

中粮地产（集团）股份有限公司拟收购
VIBRANT OAK LIMITED 持有的大悦城地产有限公司
9,133,667,644 股普通股股份项目
估值报告



安永(中国)企业咨询有限公司

二〇一八年四月

任何拟阅读本报告的人应首先阅读本传送函

限定性用途

中粮地产（集团）股份有限公司

关于大悦城地产有限公司的股权估值

敬启者：

根据中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”、“贵方”或“贵公司”）的指示，就贵方拟发行股份收购 VIBRANT OAK LIMITED（以下简称“明毅”）持有的大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”或“目标公司”）的 9,133,667,644 股普通股股份（占大悦城地产已发行普通股股份总数的 64.18%，占大悦城地产已发行普通股及可转换优先股合计股份数的 59.59%）的交易事项（以下简称“本交易”），对大悦城地产于 2017 年 12 月 31 日（以下简称“基准日”）的 59.59% 股权价值进行了估值。我们在此十分荣幸地向您提交此份估值分析报告（以下简称“本报告”）。

本报告是依据中粮地产董事的具体指示、仅就本交易目的而编制，除此之外不得为其他目的而使用或依赖本报告。

除非服务协议另有规定，本报告及其内容的任何部分均不得被引用、参考或向其他方公开。

我们的工作成果可应法律要求且仅在法律要求的范围内进行披露，除了对中粮地产或经我们书面同意承诺对本报告负谨慎义务的其他第三方，我们不对任何方承担职责或责任。因此，如果任何其他方选择依赖本报告的任何内容，其应自行承担风险。

我们的工作范围和性质，包括我们的工作基础和限制，在服务协议中有详细说明。

此次估值分析不构成任何投资建议。对于任何潜在买家或中粮地产依照本报告的估值结果协商购买或出售价格，我们不承担任何责任。

尽管本报告的各个部分对我们工作范围的不同方面进行了描述，为全面了解我们的发现和建议，请整体阅读本报告全文。

出于我们估值分析的目的，本报告未考虑发生在基准日以后的事项或情况，我们没有义务就这些事项或情况对本报告进行更新。

我们估值服务的性质是咨询性的。安永不会在工作陈述中提供审计报告或审计意见。安永所提供的估值服务也不包括对任何财务报表或财务预测按照公认审计准则或其他专业准则开展审计、审阅或审查。估值服务或报告不构成任何法律意见与建议。我们不会对欺诈或非法行为开展审查，也不就潜在交易或其他任何交易的公平性或可取性提供任何意见。

请注意，报告中所呈现的数据均已四舍五入。由于工作底稿中的计算是基于未四舍五入的数值进行的，因此，报告中的数据因四舍五入，其加总数可能存在差异。

我们在此十分荣幸能有机会为中粮地产提供服务。如果贵公司对本项目有任何疑问或者需要更进一步的帮助，敬请与我们联系。

顺祝

商祺！

安永（中国）企业咨询有限公司

目录

一、委托方、被估值单位及其他报告使用者概况	4
二、估值目的	6
三、关于估值对象和估值范围的说明	6
四、价值类型及其定义	6
五、估值基准日	6
六、工作程序	6
七、估值方法	7
八、估值假设	10
九、估值分析及结论	11
十、估值报告使用限制说明	18
十一、估值报告日	19

中粮地产（集团）股份有限公司

拟收购 VIBRANT OAK LIMITED

持有的大悦城地产有限公司 9,133,667,644 股普通股股份项目

估值报告

中粮地产（集团）股份有限公司：

安永（中国）企业咨询有限公司（以下简称“安永”或“我们”）接受中粮地产（集团）股份有限公司（“中粮地产”、“贵公司”或“贵方”）的委托，就中粮地产拟发行股份收购 VIBRANT OAK LIMITED（以下简称“明毅”）持有的大悦城地产有限公司（以下简称“大悦城地产”或“目标公司”）的 9,133,667,644 股普通股股份（占大悦城地产已发行普通股股份总数的 64.18%，占大悦城地产已发行普通股及可转换优先股合计股份数的 59.59%）的交易事项（以下简称“本交易”），对大悦城地产于 2017 年 12 月 31 日（以下简称“基准日”）的 59.59% 股权价值进行了估值工作。现将估值情况报告如下。

一、委托方、被估值单位及其他报告使用者概况

（一）委托方概况

名称：中粮地产（集团）股份有限公司（股票代码：000031）

注册地址：深圳市宝安区新安街道 3 区龙井二路 3 号中粮地产集团中心第 1 层 101 室

法定代表人：周政

注册资本：181,373 万元人民币

公司类型：股份有限公司(上市)

成立日期：1993 年 10 月 08 日

主要经营范围：房地产开发经营；国内商业、物资供销业（不含专营、专卖、专控商品）；建筑技术咨询，进出口按“深贸管审证字第 294 号审证字第 294

号审定证书”办。

中粮地产系一家深圳证券交易所上市公司，是中粮集团旗下经营房地产开发业务的 A 股上市平台。中粮地产从事的主要业务包括：房地产开发、经营、销售、出租及管理住宅、商用物业，经营业态以住宅为主，城市布局主要位于北京、上海、深圳、成都等 16 个国内一线、二线及主要城市，主要产品为壹号系列、祥云系列、锦云系列、鸿云系列等住宅产品。

（二）被估值单位概况

名称：大悦城地产有限公司（Joy City Property Limited）

公司注册编号：17686

注册地址：Clarendon House, 2 Church Street, Hamilton HM 11, Bermuda

办公地址：香港铜锣湾告士打道 262 号中粮大厦 33 楼

法定股本：港币 3,000,000,000 元

授权可发行股份数量：30,000,000,000 股

股票简称：大悦城地产

股票代码：00207.HK

注册地：百慕大

成立日期：1992 年 9 月 23 日

公司类型：股份有限公司（香港联交所上市）

主营业务：大悦城地产是中粮集团旗下从事商业综合体及商业地产运营的海外上市平台。大悦城地产是一家依托全国性商业地产品牌“大悦城”，专注于开发、经营、销售、出租及管理综合体和商业物业的大型地产开发商及运营商。大悦城地产的拥有投资物业、物业开发、酒店运营、物业管理及相关服务四大业务板块，板块之间相互支持、相互提升，组成了一个有机业务整体，并形成了以购物中心为核心、充分发掘业务板块之间联动效应的商业综合体开发与运

营管理模式。

（三）其他估值报告使用者概况

除委托方、国家法律法规规定的估值报告使用者外，业务约定书未约定其他估值报告使用者。

（四）委托方与被估值单位的关系

委托方中粮地产拟收购被估值企业的股权。

二、估值目的

因中粮地产拟以发行股份的方式收购明毅持有的大悦城地产的 9,133,667,644 股普通股股份，为此需要对该经济行为涉及的大悦城地产的 59.59%股权价值进行估值。

本次估值目的是为该经济行为提供价值参考依据。

三、关于估值对象和估值范围的说明

委托估值对象和估值范围与经济行为涉及的估值对象和估值范围一致。

估值对象为大悦城地产 59.59%的股东权益价值。

四、价值类型及其定义

适用于本次估值服务目的的价值基础为市场价值。

市场价值是指自愿买方与自愿卖方在估值基准日进行正常的市场营销之后所达成的公平交易中，就某项业务进行交易的价值估计数额，当事人双方应各自理性、谨慎行事，不受任何强迫压制。

市场价值构成本次估值服务的价值基础。

五、估值基准日

本次估值基准日是 2017 年 12 月 31 日。

六、工作程序

我们的工作程序包括:

- 根据公开信息、贵公司及贵公司的财务顾问陈述和提供的相关信息，了解目标公司的基本状况、业务、财务状况以及资产状态；
- 我们主要对目标公司应用可比公司法和可比交易法进行估值；
- 可比公司法：
 - ✓ 根据目标公司的业务，进行市场研究，选取适当的可比公司；
 - ✓ 对可比公司进行分析，选取适当的可比公司市场倍数；
 - ✓ 对关键参数如控股权溢价进行市场研究；
 - ✓ 进行估值计算，得出目标公司的市场价值范围；
- 可比交易法：
 - ✓ 根据目标公司的业务，进行市场研究，选取适当的可比交易；
 - ✓ 对可比交易进行分析，选取适当的可比交易市场倍数；
 - ✓ 进行估值计算，得出目标公司的市场价值范围；
- 综合得出估值结论，汇总可能对估值分析结果产生重大影响的财务和其他因素提请贵方注意；
- 撰写本估值报告，总结我们的工作方法、价值基础、估值方法、估值假设及估值结果等。

七、估值方法

（一）估值方法简介

在企业/业务估值分析中，通常可采用以下几种不同的方法：1) 收益法；2) 可比公司法；3) 可比交易法；4) 资产基础法。我们在进行估值分析时，这几种方法都会予以考虑，最终根据业务的性质和特点确定采用哪种方法得出企业/业务市场价值。

收益法：收益法着重于资产的收益能力。该方法假设某项资产的价值可以通过衡量其未来可使用年限内产生的经济收益的现值得到。使用该方法时首先需预测资产在未来可使用年限内产生的现金流量，再将该现金流量折现为现值。折现过程中采用的回报率反映资产的时间价值和投资风险。最后将所有现金流量的现值进行加总，从而得到该资产的价值。折现现金流量法是收益法中被广泛运用的方法。

可比公司法：可比公司法是通过可比上市公司的股票价格来分析公允价值。通过收集市场上与被估值对象类似资产的股票市值信息及财务指标，从而得到相关的价值乘数，如市盈率、市净率、企业价值/息税折旧摊销前利润等。

可比公司法适用于计算具有稳定盈利能力的、持续经营的、可以产生收益的公司价值。

提请注意的是，没有两家公司在风险及成长性方面是完全相同的，可比公司市场价值乘数的差异主要来源于：

1. 业务规模、特质及组成的不同
2. 所处经济环境的不同
3. 所在证券交易所的不同
4. 企业自身发展程度的不同
5. 所采用会计准则的不同
6. 对企业发展预期的不同

可比交易法：可比交易法是通过可比交易的交易价格来分析公允价值。通过收集市场上与被估值对象类似资产的历史交易价格信息及财务指标，从而得到相关的价值乘数，如市盈率、市净率、企业价值/息税折旧摊销前利润等。

可比交易法适用于计算具有稳定盈利能力的、持续经营的、可以产生收益的公司价值。

提请注意的是，没有两项交易在被收购公司的风险及成长性方面是完全相

同的，可比交易价值乘数的差异主要来源于：

1. 被收购公司业务规模、特质及组成的不同
2. 收购的股权比例不同
3. 被收购公司自身发展程度的不同
4. 所采用会计准则的不同
5. 对被收购公司发展预期的不同

资产基础法：资产基础法是从资产负债表角度出发，通过对总资产公允价值的估计，减去负债的公允价值，重述公司净资产价值。这种方法直接易懂，通常作为对投资控股公司进行估值的主要方法，这些公司的资产负债表项目通常由金融资产构成。需要注意的是，这种方法未考虑与产生未来现金流能力相关的持续的无形价值。

（二）估值方法的适用性分析

在进行股东全部权益价值估值时，通常可根据估值目的、估值对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析三种基本估值方法的适用性，恰当选择一种或者多种基本估值方法。

根据我们对大悦城地产经营现状、经营计划及发展规划的了解，以及对所依托的相关行业、市场的研究分析，我们采用了可比公司法和可比交易法进行了估值。

由于大悦城地产作为上市公司，受到上市监管及商业保密限制，在交易完成前，难以取得更为详细、准确的财务预测数据，并且公布大悦城地产相关的财务预测数据可能引起有关方面的股价异动。因此，不宜采用收益法对大悦城地产的股权价值进行估值分析。

目标公司自身为上市公司，通过我们对上市公司本身的市净率及可比公司市净率的分析比较，我们发现，目标公司所在行业的公司市值与净资产值相比存在差异。净资产值并不能直接反映市场对于该行业的价值估计数额，并且，

由于资产负债表上没有反映经营过程中目标公司产生的表外的无形资产。因此，不宜采用资产基础法对大悦城地产的股权价值进行估值分析。

另一方面，与大悦城地产从事类似行业、企业的规模、盈利能力、增长潜力和风险相似的可比公司数量较多，市场数据的获取较为容易。我们对与大悦城地产相似的可比公司进行了研究。同时，我们也对与大悦城地产相关的可比交易进行了研究。结合本次交易的实际情况，本次估值选取了可比公司法和可比交易法进行估值分析。可比公司法中，我们采用了市净率法（P/B）和企业价值倍数法（EV/EBITDA）对大悦城地产进行估值分析。可比交易法中，我们采用了市净率法对大悦城地产进行了估值分析。以上两种方法综合得出大悦城地产股权价值的估值分析结论。

八、估值假设

在估值分析中，我们采用了如下假设：

1. 目标公司是持续经营的；
2. 假设不会发生由于经济情况的波动或政策法规的变化对目标公司经营产生重大不利影响的情况；
3. 假设现行利率不会发生重大变化；
4. 目标公司没有重大的未决索赔、诉讼及或有负债；
5. 目标公司没有其他重大的税务纠纷；
6. 假设目标公司的业务管理层和经营模式不会发生重大改变；
7. 假设目标公司运营中所使用的资产（包括有形资产和无形资产）都为公司所有或合理使用；
8. 假设所有关联方交易都是以公平交易为基础的；
9. 如果实际情况与上述任何假设不同，或者采用与上述假设不同的其它假设，估值结果可能不同于本报告的分析结果。

估值结果不应当被视为公平意见或投资价值建议。贵方不应仅仅依赖本估

值分析来设置交易价格。

九、估值分析及结论

（一）可比公司法

在可比公司法中，我们根据以下原则选取可比公司：1）同处一个行业，受相同经济因素影响；2）同处一个资本市场；3）业务结构和经营模式类似；4）行业地位、市场份额尽可能相当；5）盈利能力、成长性及风险尽可能相当。

可比公司法使用多种比率，这些比率大体可以分为基于赢利、账面价值、收入和基于行业这四种类型。

考虑到目标公司的主营业务为商业综合体及地产的运营，持有大量不动产，投资者对该类公司，较为关注持有资产的价值，因此我们选取了基于账面价值的市净率作为一个估值倍数。同时，由于目标公司长期持续稳定经营，我们也选取了基于息税折旧摊销前利润的企业价值倍数作为一个估值倍数。

在计算可比公司的企业价值倍数过程中，我们对息税折旧摊销前利润进行了必要的计算调整，去除了非持续性和经营性收入和支出对估值的影响，得到调整后的可比企业价值倍数的范围。

可比公司市净率倍数如下（基于 2017 年 12 月 31 日信息）：

证券代码	证券简称	经营范围	P/B	EV/EBITDA
00016.HK	新鸿基地产	发展及投资地产物业以供出售及租赁之用、经营酒店、电讯、运输、基建及物流	0.72x	10.65x
01972.HK	太古地产	开发、租赁及管理商业、零售及若干住宅项目，作长期投资；发展及兴建可供出售的物业；及投资及营运酒店项目	0.57x	17.73x
01997.HK	九龙仓置业	物业投资及营运	0.76x	13.16x
00101.HK	恒隆地产	多元化的物业发展公司，旗下物业组合涵盖不同范畴，包括商场、商铺、办公楼、住宅等	0.63x	12.75x
01238.HK	宝龙地产	发展经营优质、大规模、多业态的商业地产项目	0.50x	10.16x
00083.HK	信和置业	物业销售、物业租赁、物业管理及其他服务、酒店营运等	0.65x	9.22x
00207.HK	大悦城地产	投资物业、物业开发、酒店经营以及物业管理及相关服务	0.60x	11.86x
最小值			0.50x	9.22x
第一四分位数			0.58x	10.41x
中位值			0.63x	11.86x
平均值			0.63x	12.22x
第三四分位数			0.68x	12.96x
最大值			0.76x	17.73x

注：

1. 资料来源：上市公司年报，Capital IQ，安永分析。

估值过程中，我们对比分析了大悦城地产相对可比公司的盈利性水平和盈利增长速度，综合考虑采用第一四分位数和第三四分位数作为估值参数的合理范围。

由于本次收购为对大悦城地产控制性股权的收购，而可比公司法中采取的市值反映的是普通股少数股东权益价值，我们在估值的过程中，考虑了控股权溢价，以反映本次交易对大悦城地产控制性股权收购的情况。我们选取了中国公司收购境外上市公司并且发生控制权转移的交易案例进行了对控股权溢价比例的研究，研究结果如下表所示：

公布日期	收购方名称	目标名称	收购股权比例	控股权溢价-基于收购前一个月的市值
06/17/2017	同方股份有限公司	中国医疗网络有限公司	27.63%	21.62%
01/24/2017	供销大集集团股份有限公司	中国顾客隆控股有限公司	55.80%	13.18%
11/03/2016	泛海控股股份有限公司	华富国际控股有限公司	52.45%	53.33%
05/26/2016	美的集团股份有限公司	KUKA Aktiengesellschaft	81.04%	65.89%
12/11/2015	广汇汽车服务股份公司	宝信汽车集团有限公司	75.00%	73.12%
10/12/2015	中弘控股股份有限公司	卓高国际集团有限公司	66.10%	39.44%
07/10/2015	中弘控股股份有限公司	开易控股有限公司	72.79%	17.47%
02/12/2015	中国东方资产管理（国际）控股有限公司	上海证大房地产有限公司	50.03%	38.89%
12/12/2014	厦门建发股份有限公司	西南环保发展有限公司	75.00%	75.63%
最小值				13.18%
第一四分位数				21.62%
中位值				39.44%
平均值				44.29%
第三四分位数				65.89%
最大值				75.63%

资料来源：上市公司年报，Capital IQ

估值过程中，我们采用了基于收购前一个月的市值计算的控股权溢价的中位值：**39.44%**作为假设参数。

我们分析过程中，注意到，根据贵方提供的《大悦城地产有限公司审计报告》（“审计报告”）中，除海南电影公社动画村有限公司（“海南电影公社”）以外，其他长期股权投资公司主营业务均与大悦城地产主营业务相似。海南电影公社经营范围主要为动画设计制作、房地产投资开发经营、多媒体制作研发、网页制作、组织文化艺术交流活动，对应 2017 年年底账面值为人民币 34,312,948.39 元。我们认为该项投资与主营业务不直接相关，在市净率方法过程中，应当给予调整。根据审计报告，该项投资为 2017 年度新增投资，投资金额为人民币 35,000,000.00 元，权益法下确认的投资损益为人民币-687,051.61 元。根据审计报告中附注，采用权益法核算时，长期股权投资的初始成本已经根据被投资单位可辨认净资产公允价值调整成为公允价值。综上所述，我们认为，该投资账面值反映了公允价值。

以可比公司市净率倍数计算大悦城地产 59.59%股权价值如下：

单位：人民币

指标	公式	低端	高端
大悦城地产截至 2017 年 12 月 31 日归属于母公司股东净资产（万元）	A	2,701,851.70	2,701,851.70
海南电影公社账面价值（万元）	B	3,431.29	3,431.29
调整后大悦城地产截至 2017 年 12 月 31 日归属于母公司股东净资产（万元）	C=A-B	2,698,420.41	2,698,420.41
可比公司倍数（倍）	D	0.58x	0.68x
控股权溢价	E	39.44%	39.44%
海南电影公社账面价值（万元）	B	3,431.29	3,431.29
大悦城地产 100%股权价值（万元）	F=C*D*(1+E)+B	2,202,211.09	2,570,936.99
大悦城地产 59.59%股权价值（万元）	G=F*59.59%	1,312,391.07	1,532,130.49

注：

1. 四舍五入可能造成小数点差异
2. 低端选取 P/B 的第一四分位数，高端选取 P/B 的第三四分位数

在以可比公司市净率作为参考估值指标时，大悦城地产 59.59%股权价值范围为人民币 1,312,391.07 万元至人民币 1,532,130.49 万元。

以可比公司企业价值倍数计算大悦城地产 59.59%股权价值如下：

单位：人民币

指标	公式	低端	高端
大悦城地产截至 2017 年 12 月 31 日息税折旧摊销前利润（万元）	A	401,782.20	401,782.20
可比公司倍数（倍）	B	10.41x	12.96x
现金及现金等价物（万元）	C	840,359.30	840,359.30
有息负债及其他调整项（万元）	D	2,451,856.80	2,451,856.80
永久性资本工具（万元）	E	276,768.10	276,768.10
非控股权益（万元）	F	1,268,661.10	1,268,661.10
控股权溢价	G	39.44%	39.44%
大悦城地产 100%股权价值（万元）	$H=(A*B+C-D-E-F)*(1+G)$	1,428,623.36	2,857,365.37
大悦城地产 59.59%股权价值（万元）	$I=H*59.59\%$	851,377.30	1,702,825.32

注：

1. 四舍五入可能造成小数点差异
2. 低端选取 EV/EBITDA 的第一四分位数，高端选取 EV/EBITDA 的第三四分位数
3. 现金及现金等价物、有息负债、永久性资本工具及非控股权益的数据均来自《大悦城地产有限公司二零一七年年报》

在以可比公司企业价值倍数作为参考估值指标时，大悦城地产 59.59%股权价值范围为人民币 851,377.30 万元至人民币 1,702,825.32 万元。

（二）可比交易法：

在可比交易法中，我们根据以下原则选取可比交易：1）同处于商业地产行业，受相同经济因素影响；2）企业业务结构和经营模式类似，在中国拥有运营成熟的持有型物业；3）企业规模、成长性、盈利能力及风险尽可能相当；4）交易类型类似；5）交易公告日期相近。

可比交易法使用多种比率，这些比率大体可以分为基于赢利、账面价值、收入和基于行业这四种类型。

考虑到目标公司的主营业务为商业综合体及地产的运营，持有大量不动产，投资者对该类公司，较为关注持有资产的价值，因此我们选取了基于账面价值的市净率作为估值倍数。

我们通过市场研究获得了行业的近 5 年可比交易可比倍数。根据公开市场数据，可比交易案例中相关信息及标的公司的具体信息如下：

单位：万元人民币

收购方	标的公司	主营业务	公告日	总交易对价	P/B
多重买方	大连万达商业地产股份有限公司	物业租赁及管理、物业发展及销售以及豪华酒店发展及经营	2016/5/30	2,918,297.27	1.12x
新世界发展有限公司	新世界中国地产有限公司	房地产及投资物业	2016/1/6	1,807,744.70	1.15x
中国东方资产管理（国际）控股有限公司	上海证大房地产有限公司	物业发展、物业投资、物业管理及酒店业务	2015/2/12	117,749.37	0.50x
泛海控股股份有限公司	和记港陆有限公司	优质房地产开发项目、核心地段商用物业投资及财务投资及其他业务	2014/11/7	303,717.53	0.88x
Sound Investment Holdings Pte. Ltd.	凯德商用产业有限公司	商业地产开发投资及管理经营	2014/6/16	1,400,757.96	1.28x
最小值					0.50x
第一四分位数					0.88x
平均值					0.99x
中位值					1.12x
第三四分位数					1.15x
最大值					1.28x

注：

- 资料来源：交易相关公告、上市公司年报、Capital IQ、Merger market
- 以上交易对价均以外币在公告中披露，在上表中，大连万达商业地产股份有限公司的交易对价根据 2016 年 5 月 30 日的人民币对港币汇率中间价进行换算，新世界中国地产有限公司的交易对价根据 2016 年 1 月 6 日的人民币对港币汇率中间价进行换算，上海证大房地产有限公司的交易对价根据 2015 年 2 月 12 日的人民币对港币汇率中间价进行换算，和记港陆有限公司的交易对价根据 2014 年 11 月 7 日的人民币对港币汇率中间价进行换算，由于 2014 年 10 月 28 日为人民币对新加坡元首次直接交易日，凯德商用产业有限公司的交易对价根据 2014 年 10 月 28 日的人民币对新加坡元的中间价进行换算。

估值过程中，我们选取了第一四分位数到第三四分位数的市净率倍数作为估值参数的合理范围，以可比交易案例市净率数据计算大悦城地产 59.59%股权价值如下：

单位：人民币

指标	公式	低端	高端
大悦城地产截至 2017 年 12 月 31 日归属于母公司股东净资产（万元）	A	2,701,851.70	2,701,851.70
海南电影公社账面价值（万元）	B	3,431.29	3,431.29
调整后大悦城地产截至 2017 年 12 月 31 日归属于母公司股东净资产（万元）*	C=A-B	2,698,420.41	2,698,420.41
可比交易倍数（倍）	D	0.88x	1.15x
海南电影公社账面价值（万元）	B	3,431.29	3,431.29
大悦城地产 100%股权价值（万元）	E=C*D+B	2,372,756.71	3,108,435.06
大悦城地产 59.59%股权价值（万元）	F=E*59.59%	1,414,026.44	1,852,448.40

注：

1. 四舍五入可能造成小数点差异
2. 低端选取 P/B 的第一四分位数，高端选取 P/B 的第三四分位数

在以可比交易案例市净率作为参考估值指标时，大悦城地产 59.59%股权价值范围为人民币 1,414,026.44 万元至 1,852,448.40 万元。

（三）估值结论及分析

基于目标公司财务数据、其他关键假设及信息，我们对采用可比公司法和可比交易法对大悦城地产 59.59%的股权进行了估值，综合分析如下：

单位：人民币

估值方法	低端	高端
可比公司法-市净率法（万元）	1,312,391.07	1,532,130.49
可比公司法-企业价值倍数法（万元）	851,377.30	1,702,825.32
可比交易法-市净率法（万元）	1,414,026.44	1,852,448.40
综合估值结论（万元）	1,192,598.27	1,695,801.40

注：

1. 四舍五入可能造成小数点差异
2. 综合估值结论为三种方法的平均值

综上所述，我们对目标公司于估值基准日 59.59%股权的市场价值范围的估

值结果为人民币 11,925,982,738.31 元至 16,958,014,041.37 元。

十、估值报告使用限制说明

本报告基于如下假设及限制性条款：

- 对于本报告中全部或部分估值分析结论所依据的贵方提供的信息资料，我们假定其可信而未进行验证。我们对这些信息资料的准确性不作任何保证；
- 对于本报告中估值分析所依据的资产使用方式所需由有关地方、国家政府机构、私人组织或团体签发的一切执照、使用许可证、同意函或其它法律性或行政性授权文件假定已经或可以随时获得更新；
- 我们对市场情况的变化不承担任何责任，亦没有义务就报告出具日后发生的事项或情况修正我们的估值分析报告；
- 除非已达成有关协议，安永或任何签署本报告的人员或与此次报告有关人员均不得被要求因本报告而提供进一步的咨询、提供证词、或出席法庭或其它法律诉讼过程中的聆讯；
- 本估值分析报告是根据所设定的目的而出具的，不得应用于其它用途。本报告全部或其中部分内容（包括但不限于对价值的分析结论，安永、签署本报告的人员或与本估值分析报告相关其它人员、相关的其它专业团体和组织）在没有取得安永书面同意前不得传播给除国家和政府税务授权之外的任何第三方；
- 本报告采用的估值基准日已于呈送函中规定。我们对价值的估算是根据估值基准日本地货币购买力作出的；
- 贵方有义务承担安永及其员工与本报告提供的服务相关的于任何时间地点发生的债务、成本及费用（包括但不限于律师费及安永员工的专业小时费），除非安永人员存在重大过失或明知故犯。无论因为何种原因导致本项目的补充协议终止，本条款仍然有效；

- 本报告完全依据贵公司及目标公司管理层提供的信息和安永收集的
资料而完成。我们假定贵公司及目标公司管理层提供的信息都是真实
和完整的。在我们研究期间并未发现任何质疑这点的理由或证据。作
为分析过程的一部分，我们整合了多种估值分析程序来判定被分析业
务的市场价值；
- 安永于本次工作中所采用的所有信息都是符合公认的估值分析实践
及方法的；
- 本次估值分析采用的方法是合适的。我们根据被估值企业的增长、收
益、风险和其他相关因素来确定估值分析方法。

十一、估值报告日

估值报告日为 2018 年 4 月 24 日。