

中信证券股份有限公司

关于

杭州海联讯科技股份有限公司
换股吸收合并杭州汽轮动力集团股份有限公司
暨关联交易

之

估值报告



中信证券股份有限公司
CITIC Securities Company Limited

二〇二五年四月

声明

一、本报告分析对象为杭州海联讯科技股份有限公司（以下简称“海联讯”）与杭州汽轮动力集团股份有限公司（以下简称“杭汽轮”），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》（以下简称“《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，供海联讯董事会参考。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、尽管本报告是基于和依赖报告中所涉及的公开信息的准确性和完整性而准备的，中信证券对任何前述信息的使用并不代表其已独立地进行核实或表示同意。本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对吸收合并双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，未对吸收合并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、本报告仅供海联讯换股吸收合并杭汽轮暨关联交易（以下简称“本次换股吸收合并”、“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具有《杭州海联讯科技股份有限公司换股吸收合并杭州汽轮动力集团股份有限公司暨关联交易报告书》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

海联讯，A 股上市公司，是一家从事电力信息化系统集成业务的国家高新技术企业，主要面向电力企业，以提供综合性整体解决方案的形式，从事电力企业信息化建设业务，并提供相关的技术及咨询服务，电力信息化解决方案可广泛应用于电力行业产业链发电、输电、变电、配电、用电和调度等各个环节。截至本报告出具日，海联讯总股本为 33,500.00 万股，控股股东杭州资本持有海联讯 9,983.00 万股股份，占海联讯总股本的 29.80%；实际控制人杭州市国资委间接控制海联讯 9,983.00 万股股份，占海联讯总股本的 29.80%。

杭汽轮，B 股上市公司，是国内领先的工业透平机械装备和服务提供商，主要设计、制造工业汽轮机和燃气轮机等旋转类工业透平机械。工业汽轮机包括工业驱动汽轮机和工业发电汽轮机，其中工业驱动汽轮机主要用于驱动压缩机、鼓风机、泵、压榨机等旋转机械，是各类大型工业装置中的关键动力装备，主要应用于炼油、化工、化肥、建材、冶金、电力、轻工、环保等工业领域；工业发电汽轮机主要用于驱动发电机并同时提供热能，主要应用于各工业部门的企业自备电站、区域性热电联产工程、工业过程余热回收发电、城市垃圾电站以及燃气蒸汽联合循环电站。燃气轮机业务，通过与国外知名公司就高效率、高可靠性、低排放的先进天然气燃气轮机 SGT-800 机型开展合作，进入天然气分布式能源领域。截至本报告出具日，杭汽轮总股本为 117,494.69 万股，控股股东汽轮控股持有杭汽轮 68,971.59 万股股份，占杭汽轮总股本的 58.70%；实际控制人杭州市国资委间接控制杭汽轮 68,971.59 万股股份，占杭汽轮总股本的 58.70%。

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《杭州海联讯科技股份有限公司换股吸收合并杭州汽轮动力集团股份有限公司暨关联交易报告书》。

二、本次交易方案

（一）方案概要

本次交易通过换股吸收合并的方式对海联讯和杭汽轮进行重组整合，是深入贯彻落实习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的二十届三中全会精神，贯彻落实党中

央、国务院深化国企改革指导思想的重要举措，有助于完善国有上市公司产业布局，提升资产质量和运营效率，实现国有资产保值增值。本次交易是对国务院、中国证监会鼓励并购重组及上市公司间吸收合并的积极响应，有助于推动存续公司内强质地、外塑形象，提升上市公司资产质量和运营效率，从而增强上市公司的持续盈利能力，提升上市公司投资价值。本次交易有利于解决杭汽轮长期以来的历史遗留问题，提升杭汽轮融资能力，借力资本市场，将杭汽轮打造成盈利能力更强、更加优质的上市公司。本次交易后，存续公司将借力资本市场，继续加强自主燃气轮机的研发和应用，助推我国燃气轮机产业自主创新发展，为“两机专项”国家战略的实施贡献力量。

本次交易的具体方式为：海联讯向杭汽轮全体换股股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并杭汽轮。海联讯为吸收合并方，杭汽轮为被吸收合并方，即海联讯向杭汽轮的全体换股股东发行 A 股股票，交换该等股东所持有的杭汽轮股票。

本次合并完成后，杭汽轮终止上市并注销法人资格，海联讯将承继及承接杭汽轮的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。海联讯因本次换股吸收合并所发行的 A 股股票将申请在深交所创业板上市流通。

（二）换股价格与换股比例

本次换股吸收合并的定价基准日为吸收合并双方首次董事会决议公告日。综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模等因素，根据《重组管理办法》的相关规定，经合并双方协商确定，本次换股吸收合并中，海联讯的换股价格按照定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价确定为 9.56 元/股。杭汽轮定价基准日前 20 个交易日股票交易均价为 7.77 港元/股，按照杭汽轮停牌前一交易日，即 2024 年 10 月 25 日中国人民银行公布的人民币兑换港元的中间价（1 港元=0.91496 人民币元）进行折算，折合人民币 7.11 元/股。

最终确定杭汽轮换股价格为在此基础上给予 34.46%的溢价，杭汽轮的换股价格=杭汽轮的交易均价*（1+溢价率）=9.56 元/股，每 1 股杭汽轮股票可以换得海联讯股票数量=杭汽轮的换股价格/海联讯的换股价格。根据上述公式，杭汽轮与海联讯的换股比例为 1:1，即每 1 股杭汽轮股票可以换得 1 股海联讯股票。

自换股吸收合并的定价基准日至换股实施日（包括首尾两日），除合并双方任何一方发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项或者发生

按照相关法律、法规或监管部门的要求须对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。

若合并双方任何一方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、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项或者杭汽轮发生股票回购注销事项，则上述换股发行的股份数量将作相应调整。

杭汽轮换股股东取得的海联讯 A 股股票应当为整数，如其所持有的杭汽轮股票乘以换股比例后的数额不是整数，则按照其小数点后尾数大小排序，向每一位股东依次发放一股，直至实际换股数与计划发行股数一致。如遇尾数相同者多于剩余股数时则采取计算机系统随机发放的方式，直至实际换股数与计划发行股数一致。

（三）海联讯异议股东的利益保护机制

为保护海联讯股东利益，减少本次合并后海联讯股价波动对投资者的影响，根据《公司法》及《杭州海联讯科技股份有限公司章程》的相关规定，本次合并中将赋予海联讯异议股东收购请求权。

有权行使收购请求权的海联讯异议股东指在参加海联讯为表决本次合并而召开的股东会就关于本次合并方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和就关于本次合并双方签订合并协议的相关议案表决时均投出有效反对票，并且一直持续持有代表该反对权利的股份直至海联讯异议股东收购请求权实施日，同时在规定时间内履行相关申报程序的海联讯的股东。

海联讯异议股东收购请求权价格为海联讯 A 股股票停牌前 20 个交易日（即定价基准日前 20 个交易日）的 A 股股票交易均价，即 9.56 元/股。若海联讯自定价基准日至收购请求权实施日（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，则收购请求权价格将做相应调整。

杭州资本作为收购请求权提供方，向海联讯异议股东提供收购请求权。海联讯异议股东不得再向海联讯或任何同意本次合并的海联讯的股东主张收购请求权。在本次交易获得中国证监会注册后，收购请求权的提供方承诺于收购请求权实施日无条件受让成功申报行使收购请求权的海联讯异议股东所持有的海联讯股份，并按照收购请求权价格向海联讯异议股东支付相应的现金对价。

（四）杭汽轮异议股东的利益保护机制

为保护杭汽轮股东利益，减少本次合并后杭汽轮股价波动对投资者的影响，根据《公司法》及《杭州汽轮动力集团股份有限公司章程》的相关规定，本次合并中将赋予杭汽轮异议股东现金选择权。

有权行使现金选择权的杭汽轮异议股东指在参加杭汽轮为表决本次合并而召开的股东会上就关于本次合并方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和就关于本次合并双方签订合并协议的相关议案表决时均投出有效反对票，并且一直持续持有代表该反对权利的股份直至杭汽轮异议股东现金选择权实施日，同时在规定时间内履行相关申报程序的杭汽轮的股东。

杭汽轮异议股东现金选择权价格为杭汽轮 B 股股票停牌前 20 个交易日（即定价基准日前 20 个交易日）的 B 股股票交易均价，即 7.77 港元/股，采用 B 股停牌前一交易日即 2024 年 10 月 25 日中国人民银行公布的人民币兑换港元的中间价（1 港元=0.91496 人民币元）进行折算，折合人民币 7.11 元/股。若杭汽轮自定价基准日至现金选择权实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则现金选择权价格将做相应调整。

杭州资本作为现金选择权提供方，向杭汽轮异议股东提供现金选择权。杭汽轮异议股东不得再向杭汽轮或任何同意本次合并的杭汽轮的股东主张现金选择权。在本次交易获得中国证监会注册后，现金选择权的提供方承诺于现金选择权实施日无条件受让成功申报行使现金选择权的杭汽轮异议股东所持有的杭汽轮股份，并按照现金选择权价格向杭汽轮异议股东支付相应的现金对价。

三、本次交易的背景和目的

（一）本次交易的背景

1、全面推动深化国企改革，鼓励提高上市公司质量

党的二十大报告明确提出，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，要深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》中明确提出，提高上市公司质量是推动资本市场健康发展的内在要求，是新时代加快完善社会主义市场经济体制的重要内容，要求不断提高上市公司治理水平，推动上市公司

做优做强。

杭汽轮和海联讯作为杭州市国资委下属企业，本次交易系深入贯彻落实习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的二十届三中全会精神，贯彻落实党中央、国务院深化国企改革指导思想的重要举措，有助于完善国有上市公司产业布局，提升资产质量和运营效率，实现国有资产保值增值。

2、国家政策鼓励并购重组及上市公司间的吸收合并

2024 年 3 月，中国证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，明确提出支持上市公司通过并购重组提升投资价值，鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产，支持上市公司之间吸收合并。2024 年 4 月，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，提出充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用，强化资本市场的产权定价和交易功能，拓宽并购融资渠道，丰富并购支付方式。2024 年 9 月，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》，进一步优化重组审核程序，提高重组审核效率，活跃并购重组市场。支持非同一控制下上市公司之间的同行业、上下游吸收合并，以及同一控制下上市公司之间吸收合并。在多项政策支持下，我国资本市场并购重组进入“活跃期”。

本次交易是对国务院、中国证监会鼓励并购重组及上市公司间吸收合并的积极响应，有助于推动存续公司内强质地、外塑形象，提升上市公司资产质量和运营效率，从而增强上市公司的持续盈利能力，提升上市公司投资价值。

（二）本次交易的目的

1、解决 B 股历史遗留问题，提升杭汽轮融资能力

杭汽轮 B 股于 1998 年在深交所上市，公开募集资金 17,120 万港币。其后由于我国 B 股市场融资功能受限，杭汽轮上市后一直无法通过资本市场融资。同时，杭汽轮 B 股股票流动性较弱、股票估值较 A 股同行业上市公司存在较大抑价，不利于杭汽轮发展及中小股东利益实现。

上市以来，杭汽轮通过自身努力取得了长足发展，目前已成为我国高端装备工业汽轮机领域的领军企业。面对日益激烈的行业竞争和新的行业发展趋势，本次交易有利于解决杭汽轮长期以来的历史遗留问题，拓宽融资渠道，提升融资能力，借力资本

市场，将杭汽轮打造成盈利能力更强、更加优质的上市公司。

2、助推燃气轮机自主化，为“两机专项”国家战略实施提供高质量保障

由于发达国家严格限制相关产品和技术输出，我国先进燃气轮机长期受制于人，不能实现自主保障。因此，作为“碳达峰、碳中和”战略下清洁低碳能源体系的支柱性装备，全面提升国产自主燃气轮机的研制和示范应用，使自主可控的核心技术在实际应用中不断成熟，实现国产替代，已迫在眉睫。我国于 2016 年全面启动实施“两机专项”，希望突破燃气轮机核心技术，打破国外产品垄断，加快我国燃气轮机产业自主创新发展。

本次交易后，存续公司将借力资本市场，继续加强自主燃气轮机的研发和应用，助推我国燃气轮机产业自主创新发展，为“两机专项”国家战略的实施贡献力量。

3、解决海联讯增长瓶颈，提升上市公司核心竞争力和投资价值

日益激烈的市场竞争下，海联讯业绩增长面临瓶颈，亟需寻求转型升级。本次交易完成后，存续公司将实现生产规模、产品品种、技术实力及管理运营等全方位提升，通过市场化手段推动合并双方深化改革，促进存续公司治理结构改善，实现产业经营与资本运营融合发展、相互促进，推动存续公司高质量发展，在存续工业透平机械业务及电力信息化业务齐头并进的情况下，进一步增强存续公司的核心竞争力及持续盈利能力，提升存续公司投资价值。

四、报告目的

本报告的目的是为海联讯董事会提供参考，分析本次交易的定价是否公允、合理。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，系海联讯及杭汽轮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 2024 年 10 月 25 日（海联讯及杭汽轮审议本次交易有关事宜的首次董事会决议公告日前 1 个交易日）。

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，一般可以通过可比公司法、现金流折现法、可比交易法等方法进行交易价格合理性分析。

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本次交易定价进行分析。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立并利用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对相关公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行贴现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。

可比交易法是挑选与相关公司同行业、交易形式类似、在估值前一段合适时期被投资、并购的公司，基于融资或并购交易的定价依据作为参考，从中获取有用的财务或非财务数据，据此评估相关公司，得到企业价值。

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。

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；可以把换股吸收合并后的经营战略、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；估值主要基于对未来的假设且较敏感，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。

可比交易法的优点在于，该方法以实际交易的价格为基础，估值水平比较确定且容易获取。其缺点在于，市场上没有两项交易在标的公司的风险及成长性方面是完全相同的，由于下列因素：1、标的公司业务规模、特质及组成不同；2、交易的股权比例不同；3、标的公司自身发展程度不同；4、所采用会计准则不同；5、对标的公司发

展预期不同，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对于相关公司现时价值具有较高的不确定性。

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 吸收合并双方换股价格合理性分析

一、市场参考价的选择

本次换股吸收合并中，海联讯、杭汽轮换股价格均以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日股票交易均价为定价基础。

（一）以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日交易均价作为定价基础符合《重组管理办法》的规定

根据《重组管理办法》的规定，“上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的 80%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一”，换股吸收合并涉及上市公司的，上市公司的股份定价及发行按照前述规定执行。

本次换股吸收合并的定价基准日为吸收合并双方首次董事会决议公告日。根据《重组管理办法》的相关规定，经合并双方协商最终确定，本次换股吸收合并中，海联讯和杭汽轮的换股价格为定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价，并由此确定换股比例。

上述定价方法符合《重组管理办法》的有关要求。

（二）以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日交易均价作为定价基础符合《重组管理办法》要求，最能反映市场最新情况

海联讯和杭汽轮股票于 2024 年 10 月 28 日起因筹划重大资产重组事项停牌，定价基准日前 20 个交易日、前 60 个交易日以及前 120 个交易日均价情况如下：

期间	海联讯（元/股）	杭汽轮（元/股）
前 1 个交易日收盘价	12.02	7.48
前 20 个交易日交易均价	9.56	7.11
前 60 个交易日交易均价	8.79	6.87
前 120 个交易日交易均价	8.31	6.61

注 1：港元兑换人民币汇率取 1:0.91496（估值基准日中国人民银行公布的人民币兑港币的中间价）。

注 2：定价基准日前若干个交易日公司股票交易均价＝定价基准日前若干个交易日公司股票交易总额/定价基准日前若干个交易日公司股票交易总量。

由上表可知，在可供选择的市场参考价格中，吸收合并双方在换股吸收合并的定

价基准日前 20 个交易日的股票交易均价与其停牌前 1 个交易日收盘价的差异率最小，最能反映换股吸收合并的定价基准日前股价的最新情况，能够较好地体现合并双方股东的权益并维护该等股东的利益。

历史上 4 单 A 股换股吸收合并 B 股的交易中，吸并双方的定价基础如下表所示：

类型	交易事项	吸并双方定价基础选取
A 吸并 B	美的集团换股吸收合并小天鹅 B	定价基准日前 20 个交易日均价
	南山控股吸收合并深基地 B	定价基准日前 20 个交易日均价
	城投控股吸收合并阳晨 B	定价基准日前 20 个交易日均价
	冠豪高新吸收合并粤华包 B	定价基准日前 20 个交易日均价

由上表可知，历史上 4 单 A 股换股吸收合并 B 股的交易均选择定价基准日前 20 个交易日均价作为换股价格计算基础。本次交易的定价基础与可比案例一致，符合市场惯例。

综上所述，本次交易以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价作为定价基础，反映了海联讯和杭汽轮在换股吸收合并的定价基准日前股价的最新情况，且符合市场可比案例的操作惯例，具有合理性。

二、可比公司估值法

（一）可比公司的选取

1、海联讯可比公司的选取

本次交易海联讯的可比公司拟根据万得信息技术服务指数（866311.WI）的组成部分进行筛选。海联讯主要从事电力信息化系统集成业务。本次交易选取与海联讯的主营产品类型较为接近的公司智洋创新、理工能科、朗新集团、远光软件、泽宇智能、山大地纬、国网信通、润和软件、恒华科技、金现代、恒实科技、飞利信作为可比公司。可比公司基本情况如下：

单位：亿元

序号	证券代码	证券简称	总市值	主营业务
1	688191.SH	智洋创新	27.99	为电力、水利、轨道交通和新能源等领域行业客户提供专业的“人工智能+数字孪生+无人机”多源感知、云边协同的立体巡检产品及解决方案，包括输电线路智能运维分析管理系统、变电智能运维解决方案等

2	002322.SZ	理工能科	54.71	软件与信息化业务涉及电力及环保两大专业领域，其中，电力领域覆盖发电（火电、核电、风电、光伏等新能源）、储能及电网，环保领域覆盖环境、园区/校园、水务，业务涵盖建设与管理类软件产品、定制化软件开发和技术服务、数智物联、电力设计院业务及环保信息化。此外还有以电力监测系统、环保监测系统及仪器运维与服务为核心的三大业务板块
3	300682.SZ	朗新集团	131.03	能源数字化，为电力能源客户提供全面的软件解决方案；能源互联网，为电力消费用户提供丰富的能源服务场景等
4	002063.SZ	远光软件	110.50	企业管理、能源互联和社会服务的信息技术、产品和服务提供商，长期为能源行业企业提供信息化管理产品与服务，主营产品与服务包括数字企业、智慧能源、信创平台、社会互联等
5	301179.SZ	泽宇智能	60.92	以提供电力信息系统整体解决方案为导向，包含电力咨询设计、系统集成、工程施工及运维的一站式智能电网综合服务商,公司服务及方案广泛应用于电力系统的发电、输电、变电、配电、用电和调度等环节
6	688579.SH	山大地纬	41.52	面向人社局、医保局、数据局等政府部门、医疗机构、国家电网及社会企业等客户提供行业新兴应用软件开发、技术服务、数据治理及系统集成等产品和服务
7	600131.SH	国网信通	224.01	围绕电力发-输-变-配-用-调各环节、源网荷储全场景
8	300339.SZ	润和软件	498.47	向国内外客户提供新一代信息技术为核心的产品、解决方案和服务，聚焦“金融科技”、“智能物联”和“智慧能源”三大业务领域
9	300365.SZ	恒华科技	37.85	以 BIM 平台及工具软件研发为核心，面向电力、交通、水利等基础设施领域用户
10	300830.SZ	金现代	33.55	主要业务包括两部分：一是为电力、轨道交通、石化等大型集团性企业提供定制化的行业数字化解决方案；二是为客户提供以低代码开发平台为代表的标准化、通用软件
11	300513.SZ	恒实科技	30.02	国内领先的数字能源、通信技术服务及智能物联应用解决方案提供商及运营商，致力于用先进的物联网大数据技术为电力、通信、城市管理和农业等基础行业实现数字化转型升级提供全方位的服务支撑
12	300287.SZ	飞利信	77.50	国内领先的政府信息化全面解决方案提供商，形成了音视频与控制、数据软件与服务、物联网与智能化三大核心业务板块

注 1：总市值=2024 年 10 月 25 日收盘价×截至 2024 年 10 月 25 日可比上市公司的总股本。

前述 A 股上市公司 2023 年及 2024 年 1-9 月的主要财务数据情况如下：

单位：亿元

序号	证券简称	营业总收入	归母净利润	总资产	归母净资产
1	智洋创新	7.98	0.42	15.04	8.88
2	理工能科	10.98	2.46	31.87	29.05
3	朗新集团	47.27	6.04	101.12	74.89
4	远光软件	23.89	3.44	44.51	34.95
5	泽宇智能	10.62	2.56	30.66	23.03
6	山大地纬	5.38	0.81	16.26	13.43
7	国网信通	76.73	8.28	124.69	63.81
8	润和软件	31.06	1.64	56.29	34.35
9	恒华科技	8.29	0.18	24.04	19.98
10	金现代	5.08	0.13	14.75	11.62
11	恒实科技	13.47	0.41	43.83	23.47
12	飞利信	8.23	-2.82	25.29	12.59

注 1：上表中营业总收入及归母净利润为 2023 年年度数据，总资产及归母净资产为截至 2024 年 9 月 30 日数据。

2、杭汽轮可比公司的选取

本次交易杭汽轮的可比公司拟根据万得电气设备III指数（882210.WI，原万得电气设备行业指数）的组成部分进行筛选。杭汽轮主营业务为汽轮机、燃气轮机、其它旋转类机械设备及其辅机设备，备品配件的设计、制造、销售。本次交易选取与杭汽轮的主营产品类型较为接近的装备制造公司上海电气和东方电气作为可比公司。可比公司基本情况如下：

单位：亿元

序号	证券代码	证券简称	总市值	主营业务
1	601727.SH	上海电气	995.55	大型综合性高端装备制造企业集团，主导产业聚焦能源装备、工业装备、集成服务三大板块，主要产品为汽轮机、汽轮发电机、锅炉、电梯等
2	600875.SH	东方电气	485.39	全球能源运营商及其他用户提供各类能源、环保、化工等产品及系统成套、贸易、物流等服务，主要产品为汽轮发电机、电站汽轮机、水轮发电机组、风力发电机组等

注 1：总市值=2024 年 10 月 25 日 A 股收盘价×截至 2024 年 10 月 25 日可比上市公司的总股本。

前述 A 股上市公司 2023 年及 2024 年 1-9 月的主要财务数据情况如下：

单位：亿元

序号	证券简称	营业总收入	归母净利润	总资产	归母净资产
1	上海电气	1,147.97	2.85	2,901.40	535.52
2	东方电气	606.77	35.50	1,387.24	384.73

注 1：上表中营业总收入及归母净利润为 2023 年年度数据，总资产及归母净资产为截至 2024 年 9 月 30 日数据。

（二）可比公司的价值比率

常用的估值指标主要包括市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）等，以上估值指标是否适用于吸收合并双方的分析如下表所示：

估值指标	是否适用于海联讯及杭汽轮
市盈率（P/E）	通常适用于周期性波动较小或者具有长期盈利能力的企业。受行业竞争加剧与新业务拓展不及预期的双重影响，海联讯 2023 年度归母净利润为 0.11 亿元，导致市盈率存在异常，因此不适宜采用市盈率作为估值指标。杭汽轮因同行业 A 股可比上市公司仅 2 家，且因上海电气 2023 年度归母净利润偏低导致市盈率存在异常，2 家可比公司的市盈率差异较大，不具有可参考性
市净率（P/B）	通常适用于固定资产规模较大或者金融资产占比较高的企业，对于周期性波动明显或者盈利较低的企业也具有适用性，本次估值可适用
市销率（P/S）	通常适用于业务规模、市场份额要比盈利能力更重要的企业，投资者更注重收入的行业以及部分新兴的行业。由于忽略了企业的成本费用结构，运用上存在局限性，因此本次估值未考虑采用此指标

（三）吸收合并双方换股价格的可比公司估值法

1、海联讯可比公司估值

截至定价基准日前一交易日（2024 年 10 月 25 日），上述 A 股可比上市公司估值指标情况如下：

序号	证券代码	证券简称	市净率（倍）
1	688191.SH	智洋创新	3.15
2	002322.SZ	理工能科	1.88
3	300682.SZ	朗新集团	1.75
4	002063.SZ	远光软件	3.16
5	301179.SZ	泽宇智能	2.65
6	688579.SH	山大地纬	3.09
7	600131.SH	国网信通	3.51
8	300339.SZ	润和软件	14.51

9	300365.SZ	恒华科技	1.89
10	300830.SZ	金现代	2.89
11	300513.SZ	恒实科技	1.28
12	300287.SZ	飞利信	6.16
最大值			14.51
第三四分位数			3.42
平均值			3.83
中位数			2.99
第一四分位数			1.89
最小值			1.28
海联讯（以本次换股价格为基础进行测算）			6.57

注 1：市净率=2024 年 10 月 25 日收盘价/2024 年 9 月 30 日每股净资产。

注 2：每股净资产=归属于母公司所有者净资产/总股本。

注 3：在测算上述估值指标时，对于海联讯，则以其在本次交易中的换股价格代替 2024 年 10 月 25 日收盘价进行相关测算。

数据来源：上市公司年度报告、三季度报告、Wind 资讯。

截至本次交易的定价基准日，海联讯的换股价格为 9.56 元/股，以此为基础测算，海联讯市净率为 6.57 倍。以换股价格测算的海联讯市净率位于可比公司估值比率的第三四分位数与最大值之间。

2、杭汽轮可比公司估值

截至定价基准日前一交易日（2024 年 10 月 25 日），上述 A 股可比上市公司估值指标情况如下：

序号	证券代码	证券简称	市净率（倍）
1	601727.SH	上海电气	1.63
2	600875.SH	东方电气	1.21
最大值			1.63
平均值			1.42
最小值			1.21
杭汽轮（以本次换股价格为基础进行测算）			1.33

注 1：市净率=2024 年 10 月 25 日收盘价/2024 年 9 月 30 日每股净资产。

注 2：每股净资产=归属于母公司所有者净资产/总股本。

注 3：在测算上述估值指标时，对于杭汽轮，则以其在本次交易中的换股价格代替 2024 年 10 月 25 日收盘价进行相关测算。

数据来源：上市公司年度报告、三季度报告、Wind 资讯。

截至本次交易的定价基准日，杭汽轮的换股价格为 9.56 元/股，以此为基础测算，杭汽轮市净率为 1.33 倍。杭汽轮市净率接近可比公司平均值。

三、可比交易估值法

（一）海联讯换股价格的可比交易法分析

选取已完成的 A 股上市公司换股吸收合并 B 股上市公司的交易进行参考分析，具体情况如下：

单位：元/股

交易类型	交易名称	吸并方定价基准日前 20 个交易日交易均价	吸并方换股价格	吸并方换股溢价率
A 吸并 B	美的集团换股吸收合并小天鹅 B	42.04	42.04	0.00%
A 吸并 B	南山控股吸收合并深基地 B	6.48	5.83	-10.03%
A 吸并 B	城投控股吸收合并阳晨 B	7.16	15.5	116.48%
A 吸并 B	冠豪高新吸收合并粤华包 B	3.62	3.62	0.00%
吸并方换股溢价率最大值				116.48%
吸并方换股溢价率第三四分位数				29.12%
吸并方换股溢价率平均值				26.61%
吸并方换股溢价率中位数				0.00%
吸并方换股溢价率第一四分位数				-2.51%
吸并方换股溢价率最小值				-10.03%
本次交易海联讯的换股溢价率				0.00%

注 1：吸并方换股价格为相关案例截至其定价基准日数据，未考虑后续因除权除息等事项的调整。
数据来源：上市公司公告、Wind 资讯。

截至本次交易的定价基准日，海联讯的换股价格为 9.56 元/股，较换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日股票交易均价无溢价，处于上述可比交易吸并方换股溢价率中位数，符合市场惯例。

（二）杭汽轮换股价格的可比交易法分析

选取已完成的 A 股上市公司换股吸收合并 B 股上市公司交易进行参考分析，具体情况如下：

交易类型	交易名称	被吸并方定价基准日前 20 个交易日交易均价	被吸并方换股价格	被吸并方换股溢价率
A 吸并 B	美的集团换股吸收合并小天鹅 B	37.24 港元/股	48.41 港元/股	29.99%
A 吸并 B	南山控股吸收合并深基地 B	16.62 港元/股	23.27 港元/股	40.01%
A 吸并 B	城投控股吸收合并阳晨 B	1.160 美元/股	2.522 美元/股	117.41%
A 吸并 B	冠豪高新吸收合并粤华包 B	2.86 港元/股	4.59 港元/股	60.49%
被吸并方换股溢价率最大值				117.41%
被吸并方换股溢价率第三四分位数				74.72%
被吸并方换股溢价率平均值				61.98%
被吸并方换股溢价率中位数				50.25%
被吸并方换股溢价率第一四分位数				37.51%
被吸并方换股溢价率最小值				29.99%
本次交易杭汽轮的换股溢价率				34.46%

注 1：被吸并方换股价格为相关案例截至其定价基准日数据，未考虑后续因除权除息等事项的调整。
数据来源：上市公司公告、Wind 资讯。

截至本次交易的定价基准日，杭汽轮的换股价格为 9.56 元/股，较换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日溢价 34.46%，处于上述可比交易被吸并方换股溢价率的第一四分位数至最小值之间，符合市场惯例。

第五章 异议股东利益保护机制价格合理性分析

一、吸收合并双方异议股东利益保护机制价格

（一）海联讯异议股东收购请求权的价格

为保护海联讯股东利益，减少本次合并后海联讯股价波动对投资者的影响，根据《公司法》及《杭州海联讯科技股份有限公司章程》的相关规定，本次合并中将赋予海联讯异议股东收购请求权。

海联讯异议股东收购请求权价格为海联讯 A 股股票停牌前 20 个交易日（即定价基准日前 20 个交易日）的 A 股股票交易均价，即 9.56 元/股。

若海联讯自定价基准日至收购请求权实施日（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，则收购请求权价格将做相应调整。

（二）杭汽轮异议股东现金选择权的价格

为保护杭汽轮股东利益，减少本次合并后杭汽轮股价波动对投资者的影响，根据《公司法》及《杭州汽轮动力集团股份有限公司章程》的相关规定，本次合并中将赋予杭汽轮异议股东现金选择权。

杭汽轮异议股东现金选择权价格为杭汽轮 B 股股票停牌前 20 个交易日（即定价基准日前 20 个交易日）的 B 股股票交易均价，即 7.77 港元/股，采用 B 股停牌前一交易日即 2024 年 10 月 25 日中国人民银行公布的人民币兑换港元的中间价（1 港元=0.91496 人民币元）进行折算，折合人民币 7.11 元/股。若杭汽轮自定价基准日至现金选择权实施日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积金转增股本、配股等除权除息事项，则现金选择权价格将做相应调整。

二、海联讯异议股东收购请求权定价合理性分析

选取历史上 4 单 A 股上市公司吸收合并 B 股上市公司的交易以分析本次异议股东收购请求权价格的合理性。

吸收合并交易类型	交易名称	吸并方收购请求权价格（元/股）	吸并方 A 股停牌前 20 个交易日均价（元/股）	吸并方换股价格（元/股）	较 20 日均价溢价率	较换股价格溢价率
----------	------	-----------------	---------------------------	--------------	-------------	----------

A 吸并 B	冠豪高新换股吸收合并粤华包 B	3.62	3.62	3.62	0.00%	0.00%
	美的集团换股吸收合并小天鹅 B	36.27	42.04	42.04	-13.73%	-13.73%
	南山控股换股吸收合并深基地 B	5.83	6.48	5.83	-10.00%	0.00%
	城投控股换股吸收合并阳晨 B	10.00	7.16	15.50	39.66%	-35.48%

注：以上交易收购请求权价格均未考虑因分红派息导致的价格调整。

海联讯异议股东收购请求权的价格为 9.56 元/股，本次海联讯的收购请求权设置为与换股价格一致，均设置为定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价，价格设置符合市场操作惯例，具有合理性。

三、杭汽轮异议股东现金选择权定价合理性分析

（一）杭汽轮现金选择权价格的确定方式符合市场惯例

选取历史上 4 单 A 股上市公司吸收合并 B 股上市公司的交易以分析本次异议股东现金选择权价格的合理性。

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方现金选择权价格	被吸并方停牌前 20 个交易日均价	换股价格	较 20 日均价溢价率	较换股价格溢价率
A 吸并 B	冠豪高新换股吸收合并粤华包 B	2.86 港元/股	2.86 港元/股	4.59 港元/股	0.00%	-37.69%
	美的集团换股吸收合并小天鹅 B	32.55 港元/股	37.24 港元/股	48.41 港元/股	-12.59%	-32.76%
	南山控股换股吸收合并深基地 B	18.28 港元/股	16.62 港元/股	23.27 港元/股	10.00%	-21.44%
	城投控股换股吸收合并阳晨 B	1.627 美元/股	1.160 美元/股	2.522 美元/股	40.26%	-35.49%

注：以上交易现金选择权价格仅列示了定价依据，未考虑因分红派息导致的价格调整。

杭汽轮异议股东现金选择权价格为杭汽轮 B 股股票停牌前 20 个交易日（即定价基准日前 20 个交易日）的 B 股股票交易均价，即 7.77 港元/股，采用 B 股停牌前一交易日即 2024 年 10 月 25 日中国人民银行公布的人民币兑换港元的中间价（1 港元=0.91496 人民币元）进行折算，折合人民币 7.11 元/股。本次换股价格为人民币 9.56 元/股，杭汽轮异议股东现金选择权较换股价格折价 25.63%。折价率与 A 股吸并 B 股可比交易的折价率相近，价格设置符合市场操作惯例，具有合理性。

（二）杭汽轮异议股东现金选择权价格有助于促进全体股东分享存续公司未来发展带来的长期利益

本次交易系深入贯彻落实习近平新时代中国特色社会主义思想和党的二十届三中全会精神，贯彻落实党中央、国务院深化国企改革指导思想的重要举措，有助于完善国有上市公司产业布局，提升资产质量和运营效率，实现国有资产保值增值。交易前，杭汽轮 B 股股票流动性较弱、股票估值较 A 股同行业上市公司存在较大抑价，不利于杭汽轮发展及中小股东利益实现。面对日益激烈的行业竞争和新的行业发展趋势，本次交易有利于解决杭汽轮长期以来的历史遗留问题，拓宽融资渠道，提升融资能力，借力资本市场，将杭汽轮打造成盈利能力更强、更加优质的上市公司。本次交易后，存续公司将借力资本市场，继续加强自主燃气轮机的研发和应用，助推我国燃气轮机产业自主创新发展，为“两机专项”国家战略的实施贡献力量。

本次吸收合并有利于合并双方整合资源、发挥协同效应，提升整体实力，符合合并双方全体股东的长期利益。本次交易中，杭汽轮换股价格较定价基准前 20 个交易日均价溢价 34.46%，对杭汽轮异议股东现金选择权价格未设置溢价，有利于避免中小股东为了获得否决票中所内含的因现金选择权价格高于市场参考价形成的套利空间，违背其对本次交易的真实意思而在杭汽轮的股东大会中投出反对票，从而对本次交易造成不必要的不利影响。同时，异议股东现金选择权价格设定为低于换股价格，亦有利于促进杭汽轮股东积极参与换股，有利于杭汽轮全体股东共享合并双方的长期整合红利。

综上，杭汽轮异议股东现金选择权价格具有合理性。

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和可比交易法，对本次交易换股价格和异议股东利益保护机制价格的合理性进行分析，本次交易的估值合理、定价公允。

二、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本报告是在本报告所述目的下，论证本次换股吸收合并价格是否合理，未考虑国内外宏观经济和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经济行为符合国家法律、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。

中信证券在本报告中发表的意见均基于截至 2024 年 10 月 25 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 2024 年 10 月 26 日至 2025 年 10 月 26 日期间有效。

（本页无正文，为《中信证券股份有限公司关于杭州海联讯科技股份有限公司换股吸收合并杭州汽轮动力集团股份有限公司暨关联交易之估值报告》之签章页）

估值人员：

徐海霞

曲达

郭丽华

封自强

卢乾明

中信证券股份有限公司

2025 年 4 月 24 日