

国泰君安证券股份有限公司
关于深圳市新南山控股（集团）股份有限公司
发行 A 股股份换股吸收合并
深圳赤湾石油基地股份有限公司
暨关联交易

之

估值报告

被合并方独立财务顾问



二〇一七年十二月

声 明

一、本报告分析对象为深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“南山控股”）与深圳赤湾石油基地股份有限公司（以下简称“深基地”），相关资料来源于公开信息。

二、本报告为国泰君安证券股份有限公司（以下简称“国泰君安证券”）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（2017 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，供深基地董事会参考。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

三、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

四、尽管本报告是基于和倚赖报告中所涉及的公开信息的准确性和完整性而准备的，国泰君安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、本报告未对交易双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，未对交易双方未来任何策略性、商业性决策或发展前景发表任何意见、预测和保证，亦未对其他任何事项发表意见。本报告以报告内所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。对投资者根据本报告作出的任何投资决策（包括但不限于买入、卖出和持有）可能产生的风险或损失，国泰君安证券不承担任何责任。

六、在形成本报告的过程中，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。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，投资者应及时就其投资组合咨询其各自的股票经纪人、律师、会计师、税务顾问或其它专业顾问。

七、国泰君安证券未委托或授权其他任何机构和个人提供未在本报告中刊载

的信息和对本报告做任何解释或说明。未经国泰君安证券事先书面同意，任何人不得在任何时间、为任何目的、以任何形式复制、分发或者摘录本报告或其任何内容；对于本报告可能存在的任何歧义，仅国泰君安证券自身有权进行解释。

八、本报告仅供深圳市新南山控股（集团）股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司暨关联交易（以下简称“本次交易”）使用，不得用于任何其他目的，对于本报告的结论，需结合本报告以及本次交易的其他披露文件的整体内容一并进行考虑。国泰君安证券特别提请广大投资者认真阅读就本次交易事项披露的相关公告，查阅有关文件。

九、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的术语简称应具有《深圳市新南山控股（集团）股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司暨关联交易报告书》对该等术语所规定的含义。

第一章 背景情况介绍

一、交易双方概况

南山控股成立于 2001 年 4 月 30 日，注册地为广东省深圳市，主营业务为房地产开发运营、集成房屋建设等。截至本估值报告出具日，南山控股的总股本为 1,877,530,273 股；其中，南山控股的控股股东及实际控制人中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“中国南山集团”）直接及间接持有南山控股股份 1,422,635,018 股，占南山控股总股本的 75.77%。

深基地成立于 1984 年 2 月 10 日，注册地为广东省深圳市，主营业务为物流园区开发运营、石油后勤服务等。截至本估值报告出具日，深基地的总股本为 230,600,000 股；其中，南山控股的控股股东及实际控制人中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“中国南山集团”）持有深基地 B 股股份 119,420,000 股，占深基地总股本的 51.79%。

交易双方具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《深圳市新南山控股（集团）股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司暨关联交易报告书》。

二、本次交易方案

（一）方案概要

南山控股拟以发行 A 股股份换股方式吸收合并深基地，即南山控股向深基地的所有换股股东发行股票交换该等股东所持有的深基地 B 股股票。本次换股吸收合并完成后，深基地将终止上市并注销法人资格，南山控股将承继及承接深基地的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。

（二）本次合并的换股价格和换股比例

本次合并中，南山控股于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价为 6.48 元/股。综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模以及可比公司股价等因素，经公平协商，最终确定南山控股的换股价格为定价基准日前 20 个交易日南山控股股票交易均价的 90%，即 5.83 元/股。

2016 年 5 月 23 日，南山控股 2015 年年度股东大会审议通过《利润分配方案》，以 1,877,530,273 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.88 元（含税），送红股 0 股，不以公积金转增股本，上述分红除息于 2016 年 6 月 23 日实施完成，南山控股换股价格调整为 5.64 元/股。

2017 年 5 月 26 日，南山控股 2016 年年度股东大会审议通过《利润分配方案》，以 1,877,530,273 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.07 元（含税），送红股 0 股，不以公积金转增股本，上述分红除息于 2017 年 7 月 21 日实施完成，南山控股换股价格调整为 5.43 元/股。

本次合并中，深基地于定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价为 16.62 港元/股。综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模、同类交易溢价率等因素，经公平协商，深基地股东的换股价格以定价基准日前 20 个交易日交易均价为基础，并在此基础上给予 40%的换股溢价率确定，即 23.27 港元/股。采用 B 股停牌前一交易日即 2016 年 3 月 4 日中国人民银行公布的人民币兑换港币的中间价（1 港币=0.8403 人民币）进行折算，折合人民币 19.55 元/股。

根据上述换股价格，深基地股份与南山控股股份的换股比例为 1:3.6004，即每 1 股深基地 B 股股票可以换得 3.6004 股南山控股股票。计算公式为：每 1 股深基地 B 股股票可以换得南山控股股票数=深基地的换股价格/南山控股的换股价格。

南山控股因本次合并将发行 83,025.22 万股 A 股股票，全部用于换股吸收合并深基地。本次合并实施后，南山控股总股本将由 187,753.03 万股增加至 270,778.25 万股。

自定价基准日至换股实施日期间，如南山控股或深基地发生派发股利、送股、转增股本、增发新股或配股等除权、除息事项，则本次合并的换股价格和换股比例将进行相应调整。

三、本次交易的背景和目的

（一）本次交易的背景

1、本次交易响应国家政策鼓励方向

2014年10月，国务院正式印发《物流业发展中长期规划(2014—2020年)》，提出要大力提升物流社会化、专业化水平，部署发展智能物流基础设施、建设区域性仓储配送基地。《十三五规划纲要》指出“十三五”期间将大力发展第三方物流和绿色物流、冷链物流、城乡配送；深入实施区域发展总体战略，完善对外开放战略布局，推进“一带一路”建设，构建国际物流大通道。

本次换股吸收合并完成后，南山控股将响应国家政策，利用上市平台充分释放存续公司物流业务活力，依托现有物流园区优势，大力发展物流园区开发运营业务，仓库布局规模化、设备管理数据化、仓运配套服务延伸一体化。

2、本次交易符合市场发展趋势

房地产开发运营业务市场已逐步进入平稳发展时期，行业竞争加剧，处于房地产行业细分市场的产业地产尤其是物流地产成为众多房地产企业谋求转型发展的重要方向，“房地产+物流地产”已成为传统地产企业升级转型新趋势。电商、高端制造业、现代批发零售业等下游行业对仓储、物流需求持续增长，物流地产未来增长空间巨大。

（二）本次交易的目的

1、实现存续公司地产业务和物流业务的协同发展

本次交易结合南山控股在房地产开发方面的优势和经验，提升存续公司物流业务的开发建设能力，在土地资源稀缺的背景下，提升开发建设过程中的土地利

用效率以及对物流园区的运营管理能力。与此同时，借助深基地在物流领域的规模优势、资源优势及品牌影响力，增强南山控股土地资源的获取能力，打通物流地产、住宅地产产业链，提升协同效应。

2、彻底改善深基地融资渠道问题，促进业务跨越式发展

基于个人消费增长、电商崛起等所带来的旺盛物流仓储需求，未来物流业务将迎来较大发展机遇，物流园区建设项目的投资门槛高及资金需求较高，对融资能力要求也较高。

自 1995 年深基地股上市后，深基地未向市场通过增发或配股等股权方式融资。截至本报告书签署日，深基地仅有流通 B 股，而 B 股市场在我国实际上已逐渐失去正常的融资功能。此次南山控股换股吸收合并深基地，实现深基地 B 转 A，将彻底改善深基地的融资能力，促进深基地物流业务跨越式发展。

四、报告目的

2016 年 6 月 30 日，深基地第八届董事会第一次会议已审议本次交易的具体方案及相关事宜、本次交易涉及的相关协议及信息披露文件，同意深基地进行本次交易；2016 年 8 月 3 日，南山控股 2016 年第三次临时股东大会审议通过本次交易；2016 年 8 月 4 日，深基地 2016 年第三次临时股东大会审议通过本次交易；2017 年 8 月 1 日，南山控股 2017 年第一次临时股东大会审议通过延长本次交易有效期；2017 年 8 月 2 日，深基地 2017 年第二次临时股东大会审议通过延长本次交易有效期。

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，国泰君安从独立估值机构的角度对南山控股与深基地换股定价情况的公允性及合理性进行分析，出具本估值报告，为深基地董事会提供参考；中信证券从独立估值机构的角度对南山控股与深基地换股定价情况的公允性及合理性进行分析，出具本估值报告为南山控股董事会提供参考。

五、报告基准日

本次交易首次董事会决议日为 2016 年 6 月 30 日。本报告所引用的市场价格数据截至 2016 年 6 月 27 日及 2017 年 11 月 30 日。

报告假设

估值报告分析估算采用的假设条件如下：

一、一般假设

1、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。

2、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。

3、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；

4、假设估值基准日后国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；

5、假设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；

6、假设估值基准日后被估值对象的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务；

7、假设估值基准日后无不可抗力对被估值对象造成重大不利影响。

二、特殊假设

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

2、假设估值基准日后被估值对象在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前保持一致；

3、假设估值基准日后被估值单位的产品或服务保持目前的水平与市场竞争态势。

估值思路及方法选择

从并购交易的实践操作来看，一般可以通过可比公司法、现金流折现法等方法进行交易价格合理性的分析。可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数作为参考，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对本次交易定价进行分析。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立、利用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对相关公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行贴现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。

以上两种方法的优点、缺点以及适用性如下：

可比公司法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括趋势、业务风险、发展速度等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得。其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。

现金流折现法的优点在于，从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把合并后的经营战略、协同效应结合到模型中；可以处理大多数复杂的情况。其缺点在于，财务模型中变量较多、假设较多；估值主要基于关于未来假设且较敏感，由于行业处于高度竞争状态，波动性较大，可能会影响预测的准确性；具体参数取值难以获得非常充分的依据。

本次交易中，合并双方为上市公司，在合并完成之前，受上市监管及商业保密限制不能提供更为详细的财务资料及未来盈利及现金流预测，并且公布未来盈利及现金流预测可能会引起股价异动，增加本次合并成功的不确定性，因此本次合并未进行盈利及现金流预测。因缺乏相关的可靠的财务预测数据，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

此外，本次合并属于公开市场合并，南山控股及深基地作为深交所上市公司，

在资本市场已有较为成熟的价值评估体系，并且本次交易在市场上存在可比案例，故本次交易将主要采用市场法估值分析本次交易作价的公允性与合理性。同时，交易双方股票在二级市场已经形成历史交易价格，本次估值也将结合大盘走势、合并双方的历史股价、A股较B股平均溢价率等因素综合分析本次交易作价的公允性与合理性。

合并双方估值及换股价格合理性分析

一、南山控股估值及换股发行价格确定依据

(一) 可比公司市盈率、市净率法

本次交易南山控股的可比公司选取范围为 A 股上市从事住宅房地产开发业务的企业，选取标准如下：1、主要从事住宅房地产开发的 A 股上市公司；2、剔除 2015 年市盈率为异常值的企业，即剔除市盈率为负、无市盈率数据的 A 股上市公司；3、从业务、开发模式、区域、资产及收入规模等多角度挑选与南山控股近似可比公司。

基于上述标准，截至定价基准日前的 2016 年 6 月 27 日（首次估值基准日），南山控股 A 股可比上市公司估值情况如下：

代码	证券简称	2016 年 6 月 27 日 收盘价（元/股）	2015 年度市盈 率（倍）	2015 年度市净 率（倍）
600748.SH	上实发展	9.51	25.97	2.83
600533.SH	栖霞建设	4.81	27.19	1.27
000042.SZ	中洲控股	15.87	26.30	1.88
000667.SZ	美好置业	3.52	21.04	1.53
000620.SZ	新华联	9.29	57.44	2.98
600162.SH	香江控股	4.18	25.68	2.27
000006.SZ	深振业 A	7.40	23.97	2.27
000631.SZ	顺发恒业	4.76	35.42	3.08
600684.SH	珠江实业	7.30	18.10	2.26
平均值			29.01	2.26
中值			25.97	2.27

数据来源：Wind 资讯

截至 2016 年 6 月 27 日，以上述可比上市公司的市盈率、市净率情况作为南山控股估值参考基础，并充分考虑到市场情况，选择可比公司法市盈率、市净率估值区间，作为本次南山控股换股发行价格的估值参考区间，对应 2015 年市盈率 18.10-57.44 倍，对应 2015 年市净率 1.53-3.08 倍。

本次交易南山控股的换股价格为 5.83 元/股（除息前），对应南山控股 2015

年的市盈率为 48.58 倍，高于可比公司市盈率均值和中值，处于可比公司市盈率范围内；对应南山控股 2015 年市净率为 1.88 倍，略低于 A 股可比上市公司估值水平的均值和中值，处于可比公司市净率范围内。

截至更新的估值基准日，即 2017 年 11 月 30 日，南山控股 A 股可比上市公司估值情况如下：

代码	证券简称	2017 年 11 月 30 日收盘价 (元/股)	2016 年度市盈率 (倍)	2016 年度市净率 (倍)
600748.SH	上实发展	6.18	19.26	1.21
600533.SH	栖霞建设	5.65	30.36	1.50
000042.SZ	中洲控股	15.74	40.17	1.73
000667.SZ	美好置业	3.04	11.70	1.15
000620.SZ	新华联	5.95	21.54	1.81
600162.SH	香江控股	3.37	16.60	1.57
000006.SZ	深振业 A	9.85	17.08	2.61
000631.SZ	顺发恒业	4.3	28.55	1.75
600684.SH	珠江实业	6.04	15.47	1.80
平均值			22.30	1.68
中值			19.26	1.73

数据来源：Wind 资讯

截至更新的估值基准日，以上述可比上市公司的市盈率、市净率情况作为南山控股估值参考基础，并充分考虑到市场情况，选择可比公司法市盈率、市净率估值区间，作为本次南山控股换股发行价格的估值参考区间，对应 2016 年市盈率 11.70-40.17 倍，对应 2016 年市净率 1.15-2.61 倍。

本次交易南山控股的换股价格为 5.83 元/股（除息前），对应南山控股 2016 年的市盈率为 20.82 倍，高于可比公司市盈率中值，略低于可比公司市盈率均值，处于可比公司市盈率范围内；对应南山控股 2016 年市净率为 1.94 倍，略高于 A 股可比上市公司估值水平的均值和中值。

（二）可比公司股价走势

2016 年 3 月 4 日（即停牌前一交易日）至 2016 年 6 月 27 日期间，南山控股可比公司股票价格走势情况如下：

代码	公司名称	收盘价（元/股）或收盘指数	期间累计变动幅度
----	------	---------------	----------

		2016年3月4日	2016年6月27日	
600748.SH	上实发展	11.24	9.51	-15.04%
600533.SH	栖霞建设	7.03	4.81	-30.86%
000042.SZ	中洲控股	16.38	15.87	-1.89%
000667.SZ	美好置业	3.97	3.52	-11.34%
000620.SZ	新华联	7.09	9.29	31.03%
600162.SH	香江控股	7.07	4.18	-10.02%
000006.SZ	深振业A	8.80	7.40	-14.47%
000631.SZ	顺发恒业	5.10	4.76	-6.60%
600684.SH	珠江实业	8.13	7.30	-9.25%
平均值				-7.60%
中值				-10.02%

注：可比公司收盘价为未复权的实际股价；期间累计变动幅度经前向复权计算

数据来源：Wind 资讯

南山控股停牌至 2016 年 6 月 27 日，可比公司股票价格均存在一定程度的下跌，本次南山控股换股发行价格为定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 90%，充分考虑了自停牌日至首次估值基准日期间可比公司股价走弱的因素。

综上，本次交易在综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模以及可比公司股价等因素后，经公平协商，最终确定南山控股的换股价格为 5.83 元/股，即首次董事会决议公告日前 20 个交易日均价的 90%。

2016 年 5 月 23 日，南山控股 2015 年年度股东大会审议通过《利润分配方案》，以 1,877,530,273 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.88 元（含税），送红股 0 股，不以公积金转增股本，上述分红除息于 2016 年 6 月 23 日实施完成，南山控股换股价格调整为 5.64 元/股。

2017 年 5 月 26 日，南山控股 2016 年年度股东大会审议通过《利润分配方案》，以 1,877,530,273 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.07 元（含税），送红股 0 股，不以公积金转增股本，上述分红除息于 2017 年 7 月 21 日实施完成，南山控股换股价格调整为 5.43 元/股。

自定价基准日起至换股实施日期间，如南山控股发生派发股利、送股、转增股本、增发新股或配股等除权、除息事项，则上述换股价格将相应调整。

2016年6月27日至更新的估值基准日期间，南山控股可比公司股票价格走势情况如下：

代码	公司名称	收盘价（元/股）或收盘指数		期间累计变动幅度
		2016年6月27日	2017年11月30日	
600748.SH	上实发展	9.51	6.18	-15.00%
600533.SH	栖霞建设	4.81	5.65	18.69%
000042.SZ	中洲控股	15.87	15.74	-0.35%
000667.SZ	美好置业	3.52	3.04	-13.14%
000620.SZ	新华联	9.29	5.95	-34.35%
600162.SH	香江控股	4.18	3.37	-16.79%
000006.SZ	深振业A	7.40	9.85	35.84%
000631.SZ	顺发恒业	4.76	4.30	-7.67%
600684.SH	珠江实业	7.30	6.04	-0.08%
平均值		-	-	-3.65%
中值		-	-	-7.67%

注：可比公司收盘价为未复权的实际股价；期间累计变动幅度经前向复权计算

数据来源：Wind 资讯

自2016年6月27日至本次更新的估值基准日期间，南山控股可比公司股票价格存在一定波动，但变化幅度较小，对估值结果不构成重大影响，南山控股估值仍具有合理性。

综上所述，本次南山控股换股价格确定符合证监会《重组管理办法》的相关规定，且换股发行价格对应估值水平与可比上市公司平均估值水平基本一致，且符合近期房地产行业上市公司股价走势，本次交易估值是合理、公允的。

二、深基地估值及换股价格确定依据

（一）可比公司市盈率、市净率法

由于A股暂无从事物流园区开发运营及石油后勤服务上市公司，本次交易中，深基地的可比公司选取范围为A股从事物流仓储业务的上市企业，选取标准如下：1、主要从事物流仓储业务的A股上市公司；2、剔除2015年市盈率为异常值的企业，即剔除市盈率为负、无市盈率数据的A股上市公司；3、从业务、

开发模式、区域等多角度挑选与深基地近似可比公司。

基于上述标准，深基地 A 股可比上市物流仓储企业在截至 2016 年 6 月 27 日股票收盘价及所对应市盈率、市净率情况如下表所示：

证券简称	2016年6月27日收盘价（元/股）	2015年度市盈率（倍）	2015年度市净率（倍）
中储股份	7.34	24.23	1.86
光明地产	8.38	21.66	1.39
飞马国际	18.37	102.24	7.45
象屿股份	10.03	40.65	1.95
平均值	-	47.20	3.16
中值	-	32.44	1.90

数据来源：Wind 资讯

若以上述可比上市公司的市盈率、市净率情况作为深基地估值参考基础，并充分考虑到市场情况，选择可比公司法市盈率、市净率估值区间作为本次深基地 B 股换股价格的估值参考区间，则对应 2015 年市盈率 21.66-102.24 倍，对应 2015 年市净率 1.39-7.45 倍。

本次交易深基地 B 股换股价格为 23.27 港元/股（折合人民币 19.55 元/股），较定价基准日前 20 个交易日的深基地 B 股股票交易均价 16.62 港元/股有 40% 的溢价，对应 2015 年市盈率为 48.88 倍，处于 A 股可比公司市盈率估值区间，高于可比公司市盈率均值和中值；对应 2015 年市净率为 2.57 倍，处于 A 股可比公司市净率估值区间。

深基地 A 股可比上市物流仓储企业在更新的估值基准日，其股票收盘价及所对应市盈率、市净率情况如下表所示：

证券简称	2017年11月30日收盘价（元/股）	2016年度市盈率（倍）	2016年度市净率（倍）
中储股份	11.23	32.19	2.35
光明地产	7.09	12.02	1.32
飞马国际	12.73	13.74	5.23
象屿股份	9.04	24.82	1.18
平均值	-	20.69	2.52
中值	-	19.28	1.84

数据来源：Wind 资讯

若以上述可比上市公司的市盈率、市净率情况作为深基地估值参考基础，并充分考虑到市场情况，选择可比公司法市盈率、市净率估值区间作为本次深基地 B 股换股价格的估值参考区间，则对应 2016 年市盈率 12.02-32.19 倍，对应 2016 年市净率 1.18-5.23 倍。

本次交易深基地 B 股换股价格为 23.27 港元/股（折合人民币 19.55 元/股），较定价基准日前 20 个交易日的深基地 B 股股票交易均价 16.62 港元/股有 40% 的溢价。深基地估值对应 2016 年市盈率为 1,955 倍，大幅高于 A 股可比公司市盈率，主要由于 2016 年度投资收益下降、财务费用增加，归母净利润较低所致，对于深基地旗下物流相关的堆存(仓储)业务收入，报告期内收入持续稳定增长，2014 年度、2015 年度及 2016 年度，深基地旗下各运营物流园区业务合计收入分别为 3.70 亿元、4.84 亿元和 5.41 亿元，复合增长率达 20.92%，经营前景较好。截至 2017 年 11 月 30 日，深基地股票收盘价格为 22.42 港元/股，接近换股价格，表明其公司估值并未因业绩短期下滑而受较大不利影响；深基地对应 2016 年市净率为 2.57 倍，处于 A 股可比公司市净率估值区间。

（二）换股溢价率与大盘、深基地可比公司变动幅度的比较

2016 年 3 月 4 日（即停牌前一交易日）至 2016 年 6 月 27 日期间，A 股市场及 A 股可比上市公司均有小幅上涨，B 股市场存有一定程度的跌幅。在此期间，沪深 300 指数累计上涨 0.86%，深成 B 指累计下跌 8.08%，A 股物流仓储可比上市公司股价累计变动幅度的平均值为 5.76%、中值为-1.60%。

类别	公司名称	收盘价（元/股）或收盘指数		期间累计变动幅度
		2016 年 3 月 4 日	2016 年 6 月 27 日	
深基地 A 股可比公司	中储股份	8.01	7.34	-8.00%
	光明地产	9.65	8.38	-13.16%
	飞马国际	17.18	18.37	39.39%
	象屿股份	9.57	10.03	4.81%
	平均值			5.76%
	中值			-1.60%
指数	沪深 300	3,093.89	3,120.54	0.86%
	深成 B 指	6,255.25	5,749.57	-8.08%

注：可比公司收盘价为未复权的实际股价；期间累计变动幅度统一经前向复权计算

数据来源：Wind 资讯

本次深基地 B 股换股溢价率高于停牌期间 A、B 股指数（选取沪深 300、深成 B 指分别作为 A、B 股指数参照标准）和可比公司累计变动幅度，已充分覆盖了深基地投资者持有股票的机会成本。

2016 年 6 月 27 日（即停牌前一交易日）至 2017 年 11 月 30 日期间，深基地 A 股可比公司及 A 股市场股票价格情况如下：

类别	公司名称	收盘价（元/股）或收盘指数		期间累计变动幅度
		2016 年 6 月 27 日	2017 年 11 月 30 日	
深基地 A 股可比公司	中储股份	7.34	11.23	53.58%
	光明地产	8.38	7.09	13.10%
	飞马国际	18.37	12.73	18.57%
	象屿股份	10.03	9.04	-8.97%
	平均值		-	19.07%
	中值		-	15.83%
指数	沪深 300	3,120.54	4,006.10	28.38%
	深成 B 指	5,749.57	6,088.34	5.89%

注：可比公司收盘价为未复权的实际股价；期间累计变动幅度统一经前向复权计算

数据来源：Wind 资讯

自 2016 年 6 月 27 日至本次更新的估值基准日期间，可比公司股票价格存在一定波动，但变化幅度平均值和中值均未超过 20%，且显著低于本次深基地 B 股换股溢价率，故对估值结果不构成重大影响。

（三）换股价格与历史价格比较

本次深基地 B 股换股价格较停牌前最后一个交易日（2016 年 3 月 4 日）收盘价、前 20 个交易日均价、前 60 个交易日均价、前 120 个交易日均价、100% 换手均价的溢价情况如下：

价格基准	B 股历史股价（港元/股）	换股价格较历史股价溢价
停牌前 1 日收盘价	16.43	41.63%
前 20 日均价	16.62	40.00%
前 60 日均价	18.27	27.37%
前 120 日均价	16.87	37.94%
100% 换手均价	19.56	18.97%

数据来源：Wind 资讯

本次深基地 B 股换股价格较各历史均价均有一定幅度的溢价。

(四) 充分参考近年换股吸收合并交易的换股溢价水平

近年来我国主要换股吸收合并交易案例的 B 股换股溢价情况如下：

吸收合并交易类型	交易名称	被吸并方换股价格(元/股)	被吸并方停牌前 20 日交易均价(元/股)	溢价率	停牌期间深成 B 指/沪深 300 指数累计涨幅	溢价率减停牌期间大盘指数累计涨幅
拟上市吸并 B	新城控股吸并新城 B	8.12	3.05	166.60%	53.78%	112.82%
拟上市吸并 AB	招商蛇口吸并招商局 B	28.99	16.57	75.00%	-21.57%	96.57%
拟上市吸并 B	浙能电力吸并东电 B	4.90	3.47	41.12%	32.67%	8.45%
A 吸并 B	城投控股吸并阳晨 B	15.50	7.13	117.41%	36.32%	81.09%
A 吸并 A	攀钢钢钒换股吸并长城股份	6.50	6.50	0.00%	15.79%	-15.79%
A 吸并 A	攀钢钢钒换股吸并攀渝钛业	14.14	14.14	0.00%	15.79%	-15.79%
A 吸并 A	百视通换股吸并东方明珠	10.63	10.63	0.00%	1.87%	-1.87%
A 吸并 A	东方航空换股吸并上海航空	5.50	5.50	0.00%	15.62%	-15.62%
A 吸并 A	济南钢铁换股吸并莱钢股份(第二次)	7.18	7.18	0.00%	3.58%	-3.58%
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	6.19	5.92	4.56%	44.62%	-40.06%
A 吸并 A	中国医药吸并天方药业	6.39	5.85	9.23%	0.80%	8.43%
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	24.09	26.77	-10.00%	-39.53%	29.53%
平均溢价率		-	-	33.66%	13.31%	20.35%
国企平均溢价率		-	-	21.57%	9.63%	11.94%
A 吸并 B	南山控股吸并深基地 B	19.55	13.96	40.00%	-8.08%	48.08%

注：上述换股溢价率为各交易重组报告书中披露的最终数值，与根据换股价格及交易均价计

算的溢价结果可能存在尾数差异

数据来源：Wind 资讯

由上表可见，剔除掉大盘因素，近年来换股吸收合并交易中被合并方换股价格较被合并方股票停牌前二十日交易均价的溢价率平均值为 20.35%，其中国有企业换股溢价率平均值为 11.94%，最低换股溢价率-40.06%，最高换股溢价率 112.82%。本次深基地 B 股换股价格为 23.27 港元/股，剔除掉大盘因素，较停牌前二十日交易均价溢价 48.08%，处于历史可比交易换股溢价区间。

（五）充分考虑 A+B 股上市公司 A 股股价较 B 股股价的溢价水平

由于历史原因，国内 B 股市场近年来交易清淡，A+B 股公司的 B 股价格较 A 股价格普遍有较大折价。停牌前 20 个交易日，深交所交通运输、仓储类企业 A 股较 B 股平均溢价率 51.58%，上交所交通运输、仓储类企业 A 股较 B 股平均溢价率 28.80%，两市交通运输、仓储类上市公司 A 股股价较 B 股股价平均溢价 36.39%。

统计范围	溢价情况
深市交通运输、仓储类企业 A 股较 B 股平均溢价率	51.58%
沪市交通运输、仓储类企业 A 股较 B 股平均溢价率	28.80%
两市交通运输、仓储类企业 A 股较 B 股平均溢价率	36.39%

数据来源：Wind 资讯

本次深基地 B 股换股溢价率为 40%，处于交通运输、仓储类上市公司 A 股股价较 B 股股价的平均溢价区间，换股溢价率处于合理水平。

综上所述，被合并方深基地 B 股换股价格的确定以停牌前的市场历史价格为基础，充分考虑了本次交易双方的估值水平、资本市场环境等多方面因素，符合相关市场惯例，定价公允、合理。

报告结论

一、报告结论

基于前述分析,本报告主要采用可比公司、可比交易估值法并结合大盘走势、合并双方的历史股价、A股较B股平均溢价率等因素作为南山控股及深基地的估值参考,并对本次交易对价的合理性进行分析,认为本次交易的估值合理、定价公允,不存在损害深基地及其股东利益的情况。

二、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时,本报告是在报告所述目的下,论证本次合并价格是否合理,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。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时,本报告结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

本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。

未征得本机构同意并审阅相关内容,本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。

本机构在报告中发表的意见均基于截至2016年6月27日及2017年11月30日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的,本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

本报告的使用有效期为12个月。

