

广发证券股份有限公司关于
广州岭南集团控股股份有限公司
发行股份及支付现金购买资产
并募集配套资金暨关联交易

反馈意见回复之估值机构核查意见

二〇一六年十二月

中国证券监督管理委员会：

2016年10月28日，贵会下发《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（162681号）（以下简称“《反馈意见》”），就广州岭南集团控股股份有限公司（以下简称“岭南控股”、“上市公司”或“公司”）发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易行政许可申请材料提出了反馈意见。估值机构广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”、“估值机构”）按《反馈意见》的要求对相关事项进行了认真核查和回复，现提交贵会，请予审核。

如无特殊说明，本回复中所采用的释义与《广州岭南集团控股股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》一致。本回复中部分合计数与各明细数直接相加之和在尾数上如有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

目 录

问题 15 、申请材料显示，本次交易标的资产以估值结果作为定价依据，以一种估值方法市场法对标的资产进行估值。请你公司：1) 结合标的资产所属行业和市场同类可比交易作价和评估情况，补充披露以估值结果作为定价依据的原因及其合理性，是否符合行业惯例，是否有利于保护上市公司和中小股东权益。2) 结合可比交易情况，补充披露以一种估值方法进行估值是否符合《重组办法》第二十条的相关规定。3) 补充披露可比交易法选取的可比交易中，交易对手方作出的具体的业绩承诺情况。4) 结合同类交易情况以及选取可比交易中的业绩承诺情况，补充披露本次交易未设置业绩补偿的依据以及合理性，是否符合《重组办法》第三十五条的规定，是否存在关联方利益输送，是否存在规避大股东业绩补偿的情形，并进一步说明未设置业绩补偿是否有利于保护上市公司和中小投资者的利益。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。.....	4
问题 16 、申请材料显示，本次交易中，花园酒店、中国大酒店 2015 年市盈率分别为 35.33 倍、94.11 倍。请你公司补充披露上述市盈率差异的原因以及合理性，并说明本次交易中，对中国大酒店的估值是否符合公允性的要求。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....	10
问题 17 、申请材料显示，本次交易采用市场法可比交易法进行估值，仅选取 4 家可比交易。请你公司：1) 结合可比交易的交易规模、标的公司财务结构、产品类型、业务规模等方面，补充披露可比交易选取的合理性。2) 补充披露选取可比交易样本的充分性，并说明依据以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....	12
问题 18 、请你公司：1) 结合标的资产与同行业公司的核心财务指标（包括但不限于营业收入、毛利率、净利率、净资产收益率）和同行业收购案例，补充披露资产估值增值率的依据以及合理性。2) 补充披露以市场法可比交易法作为估值结果的情况下，未来对标的资产进行减值测试的具体过程、依据以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....	18
问题 22 、申请材料显示，截至 2016 年 3 月 31 日，广之旅未办理产权证书的房产面积为 7,906 平方米，账面价值为 1,251.59 万元，面积占比和账面价值占比分别为 28.32%、16.89%。资产估值中，对广之旅采用可比交易法 P/E 比率估值结果作为估值结论，可比交易中选取了 4 宗可比交易。请你公司结合可比交易的具体情况，补充披露未办理产权房产对广之旅估值的	

影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。25

问题 15、申请材料显示，本次交易标的资产以估值结果作为定价依据，以一种估值方法市场法对标的资产进行估值。请你公司：1) 结合标的资产所属行业和市场同类可比交易作价和评估情况，补充披露以估值结果作为定价依据的原因及其合理性，是否符合行业惯例，是否有利于保护上市公司和中小股东权益。2) 结合可比交易情况，补充披露以一种估值方法进行估值是否符合《重组办法》第二十条的相关规定。3) 补充披露可比交易法选取的可比交易中，交易对手方作出的具体的业绩承诺情况。4) 结合同类交易情况以及选取可比交易中的业绩承诺情况，补充披露本次交易未设置业绩补偿的依据以及合理性，是否符合《重组办法》第三十五条的规定，是否存在关联方利益输送，是否存在规避大股东业绩补偿的情形，并进一步说明未设置业绩补偿是否有利于保护上市公司和中小投资者的利益。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。

回复：

一、结合标的资产所属行业和市场同类可比交易作价和评估情况，补充披露以估值结果作为定价依据的原因及其合理性，是否符合行业惯例，是否有利于保护上市公司和中小股东权益。

1、本次交易以估值结果作为定价依据的原因及其合理性，以及是否符合行业惯例

本次交易公司以广发证券出具的《估值报告》作为定价依据，并按照可比交易法的估值结果作为定价依据，主要原因是：

一方面，近年来，上市公司收购酒店和旅行社的案例较多，为选择市场法对标的公司估值提供了基础。采用市场法对标的公司进行估值能够充分反映市场同行业或类似行业的公司买卖资产的交易价格，其估值结果更能反映市场的交易水平，是对标的公司整体市场价值的直接体现。

另一方面，本次重组完成后，岭南控股可以有效的整合旅行社和酒店的客户资源，实现业务对接、渠道互补的目的，进一步提高岭南控股的盈利能力，促进岭南控股泛旅游生态圈战略的实施，推动公司旅游业务的跨越式发展。广发证券采用可比交易法进行估值，能够充分反映标的企业的市场价值。

酒店业务方面，根据首旅酒店（股票代码：600258）关于收购如家酒店集团的相关公告，首旅酒店的估值机构对如家酒店集团股东全部权益价值出具了估值报告。而旅行社业务方面，虽然目前同行业可比上市公司的收购案例中暂未选择

以估值报告作为定价依据，但考虑到旅行社行业并购案例较多，且同行业并购案例主要是旅游行业内的整合，并购目的与本次岭南控股收购广之旅的目的比较类似，可比交易法有利于充分反映标的企业的市场交易价格，因此，本次交易采取估值报告具有合理性。

2、本次交易以估值结果作为定价依据是否有利于保护上市公司和中小股东权益

本次交易中，广之旅 100% 股权的作价为 118,400 万元，对应的 PE 为 24.91 倍，而截至估值基准日（2016 年 3 月 31 日），广之旅可比上市公司的估值情况如下：

上市公司	基准日 P/E
中青旅	59.69
中国国旅	29.83
众信旅游	101.24
凯撒旅游	93.37
平均值	71.03

数据来源：Wind

注 1:2015 年凯撒旅游受同一控制下企业合并的影响，非经常性损益较大，故凯撒旅游 P/E 参考估值基准日最近一个会计年度基本每股收益计算。

注 2:基准日 P/E=估值基准日股价/估值基准日最近一个会计年度扣除非经常性损益后的基本每股收益。

由上表可知，本次交易中，广之旅股东全部权益的作价按照 2015 年的扣除非经常性损益后的基本每股收益计算的 PE 为 24.91 倍，低于同行业可比上市公司的平均水平。因此，与同行业上市公司比较，广之旅股东全部权益的定价具有合理性，符合公司及公司全体股东的利益。

本次交易中，花园酒店和中国大酒店的作价分别为 152,500.00 万元和 84,100.00 万元，对应的 EV/EBITDA 均为 15.95 倍，而截至估值基准日（2016 年 3 月 31 日），花园酒店、中国大酒店可比上市公司的估值情况如下：

上市公司	EV/EBITDA
锦江股份	35.62
首旅酒店	18.18
华天酒店	32.06
金陵饭店	31.41
岭南控股	45.56
平均值	32.57

数据来源：wind;

注： $EV/EBITDA$ =估值基准日企业价值/估值基准日最近一个会计年度息税折旧摊销前利润；其中，企业价值=企业市值+少数股东权益+优先股+总负债-现金及现金等价物；

由上表可知，本次交易中，花园酒店和中国大酒店按照 2015 年的 EBITDA 计算的企业价值倍数为 15.95 倍，低于同行业可比上市公司的平均企业倍数水平。因此，与同行业上市公司比较，花园酒店和中国大酒店股东全部权益的定价具有合理性，符合公司及公司全体股东的利益。

同时，本次交易履行了必要的决策程序，上市公司董事会对估值机构的独立性、估值假设的合理性、估值方法与估值目的的相关性以及估值定价的公允性发表了明确的意见；而上市公司独立董事出席了董事会，并对估值机构的独立性、估值假设的合理性以及估值定价的公允性发表了明确的意见。

此外，上市公司已在重组报告书中对相关资产的估值方法、参数等进行分详细分析和说明，并结合相关资产的市场可比交易价格、同行业上市公司的市盈率等通行指标，对本次交易定价的公允性进行了论述，符合《重组管理办法》的相关规定。

综上，本次交易以估值结果作为定价依据有利于保护上市公司和中小股东权益。

二、结合可比交易情况，补充披露以一种估值方法进行估值是否符合《重组办法》第二十条的相关规定。

本次交易采取可比公司法和可比交易法进行估值。可比公司法是指通过对资本市场上与被估值企业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，在与被估值企业比较分析的基础上，得出估值对象价值的方法。可比交易法是指通过分析与被估值企业处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例，获取并分析这些交易案例的数据资料，计算适当的价值比率或经济指标，在与被估值企业比较分析的基础上，得出估值对象价值的方法。

可比公司法选取的参考对象均为公开市场上正常交易的上市公司，可比公司法客观的反映了标的资产作为单项资产在二级市场的作价水平；同时，由于本次估值对象为非上市公司，所以采用可比公司法估值过程中，考虑了流动性对估值对象价值的影响。

而可比交易法的参考对象均为非上市公司，反映了上市公司收购与被估

值企业处于同一或类似行业的非上市公司的交易价格。

综上，估值机构在通过可比公司法和可比交易法进行估值的过程中，选择的参考对象以及对于标的资产估值的考虑因素均存在不同。可比公司法和可比交易法从不同的角度对标的资产进行估值。

同时，考虑到本次交易涉及的标的公司所处行业中，上市公司及交易案例较多，能够在公开市场取得可比上市公司以及交易案例的相关资料；且本次交易过程中，标的公司和上市公司在业务方面互补性较强，因此，本次交易选择可比公司法和可比交易法对标的资产进行估值。

此外，上市公司董事会对估值机构的独立性、估值假设的合理性、估值方法与估值目的的相关性以及估值定价的公允性发表了明确的意见；而上市公司独立董事出席了董事会，并对估值机构的独立性、估值假设的合理性以及估值定价的公允性发表了明确的意见。

综上，本次交易过程中，估值机构对于估值方法的选择符合《重组办法》第二十条的相关规定。

三、补充披露可比交易法选取的可比交易中，交易对手方作出的具体的业绩承诺情况。

针对广之旅股权的估值事宜，估值机构选择“众信旅游收购竹园国旅 70% 股权”、“易食股份收购凯撒同盛”、“众信旅游收购华远国旅”、“腾邦国际投资喜游国旅”作为本次估值分析的可比交易，上述可比交易中涉及的被收购对象的业绩承诺情况如下：

收购方	标的公司	业绩承诺
众信旅游	竹园国旅	2014 年度-2016 年，扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别不低于 5,650 万元、7,062 万元和 8,828 万元。
易食股份	凯撒同盛	2015 年度-2017 年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别不低于 16,180 万元、20,840 万元和 25,370 万元。
众信旅游	华远国旅	2016 年净利润不低于 10,640 万元，2016 年和 2017 年累计净利润不低于 24,578 万元，2016 年-2018 年累计净利润不低于 42,697 万元。
腾邦国际	喜游国旅	未公告业绩承诺

数据来源：上市公司公告

针对花园酒店和中国大酒店的估值事宜，估值机构选择锦江股份收购铂涛集团、锦江股份收购卢浮集团、首旅酒店收购如家酒店集团和首旅酒店收购南苑股

份的收购案例作为本次估值分析的可比交易，上述可比交易中涉及的被收购对象的业绩承诺情况如下：

收购方	标的公司	业绩承诺
锦江股份	铂涛集团	未公告业绩承诺
锦江股份	卢浮集团	未公告业绩承诺
首旅酒店	如家酒店集团	未公告业绩承诺
首旅酒店	南苑股份	2015年-2017年扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别不低于500万、2600万和4100万

数据来源：上市公司公告

四、结合同类交易情况以及选取可比交易中的业绩承诺情况，补充披露本次交易未设置业绩补偿的依据以及合理性，是否符合《重组办法》第三十五条的规定，是否存在关联方利益输送，是否存在规避大股东业绩补偿的情形，并进一步说明未设置业绩补偿是否有利于保护上市公司和中小投资者的利益。

第一，根据酒店行业可比交易情况，同类交易的可比案例中存在未进行业绩承诺的情况。根据旅行社行业可比交易情况，“众信旅游收购竹园国旅70%股权”、“易食股份收购凯撒同盛”、“众信旅游收购华远国旅”三个案例均采用收益法对被收购公司的股权进行评估，因此，上述三个案例涉及的交易对方均进行了业绩承诺，但是，本次交易中，公司采取估值机构按照市场法对广之旅股权进行估值的估值结果作为定价依据，因此，本次交易中，公司收购广之旅90.45%股权所涉及的交易对方未设置业绩补偿承诺。

第二，根据《重组办法》第三十五条规定，采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项核查意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。

本次估值充分考虑本次交易的背景、目的，选择了可比公司法和可比交易法对标的资产进行估值，并最终选择可比交易法作为最终估值结果。公司选择上述方法对标的资产进行估值，是以同一或类似行业的中类似资产的交易价格为基础，并充分考虑了本次交易的背景、目的。因此，本次交易中，

估值机构未采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对购买资产进行评估或估值。

第三，本次重组完成后，上市公司的盈利能力和持续发展能力将大幅提升。本次交易前，2015年，公司的每股收益为0.15元/股，而根据立信出具的《备考审阅报表》，假设本次重组于2015年1月1日完成，2015年公司模拟的每股收益为0.26元/股，因此，本次重组将使得公司每股收益大幅提升。同时，本次交易完成后，上市公司总资产规模、净资产规模、收入规模、净利润水平等核心财务指标也将明显增加。此外，本次交易完成后，公司的主营业务将由以酒店经营和酒店管理为主扩充为酒店经营和酒店管理、旅行社业务并重的多元化业务结构，并为岭南控股泛旅游生态圈的打造及全国布局奠定了坚实的基础。

第四，本次交易对方岭南集团、流花集团分别与上市公司签署《补偿协议》，约定了岭南集团与流花集团在交易标的期末减值情况下的补偿义务。

最后，本次交易虽然涉及关联交易，但独立董事已对本次交易发表了明确意见，本次交易已经董事会和股东大会审议通过，关联董事和股东履行了回避表决程序，而且广之旅、花园酒店和中国大酒店股权定价公允，因此，本次交易不涉及向关联方输送利益的情况。

综上，本次交易就补偿方面的相关安排与《重组办法》的规定不存在冲突，不存在损害向关联方利益输送的情况，亦不存在损害上市公司和中小投资者利益的情形。

五、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：本次估值充分考虑本次交易的背景、目的，选择了可比公司法和可比交易法对标的资产进行估值，并最终选择可比交易法作为最终估值结果，并未采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对购买资产进行评估或估值，本次交易不属于《重组办法》规定的重组交易对方有强制性义务须签订业绩补偿协议的情形。同时，本次估值报告的结果公允，且本次交易对方岭南集团、流花集团分别出具《补偿协议》，约定了岭南集团与流花集团在交易标的期末减值情况下的补偿义务。本次交易就补偿方面的相关安排与《重组办法》的规定不存在冲突，不存在规避大股东业绩补偿的情形，亦不存在损害上市公司和中小投资者利益的情形。此外，本次交易履行了必要的决策程序，且广之旅、花园酒店和中国大酒店股权定价公允，本次交易不涉及向关联方

输送利益的情况。

问题 16、申请材料显示，本次交易中，花园酒店、中国大酒店 2015 年市盈率分别为 35.33 倍、94.11 倍。请你公司补充披露上述市盈率差异的原因以及合理性，并说明本次交易中，对中国大酒店的估值是否符合公允性的要求。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、花园酒店、中国大酒店 2015 年市盈率差异的原因及合理性

花园酒店、中国大酒店 100% 股权的交易价格以广发证券出具的《估值报告》中确定的标的资产截至估值基准日 2016 年 3 月 31 日的估值结果为参考依据，并经双方协商一致确定，其中花园酒店 100% 股权的交易价格为 152,500.00 万元，中国大酒店 100% 股权的交易价格为 84,100.00 万元。以花园酒店、中国大酒店 2015 年净利润为基础，花园酒店、中国大酒店 100% 股权的交易价格对应的 PE 差异较大，主要是由于花园酒店和中国大酒店 2015 年归属于母公司的净利润差异较大所致。

2015 年，花园酒店和中国大酒店的归属于母公司的净利润分别为 4,316.87 万元和 893.58 万元，差异较大，主要原因是：

一方面，虽然花园酒店和中国大酒店的客房数量差异较小，但是，花园酒店为国家旅游局评选的中国首批三家之一、华南地区唯一的白金五星级饭店，且始终位于广州重要的商务区，因此，花园酒店的市场定位和平均房价高于中国大酒店，进而导致花园酒店的客房业务的收入及毛利率水平较高；同时，受花园酒店周边领事馆和商务写字楼较多的影响，花园酒店餐营业务收入和毛利率也高于中国大酒店。受上述因素影响，2015 年，花园酒店的营业收入为 46,441.24 万元，业务毛利为 26,093.53 万元，而中国大酒店的营业收入为 30,355.59 万元，业务毛利为 15,496.78 万元。

另一方面，为了提高酒店的竞争力和日常经营需要，中国大酒店的有息负债水平较高，2015 年，中国大酒店因有息负债导致的利息支出为 1,307.59 万元，而花园酒店仅为 798.77 万元。

因此，受上述因素影响，花园酒店和中国大酒店的归属于母公司的净利润存在差异，进而导致估值在市盈率方面的差异。

花园酒店及中国大酒店均是拥有大量自有物业的企业，其中花园酒店拥有所有权的房屋建筑物的建筑面积为 17.00 万平方米，拥有土地使用权的面积为 4.53 万平方米；而中国大酒店拥有所有权的房屋建筑物的建筑面积为 15.80 万平方米，拥有土地使用权的面积为 1.92 万平方米；此外，为了保持酒店的持续盈利能力和市场竞争力，酒店需要持续的更新改造，进而导致两家酒店因装修改造导致的资本性支出较大。因此，花园酒店及中国大酒店每年度的折旧摊销金额较大。所以，基于酒店资产的特殊性和行业估值的惯例，并进一步提高花园酒店及中国大酒店与同行业可比交易案例的可比性，估值机构选择 EV/EBITDA 倍数作为估值参数，对两家酒店的股权进行估值。

由于酒店业自有物业折旧及装修改造的摊销的金额较大，EV/EBITDA 为酒店行业估值的主要指标，被广泛运用于酒店行业企业股权估值的过程中，与 PE 相比，EV/EBITDA 能够站在企业盈利的角度反映企业价值，并剔除了诸如财务杠杆使用状况、折旧政策变化、长期投资水平等非营运因素的影响，更为清晰地展现了酒店行业企业的经营价值。

根据估值机构出具的《估值报告》，花园酒店和中国大酒店股东全部权益估值为 152,535.39 万元和 84,132.33 万元，虽然上述估值对应的 PE 存在一定的差异，但是对应的 EV/EBITDA 估值倍数不存在差异，均为 15.95。

综上，花园酒店、中国大酒店 2015 年市盈率差异具有合理性。

二、中国大酒店的估值的公允性

由于花园酒店和中国大酒店属于酒店行业中自有物业运营，其折旧摊销金额较大。EV/EBITDA 为酒店行业估值的主要指标，被广泛运用于酒店行业企业股权估值的过程中。本次交易过程中，估值机构按照 15.95 的 EV/EBITDA 估值倍数对中国大酒店进行估值，估值结果符合酒店行业的实际情况。关于中国大酒店估值的公允性分析请参见本核查意见“问题 15”之“一、结合标的资产所属行业和市场同类可比交易作价和评估情况，补充披露以估值结果作为定价依据的原因及其合理性，是否符合行业惯例，是否有利于保护上市公司和中小股东权益。”的回复。

三、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为，由于花园酒店及中国大酒店均是拥有大量自有物业的企业，每年度的折旧摊销金额较大，基于酒店资产的特殊性和行业估值的惯例，以及提高花园酒店及中国大酒店与同行业可比交易案例的可比性，在对两家酒店股权进行估值时，选择 EV/EBITDA 倍数作为估值参数具有更强的适用性。因此，虽然两家酒店股权估值对应的 PE 存在差异，但是，两酒店股权估值对应的 EV/EBITDA 倍数均为 15.95 倍，不存在差异。此外，公司董事会及独立董事均对本次估值结果发表了意见，且本次交易已经董事会、股东大会审议通过。因此，中国大酒店的估值结果符合公允性的要求。

问题 17、申请材料显示，本次交易采用市场法可比交易法进行估值，仅选取 4 家可比交易。请你公司：1) 结合可比交易的交易规模、标的公司财务结构、产品类型、业务规模等方面，补充披露可比交易选取的合理性。2) 补充披露选取可比交易样本的充分性，并说明依据以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合可比交易的交易规模、标的公司财务结构、产品类型、业务规模等方面，补充披露可比交易选取的合理性

1、广之旅

本次针对广之旅的估值中，可比交易案例中被收购对象和广之旅的具体情况如下：

单位：万元

项目	广之旅	竹园国旅	凯撒同盛	喜游国旅	华远国旅
交易规模	岭南控股收购广之旅 90.45% 股权，交易作价 107,092.62 万元	众信旅游收购竹园国旅 70% 股权，交易作价 63,000 万元	易食股份收购凯撒同盛 100% 股权，交易作价为 240,000 万元	腾邦国际收购喜游国旅 4.17% 的股权，交易价格不超过 5,000 万元	众信旅游收购华远国旅 100% 股权，交易作价 260,000 万元
交易前最近一个会计年度营业收入	459,074.13	154,425.10	265,423.05	220,077.87	242,421.51
交易前最近一个会计年度归属于母公	5,272.05	2,151.27	10,554.63	6,787.56	3,750.17

司所有者的净利润					
交易前最近一期末的总资产	117,140.33	39,250.16	83,823.90	66,475.15	62,829.09
交易前最近一期末的总负债	97,504.22	30,961.03	73,027.61	50,342.74	37,677.59
交易前最近一期末的资产负债率	83.24%	78.88%	87.12%	75.73%	59.97%
旅游产品类型	主要以出境游产品为主	主要以出境游产品为主	主要以出境游产品为主	主要以出境游产品为主	主要以出境游产品为主

数据来源：上市公司公告

采用可比交易法对广之旅进行估值时，选取了“众信旅游收购竹园国旅 70% 股权”、“易食股份收购凯撒同盛”、“众信旅游收购华远国旅”、“腾邦国际投资喜游国旅”作为本次估值分析的可比交易。本次交易选取上述可比案例的原因如下：

(1) 产品类型方面。旅游业包括国内游、出境游和入境游三大业务板块，目前，竹园国旅、凯撒同盛、华远国旅、喜游国旅和广之旅的主营业务均主要来源于出境游业务，其中：竹园国旅从成立伊始便抓住出境游市场发展的机会，凭借专业优质的服务，奠定欧洲线路业务的根基，并陆续开发了南北美洲、澳洲、中东非洲、东南亚等其他国际路线；凯撒同盛则是国内出境游综合运营商，提供出境游产品的批发、零售、企业会奖业务以及目的地服务；喜游国旅是一家致力于打造全产业链的出境旅游综合服务商，提供出境游产品组团、批发以及旅游目的地综合服务等业务；华远国旅是国内领先的出境游批发商，主要从事出境游批发业务、商务会奖业务和代理服务业务。而广之旅目前主要收入也来源于出境游产品，产品覆盖了欧洲、东南亚、澳新、美洲、日韩、非洲中东、港澳台地区等目的地。因此，从产品结构上看，广之旅和竹园国旅、凯撒同盛、华远国旅、喜游国旅均以出境游业务为主。

(2) 业务规模方面。广之旅和竹园国旅、凯撒同盛、华远国旅、喜游国旅均为国内规模较大的旅行社，根据国家旅游局公示的 2014 年度全国百强旅行社名单，凯撒同盛、广之旅和竹园国旅分别位列第 4、5、7 位；而喜游国旅和华远国旅也是国内领先的出境游运营商，营业收入规模较大。

(3) 财务结构方面。广之旅和竹园国旅、凯撒同盛、华远国旅、喜游国旅均以境外游为主，只是在运营方式上略有不同，广之旅零售业务比例较高，因此广之旅的营业收入高于竹园国旅、凯撒同盛、华远国旅、喜游国旅；资产总额方面，除竹园国旅外，其他公司的资产总额均超过 6 亿元；资产负债率水平方面，除华远国旅外，广之旅与其他公司的资产负债率水平较为接近。

综上，在以可比交易法对广之旅股权进行估值时，上述可比案例的选择具有可比性。

2、花园酒店和中国大酒店

本次针对花园酒店和中国大酒店的估值中，可比交易案例中被收购对象和花园酒店、中国大酒店的具体情况如下：

单位：万元

项目	花园酒店	中国大酒店	铂涛集团	卢浮集团	如家酒店集团	南苑股份
交易规模	岭南控股收购花园酒店 100% 股权，交易价格为 152,500 万元	岭南控股收购中国大酒店 100% 股权，交易金额为 84,100 万元	锦江收购 Keystone Lodging Holdings Limited 81.0034% 的股权，交易金额为 826,937.30 万元	锦江收购卢浮集团 100% 股权，交易金额为 398,818.76 万元	首旅酒店收购如家酒店集团 65.13% 股权，交易金额约 71.78 亿元	首旅酒店收购南苑股份 70% 股权，交易金额为 2.8 亿元
交易前最近一个会计年度营业收入	46,441.24	30,355.59	340,365.74	372,882.26	668,274.80	39,803.61
交易前最近一个会计年度归属于母公司所有者的净利润	4,316.87	893.58	27,828.37	16,094.13	51,311.50	-8,453.35
交易前最近一期末的总资产	85,104.35	45,470.70	792,015.45	1,146,341.39	961,788.10	127,200.06
交易前最近一期末的总负债	40,546.83	30,363.35	461,019.85	649,645.50	430,319.50	170,251.18
交易前最近一期末的资产负债率	47.64%	66.78%	58.21%	56.67%	44.74%	133.8%
产品类型	住宿等相关业	住宿等相关业	住宿等相关业务	住宿等相关业	住宿等相关业	住宿等相关业

务	务		务	务	务
---	---	--	---	---	---

数据来源：上市公司公告

采用可比交易法对花园酒店和中国大酒店进行估值时，选择锦江股份收购铂涛集团、锦江股份收购卢浮集团、首旅酒店收购如家酒店集团和首旅酒店收购南苑股份作为本次估值分析的可比交易。虽然中国大酒店、花园酒店与铂涛集团、卢浮集团、如家酒店集团、南苑股份在营业收入、净利润、资产总额等财务指标上存在差异，但是，中国大酒店、花园酒店与铂涛集团、卢浮集团、如家酒店集团、南苑股份均属于酒店行业，主要以运营酒店相关业务为主，且铂涛集团、卢浮集团、如家酒店集团、南苑股份旗下均涉及中高端酒店的运营；同时，中国大酒店、花园酒店与铂涛集团、卢浮集团、如家酒店集团、南苑股份在酒店行业内均具有较高的品牌知名度和市场影响力。

因此，在以可比交易法对中国大酒店、花园酒店股权进行估值时，上述可比案例的选择具有可比性。

二、补充披露选取可比交易样本的充分性，并说明依据以及合理性

1、广之旅

(1) 可比交易案例样本群的建立

根据主营业务情况、可比交易发生的时间以确定可比交易案例。广之旅主要经营出境游、国内游、入境游等业务，以及酒店住宿、景区门票、航空票务等代理预定服务，广之旅的主营业务属于旅行社行业，因此可比交易案例涉及的被收购对象均属于旅行社行业；同时，考虑到可比交易案例的时效性，按照交易首次披露的时间为基础，选择首次披露时间为2014年1月1日至估值基准日的案例。因此，初步确定主要的可比交易案例样本群如下：

收购方/出售方	被收购方/被出售方	首次披露时间	主营产品
众信旅游	竹园国旅	2014年	出境游业务为主
易食股份	凯撒同盛	2015年	出境游业务为主
首旅酒店	神舟国旅	2014年	入境旅游和国内旅游业务为主
腾邦国际	喜游国旅	2015年	出境游业务为主
洪湖生态	凤凰假期	2016年	出境游业务为主
众信旅游	华远国旅	2016年	出境游业务为主
中弘股份	亚洲旅游	2015年	在线旅游
腾邦国际	新干线旅行社	2015年	出境游业务以及票务代理业务等

众信旅游	北京周游天下	2015 年	出境游业务为主
------	--------	--------	---------

(2) 可比交易案例的筛选

考虑可比交易案例的可比性，需要对可比交易案例中被收购公司在业务规模、市场地位等方面与广之旅具有相似性。新干线旅行社、北京周游天下、神舟国旅虽然从事旅游业务，但与广之旅相比，上述旅行社其业务规模较小。同时，腾邦国际收购新干线旅行社 60% 股权，交易作价为 3,492 万元；众信旅游收购北京周游天下 51% 股权，交易作价为 7,487.63 万元；首旅酒店出售神舟国旅 51% 股权，交易作价为 4,029 万元。上述三个交易案例中，被收购/出售对象整体估值总额较低。因此，对于上述三个可比交易案例进行剔除。

同时，亚洲旅游主要从事在线旅游业务，总部位于新加坡，由于亚洲旅游主要集中在东南亚市场，该公司面临的市场环境以及运营方式与广之旅存在差异，因此，中弘股份收购亚洲旅游的案例予以剔除。

此外，虽然凤凰假期的主营业务、市场地位等与广之旅具有相似性，但考虑到截至估值基准日，洪湖生态收购凤凰假期事宜尚未通过监管部门的审核，该收购案例的实施存在不确定性，因此，洪湖生态收购凤凰假期的案例亦被剔除。

(3) 可比交易案例的确认

根据前述筛选过程，最终确定选取了“众信旅游收购竹园国旅 70% 股权”、“易食股份收购凯撒同盛”、“众信旅游收购华远国旅”、“腾邦国际投资喜游国旅”作为本次估值分析的可比交易。确定可比交易案例后，进一步分析广之旅与上述可比案例中被收购公司在业务范围、市场地位、业务规模等方面进行分析比较，进而确定上述可比交易案例与广之旅具有可比性。

同时，在选择可比公司中，可比公司的数量多少并不是一个决定性的考虑因素，更应该着重考虑所选择可比企业的相似性（《资产评估准则讲解系列丛书-11—企业价值评估指导意见（试行）条文讲解》中关于市场法可比案例数量选择的讲解）。在充分考虑可比公司与广之旅的相似性，筛选后确定 4 家可比交易案例作为本次可比交易法中的对比案例。

综上，关于采取可比交易法对广之旅进行估值时选取可比交易样本是充分、合理的。

2、花园酒店和中国大酒店

(1) 可比交易案例样本群的建立

根据主营业务情况、可比交易发生的时间以确定可比交易案例。花园酒店和中国大酒店主要从事酒店的经营管理业务，属于旅游饭店业，因此可比交易案例涉及的被收购对象均属于旅游饭店业；同时，考虑到可比交易案例的时效性，按照交易首次披露的时间为基础，选择首次披露时间为2014年1月1日至估值基准日的案例。因此，初步确定主要的可比交易案例样本群如下：

收购方	被收购方	首次披露时间	主营产品
锦江股份	铂涛集团	2015年	酒店业务
锦江股份	城市客栈	2014年	酒店业务
首旅酒店	雅客怡家	2014年	酒店业务
锦江股份	卢浮集团	2015年	酒店业务
首旅酒店	如家酒店集团	2015年	酒店业务
首旅酒店	南苑股份	2014年	酒店业务

（2）可比交易案例的筛选

考虑可比交易案例的可比性，需要对可比交易案例中被收购公司在业务规模、市场地位等方面与花园酒店和中国大酒店具有相似性。城市客栈、雅客怡家虽然从事酒店业务，但其业务规模较小。同时，锦江股份收购城市客栈100%股权，交易价格为7,000万元；而首旅酒店收购雅客怡家65%股权，交易价格为2,548万元；上述两个交易案例中，被收购对象整体估值总额较低。因此，对于上述两个可比交易案例进行剔除。

（3）可比交易案例的确认

根据前述筛选过程，最终选择锦江股份收购铂涛集团、锦江股份收购卢浮集团、首旅酒店收购如家酒店集团和首旅酒店收购南苑股份作为本次估值分析的可比交易。确定可比交易案例后，进一步分析花园酒店、中国大酒店与上述可比案例中被收购公司在业务范围、市场地位、业务规模等方面进行分析比较，进而确定上述可比交易案例与花园酒店、中国大酒店具有可比性。

同时，在选择可比公司中，可比公司的数量多少并不是一个决定性的考虑因素，更应该着重考虑所选择可比企业的相似性（《资产评估准则讲解系列丛书-11—企业价值评估指导意见（试行）条文讲解》中关于市场法可比案例数量选择的讲解）。在充分考虑可比公司与花园酒店、中国大酒店的相似性，筛选后确定4家可比交易案例作为本次可比交易法中的对比案例。

综上，关于采取可比交易法对花园酒店、中国大酒店进行估值时选取可比交易样本是充分、合理的。

三、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：通过对可比交易案例的充分筛选，并将广之旅、花园酒店、中国大酒店分别与最终确定的可比交易案例进行分析比较，最终确定的可比交易案例中的被收购对象与本次交易的标的企业具有一定的可比性，本次交易采取可比交易法时选取可比交易样本是充分、合理的。

问题 18、请你公司：1) 结合标的资产与同行业公司的核心财务指标（包括但不限于营业收入、毛利率、净利率、净资产收益率）和同行业收购案例，补充披露资产估值增值率的依据以及合理性。2) 补充披露以市场法可比交易法作为估值结果的情况下，未来对标的资产进行减值测试的具体过程、依据以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合标的资产与同行业公司的核心财务指标（包括但不限于营业收入、毛利率、净利率、净资产收益率）和同行业收购案例，补充披露资产估值增值率的依据以及合理性

1、广之旅

(1) 2015 年，广之旅与同行业可比上市公司核心财务数据对比

广之旅与同行业可比上市公司 2015 年主要财务数据如下：

单位：万元

项目	营业收入	毛利率	净利率	净资产收益率
中青旅	1,057,701.59	21.17%	4.32%	5.62%
中国国旅	2,129,187.82	24.43%	8.09%	14.04%
众信旅游	837,007.07	9.15%	2.51%	14.46%
凯撒旅游	493,450.17	19.36%	4.64%	10.03%
平均	1,129,336.66	18.53%	4.89%	11.04%
广之旅	459,074.13	11.15%	1.14%	29.22%

数据来源：同花顺 iFind

营业收入方面，广之旅 2015 年营业收入为 459,074.13 万元；而中青旅、中国国旅、众信旅游和凯撒旅游在旅游业务方面的收入分别为 468,031.18 万元、1,233,029.45 万元、837,007.07 万元和 425,928.31 万元，整体而言，在旅游业务方面，广之旅营业收入虽然低于中国国旅和众信旅游，但与中青旅和凯撒旅游基

本一致。

毛利率方面，广之旅 2015 年综合毛利率为 11.15%，其中主营业务毛利率为 10.68%，而中青旅、中国国旅、众信旅游和凯撒旅游在旅游业务方面的毛利率分别为 6.41%、9.65%、9.16%和 14.89%，同行业可比上市公司旅游业务平均毛利率为 10.01%，整体而言，2015 年，广之旅主营业务毛利率水平与同行业可比公司旅游服务业务的毛利率平均水平基本一致。

净利率方面，广之旅 2015 年净利率为 1.14%，低于同行业可比上市公司。由于中国国旅还兼营免税店业务，中青旅的业务范围还扩展至 IT 产品销售与技术服务、酒店业务等，因此，广之旅净利率与中国国旅、中青旅的净利率可比性较低。报告期内，广之旅的净利率低于众信旅游，主要原因是：一方面，众信旅游由于采购规模较大且欧洲、大洋洲、美洲的长线旅游收入占比较高，因此，虽然众信旅游主要以出境游批发为主，但其毛利率水平和广之旅基本一致；另一方面，众信旅游主要以批发业务为主，而广之旅则主要以零售业务为主，因此，直营店面的租赁成本以及折旧摊销费用占营业收入的比重高于众信旅游，进而导致报告期内广之旅销售费用率高于众信旅游。报告期内，广之旅的净利率低于凯撒旅游，主要原因是：虽然广之旅和凯撒旅游均以零售业务为主，但凯撒旅游受长线旅游收入占比较高以及采购端资源优势的影响，凯撒旅游的毛利率水平高于广之旅，进而导致凯撒旅游的净利率水平亦高于广之旅。

净资产收益率方面，广之旅 2015 年净资产收益率为 29.22%，高于同行业可比上市公司的水平。

(2) 广之旅与同行业可比上市公司的估值水平

本次交易中，广之旅 100%股权的作价为 118,400 万元，对应的 PE 为 24.91 倍，而截至估值基准日（2016 年 3 月 31 日），广之旅可比上市公司的估值情况如下：

上市公司	基准日 P/E
中青旅	59.69
中国国旅	29.83
众信旅游	101.24
凯撒旅游	93.37
平均值	71.03

数据来源：Wind

注 1:2015 年凯撒旅游受同一控制下企业合并的影响,非经常性损益较大,故凯撒旅游 P/E 参考估值基准日最近一个会计年度基本每股收益计算。

注 2:基准日 P/E=估值基准日股价/估值基准日最近一个会计年度扣除非经常性损益后的基本每股收益。

由上表可知,本次交易中,广之旅股东全部权益的作价按照 2015 年的扣除非经常性损益后的基本每股收益计算的 PE 为 24.91 倍,低于同行业可比上市公司的平均水平。

(3) 广之旅与可比案例涉及的被收购对象的估值水平

本次交易中,广之旅 100% 股权的作价为 118,400 万元,对应的 PE 为 24.91 倍,而可比案例涉及的被收购对象的估值情况如下:

收购方	标的公司	P/E
众信旅游	竹园国旅	24.00
易食股份	凯撒同盛	23.98
众信旅游	华远国旅	33.99
腾邦国际	喜游国旅	17.67
平均值		24.91

注 1: 上述 P/E =标的公司 100% 股权的交易价格/估值基准日最近一个会计年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润;

注 2: 上述 P/B=标的公司 100% 股权的交易价格/估值基准日最近一期末归属于母公司股东的所有者权益;

注 3: 由于众信旅游收购华远国旅的交易价格较评估值溢价 15.45%,因此该交易对应的 P/E 和 P/B 以华远国旅 100% 股权的评估值进行计算。

由上表可知,本次交易中,广之旅股权的估值水平低于华远国旅,与竹园国旅、凯撒同盛的估值水平基本一致。

综上,本次交易中,广之旅股权对应的 PE 为 24.91 倍,低于同行业可比上市公司平均水平,估值水平较为合理。

(4) 广之旅股权增值的原因

可比交易法(P/E 比率)是从广之旅净利润的角度出发反映企业价值,将企业价值和企业的净利润联系在一起。广之旅所在的旅行社行业为轻资产行业,企业的账面净资产较小,且仅形成现状资产的历史成本,未反映品牌知名度、产品研发能力、上下游资源掌控能力等无形资产的价值,而该部分价值在可比交易法(P/E 比率)估值结论中予以体现。

报告期内,广之旅主营业务的较快发展带动了营业收入和净利润实现了较快增长。2014 年-2015 年以及 2016 年 1-9 月,广之旅实现归属于母公司股东的净利润分别为 4,775.57 万元、5,272.05 万元和 4,902.62 万元,保持稳步持续增长的

趋势。

随着我国经济的快速发展，居民可支配收入不断增加，消费者开始逐渐从物质型消费向服务型消费升级，居民对旅游消费需求日益旺盛。近年来，我国旅游总人数保持稳定增长，且出境旅游已越来越受到人们的欢迎。同时，旅游业一直是国家重点扶持和鼓励发展的行业，旅游业在社会发展和国民经济体系中的地位不断提升。伴随政府政策的大力支持和快速增长的市场需求，旅游行业已进入快速发展阶段，而旅行社行业作为旅游行业的重要组成部分，必将充分享受旅游行业增长带来的红利。

广之旅成立三十多年来，现已成为华南地区旅游行业的领军企业，在业界拥有较高的知名度和口碑。较早的产业布局及对旅游行业的专注，成就了广之旅广泛的品牌影响力及众多荣誉，且 2012-2014 年连续三年名列“全国百强旅行社”前五名。同时，广之旅高度重视与旅游资源供应商的合作，提升旅游资源的掌控力，在资源获取方面的优势主要有包机、包邮轮、包专列、买断酒店房间及景区门票等。此外，广之旅能够根据市场需求和客户消费趋向，并结合自身的资源整合能力，开拓符合客户需求的旅游产品。

综上，广之旅在品牌知名度、旅游资源、产品研发能力等方面的竞争优势有利于广之旅未来经营业绩保持持续增长，而上述竞争优势均在可比交易法（P/E 比率）估值结论汇总予以体现，因此，广之旅基于可比交易法（P/E 比率）的估值较账面净资产增值率较高。

2、花园酒店和中国大酒店

（1）2015 年，花园酒店、中国大酒店与同行业可比上市公司核心财务数据对比

花园酒店、中国大酒店与同行业可比上市公司 2015 年主要财务数据如下：

单位：万元

项目	营业收入	毛利率	净利率	净资产收益率
锦江股份	556,270.31	91.10%	11.53%	3.57%
首旅酒店	133,279.96	86.39%	8.46%	2.65%
华天酒店	119,459.47	54.26%	-2.93%	-12.06%
金陵饭店	73,573.49	61.46%	5.03%	2.12%
岭南控股	30,581.96	56.94%	12.83%	6.41%

平均	182,633.04	70.03%	6.98%	0.54%
花园酒店	46,441.24	56.19%	9.30%	9.44%
中国大酒店	30,355.59	51.05%	2.94%	6.00%

数据来源：同花顺 iFind

营业收入方面，花园酒店和中国大酒店的营业收入分别为 46,441.24 万元和 30,355.59 万元，低于同行业可比上市公司的平均水平，主要是由于锦江股份、首旅酒店、华天酒店和金陵饭店旗下酒店数量较多所致。但是，花园酒店的营业收入高于岭南控股，而中国大酒店和岭南控股营业收入基本一致。

毛利率方面，花园酒店、中国大酒店的毛利率水平低于同行业的可比上市公司水平，主要是由于同行业上市公司中锦江股份和首旅酒店毛利率水平较高进而提升了同行业可比上市公司平均水平所致。扣除锦江股份和首旅酒店的影响，2015 年，同行业可比上市公司的毛利率 57.55%，与花园酒店的主营业务毛利率基本一致。受餐饮业务的毛利率水平较低的影响，中国大酒店 2015 年主营业务毛利率略低于同行业可比上市公司的平均水平（扣除锦江股份和首旅酒店的影响）。整体而言，花园酒店、中国大酒店毛利率比较合理，与华天酒店、岭南控股的主营业务毛利率无明显差异。

净利率方面，同行业可比上市公司的净利率水平差异较大。2015 年，花园酒店的净利率为 9.30%，高于同行业可比上市公司平均水平。2015 年，中国大酒店的净利率为 2.94%，主要是中国大酒店的毛利率较低，且财务费用率较高所致。

净资产收益率方面，2015 年花园酒店和中国大酒店的净资产收益率分别为 9.44%、6.00%，高于同行业可比上市公司的水平。

（2）花园酒店、中国大酒店与同行业可比上市公司的估值水平

本次交易中，花园酒店和中国大酒店的作价分别为 152,500.00 万元和 84,100.00 万元，对应的 EV/EBITDA 均为 15.95 倍，而截至估值基准日（2016 年 3 月 31 日），花园酒店、中国大酒店可上市公司的估值情况如下：

上市公司	EV/EBITDA
锦江股份	35.62
首旅酒店	18.18
华天酒店	32.06
金陵饭店	31.41
岭南控股	45.56

平均值	32.57
-----	-------

数据来源：wind;

注：EV/EBITDA=估值基准日企业价值/估值基准日最近一个会计年度息税折旧摊销前利润；其中，企业价值=企业市值+少数股东权益+优先股+总负债-现金及现金等价物；

由上表可知，本次交易中，花园酒店和中国大酒店按照 2015 年的 EBITDA 计算的企业价值倍数为 15.95 倍，低于同行业可比上市公司的平均企业倍数水平。

（3）花园酒店、中国大酒店与可比案例涉及的被收购对象的估值水平

本次交易中，花园酒店和中国大酒店的作价分别为 152,500.00 万元和 84,100.00 万元，对应的 EV/EBITDA 均为 15.95 倍，而可比案例涉及的被收购对象的估值情况如下：

收购方	标的公司	EV/EBITDA
锦江股份	铂涛集团	15.89
锦江股份	卢浮集团	12.57
首旅酒店	如家酒店集团	8.90
首旅酒店	南苑股份	26.43
平均值		15.95

数据来源：wind

由上表可知，本次交易中，花园酒店和中国大酒店股权的估值水平低于南苑股份，与铂涛集团的估值水平基本一致。

综上，本次交易中，花园酒店和中国大酒店股权对应的 EV/EBITDA 为 15.95 倍，低于同行业可比上市公司平均水平，估值水平较为合理。

（4）花园酒店和中国大酒店股权增值的原因

可比交易法（EV/EBITDA 比率）是从企业绩效的角度反映企业价值，并扣除了折旧、摊销等非现金成本的影响，将企业价值和企业绩效联系在一起。花园酒店和中国大酒店账面净资产仅体现现状资产的历史成本，未反映两家酒店在地理位置、品牌形象、管理团队等方面的价值，而该部分价值在可比交易法（EV/EBITDA 比率）估值结论中予以体现。

报告期内，花园酒店实现归属于母公司股东的净利润分别为 4,464.44 万元、4,316.87 万元和 3,074.41 万元；中国大酒店实现归属于母公司股东的净利润分别为 827.76 万元、893.58 万元和 377.68 万元。

随着我国国民经济的快速发展，居民可支配收入大幅增长，购买力逐渐增强，消费观念加快与国际接轨，消费结构开始升级换代，消费者对于高端酒店行业的

需求日益增强。同时，旅游业一直是国家重点扶持和鼓励发展的行业，近年来，国家陆续出台了多项政策意见促进旅游行业的快速发展。酒店行业作为旅游行业的重要组成部分，未来有望保持持续快速发展的势头。此外，伴随信息技术的不断发展和互联网技术的不断进步，OTA 模式不断成熟和壮大，并对酒店行业的发展产生深远的影响。目前酒店行业作为 OTA 模式的重要组成部分，伴随在线旅游的快速发展，酒店行业将迎来新的发展机遇。

花园酒店和中国大酒店，作为改革开放后广州市第一批现代化高端酒店以及国内首批五星级酒店，在国内外高端酒店市场始终保持良好的认知度和品牌影响力。同时，花园酒店和中国大酒店长期以来采取国际化的酒店管理模式进行运营，并逐步培养了一批具有丰富管理经验的管理团队；此外，两家酒店地理位置优越，交通便利，是广州国内外商旅人士汇集的重要场所。

综上，花园酒店和中国大酒店在地理位置、品牌形象、管理团队等方面的竞争优势有利于两家酒店未来经营业绩保持持续增长，而上述竞争优势均在可比交易法（EV/EBITDA 比率）估值结论汇总予以体现，因此，花园酒店和中国大酒店基于可比交易法（EV/EBITDA 比率）的估值较账面净资产增值率较高。

二、补充披露以市场法可比交易法作为估值结果的情况下，未来对标的资产进行减值测试的具体过程、依据以及合理性

本次估值是以市场法可比交易法作为估值结果，未来对标的资产进行减值测试的具体过程如下：根据本次估值的估值方法，交易样本的选取标准、选取本次估值采用的估值系数进行估值测算，并由估值机构或评估机构出具估值报告。未来标的资产进行减值测试时，若标的资产的估值结果低于本次交易对应的估值结果，则按照《补充协议》的约定进行补偿。

因此，未来年度对标的资产进行减值测试时，选择的估值方法与本次交易过程中选取的估值方法一致，具有合理性。

三、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为，广之旅估值对应的 PE、花园酒店和中国大酒店估值对应的 EV/EBITDA 与可比交易案例的平均估值水平一致，且低于同行业可比上市公司对应的估值水平，本次交易涉及的三家标的公司的估值水平合理。三家标的公司具有自身的核心竞争优势，且所处行业发展趋势较好，标的公司的盈利

能力具有可持续性。因此，本次交易的标的公司股权估值结果的增值率较为合理。

同时，本次估值是以市场法可比交易法作为估值结果，未来年度对标的资产进行减值测试时，选择的估值方法与本次交易过程中选取的估值方法一致，减资减值测试的过程合理。

问题 22、申请材料显示，截至 2016 年 3 月 31 日，广之旅未办理产权证书的房产面积为 7,906 平方米，账面价值为 1,251.59 万元，面积占比和账面价值占比分别为 28.32%、16.89%。资产估值中，对广之旅采用可比交易法 P/E 比率估值结果作为估值结论，可比交易中选取了 4 宗可比交易。请你公司结合可比交易的具体情况，补充披露未办理产权房产对广之旅估值的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、未办理产权证书房产情况

截至本核查意见出具日，广之旅未办理产权证书房产情况如下：

使用人	地址	面积（m ² ）	用途
广之旅	广州市白云区乐嘉路 1-13 号部分楼层	5,123	行政办公
广州奇境	广州市增城区白水寨景区	2,500	游客服务处
封开奇境	肇庆市封开县河儿口镇龙山景区	283	游客服务处

二、可比交易案例中标的公司自有房产情况

广之旅采用的可比交易法选取了 4 宗可比交易，其中，众信旅游收购竹园国旅案例、易食股份收购凯撒同盛案例、众信旅游收购华远国旅案例均披露标的公司无自有房产，腾邦国际投资喜游国旅案例未披露喜游国旅自有房产情况。

三、未办理产权房产的解决措施

截至本核查意见出具日，广之旅已聘请广州市规划设计院就上述未取得产权证书房屋出具规划总平面图，预计在 2018 年 10 月前办理完毕上述房屋的房产证。

就广之旅总部用于办公的部分楼层的房屋未取得产权证书事项，岭南集团及流花集团出具承诺：若由于广之旅及其下属子公司未办理权属证书之自有房产物业被政府有权主管部门要求拆除而发生拆除费用及相关资产的处置损失的，由岭南集团、流花集团对上述费用和损失按本公司所持广之旅股权的比例承担相应的

补偿责任。若由于广之旅及其下属控股子公司未办理权属证书之自有房产物业被责令拆除导致场地搬迁而产生额外的重置场所费用、成本及其他生产经营损失（如有），由岭南集团、流花集团分别按 84.7356%、5.7143%（合计 90.45%）的比例承担相应的补偿责任。

此外，对于上述房屋存在逾期未办毕房产证的风险，岭南集团作出承诺：“1、在本公司持有广之旅股份期间，本公司将积极督促广之旅就乐嘉路未办证房产积极与政府主管部门等所涉各方沟通，尽快推进相关补办权属证书手续；在本次股份转让完成后，本公司仍将积极支持广之旅就乐嘉路未办证房产的补办权属证书相关工作。2、若乐嘉路未办证房产在补办权属证书过程中发生任何土地出让金、税费及相关支出、费用的，由本公司对上述费用支出全额承担补偿责任。3、若自本承诺函出具日起 24 个月内广之旅尚未能就乐嘉路未办证房产取得权属证书且届时仍未能办理完成补办权属证书的规划调整、补缴土地出让金等实质性手续的，则经广之旅及上市公司履行内部程序同意相关交易后，本公司同意向广之旅购买乐嘉路未办证房产所涉土地及宗地上全部房产，购买价格以届时评估值为定价依据，且确保广之旅出售该等物业的变现净值不低于所在区域商业办公市场租金的以 1/本次交易 P/E 估值倍数为折现率的年金现值。”

综上，上述房屋系用于广之旅总部行政人员办公，可替代性较强，且岭南集团已承诺如上述房屋逾期未办毕房产证且届时仍未能办理完成补办权属证书的规划调整、补缴土地出让金等实质性手续的，则经广之旅及上市公司履行内部程序同意相关交易后，同意向广之旅购买乐嘉路未办证房产所涉土地及宗地上全部房产，购买价格以届时评估值为定价依据，且确保广之旅出售该等物业的变现净值不低于所在区域商业办公市场租金的以 1/本次交易 P/E 估值倍数为折现率的年金现值。

四、对广之旅估值的影响分析

对于广之旅的估值，估值机构以广之旅 2015 年扣除非经常性损益后的净利润 4,753.82 万元为基数，采用可比交易法 P/E 估值倍数的平均值 24.91 为比率乘数，计算的对应广之旅股权价值估值为 118,417.54 万元。

（1）转让岭南旅游对广之旅估值的影响

假设 2015 年 1 月 1 日就已转让岭南旅游，岭南旅游 2015 年扣除非经常性损

益后的净利润为-35.59 万元，因而广之旅 2015 年扣除非经常性损益后的模拟净利润为 4,789.41 万元，高于广之旅 2015 年扣除非经常性损益后的实际净利润。模拟转让岭南旅游对广之旅估值的影响对比如下：

单位：万元

项目	广之旅 2015 年扣除非经常性损益后的实际净利润/模拟净利润	P/E 估值倍数	估值结果
广之旅实际估值	4,753.82	24.91	118,417.54
广之旅模拟估值	4,789.41	24.91	119,304.20

同时，岭南旅游本次转让的预评估值为 4,016.63 万元，高于岭南旅游在评估基准日的净资产值 3,744.26 万元，对应的广之旅所持岭南旅游股权的预估值也高于其账面价值，因此本次转让岭南旅游对广之旅无估值减少的影响。

(2) 补办广之旅部分办公楼层房产证对广之旅估值的影响

广之旅位于广州市白云区乐嘉路 1-13 号的房产于 1994 年 6 月取得房产证，使用年限 50 年。根据岭南集团出具的补偿承诺，对于乐嘉路 1-13 号的部分未取得房产证的房产在补办权属证书过程中发生任何土地出让金、税费及相关支出、费用的，均由岭南集团全额承担。因此补办广之旅部分办公楼层房产证对广之旅的估值无影响。

若两年内广之旅办理该部分楼层的房产证手续未取得实质性进展而启动将乐嘉路 1-13 号的全部物业出售予岭南集团，则出售价格以届时评估值为定价依据，且变现净值不低于所在区域商业办公市场租金的以 1 /本次交易 P/E 估值倍数为折现率的年金现值。由于上述物业的变现净值可以覆盖基于本次交易 P/E 估值倍数为折现率的市场租金年金现值，因此出售上述物业对广之旅的估值无影响。

五、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：由于岭南旅游 2015 年扣除非经常性损益后的净利润为负，而广之旅估值是以广之旅 2015 年扣除非经常性损益后的实际净利润为基数，且广之旅所持岭南旅游股权的预估值高于其账面价值，因此转让岭南旅游对广之旅的估值无影响；鉴于岭南集团承诺全额承担广之旅部分办公楼层补办权属证书的费用，且若未来乐嘉路 1-13 号的全部物业出售变现净值不低于市场租金的年金现值，因而补办房产证对广之旅的估值无影响。

（本页无正文，为《广发证券股份有限公司关于广州岭南集团控股股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易反馈意见回复之估值机构核查意见》之签字盖章页）

经办估值人员签字：

安 鹏

沈 涛

广发证券股份有限公司

二〇一六年十二月四日