

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
收购广州广之旅国际旅行社股份有限公司
之
估值报告



签署日期：二〇一六年八月二十四日

目录

估值机构申明	3
第一章背景介绍	5
一、委托方、估值分析对象及委托方外其他估值报告使用者	5
二、估值背景分析.....	10
三、估值目的	13
四、估值对象	13
五、估值基准日	13
第二章估值技术说明及方法选择.....	14
一、估值思路及方法的选择.....	14
二、广之旅估值情况分析.....	16
第三章估值假设	23
一、一般假设	23
二、特殊假设	23
第四章估值结论	25
一、估值结论及其分析.....	25
二、特别事项说明.....	25
三、估值报告使用限制说明.....	25

估值机构申明

一、广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”、“估值机构”）作为本次交易中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”）委托的估值机构，在执行估值工作中，遵循相关法律法规，恪守独立、客观和公正的原则；根据广发证券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。

二、本估值报告为广发证券根据《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，仅供岭南控股就本次交易相关事宜使用。本报告中的观点不构成对任何第三方（包括但不限于上市公司股东）的建议、推荐。

三、估值机构与广州广之旅国际旅行社股份有限公司（以下简称“广之旅”）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、尽管本报告是倚赖于报告中所涉及公开信息的准确性和完整性而准备的，广发证券对任何前述信息的使用并不代表其已独立地进行核实或表示同意。本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、估值机构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、特别事项说明及其对结论的影响。

六、本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。

八、本报告的观点仅基于财务分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑。本报告亦不对收购完成或失败后上市公司的股价表现做出评价。上述因素超出了本报告的考察范围和职责范围。

第一章背景介绍

一、委托方、估值分析对象及委托方外其他估值报告使用者

本次估值的委托方为岭南控股，估值分析对象为广之旅。

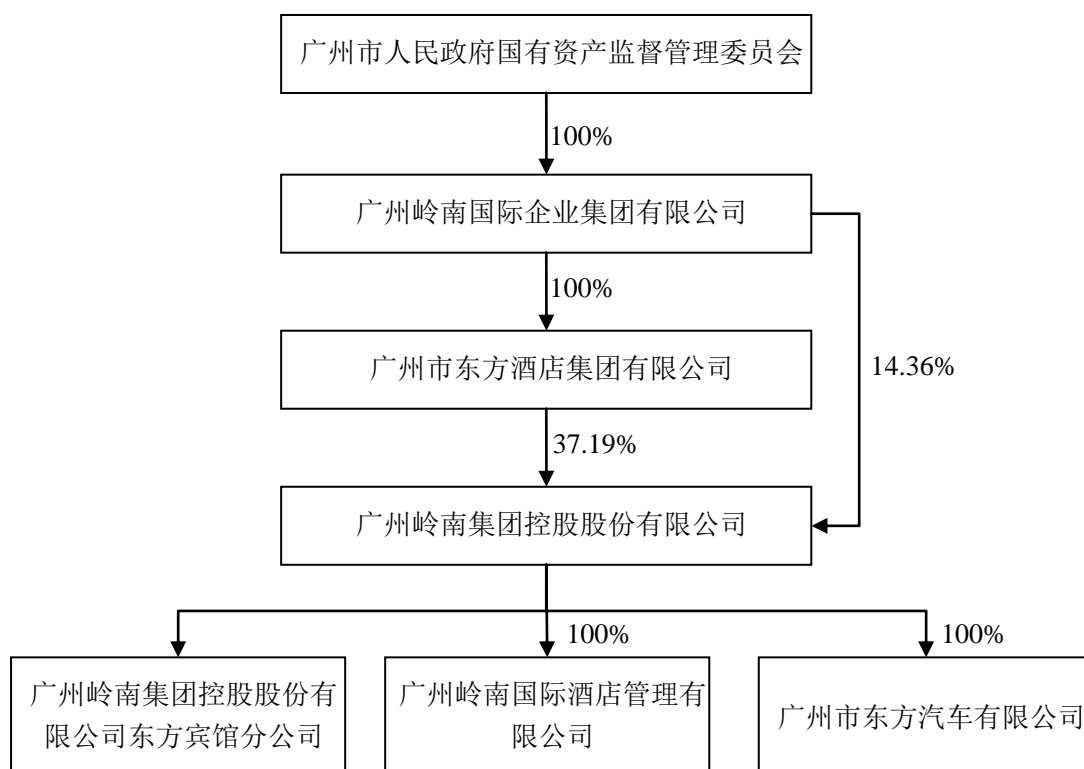
（一）委托方—岭南控股

1、基本情况

公司名称	广州岭南集团控股股份有限公司
英文名称	Guangzhou Lingnan Group Holdings Company Limited
注册地址	广州市流花路 120 号
办公地址	广州市流花路 120 号
注册资本	26,967.37 万元
法定代表人	张竹筠
股票上市交易所	深圳证券交易所
股票简称	岭南控股
股票代码	000524
成立日期	1993 年 01 月 14 日
邮政编码	510016
电话	020-86662791
传真	020-86662791
电子邮箱	gzlnholdings@126.com

<p>经营范围</p>	<p>一般经营项目：健身服务；企业管理服务（涉及许可经营项目的除外）；传真、电话服务；运动场馆服务（游泳馆除外）；物业管理；广告业；照片扩印及处理服务；企业管理咨询服务；商品批发贸易（许可审批类商品除外）；百货零售（食品零售除外）；向游客提供旅游、交通、住宿、餐饮等代理服务（不涉及旅行社业务）；酒店管理；商务文印服务；场地租赁（不含仓储）；棋牌服务；办公服务；房屋租赁；票务服务；翻译服务；汽车租赁；商品零售贸易（许可审批类商品除外）；电脑打字、录入、校对、打印服务；会议及展览服务；日用杂品综合零售；水果零售；干果、坚果零售；蔬菜零售；食用菌零售；冷冻肉零售；海味干货零售；零售冷却肉（仅限猪、牛、羊肉）；蛋类零售；水产品零售；蛇零售（国家保护动物除外）；化妆品及卫生用品零售；清扫、清洗日用品零售；小饰物、小礼品零售；礼品鲜花零售；盆栽栽培植物零售；文具用品零售；游艺娱乐用品零售；卫生洁具零售；充值卡销售；旅客票务代理；邮政代办业务；自有房地产经营活动；办公设备租赁服务；灯光设备租赁；音频和视频设备租赁；花卉出租服务；餐饮管理；名片印制服务；电脑喷绘、晒图服务；洗衣服务；行李搬运服务；生活清洗、消毒服务；职业技能培训（不包括需要取得许可审批方可经营的职业技能培训项目）；语言培训；酒店从业人员培训；室内非射击类、非球类、非棋牌类的竞技娱乐活动（不含电子游艺、攀岩、蹦床）。</p> <p>许可经营项目：甜品制售；中餐服务；网吧活动；美容服务；西餐服务；酒吧服务；酒店住宿服务（旅业）；除出版物、包装装潢印刷品之外的其他印刷品印刷；自助餐服务；停车场经营；复印服务；快餐服务；日式餐、料理服务；歌舞厅娱乐活动；餐饮配送服务；理发服务；冷热饮品制售；酒类零售；烟草制品零售；游泳馆；个人本外币兑换。。</p>
-------------	--

2、股权结构



3、财务状况

截至 2016 年 3 月 31 日，岭南控股总资产账面价值为 82,110.27 万元，负债账面价值为 21,430.85 万元，股东全部权益账面价值为 60,679.42 万元。2016 年 1-3 月实现营业收入 6,886.06 万元，净利润 653.42 万元；2015 年度全年实现营业收入 30,581.96 万元，净利润 3,923.17 万元。岭南控股近两年一期财务及经营状况如下：

(1) 合并资产负债表主要数据

单位：万元

项目	2016 年 3 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
流动资产合计	14,362.35	26,627.82	11,892.55
非流动资产合计	67,747.92	57,715.50	66,209.77
资产总计	82,110.27	84,343.32	78,102.32
流动负债合计	7,618.50	8,370.51	8,916.03
非流动负债合计	13,812.35	14,362.90	13,823.43
负债合计	21,430.85	22,733.41	22,739.46
归属于母公司所有者 权益合计	60,679.42	61,609.92	55,362.86

所有者权益合计	60,679.42	61,609.92	55,362.86
---------	-----------	-----------	-----------

(2) 合并利润表主要数据

单位：万元

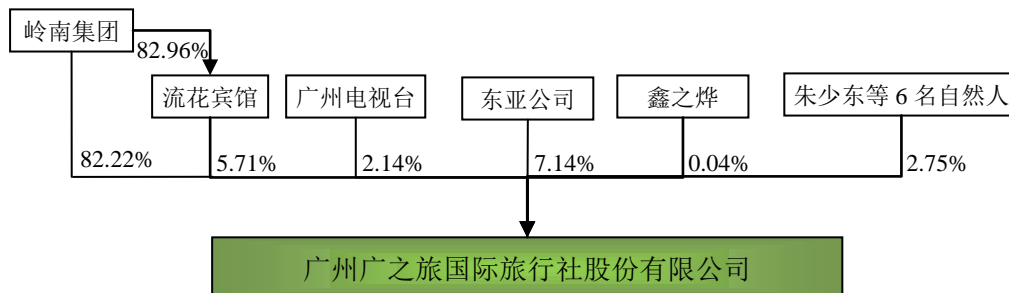
项目	2016年1月-3月	2015年度	2014年度
营业收入	6,886.06	30,581.96	30,180.54
营业利润	833.41	4,701.00	4,773.43
利润总额	888.62	4,729.13	4,808.42
净利润	653.42	3,923.17	3,636.73

(二) 估值分析对象—广之旅

1、基本资料

公司名称	广州广之旅国际旅行社股份有限公司
英文名称	GZL INTERNATIONAL TRAVEL SERVICE CO., LTD.
统一社会信用代码	914401011904322413
注册地址	广州市白云区机场西乐嘉路1-13号
办公地址	广州市白云区机场西乐嘉路1-13号
法定代表人	张竹筠
注册资本	人民币7,000万元
实收资本	人民币7,000万元
公司类型	股份有限公司（非上市、国有控股）
经营范围	入境旅游业务；出境旅游业务；境内旅游业务；汽车租赁；向游客提供旅游、交通、住宿、餐饮等代理服务（不涉及旅行社业务）；会议及展览服务；旅客票务代理；工艺美术品零售；收藏品零售（国家专营专控的除外）；信息技术咨询服务；计算机技术开发、技术服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
股份公司成立日期	1998年6月4日
通讯地址	广州市白云区机场西乐嘉路1-13号

2、股权结构



3、财务分析

截至 2016 年 3 月 31 日，广之旅总资产账面价值为 117,140.33 万元，负债账面价值为 97,504.22 万元，股东全部权益账面价值为 19,636.10 万元。2016 年 1-3 月实现营业收入 106,642.79 万元，净利润 1,599.70 万元；2015 年度实现营业收入 459,074.13 万元，净利润 5,242.91 万元。广之旅近两年一期的财务及经营状况如下：

(1)公司合并资产负债表主要数据：

单位：万元

项目	2016 年 3 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
流动资产合计	100,579.01	112,547.21	119,973.54
非流动资产合计	16,561.32	17,138.47	16,080.17
资产总计	117,140.33	129,685.68	136,053.72
流动负债合计	96,209.10	110,616.39	118,710.28
非流动负债合计	1,295.12	1,126.61	531.82
负债合计	97,504.22	111,743.00	119,242.10
归属于母公司所有者 权益合计	17,831.74	16,212.52	15,054.08
所有者权益合计	19,636.10	17,942.68	16,811.62

(2)合并公司利润表主要数据：

单位：万元

项目	2016 年 1-3 月	2015 年度	2014 年度
营业收入	106,642.79	459,074.13	438,052.25
营业利润	2,102.29	7,190.80	6,458.19
利润总额	2,217.22	7,241.71	6,439.29

净利润	1,599.70	5,242.91	4,744.82
归属于母公司所有者的净利润	1,613.35	5,272.05	4,775.57

二、估值背景分析

（一）本次交易基本情况

本次交易中，岭南控股拟以发行股份及支付现金的方式向岭南集团发行股份购买其持有的广之旅 82.22%股权，并以发行股份的方式向流花集团购买其持有的广之旅 5.71%的股权，向朱少东等 6 名自然人购买其持有的广之旅 2.53%的股权。同时向广州岭南集团控股股份有限公司第一期员工持股计划、广州国资发展控股有限公司、广州证券股份有限公司、广州金融控股集团有限公司等 4 名特定投资者发行股份募集配套资金，募集配套资金在扣除中介机构费用等发行费用后，用于支付本次交易的现金对价以及在建项目（“易起行”泛旅游服务平台建设项目、全区域分布式运营及垂直化服务网络建设项目、全球目的地综合服务网络建设项目）。其中，发行股份购买资产及募集配套资金的价格均为 11.08 元/股。

上市公司、标的公司的控股股东岭南集团是广州市国有独资企业，以旅游和食品为主业，依托酒店、旅游、会展、食品四个产业发展平台，业务范围和渠道网络遍及中国和世界各地主要旅游城市和地区。

为全面深化和推动国资国企改革，把握政策机遇打造行业领先的大旅游产业资本平台（包括旅行社业和酒店业等），助力广州世界旅游名城和国际旅游目的地、集散地建设，岭南集团拟以下属上市公司岭南控股为平台，以“注入资产、做大做强；引入战投、做强做优”为整体思路推进实施重组，以实现做强做优大旅游产业，提升行业影响力，增强国有企业活力和控制力，将岭南控股快速打造成全国领先的酒店旅游产业集团，带动地区酒店旅游产业发展。

（二）广之旅主营业务情况及优势分析

1、主营业务：

广之旅主要从事出境游、国内游、入境游的零售业务，以及酒店住宿、景区门票、航空票务等代理预定服务。通过整合全球的旅游资源，与香港国际主题乐园有限公司、VENETIAN COTAL LIMITED、中国南方航空股份有限公司、阿拉伯联合酋长国国际

航空公司、AMEGA JAPAN CO. LTD、Gullivers Travel Associates (Hong Kong) Limited 等大型景区、航空公司、酒店、地接社等建立长期合作关系，广之旅为消费者提供多主题、个性化、满足不同层次需求的旅游产品以及相关的代理预定服务。同时，广之旅逐步拓展线上销售渠道，加快从传统旅行社向“旅游+互联网”转型，进一步提升市场份额。

2、核心竞争力：

(1) 品牌优势

广之旅成立三十多年来，现已成为华南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，其中包括获得中国质量协会颁发的“中国用户满意鼎”综合性旅行社，获得国家质检总局、国家旅游局认定的年度“全国旅游服务质量标杆单位”旅行社。同时，广之旅 2012 年至 2014 年连续三年名列国家旅游局统计的“全国百强旅行社”前五名。

(2) 专业运作优势

广之旅一直以来高度重视标准化体系建设和管理，致力于将成功的经验提升为经营行为规范，通过建立企业标准体系，逐步形成一套有效的监测防控工作机制，优化整改的管控措施，指导各项经营运作，保障广之旅各项工作的顺利开展与贯彻实施，在经营管理方面规范化和精细化。在品质服务方面，广之旅拥有较强的品质管理团队和完善的品质管理体系，为游客提供细致、高品质的服务。在实施集团化、标准化、网络化、国际化发展战略的过程中，通过诚信经营、品质至上、产品吸引、网络建设、充分沟通、本土化经营、深度合作等方式与顾客建立关系；通过提升服务、品牌带动等方式满足并超越顾客的需求和期望，提高游客忠诚度。

(3) 旅游资源优势

旅游资源的优劣以及成本控制能力决定了旅游产品的优劣以及盈利空间。广之旅在境内外航空公司、地接、酒店、景区等旅游资源供应商体系中，拥有良好的信誉。广之旅高度重视与旅游资源供应商的合作，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，广之旅为了加大对资源的掌控力度，为产品研发创新提供有力保障，出境游和国内游总部均采取了多渠道全方位的采购策略。一方面进一步提升对稀缺旅游资源和战略性旅游资源的直接采购能力，另一方面加强与优质供应商的合作，通过联合采购等方式，提高对旅游资源的议价能力，从而

提高公司旅游产品的性价比，为游客提供更优质的产品与服务。

(4) 产品研发优势

一方面，广之旅在华南市场上具有较高的品牌美誉度，拥有大批的忠实客户群，使得新产品的推广较为容易，相对降低了研发成本和风险。另一方面，广之旅拥有创新的氛围与文化，长期以来将产品创新作为竞争力的重要体现。广之旅通过培训和外部引进，打造了一支高素质的产品研发团队，现有产品研发团队对旅游行业认知深刻、经验丰富，能够为客户提供高质量的旅游产品。广之旅的产品研发中心收集并分析市场信息，确定市场需求空缺及客户消费取向，根据目标人群需求细化产品，使产品具备较强的竞争力，新产品投入市场后，公司运用多渠道反馈的信息，对产品进行修正、定型，实现产品的精准定位和持续的改进与创新，在客户中树立了良好的口碑，塑造了品牌形象。

(5) 人才资源优势

广之旅以“价值观+职业规划”的人力资源战略为引领，秉承“以人为本”的理念，构建了涵盖“选、育、用、留”全方位的现代人力资源开发与管理体系和人力资源管理制度，促进了广之旅与员工的共同发展，为广之旅战略目标的实现提供了组织及人员保障。广之旅重视企业文化建设，注重员工培训，为员工提供了多种成长途径。经过多年的培养，广之旅拥有了人数众多、经验丰富的管理团队、产品研发团队、销售团队及领队、导游团队，能够满足广之旅业务快速发展的需要。

(三) 本次交易对岭南控股的影响分析

1、本次交易有利于岭南控股拓展旅行社业务，进一步打造泛旅游生态圈，提升整体盈利能力。随着我国经济的快速发展，居民可支配收入不断增加，消费者从物质性消费开始逐渐向服务型消费升级，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，近年来，国家陆续出台了《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》、《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》等政策意见促进旅游行业的快速发展，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。

广之旅是华南旅游行业的领军企业，2012-2014年连续三年名列“全国百强旅行社”前五名，在品牌知名度、产品设计能力、上游资源的掌控能力等方面具有明显的竞争

优势。本次重组完成后，广之旅成为岭南控股的控股子公司，有利于上市公司抓住旅游行业快速发展的契机迅速切入旅行社行业；同时，岭南控股依托资本平台，为广之旅的发展提供更多的融资、并购方式，继而加快广之旅业务的发展，最终实现岭南控股业绩快速增长的目的。

2、本次交易有利于岭南控股实施“旅游+酒店”商业模式新篇章，提升市场竞争力。将旅游产业优质资产注入上市公司之后，广之旅是华南旅游行业的领军企业，在华南地区具有较多的客户资源。而花园酒店、中国大酒店、东方宾馆作为广州市第一批现代化高档酒店，具有较好的服务能力和较高的品牌知名度。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。

三、估值目的

本次交易中，岭南控股拟以发行股份及支付现金的方式向岭南集团发行股份购买其持有的广之旅 82.22%股权，并以发行股份的方式向流花集团购买其持有的广之旅 5.71%的股权，向朱少东等 6 名自然人购买其持有的广之旅 2.53%的股权。为充分保护中小投资者利益，充分、准确、完整的反映估值相关信息，广发证券受岭南控股委托对广之旅 100%股权提供价值参考意见。

根据估值目的，本次估值将分析相关对象的市场价值。市场价值是指自愿买方和自愿卖方，在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，估值对象在评估基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

四、估值对象

本次估值分析对象为广之旅股东全部权益价值。

五、估值基准日

本次估值分析的基准日为 2016 年 3 月 31 日。

第二章估值技术说明及方法选择

一、估值思路及方法的选择

企业价值估值的基本方法主要有收益法、市场法和资产基础法。

收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定估值对象价值的估值方法。收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法，估值对象的价值取决于其在未来能给投资者带来多少的收益回报，收益越高，价值越大。

市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。市场法常用的两种具体方法是可比公司法和可比交易法。市场法估值结果能客观反映估值对象目前的市场情况，其估值的参数、指标直接从市场获得，估值更能反映市场现实价格，估值结果易于被各方面理解和接受。

资产基础法，是指以被估值单位估值基准日的资产负债表为基础，合理分析企业表内及表外各项资产、负债价值，确定估值对象价值的估值方法。其特点是可以简便快速地判断企业资产的整体价值；但估值结果不能包含品牌、商誉等可为企业带来收益的不可确指无形资产价值，无法反映企业整体经营及获利能力，资产的经济贬值也不易全面准确计算。

其中，企业价值估值中的市场法是根据与被估值单位相同或相似的对比公司近期交易的成交价格，通过分析对比公司与被估值单位各自特点分析确定被估值单位的股权评估价值。市场法的理论基础是同类、同经营规模并具有相同获利能力的企业其市场价值是相同的（或相似的）。市场法中常用的两种方法是可比公司法和可比交易案例法。可采用的比率乘数指标包括市盈率（P/E）、市销率（P/S）、市净率（P/B）和企业价值倍数（EV/EBITDA）等。

1、可比公司法

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。

由于上市公司比较法中的可比公司是公开市场上正常交易的上市公司，而本次估值对象均为非上市公司，所以本次市场法估值结论需考虑流动性对估值对象价值的影

响。市场流动性是指在某特定市场迅速地以低廉的交易成本买卖证券而不受阻的能力。缺乏流动性折扣(DLOM)是对流动性受损程度的量化，以此反映市场流动性的缺失带来的价值损失，具体计算公式如下：

被评估企业股权价值=确定的被估值企业比率乘数×被估值企业相应指标×(1-缺乏流动性折扣率)

目前国际上研究缺乏流动性折扣的主要方式或途径包括以下两种：一种是限制性股票交易价值研究途径，一种是 IPO 前交易价格研究途径。两种研究途径得出的缺乏流动性折扣率区间值在 20%~50%之间，本次估值分析选用的流动性折扣率为 35%。

2、可比交易法

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。

考虑到在证券市场上存在一定数量的与被估值公司类似的上市公司且交易活跃，所处行业存在足够的可比交易案例，交易及财务数据公开，信息充分，故本次采用市场法对标的公司进行估值分析。

二、广之旅估值情况分析

（一）可比公司法

1、选择可比公司

本次估值中可比公司选取遵循如下原则：（1）根据广之旅的经营范围与经营地区选择在 A 股上市的旅行社行业公司作为可比公司；（2）可比公司的主营业务应包括旅游综合类业务；（3）剔除数据不全的公司，并在比较时考虑到部分公司存在价值比率失真等情况，本次估值最终选择中青旅（600138.SH）、中国国旅（601888.SH）、众信旅游（002707.SZ）和凯撒旅游（000796.SZ）4 家旅游行业同类上市公司作为可比公司。

2、可比公司基本情况

（1）中青旅控股股份有限公司（以下简称“中青旅”）

中青旅致力于成为国际化大型旅游运营商，秉承“控股型、多平台、营造泛旅游生态圈”的发展战略，整合旅游价值链，利用品牌优势和规模扩张策略稳健发展。业务涵盖包括观光旅游、度假旅游、商旅管理业务、入境旅游业务等的旅行社业务、以会展业务为基础的整合营销业务、乌镇等景区开发和运营业务及酒店业务。

其中旅行社业务是公司传统核心业务，为客户提供旅游产品服务，公司以“正品行货、创意主题、中高端定制”为主打，不断将产品精品化、主题化，重点打造的中青旅遨游网将成为中青旅旅游主业全面互联网化的龙头和枢纽，实现旅游产业与互联网的融合创新与提效。根据国家旅游局公示的 2014 年度全国旅行社集团二十强名单，中青旅位列第 2 位。

（2）中国国旅股份有限公司（以下简称“中国国旅”）

中国国旅主要从事旅行社业务和免税业务，其中旅行社业务主要包括入境游、出境游、国内游、会奖旅游、签证服务、商旅服务、航空服务、电子商务等业务；免税业务主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。此外，中国国旅还从事旅游综合项目开发业务，主要包括旅游综合项目投资开发、旅游景区景点投资开发和旅游股权投资等业务。中国国旅下属全资子公司中国国际旅行社总社有限公司（以下简称“国旅总社”）、中国免税品（集团）有限责任公司及国旅（北京）投资发展有限公司分别负责中国的旅行社业务、免税业务、旅游综合项目投资开发业务。

其中旅行社业务经营模式方面，针对出境游和国内游业务，国旅总社在开发出旅游常规产品和特色产品后，制定销售价格，通过门市部、电子商务等渠道直接将产品销售游客，或者通过国内旅行社代理商进行销售。针对入境游业务，国旅总社作为海外旅游批发商在境内的旅游承包商，根据不同市场的特点，结合客户的需求组合饭店、景点、餐厅、交通等旅游要素，形成报价产品或单项产品，与海外旅游批发商合作，通过旅游批发商将产品供应给旅游代理商，然后销售给海外游客；或者直接将产品供应给海外旅游代理商，由海外旅游代理商直接销售给海外游客。一些海外散客也可以通过网络等途径，直接预订国旅总社旅游产品。根据国家旅游局公示的 2014 年度全国旅行社集团二十强名单，国旅总社位列第 3 位。

（3）北京众信国际旅行社股份有限公司（以下简称“众信旅游”）

众信旅游主要从事出境游批发、出境游零售和商务会奖旅游业务，并以出境游为基础向多方面多角度延伸，拓展游学及留学教育、移民置业、健康医疗、旅游金融、保险等各类出境服务业务领域，加强目的地资源及客源地渠道两头布局，初步形成了出境综合服务平台的雏形。

其中出境游产品以批发、零售等方式销售给客户，最终由公司为客户提供有组织、有计划的组团、发团、机票、签证、境内外行程安排、安全保障等全方位旅游服务。其中批发业务通过代理商销售给终端消费者，零售业务通过门店、网站及移动端平台、呼叫中心和大客户拓展及会员制营销等方式销售给终端消费者。目前，众信旅游已发展成为国内领先的大型出境游运营商，在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出国游及亚洲短线周边游上具有了较强的竞争优势。根据国家旅游局公示的 2014 年度全国旅行社集团二十强名单，众信旅游位列第 7 位。

（4）海航凯撒旅游集团股份有限公司（以下简称“凯撒旅游”）

凯撒旅游全资子公司凯撒同盛为中国领先的出境游综合运营商，主要面对政府、企业和个人三大类客户群，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，进行出境游产品的全产业链综合运营。凯撒同盛的全产业链综合运营模式，是指依托丰富的旅游上游资源、行业内领先的产品研发和专业运作能力、广泛的线上及线下销售渠道以及较强的旅游目的地服务和运营能力，将产品采购、研发、管理、推广、服务与自身销售网络相结合的综合式服务模式。

凯撒旅游逐步形成了出境游产品的全产业链综合运营模式，在汉堡、慕尼黑、法兰克福、巴黎、伦敦、洛杉矶等地拥有目的地旅游服务及管理公司，为消费者提供一流的旅游目的地服务；拥有丰富的旅游要素资源，与众多航空公司、邮轮公司、国际酒店集团建立了合作关系；逐步拓展线上与线下销售渠道，提出了二代、三代及四代旅游门店，通过视频、图片及旅游顾问的综合讲解为消费者提供全面的旅游产品认知，将传统意义上被动服务的服务理念转变为主动、积极服务。根据国家旅游局公示的2014年度全国旅行社集团二十强名单，凯撒旅游位列第8位。

(5) 可比公司综合情况

综上，相关可比公司情况如下：

单位：万元

上市公司	2015年营业收入	2015年归属于母公司净利润	2015年底总资产	2015年底总负债	资产负债率
中青旅	1,057,701.59	29,513.39	955,477.60	355,458.16	37.20%
中国国旅	2,129,187.82	150,589.49	1,573,133.63	383,886.67	24.40%
众信旅游	837,007.07	18,670.47	321,797.89	154,275.67	47.94%
凯撒旅游	493,450.17	20,579.71	353,651.46	177,496.83	50.19%

数据来源：Wind

3、价值比率的选择与计算

本次拟采用 P/E 倍数和 P/B 倍数对本次交易作价的合理性进行分析。P/E，即股价/每股收益，也称为“市盈率”。市盈率把股价和利润联系起来，以反映企业的市场表现。P/E 倍数从每股收益，即企业净利润的角度出发反映企业价值，而企业每股收益的变动往往取决于宏观经济和企业的生存周期所决定的波动周期，所以 P/E 估值法有一定的适用范围，适用于盈利相对稳定、周期性较弱的企业。P/B，即股价/每股净资产，也称为“市净率”，市净率的优点在于净资产为累计数值且通常为正值，因此当市盈率指标失效时往往市净率指标仍可使用，且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，P/B 估值法也有一定的适用范围，适用于净资产的账面价值能够较为准确的反映企业价值的行业和企业。综合上述分析，常用的估值指标中，P/E 和 P/B 是适合标的公司的估值指标。根据相关分析计算，可比公司的 P/E 和 P/B 如下表所示：

上市公司	基准日 P/E	基准日 P/B
中青旅	59.69	3.20

中国国旅	29.83	3.75
众信旅游	101.24	12.31
凯撒旅游	93.37	13.30
平均值	71.03	8.14

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=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。

注 3:基准日 P/B=基准日股价/截止估值基准日每股净资产。

4、可比公司法分析结果

行业 P/E 估值倍数的平均值为 71.03，P/B 估值倍数的平均值为 8.14，2015 年广之旅扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 4,753.82 万元，截至估值基准日广之旅归属于母公司所有者权益为 17,831.74 万元，考虑 35%的非流动性折扣，按照 P/E 和 P/B 估值倍数计算的对应广之旅股权价值分别为 219,481.28 万元和 94,347.74 万元。

（二）可比交易法

1、选择可比交易

本次估值中可比交易选取遵循如下原则：（1）根据广之旅的经营范围与区域选择，近三年中国出境游旅行社为标的公司交易作为可比案例；（2）剔除数据不全的交易，本次估值最终选择“众信旅游收购竹园国旅 70%股权”、“易食股份收购凯撒同盛”、“腾邦国际投资喜游国际”“众信旅游收购华远国旅”作为本次估值分析的可比交易。

2、可比交易基本情况

（1）众信旅游收购竹园国际旅行社有限公司（以下简称“竹园国旅”）70%股权
2014 年 9 月 26 日，众信旅游公告拟发行股份购买竹园国旅 70%股权，交易作价 63,000 万元。

竹园国旅成立于 1996 年，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。自 2000 年起，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。同时，相继在上海、成都、武汉、沈阳、西安、昆明和青岛设立分支机构，扩展市场。曾荣获中国出境游十大批发商、欧洲线十大批发商等多项奖励，是国内具备较强竞争力的出境游批发商。根据国家旅游局公示的 2014 年度全国百强旅行社名单，竹园国旅位列第 7 位。

(2) 易食集团股份有限公司（以下简称“易食股份”）收购凯撒同盛（北京）投资有限公司（以下简称“凯撒同盛”）

2015年11月11日，易食股份公告拟发行股份购买海航旅游集团有限公司、凯撒世嘉旅游管理顾问股份有限公司所持有的凯撒同盛100%股权，交易价格为240,000万元。

凯撒同盛是一家成立于1993年的出境游综合运营商，国内航旅结合的领先者，控股股东为海航集团。经过20多年的稳健发展，相继在伦敦、巴黎、汉堡、洛杉矶等全球核心城市设有分支机构，在北京、广州、上海、成都以及沈阳等30余个口岸及核心商业城市设有分子公司。根据国家旅游局公示的2014年度全国百强旅行社名单，凯撒同盛全资子公司北京凯撒国际旅行社位列第4位。

(3) 腾邦国际商业服务股份有限公司（以下简称“腾邦国际”）投资深圳市喜游国际旅行社有限公司（以下简称“喜游国旅”）

2016年5月13日，腾邦国际联合其他投资方以总金额不超过人民币2亿元资金对喜游国旅进行增资。其中，腾邦国际拟对其增资不超过人民币5,000万元，增资完成后将持有喜游国旅约4.17%的股权。

喜游国旅成立于1997年，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。喜游国旅重点建设旅游目的地资源，构建旅游全产业链，提升旅游综合服务能力和盈利能力。通过在旅游目的地设立旅游服务及管理公司，充分了解和挖掘当地旅游资源，为消费者提供一流的旅游目的地服务。同时，喜游国旅与当地酒店、客运公司等下游资源建立了良好合作关系，提高对下游要素资源的掌控能力。经过近20年的发展，喜游国旅的产业布局不断向上下游延伸，业务取得了较快发展。

(4) 众信旅游收购北京市华远国际旅游有限公司（以下简称“华远国旅”）100%股权

2016年3月1日，众信旅游公告拟采用发行股份及支付现金的方式购买上海携程等11名股东合计持有的华远国旅100%股权，交易作价260,000万元，评估值为225,210.47万元。

华远国旅成立于1993年，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。华远国旅总部设在北京，并在上海、广州、成都、武

汉、昆明、沈阳、长沙、香港等地设立分子公司，出境游目的地覆盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、非洲等地区，其中欧洲业务在出境游批发业务中占比较大。

3、可比交易综合情况

根据公开信息，可比交易中相关标的公司的具体信息如下：

单位（万元）

标的公司	交易前最近一个会计年度营业收入	交易前最近一个会计年度归属于母公司所有者的净利润	交易前最近一期末的总资产	交易前最近一期末的总负债	资产负债率
竹园国旅	154,425.10	2,151.27	39,250.16	30,961.03	78.88%
凯撒同盛	265,423.05	10,554.63	83,823.90	73,027.61	87.12%
喜游国旅	220,077.87	6,787.56	66,475.15	50,342.74	75.73%
华远国旅	242,421.51	3,750.17	62,829.09	37,677.59	59.97%

4、价值比率的选择

本次可比交易估值分析中，选择 P/E 和 P/B 倍数作为估值分析倍数。根据相关分析计算，上述 4 宗可比交易的 P/E 和 P/B 倍数如下：

收购方	标的公司	P/E	P/B
众信旅游	竹园国旅	24.00	10.86
易食股份	凯撒同盛	23.98	23.62
众信旅游	华远国旅	33.99	8.95
腾邦国际	喜游国旅	17.67	7.43
平均值		24.91	12.72

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。

5、可比交易法分析结果

根据可比交易的估值情况，P/E 估值倍数的平均值为 24.91，相应的广之旅估值为 118,417.54 万元，P/B 估值倍数的平均值为 12.72，相应的广之旅估值为 226,819.75 万元。

（三）广之旅估值结论

可比公司法中，按照 P/E、P/B 估值倍数计算的对应广之旅股权价值估值分别为 219,481.28 万元和 94,347.74 万元；可比交易法中，按照 P/E、P/B 估值倍数计算的对应

广之旅股权价值估值分别为 118,417.54 万元和 226,819.75 万元。

从结果可以看出，不同估值方法对应的广之旅股东全部权益价值具有一定的差异。经分析，由于广之旅为非上市公司，且可比交易法是基于最近三年与广之旅处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例的交易价格为基础进行估值，能够更加准确的反映公开市场对于被估值企业的市场价值。

同时，由于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，属于旅行社行业。旅行社行业公司发展较为成熟，盈利较为稳定，P/E 比率从企业净利润的角度出发反映企业价值，更适合旅行社行业公司的估值分析。

综上，估值机构最终采用可比交易法 P/E 比率估值结果作为广之旅的估值结论，对应的广之旅全部股权价值估值为 118,417.54 万元。

第三章估值假设

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

（1）假设估值基准日后被估值对象所处国家和地区的政治、经济和社会环境无重大变化，国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；

（2）假设被估值对象所处的社会经济环境无重大变化，和被估值对象相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等估值基准日后不发生重大变化；

（3）假设估值基准日后被估值对象采用的会计政策和编写本估值报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；

（4）假设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）假设被估值对象相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

（6）假设本次交易顺利完成，被估值对象在交易完成后按照本报告披露的经营调整方案进行调整。

（7）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。

（8）本次估值不考虑被估值对象因生产经营调整而产生的费用，也不考虑调整对收入的影响。

当上述条件发生变化时，估值结果一般会失效。

第四章估值结论

一、估值结论及其分析

本着客观、独立、公正的原则及必要的估值程序，本估值机构对广之旅 100%股权定价情况的公允性及合理性进行了分析。考虑到本次交易为公开市场收购，本估值报告采用了市场法对本次收购的合理价格进行了评估。结合可比交易 P/E 估值平均水平为 24.91，广之旅估值为 118,417.54 万元。

二、特别事项说明

以下为在估值过程中已发现可能影响估值结论但非估值人员执业水平和能力所能评定估算的有关事项：

1、估值基准日后，若资产数量及作价标准发生变化，对报告结论造成影响时，不能直接使用本估值结论，须对估值结论进行调整或重新估值。

2、本次估值结果是结合委托方特定的投资目的以及估值对象的实际情况所得出的，同一资产在不同的目的及市场条件下的价值可能存在差异。在确定交易价格时，委托方及估值对象应充分考虑交易背景与本次估值的假设前提之间的差异。

3、本次估值目的是为岭南控股本次发行股份及支付现金购买资产的作价合理性及公允性进行分析。根据估值方法的适用性、估值对象的具体情况 & 本次交易的背景和目的，本估值机构采用市场法对广之旅 100% 股权定价情况的公允性及合理性进行了分析。由于对市场价值的市场法估值基于若干前提假设，如未来情况出现预期之外的较大变化，可能导致资产估值与实际情况不符的风险。估值报告使用者应注意以上特别事项对估值结论及经济行为产生的影响。

三、估值报告使用限制说明

本估值报告只能用于本报告载明的估值目的和用途；本估值报告只能由估值报告载明的估值报告使用者使用；本估值报告经估值人员签字、估值机构盖章后方可正式使用。同时，本次估值结论是在本次估值目的下，论证本次收购估值对象报价是否合

理；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。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 2016 年 3 月 31 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。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一年：自 2016 年 3 月 31 日起一年使用有效。

（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收购广州广之旅国际旅行社股份有限公司之估值报告》之签字盖章页）

法定代表人：

孙树明

广发证券股份有限公司估值人员：

安鹏

沈涛

广发证券股份有限公司

2016年8月24日