

长江证券承销保荐有限公司、
天风证券股份有限公司
关于深圳证券交易所
《关于对国电长源电力股份有限公司的重
组问询函》相关问题
的
核查意见

独立财务顾问



中国（上海）自由贸易试验区
世纪大道 1198 号 28 层



湖北省武汉市东湖新技术开发区
关东园路 2 号高科大厦四楼

签署日期：二〇二一年一月

深圳证券交易所公司管理部：

国电长源电力股份有限公司（以下简称“公司”或“上市公司”）于 2020 年 12 月 31 日收到深圳证券交易所下发的《关于对国电长源电力股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函【2020】第 22 号）。上市公司及相关中介机构对有关问题进行了认真分析与核查，具体核查情况如下。

如无特殊说明，本核查意见中所采用的释义与《国电长源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暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》一致。

问题一：

11 月 19 日披露的报告书显示，你公司用资产基础法和收益法对标的资产湖北电力进行评估，并最终选取资产基础法的评估结果，评估增值率 42.41%，然而，报告书修订稿显示，你公司采取市场法和收益法对湖北电力进行评估，并最终选取市场法的评估结果，评估增值率 43.79%。两次评估的评估基准日未发生变化，均为 2020 年 9 月 30 日。

请你公司：(1)说明评估基准日未发生变化的情况下，对评估标的改变评估方法的和评估结论的原因及合理性，是否存在前次评估方法的选取不审慎、不适当的情形，如是，请结合标的公司的行业特点、经营情况、财务状况等详细说明前次评估方法不适用的原因及合规性，如否，请说明具体原因；(2)资产基础法和市场法下标的公司评估增值率差异仅为 1.38%，请结合两种评估方法的特点和适用范围，说明两种方法下增值率差异较小的原因。

请独立财务顾问及评估机构核查并发表意见。

【回复】

一、评估基准日未发生变化的情况下，对评估标的改变评估方法和评估结论的原因及合理性分析

评估标的为电力企业，属于重资产企业，通常采用资产基础法和收益法进行评估，近年来资本市场公告的电力企业评估报告也均是采用资产基础法和收益法进行评估，11 月 19 日披露的报告书中涉及的评估报告亦采用资产基础法和收益法进行评估，最终结果选用资产基础法评估结果；但本次评估标的特殊点在于母

公司报表口径有 35,979.79 万元商誉，评估实务操作中，因商誉属于不可辨认无形资产，难以独立产生现金流量，无法单独评估，通常在企业整体价值评估中体现；本次资产基础法评估时，考虑到该商誉对应的实体企业全资子公司恩施水电已采用资产基础法进行了整体评估，为避免重复考虑，将母公司报表口径 35,979.79 万元商誉评估为零，具体结果如下：

资产评估结果汇总表

评估基准日：2020 年 09 月 30 日

被评估单位：国电湖北电力有限公司

金额单位：人民币万元

项 目		账面价值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C=B-A	D=C/A×100%
流动资产	1	42,801.84	42,801.84	0.00	0.00
非流动资产	2	509,243.93	689,805.05	180,561.12	35.46
其中：长期股权投资	3	374,970.68	588,305.62	213,334.94	56.89
投资性房地产	4	0.00	0.00	0.00	
固定资产	5	80,440.17	83,427.29	2,987.12	3.71
在建工程	6	108.87	108.87	0.00	0.00
油气资产	7	0.00	0.00	0.00	
无形资产	8	518.02	736.87	218.85	42.25
其中：土地使用权	9	356.44	539.02	182.58	51.22
其他非流动资产	10	53,206.19	17,226.40	-35,979.79	-67.62
其中：商誉	11	35,979.79	0.00	-35,979.79	-100.00
资产总计	12	552,045.77	732,606.89	180,561.12	32.71
流动负债	13	121,424.65	121,424.65	0.00	0.00
非流动负债	14	4,894.72	4,894.72	0.00	0.00
负债总计	15	126,319.37	126,319.37	0.00	0.00
净资产	16	425,726.40	606,287.52	180,561.12	42.41

在后续国资委组织的专家评审会评审过程中，评估机构组织专业人员对母公司报表商誉问题进行了多次讨论，考虑到资产基础法是以企业资产负债表为基础对各项资产和负债单独评估后加和确定评估对象的价值，可能存在无法充分考虑各项资产之间协同对整体价值影响的情形以及资产基础法难以量化考虑的各种无形资产的价值，因此本次最终将资产基础法修改为更能完整考虑上述因素的市场法。调整后，湖北电力市场法评估结果为 612,161.04 万元，与原资产基础法评估结果 606,287.52 万元相比，差异为 5,873.53 万元，差异率 0.97%，差异较小。

二、资产基础法和市场法下标的公司评估增值率差异仅为 1.38%，请结合两种评估方法的特点和适用范围，说明两种方法下增值率差异较小的原因。

湖北电力市场法评估结果为 612,161.04 万元，评估增值率 43.79%；资产基础法评估结果为 606,287.52 万元，评估增值率 42.41%；两种方法评估结果增值率差异仅为 1.38%。

资产基础法是以企业资产负债表为基础，合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象的价值。资产基础法是国内评估普遍使用的评估方法，方法运用成熟，评估结果易于理解；可反映资产的形成过程和单项资产的现时价值但不能完整体现资产的组合效应；资产基础法适用于拥有大量固定资产的企业，但不适用于固定资产较少，拥有大量难以量化的无形资产的企业。

市场法是通过与市场上已成交的可比交易案例进行对比、分析、调整后确定评估对象的价值。市场法数据直接取材于市场，评估过程直观，说服力强，结合了企业整体价值的市场交易情况，能完整体现资产的组合效应。市场法适用于所有企业，但使用前提是需有充分活跃的市场、三个以上的可比公司和相关价值影响因素信息。

本次两种方法差异较小的原因为电力企业属于重资产企业，主要价值还是体现在固定资产、土地等实物资产上，这些资产的价值已在资产基础法结果中体现，因此市场法与资产基础法的结果差异较小。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问长江证券承销保荐有限公司、天风证券股份有限公司认为，11月19日披露的报告书引用的评估报告采用了电力企业评估通常采用的资产基础法和收益法两种方法，12月25日披露的《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(草案)(修订稿)》中，评估报告进一步考虑了本次评估标的母公司报表含有商誉的特殊情形，将资产基础法修改为市场法，评估报告调整合规，从市场法和资产基础法的评估结果差异看，差异率仅为 0.97%，对本次重组未构成实质影响。

问题二、

报告书修订稿显示，你公司选取神皖能源、江苏电力及国电安徽作为市场法

下的可比公司，并选取了 PB 作为价值比率进行评估。可比公司的业务结构可比性部分显示，江苏电力有 25%的新能源发电业务，而标的公司不涉及新能源发电，标的公司有 18%的水电业务，而三家可比公司却不涉及水电业务。可比公司的主要财务指标部分显示，三家可比公司近两年的平均 ROE、近年收入增长率以及近两年平均资产负债率差异较大。

请你公司：(1)说明选取神皖能源、江苏电力及国电安徽作为市场法下的可比公司的原因，可比公司范围的确定依据及标准；(2)结合三家可比公司业务结构与标的公司的差异情况，以及三家公司财务指标差异较大的背景，进一步补充说明上述三家公司是否具有可比性；(3)说明选取 PB 作为价值比率的原因及依据，是否符合标的公司所处行业特征及经营特点。

请独立财务顾问及评估机构核查并发表意见。

【回复】

一、选取神皖能源、江苏电力及国电安徽作为市场法下的可比公司的原因，可比公司范围的确定依据及标准。

根据《资产评估执业准则——企业价值》，可比企业应与被评估单位属于同一行业，或者受相同经济因素的影响。

本次首先收集了近年来资本市场上公告的电力企业交易案例，初步选取了 15 家交易标的作为准可比公司，具体如下：

电力企业交易案例统计表

装机容量单位：万千瓦

序号	证券简称	证券代码	重组事件	评估基准日	评估对象	所属省份	装机容量	火电装机	热电装机	水电装机	新能源装机
1	上海电力	600021. SH	发行股份购买资产江苏公司 100%股权	2016/8/31	江苏公司	江苏	266.06	200.00			66.06
2	国电电力	600795. SH	与中国神华合资之国电安徽 100%股权	2017/6/30	国电安徽	安徽	335.75	252.00	83.75		
3	皖能电力	000543. SZ	发行股份购买资产神皖能源 24%股权	2018/3/31	神皖能源	安徽	592.00	396.00	196.00		
4	宁波热电	600982. SH	发行股份购买溪口水电	2018/7/31	溪口水电	浙江	8.00			8.00	
5			51.49%股权、明州热电	2018/7/31	明州热电	浙江	4.20		4.20		
6			100%股权、科丰热电	2018/7/31	科丰热电	浙江	11.10		11.10		
7			98.93%股权、久丰热电 40%股权	2018/7/31	久丰热电	浙江	4.20		4.20		
8	建投能源	000600. SZ	发行股份购买资产张河湾公司 45%股权、秦热公司 40%股权	2018/9/30	张河湾公司	河北	100.00			100.00	
9				2018/9/30	秦热公司	河北	65.00		65.00		
10	国投电力	600886. SH	转让国投宣城 51%股权、	2019/6/30	国投宣城	安徽	129.00	129.00			
11			国投北部湾 55%股权、国	2019/6/30	国投北部湾	广西	64.00		64.00		
12			投伊犁 60%股权、靖远二	2019/6/30	国投伊犁	新疆	66.00		66.00		
13			电 51.22%股权、淮北国	2019/6/30	靖远二电	甘肃	132.00		132.00		
14			安 35%股权、张掖发电	2019/6/30	淮北国安	安徽	64.00		64.00		
15			45%股权	2019/6/30	甘肃张掖	甘肃	65.00		65.00		
标的	长源电力	000966. SZ	发行股份购买湖北电力 100%股权	2020/9/30	湖北电力	湖北	328.51	200.00	70.00	58.51	

从可比性上分析，影响电力企业首要的经济因素是地域，不同地域的经济发展水平不同，发电指标差异较大；其次是机组容量和电力细分业务结构，具体分析如下：

1、交易案例地域可比性分析

评估标的位于湖北，从地域上看，上述准可比公司中地域处于江苏、安徽、浙江的交易标的与评估标的的最可比，这些标的在地域上均与湖北邻近，处于经济较发达地区。从 2019 年统计数据看，湖北火电平均发电利用小时为 3968 小时，江苏火电平均发电利用小时为 3995 小时，安徽火电平均发电利用小时为 4155 小时，浙江火电平均发电利用小时为 3973 小时，4 省发电利用小时相近，均高于全国火电平均发电利用小时 3825 小时。

2、交易案例机组容量可比性分析

评估标的的装机容量 328.51 万千瓦，与评估标的的相比，宁波热电重组项目涉及的标的装机容量太小；国投电力转让标的中的国投宣城和淮北国安虽位于安徽，但装机容量也较小；装机容量与评估标的的最可比的是神皖能源、江苏电力、国电安徽 3 家交易标的。

3、交易案例电力细分业务结构可比性分析

评估标的的可控总装机容量为 328.51 万千瓦，其中火电装机 200 万千瓦，占总装机之比为 61%；神皖能源可控总装机容量为 592 万千瓦，其中火电装机 396 万千瓦，占总装机之比为 67%；江苏电力可控总装机容量为 266.06 万千瓦，其中火电装机 200 万千瓦，占总装机之比为 75%；国电安徽可控总装机容量 335.75 万千瓦，其中火电装机 252 万千瓦，占总装机之比为 75%；可比公司与标的公司均以火电为主，火电业务装机规模相近，且均拥有技术先进的单机在 60 万千瓦以上的火电大机组。

评估标的的热电装机 70 万千瓦，占总装机之比为 21%；神皖能源热电装机 196 万千瓦，占总装机之比为 25%；国电安徽热电装机 83.75 万千瓦，占总装机之比为 25%。

评估标的水电装机 58.51 万千瓦，占总装机之比为 18%；江苏电力风电装机 50.64 万千瓦、光伏发电装机 15.42 万千瓦，新能源发电占总装机之比为 25%。

从电力细分业务结构上看，评估标的与可比公司以火电为主，热电为辅，稍有差异的是评估标的有 18%的水电，江苏电力有 25%的新能源，但占比不大，可以通过因素修正的方式调整合理，总体具有可比性。

二、结合三家可比公司业务结构与标的公司的差异情况，以及三家公司财务指标差异较大的背景，进一步补充说明上述三家公司是否具有可比性。

(1) 可比公司业务结构情况

可比公司在业务结构上稍有差异，具体如下表所示：

项目	神皖能源		江苏电力		国电安徽		标的公司	
	容量 (万千瓦)	结构 (%)	容量 (万千瓦)	结构 (%)	容量 (万千瓦)	结构 (%)	容量 (万千瓦)	结构 (%)
火电	396	67%	200	75%	252	75%	200	61%
热电	196	33%			83.75	25%	70	21%
水电							58.51	18%
新能源			66.06	25%				
小计	592	100%	266.06	100%	335.75	100%	328.51	100%

指标因素调整：以标的公司作为比较基准和调整目标，即标的公司各指标系数均设为 100，可比公司各指标系数与目标公司比较后，劣于目标公司指标系数的则调整系数小于 100，优于目标公司指标系数的则调整系数大于 100。

从细分业务结构上看，标的公司有 18%的水电，江苏电力有 25%的新能源，此部分均为清洁能源，市场价值表现要好于火电，从结构和类型上看，江苏电力要更好一些，本次对江苏电力修正+2%；神皖能源和国电安徽均没有清洁能源，但神皖能源热电占比稍高，热电市场价值表现会稍好于火电，本次对神皖能源修正-3%，对国电安徽修正-5%

(2) 财务指标分析

在盈利能力、成长性及财务风险方面，可比公司与评估标的虽有差异，但电力企业运营稳定，标的公司 ROE、收入增长率、资产负债率指标均处于可比公司同类指标数值范围内，可以通过因素修正的方式合理量化可比公司与标的公司的差异。

具体如下：

从盈利能力看，标的公司近两年平均 ROE 为 4.52%，神皖能源为 7.98%，江苏电力为 4.25%，国电安徽为 11.04%。指标上江苏电力与标的公司基本接近，其次为神皖能源，再次为国电安徽，综合分析，本次对江苏电力不做修正，神皖能源修正+2%，国电安徽修正+3%。

从收入增长率上看，标的公司近年收入增长率为 10.76%，神皖能源为 8.47%，江苏电力为 29.27%，国电安徽为-16.25%。指标上神皖能源与标的公司接近，江

苏电力增长率高，主要是前几年在建机组较多，机组投产后，后续年度增长趋于稳定；国电安徽历史年度火电利用小时下降幅度较大，后续年度会逐渐趋于稳定；综合分析，本次对神皖能源不做修正，江苏电力修正+2%，国电安徽修正-5%。

从资产负债率上看，标的公司资产负债率为 63.17%，神皖能源为 39.65%，江苏电力为 74.68%，国电安徽为 60.97%。电力企业运营稳定，现金流较好，上述 4 家公司的资产负债率均处于安全水平，指标上江苏电力、国电安徽与标的公司接近，神皖能源资产负债率较低，综合分析，本次对江苏电力、国电安徽不做修正，神皖能源修正+1%。

(3) 可比公司最终修正系数的确定

经上述综合打分后，具体打分表如下：

指标	标的公司	神皖能源	江苏电力	国电安徽
ROE	100.00	102.00	100.00	103.00
收入增长率	100.00	100.00	102.00	95.00
资产负债率	100.00	101.00	100.00	100.00
装机结构	100.00	97.00	102.00	95.00

影响因素 A_i 的调整系数=标的公司系数/可比公司系数

可比公司 P/B 修正系数= \prod 影响因素 A_i 的调整系数

根据上述对调整因素的描述及调整系数确定的方法，各影响因素调整系数详见下表：

指标	神皖能源	江苏电力	国电安徽
ROE	0.9804	1.0000	0.9709
收入增长率	1.0000	0.9804	1.0526
资产负债率	0.9901	1.0000	1.0000
装机结构	1.0309	0.9804	1.0526
综合调整系数	1.0007	0.9612	1.0758

通过上述修正后，可比公司的个体差异基本调整一致，三家公司均更具有可比性。

三、选取 PB 作为价值比率的原因及依据，是否符合标的公司所处行业特征及经营特点。

根据《资产评估执业准则——企业价值》，价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。

标的公司属于电力行业，通常采用的价值比率主要有盈利比率（P/E）、（EV/EBITDA）和资产比率（P/B），标的公司包含有 39 座小型水电站，装机容量 58.51 万千瓦，水库库容较小，水量调节能力较弱，收益有一定的波动性，不适

宜采用盈利指标；电力企业属于重资产企业，净资产规模是决定电力企业资产价值及收益规模的重要因素，故本次评估价值比率选用资产比率（P/B）。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问长江证券承销保荐有限公司、天风证券股份有限公司认为，神皖能源、江苏电力及国电安徽作为市场法下的可比公司符合评估准则要求，具有可比性；可比公司与标的公司在业务结构、财务指标等方面虽有差异，但通过因素修正得出综合调整系数后可以合理解决；选取 PB 作为价值比率符合标的公司所处行业特征及标的公司经营特点。

（以下无正文）

（本页无正文，为长江证券承销保荐有限公司《关于深圳证券交易所<关于对国电长源电力股份有限公司的重组问询函>相关问题的核查意见》之签章页）

财务顾问主办人：

朱孝新

张新杨

武石峰

长江证券承销保荐有限公司

年 月 日

（本页无正文，为天风证券股份有限公司《关于深圳证券交易所<关于对国电长源电力股份有限公司的重组问询函>相关问题的核查意见》之签章页）

财务顾问主办人：

崔伟

熊宇巍

天风证券股份有限公司

年 月 日