值或其他特定非财务指标之间的一个“比率倍数”。常用的价值比率包括：企业价值/息税折旧及摊销前利润（EV/EBITDA）、企业价值/息税前利润（EV/EBIT）、市盈率（P/E）、企业价值/销售收入（EV/S）、市销率（P/S）、市净率（P/B）等。

企业价值/息税折旧及摊销前利润（EV/EBITDA），指企业价值与 EBITDA（利息、所得税、折旧、摊销前利润）的比值。该价值比率具有以下特点：企业价值比率比权益比率更全面，收购公司从全资产口径角度衡量，企业价值比率受

不同会计规则的影响较小；其次，不受不同公司资本结构不同的影响，企业价值比率受到财务杠杆调节的影响较小，公司对资本结构的不同安排不会对于估值产生较大影响，同样有利于比较不同公司的估值水平；最后，降低了折旧摊销这些非现金成本的影响，可以更准确的反映公司价值。

企业价值/息税前利润（EV/EBIT），指企业价值与 EBIT（利息、所得税前利润）的比值。该价值比率具有以下特点：反映了企业主营业务的盈利能力；不受所得税率及资本结构不同的影响。

市盈率（P/E），是将股票价值与公司当前盈利状况直接联系在一起的直观统计比率，适用性较强，通常使用近期的实际盈利或盈利估计，近期的盈利估计一般比较准确，可以进行较广泛的参照比较。使用该比率时需要排除会计政策及非经营性损失的影响，被估值单位及可比上市公司信息披露较为充分，可以满足使用的要求。

企业价值/销售收入（EV/S），指企业价值与营业收入的比值。使用企业价值/销售收入不受资本结构不同的影响，同时可以规避折旧、存货等会计政策的影响。但该指标难以反映企业盈利能力与企业价值之间的关系。

市销率（P/S），指每股市价与每股销售额的比值。使用市销率可以规避折旧、存货等会计政策的影响，收入受非经营的影响比收益和现金流小。但该指标难以反映企业盈利能力与股权价值之间的关系。

市净率（P/B），指每股市价与每股净资产的比值。该指标在一定程度上反映了企业既往的投资规模、资本积累与估值的相关性，对于资产量较大的企业，该指标更为适用。

本次交易中，置入资产新奥能源主要从事天然气销售业务，置出资产联信创投的核心资产-Santos 主要从事天然气开采业务，二者分别为天然气产业链的下游和上游，业务性质不同。

置入资产新奥能源与资产量较大的上游行业公司（如 Santos）相比，新奥能源的经营成果相较于投资规模、资本积累等，其与估值的相关性更强，该行业价

值倍数尤其关注企业的盈利能力，较适用盈利类价值比率。故估值人员选取EV/EBITDA、EV/EBIT、P/E作为计算估值的价值比率。

Santos属于能源开采业，资产投入较大，股东关注资源储量、资产质量和经营成果，且该行业经营结果易受油价影响波动，因此价值比率从资产类、盈利类和收入类三个方面选取。

估值人员本次对置入资产定价采用了常用的价值比率，价值比率类型也与上述分析相吻合。实证为价值比率计算过程中，去极值后可比公司上述价值倍数的标准离差率与各自未采用的价值倍数标准离差率相比较低，说明该价值倍数行业适用性较好。

3、选取去极值后均值的原因如下：

均值是对所有数据平均后计算的一般水平代表值，数据信息提取的最充分，数据对称分布或接近对称分布时应用，能够较好的反映全部提取指标的特征，它在整个统计方法中应用最广，对经济管理和工程等实际工作也是最重要的代表值和统计量。中值，是指将统计总体当中的各个变量值按大小顺序排列起来形成一个数列，处于变量数列中间位置的变量值就称为中值。中值与均值相比，中值的缺点是其数据利用不够充分，均值的缺点是容易受到极端值的影响，但通过去极值后均值可以有效的避免该影响。

由于本次估值选取的可比上市公司数量为7家，去极值后参与均值计算的样本数量实际为5家，对这个样本量取均值是估值行业更为常见的操作。取中值一般是在样本量较大及样本差异较大的情况下应用。对于这样数量的样本选取均值既保证了可比标准，又兼顾了样本的差异，有利于对可比公司数据充分合理运用。

去极值后的剩余可比样本价值比率区间缩窄，集中趋势更为明显，采用均值兼顾了各样本公司间的差异影响。在估值过程中，EV/EBITDA、EV/EBIT、P/E三个价值比率去极值后指标所对应的可比上市公司的选择过程均为科学的估值方法体系，由此计算的估值结果具备合理性。

综上所述，本次估值，计算置入资产各种价值比率时均使用去极值后均值是因为估值人员综合考虑了各可比上市公司价值倍数的影响，关注其集中趋势，而

不是以一个中值代表全部可比公司。估值人员认为，在估值过程中挑选认为更合理的计算路径去定价的过程有利于求取更加市场化的结果，才更有利于保障上市公司中小股东的利益。且选取去极值后均值兼顾了标的公司与可比公司在规模、成长性等方面的差异，同时有效避免了极端值对数据有效性的影响，使所得估值结论较更加优化，具有合理性。

(三) 补充披露在测算被估值单位(即新奥能源) EBITDA、EBIT 时数据来源、计算依据，与被估值单位报告期相应数据的差异和合理性。

1、本次估值涉及财务指标的数据来源、计算依据，与被估值单位报告期相应数据的差异和合理性

测算被估值单位 EBITDA、EBIT 时数据来源引自中喜会计师事务所（特殊普通合伙）出具的中喜审字【2019】第 1682 号审计报告（包括新奥能源控股有限公司 2019 年 1-6 月、2018 年度、2017 年度数据），以及新奥能源提供的同合并口径的 2018 年 1-6 月份数据；EBITDA、EBIT 计算依据均源于上述取得数据。

EBITDA、EBIT 数据取用估值基准日最近 12 个月数据（即 2018 年 7 月至 2019 年 6 月数据），相关数据计算的过程取用经中喜会计师事务所审计并出具的中喜审字【2019】第 1682 号审计报告中的 2018 年度数据减去新奥能源提供的同合并口径的 2018 年 1-6 月份数据，再加上中喜审字【2019】第 1682 号审计报告中的 2019 年 1-6 月数据，故与被估值单位报告期相应数据无差异且具有合理性。

本次估值选取估值基准日最近 12 个月数据是因为盈利类价值比率与资产类价值比率不同，前者需要用一个会计期间的财务数据参与计算，而不是时点数据。通常这个会计期间都是以一个财务年度为单位，这样能够真实完整的反映一个企业的经营状况。本次估值基准日为 2019 年 6 月 30 日，与标的公司的年报日不同，因此选取了估值基准日最近 12 个月的数据。12 个月与企业财务年度的期间相同，能够呈现标的企业估值基准日最近一个完整经营周期的经营成果，规避了季节性因素以及其他相关因素的影响，是投资与估值实践中一种常用的方法。

2、本次估值中可比公司采用香港财务报告准则数据的合理性

(1) 本次估值选取的可比上市公司均为香港交易所的上市公司，均遵循香港财务报告准则，除 A+H 股上市公司外，香港上市公司一般不编制国内会计准则财务报告。为了保证标的公司与可比公司同在一个资本市场，受相同的市场因素影响，选取采用香港财务报告准则的可比上市公司是难以规避的。

(2) 本次估值所采用的指标中包括企业价值/息税折旧及摊销前利润 (EV/EBITDA) 和企业价值/息税前利润 (EV/EBIT)，企业价值比率受不同会计规则的影响较小。

(3) 香港会计准则与国内会计准则都跟随国际会计准则变化的趋势，二者基本趋同，对估值影响较小。

综上所述，香港与国内会计准则差异对本次估值影响较小，估值所选取可比公司采用香港财务报告准则数据具备合理性。

(四) 补充披露本次置入资产估值较估值基准日港股市值的增值情况，并结合新奥能源目前的股价走势，补充披露本次置入资产估值的合理性。

新奥能源股东全部权益价值估值为 8,946,110.46 万元港币，每股的市场价值为 79.57 港币/股，估值基准日 2019 年 6 月 30 日新奥能源股价为 76.00 港币/股，估值增值 3.57 港币/股，增值率为 4.70%。

新奥能源自 2019 年 7 月 1 日至 2020 年 3 月 29 日的股价走势如下图所示：



自 2019 年 7 月 1 日至 2020 年 3 月 29 日新奥能源最高收盘价为 96.15 港币/股，最低收盘价为 63.00 港币/股，平均收盘价为 84.00 港币/股，成交量加权平均价格为 82.70 港币/股。本次估值结论为 79.57 港币/股，位于该期间收盘价区间范围内，比平均收盘价低 5.27%，比成交量加权平均价格低 3.79%，略低于平均收盘价和成交量加权平均价格，置入资产的估值较具有合理性，不存在损害上市公司及中小股东利益的情形。

二、补充披露情况

上市公司已在本次《重组报告书（草案）（二次修订稿）》“第七章、置出资产与置入资产估值情况”之“二、置入资产估值基本情况”之“（六）、估值合理性”补充披露了本次对置入资产估值可比上市公司的选择过程，测算可比上市公司 EBITDA、EBIT 时数据来源和计算依据、标准是否一致，并说明可比公司选择的合理性；本次对置入资产估值选取 3 个指标均为盈利比率的合理性，并说明在价值比率区间范围较大的情况下，选取均值的合理性，以及对本次置入资产估值的影响；本次对置入资产估值标的公司 EBITDA、EBIT 时数据来源、计算依据，与被估值单位报告期相应数据的差异和合理性；本次对置入资产估值，置入资产较估值基准日港股市值的增值情况以及置入资产估值的合理性。

三、中介机构核查意见

经核查，估值机构认为：

测算可比上市公司 EBITDA、EBIT 时数据来源、计算依据的标准具有一致性、可比性，通过分析所选取的 7 家可比上市公司的经营范围、资本市场、主要经营区域、规模等情况，本次对置入资产进行估值所选取的可比上市公司具有合理性。

通过分析可比上市公司的资产、收入、利润、市值规模情况，本次对置入资产进行估值选取三个指标均为盈利比率具备合理性，价值比率选取去极值后均值兼顾了标的公司与可比公司某个角度必然存在的差异，同时有效避免了极端值对数据有效性的影响，使所得估值结论更加优化，具有合理性。

测算被估值单位 EBITDA、EBIT 时数据来源准确、计算依据充分，相关数

据与置入资产报告期相应数据无差异且具有合理性。

通过分析置入资产截至目前的股价走势以及置入资产估值较估值基准日港股市值的增值情况，估值结论略低于该期间平均收盘价和成交量加权平均价格，置入资产的估值较具有合理性。

问题七、申请文件显示，1) Santos 采用可比上市公司比较法进行估值，选取了澳大利亚上市的八家能源行业公司，使用的价值比率乘数市净率(P/B)、息税折旧摊销前利润(EV/EBITDA)、营业收入(EV/S)为可比公司价值比率乘数均值。2)经估值，Santos 股东每股权益价值为 7.08 澳元/股，请你公司：1)补充披露可比上市公司的选择过程，计算可比上市公司价值时数据来源和计算依据，标准是否一致、具有可比性，说明可比公司选择的合理性。2)结合可比公司的资产、收入、利润、市值规模与 Santos 的可比性，补充披露在价值比率区间范围较大的情况下，选取均值的合理性，以及对本次置出资产估值的影响。3)补充披露在计算每股价值估值结果时，被估值单位上述价值比率对应参数 2,394.00 百万美元、7,532.00 百万美元、3,954.00 百万美元，以及货币资金、付息负债的数据来源、计算依据，与 Santos 报告期相应数据的差异和合理性。4)结合 Santos 目前的股价走势，补充披露本次置出资产估值的合理性，请独立财务顾问、估值机构核查并发表明确意见。

回复：

一、事实情况说明

（一）补充披露可比上市公司的选择过程，计算可比上市公司价值时数据来源和计算依据，标准是否一致、具有可比性，说明可比公司选择的合理性。

1、可比上市公司的选择过程

估值人员通过 Capital IQ 数据库，按照以下步骤筛选可比上市公司：

（1）Santos 为澳洲证券交易所（ASX）上市公司，因此从市场角度选取澳洲证券交易所上市的公司；

(2) Santos 主营业务为天然气及石油的开采及销售，因此从业务角度选取从事油气开采的能源行业上市公司，共 97 家上市公司符合筛选条件；

(3) Santos 在估值基准日最近 12 个月盈利，因此从中剔除最近 12 个月经营业绩亏损的上市公司，剩余 15 家上市公司在选择范围；

(4) Santos 公司体量较大，剔除市值低于 5000 万澳元的上市公司，剩余 9 家上市公司在选择范围；

(5) 剔除上市日期不足 3 年的上市公司，因此剔除 Australis Oil & Gas Limited (ASX:ATS)，剩余的 8 家公司上市日期均不晚于 2013 年。

通过上述选取过程，最终确定可比上市公司为 8 家，分别为 Woodside Petroleum Ltd (ASX:WPL)、Oil Search Limited (ASX:OSH)、Beach Energy Limited (ASX:BPT)、Origin Energy Limited (ASX:ORG)、Senex Energy Limited (ASX:SXY)、Byron Energy Limited (ASX:BYE)、Sundance Energy Australia Limited (ASX:SEA) 和 Cue Energy Resources Limited (ASX:CUE)，各公司基本情况介绍如下：

资本市场及股票代码	注册地	业务描述	上市日期
ASX:WPL	澳大利亚	Woodside Petroleum Ltd 在大洋洲、亚洲、加拿大、非洲和国际上从事碳氢化合物的勘探、评估、开发、生产、营销和销售。该公司生产液化天然气、管道天然气、凝析油、液化石油气和原油。它的业务有 Greater Browse、Greater Sunrise、Greater Pluto、Greater Exmouth、North West Shelf、Wheatstone、Canada，Senegal、Greater Scarborough 和 Myanmar 等项目。该公司成立于 1954 年，总部位于澳大利亚珀斯。	1992/1/2
ASX:OSH	巴布亚新几内亚	Oil Search Limited 在巴布亚新几内亚、美国和澳大利亚勘探、开发和生产石油和天然气资产。它涉及液化天然气、原油、天然气、凝析油、石脑油和其他精炼产品的开发、生产和销售及发电活动。Oil Search Limited 成立于 1929 年，总部位于巴布亚新几内亚莫尔兹比港。	1992/1/2
ASX:BPT	澳大利亚	Beach Energy Limited 是一家石油和天然气勘探和生产公司。该公司在澳大利亚和新西兰的五个生产盆地从事陆上和海上的石油和天然气生产。该公司前身为 Beach Petroleum Limited，于 2009 年 12 月更名为现用名。Beach Energy Limited 成立于 1961 年，总部位于澳大利亚阿德莱德。	1992/1/2

资本市场及 股票代码	注册地	业务描述	上市日期
ASX:ORG	澳大利亚	Origin Energy Limited 是一家综合能源公司，在澳大利亚、新西兰和国际上从事能源零售，发电和天然气生产业务。该公司通过能源市场和综合天然气部门运营。其勘探和生产业务包括澳大利亚中部的 Bowen 和 Surat 盆地、西澳大利亚的 Browse 盆地和北部地区的 Beetaloo 盆地。该公司还通过煤炭、风能、抽水蓄能、太阳能和热电联产电厂发电及出售电力、天然气和液化石油气，并向家庭和企业供应液化石油气。Origin Energy Limited 成立于 2000 年，总部位于澳大利亚 Barangaroo。	1980/11/17
ASX:SXY	澳大利亚	Senex Energy Limited 在澳大利亚勘探和生产石油和天然气资源。它主要持有 Cooper-Eromanga 盆地的石油和天然气资产组合，以及昆士兰州 Surat 盆地的天然气矿权。该公司前身为 Victoria Petroleum NL，于 2010 年更名为现用名。Senex Energy Limited 总部位于澳大利亚布里斯班。	1992/1/2
ASX:BYE	澳大利亚	Byron Energy Limited 从事石油和天然气资产的开发、勘探和生产。它拥有位于墨西哥湾浅水区和美国过渡区域的工作权益，包括美国的州水域和相邻的海岸线。该公司成立于 2005 年，总部位于澳大利亚墨尔本。	2013/5/30
ASX:SEA	澳大利亚	Sundance Energy Australia Limited 在是一家在美国经营的陆上石油和天然气公司。该公司勘探、开发、生产石油和天然气。其勘探和开发活动主要集中在南德克萨斯州-墨西哥湾沿岸盆地的 Eagle Ford 项目。Sundance Energy Australia Limited 成立于 2004 年，总部位于澳大利亚 Wayville。	2005/4/28
ASX:CUE	澳大利亚	Cue Energy Resources Limited 从事石油天然气的勘探、开发和生产。它通过位于印度尼西亚、新西兰和澳大利亚的项目来勘探石油和天然气。该公司成立于 1981 年，总部位于澳大利亚墨尔本。	1996/1/8

此 8 家可比公司均为澳大利亚能源行业上市公司，均采用澳大利亚会计准则，与标的公司所处行业、业务特点、资本市场、发展阶段等方面具有可比性。

2、计算可比上市公司价值时数据来源和计算依据，标准是否一致、具有可比性，说明可比公司选择的合理性。

Santos 数据及可比上市公司数据均通过 Capital IQ 数据库进行提取，估值人员再将提取的数据与各上市公司公告的财务数据进行核对。如有差异则以上市公司公告的年报、半年报为准，对提取数据进行调整，因此数据来源可靠。Santos 与可比上市公司价值比率的计算依据及标准一致，具有可比性。

可比公司的选择保持了同一资本市场、同一行业，业务内容相近、企业发展所处阶段相似，具有一定可比性。计算 Santos 及可比上市公司价值时数据来源、计算依据和标准一致，具有可比性及合理性。

（二）结合可比公司的资产、收入、利润、市值规模与 Santos 的可比性，补充披露在价值比率区间范围较大的情况下，选取均值的合理性，以及对本次置出资产估值的影响。

1、基于公司规模的对比

可比公司的资产、收入、利润、市值规模与 Santos 对比情况如下：

项目	总资产(百万美元)	归属于母公司所有者权益合计(百万美元)	营业收入(百万美元)	归属于母公司所有者的净利润(百万美元)	发行股份数量(百万股)	市值(百万澳元)
ASX:WPL	29,325.00	16,907.00	5,112.00	1,242.00	936.15	33,276.44
ASX:OSH	11,397.23	5,179.20	1,754.95	423.97	1,524.75	10,718.97
ASX:BPT	2,741.61	1,663.22	1,455.39	404.39	2,278.25	4,269.44
ASX:ORG	18,032.49	9,196.62	10,334.20	848.28	1,756.40	12,577.59
ASX:SXY	352.81	249.23	66.79	2.28	1,453.07	447.55
ASX:BYE	53.49	36.71	31.32	5.72	695.37	198.88
ASX:SEA	823.13	366.04	212.80	17.81	687.57	188.39
ASX:CUE	44.46	29.01	18.02	5.99	698.12	54.45
平均值	7,846.28	4,203.38	2,373.19	368.80	1,253.71	7,716.46
中值	1,782.37	1,014.63	834.10	211.10	1,194.61	2,358.49
Santos	17,227.00	7,532.00	3,954.00	914.00	2,082.96	14,414.11

注：资产数据取用估值基准日数据；

收入、利润数据取用估值基准日最近 12 个月数据；

市值规模选取估值基准日前 20 日交易均值，对上市公司普通股市值进行测算；

澳元报表数据转换为美元采用的汇率为 0.7005。

从资产、收入及利润规模来看，Santos 在选取的同行业上市公司中排名为第二至第三；从基准日市值规模来看，排名为第二。综合排名第一的 ASX:WPL 为澳大利亚最大的油气资源开采商，近几年连续盈利，股价也明显高出其他同行业公司，整体实力优于 Santos 公司。八家可比上市公司中，与 Santos 资产、收入、

利润、市值规模很接近的为 ASX:OSH 及 ASX:ORG，数量较少，其中 ASX:OSH 近三年也是连续盈利。Santos 从 2018 财务年度起扭亏为盈，经营状况逐步改善，其股价明显受历史经营业绩拖累，与历史股价区间比尚处于较低水平。ASX:SXY、ASX:BYE、ASX:SEA、ASX:CUE 虽然规模较小，均为最近 1 至 2 年扭亏为盈，因此经营情况相似度高。

本次估值采用一些规模相对较小的上市公司作为可比公司是出于以下几个方面的考虑：

（1）市场途径估值，通常是通过将标的资产与相同或相似且价格信息可获取的资产进行比较而估算标的资产价值。本次交易标的资产为企业股权，由于企业经营的独特性，完全相同或绝对相似的企业并不能在实践中获得，因而通常对估值实践有意义的可比性指的也是相对可比。即在综合权衡和保障时间充裕度、成本经济性及信息可获得性的基础上，最大程度选择相对其他公司而言，与标的公司更加相似的公司。

澳大利亚虽然存在较多的从事油气资产开采业务的上市公司，但是规模与 Santos 相当的数量较少，再考虑其他方面的可比因素后就会不充足。估值人员认为，为了挑选充足数量的可比上市公司，与扩大到澳大利亚以外的市场相比，不如放宽企业规模的条件选择澳大利亚的同行业上市公司。因为同一个国家市场的宏观经济、政策、市场环境及供求关系、行业因素及投资者心理等众多影响股价的因素趋同，会计准则相同，价值比率的可靠性及可比性更高。

（2）Santos 本身为上市公司，与所选取的可比公司的归母净资产均不低于千万美元级别。在规模达到一定程度后，规模因素对企业价值的影响是被弱化及趋同的，如同为大型公司，应对风险的能力相接近。且企业在规模上的可比性只是众多可比因素中的一个，与规模相比，企业盈利能力及发展趋势有着至关重要的影响。在被估值单位也是上市公司的情况下，规模标准可适当弱化。

（3）本次交易中，置入资产新奥能源主要从事天然气销售业务，置出资产联信创投的核心资产 Santos 主要从事天然气开采业务，二者分别为天然气产业链的下游和上游，业务性质不同。

置出资产联信创投的核心资产 Santos 属于能源开采业，资产投入较大，股东关注资源储量、资产质量和经营成果，且该行业经营结果易受油价影响波动，因此价值比率从资产类、盈利类和收入类三个方面选取。

置入资产新奥能源主要从事天然气销售业务，为天然气产业链的下游，与产量较大的上游行业公司（如 Santos）相比，新奥能源的经营成果相较于投资规模、资本积累等，其与估值的相关性更强，该行业价值倍数尤其关注企业的盈利能力，较适用盈利类价值比率。故估值人员选取 EV/EBITDA、EV/EBIT、P/E 作为计算估值的价值比率。

从估值技术角度，Santos 估值结果综合采用了资产类、盈利类和收入类价值比率，定价因素考虑比较全面，基于企业净资产的价值比率已纳入定价因素。且该技术路径需要一定数量的可比上市公司以揭示价值倍数规律，该方法有助于规避可比公司规模较接近而价值比率较为分散的情形。企业股价是综合因素影响的结果，可比公司在数量上的充足性有助于揭示真正的价值规律。

2、基于经营绩效的对比

经营绩效分析是指总结和评价企业财务状况与经营成果的分析指标，通常包括经营增长状况指标、盈利能力状况指标、资产质量状况指标和债务风险状况指标。各可比公司及 Santos 基于估值基准日或最近 12 个月财务指标总结如下表：

项目	指标名称	平均值	中值	Santos	第一四分位值	第三四分位值
经营增长状况	营业收入增长率	58.30%	32.80%	18.70%	7.10%	82.60%
	净利润增长率	162.60%	111.60%	265.60%	26.80%	302.80%
盈利能力状况	总资产报酬率	10.70%	7.80%	10.40%	6.80%	18.50%
	净资产收益率	12.40%	9.10%	12.60%	5.60%	21.60%
资产质量状况	总资产周转率	0.38	0.36	0.26	0.19	0.57
	流动资产周转率	2.29	2.28	1.77	1.15	3.26
债务风险状况	资产负债率	41.70%	39.50%	56.30%	32.20%	53.10%
	流动比率	2.14	1.21	1.61	0.80	3.57

根据上述统计的指标数据展开分析如下：

(1) 经营增长状况：Santos 营业收入增长率稍低于可比公司平均值，净利润增长率高於可比公司平均值。Santos 的收入增长情况受宏观经济以及行业影响与可比公司趋势较为一致，Santos 通过压缩公司运营成本费用最近一年净利润增长明显快于同行业水平，尚处于第三四分位值之内。总体来说澳大利亚油气开采业估值基准日最近一年经营业绩增长较快。

(2) 盈利能力状况：Santos 总资产报酬率、净资产收益率基本与同行业可比公司平均值持平，略高于中值，分布于第一四分位值与第三四分位值中间。综合比较后 Santos 盈利能力状况达到可比公司平均水准，盈利能力与可比公司接近。

(3) 资产质量状况：Santos 总资产周转率和流动资产周转率略低于同行业平均值和中值。综合来看，这些公司资产周转水平同处于一个较低的区间，是与采掘业的重资产特性相符的，Santos 与同行业处于同一水准。

(4) 债务风险状况：Santos 的资产负债率略高于可比公司平均水准，均值与 Santos 都处于比较适宜的 40%-60% 水平。其流动比率介于平均值与中值之间，三者均大于 1，说明企业资产变现能力强，短期偿债能力强。综合来讲，Santos 与可比公司的偿债能力处于同一水准。

通过对同行业公司的经营增长状况、盈利能力状况、资产质量状况、债务风险状况的数据对比，标的公司的各项财务指标显示其经营水平处于行业正常水平之内，本次在 Santos 估值过程中选取的同行业可比公司具有较高可比性。

综上，通过筛选，最终确定的可比上市公司经营范围、资本市场、发展阶段、规模、经营绩效等方面具有可比性，本次选取的可比上市公司具有合理性。

3. 补充披露在价值比率区间范围较大的情况下，选取均值的合理性

均值是对所有数据平均后计算的一般水平代表值，数据信息提取的最充分，数据对称分布或接近对称分布时应用，能够较好的反映全部提取指标的特征，它整个统计方法中应用最广，对经济管理和工程等实际工作也是最重要的代表值和统计量。中值，是指将统计总体当中的各个变量值按大小顺序排列起来形成一个数列，处于变量数列中间位置的变量值就称为中值。中值与均值相比，中值的

缺点是其数据利用不够充分，均值的缺点是容易受到极端值的影响，但通过去极值后均值可以有效的避免该影响。

由于本次估值选取的可比上市公司数量为 8 家，去极值后参与均值计算的样本数量实际为 6 家，对这个样本量取均值是估值行业更为常见的操作。取中值一般是在样本量较大及样本差异较大的情况下应用。对于这样数量的样本选取均值既保证了可比标准，又兼顾了样本的差异，有利于对可比公司数据充分合理运用。

Santos 去极值后的可比样本价值比率区间缩窄，集中趋势更为明显，采用均值兼顾了各样本公司间的差异影响。通过去极值的过程，均值与中值很接近，P/B 价值比率与 EV/S 价值比率二者差异在 0.1 以内，EV/EBITDA 价值比率二者差异为 0.6，此两种方法定价结果并不会会有较大差别，但是均值的运用更综合体现了可比公司的一般水平。

综上所述，本次估值计算置出资产各种价值比率时均使用均值是因为估值人员综合考虑了各可比上市公司价值倍数的影响，关注其集中趋势，而不是以一个中值代表全部可比公司。估值人员认为，去极值后的均值与中值，二者能互相支撑与印证，有利于揭示可比公司内在价值比率规律。在估值过程中挑选认为更合理的计算路径去定价的过程有利于求取更加市场化的结果，才更有利于保障上市公司中小股东的利益。选取去极值后均值兼顾了标的公司与可比公司某个角度必然存在的差异，同时有效避免了极端值对数据有效性的影响，使所得估值结论更加优化，具有合理性。

（三）补充披露在计算每股价值估值结果时，被估值单位上述价值比率对应参数 2,394.00 百万美元、7,532.00 百万美元、3,954.00 百万美元，以及货币资金、付息负债的数据来源、计算依据，与 Santos 报告期相应数据的差异和合理性。

1、用于 P/B 比率乘数下的被估值单位价值计算的 7,532.00 百万美元为 2019 年 6 月 30 日 Santos 资产负债表列示的归属于母公司所有者权益金额，与 Santos 2019 年度半年报账面一致。

2、用于 EV/S 比率乘数下的被估值单位价值计算的 3,954.00 百万美元为估值基准日最近 12 个月的 Santos 销售收入，具体计算过程如下表所示：

金额单位：百万美元

项目	2018 年 1-6 月	2018 全年	2019 年 1-6 月	最近 12 个月
	A	B	C	D=B-A+C
销售收入	1,680	3,660	1,974	3,954

上述数据来源于 Santos 2018 年至 2019 年上半年的半年报及年报，数额与半年报及年报数据一致，经过计算得到最近 12 个月销售收入。

3、用于 EV/EBITDA 比率乘数下的被估值单位价值计算的 2,394.00 百万美元为估值基准日最近 12 个月的 Santos 扣非调整后息税折旧摊销前利润（EBITDA），具体计算过程如下表所示：

金额单位：百万美元

项目	2018 年 1-6 月	2018 全年	2019 年 1-6 月	最近 12 个月
	A	B	C	D=B-A+C
税前利润	335	1106	590	1361
减：出售投资收益	0	56	0	56
减：资产出售收益	55	56	10	11
扣除非经常性损益后利润总额	280	994	580	1294
加：利息支出	97	212	124	239
加：折旧、折耗与摊销	328	667	460	799
加：净减值损失	76	100	38	62
息税折旧摊销前利润（EBITDA）	781	1973	1202	2394

上述数据来源于 Santos 2018 年至 2019 年上半年的半年报及年报，过程数据与半年报及年报数据一致，经过计算得到 EBITDA。

4、货币资金 1,215.00 百万美元为 2019 年 6 月 30 日 Santos 资产负债表列示的货币资金，与 Santos 2019 年半年报账面值一致。

5、付息债务 4,610.00 百万美元为长期借款及其一年以内到期的部分、融资租赁款及其一年以内到期的部分合计数额，数据来源于 Santos 2019 年半年报

（四）结合 Santos 目前的股价走势，补充披露本次置出资产估值的合理性

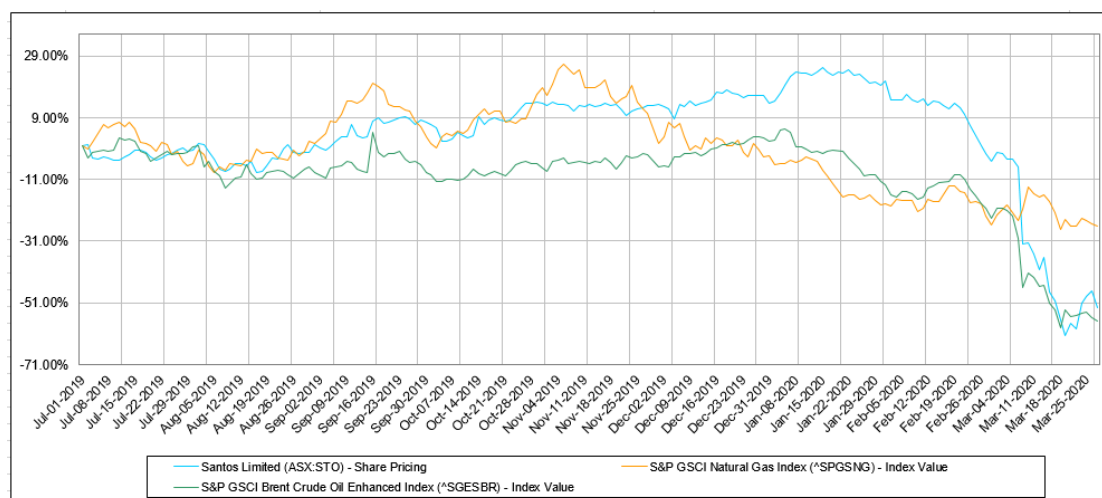
联信创投股东全部权益价值估值为 715,847.73 万元，其持有的 Santos 股权对应的每股市场价值估值为 7.08 澳元/股。Santos 股票估值基准日前 20 日交易均价为 6.92 澳元/股，2019 年 6 月 28 日 Santos 股价为 7.08 澳元/股，估值结果与估值时点近期股价非常接近。

估值基准日后，自 2019 年 7 月 1 日至 2020 年 3 月 29 日 Santos 的股价波动较大，整体呈先增后降趋势，期间最高收盘价为 9.00 澳元/股，最低收盘价为 2.75 澳元/股。截至 3 月 29 日，Santos 前 20 日交易均价为 4.35 澳元/股，本次估值结论对应 Santos 每股价值为 7.08 澳元/股，位于该期间收盘价区间内，高于近期收盘价水平。

Santos 估值基准日后股价呈现先增后降趋势的主要原因包括：

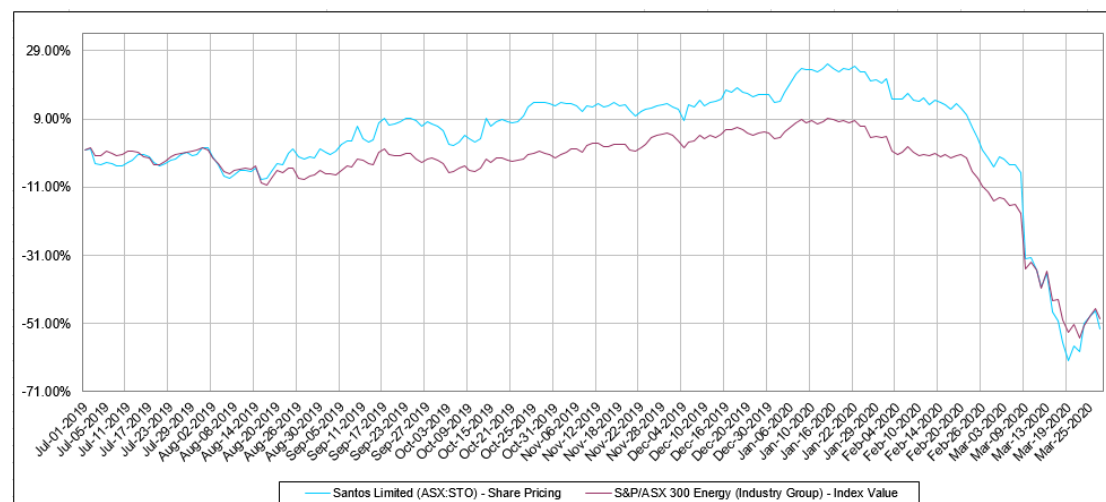
1、油气资产价格波动：Santos 作为油气资源开采商，股票价格与油气市场价格趋势的关联度很高。油气资产市场价格的波动带动 Santos 股价波动。

2019 年 7 月至 2020 年 1 月油气资产价格受到国际政治经济事件的利好影响。2019 年 9 月，阿美石油公司两处石油设施遭无人机袭击，该事件引发了市场对中东油田资产防护风险的担忧，该事件后油价微有上升。2020 年 1 月，美国刺杀伊朗将军及对方报复美军基地事件也致使国际油价冲高后回落，Santos 股价随油气资产价格向下波动。2020 年 3 月 6 日，沙特为首的欧佩克集团与以俄罗斯为代表的非欧佩克成员国减产谈判破裂，沙特开启了石油价格战，国际油价大幅下跌，导致 Santos 股价持续下跌。



数据来源：Capital IQ 数据库

2、能源行业带动：Santos 属于澳大利亚 ASX300 能源行业股指的成分股，该股指从2019年9月起至2020年1月中旬处于波动上涨区间，之后为下降趋势，Santos 基准日后股价走势与能源行业股指走势基本一致。



数据来源：Capital IQ 数据库

3、自身因素：Santos 2019 年下半年的公告显示其经营增长较强劲，以及宣布收购康菲石油公司北澳业务权益的公告也给市场带来一定的信心，带动公司股价一段期间内上涨。

4、其他影响：新冠肺炎疫情爆发，在疫情影响全球股市（美股今年第一次熔断）之前，Santos 股价已经低于本次基准日估值水平。2020 年 3 月疫情在海外扩散蔓延，澳大利亚股市也受到疫情影响，出现一定下滑，导致 Santos 股价进一步下跌。

尽管基于多种原因 Santos 股价在基准日后出现先增后降，本次置出资产估值是合理的。从估值时点来说，本次交易的审计、估值基准日均为 2019 年 6 月 30 日，置出资产估值仅为本次交易中各类价值确定的一环，置入资产的估值、发行股份的股价均以 2019 年 6 月 30 日为基准日，因此，交易定价参考基于 2019 年 6 月 30 日的估值结论是合理和公允的。Santos 在估值基准日前 20 个交易日和 60 个交易日的交易均价分别为 6.92 澳元/股和 7.01 澳元/股，在上市公司本次重组停牌日前 20 个交易日和 60 个交易日的交易均价分别为 6.82 澳元/股和 6.94 澳元/股。本次交易置出资产的核心资产 Santos 估值对应的每股价格为 7.08 澳元/股，估值单价比估值基准日和上市公司本次重组停牌日前 60 个交易日的交易均

价 6.94 澳元/股略高。从行业特点来说，Santos 作为石油和天然气生产商，核心业务为油气田开采，其经营及盈利情况一定程度上受市场油气价格影响；同时经比对 Santos 股票价格与行业股指也呈现较强的相关性。受市场供需关系、国际政治经济、地缘、国际公共卫生事件等多重因素影响，国际油气市场存在波动，致使 Santos 股价出现较大波动区间，截至 3 月 29 日，Santos 前 20 日交易均价为 4.35 澳元/股，低于本次估值 7.08 澳元/股。综合来看，本次置出资产的估值是合理的，不存在损害上市公司及中小股东利益的情形。

二、补充披露情况

上市公司已在本次《重组报告书（草案）（二次修订稿）》“第七章、置出资产与置入资产估值情况”之“一、置出资产估值基本情况”之“（六）、估值合理性”补充披露了本次估值置出资产可比上市公司的选择过程，计算可比上市公司价值时数据来源和计算依据，标准一致且具有可比性，并说明可比公司选择的合理性；本次估值置出资产价值比率区间范围较大的情况下选取均值的合理性，以及对本次置出资产估值的影响；本次对置出资产估值在计算每股价值估值结果时，置出资产上述价值比率对应参数 2,394.00 百万美元、7,532.00 百万美元、3,954.00 百万美元，以及货币资金、付息负债的数据来源、计算依据，与置出资产报告期公开披露数据的差异和合理性；补充披露置出资产最近股价走势并说明置出资产估值合理性。

三、中介机构核查意见

经核查，估值机构认为：

本次对置出资产进行估值所选取的可比公司与 Santos 所处行业、业务特点、资本市场、发展阶段、经营绩效等方面具有可比性，可比公司选择过程合理；

本次对置出资产进行估值计算 Santos 及可比上市公司价值所采用的数据来源、计算依据和标准一致，具有可比性及合理性。

本次对置出资产进行估值对价值比率选取去极值后均值兼顾了标的公司与可比公司某个角度必然存在的差异，同时有效避免了极端值对数据有效性的影响，使所得估值结论更加优化，具有合理性。

Santos 股价与油气资产价格存在较强相关性，受市场供需关系、国际政治经济、地缘等多重因素影响，国际油气市场存在波动及不确定，Santos 股价在估值基准日后出现较大波动区间具有合理性。

本次 Santos 每股价值估值与基准日近期股价接近，且置入资产与置出资产交易定价均参考基于相同的估值时点的估值结论，本次置出资产的估值具备合理性。

中水致远资产评估有限公司

2020 年 03 月 31 日