

招商证券股份有限公司
关于
深圳市中洲投资控股股份有限公司
重大资产购买
之
估值报告

估值机构：



招商证券股份有限公司
CHINA MERCHANTS SECURITIES CO., LTD.

（深圳市福田区益田路江苏大厦 A 座 38-45 层）

签署日期：二〇一七年一月

估值机构声明

一、招商证券股份有限公司（下称“招商证券”、“我们”）作为本次交易中深圳市中洲投资控股股份有限公司（下称“中洲控股”、“上市公司”、“公司”）的独立财务顾问及估值机构，在执行估值工作中，遵循了相关中国法律法规，恪守独立、客观和公正的原则；根据我们在估值工作过程中收集的资料，估值报告陈述的内容是客观的。本估值报告为招商证券根据中国相关法规要求独立出具。

二、本估值报告仅供中洲控股股东就本次交易相关事宜使用。本估值报告中的观点不构成对任何第三方（包括但不限于标的公司股东）的建议、推荐或补偿。

三、我们与估值报告中的估值对象没有现存或者预期的利益关系；与相关当事方没有现存或者预期的利益关系，对相关当事方不存在偏见。

四、我们出具的估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制，估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件及其对估值结论的影响。

五、就本估值报告中所涉及的公开信息，本估值报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

六、本估值报告未对标的公司及其子公司、分支机构的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对标的公司未来财务、业务或其他方面的发展前景发表任何意见。

七、在形成本估值报告的过程中，我们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。由于不同的标的公司股东有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，标的公司股东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。

八、本估值报告的观点仅基于已披露的公开财务信息分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑。本估值报告亦不对收购完成或失败后标的公司的股价表现做出评价。上述因素超出了本估值报告的考察范围和职责范围。

九、本估值报告中的可比公司分析并未覆盖标的公司所有潜在的可比公司。

我们也注意到，香港市场上并无可比公司与标的公司在以下方面完全相同：市场地域、业务组成、业务规模、风险情况、资产规模、估值方法、会计政策、历史表现、未来预期、市场空间、政治风险及监管环境等。投资者应注意与可比公司的比较分析仅能作为截至 2017 年 1 月 10 日对标的公司潜在价值的示意性分析。

目 录

估值机构声明.....	1
第一章 背景情况介绍.....	4
一、上市公司及标的公司概况.....	4
二、本次交易方案.....	4
三、本次交易背景及目的.....	5
四、估值目的.....	8
五、估值基准日.....	9
第二章 估值假设.....	10
一、一般假设.....	10
二、特殊假设.....	10
第三章 估值思路及方法.....	11
一、估值思路及方法比较.....	11
二、可比公司法估值分析.....	12
三、可比交易法估值分析.....	16
四、基于标的公司股价走势的定价合理性分析.....	16
第四章 估值结论.....	18
一、估值结论.....	18
二、估值报告使用限制.....	18

第一章 背景情况介绍

一、上市公司及标的公司概况

深圳市中洲投资控股股份有限公司（深圳证券交易所上市公司，股票代码：000042.SZ，以下简称“中洲控股”、“上市公司”、“公司”）前身是深圳市长城投资控股股份有限公司，创立于1984年，1994年经股份制改造成为公众上市公司，为国家房地产开发一级资质企业。中洲控股以房地产开发业务为主，范围涉及酒店经营、资产管理、物业管理、商业管理、投资等多个领域。中洲控股的发展定位为“具有竞争力的区域化开发商”，产品战略为“做主流住宅产品，兼顾商业和配套”，战略布局为“专注区域、深耕城市、多盘联动”。中洲控股通过聚焦成都市场、广东市场，形成区域竞争优势，同时重点发展上海、大连等城市，多渠道、多方式取地，扩大区域影响范围。近几年，公司的业务规模进入快速增长阶段，2014、2015年营业收入年增长率分别达到37.94%、65.26%。截至停牌前一交易日（2016年10月26日），中洲控股的市值为135亿元。

华南城控股有限公司（香港联交所上市公司，股票代码：1668.HK，以下简称“华南城控股”、“华南城”、“标的公司”）是我国领先的大型综合商贸物流及商品交易中心的发展商及营运商，为内地和国际的批发供货商、买家、制造商、分销商及用家提供原材料和制成品的综合交易平台。凭借其独特的商业模式，华南城控股不仅销售和租赁设计优良高质的交易中心商铺，以供企业陈列和出售其商品，也为商户及其客户提供完善的一站式便捷供应链解决方案。为进一步展现“一体两翼”商业模式的价值，华南城控股提供五大配套服务（包括一站式仓储及物流服务、会议及展览服务、奥特莱斯商场经营及管理、电子商贸及物业管理）将在每一个项目中作为辅助核心业务开发及营运交易中心的支柱。目前，华南城控股已经在深圳、南昌、西安、南宁、哈尔滨、郑州、合肥及重庆等中国经济增长强劲的策略性城市建有“华南城”项目，并享有较高的市场知名度。

二、本次交易方案

中洲控股拟通过间接持有之全资子公司 Best Wisdom Group Limited，以现金

方式收购郑松兴先生及 Accurate Gain Developments Limited 分别持有的华南城控股的 79,000,000 股及 1,778,196,831 股股份，收购价格为每股 2.05 港元，折合人民币每股 1.83 元（按照 2017 年 1 月 10 日港元对人民币汇率中间价：1 港元=0.8927 人民币元换算，下同）。

通过本次收购，公司将持有华南城控股 1,857,196,831 股股份，持股比例约占华南城控股截至 2016 年 9 月 30 日已发行股份数的 23.20%，成为标的公司的第一大股东，但不构成对标的公司的控制。按照收购价格每股 2.05 港元计算，本次收购总价为 3,807,253,503.55 港元（折合人民币 3,398,735,202.62 元）。

本次收购不以华南城控股退市为目的。

本次交易的收购资金来源为自有资金与银行借款。

三、本次交易背景及目的

（一）交易背景

1、公司近年来快速发展的态势

公司前身是深圳市长城投资控股股份有限公司，创立于1984年，1994年经股份制改造成为公众上市公司（股票代码为000042），为国家房地产开发一级资质企业。公司以房地产开发业务为主，经营范围涉及酒店经营、资产管理、物业管理、商业管理、投资等多个领域。目前中洲控股之项目位于珠三角、香港、长三角、川渝、环渤海等全国多个区域。

房地产业务收入是公司营业收入的最主要来源，包括房地产销售收入以及商业物业租赁收入。公司房地产业务发展迅速，最近三年实现收入分别为20.88亿元、28.63亿元和48.58亿元，最近两年同比增长37.13%和69.67%。

2、公司产业链延伸扩张的发展需要

随着房地产业发展进入新常态，公司开始寻求产业链延伸及扩张的发展战略，通过房地产与产业结合的方式进行战略调整，有利于公司增加资产组合种类，降低公司的经营风险，提高公司的抗风险能力。企业通过战略合作、行业整合可

以充分利用行业资源，实现优势互补，进而延长企业价值链并扩大企业价值。

近年来，为应对国家持续的房地产调控政策及行业的激烈竞争，公司对发展战略进一步梳理，提出发展定位为“具有竞争力的区域化开发商”，战略布局选择根据“专注区域、深耕城市、多盘联动”的原则进行。公司通过聚焦成都市场、广东市场，形成区域竞争优势，同时重点发展上海、青岛等城市，多渠道、多方式取地，扩大区域影响范围。此外，公司有意进军产业地产、仓储物流等多种业务模式，通过业务不同模式互补促进的方式，继续提升各项业务核心资产价值，实现公司整体发展跨越目标。

3、房地产行业发展现状及未来行业竞争带来的差异竞争优势需求

随着我国经济步入“新常态”，经济增速由高速增长转为中高速增长，经济增长方式也由要素驱动、投资驱动向创新驱动转变。房地产行业（尤其是住宅开发业务）作为传统经济增长的中坚力量仍对稳定经济增速及改善民生发挥重要作用，但其行业增速及对经济增长和质量改善的整体贡献水平呈现逐渐下降的趋势。房地产行业由“黄金时代”进入到“白银时代”，长远来看，我国城市化进程仍将持续相当长的周期，“新型城镇化”已经被中央政府定位为中国未来经济发展最重要的推动力之一，城镇化率提升带来的大量新增城市人口及旧城改造等都将催生大量的住房及消费需求，房地产行业市场深度调整促进行业竞争加剧，企业需要在原有业务模式的基础上进行创新和转型，形成差异化竞争优势，实现资源优化配置，促进公司业务持续发展。

4、标的公司所处行业发展前景良好

为促进商贸物流产业发展，我国政府出台了一系列政策，其中 2014 年 9 月，国务院发布了《关于印发物流产业中长期规划（2014～2020 年）的通知》，提出我国物流产业到 2020 年要基本建立布局合理、技术先进、便捷高效、绿色环保、安全有序的现代物流体系，要求物流业增加值年均增长8%，物流业增加值占GDP比重达到 7.5%。此外，商务部于 2014 年 9 月出台《关于促进商贸物流发展的实施意见》，强调物流行业在国家经济中所担当的角色愈趋重要。大力加强物流基础设施网络建设成为今后一段时期内国家的发展重点。

2014 年，中国中央政府宣布国家经济发展已进入“新常态”，政府将工作重心由推动工业大幅扩张转移至促进以提升经济效益而达至中高速可持续增长。由于政府的“新常态”旨在推动经济架构的持续优化及发展效益更高的经济，长远而言市场对现代化综合商贸物流及商品交易设施的刚性需求将持续强劲。因此，在城镇化进程中，地方政府的其中一项首要任务依然是以现代化综合商贸物流及商品交易中心取代落后的批发市场。此外，政府推出了一系列新政策，包括“互联网+”战略及“一带一路”倡议，将持续推动中国经济的长远增长，令相关行业发展受惠。

5、标的公司具备领先的行业地位和成熟的商业模式

经过多年的建设和经营，华南城已形成了较为成熟的经营模式，在全国各地的华南城项目形成了庞大的市场规模、完善的服务配套体系、成熟专业的运营组织，建立了中国综合商贸物流中心的领先地位。

华南城采取“一体两翼”的经营模式，即以建立大型综合商贸物流及商品交易中心为主体，辅以完善的配套商业设施和紧邻主体的住宅物业的“两翼”业务，其中商业配套又包含一站式仓储物流服务、物业管理、会议及展览服务、商务办公及生活配套、电子商贸平台、奥特莱斯商场及家居广场运营等多个配套子系统。经过多年的商业实践，华南城在全国各地复制成熟的商业模式，科学开发综合物流市场，迅速做旺市场，激活一方经济。

（二）交易目的

1、推动公司战略发展目标的实现

通过本次交易，中洲控股将成为华南城第一大股东，为双方未来合作发展建立坚实的基础。华南城目前已完成国内多个重点直辖市/省会城市的业务布局，与中洲控股目前“专注区域、深耕城市、多盘联动”的战略布局形成了良好的契合。

商贸物流作为其所在城市/区域的具体产业配套资源，也正是未来中洲控股打算进军的产业地产等业务领域直接相关的发展促进因素，与华南城形成坚实的合作关系，将进一步促进中洲控股未来业务发展战略的实现。

此外，双方未来将集中优势资源广泛开展产城融合项目开发合作，为双方企业可持续发展和各自业务的转型升级提供抓手。

2、优势资源互补，通过协同效应提升公司的竞争实力

中洲控股具有成熟的住宅地产、商业地产的开发及运营经验，在房地产开发、建筑设计、物业管理、高端酒店及写字楼运营方面具备竞争优势。华南城则是中国领先的商贸物流物业的开发商和服务提供商，拥有多年的商贸物流开发运营和管理经验，凝聚了众多企业客户与合作伙伴。

华南城项目建成及运营后，可以快速吸引周边资源，在项目周边产生集聚联动效应，不仅有利于优化当地产业结构、提升当地区域竞争力、促进区域经济繁荣，也有利于解决当地就业、推进城市化进程，因此各地华南城项目得到了当地政府的大力支持。中洲控股未来可利用华南城在当地所创造的资源优势，充分发挥自身在住宅地产、商业地产开发及酒店运营等方面的经验优势，与华南城产生协同发展效应，提升双方的竞争实力。

双方未来开展业务合作，促进相应重点城市/区域产业集聚和产城融合，发挥双方各自在土地资源、金融资源、品牌资源及人力资源等战略资源的进一步高效资源配置和完整利用能力，将形成强大的资源互补和竞争实力提升效应。

3、提升上市公司的经营抗风险能力和持续盈利能力

受到我国经济增速放缓及房地产行业景气程度下降的不利影响，地产公司盈利水平总体呈逐年下滑趋势。公司近三年房地产业务逐年递增，但受宏观经济周期及国家宏观调控的等因素影响，未来的经营业绩可能出现相应波动。

本次交易完成后，公司将通过持有华南城的股权完成产业链的有效延伸，丰富公司的区域布局、经营业态和业务模式，提高公司经营的抗风险能力。另外，公司将通过持有华南城的股权分享华南城发展所带来的收益，增强公司的持续盈利能力，从而实现公司股东根本利益的有效提升。

四、估值目的

2017年1月11日，中洲控股第七届董事会第四十六次会议审议通过了本次

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，同意公司进行本次交易。

本次估值的目的是为上述经济行为提供价值参考意见，分析本次协议转让价格是否合理、是否存在损害上市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、估值基准日

本次交易的董事会召开日为 2017 年 1 月 11 日。据此，本估值报告所引用的市场价格数据截至 2017 年 1 月 10 日，即召开本次交易董事会召开日之前的最后一个交易日。

本估值报告的分析对象为标的公司的全部股东权益。

第二章 估值假设

本次估值中，估值人员遵循了以下估值假设：

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）资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据被估值资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定估值方法、参数和依据。

二、特殊假设

（一）本次估值假设估值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。

（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）估值对象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）本次估值假设标的公司相关的基础资料、财务资料和公开信息真实、准确、完整。

（六）本次估值测算的各项参数取值不考虑通货膨胀因素的影响。

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

一、估值思路及方法比较

（一）常用估值方法

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的分析。

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。

（二）本估值报告选择的估值方法

在收购完成之前，华南城受香港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盈利预测，且公布盈利预测可能会引起华南城的股价异动，增加本次收购的不确定性，因此本次收购未进行盈利预测。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。因此，本估值报告选择可比公司法与可比交易法进行估值，此外，本次交易的标的公司为香港联交所主板上市公司，本估值报告也将结合标的公司的历史股价走势分析协议转让价格的合理性。

二、可比公司法估值分析

（一）可比上市公司

华南城的主营业务为发展及经营大型综合物流及商贸中心、开发商住配套设施、物业管理、电子商贸及仓储物流服务。在可比公司法中，我们选择了与华南城有相似业务的香港联交所上市公司作为可比公司，判断被收购公司估值倍数的合理性。

1、可比公司的选择

华南城的业务模式有其独特之处：发展及经营大型综合物流及商贸中心、开发商住配套设施、物业管理、电子商贸及仓储物流服务，在香港联交所上市公司中与其业务模式相似的企业并不多，我们选择了三家主营业务中包括“商贸物流服务、销售物业”的香港联交所上市公司：毅德国际（1396.HK）、五洲国际（1369.HK）、北京建设（0925.HK）作为华南城的可比公司。

2、估值指标的选择

①常用估值指标

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）、市现率（P/CF）、企业价值比率（EV/EBITDA）、净资产值（NAV）等，以上估值指标的利弊比较如下表所示：

估值指标	优点	缺点
市盈率（P/E）	1、以每股收益来衡量盈利能力，是较为常见决定投资价值的因素； 2、市盈率指标在投资领域被广泛使用； 3、实证研究显示市盈率差异与长期平均股票回报差异具有显著关联关系	1、每股收益可以为负数，将使得市盈率失去意义； 2、净利润波动较为剧烈，且受多种因素影响，导致市盈率指标不稳定； 3、净利润容易被管理层操纵
市净率（P/B）	1、净资产为累计数值且通常为正，因此当市盈率指标失效时往往市净率指标仍可使用； 2、每股净资产比每股收益更加稳定，因此当每股收益剧烈波动时市净率指标往往更加有用； 3、实证研究显示市净率对于解释长期股票回报差异时具有帮助	1、当公司具有显著规模差异时市净率可能具有误导性； 2、会计政策差异可能导致股东运用市净率对于公司真实投资价值的判断错误； 3、通货膨胀和技术变革可能导致资产的账面价值与市场价值之间差异显著
市销率（P/S）	1、市销率对于经营亏损的公司依旧适用； 2、与每股收益和账面价值不同，销售收入往往难以被操纵或扭曲； 3、市销率不像市盈率那样波动剧烈； 4、实证研究显示市销率的差异与长期平均股票回报差异显著相关	1、高额的销售收入并不一定意味着高额的营业利润； 2、市销率未反应不同公司之间的成本结构差异； 3、尽管不像利润那样容易被扭曲，但销售收入的确认方式仍可能扭曲销售预测
市现率（P/CF）	1、现金流较利润更难被管理层操纵； 2、市现率比市盈率更加稳定； 3、对于盈利质量而言，现金流比利润更加值得依赖； 4、实证研究显示市现率的差异与长期平均股票回报差异显著相关	1、市现率计算现金流量的方法是净利润加折旧摊销等非现金费用，并未考虑其他影响经营性现金流量的因素； 2、权益自由现金流量被认为是更好的指标，但较经营性现金流量波动也更为剧烈
企业价值比率（EV/EBITDA）	1、企业价值比率指标对于计算财务杠杆差异较大的公司具有帮助； 2、企业价值比率指标对于评估重资产高折旧的公司具有帮助； 3、息税折旧摊销前利润通常为正	1、如果运营资本持续增加，息税折旧摊销前利润将高估经营性现金流量； 2、公司自由现金流量比息税折旧摊销前利润在估值理论上更加相关
净资产值（NAV）	1、通过净资产值的计算能够把在未来现金流通过现金流折现方式体现出来 2、考虑了预期价格的变化、开发速度和投资回报率等因素，比市盈率更加准确	1、度量的是企业当前有形资产的价值而不考虑品牌、管理能力和经营模式的差异； 2、前提假设条件严格，导致计算结果出现偏差 3、公司信息披露不充分，计算上难度较大

目前，市场上使用最多的、主流的估值指标是市盈率和市净率，这两个指标

所需数据也较易获取。考虑到华南城的业务特性，对于华南城这种土地储备价值和在建项目价值较大的企业来说，净资产值（NAV）这一指标通过未来现金流的折现能更好地反应企业的价值，但企业披露信息不充分，计算起来难度太大。

结合估值指标的实用性和有效性，且本次估值过程中不对标的公司进行任何的财务预测，因此选择市盈率和市净率指标较为合适。

②结合标的公司的财务状况确定估值指标

近五年，华南城控股的主要财务指标如下：

单位：万港元

项目	2016-03-31	2015-03-31	2014-03-31	2013-03-31	2012-03-31
净资产	2,636,847	2,502,182	2,014,415	1,604,276	1,299,529
项目	2015/16 财年	2014/15 财年	2013/14 财年	2012/13 财年	2011/12 财年
收入	613,626	975,777	1,346,832	748,806	367,077
归属于母公司拥有人的利润	353,701	372,787	349,448	274,986	207,071
经营性现金流量净额	118,734	138,681	270,290	211,411	93,572

从上表可知，近五年，华南城控股的主要财务指标并没有出现异常波动，盈利呈先上升后下降的趋势；净资产呈逐渐扩大的趋势，分阶段看，净资产在盈利上升阶段增长速度较快而在盈利下降阶段增长放缓，净资产在一定程度上能反映主营业务的发展状况；经营性现金流也与盈利状况变化的趋势保持一致。

华南城控股近五年经营情况没有发生剧烈的变动，净利润、经营性现金流量、净资产等指标的波动幅度都在正常范围之内，对其主营业务实际状况反映程度较高，因此，可使用市盈率（P/E）、市净率（P/B）等与净利润、净资产有关的指标进行估值；另一方面，从数据的可获得性来看，市盈率（P/E）、市净率（P/B）也较易计算。综上所述，采用市盈率（P/E）、市净率（P/B）估值，可比性与可参考性较强。

3、可比公司估值分析

可比公司及其市盈率、市净率如下表所示：

序号	同行业港股上市公司	P/E（1） ^{注1}	P/E（2） ^{注2}	P/B（1） ^{注1}	P/B（2） ^{注2}
----	-----------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------

1	毅德国际	5.11	4.32	0.61	0.52
2	五洲国际	-7.64	-7.71	1.07	1.08
4	北京建设	9.55	9.56	0.59	0.59
平均值 ^{注3}		7.40	6.94	0.76	0.73
中位数 ^{注3}		7.40	6.94	0.61	0.59
华南城（以协议收购价格 2.05 港元/股计算）		4.64		0.63	

注：资料来源：wind；

1、P/E（1）=2017 年 1 月 10 日收盘价/2015 年末基本每股收益，P/B（1）=2017 年 1 月 10 日收盘价/2015 年末每股净资产

2、P/E（2）=2017 年 1 月 11 日前 20 个交易日成交均价/2015 年末基本每股收益，P/B（2）=2017 年 1 月 11 日前 20 个交易日成交均价/2015 年末每股净资产

3、计算 P/E 平均值和中位数时剔除负值

本次交易中，按协议收购价格每股 2.05 港元计算，华南城控股的 P/E 倍数低于可比上市公司平均值和中位数，P/B 倍数低于可比上市公司的平均值，稍大于可比上市公司的中位数。

为了进一步分析华南城与可比公司的差异，我们对于华南城控股（2015/16 财年）与可比公司的 2015 年度关键财务指标比较如下：

公司简称	销售毛利率（%）	净资产收益率（%）	资产负债率（%）	总资产周转率（%）
毅德国际	51.60	12.47	67.96	0.24
五洲国际	21.46	-13.33	80.88	0.17
北京建设	78.01	6.17	61.10	0.03
均值	50.36	9.32 ^{注1}	69.98	0.14
中位数	51.60	9.32 ^{注1}	67.96	0.17
华南城	48.22	13.86	68.38	0.08

注：数据来源：wind

1、计算净资产收益率平均值和中位数时剔除负值

上述公司均为联交所上市公司，主营业务均包含商贸物流服务、销售物业，与华南城具有相似的业务范围；从以上关键财务指标来看，华南城净资产收益率高于可比公司平均值，其他指标与可比公司平均值相比差异不大，因此，上述可比公司估值水平能提供较好的示意性参考。但同时应考虑到可比公司在产品结构、公司规模、财务状况等方面具有各自的特点，上述估值指标也存在一定的局限性。

综合比较上述估值指标，按本次交易协议转让价格计算对应的市盈率倍数低于可比公司市盈率倍数的均值和中位数，市净率倍数与可比公司的市净率倍数相比处于合理区间之内，协议转让价格公允。

三、可比交易法估值分析

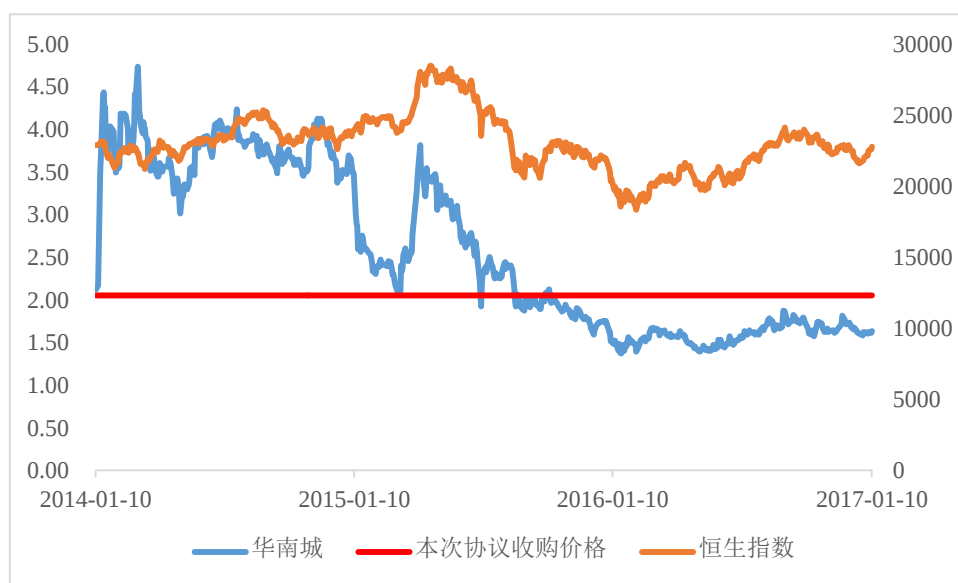
我们选择了与此次交易类似的出境并购（被收购方为香港上市公司、收购方为内地上市企业、收购方式为现金收购、收购完成后标的公司控制权未发生变化）作为可比交易。在以往的并购案例中，此类交易并不多，可比交易情况如下：

交易描述	公告日期	交易金额	较收购公告前二十个交易日成交均价溢价率
天津长荣印刷设备股份有限公司以每股 2.42 港元协议收购贵联控股国际有限公司（1008.HK）16.84%的股权	2015 年 4 月 24 日	6.06 亿港元	43.01%
彩云国际投资有限公司以每股 3.80 港元收购莱蒙国际集团有限公司（3688.HK）27.62% 的股份	2015 年 7 月 27 日	12.35 亿港元	2.15%
上海交大昂立股份有限公司以 2.50 港元/股协议收购中国泰凌医药集团有限公司（1011.HK）9.40%的股份	2016 年 1 月 5 日	3.66 亿港元	6.46%

本次协议收购价格为 2.05 港元/股，较本次交易董事会召开日（2017 年 1 月 11 日）的前二十个交易日华南城控股股票的均价（1.63 港元/股）溢价 25.77%，与可比交易的溢价率相比，本次收购价格的溢价率处于合理区间内。

四、基于标的公司股价走势的定价合理性分析

近三年（2014 年 1 月 10 日-2017 年 1 月 10 日），华南城控股的股价走势如下图所示：



注：数据来源：Wind，股价为收盘价，货币单位为港元

近三年（2014年1月10日-2017年1月10日），华南城控股的股价（收盘价）最高为4.73港元，最低为1.37港元。具体情况如下表所示：

时间段	最高价 (港元)	最低价 (港元)	成交均价 (港元)	协议收购价格对成交均价的溢价率
2016.10.10-2017.1.10, 近三个月	1.81	1.57	1.68	22.02%
2016.7.10-2017.1.10, 近六个月	1.87	1.55	1.70	20.59%
2016.01.10-2017.1.10, 近一年	1.87	1.37	1.61	27.33%
2015.01.10-2017.1.10, 近两年	3.81	1.37	2.52	-18.65%
2014.01.10-2017.1.10, 近三年	4.73	1.37	3.23	-36.53%

从华南城股价的走势来看，近期股价处于近三年以来的相对低位，这与华南城自身的经营情况以及香港股票市场的波动情况有关。

考虑到华南城控股的行业地位、资产状况、土地储备、发展前景等因素，本次协议收购的价格较本次交易董事会召开日（2017年1月11日）的前二十个交易日华南城控股股票的均价有所溢价，但仍处于合理区间。

第四章 估值结论

一、估值结论

考虑到本次交易可获得的财务预测数据有限，本估值报告主要采用可比公司法和可比交易法对本次交易价格的合理性进行分析，并且比较了标的公司股价走势。结合前述分析，本估值机构认为本次交易的协议转让价格（即每股2.05港元）合理，能够合理反映标的公司的公允价值，不存在损害上市公司及其股东利益的情况。

二、估值报告使用限制

本估值报告只能用于本报告载明的估值目的和用途。同时，本次估值结论是在本次估值目的下，论证本次交易协议转让价格是否合理，没有考虑将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方可能追加付出的价格等对估值价格的影响，同时，本报告也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。当前述条件以及估值中遵循的持续经营原则等其它情况发生变化时，估值结论一般会失效。本估值机构不承担由于这些条件的变化而导致估值结果失效的相关法律责任。

本估值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。

未征得本估值机构同意并审阅相关内容，估值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。

本估值机构在报告中发表的意见均基于截至 2017 年 1 月 10 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本估值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。根据估值目的及业务范围，本报告未考虑标的公司股票未来的交易活动及股价表现。

本估值报告的使用有效期为 6 个月：自 2017 年 1 月 11 日至 2017 年 7 月 11

日使用有效。

（本页无正文，为《招商证券股份有限公司关于深圳市中洲投资控股股份有限公司重大资产购买之估值报告》之签字盖章页）

估值人员：_____

刘炜

李墨

招商证券股份有限公司

年 月 日