

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
收购中国大酒店
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	12
四、估值对象	12
五、估值基准日	12
第二章估值技术说明及方法选择.....	13
一、估值思路及方法的选择.....	13
二、中国大酒店估值情况分析.....	15
第三章估值假设	21
一、一般假设	21
二、特殊假设	21
第四章估值结论	23
一、估值结论及其分析.....	23
二、特别事项说明.....	23
三、估值报告使用限制说明.....	23

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”）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（包括但不限于标的公司股东）的建议、推荐。

三、估值机构与中国大酒店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标的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，分析对象为中国大酒店。

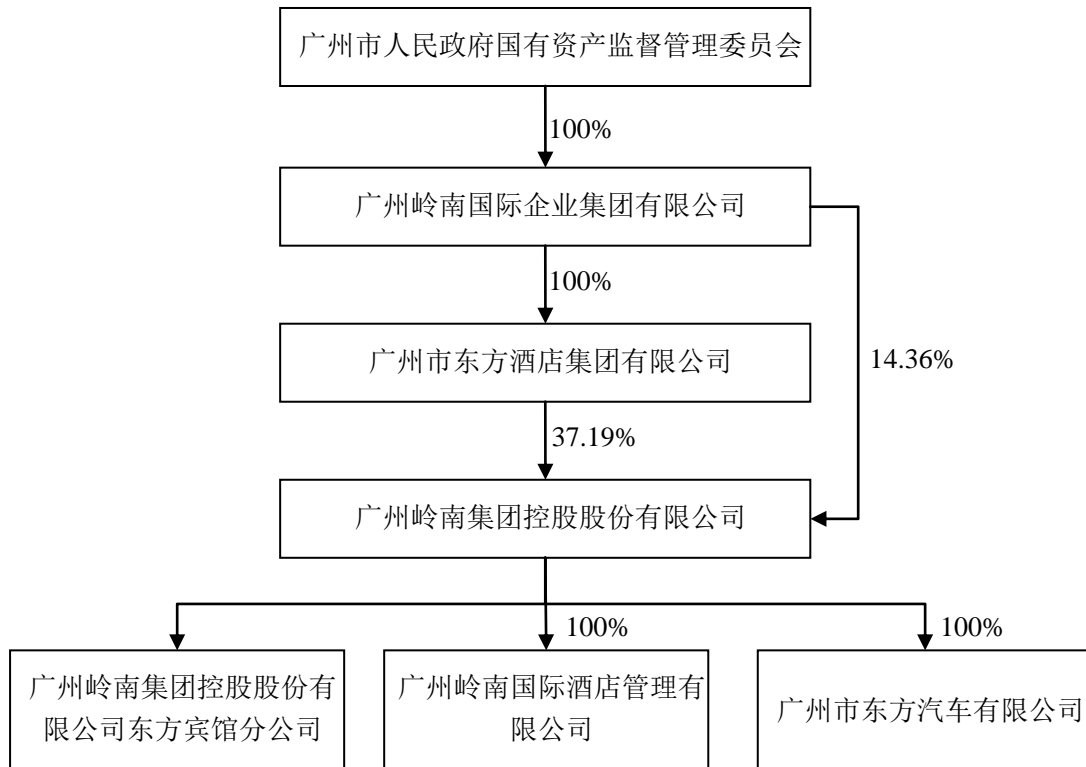
（一）委托方—岭南控股

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

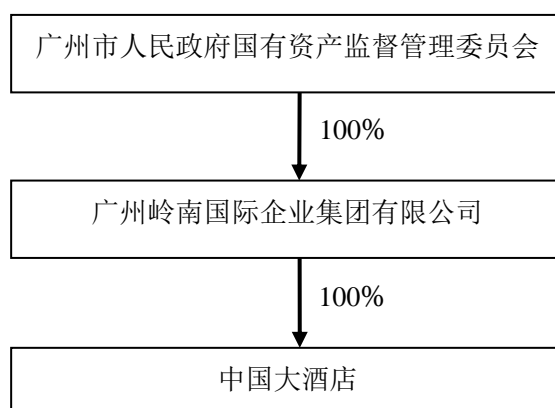
项目	2016年1月-3月	2015年度	2014年度
营业收入	6,886.06	30,581.96	30,180.54
营业利润	833.41	4,701.00	4,773.43
利润总额	888.62	4,729.13	4,808.42
净利润	653.42	3,923.17	3,636.73

(二) 估值分析对象之中国大酒店

1、基本资料

公司名称	中国大酒店
英文名称	China Hotel
企业注册号	440101000026994
注册地址	广州市越秀区流花路
办公地址	广州市越秀区流花路
法定代表人	李峰
注册资本	人民币8,000万元
实收资本	人民币8,000万元
公司类型	有限责任公司（法人独资）
经营范围	运动场馆服务（游泳馆除外）；票务服务；翻译服务；商务文印服务；会议及展览服务；洗染服务；酒店住宿服务（旅业）；电子游艺厅娱乐活动；桑拿、汗蒸；歌舞厅娱乐活动；中餐服务；西餐服务；冷热饮品制售；咖啡馆服务；酒吧服务；烟草制品零售；图书、报刊零售；酒类零售；预包装食品零售；散装食品零售；乳制品零售；专业停车场服务；游泳馆。
成立日期	1983年9月5日
通讯地址	广州市越秀区流花路

2、股权结构



3、财务状况

截至 2016 年 3 月 31 日，中国大酒店总资产账面价值为 45,470.70 万元，负债账面价值为 30,363.35 万元，股东全部权益账面价值为 15,107.35 万元。2016 年 1-3 月实现营业收入 6,614.12 万元，净利润-34.47 万元；2015 年度实现营业收入 30,355.59 万元，净利润 893.58 万元。中国大酒店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	5,987.48	5,498.74	5,794.43
非流动资产合计	39,483.22	40,521.36	44,342.52
资产总计	45,470.70	46,020.09	50,136.96
流动负债合计	30,363.35	30,625.03	35,204.01
非流动负债合计	-	-	-
负债合计	30,363.35	30,625.03	35,204.01
归属于母公司所有者 权益合计	15,107.35	15,395.06	14,932.95
所有者权益合计	15,107.35	15,395.06	14,932.95

(2) 合并利润表主要数据：

单位：万元

项目	2016 年 1-3 月	2015 年度	2014 年度
营业收入	6,614.12	30,355.59	31,219.36
营业利润	23.86	1,383.25	1,112.93

利润总额	-45.97	1,361.49	1,125.98
净利润	-34.47	893.58	827.76
归属于母公司所有者的净利润	-34.47	893.58	827.76

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购买其持有的中国大酒店 100% 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，用于本次支付本次重组的现金对价、中介费用以及在建项目。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）中国大酒店主营业务情况及核心竞争力分析

1、主营业务情况：

中国大酒店主要从事高端酒店的经营管理业务，为游客及中高端商务人士提供酒店住宿、餐饮、会议等服务，以及商业物业租赁等。中国大酒店是改革开放后广州市第一批现代化高端酒店，也是全国首批五星级酒店。中国大酒店拥有 850 间客房、155 套公寓及 6 间中西餐厅，商业物业面积 35,954 平方米。

2、核心竞争力：

（1）优越的地理位置

优越的地理位置是高端酒店经营的关键要素。中国大酒店位于广州市区黄金地段，地理位置极为优越。中国大酒店处于广州流花商圈核心、毗邻广州火车站，交通极为便利。

（2）优秀的管理团队

中国大酒店自成立以来，借助毗邻港澳的优势，以高起点、高标准的酒店经营作为规范，注重管理团队的培养。中国大酒店多年来一直采用国际先进管理理念和标准进行管理。

目前酒店的中高层管理团队均具备丰富的酒店行业经验，掌握最新的国际酒店经营理念和运营规范，熟悉酒店业经营的各个环节。优秀的管理团队使中国大酒店在激烈的市场竞争中保持了较强的竞争力。

（3）卓越的品牌形象

中国大酒店是改革开放后广州市第一批现代化高端酒店，也是全国首批五星级酒店。经过三十余年的发展，在市场中一直保持着良好的商业信誉和口碑，不断获得旅游、饭店等行业主管部门、协会以及权威媒体的各项殊荣。

中国大酒店作为毗邻原广州进出口商品交易会展馆的五星级酒店，自成立以来，凭借其良好的品牌、管理及人才优势，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。

（4）深厚“岭南特色”的文化底蕴积累

中国大酒店自开业以来，以岭南地区特色的品牌形象，为国内外旅客提供卓越的服务。中国大酒店通过三十余年的积累，积淀了具“岭南特色”的深厚文化底蕴，凭借其知名度及美誉度，成为国内外商旅人士在广州地区的优选高端酒店，同时，中国大酒店也成为广州高端商务政务会议、宴会接待的重要场所。

（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进一步整合业内资源，完善酒店品牌系列。岭南控股控股股东为岭南集团，实际控制人为广州市国资委。2014年，岭南控股收购广州岭南国际酒店公司，公司业务由单体酒店经营向酒店管理扩张。

中国大酒店是改革开放后广州市第一批现代化高端酒店，也是全国首批五星级酒店，在国内酒店行业享有较高的知名度和地位。

本次重组完成后，岭南控股旗下将拥有东方宾馆、花园酒店、中国大酒店等国内

知名的酒店品牌。中国大酒店进入上市公司后，能够为上市公司带来稳定的收益和现金流，为岭南控股未来的发展提供稳定的经济基础；同时，中国大酒店管理团队具有的国际化的管理水平和运营能力，能够在酒店管理、品牌建设等方面为岭南控股的酒店管理业务提供借鉴和经验；此外，中国大酒店具有较高的品牌知名度和影响力，有利于岭南控股未来承接新的酒店管理项目。

综上，本次交易完成后，公司将依托于三家高端酒店的管理经验，迅速开拓酒店管理业务，提升酒店业务板块的盈利能力。

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，广之旅是华南地区第一大旅行社，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端酒店，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

岭南控股拟以发行股份及支付现金的方式向岭南集团购买其持有的中国大酒店100%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中国大酒店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中国大酒店股东全部权益价值。

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。收益法能真实和较准确地反映企业本金化的价值，与投资决策相结合，易为买卖双方所接受。

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评估对象价值的影响。市场流动性是指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、中国大酒店估值情况分析

（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）根据中国大酒店的经营范围和经营地区，选择在 A 股上市的酒店行业公司作为可比公司；（2）可比公司的主营业务应为酒店业务；（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，本次估值最终选出锦江股份（600754.SH）、首旅酒店（600258.SH）、华天酒店（000428.SZ）、金陵饭店（601007.SH）和岭南控股（000524.SZ）。

2、可比公司基本情况

（1）上海锦江国际酒店发展股份有限公司（以下简称“锦江股份”）

锦江股份成立于 1993 年 6 月 9 日，并于 1996 年 10 月 11 日在上海证券交易所上市，总部设在上海，主营业务为在中国大陆境内及境外从事有限服务型酒店运营及管理业务、食品及餐饮等业务。锦江股份有限服务酒店包括对有限服务商务酒店、经济型酒店的投资和经营管理。截至 2015 年末，锦江股份旗下拥有“Campanile”、“Première Classe”、“Kyriad 系列”、“Golden Tulip 系列”、“锦江之星”、“锦江都城”、“百时快捷”、“金广快捷”等多个连锁酒店品牌。

（2）北京首旅酒店（集团）股份有限公司（以下简称“首旅酒店”）

首旅酒店成立于 1999 年 2 月 12 日，并于 2000 年 6 月 1 日在上海证券交易所上市，总部设在北京，主要从事酒店投资与运营管理及景区经营业务，是国内大型综合性旅游上市公司。截至 2015 年末，首旅酒店拥有“首旅建国”、“首旅南苑”、“首旅京伦”、“欣燕都”、“雅客怡家”等多个酒店品牌，形成了较为合理的成员酒店区域布局以及健全的品牌支撑体系。

（3）华天酒店集团股份有限公司（以下简称“华天酒店”）

华天酒店成立于 1996 年 8 月 3 日，并于 1996 年 8 月 8 日在深圳证券交易所上市，总部设在湖南省长沙市，主营业务分为三大板块，以酒店经营为主，房地产开发、资产运营为辅。华天酒店以自营酒店为基础，大力发展托管酒店，发力中端酒店市场。

（4）金陵饭店股份有限公司（以下简称“金陵饭店”）

金陵饭店成立于 2002 年 12 月 30 日，并于 2007 年 4 月 6 日在上海证券交易所上市，总部设在江苏省南京市，主营业务包括酒店投资管理、旅游资源开发和酒店物资

贸易三大板块。截至 2015 年末，金陵饭店旗下酒店遍布全国十九个省市自治区，并形成了以华东地区为龙头的全国性扩张布局。

(5) 广州岭南集团控股股份有限公司（以下简称“岭南控股”）

岭南控股成立于 1993 年 1 月 14 日，并于 1993 年 11 月 18 日在深圳证券交易所上市，总部设在广东省广州市，主营业务包括酒店管理业务、酒店经营业务以及出租车和租赁车业务等。截至 2015 年末，岭南控股拥有及运营的酒店品牌包括岭南花园酒店、岭南东方酒店、岭南五号酒店、岭南佳园度假、岭南佳园连锁等品牌，覆盖了豪华、精品、中端酒店市场，品牌差异化整合能力较强。

(6) 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 年归属于母公司所有者净利润	2015 年末总资产	2015 年末总负债	资产负债率
锦江股份	556,270.31	63,760.95	2,702,637.85	1,855,187.33	68.64%
首旅酒店	133,279.96	10,013.03	396,096.52	255,469.42	64.50%
华天酒店	119,459.47	1,282.61	952,343.16	611,521.11	64.21%
金陵饭店	73,573.49	4,985.29	323,984.16	121,301.77	37.44%
岭南控股	30,581.96	3,923.17	84,343.32	22,733.41	26.95%

数据来源：Wind

3、价值比率的选择与计算

本次拟采用 P/E 倍数与 EV/EBITDA 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。

EV/EBITDA，即企业价值/息税折旧摊销前利润，也称为“企业价值倍数”，以全体投资人为出发点，同样站在企业盈利的角度反映企业价值。企业价值和息税折旧摊销前利润可以在减少资本结构影响的基础上最大限度地减少由于企业折旧/摊销政策不同所可能带来的影响。

酒店企业盈利较为稳定，P/E 和 EV/EBITDA 是适合标的公司的估值指标。根据

WIND 数据库和相关分析计算，可比公司截至估值基准日的 P/E 和 EV/EBITDA 如下表所示：

上市公司	P/E	EV/EBITDA
锦江股份	51.72	35.62
首旅酒店	50.89	18.18
华天酒店	388.50	32.06
金陵饭店	75.00	31.41
岭南控股	87.13	45.56
平均值	66.19	32.57

数据来源：wind；

注 1：P/E = 估值基准日股价/估值基准日最近一个会计年度基本每股收益；

注 2：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；

注 3：华天酒店 2015 年出现亏损，实现净利润-3,499.23 万元，归属母公司净利润 1,282.61 万元，华天酒店 P/E 估值倍数异常，未纳入可比公司 P/E 倍数的计算中。

4、可比公司法分析结果

2015 年，中国大酒店归属于母公司所有者的净利润为 893.58 万元，EBITDA 为 6,907.35 万元。截止 2016 年 3 月 31 日，中国大酒店现金及现金等价物为 4,323.49 万元，总负债为 30,363.35 万元。根据可比公司的估值情况，我们拟将所选价值比率倍数的平均数作为中国大酒店估值的可比公司企业价值倍数，即选取 P/E 估值倍数为 66.19，EV/EBITDA 估值倍数为 32.57，考虑 35%流动性折扣，对应的中国大酒店全部股权价值估值分别为 38,444.80 万元和 129,306.08 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）根据中国大酒店的经营范围选择近三年酒店业收购交易中涉及的公司；（2）剔除数据不全的交易，同时在比较时考虑到部分交易存在价值比率失真等情况，本次估值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的收购案例作为比较对象。

2、可比交易基本情况

（1）锦江收购铂涛集团

2015 年 9 月，锦江国际宣布拟以现金方式收购 Keystone Lodging Holdings Limited 81.0034% 的股权，交易金额为 826,937.30 万元。

Keystone Lodging Holdings Limited 及其下属子公司合称为铂涛集团。铂涛集团是中国领先的以经济型酒店为核心业务的连锁酒店集团，通过“轻资产+多品牌+全球化”的发展战略，在有限服务酒店市场形成了高、中、低多品牌覆盖的格局，拥有包括铂涛菲诺、欢朋酒店、7天品牌等在内的 15 个酒店类品牌和 2 个非酒店类品牌。

（2）锦江集团收购卢浮集团（GDL）

2015 年 1 月，锦江集团宣布拟以现金方式收购 Groupe du Louvre（即卢浮集团）100%股权，交易金额为 398,818.76 万元。

卢浮集团通过 Star Eco 间接持有 Louvre Hotels Group（即卢浮酒店集团）100%的股份。卢浮酒店集团成立于 1976 年，是欧洲领先的酒店集团，在经济型与中档酒店行业拥有超过 38 年的行业经验以及极具竞争力的地位。卢浮酒店集团旗下拥有四大系列，七大品牌，分别为 Première Classe, Campanile, Kyriad 系列（Kyriad 和 Kyriad Prestige）以及 Golden Tulip 系列（Tulip Inn, Golden Tulip 以及 Royal Tulip），涵盖经济型及中高档酒店，可满足不同层次客户的需求。

（3）首旅酒店收购如家酒店集团

2015 年 12 月，首旅酒店宣布拟通过设立境外子公司，以每股普通股 17.90 美元及每 ADS（每 ADS 为两股普通股）35.80 美元的价格，以合并方式向如家酒店集团非主要股东支付现金对价，获得如家酒店 65.13%股权，实现如家酒店集团私有化。交易总对价为 11.24 亿美元，约 71.78 亿元人民币。

如家酒店集团是一家领先的经济连锁型及中档酒店管理公司。旗下拥有五大品牌，分别为如家酒店、莫泰酒店、云上四季、和颐酒店和如家精选酒店，覆盖了经济型以及中高档酒店，满足了不同层次客户的需求。

（4）首旅酒店收购南苑股份

2014 年 12 月，首旅酒店宣布拟以现金方式收购浙江南苑控股集团有限公司（以下简称“南苑股份”）70%的股份，交易金额为 2.8 亿元。

南苑股份在浙江地区具有较大影响力。南苑股份覆盖中高端不同星级酒店，旗下拥有南苑环球酒店、南苑饭店、南苑新城酒店、宁波南苑温泉山庄、嘉兴平湖南苑国际酒店、宁波南苑五龙潭度假酒店、北京宁波宾馆等，其中大部分酒店为自有产权酒店，各酒店定位明确，覆盖商务、休闲、度假不同领域、特色鲜明且地理位置优越。

（5）可比交易综合情况

根据公开可得信息，可比交易中相关标的公司的具体信息如下：

单位：万元

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
铂涛集团	340,365.74	27,828.37	792,015.45	461,019.85	58.21%
卢浮集团	372,882.26	16,094.13	1,146,341.39	649,645.50	56.67%
如家酒店集团	668,274.80	51,311.50	961,788.10	430,319.50	44.74%
南苑股份	39,803.61	-8,453.35	127,200.06	170,251.18	133.8%

数据来源：Wind

3、价值比率选择与计算

本次可比交易估值分析中，与可比公司估值分析相同选择 P/E 倍数及 EV/EBITDA 倍数作为估值分析倍数。

根据相关公司公告，上述可比交易的 P/E 倍数及 EV/EBITDA 倍数如下：

公司	P/E	EV/EBITDA
锦江股份收购铂涛集团	36.68	15.89
锦江股份收购卢浮集团	24.78	12.57
首旅酒店收购如家酒店	21.48	8.90
首旅酒店收购南苑股份	n/a	26.43
平均值	27.65	15.95

数据来源：Wind

4、可比交易法分析结果

根据可比交易的估值情况，我们拟将所选价值比率倍数的平均数作为中国大酒店估值的可比交易企业价值倍数，即选取 P/E 估值倍数为 27.65，EV/EBITDA 估值倍数为 15.95，对应的中国大酒店全部股权价值估值分别为 24,707.40 万元和 84,132.33 万元。

（三）中国大酒店估值结论

可比公司法中，按照 P/E 和 EV/EBITDA 估值倍数计算的对应中国大酒店股东全部权益的价值估值分别为 38,444.80 万元和 129,306.08 万元；可比案例法中，按照 P/E 和 EV/EBITDA 估值倍数计算的对应中国大酒店股东全部权益的价值估值分别为 24,707.40 万元和 84,132.33 万元。

从结果可以看出，不同估值方法对应的中国大酒店股东全部权益价值具有一定的差异。经分析，由于中国大酒店为非上市公司，且可比交易法是基于最近三年与中国

大酒店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，由于中国大酒店属于酒店行业，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。该指标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价值。

综上，估值机构最终采用可比交易法 **EV/EBITDA** 比率估值结果作为中国大酒店的估值结论，对应的中国大酒店股东全部权益估值为 84,132.33 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，本估值机构对中国大酒店 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 EV/EBITDA 估值平均水平为 15.95，给予中国大酒店估值为 84,132.33 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中国大酒店 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中国大酒店之估值报告》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