

中银国际证券有限责任公司

关于招商局公路网络科技控股股份有限公司

换股吸收合并

华北高速公路股份有限公司

暨关联交易

之

估值报告



二〇一七年六月

声明

一、本报告分析对象为招商局公路网络科技控股股份有限公司（以下简称“招商公路”）与华北高速公路股份有限公司（以下简称“华北高速”），相关资料来源于公开信息。

二、本报告为中银国际证券有限责任公司（以下简称“中银证券”）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，供华北高速董事会参考。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、就报告中所涉及的公开信息，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，中银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、中银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。未经中银证券事先书面同意，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，仅中银证券自身有权进行解释。

八、本报告仅供招商公路换股吸收合并华北高速暨关联交易（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进行考虑。中银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《招商局公路网络科技控股股份有限公司换股吸收合并华北高速公路股份有限公司暨关联交易报告书（草案）》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

招商公路注册于北京市，招商公路业务经营范围包括公路交通基础设施投资运营、交通科技、智能交通及其他公路相关产业等，覆盖公路产业链重要环节。截至本估值报告出具日，招商公路的总股本为 5,623,378,633 股。其中，招商公路的控股股东招商局集团持有招商公路 4,241,425,880 股股份，占招商公路总股本的 75.42%；蛇口资产（国有股东）持有其 4,000,000 股股份，占招商公路总股本的 0.07%。

华北高速是 A 股上市公司。截至本估值报告出具日，华北高速已发行总股数为 1,090,000,000 股。华北高速的控股股东为招商公路，截至本估值报告出具日，其持有华北高速 292,367,935 股股份，占华北高速总股本的 26.82%。华北高速主营业务为投资开发、建设、经营收费公路，拥有华北地区的公路主干线京津塘高速公路的收费权。

交易双方具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《招商局公路网络科技控股股份有限公司换股吸收合并华北高速公路股份有限公司暨关联交易报告书（草案）》。

二、本次交易方案

招商公路拟以换股方式吸收合并华北高速，即招商公路以发行 A 股股份的方式与华北高速换股股东进行换股，华北高速退市并注销，招商公路作为合并方暨存续公司，华北高速全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务由招商公路承继和承接，招商公路的全部股份（包括为本次吸收合并发行的 A 股股份）申请在深交所主板上市流通，从而实现招商公路吸收合并华北高速。本次合并前招商公路所持有的华北高速股份不参与换股、不行使现金选择权，并将于本次吸收合并后予以注销。本次换股吸收合并中，华北高速的换股价格以定价基准日前 20 个交易日华北高速 A 股股票交易均价，即 4.73 元/股为基础，并在此基础上给予 25.4% 的换股溢价率确定，即 5.93 元/股。华北高速于 2016 年 5 月 10 日召开的 2015 年度股东大会审议通过了 2015 年度利润分配方案，按 2015 年

末总股本 1,090,000,000 股为基数，每 10 股派人民币 0.8 元现金（含税）。华北高速于 2017 年 4 月 12 日召开的 2016 年度股东大会审议通过了 2016 年度利润分配方案，按 2016 年末总股本 1,090,000,000 股为基数，每 10 股派人民币 1.6 元现金（含税）。因此，华北高速换股价格根据除息结果调整为 5.69 元/股。

招商公路发行价格的确定以兼顾合并双方股东的利益为原则，综合考虑行业可比公司的估值水平、合并双方的总体业务情况、盈利能力、增长前景、抗风险能力等因素，招商公路 A 股发行价格为 8.41 元/股。招商公路于 2017 年 5 月 11 日召开的 2016 年度股东大会审议通过了 2016 年度利润分配方案，按 2016 年末总股本 5,623,378,633 股为基数，每 10 股派人民币 2.3 元现金（含税）。因此，招商公路发行价格根据除息结果调整为 8.18 元/股。本次招商公路换股吸收合并华北高速的换股比例为 1: 0.6956，即换股股东所持有的每股华北高速股票可以换得 0.6956 股招商公路本次发行的股票。

因本次换股溢价率的确定基准是华北高速 A 股定价基准日（华北高速审议本次交易的董事会决议公告日）前二十个交易日交易均价基础上给予 25.4% 的换股溢价率确定，为方便分析，本估值报告以下部分中的华北高速 A 股换股价格均指未考虑除息影响的换股价格，即 5.93 元/股。

三、本次交易背景和原因

（一）响应“供给侧结构性改革”，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

交通运输是支撑经济发展的重要基础设施。交通运输供给侧效率的高低、服务的好坏、技术的优劣，会直接传导至经济供给侧。一方面，招商公路通过对招商局旗下公路板块整合上市，对路权集中管理，有利于降低高速公路运营成本、提高公路运营技术、改善服务质量，从而提高供给质量、降低运输服务成本，将加快提升交通运输的有效供给。另一方面，招商公路通过上市公司平台打造中央级高速公路上市公司，不断提升公司行业领导力，将有效增强国有资本的影响力、带动力和控制力，从而促进我国综合交通网络的形成。作为中央企业，招商公路还可以作为高速公路行业供给侧结构性改革和管理运营体制改革试点单位，为行业改革发展积累经验，推动全行业整体水平的提升。

同时，招商公路作为中国公路行业投资范围最广、经营里程最长的中央级国有企业，有必要建立高效、完善、国际化的公司治理结构。招商公路通过本次整体上市引入社会公众股东，将有效建立产权清晰、权责明确、管理科学的现代企业制度，健全各司其职、有效制衡、科学决策、协调运作的现代化法人治理结构，优化企业资本结构和生产要素配置，完善公司股东与经营者的利益风险共担机制，进一步提升核心竞争力，提高国有资产的运营效率为公司长远发展孕育广阔的增长空间。

（二）为“互联互通”、“一带一路”战略提供有力支撑

为结合国家“互联互通”、“一带一路”发展战略，通过本次就交易增强公路板块实力，将助力招商局集团的海外发展战略，加快企业海外整体布局。本次交易以招商公路为平台整合公路板块资源上市，将充分利用资本市场优势，围绕做强做优做大、培育具有国际竞争力的世界一流企业的核心目标，提升企业自身竞争力，为招商局集团海外“港-区-城”建设，最终为推动“互联互通”以及“一带一路”战略提供有力支撑，更好服务于国家战略，践行央企责任和使命。

（三）招商局集团内部资源实现有效整合、优化配置，致力于打造“中国领先、世界一流的高速公路投资运营服务商和行业领先的交通科技综合服务商”

招商公路多年来深耕公路投资、专注公路运营，在行业内积累了丰富的经验并实现了全国布局，已逐渐成长为中国领先的高速公路投资运营商，有必要通过上市对现有资源进一步有效整合、优化配置。通过本次交易，招商局集团公路板块的优质资源将以招商公路为平台得到充分利用，并与华北高速成熟的运营管理体系、京津冀地区得天独厚的地理位置等优势相结合，将更好地发挥规模效益和协同效应。双方在资产、业务上的集中管理和资源整合也将有效降低管理成本，提高企业整体经营效率，为打造“中国领先、世界一流的高速公路投资运营服务商和行业领先的交通科技综合服务商”，成为资产优良的跨区域经营高速公路平台奠定基础。

（四）加快产业整合，形成全产业链、全方位的业务布局；积极培育智能交通生态圈，提升行业服务水平

招商公路已形成了涵盖公路全产业链业务形态，并致力于探索智能交通领域

业务，通过创建崭新的上市平台，将极大增强企业在行业内的综合实力，推动行业服务水平的提升。本次交易完成后，招商公路将进一步扩大其业务结构战略协同的优势，实现集公路行业科研、设计、特色施工、投资、养护、运营于一体的全产业链、全方位的产业布局。同时，招商公路已在“产业+互联网”方面做了积极探索，其中部分项目已经商业化运营，部分重点项目已列入相关部委的“十三五”专项规划。本次交易完成后，将为智能交通生态圈建设提供更为广阔的平台，有助于将相关技术和商业模式向全国推广，从而推动行业的整体进步。

（五）消除关联交易，避免同业竞争

虽然此前招商公路与华北高速主要经营高速公路路段不存在明显竞争关系，但未来在多元化、综合性公路企业的建设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，华北高速的法人资格将被注销，招商公路将承继及承接华北高速的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务，彻底解决招商公路和华北高速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。

四、报告目的

本报告的目的是为华北高速董事会提供参考，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

本报告所引用的市场价格数据截至 2016 年 12 月 31 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。

可比公司法是根据标的公司的特点，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，建立并运用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对标的公司的特点，选取合理的折现率，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标的公司同行业、在估值前一段合适时期被投资或并购的公司，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，据此评估标的公司，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，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公路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，在与招商公路比较分析的基础上，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，招商公路可比公司选取标准如下：1、主要从事高速公路运营的 A 股上市公司；2、剔除 2016 年度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、发展模式等多角度挑选与招商公路近似可比公司。

基于上述标准，选出下述 A 股可比上市企业，其 2016 年度经营业绩、截至 2016 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	2016 年度营业总收入（亿元）	2016 年度归属母公司股东的净利润（亿元）	截至 2016 年末总资产（亿元）	截至 2016 年末归属母公司股东的权益（亿元）	主营业务类型
000429.SZ	粤高速 A	28.25	10.01	160.72	82.89	高速公路收费、普通公路收费、桥梁收费
000900.SZ	现代投资	95.24	8.22	220.17	77.26	高速公路收费、广告代理、经纪业务、普通公路收费
600020.SH	中原高速	39.34	7.48	483.58	122.58	高速公路收费、公路建设、桥梁收费
600033.SH	福建高速	25.28	6.71	179.63	84.46	高速公路收费、公路建设
600106.SH	重庆路桥	3.05	2.95	68.49	34.88	高速公路收费、民用建筑、普通公路

						收费、桥梁收费
600269.SH	赣粤高速	45.55	10.37	320.18	141.99	高速公路收费、普通公路收费、桥梁收费
600350.SH	山东高速	84.61	30.89	454.31	249.19	高速公路收费、普通公路收费、桥梁收费
600548.SH	深高速	45.32	11.69	323.85	126.74	高速公路收费、普通公路收费、桥梁收费
601107.SH	四川成渝	82.66	10.47	363.79	133.24	高速公路收费
600368.SH	五洲交通	12.90	2.22	114.19	29.93	高速公路收费、普通公路收费、其他物流
601518.SH	吉林高速	7.75	1.92	70.84	26.55	高速公路收费

注：资料来源：wind

（二）可比公司市盈率法

股票代码	股票简称	2016 年度市盈率（倍）
000429.SZ	粤高速 A	13.15
000900.SZ	现代投资	9.96
600020.SH	中原高速	21.48
600033.SH	福建高速	14.15
600106.SH	重庆路桥	21.24
600269.SH	赣粤高速	11.43
600350.SH	山东高速	10.09
600548.SH	深高速	15.86
601107.SH	四川成渝	14.78
600368.SH	五洲交通	21.32
601518.SH	吉林高速	26.69
	平均值	16.38
	中值	14.78

注：1、数据来源：上市公司年报，wind

2、2016 年度市盈率=2016 年 12 月 31 日收盘价/2016 年度归属母公司股东的每股收益

依据招商公路《审计报告》，2016 年度招商公路归属于母公司股东净利润为

29.39 亿元。

以可比公司 2016 年度的市盈率数据分别计算招商公路全部所有者权益价值如下：

指标	以平均值计算	以中值计算
可比公司 2016 年度市盈率（倍）	16.38	14.78
招商公路股东全部权益价值（亿元）	481.35	434.33

若以上述可比公司 2016 年度市盈率作为参考估值指标时，招商公路全部所有者权益价值范围为 434.33 亿元至 481.35 亿元。

（三）可比公司市净率法

股票代码	股票简称	2016 年度市净率（倍）
000429.SZ	粤高速 A	1.73
000900.SZ	现代投资	1.06
600020.SH	中原高速	1.14
600033.SH	福建高速	1.12
600106.SH	重庆路桥	1.82
600269.SH	赣粤高速	0.83
600350.SH	山东高速	1.25
600548.SH	深高速	1.46
601107.SH	四川成渝	1.16
600368.SH	五洲交通	1.58
601518.SH	吉林高速	1.95
	平均值	1.37
	中值	1.25

注：1、数据来源：上市公司年报，wind

2、对应 2016 年度市净率=2016 年 12 月 31 日收盘价/2016 年末归属于母公司股东的每股净资产

依据招商公路《审计报告》，截至 2016 年 12 月 31 日招商公路归属于母公司股东的净资产为 373.08 亿元。以可比公司市净率数据计算招商公路全部所有者权益价值如下：

指标	以平均值计算	以中值计算
可比公司 2016 年度市净率（倍）	1.37	1.25
招商公路股东全部权益价值（亿元）	511.12	466.35

若以上述可比公司 2016 年度市净率作为参考估值指标时，招商公路股东全部所有者权益价值范围为 466.35 亿元至 511.12 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。由于缺乏可靠的 2017 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

通过分析近年来高速公路资产收购的可比交易，计算市盈率水平，与本次交易中招商公路的市盈率水平进行比较。

收购方	交易标的	标的金额（亿元）	市盈率（倍）
粤高速 A	广东省佛开高速公路有限公司 25% 股权，广州广珠交通投资管理有限公司 100% 股权	42.60	14.51
广州新粤沥青有限公司	广东茂湛高速公路有限公司 20% 股权	3.07	15.63
皖通高速	宣城市广祠高速公路有限责任公司 55.47% 股权	2.34	12.82
上海建工	上海同三高速公路有限公司 57.75% 股权	5.4	10.48
平均		13.35	13.36
中值		4.24	13.67

注：1、数据来源：wind、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，依据招商公路《审计报告》，2016 年度招商公路归属于母公司股东净利润为 29.39 亿元，招商公路全部所有者权益价值估值区间为 392.60 亿元至 401.71 亿元。

五、小结

依据上述可比公司法、可比交易法估值结果，本次招商公路全部所有者权益价值估值区间为 392.60 亿元至 511.12 亿元。

在本次交易中，招商公路发行价格为 8.41 元/股（除息前），华北高速股东的换股价格（除息前）以定价基准日前二十个交易日华北高速股票交易均价，即 4.73 元/股为基础，并在此基础上给予 25.4%的换股溢价率确定，即 5.93 元/股，对应招商公路全部所有者权益价值为 472.93 亿元，位于 392.60 亿元至 511.12 亿元的估值区间内。

招商公路 A 股发行价格对应 2016 年度每股收益的市盈率为 16.09 倍（每股收益按照 2016 年度招商公路归属于母公司股东净利润除以本次发行前总股本计算），接近前述 A 股可比公司 2016 年度市盈率水平。

综上，在本次交易中，招商公路发行价格的确定以兼顾合并双方股东的利益为原则，综合考虑行业可比公司的估值水平、合并双方的总体业务情况、盈利能力、增长前景、抗风险能力等因素，估值合理、定价公允。

第四章 华北高速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，华北高速 A 股股东的换股价格以定价基准日前 20 个交易日华北高速 A 股股票交易均价，即 4.73 元/股为基础，并在此基础上给予 25.4% 的换股溢价率确定，即 5.93 元/股（除息前）。华北高速于 2016 年 5 月 10 日召开的 2015 年度股东大会审议通过了 2015 年度利润分配方案，按 2015 年末总股本 1,090,000,000 股为基数，每 10 股派人民币 0.8 元现金（含税）。华北高速于 2017 年 4 月 12 日召开的 2016 年度股东大会审议通过了 2016 年度利润分配方案，按 2016 年末总股本 1,090,000,000 股为基数，每 10 股派人民币 1.6 元现金（含税）。因此，华北高速换股价格根据除息结果调整为 5.69 元/股。自定价基准日起至本次合并完成日前，若华北高速发生派息、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深交所的相关规则作相应调整。

本次换股价格较华北高速停牌前最后 1 个交易日收盘价、前 20 个交易日、60 个交易日和 120 个交易日股票交易均价的溢价情况如下：

价格基准	历史股价（元/股）	换股价格较历史股价溢价
停牌前 1 日收盘价	5.01	18.4%
前 20 个交易日均价	4.73	25.4%
前 60 个交易日均价	4.76	24.6%
前 120 个交易日均价	4.85	22.3%

注：1、资料来源：wind

2、交易均价的计算方法为计算期间华北高速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

A 股可比上市公司在 2016 年 12 月 31 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	2016 年 12 月 31 日收盘价 （元/股）	2016 年度市盈率（倍）	2016 年 12 月 31 日市净 率（倍）
粤高速 A	6.84	13.15	1.73
现代投资	8.07	9.96	1.06
中原高速	4.49	21.48	1.14

证券简称	2016 年 12 月 31 日收盘价 (元/股)	2016 年度市盈率 (倍)	2016 年 12 月 31 日市净 率 (倍)
福建高速	3.46	14.15	1.12
重庆路桥	7.01	21.24	1.82
赣粤高速	5.03	11.43	0.83
山东高速	6.48	10.09	1.25
深高速	8.50	15.86	1.46
四川成渝	5.06	14.78	1.16
五洲交通	5.68	21.32	1.58
吉林高速	4.27	26.69	1.95
平均值		16.38	1.37
中值		14.78	1.25

注：资料来源：wind

本次华北高速换股价格为 5.93 元/股(除息前),对应 2016 年度市盈率为 21.55 倍,显著高于可比上市公司估值水平的均值和中值;对应 2016 年度市净率为 1.39 倍,略高于可比上市公司估值水平的均值和中值。

三、换股溢价充分考虑了停牌期间A股市场、可比上市公司的价格变化

2016 年 6 月 24 日至 2016 年 12 月 31 日期间, A 股、可比上市公司均有一定程度的涨幅。在此期间,深成指上涨 0.29%, A 股高速公路可比上市公司股价变动幅度的平均值为 13.46%、中值为 10.62%。本次华北高速换股溢价率高于停牌期间指数和可比公司变动幅度,已充分覆盖了华北高速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		期间变动幅度
		2016 年 6 月 24 日	2016 年 12 月 31 日	
可比公司	粤高速 A	5.27	6.84	29.79%
	现代投资	6.62	8.07	21.90%
	中原高速	4.19	4.49	3.46%
	福建高速	3.14	3.46	10.19%
	重庆路桥	6.97	7.01	0.57%

类别	公司名称	收盘价（元/股）/收盘指数		期间变动幅度
		2016 年 6 月 24 日	2016 年 12 月 31 日	
	赣粤高速	4.27	5.03	17.80%
	山东高速	5.06	6.48	23.90%
	深高速	7.93	8.50	7.19%
	四川成渝	4.74	8.50	6.75%
	五洲交通	4.90	5.68	15.92%
	吉林高速	3.86	4.27	10.62%
	平均值			13.46%
	中值			10.62%
指数	深成指	10,147.70	10,177.14	0.29%

注：资料来源：wind

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

本次换股吸收合并中，华北高速股东的换股价格若以定价基准日前二十个交易日华北高速股票交易均价，即 4.73 元/股为基础计算，则换股价格 5.93 元/股（除息前）在此基础上换股溢价率为 25.4%。

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	
		被合并方定价基准 日	溢价率
宝钢股份吸并武钢股份	2.58	2.86	-9.79%
上海电气吸并上电股份	35.00	26.65	31.32%
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%
招商局蛇口控股吸并招商地产	A 股：38.10 元/股	28.22	35.01%
中国医药吸并天方药业	6.39	6.39	0.00%

广州药业吸并白云山 A	11.55	11.55	0.00%
中国南车吸并中国北车	A 股： 6.19 元/股	5.92	A 股： 4.56%
平均值			21.05%
中值			18.76%

资料来源：相关公告，wind

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的溢价率均值和中值分别为 21.05%和 18.76%。本次华北高速换股价格为 5.93 元/股，相当于较停牌前二十个交易日交易均价溢价 25.4%，溢价水平略高于同类型交易的平均换股溢价水平。

综上所述，被合并方华北高速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，作为招商公路的估值及华北高速的换股价格参考，本次交易的估值合理、定价公允，不存在损害华北高速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至 2016 年 12 月 31 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 12 个月：自 2016 年 12 月 31 日至 2017 年 12 月 31 日期间有效。

（本页无正文，为《中银国际证券有限责任公司关于招商局公路网络科技控股股份有限公司换股吸收合并华北高速公路股份有限公司暨关联交易之估值报告》之签字盖章页）

估值人员：

赵渊

周煜婕

孙潇童

吴过

中银国际证券有限责任公司

年 月 日