

中粮地产（集团）股份有限公司

关于对本次发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之并购重组委审核意见回复

中国证券监督管理委员会：

中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”、“上市公司”、或“公司”）于 2018 年 8 月 23 日取得贵会关于的《中国证监会行政许可申请受理单》（181119 号）。2018 年 10 月 25 日，公司本次重组经中国证监会上市公司并购重组审核委员会 2018 年第 50 次并购重组委会议审核，未获通过。并购重组委对本次重组的审核意见为：“本次交易标的资产定价的公允性缺乏合理依据，不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条的相关规定。”

2018年11月14日，公司取得贵会《关于不予核准中粮地产（集团）股份有限公司向明毅有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的决定》（证监许可[2018]1838号）。2018年11月15日，公司召开第九届董事会第二十九次会议，审议通过了《关于继续推进发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项的议案》及《中粮地产（集团）股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》等相关议案，决定继续推进本次重组。

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司重大资产重组管理办法》等有关法律、法规和规章的要求，会同独立财务顾问及其他中介机构，对并购重组委就本次重组提出的审核意见认真进行了核查分析和落实，现将落实情况说明如下：

本回复所用释义与《中粮地产（集团）股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》保持一致。

一、本次交易标的资产作价的公允性分析

（一）大悦城地产品牌优势突出，整合后有利于提升中粮地产竞争力

大悦城地产作为商业地产行业排名前三的商业地产公司，运营能力及土地获取能力突出、品牌影响力大、市场关注度高，资产主要分布于一二线城市核心区位，商业价值高。大悦城地产注入中粮地产后，将显著提升中粮地产的竞争力和影响力，带来巨大的品牌溢价。

本次交易后，中粮地产与大悦城地产将在融资、市场、人才、土地获取及品牌等方面深度融合，有利于激励机制的完善和运营效率的提升。融资方面，通过增大体量、增强信用，整合后的企业融资成本有望降低，财务管理也将更加优化；市场方面，整合后中粮地产将更加有效地分配住宅与商业地产的资源，市场地位及市场份额也得到进一步提升；人才方面，双方将在保持公司治理独立性的基础上建立优秀人才的共享机制，实现人力资源的最优配置；土地获取方面，整合后的公司将拥有更多的话语权和灵活性，土地获取能力进一步增强，为业绩长期稳定增长奠定坚实基础；品牌方面，中粮地产将对“中粮地产”及“大悦城地产”品牌进行深度融合，共同扩大品牌的市场影响力，将整合后的公司打造成为中国综合性房地产的旗舰平台。综上，在整合后上市公司的在各方面均获得显著提升，为未来的发展带来广阔的上升空间，因此给予大悦城地产一定溢价存在合理性。

（二）标的资产作价位于估值机构出具的合理估值范围之内

参考过往采用估值报告分析作价公允性的案例，独立估值机构安永以 2017 年 12 月 31 日为估值基准日，基于目标公司财务数据、关键假设及信息，对标的资产作价的合理性进行了分析，根据可比公司法和可比交易法分析，合理估值区间为人民币 1,192,598.27 万元至 1,695,801.40 万元。本次交易分红前作价 1,475,607.94 万元，位于上述合理估值区间之内，具有公允性。

（三）标的资产作价低于评估机构出具的明毅持有大悦城地产股权价值

为进一步佐证本次估值公允性，2018 年 11 月 13 日，中企华出具《中企华估值报告》，对大悦城地产持有的商业型项目和开发型项目以收益法进行估值，以 2017 年 12 月 31 日及 2018 年 5 月 31 日为基准日，明毅持有的大悦城地产股权价值分别为 148.26 亿元及 152.96 亿元，均高于本次分红前交易对价 147.56 亿元。由此可见，本次交易定价具有合理性及公允性。

（四）标的资产作价较香港会计准则下大悦城地产净资产价值具有一定折价

截至 2017 年 12 月 31 日，大悦城地产按香港会计准则审计的、以公允价值模式计量投资性房地产的账面净资产为人民币 2,701,851.70 万元，对应每股净资产 2.07 港元/股。标的资产分红前交易作价 147.56 亿元对应港元 1.90 元/股，低于该账面净资产值 8.35%。

香港会计准则下，投资性房地产按公允价值模式进行后续计量，占资产总额比例较大。大悦城地产持有的投资性房地产主要为商业地产，流动性较金融性资产偏弱，存在一定的流动性折价空间。因此，本次交易对价更为接近采用公允价值模式计量的净资产价值，同时进行了一定幅度的折让，体现了公允性，有利于保护中粮地产中小股东利益。

（五）标的资产作价低于香港投资银行对大悦城地产的估值

2018 年以来，多家香港投资银行对大悦城地产出具研究报告。香港投资银行研究机构普遍认为大悦城地产是一家优秀的商业地产公司，运营能力突出，成长空间广阔，但由于受贸易战、流通盘相对较小、新建购物中心运营潜力尚未完全释放等因素影响，目前股价处于深度低估状态。参考 6 家有代表性的投资银行对大悦城地产的每股净资产价值（NAV，地产行业常用估值指标，指在一定销售价格、开发速度和折现率的假设下，地产企业当前储备项目的现金流折现价值剔除负债后的净资产价值）估值区间为 2.24-4.60 港元/股，均高于 2.07 港元/股的每股账面净资产，也大幅高于本次交易标的资产分红后估值水平 1.86 港元/股，具体如下：

单位：港元/股

投行名称	每股 NAV 值	定价（分红后） 相对折价	报告发布时间
汇丰银行	4.60	-59.57%	2018 年 8 月
星展银行	2.95	-36.95%	2018 年 8 月
高盛	2.24	-16.78%	2018 年 8 月
德意志银行	2.41	-22.82%	2018 年 3 月
摩根大通银行	3.26	-42.97%	2018 年 3 月

投行名称	每股 NAV 值	定价（分红后） 相对折价	报告发布时间
花旗银行	2.92	-36.30%	2018 年 3 月
平均值	3.06	-39.27%	
中位值	2.94	-36.63%	

数据来源：上述 NAV 来源于投资银行研究报告；涉及汇率折算的，按照报告引用汇率折算，无报告引用汇率的，按报告出具当日人民银行外汇中间价折算。

（六）标的资产作价相对中粮集团历史投资成本未有显著增加

中粮集团对大悦城地产的历史投资成本约为港元 1.74 元/股，系 2012 年来历次投资的名义成本加权所得，具体情况如下：

事项	时间	中粮集团获得股份数量 (股)	每股价格 (港元/股)
大悦城地产发行供股股份	股份上市日为 2015 年 4 月 30 日	3,151,794,284	1.35
侨福建设向得茂发行股份购买得茂下属物业资产	股票上市日为 2013 年 12 月 19 日	5,988,199,222	2.00
得茂与侨福建设原股东签署协议，收购侨福建设股权	协议签署日为 2012 年 7 月 16 日	393,674,138	0.92
总股数及加权平均股价		9,533,667,644	1.74

根据交易双方签署的《发行股份购买资产协议》与《发行股份购买资产协议之补充协议》，交易双方经协商同意，本次重组的交易对价确定为 1,475,607.94 万元（明毅获得现金分红前），对应大悦城地产每股定价为 1.90 港元/股¹，较历史投资成本 1.74 港元/股增值 9.2%；鉴于 1.74 港元/股系 2012 年来历次投资的名义成本加权所得，考虑到资金的时间成本，实际增值率将低于 9.2%。

二、大悦城地产股价受大势影响下跌，近期股价无法充分反映大悦城地产商业价值

（一）大悦城地产股价表现波动范围较大，目前暂时处于历史低位

¹本回复报告汇率按照基准日（2017 年 12 月 31 日）前 120 日汇率均值，即 1 港币=0.85030 人民币计算

大悦城地产股价并非持续下跌。按照前复权收盘价计算，2013 年 12 月 19 日借壳侨福企业以后，大悦城地产股价一度维持在 1.33-1.90 港元/股区间，对应标的资产市值约 121.48-173.54 亿港元。2015 年 4 月开始，大悦城地产股价持续上涨，至 2015 年 5 月 21 日收盘价曾高达 2.31 港元/股，对应标的资产市值 210.99 亿港元。2018 年年初至中美贸易战爆发前，大悦城地产股价位于 1.20-1.30 港元/股区间，对应标的资产市值 109.60-118.74 亿港元。大悦城地产 P/B 倍数（基于公开披露的财务数据中的净资产计算，投资性房地产采用公允价值计量）长期在 0.5 至 0.8 倍的区间运行，但 2018 年二季度以来，受贸易战加剧影响，宏观系统性风险上升，市场情绪低迷，大悦城地产股价持续下行，其 P/B 倍数先后跌破 0.5 倍及 0.4 倍，至目前为历史最低位。

（二）大悦城地产近期股价下行核心原因是受宏观系统性风险影响

大悦城地产重组期间股价下跌，主要受宏观系统性风险影响。上市公司停牌以来，受中美贸易战等因素影响，全球系统性风险上升，深港两地股价普遍下行。贸易战爆发以来，深港两地股价指数对比情况如下表所示：

日期	沪深 300 指数	深证地产指数	恒生指数	HSI – PROPERTI E 指数	大悦城地产 股价 (港币/股)
2018/3/22	4,020.35	5,638.66	31,071.05	41,287.69	1.34
2018/10/31	3,153.82	4,159.00	24,979.69	33,818.02	0.83
跌幅	21.55%	26.24%	19.60%	18.09%	38.06%

（三）股价表现受多重因素影响，香港资本市场商业地产行业估值低于 A 股，大悦城地产近期股价难以准确衡量大悦城地产的商业价值

股票价格受多重因素影响，主要包括宏观因素（社会、经济、政治、文化）、产业因素（产业生命周期）、区域因素（区域经济发展情况、交通、信息、投资活跃程度）、公司因素（基本面情况）、市场因素（市场情绪、资金流向等）。

一方面，香港资本市场商业地产行业估值低于 A 股。港股市场市净率、市盈率指标均大幅低于 A 股同行业上市公司，具体如下表所示：

A 股商业地产行业估值情况

代码	简称	市盈率(P/E)	市净率 (P/B)
600007.SH	中国国贸	22.75	2.23
000608.SZ	阳光股份	21.36	1.09
600823.SH	世茂股份	6.79	0.70
600848.SH	上海临港	47.88	3.01
002305.SZ	南国置业	72.24	0.92
000402.SZ	金融街	6.49	0.66
000056.SZ	皇庭国际	38.01	1.27
平均值		30.79x	1.41x
中位数		22.75x	1.09x

注：上表数据以 2018 年 10 月 31 日收盘价计算。

港股商业地产行业估值情况

代码	简称	市盈率(P/E)	市净率 (P/B)
0016.HK	新鸿基地产	6.92	0.59
1972.HK	太古地产	4.69	0.61
1997.HK	九龙仓置业	8.71	0.71
0101.HK	恒隆地产	8.00	0.47
1238.HK	宝龙地产	2.73	0.36
0083.HK	信和置业	10.73	0.63
0207.HK	大悦城地产	8.71	0.37
平均值		6.77x	0.64x
中位数		6.92x	0.61x

注：上表数据以 2018 年 10 月 31 日收盘价计算。

另一方面，大悦城地产股票流动性较弱，对宏观因素带来的股价下跌压力更为敏感。与可比公司相比，大悦城地产日均换手率低，流动性偏弱，具体如下表所示：

代码	简称	日均换手率 (%)
0016.HK	新鸿基地产	0.12
1972.HK	太古地产	0.04
1997.HK	九龙仓置业	0.09
0101.HK	恒隆地产	0.10
1238.HK	宝龙地产	0.07
0083.HK	信和置业	0.07
0207.HK	大悦城地产	0.04
平均值		0.08

代码	简称	日均换手率（%）
中位数		0.07

注：日均换手率为 2018 年 3 月 22 日至 2018 年 10 月 31 日换手率算数平均值。

因此，大悦城地产近期港股股价较低，主要由于宏观市场环境及自身股票流动性较弱，不能充分反映大悦城地产的品牌优势和商业价值。此外，由于本次收购为控股权收购，以二级市场交易价格无法取得大悦城地产控股权，交易作价还需体现相应的控股权溢价。

三、中粮地产未行使调价选择权，有利于保护中小股东利益

近期由于中粮地产股价下跌，已触发中粮地产发行价格调价机制。根据中粮地产第九届董事会第二十六次会议决议，董事会同意公司不调整本次交易发行股份购买资产的发行价格，本次交易发行股份购买资产的价格仍为 6.84 元/股，更有利于保护 A 股中小股东利益。

四、大悦城地产长期股权投资不涉及资产减值

（一）大悦城地产不存在资产减值迹象

1、大悦城地产各项业务板块实际销售情况均实现增长，可持续盈利能力稳定

估值基准日以来，标的资产所处的市场环境并未发生重大不利变化，业务指标及盈利情况良好，不存在减值迹象。从销售上看，大悦城地产租赁及销售业务均稳步提升，持续盈利能力保持稳定。2018 年上半年，大悦城地产在物业投资、物业开发、酒店管理、输出管理及其他服务四大板块业绩均实现增长：

（1）物业投资业务方面，2018 年上半年，大悦城地产投资物业业务运营平稳。大悦城购物中心租金收入增长明显，同比增长 6.6%。其中，成都大悦城通过优化品牌，拓展客群，实现租金同比提升 24.7%，中粮广场通过 C 栋改造升级，

实现租金收入同比提升 22.6%。此外，朝阳大悦城、天津大悦城的租金收入均实现大幅增加，保持业内领先地位。

（2）物业开发业务方面，2018 年上半年，大悦城地产抓紧市场机遇，运营提升，加快销售结算周期，进一步实现销售业绩的快速增长。物业开发合同销售金额为人民币 49.88 亿元，同比增长 43.3%。

（3）酒店经营业务方面，2018 年上半年，大悦城地产酒店业务不断强化品牌定位，打造酒店特色，提升服务质量，加强成本管控，提升运营效率。其中，三亚美高梅度假酒店平均入住率同比提高 6%，行业领先地位进一步巩固。

另外，根据中企华出具《中企华估值报告》，以 2017 年 12 月 31 日作为基准日，大悦城地产 9,133,667,644 股普通股股份的市场价值为 148.26 亿元，以 2018 年 5 月 30 日作为基准日，大悦城地产 9,133,667,644 股普通股股份的市场价值为 152.96 亿元高于本次交易作价，未出现减值迹象。

2、本次交易标的公司近期 NAV（净资产价值）估值普遍高于估值基准日香港准则账面净资产值，亦高于本次交易标的资产作价水平

截至 2017 年 12 月 31 日，大悦城地产经德勤按香港会计准则审计的、以公允价值模式计量投资性房地产的账面净资产为人民币 2,701,851.70 万元，对应每股净资产 2.07 港元/股。标的资产分红前作价 1.90 港元/股，低于该账面净资产值 8.35%。

同时，如前所述，2018 年以来的 6 家主要香港投资银行对大悦城地产的估值区间为 2.24-4.60 港元/股，均高于 2.07 港元/股的每股账面净资产，也大幅高于本次交易标的资产分红后估值水平 1.86 港元/股。

（二）大悦城地产长期股权投资入账价值为大悦城地产净资产账面值

中粮地产收购大悦城地产属于同一控制下企业合并。根据《企业会计准则第 20 号——企业合并》第六条，“合并方在企业合并中取得的资产和负债，应当按照合并日在被合并方的账面价值计量。合并方取得的净资产账面价值与支付的合并对价账面价值（或发行股份面值总额）的差额，应当调整资本公积；资本公积不足冲减的，调整留存收益。”因此，备考报表中粮地产对大悦城地产的长期股

权投资按照对应比例的大悦城地产归属于母公司的净资产账面价值入账。中粮地产对大悦城地产长期股权投资入账价值及对应每股价值如下表所示：

项目	2018 年 5 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
入账价值（人民币元）	8,326,210,864.80	7,517,236,284.56
每股净资产（人民币元）	0.91	0.82
每股净资产（港元）	1.07	0.97

注：上述表格分别假设中粮地产在 2018 年 5 月 31 日和 2017 年 12 月 31 日合并大悦城地产。

五、明毅已同上市公司就本次交易签署盈利预测补偿协议

（一）业绩承诺

根据公司与明毅签署的《盈利预测补偿协议》，明毅对标的公司中采用收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法估值的资产所属主体（以下简称“承诺资产”）在特定年度的净利润情况作出承诺，并就业绩承诺期内不足承诺部分按照约定进行补偿。其中，净利润是指大悦城地产合并口径下承诺资产扣除非经常性损益后归属母公司所有者的净利润（即承诺资产扣除非经常性损益后归属母公司所有者的净利润按照大悦城地产所持股比进行权益加总后的总额）。协议约定，承诺资产在 2018 年、2019 年和 2020 年的承诺净利润累计为 189,075.00 万元。如本次交易于 2019 年实施完毕，则承诺期间调整为 2019 年、2020 年及 2021 年，承诺资产在 2019 年、2020 年及 2021 年的累计承诺净利润为 189,420.00 万元。

（二）利润补偿期间

明毅的利润承诺期间为本次交易实施完毕（即标的资产交割完毕）当年及其后连续两个会计年度，即：假定本次交易于 2018 年度内实施完毕，交易对方对公司的利润补偿期间为 2018 年、2019 年、2020 年（以下合称为“业绩承诺期”，单独称为“每一承诺年度”）。明毅对承诺资产在业绩承诺期的净利润累计数进行承诺。如监管部门在审核中要求对业绩承诺期进行调整，上市公司与明毅将协商签署补充协议，对业绩承诺期及承诺净利润作相应调整。

（三）业绩承诺补偿

上市公司将在业绩承诺期每一年度届满之日起 4 个月内，聘请具有证券期货相关业务资格的会计师事务所对承诺资产累计实现的实际净利润进行审核并出具《专项审核报告》。业绩承诺期内的承诺资产累计实际实现净利润数与累计承诺净利润数之间的差额根据业绩承诺期最后一年的《专项审核报告》确定。上市公司与交易对方将据此尽快确认明毅应补偿的股份数量。如承诺资产截至业绩承诺期末的累计实际实现净利润数未达到截至业绩承诺期的累计承诺净利润数，则明毅将根据协议的规定，以其持有的上市公司股份对上市公司进行补偿，补偿金额按照以下方式计算：

业绩承诺期应补偿金额=（业绩承诺期的累计承诺净利润数－业绩承诺期累计实际实现净利润数）÷业绩承诺期的累计承诺净利润数×本次交易总价。

就业绩补偿期间应补偿金额，明毅应以其在本次交易中取得的对价股份进行补偿。

业绩承诺期应补偿股份数量 = 业绩承诺期应补偿金额÷本次发行的价格

依据上述公式及规定计算的股份补偿数量精确至个位数；如果计算结果存在小数，则舍去小数并向上取整数。

（四）补偿的实施

在业绩承诺期届满时，根据《盈利预测补偿协议》之有关约定，如明毅向上市公司进行股份补偿的，上市公司应在业绩承诺期最后一年年度《专项审核报告》出具后 4 个月内召开董事会及股东大会、审议关于回购明毅应补偿的股份并注销的方案，并履行通知债权人等法律、法规关于减少注册资本的相关程序。上市公司就明毅补偿的股份，首先采用股份回购注销方案，如股份回购注销方案因未获得上市公司股东大会审议通过或因未获得相关债权人认可等原因而无法实施的，上市公司将进一步要求明毅将应补偿的股份赠送给其他股东。

五、股份的锁定

明毅在本次交易中取得的对价股份的锁定期适用于《发行股份购买资产协议》的相关规定；锁定期届满前对价股份不得进行转让或质押，但按照《发行股份购买资产之盈利预测补偿协议》由上市公司进行回购的股份除外。

综上所述，通过本次交易，中粮地产与大悦城地产将形成住宅、商业板块的优势互补，有利于上市公司成为融合住宅地产与商业地产一体化的房地产专业化平台。本次交易标的作价相对中粮集团历史投资成本未有显著增加，安永已出具专业报告，从独立机构的角度分析本次交易标的资产作价的合理性、公允性，中企华亦出具专业报告，进一步佐证了本次交易标的资产作价的合理性和公允性。上市公司与明毅已签署《盈利预测补偿协议》，明毅将对采用收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法估值的资产所属主体在特定年度的净利润情况作出承诺，并就不足承诺部分按照《盈利预测补偿协议》的约定对中粮地产进行补偿。因此，本次交易作价具备公允性，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条的相关规定。

（此页无正文，为《中粮地产（集团）股份有限公司关于对本次发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之并购重组委审核意见回复》的盖章页）

中粮地产（集团）股份有限公司

2018 年 11 月 15 日