

海通证券股份有限公司

关于招商局蛇口工业区控股股份有限公司

发行 A 股股份换股吸收合并

招商局地产控股股份有限公司

并向特定对象发行 A 股股份募集配套资金

之

估值报告

独立财务顾问



海通证券股份有限公司
HAITONG SECURITIES CO., LTD.

二〇一五年九月

声 明

一、本报告分析对象为招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商局蛇口控股”）与招商局地产控股股份有限公司（以下简称“招商地产”），相关资料来源于公开信息。

二、本报告为海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）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（2014年修订）》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，供招商地产董事会参考。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倚赖报告中所涉及的公开信息的准确性和完整性而准备的，海通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、本报告未对交易双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，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，海通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、海通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。未经海通证券事先书面同意，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，仅海通证券自身有权进行解释。

八、本报告仅供招商局蛇口工业区控股股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并招商局地产控股股份有限公司并向特定对象发行 A 股股份募集配套资金（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考虑。海通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《招商局蛇口工业区控股股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并招商局地产控股股份有限公司并向特定对象发行 A 股股份募集配套资金报告书（草案）》对该等术语所规定的含义。

第一章 背景情况介绍

一、交易双方概况

招商局蛇口控股注册于广东省深圳市，公司当前主营业务为园区开发与经营、社区开发与运营、邮轮产业建设与运营等。截至本估值报告出具日，招商局蛇口控股的总股本为 5,500,000,000 股；其中，招商局蛇口控股的控股股东招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）持有招商局蛇口控股股份 5,225,000,000 股，占招商局蛇口控股总股本的 95%；招商局轮船股份有限公司（以下简称“招商局轮船”）持有招商局蛇口控股股份 275,000,000 股，占招商局蛇口控股总股本的 5%。

招商地产是 A+B 股上市公司。截至本估值报告出具日，招商地产已发行总股数为 2,575,950,754 股，其中 A 股 2,066,935,819 股，B 股 509,014,935 股。招商地产的控股股东为招商局蛇口控股，截至本估值报告出具日，其持有招商地产 1,336,693,134 股股份，占招商地产总股本的 51.89%，其中 A 股 1,040,128,975 股，B 股 296,564,159 股。招商地产的主营业务为房地产开发与销售。

交易双方具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《招商局蛇口工业区控股股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并招商局地产控股股份有限公司并向特定对象发行 A 股股份募集配套资金报告书（草案）》。

二、本次交易方案

招商局蛇口控股拟发行 A 股股份以换股吸收合并的方式吸收合并招商地产，即招商局蛇口控股向换股股东以及现金选择权提供方发行股票交换该等股东所持有的招商地产股票。招商局蛇口控股直接及间接持有的招商地产股票不参与换股、也不行使现金选择权，并且该等股票将在本次换股吸收合并完成后予以注销。在本次换股吸收合并同时，招商局蛇口控股拟采用锁定价格发行方式向 10 名特定对象非公开发行 A 股股票募集配套资金，募集配套资金总金额不超过 150 亿元，募集配套资金部分的股份发行价格与招商局蛇口控股换股发行股份的价格一

致。配套发行的实施以本次换股吸收合并实施完成为前提，若本次换股吸收合并无法实施完成，则配套发行自始不生效。最终配套资金募集的完成情况不影响本次换股吸收合并的实施。本次换股吸收合并完成后，招商局蛇口控股将承继及承接招商地产的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务，招商地产终止上市并注销法人资格，招商局蛇口控股的股票（包括为本次换股吸收合并发行的 A 股股票和本次募集配套资金发行的 A 股股票）将申请在深交所主板上市流通。

本次换股吸收合并中，招商地产 A 股股东的换股价格以定价基准日前一百二十个交易日招商地产 A 股股票交易均价，即 21.92 元/股为基础，并在此基础上给予 73.81% 的换股溢价率确定，即 38.10 元/股；招商地产 B 股股东的换股价格以定价基准日前一百二十个交易日招商地产深圳 B 股股票交易均价，即 18.06 港元/股为基础，并在此基础上给予 102.71% 的换股溢价率确定，即 36.61 港元/股。采用 B 股停牌前一日即 2015 年 4 月 2 日中国人民银行公布的人民币兑换港币的中间价（1 港币=0.7919 人民币）进行折算，折合人民币 28.99 元/股。

招商地产于 2015 年 5 月 7 日召开的 2014 年年度股东大会审议通过了 2014 年度利润分配方案，按 2014 年末总股本 2,575,950,754 股为基数，每 10 股派人民币 3.20 元现金（含税）。因此，本次招商地产 A 股换股价格根据除息结果调整为 37.78 元/股，本次招商地产 B 股换股价格根据除息结果调整为人民币 28.67 元/股。

经综合考虑当前资本市场情况、招商局蛇口控股吸收合并招商地产后的盈利情况以及从事综合性开发经营业务的 A 股可比公司估值水平等因素，招商局蛇口控股本次 A 股股票发行价格为 23.60 元/股。

在本次换股吸收合并中，招商地产 A 股换股比例为 1:1.6008，即换股股东所持有的每股招商地产 A 股股票可以换得 1.6008 股招商局蛇口控股本次发行的 A 股股票，招商地产 B 股换股比例为 1:1.2148，即换股股东所持有的每股招商地产 B 股股票可以换得 1.2148 股招商局蛇口控股本次发行的 A 股股票。

在本次换股吸收合并同时，招商局蛇口控股拟采用锁定价格发行方式向 10

名特定对象非公开发行 A 股股票募集配套资金，募集配套资金总金额不超过 150 亿元，募集配套资金部分的股份发行价格将参照招商局蛇口控股因换股发行股份的价格，即 23.60 元/股。

因本次换股溢价率的确定基准是招商地产 A、B 股定价基准日（董事会决议公告日）前 120 个交易日交易均价（考虑除息前），为方便分析，本估值报告以下部分中的招商地产 A、B 股换股价格均指未考虑除息影响的换股价格，即 A 股换股价格 38.10 元/股，B 股换股价格 36.61 港元/股。

三、本次交易背景及目的

（一）招商局蛇口控股换股吸收合并招商地产的背景

1、招商局集团内部资源实现有效整合、优化配置，全力打造招商局自贸区建设旗舰企业和国家“一带一路”战略实施的排头兵

招商局蛇口控股具有丰富的城市、园区建设和发展经验，并拥有大量可支持自贸区发展的优质土地储备及配套产业，但在前海、蛇口自贸区亟待开发的背景下，现有开发能力已无法满足需要。招商地产是招商局蛇口控股的子公司，也是招商局集团地产业务板块的上市平台，具备行业领先的房地产开发能力，但目前规模和地位上仍处于行业第二梯队水平，与招商局集团对地产业务的定位目标不符。招商局蛇口控股与招商地产各有侧重的发展模式已逐渐不能适应当前行业及自贸区的发展要求。通过本次交易，招商局集团城市综合开发运营板块的资源将得到有效整合、优化配置，招商局蛇口控股的自贸区土地资源优势和招商地产的开发能力优势将更好地发挥协同效应，双方在资产、业务上的集中管理和资源整合也将降低管理成本，提高经营效率。通过本次募集配套资金，招商局蛇口控股将获得充沛的资金以加速推进自贸区建设，加速推动转型升级。

本次交易完成后，崭新的上市平台将更有力地践行国家战略，在自贸区平台建设、贸易投资便利化、跨境电子商务等领域进行突破创新，以建设为国家“一带一路”政策的后援产业园区基地为目标，并将成功经验在境内外进行不断延伸及复制。

2、深化混合所有制和资产证券化改革，优化公司治理结构，加速治理能力现代化，增强核心竞争力

招商局蛇口控股作为前海蛇口自贸区内最大的城市发展主体及综合服务提供商，有必要建立高效、完善、国际化的公司治理结构。招商局蛇口控股通过整体上市引入社会公众股东，并同步实施员工持股计划，有利于健全现代化公司治理结构，完善公司股东与经营者的利益风险共担机制，提升公司核心竞争力，为其长远发展奠定基础。

3、消除关联交易，避免同业竞争

招商地产自身土地储备不足，以往招商局蛇口持续对其注入土地资产，产生关联交易。同时，虽然此前招商局蛇口控股与招商地产有着不同的业务分工和定位，但未来在复合式、综合性园区的开发过程中可能存在业务交叉、重叠的情况，存在同业竞争的可能性。本次交易完成后，招商地产的法人资格将被注销，招商局蛇口控股作为存续公司承继及承接原招商地产的全部资产、负债、业务、人员、合同等，彻底解决招商局蛇口控股和招商地产面临的潜在同业竞争问题，二者间的关联交易也将全面消除。

4、优化公司资本结构，降低财务风险

截至 2015 年 6 月 30 日，招商局蛇口控股的资产负债率已达 74.67%，继续通过举债融资较难满足自贸区的高速开发建设。在本次交易的同时通过引入战略投资者并筹集未来发展所需资金，将有效优化公司资本结构，降低公司财务成本，提升公司盈利水平。

（二）招商地产同意被吸收合并的背景

1、避免与控股股东之间的潜在同业竞争，实现业务协同发展

通过本次换股吸收合并，招商地产的业务将全部纳入招商局蛇口控股，招商局蛇口控股将作为存续公司承继及承接招商地产的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务，将彻底解决招商地产与其控股股东之间的潜在同业竞争问题，可有效降低两家公司的运营成本，提高经营效益，实现协同发展。

2、 实现公司价值回归，符合招商地产股东的最大利益

招商地产 B 股股本占总股本 19.76%。B 股市场在我国实际上已逐渐失去正常的融资功能，且流动性较差，B 股股票的市场价值难以体现实际价值，进而影响到招商地产股东尤其是中小股东利益。招商局蛇口控股本次以换股吸收合并招商地产的方式解决招商地产的 B 股遗留问题，同时向招商地产全体股东提供较高溢价的换股价格并向异议股东提供现金选择权，符合招商地产股东的最大利益。

四、 报告目的

2015 年 9 月 16 日，招商地产第七届董事会第十七次会议已审议本次交易的具体方案及相关事宜、本次交易涉及的相关协议及信息披露文件，同意招商地产进行本次交易。本报告的目的是为招商地产董事会提供参考，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

本次交易董事会召开日为 2015 年 9 月 16 日。本报告所引用的市场价格数据截至 2015 年 9 月 14 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

1、本报告假设报告基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

2、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。

3、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。

4、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。

5、本报告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，本报告中的分析一般会失效。

第三章 估值思路及方法选择

一、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、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、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。

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，由于行业处于高度竞争状态，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。

本报告将结合本次交易的实际情况，从以上三种方法中选择合适的方法对本次合并价格的合理性予以考察和分析。

二、可比公司法分析

通过对资本市场上与招商局蛇口控股处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率或经济指标，在与招商局蛇口控股比较分析的基础上，得出评估对象价值。

（一）选取可比公司的标准及范围

本次交易中，招商局蛇口控股的可比公司选取范围为 A 股上市从事综合性开发经营业务的企业，选取标准如下：1、主要从事城市综合开发运营的 A 股上市公司，优先选取业务涉及自贸区开发的企业；2、剔除 2015 年及 2016 年预测市盈率为异常值的企业，即剔除市盈率为负、无市盈率数据的 A 股上市公司；3、从业务、开发模式等多角度挑选与招商局蛇口控股近似可比公司。

基于上述标准，选出下述 A 股可比上市企业，其 2014 年度经营业绩、截至 2014 年末的财务状况以及主营业务类型如下表所示：

证券代码	证券简称	2014 年度营业总收入 (亿元)	2014 年度归属母公司股东的净利润 (亿元)	截至 2014 年末总资产 (亿元)	截至 2014 年末归属母公司股东的权益 (亿元)	主营业务类型
600064.SH	南京高科	32.86	6.10	203.67	82.59	园区地产开发销售、市政基础设施承建、园区管理与服务
600639.SH	浦东金桥	19.14	4.30	124.16	58.11	园区地产租赁与销售、酒店公寓
600648.SH	外高桥	77.61	6.98	261.57	88.89	自贸区及园区开发、贸易仓储物流等服务
600658.SH	电子城	13.82	4.97	43.13	30.17	园区地产开发销售、园区地产租赁、物业管理
600663.SH	陆家嘴	51.17	16.02	456.21	115.29	园区地产开发销售、园区地产租赁、物业管理
600736.SH	苏州高新	35.75	1.70	212.55	35.06	园区地产开发销售、游乐服务、公用事业服务
600895.SH	张江高科	30.02	4.36	176.98	71.24	园区地产开发销售、地产租赁、通讯服务
600340.SH	华夏幸福	268.86	35.38	1,139.64	97.94	园区住宅配套、房地产开发销售、产业发展服务、土地整理

资料来源：上市公司年报，万得资讯

（二）可比公司市盈率法

股票代码	股票简称	2014 年市盈率 (倍)	2015 年市盈率 (倍)	2016 年市盈率 (倍)
600064.SH	南京高科	20.48	16.56	13.97
600639.SH	浦东金桥	56.50	50.30	42.48
600648.SH	外高桥	41.40	33.88	27.50
600658.SH	电子城	10.31	9.54	8.67
600663.SH	陆家嘴	54.49	49.07	42.27
600736.SH	苏州高新	57.27	40.57	24.36
600895.SH	张江高科	68.91	55.44	47.97
600340.SH	华夏幸福	18.16	13.34	10.27
	平均值	40.94	33.59	27.19
	中值	47.94	37.22	25.93

1、数据来源：上市公司年报，万得资讯

2、2014 年度市盈率=2015 年 9 月 14 日收盘价/2014 年度归属于母公司股东的每股收益

3、2015 年度市盈率=2015 年 9 月 14 日收盘价/2015 年度预测归属于母公司股东的每股收益

4、2016 年度市盈率=2015 年 9 月 14 日收盘价/2016 年度预测归属于母公司股东的每股收益

2014 年度，招商局蛇口控股经审计的备考归属母公司股东净利润（扣除非经常性损益后）为 50.17 亿元；2015 年度、2016 年度和 2017 年度，招商局蛇口控股备考归属母公司股东净利润（扣除非经常性损益后）预测值分别为 62.40 亿元、85.85 亿元和 103.00 亿元，招商局集团已签署《招商局蛇口工业区控股股份有限公司与招商局集团有限公司之盈利预测补偿协议》，对上述盈利预测结果进行承诺：“若本次重组完成后招商局蛇口控股经审计的 2015 年度、2016 年度和 2017 年度实现的扣除非经常损益后归属于母公司所有者净利润低于 2015 年度、2016 年度和 2017 年度所对应年度的预测净利润数，则招商局集团应向招商局蛇口控股做出补偿，补偿方式为一次性现金补偿。”

以可比公司 2014 年度、2015 年度、2016 年度的市盈率数据分别计算招商局蛇口控股全部所有者权益权益价值（备考吸并完成）如下：

指标	以平均值计算	以中值计算
可比公司 2014 年度市盈率（倍）	40.94	47.94
招商局蛇口控股股东全部权益价值（亿元）	2,053.75	2,405.01
可比公司 2015 年度市盈率（倍）	33.59	37.22
招商局蛇口控股股东全部权益价值（亿元）	2,095.92	2,322.75
可比公司 2016 年度市盈率（倍）	27.19	25.93
招商局蛇口控股股东全部权益价值（亿元）	2,333.93	2,226.12

考虑到本次估值时点已经距离 2014 年有较长时间，以 2015 年业绩为基础进行估值相对合理，且招商局集团已就公司 2015 年-2017 年扣非后归母净利润签署盈利补偿协议，因此以可比公司 2015 年市盈率作为估值参考标准较为合理。在以可比公司 2015 年动态市盈率作为参考估值指标时，招商局蛇口控股全部所有者权益价值范围为 2,095.92 亿元至 2,322.75 亿元。

（三）可比公司市净率法

股票代码	股票简称	对应 2014 年年报市净率（倍）	对应 2015 年中报市净率（倍）
600064.SH	南京高科	1.51	1.21
600639.SH	浦东金桥	4.18	2.96
600648.SH	外高桥	3.25	3.22
600658.SH	电子城	1.70	1.75
600663.SH	陆家嘴	7.57	7.25
600736.SH	苏州高新	2.78	2.04
600895.SH	张江高科	4.22	4.10
600340.SH	华夏幸福	6.56	5.54
	平均值	3.97	3.51
	中值	3.71	3.09

1、数据来源：上市公司年报，万得资讯

2、对应 2014 年年报市净率=2015 年 9 月 14 日收盘价/2014 年末归属于母公司股东的每股净资产

3、对应 2015 年中报市净率=2015 年 9 月 14 日收盘价/截至 2015 年 6 月 30 日归属于母公司股东的每股净资产

截至 2014 年 12 月 31 日，招商局蛇口控股经审计的备考归属于母公司股东的净资产（未考虑本次募集配套资金 150 亿元的影响）为 317.72 亿元。截至 2015 年 6 月 30 日，招商局蛇口控股经审计的备考归属于母公司股东的净资产（未考虑本次募集配套资金 150 亿元的影响）为 312.90 亿元。以可比公司市净率数据计算招商局蛇口控股全部所有者权益价值（备考吸并完成）如下：

指标	以平均值计算	以中值计算
可比公司对应 2014 年年报市净率（倍）	3.97	3.71
招商局蛇口控股股东全部权益价值（亿元）	1,261.37	1,180.09
可比公司对应 2015 年中报市净率（倍）	3.51	3.09
招商局蛇口控股股东全部权益价值（亿元）	1,098.00	967.50

在以可比公司对应 2014 年年报市净率作为参考估值指标时，招商局蛇口控股股东全部所有者权益价值范围为 1,180.09 亿元至 1,261.37 亿元；在以可比公司对应 2015 年中报市净率作为参考估值指标时，招商局蛇口控股股东全部所有者

权益价值范围为 967.50 亿元至 1,098.00 亿元。

根据招商局集团对子公司的利润上缴要求，招商局蛇口控股每年向招商局集团分配股利，股利分配金额以当年招商局蛇口控股母公司净利润的 90% 为基数，进行调整后确定。2012-2014 年，招商局蛇口控股分别向招商局集团分配股利 9.44 亿元、9.22 亿元、13.77 亿元。由于招商局蛇口控股历年股利分配金额较高，累计利润留存较少，且主要资产按账面价值入账时间较早，公司净资产规模难以反映公司实际经营规模。因此，可比公司市净率法的估值结果对招商局蛇口控股本次估值的参考意义有限。

（四）可比公司市销率法

股票代码	股票简称	2014 年市销率（倍）
600064.SH	南京高科	3.80
600639.SH	浦东金桥	12.68
600648.SH	外高桥	3.72
600658.SH	电子城	3.71
600663.SH	陆家嘴	17.05
600736.SH	苏州高新	2.72
600895.SH	张江高科	10.01
600340.SH	华夏幸福	2.39
	平均值	7.01
	中值	3.76

1、数据来源：上市公司年报，万得资讯

2、2014 年度市销率=2015 年 9 月 14 日收盘价/2014 年度每股销售收入

2014 年度，招商局蛇口控股经审计的营业收入为 454.86 亿元，以可比公司 2014 年度的市销率数据计算招商局蛇口控股股东全部权益价值如下：

指标	以平均值计算	以中值计算
可比公司 2014 年度市销率（倍）	7.01	3.76
招商局蛇口控股股东全部权益价值（亿元）	3,188.98	1,711.27

在以可比公司市销率作为参考估值指标时，招商局蛇口控股股东全部所有者权益价值范围为 1,711.27 亿元至 3,188.98 亿元。

三、现金流折现法

现金流折现法是基于未来预测的估值方法。在本次交易中，招商局集团已签署《盈利预测补偿协议》，对招商局蛇口控股 2015 年度、2016 年度以及 2017 年度的盈利预测进行承诺。但由于缺乏可靠的 2018 年度及此后各年的现金流或利

润预测数据，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

四、可比交易法

通过分析近年来城市综合开发运营相关资产收购的可比交易，计算市盈率和市净率水平，与本次交易中招商局蛇口控股的市盈率水平进行比较。

上市公司	交易标的	标的金额（亿元）	市盈率（倍）
外高桥	上海市外高桥新市镇开发管理有限公司 6.13% 股权	0.38	31.13
浦东金桥	上海金桥出口加工区联合发展有限公司 39.6% 股权	20.66	23.40
市北高新	上海市北生产性企业服务发展有限公司 100% 股权	14.21	12.52
自仪股份	上海临港经济发展集团投资管理有限公司 100% 股权	21.40	26.41
平均			23.37

1、数据来源：可比交易重组报告书及其他相关公告

2、市盈率=交易标的 100% 价格/拟注入资产归属于标的资产股东的净利润

在以可比交易市盈率作为参考估值指标时，招商局蛇口控股对应 2015 年备考扣非后归母净利润的全部所有者权益价值为 1,457.98 亿元。

五、小结

依据以上述可比公司法、可比交易法估值结果，本次招商局蛇口控股全部所有者权益价值估值区间为 967.50 亿元-3,188.98 亿元。若剔除可比性较差的市净率法和估值区间过大的市销率法，本次招商局蛇口控股全部所有者权益价值估值区间为 1,457.98 亿元-2,322.75 亿元。

在本次交易中，招商局蛇口控股发行价格为 23.60 元/股，招商地产 A、B 股换股价格（除息前）分别为 38.10 元/股和 36.61 港元/股，以此对应的招商局蛇口控股全部所有者权益价值（备考口径，未考虑本次募集配套资金 150 亿元的影响）为 1746.82 亿元，位于 1,457.98 亿元-2,322.75 亿元的估值区间内。

在未考虑本次募集配套资金 150 亿元的影响的条件下，招商局蛇口控股对应 2014 年度备考扣非后每股收益的市盈率为 34.82 倍，对应 2015 年度、2016 年度预测备考每股收益的市盈率分别为 27.99 倍、20.35 倍，均低于可比公司平均市盈率水平，略高于可比交易标的市盈率水平；对应 2014 年 12 月 31 日和 2015

年 6 月 30 日的备考归属于母公司股东的每股净资产的市净率分别为为 5.50 倍和 5.58 倍，高于可比公司平均市净率水平，但考虑到公司历史股利分配政策等特殊性的，市净率法的可比性较差，参考意义有限；招商局蛇口控股对应 2014 年每股营业收入的市销率为 3.84 倍，低于可比公司平均市销率水平。

综上，在本次交易中，招商局蛇口控股参考可比上市公司及可比交易的估值情况而确定的发行价格，已充分考虑了招商局蛇口控股作为非上市公司以及本次交易背景和目的，并充分平衡本次交易双方广大股东的利益，估值合理、定价公允。

第四章 招商地产换股价格合理性分析

一、换股价格与历史交易价格比较

本次换股吸收合并中，招商地产 A 股股东的换股价格以定价基准日前一百二十个交易日招商地产 A 股股票交易均价，即 21.92 元/股为基础，并在此基础上给予 73.81% 的换股溢价率确定，即 38.10 元/股；招商地产 B 股股东的换股价格以定价基准日前一百二十个交易日招商地产深圳 B 股股票交易均价，即 18.06 港元/股为基础，并在此基础上给予 102.71% 的换股溢价率确定，即 36.61 港元/股。采用 B 股停牌前一日即 2015 年 4 月 2 日中国人民银行公布的人民币兑换港币的中间价（1 港币=0.7919 人民币）进行折算，折合人民币 28.99 元/股。自定价基准日起至本次合并完成日前，若招商地产发生派息、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项，则上述换股价格将按照上交所的相关规则相应调整。

本次换股价格较招商地产停牌前最后 1 个交易日收盘价、前 20 日交易均价、前 60 日交易均价、前 120 日交易均价的溢价情况如下：

价格基准	A 股历史股价 (元/股)	换股价格较历史 股价溢价	B 股历史股价 (港元/股)	换股价格较历史 股价溢价
停牌前 1 日收盘价	31.96	19.21%	22.8	60.57%
前 20 日均价	28.22	35.01%	20.92	75.00%
前 60 日均价	26.64	43.02%	20.34	79.99%
前 120 日均价	21.92	73.81%	18.06	102.71%

资料来源：万得资讯

注：交易均价的计算方法为计算期间招商地产 A 股/B 股股票成交总金额除以成交总量

二、换股价格与可比公司估值水平比较

招商地产于 2015 年 4 月 2 日起停牌。A 股可比上市房地产企业在 2015 年 4 月 2 日股票收盘价及所对应市盈率、市净率情况如下表所示：

证券简称	2014 年 4 月 2 日收盘价 (元/股)	2014 年度市盈率(倍)	2014 年度市净率(倍)
万科 A	13.59	9.53	1.70
保利地产	11.21	9.86	1.96
泛海控股	14.17	41.43	6.96

证券简称	2014年4月2日收盘价 (元/股)	2014年度市盈率(倍)	2014年度市净率(倍)
金地集团	11.1	12.47	1.58
华侨城 A	9.52	14.50	2.46
中天城投	13.79	37.02	8.13
中航地产	12.03	16.29	2.29
平均值		20.16	3.58
中值		14.50	2.29

资料来源：万得资讯

本次招商地产 A 股换股价格为 38.10 元/股，对应 2014 年市盈率为 23.02 倍，高于可比上市公司估值水平的均值和中值；对应 2014 年市净率为 3.16 倍，处于可比上市公司估值水平的均值和中值之间。招商地产 B 股换股价格为 36.61 港元/股，对应 2014 年市盈率为 17.51 倍，对应 2014 年市净率为 2.40 倍，考虑到 B 股长期以来对 A 股的严重折价，换股价格的估值溢价已较为丰厚。

三、换股溢价充分考虑了 A、B 股市场、可比上市公司的估值变化

2015 年 4 月 2 日（即停牌前一交易日）至 2015 年 9 月 14 日期间，A 股、B 股市场、可比上市公司均有一定程度的跌幅。在此期间，沪深 300 指数累计下跌 20.45%，深成 B 指累计下跌 22.11%，A 股地产可比上市公司股价累计变动幅度的平均值为-22.42%、中值为-24.83%。本次招商地产 A、B 股换股溢价率高于停牌期间 A、B 股指数（选取沪深 300、深成 B 指分别作为 A、B 股指数参照标准）和可比公司累计变动幅度，已充分覆盖了招商地产投资者持有股票的机会成本。

类别	公司名称	收盘价（元/股）/收盘指数		期间累计变动幅度
		2015年9月14日	2015年4月2日	
可比公司	万科 A	13.19	13.1473	+0.32%
	保利地产	8.29	11.0279	-24.83%
	泛海控股	10.00	14.0566	-28.86%
	金地集团	10.87	10.9829	-1.03%
	华侨城 A	7.36	9.4469	-22.09%
	中天城投	7.34	13.79	-46.77%
	中航地产	7.93	11.9611	-33.70%
	平均值			-22.42%
	中值			-24.83%
指数	沪深 300	3281.13	4124.78	-20.45%
	深成 B 指	5890	7561.48	-22.11%

资料来源：万得资讯

注：为避免除权除息对股价变动的计算造成影响，上表中的股票收盘价均取前复权价格

四、换股溢价充分参考近年换股吸收合并交易的换股溢价水平

根据《上市公司重大资产重组管理办法》，换股价格可参考定价基准日前 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进行确定。但由于该条款自 2014 年 11 月 23 日才正式生效，此前，市场同类案例多以定价基准日前二十个交易日的均价作为基础确定换股价格。因此，为方便与市场已有案例进行对比分析，我们将上述换股价格对应的换股溢价率进行了换算调整，具体如下：

本次换股吸收合并中，招商地产 A 股股东的换股价格若以定价基准日前二十个交易日招商地产 A 股股票交易均价，即 28.22 元/股为基础计算，则 A 股换股价格 38.10 元/股在此基础上换股溢价率为 35.01%；招商地产 B 股股东的换股价格若以定价基准日前二十个交易日招商地产深圳 B 股股票交易均价，即 20.92 港元/股为基础计算，则 B 股换股价格 36.61 港元/股在此基础上换股溢价率为 75.00%。采用 B 股停牌前一日即 2015 年 4 月 2 日中国人民银行公布的人民币兑换港币的中间价（1 港币=0.7919 人民币）进行折算，折合人民币 28.99 元/股。

近年来我国 A 股市场主要换股吸收合并交易案例的换股溢价情况如下：

交易名称	被合并方换股价格 (元/股)	被合并方停牌前 20 日交易均价	
		交易均价(元/股)	溢价率
上海电气吸并上电股份	35.00	26.65	31.32%
中国铝业吸并山东铝业	20.81	15.93	30.65%
中国铝业吸并兰州铝业	11.88	9.29	27.84%
潍柴动力吸并湘火炬	5.80	4.88	18.76%
中交股份吸并路桥建设	14.53	11.81	23.03%
金隅股份吸并太行水泥	10.80	10.09	7.04%
广汽集团吸并广汽长丰	14.55	12.65	15.02%
美的集团吸并美的电器	15.96	9.46	68.71%
申银万国吸并宏源证券	9.96	8.30	20.00%
温氏集团吸并大华农	13.33	8.33	60.00%
平均值			30.24%
中值			25.44%

资料来源：相关公告，万得资讯

由上表可见，近年来换股吸收合并交易中被合并方换股价格较被合并方股票停牌前二十日交易均价的溢价率均值和中值分别为 30.24% 和 25.44%。本次招商地产 A 股换股价格为 38.10 元/股，相当于较停牌前二十日交易均价溢价 35.01%，

略高于历史可比交易平均换股溢价水平。

五、充分考虑 A+B 股上市公司 A 股股价较 B 股股价的溢价水平

由于历史原因，国内 B 股市场近年来交投清淡，B 股公司股价较 A 股价格普遍有较大折价。截至 2015 年 4 月 2 日，上交所共计 44 家 A+B 上市公司的 A 股股价较 B 股股价平均溢价 173.03%，深交所共计 39 家 A+B 上市公司 A 股股价较 B 股股价平均溢价 123.84%，上交所及深交所共计 83 家 A+B 上市公司 A 股股价较 B 股股价平均溢价 149.92%。本次招商地产 A 股换股价格较 B 股换股价格溢价 31.42%，远低于 A+B 股上市公司 A 股股价较 B 股股价的溢价水平，充分保障了 B 股投资者利益。

综上所述，被合并方招商地产换股价格的确定以停牌前的市场历史价格为基础，充分考虑了本次交易双方的估值水平、资本市场环境等多方面因素，符合相关市场惯例，定价公允、合理。

第五章 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并结合可比交易法，作为招商局蛇口控股的估值参考，并对本次交易对价的合理性进行分析，认为本次交易的估值合理、定价公允，不存在损害招商地产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和用途。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。本机构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。

未征得本机构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。

本机构在报告中发表的意见均基于截止 2015 年 9 月 14 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 6 个月：自 2015 年 9 月 14 日至 2016 年 3 月 13 日使用有效。

（本页无正文，为《海通证券股份有限公司关于招商局蛇口工业区控股股份有限公司发行A股股份换股吸收合并招商局地产控股股份有限公司并向特定对象发A股股份募集配套资金之估值报告》之签字盖章页）

估值人员签字：_____

王行健

王悦来

海通证券股份有限公司

年 月 日