

招商证券股份有限公司
关于
深圳高速公路股份有限公司
拟非公开协议间接受让
深圳投控湾区发展有限公司
71.83%股份事项
之
估值报告

估值机构

CMS  招商证券

二〇二一年七月

释 义

本报告中，除非另有说明，下列词语具有如下涵义：

一般释义		
本报告、本估值报告	指	《招商证券股份有限公司关于深圳高速公路股份有限公司拟非公开协议间接受让深圳投控湾区发展有限公司 71.83%股份事项之估值报告》
本次交易	指	本次深圳高速公路股份有限公司非公开协议受让深圳投控国际资本控股基建有限公司 100%股权从而间接受让深圳投控湾区发展有限公司 71.83%股份
标的股份	指	深圳投控湾区发展有限公司 71.83%股份
深投控	指	深圳市投资控股有限公司
深国际	指	深圳国际控股有限公司
深高速	指	深圳高速公路股份有限公司
湾区发展	指	深圳投控湾区发展有限公司
深投控基建	指	深投控国际资本控股基建有限公司
深投控国际资本	指	深圳投控国际资本控股有限公司
广深高速	指	京港澳高速公路广州至深圳段，是联系广州、东莞、深圳、香港的重要通道，北起于广州市黄村立交，与广州环城高速公路北段相接，南止于深圳市皇岗口岸，与深圳皇岗路相接，项目属于沈海高速 G15 和京港澳高速 G4 的一部分，全长约 122.8 公里
广珠西线高速	指	广珠高速公路（西线），北起广州海南，南至中山月环，全长约 97.86 公里
广深高速合营公司	指	广深珠高速公路有限公司，一家在中国广州注册的公司，湾区发展持股 97.5% 的下属公司合和中国发展（高速公路）有限公司享有其 45% 利润分配比例
广珠西线高速合营公司	指	广东广珠西线高速公路有限公司，一家在中国广州注册的公司，湾区发展通过全资下属公司合和广珠高速公路发展有限公司享有其 50% 的利润分配比例
新塘地产项目公司	指	广州臻通实业发展有限公司，一家在中国广州注册的公司，湾区发展持股 97.5% 的下属公司深湾基建（深圳）有限公司持有其 15% 股权，即湾区发展实质享有其 14.625%（即 15%×97.5%）股权。广州臻通实业发展有限公司目前正在开发位于中国广东省广州市增城区新塘镇新墩村、南安村的房地产项目

差额补足义务	指	深投控 2018 年收购湾区发展控股权时，为维持其上市地位，深投控向 CMF Fund（CMF Fund 为中国太平人寿保险（香港）有限公司之投资基金）配售其持有的 291,207,411 股股份，约占湾区发展总股本的 9.45%。深投控就前述配售事项与 CMF Fund 签订了差额补足协议并出具了相关承诺，约定其可在期满五年（2023 年 8 月 17 日）后六个月内向独立第三方出售湾区发展股份，并由深投控或深投控国际资本承担其出售收入不足投资成本（即初始入股价格加上其他相关成本、开支（深投控与 CMF Fund 约定，其他相关成本、开支不超过入股价格的 4%，且需以实际发生的费用计算），减去已收/应收的湾区发展分红）的差额（若有）补足义务。基于差额补足义务是深投控前次收购交易所产生的必要且连带义务，本次交易中深高速拟承接上述差额补足义务
招商证券、估值机构	指	招商证券股份有限公司，本次交易的受让方估值机构

注：若本报告中合计数与各单项加总不符均由四舍五入所致。

声 明

一、招商证券受深高速委托，根据《上市公司国有股权监督管理办法》的相关规定，对湾区发展控股权即71.83%股份进行分析，并出具本报告。本报告所使用的湾区发展相关信息为其公开信息。

二、本报告仅供深高速董事会参考，不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。深高速为上海证券交易所、香港联合交易所两地上市公司，本报告仅适用中国大陆（不含香港、澳门、台湾）相关法律、法规、监管规则及要求，本报告不构成对任何香港证券市场监管部门、投资者及其他专业中介机构的意见、推荐或补偿，本报告亦不适用香港及香港证券市场任何法律、法规、监管规则及要求。

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、就报告中所涉及的公开信息、引用其他方信息，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，亦未对交易双方未来发展前景发表任何意见。

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、本报告仅供本次交易使用，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。招商证券特别提请本报告阅读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。

第一章 背景情况介绍

一、本次交易方案

（一）本次交易概述

为推进国资国企综合改革，整合优化国资产业布局，支持产业集团专业化发展，解决上市公司与控股股东同业竞争问题，进一步提升上市公司资产质量，深高速拟通过非公开协议方式受让深投控基建 100% 股权，深投控基建主要资产为其直接持有的湾区发展 71.83% 股份，深高速通过本次交易形成非公开协议间接受让湾区发展 71.83% 股份。

（二）关于湾区发展股份的定价

本次交易中，经交易双方协商，确定深投控基建 100% 股权交易作价时，对应深投控基建主要资产湾区发展 71.83% 股份每股对应 4.603 港元/股。

二、本次交易的目的

本次交易符合粤港澳大湾区和深圳先行示范区的建设需要，符合深圳国资做大做强做优、更好地发挥国有经济功能的需要，对于解决上市公司与控股股东同业竞争、打造深圳国资专业化产业集团、充分利用海外融资平台、加快建设深圳都市圈、进一步提升上市公司资产质量等方面都具有十分重要的战略意义。

1、有利于践行控股股东承诺，彻底解决同业竞争问题

作为深高速的间接控股股东，深投控于收购湾区发展时，对深高速出具了《关于履行不竞争承诺的沟通函》，承诺“将该上市公司的主要资产委托深高速运营管理或在适当时机注入深高速”。为避免同业竞争，深国际作为大股东先后将其持有的武黄高速、龙大高速股权注入了深高速，得到了监管机构的认可及资本市场的好评。将湾区发展注入深高速，既可完成深投控对资本市场的承诺，也能彻底解决同业竞争问题。

2、有利于调整优化国有资本产业布局，提升管控能力和经营效益，支持专业化产业集团做大做强

湾区发展注入深高速，可实现国资资源聚焦和同类业务专业化横向整合，提升深高速资源配置效率和运营服务能力。通过加强广深高速与沿江高速等深圳区域收费公路车流量和养护运营的统筹管理，增强深高速路网内部协同效应，提高专业精细化管理水平，进一步提升利润规模。

借此，深高速在“十四五”期间可快速成为深圳国资高/快速路投建管养的核心平台，在获取粤港澳大湾区高/快速公路项目上具备重大优势，建立粤港澳大湾区高速公路投建管养规模化专业化产业集团。

3、有利于充分利用海外融资平台，通过“上市公司+”战略落地提升规模质效

湾区发展注入深高速，推动了内外部优质资源向上市公司集中，符合深圳国资“上市公司+”战略。深高速可结合目前双主业发展战略需要，充分利用湾区发展平台实施境外股权融资、资产重组、境外债务融资等资本运作，提升上市公司的资本市场价值，提升资本运作的深度和广度，提升规模质效。

4、有利于推动深圳市创新驱动发展，优化粤港澳大湾区道路交通基础设施供给，加快建设深圳都市圈

湾区发展注入深高速后，深高速将积极推动广深高速改扩建的政府部门审批，结合深圳都市圈发展规划，规划建设广深高速深圳段，盘活周边土地资源，优化深圳市空间布局和交通组织，进一步推动湾区基础设施互联互通，落实深圳市委、市政府的重要部署，推动广深科技走廊的规划落地。

5、进一步提升上市公司资产质量，增强持续经营能力，提升 ROE 水平

本次交易完成后，深高速通过间接受让湾区发展控股权，将进而获得广深高速、广珠西线高速合营公司利润分配权益。广深高速、广珠西线高速为粤港澳大湾区内的核心高速路段。本次交易完成后，深高速可以更好地凭借在路产经营和管理方面的经验和优势，实现路网的协同效应，从而更有效的提升广深高速、广珠西线高速的经营效率及运营能力，进而进一步扩大上市公司的业务规模，提升上市公司的资产质量，增强持续经营能力，提升上市公司的整体 ROE 水平和每股收益。

三、报告目的

本报告的目的是为深高速董事会提供参考，分析本次交易所涉湾区发展71.83%股份的定价是否公允、合理。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

四、报告基准日

本估值报告的基准日为2021年3月15日（即湾区发展关于本次交易的首次公告日）。本报告所引用的市场价格数据截止2021年3月15日。

五、特别风险提示

2020年上半年，广深高速以及广珠西线高速受新冠肺炎疫情流行以及期间根据国家政策免收车辆通行费的影响，客货交通运输量以及日均路费收入相较2019年同期下降明显。

根据国家政策，广深高速以及广珠西线高速已于2020年5月6日恢复正常收费，且随着国内新冠疫情防控进入常态化阶段，客货交通运输量逐步回升。根据湾区发展公开披露信息，2020年下半年，广深高速日均折合全程车流量、日均路费收入较2019年下半年同期分别上涨1%、2%，已较新冠疫情流行前水平实现增长；广珠西线高速日均折合全程车流量、日均路费收入较2019年下半年同期分别下降5%、3%，主要系受佛山一环公路改为收费高速公路以及石洲收费站场封闭改造的分流影响。总体来看，2020年下半年，广深高速以及广珠西线高速运营情况相较2020年上半年新冠肺炎疫情流行期间已基本恢复正常，本次估值未考虑新冠疫情继续流行的持续影响。

截至估值基准日，国内疫情已经得到控制，但新冠肺炎疫情仍在全球蔓延，如果新冠疫情在国内继续处于大流行的状态，在短时间内得不到有效控制，或出现疫情反复的情况，湾区发展及其主要资产经营预计会受到不利影响，本报告结论预计会失效。

第二章 估值思路及定价合理性分析

一、估值方法简介

从并购交易的实践操作来看，一般可以通过可比公司法、可比交易法、现金流折现法等方法进行交易价格合理性分析。

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。

可比交易法是根据相关公司的特点，选取与其可比的市场并购交易的估值倍数作为参考，其核心思想是利用市场并购交易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。

以上三种方法的优点、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。

可比交易法的优点在于，直接参考市场并购交易的交易价格，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，相关参数存在获得途径，但依据市场上数据的公开程度，可获得参数的深度可能有限。其缺点在于，很难对可比交易中标的公司业务、财务上的差异进行准确调整。

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；可以把重组后的经营战略、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，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。

本报告将结合本次交易的实际情况，从以上三种方法中选择合适的方法对本次交易价格的合理性予以考察和分析。

二、标的股份市场价值估值分析

（一）可比公司法分析

可比公司法，是指对公司价值进行分析时，重点关注并以具有相似业务的上市公司估值为基础判断相关公司估值的合理性。

考虑到高速公路运营行业资产规模体量一般较大，运营期内存在较高的长期资产折旧、摊销金额，同时不同公司的资本结构存在差异，上述因素均会对净利润水平产生一定影响，EBITDA（息税折旧摊销前利润）可更加充分的反映高速公路运营期内的运营绩效及可用于未来业务经营及建设的资源流入情况，同时受资本结构影响较小，因此可比公司法下采用 EV/EBITDA 法进行估值分析。

由于湾区发展主营业务为高速公路运营业务，但系通过下属合营公司开展，对相关高速公路运营业务资产不合并财务报表，因此本次估值对湾区发展通过下属合营公司拥有的广深高速、广珠西线高速两条高速公路特许经营权而开展的高速公路运营经营性业务，采用 EV/EBITDA 法，根据可比公司估值倍数情况进行估值，并在湾区发展通过下属合营公司拥有的两条高速公路特许经营权而开展的高速公路运营经营性业务估值的基础上，将湾区发展及湾区发展按照权益比例享有的两家合营公司的其他非经营性、溢余资产与负债的净额¹加回，以此作为湾区发展 100% 股权的估值。

考虑到港股高速公路运营类上市公司较少，同时本次交易中深高速与湾区发展涉及港股、A 股两地上市公司，估值需要兼顾两地资本市场情况、平衡考量买方及卖方市场对于同行业公司的估值水平，且湾区发展通过下属合营公司拥有的

¹ 其他非经营性、溢余资产与负债的净额=其他非经营性资产+溢余资产-负债。经营性业务价值加回其他非经营性资产、溢余资产价值，即为企业整体价值；企业整体价值减去负债价值，即为企业股权价值

广深高速、广珠西线高速两条高速公路特许经营权而开展的高速公路运营经营性业务位于国内，因此可比公司选择港股或 A 股上市的、主营业务为国内高速公路运营且高速公路相关业务收入占总收入比例较高²的公司。

基于上述标准，可比公司截至 2021 年 3 月 15 日的 EV/EBITDA 情况如下表所示：

序号	证券代码	证券简称	EV/EBITDA
1	000429.SZ	粤高速 A	7.76
2	000755.SZ	山西路桥	8.05
3	000828.SZ	东莞控股	7.12
4	001965.SZ	招商公路	15.86
5	600020.SH	中原高速	8.68
6	600033.SH	福建高速	4.08
7	600350.SH	山东高速	16.15
8	601518.SH	吉林高速	6.61
9	0576.HK	浙江沪杭甬	10.59
10	0177.HK	江苏宁沪高速公路	8.72
11	0548.HK	深圳高速公路股份	6.81
12	0995.HK	安徽皖通高速公路	3.41
13	1052.HK	越秀交通基建	10.18
14	1576.HK	齐鲁高速	9.06
15	1785.HK	成都高速	5.81
最大值			16.15
最小值			3.41
剔除极值后 A 股平均数			8.31
剔除极值后 A 股中位数			7.76
剔除极值后港股平均数			8.53
剔除极值后港股中位数			8.89
剔除极值后港股+A 股平均值			8.41
剔除极值后港股+A 股中位数			8.05

注 1：数据来源 Wind 资讯

注 2：可比公司 EV 取截至 2021 年 3 月 15 日的数值

注 3：考虑到高速公路运营行业 2020 年业务经营受新冠疫情负面冲击较大，2020 年经营业务未能合理反映其运营绩效与能力，因此可比公司 EBITDA 取 2018 年、2019 年平均值

² 考虑到 A 股高速公路运营类上市公司数量明显高于港股，为平衡选取的可比公司中港股与 A 股上市公司的数量，针对港股上市公司，最近年度高速公路相关业务收入占总收入比例需达到 50% 以上；针对 A 股上市公司，最近年度高速公路相关业务收入占总收入比例需达到 75% 以上

从上表可见，基于稳健性的考虑，选择剔除极值后港股及 A 股可比公司的平均值与中位数作为可比公司 EV/EBITDA 参考区间，可比公司截至 2021 年 3 月 15 日的 EV/EBITDA 参考区间为 8.05 倍至 8.41 倍。由于广深高速、广珠西线高速两条高速公路 2020 年运营情况受新冠疫情冲击较大，未能合理反映其运营绩效与能力，故采用湾区发展按照权益比例享有的广深高速、广珠西线高速合营公司 2018 年、2019 年平均 EBITDA³的两家合营公司合计值，作为湾区发展通过下属合营公司拥有的两条高速公路特许经营权而开展的高速公路运营经营性业务 EBITDA 值，经计算为人民币 187,169.21 万元。

根据上述 EV/EBITDA 参考区间计算，湾区发展通过下属合营公司拥有的两条高速公路特许经营权而开展的高速公路运营经营性业务估值区间为人民币 1,507,033.67 万元至人民币 1,574,096.25 万元。截至 2020 年 12 月 31 日，湾区发展及湾区发展按照权益比例享有的两家合营公司的其他非经营性、溢余资产与负债的净额为-491,671.91 万元⁴。根据前述分析，湾区发展 100% 股权估值=湾区发展通过下属合营公司拥有的两条高速公路特许经营权而开展的高速公路运营经营性业务估值+湾区发展及湾区发展按照权益比例享有的两家合营公司的其他非经营性、溢余资产与负债的净额，则湾区发展 100% 股权估值区间为人民币 1,015,361.76 万元至 1,082,424.35 万元，根据估值基准日人民币对港币的汇率中间价及湾区发展截至估值基准日总股份数计算，湾区发展每股价格估值区间为 3.93 港元/股-4.19 港元/股。

由于本次交易为控股权收购，可比公司估值倍数未能充分反映控股权的价值，故对上述湾区发展每股价格进行控股权溢价调整。结合市场估值研究及实践，本

³ 两家合营公司 2018 年、2019 年财务数据均采用湾区发展在其年报、半年报中披露的财务数据，其中 2018 年财务数据未经审计

⁴ 湾区发展及两家合营公司财务数据均采用湾区发展在其年报中披露的财务数据，由于湾区发展不直接开展高速公路运营业务，合并报表中的资产除对两家高速公路合营公司权益外，本次均作为非经营性、溢余资产计算；广深高速、广珠西线高速合营公司资产除物业及设备、经营权无形资产外，主要为现金等流动资产，本次均将其作为非经营性、溢余资产计算；相应负债科目本次未区分是否经营性，均作为净额计算中的扣减项，上述处理相对稳健。除“合营企业权益”科目外，其他资产、负债科目的计算方式为湾区发展对应科目金额+广深高速合营公司对应科目金额×湾区发展享有的广深高速合营公司权益比例+广珠西线高速合营公司对应科目金额×湾区发展享有的广珠西线高速合营公司权益比例；“合营企业权益”科目的金额，湾区发展合营公司主要包括两家高速公路合营公司以及新塘地产项目公司，由于两家高速公路合营公司的资产、负债金额已按权益比例计算，故“合营企业权益”科目仅列示截至估值基准日湾区发展实质享有的新塘地产项目公司 14.625% 股权价值，鉴于湾区发展 2020 年 9 月 10 日出售了新塘地产项目公司 22.5% 股权，时间上距估值基准日较近，故按照该次 22.5% 股权交易价格 557,898,665 元，按比例计算截至估值基准日湾区发展享有的新塘地产项目公司 14.625% 股权的价值

次估值同时参考港股市场 2020 年以来完成的、在首次公告私有化价格前停牌以进行内幕信息管控的、通过要约或协议安排方式进行私有化的案例，以及 2019 年以来披露且完成的、股权比例超过 29% 的 A 股及港股上市公司控股权溢价转让案例，进行控股权溢价分析。

港股市场 2020 年以来完成的、在首次公告私有化价格前停牌以进行内幕信息管控的私有化案例共 23 例，其中要约方式 8 例、协议安排方式 15 例。私有化价格较停牌前 1 交易日的均价、前 30 交易日的均价、前 60 交易日的均价、前 90 交易日的均价溢价情况如下⁵：

交易类型	项目	较前 1 交易日的均价的溢价	较前 30 交易日的均价的溢价	较前 60 交易日的均价的溢价	较前 90 交易日的均价的溢价
要约	1/4 分位数	28%	40%	41%	45%
	3/4 分位数	72%	71%	77%	83%
	平均数	53%	57%	61%	67%
协议安排	1/4 分位数	19%	32%	36%	37%
	3/4 分位数	74%	74%	67%	54%
	平均数	50%	54%	52%	48%

注：数据来源 Wind 资讯

A 股及港股上市公司 2019 年以来披露且完成的、转让股权比例超过 29% 的上市公司控股权溢价转让案例共 21 例，转让价格较首次披露前 1 交易日的均价、前 30 交易日的均价、前 60 交易日的均价、前 90 交易日的均价溢价情况如下⁶：

项目	较前 1 交易日的均价的溢价	较前 30 交易日的均价的溢价	较前 60 交易日的均价的溢价	较前 90 交易日的均价的溢价
1/4 分位数	11%	20%	22%	20%
3/4 分位数	41%	37%	36%	41%
平均数	26%	29%	30%	32%

注：数据来源 Wind 资讯

综合上述分析，结合两类市场案例情况，控股权溢价率区间约为 11%-50%，考虑到湾区发展主要资产为高速公路资产非控股合营权益、本次深高速间接受让

⁵ JOYCE BOUTIQUE (0647.HK) 停牌前 1 交易日当期未生产有效交易以录得交易均价，故前推至该日最近具有有效交易的交易日的均价

⁶ 部分案例首次披露前 1 交易日当期未生产有效交易以录得交易均价，故前推至该日最近具有有效交易的交易日的均价

湾区发展控股权的股份比例较高，本次估值基于稳健性的考虑，控股权溢价率审慎取值为 15%。在考虑控股权溢价率后，湾区发展每股价格估值区间为 4.52 港元/股-4.82 港元/股，即可比公司法分析下，湾区发展每股价格市场价值估值区间为 4.52 港元/股-4.82 港元/股。

（二）可比交易法分析

可比交易法，是指对公司价值进行分析时，重点关注并以具有相似业务的市场并购交易标的估值为基础判断相关公司估值的合理性。

鉴于高速公路经营类上市公司并购交易相对较少，其中高速公路经营类港股上市公司并购交易相对更少，本次交易中深高速与湾区发展涉及港股、A 股两地上市公司，估值需要兼顾两地资本市场情况、平衡考量买方及卖方市场对于同行业公司的估值水平，本次估值可比交易的选取标准为：

（1）A 股或港股高速公路运营类上市公司在 2019 年以来公告的并购交易；

（2）标的主营业务为中国内地高速公路经营业务，且标的在交易公告前一年度已实现盈利；

（3）上市公司通过并购交易取得标的控股权。

由于难以完整取得可比交易中收购标的资产负债、收益及运营情况，准确计算 EV/EBITDA 存在难度，考虑到 EV/EBITDA 可同时反映企业的资产资源情况及资产资源的运营绩效情况，同时考虑到高速公路的资产资源情况及资产资源的运营绩效是其价值的重要影响因素，因此同时采用市盈率、市净率作为替代性的估值指标，进行可比交易法估值分析。可比交易标的市盈率情况如下表所示：

上市公司	收购标的	公告年度	公告前一年标的归母净利润（人民币万元）	标的 100%股权对应作价（人民币万元）	市盈率
粤高速	广惠高速 21%股权 ⁷	2020 年	100,265.17	1,187,404.56	11.84
山西路桥	平榆高速 100%股权	2020 年	20,532.07	280,536.66	13.66
山东高速	泸州东南高速 100%股权	2019 年	1,438.96	184,000.00	127.87

⁷ 粤高速在交易前持有广惠高速 30%股权，通过该次收购广惠高速 21%股权，粤高速合计持有广惠高速 51%股权，实现对广惠高速的控股

上市公司	收购标的	公告年度	公告前一年标的归母净利润（人民币万元）	标的100%股权对应作价（人民币万元）	市盈率
			8,184.56	184,000.00	22.48
深高速	龙大高速 89.93%	2020年	7,217.58	52,300.00	7.25
齐鲁高速	德上高速、华南高速 100% 收费权及相关资产负债	2020年	7,930.70	229,000.00	28.88

注：数据来源为相关上市公司公告

上述山东高速案例中，标的处于经营初期，刚于 2018 年度实现经营转盈，2018 年净利润 1,438.96 万元相较 2019 年-2023 年相对稳定运营期的预测净利润平均值 8,184.56 万元差异较大，并导致相应计算的 127.87 倍市盈率明显偏离其他可比交易估值水平，因此对该明显偏离的市盈率剔除，并以 2019 年-2023 年预测净利润平均值计算该案例市盈率情况，则可比交易标的市盈率情况如下表所示⁸：

上市公司	收购标的	公告年度	公告前一年标的归母净利润（人民币万元）	标的100%股权对应作价（人民币万元）	市盈率
粤高速	广惠高速 21% 股权	2020年	100,265.17	1,187,404.56	11.84
山西路桥	平榆高速 100% 股权	2020年	20,532.07	280,536.66	13.66
山东高速	泸州东南高速 100% 股权	2019年	8,184.56	184,000.00	22.48
深高速	龙大高速 89.93%	2020年	7,217.58	52,300.00	7.25
齐鲁高速	德上高速、华南高速 100% 收费权及相关资产负债	2020年	7,930.70	229,000.00	28.88
平均值					16.82
中位数					13.66

注：数据来源为相关上市公司公告

可比交易标的市净率情况如下表所示：

上市公司	收购标的	公告年度	公告前最近一期标的资产净值（人民币万元）	标的100%股权对应作价（人民币万元）	市净率
粤高速	广惠高速 21% 股权	2020年	356,484.84	1,187,404.56	3.33
山西路桥	平榆高速 100% 股权	2020年	173,527.84	280,536.66	1.62

⁸ 剔除明显偏离的市盈率后，由于可比交易数量较少，且可比交易市盈率水平相对离散、未体现出明显集中或相对连续的分布，基于稳健性的考虑不适宜对可比交易样本进行进一步删减，因此在计算平均值、中位数时未进一步对最大值、最小值进行剔除

上市公司	收购标的	公告年度	公告前最近一期标的资产净值（人民币万元）	标的 100% 股权对应作价（人民币万元）	市净率
山东高速	泸州东南高速 100% 股权	2019 年	74,766.91	184,000.00	2.46
深高速	龙大高速 89.93%	2020 年	8,578.98	52,300.00	6.10
齐鲁高速	德上高速、华南高速 100% 收费权及相关资产负债	2020 年	129,852.37	229,000.00	1.76

注：数据来源为相关上市公司公告

上述山东高速案例中，标的处于经营初期，刚于 2018 年度实现经营转盈，虽然披露了标的未来的预测净利润，但对预测资产净值未进行披露，公告前最近一期资产净值有可能低估标的正常的资产资源情况，因此基于审慎考虑，在市净率法下对该案例进行剔除。此外，上述深高速案例中，市净率显著高于其他交易案例，基于审慎考虑，在市净率法下对该案例进行剔除。经过前述调整后，可比交易标的市净率情况如下表所示：

上市公司	收购标的	公告年度	公告前最近一期标的资产净值（人民币万元）	标的 100% 股权对应作价（人民币万元）	市净率
粤高速	广惠高速 21% 股权	2020 年	356,484.84	1,187,404.56	3.33
山西路桥	平榆高速 100% 股权	2020 年	173,527.84	280,536.66	1.62
齐鲁高速	德上高速、华南高速 100% 收费权及相关资产负债	2020 年	129,852.37	229,000.00	1.76
平均值					2.24
中位数					1.76

注：数据来源为相关上市公司公告

基于稳健性的考虑，选择平均值与中位数作为可比交易市盈率、市净率参考区间，上述可比交易市盈率参考区间为 13.66 倍至 16.82 倍，上述可比交易市净率参考区间为 1.76 倍至 2.24 倍。由于本次交易为上市公司控股权收购，可比交易标的为非上市公司控股权，一般而言上市公司相较非上市公司存在流通性溢价，故对上述可比交易市盈率、市净率参考区间进行流通性溢价调整。结合市场估值研究及实践，本次估值参考港股市场 IPO 后一段时期内二级市场价格相较 IPO 发行定价的溢价进行流通性溢价分析。

选择估值基准日前一年以来（即 2020 年 3 月 16 日以来）港股市场上市且在估值基准日前已有 90 个交易日交易的 IPO 案例进行分析，共有 85 例案例。IPO

后上市首日收盘价、第 30 交易日收盘价、第 60 交易日收盘价、第 90 交易日收盘价相较发行价格的溢价情况如下：

类型	上市首日收盘价较发行价平均溢价	第 30 交易日收盘价较发行价平均溢价	第 60 交易日收盘价较发行价平均溢价	第 90 交易日收盘价较发行价平均溢价	前述平均
溢价率	27.28%	32.55%	21.18%	13.79%	23.70%

注：数据来源 Wind 资讯

港股市场 IPO 后一段时期内二级市场价格相较 IPO 发行定价的平均溢价区间为 13.79%-32.55%，基于稳健性的考虑，取前述四个时点平均溢价的平均值 23.70%作为本次估值的流通性溢价率参考。

在考虑流通性溢价率后，可比交易市盈率参考区间为 16.90 倍-20.81 倍，可比交易市净率参考区间为 2.18 倍-2.77 倍。考虑到湾区发展 2020 年经营业绩受疫情冲击明显，且 2020 年出售新塘地产项目公司 22.5% 股权收益较高，湾区发展 2020 年归母净利润难以充分反映湾区发展正常盈利水平，因此根据湾区发展 2018 年度、2019 年度平均归母净利润⁹人民币 60,651.50 万元进行市盈率估值分析；同时考虑到虽然湾区发展 2020 年经营业绩受到上述特殊因素影响，但从资产资源角度来看，2020 年底归母净资产可相对较好地反映湾区发展当前阶段拥有的资产资源情况，因此根据湾区发展 2020 年底归母净资产人民币 497,811.60 万元进行市净率估值分析。

以上述考虑流通性溢价率后可比交易市盈率参考区间计算的湾区发展每股价格估值区间为 3.97 港元/股-4.89 港元/股，以上述考虑流通性溢价率后可比交易市净率参考区间计算的湾区发展每股价格估值区间为 4.21 港元/股-5.34 港元/股。综合资产资源情况及资产资源的运营绩效两个角度的可比交易法估值分析，基于稳健性考虑，以市盈率、市净率估值区间交集作为可比交易法估值区间，即可比交易法分析下，湾区发展每股价格市场价值估值区间为 4.21 港元/股-4.89 港元/股。

（三）现金流折现法分析

⁹ 湾区发展 2018 年度、2019 年度财务数据采用湾区发展在其年报、半年报中披露的财务数据，其中 2018 年度财务数据未经审计

现金流折现法为基于未来预测的估值方法。湾区发展为港股上市公司，在本次交易完成之前，受上市监管及商业保密限制，湾区发展不能为本估值机构提供经湾区发展编制并确认的未来盈利及现金流预测。

因缺乏相关经湾区发展编制并确认的、取信充分的财务预测数据，本次估值对湾区发展不使用现金流折现法进行估值分析。

三、标的股份市场价值估值分析结果

综上，可比公司法下，湾区发展每股价格市场价值估值区间为 4.52 港元/股-4.82 港元/股，可比交易法下，湾区发展每股价格市场价值估值区间为 4.21 港元/股-4.89 港元/股，可比公司法市场价值估值区间位于可比交易法市场价值估值区间范围内，同时考虑到：

- 1、湾区发展已为上市公司，同行业上市公司估值的可比性相对较高；
- 2、可比交易的估值系特定交易情形下形成的，且可比交易数量相对较少，可比交易标的所处运营阶段不完全一致，估值结果相对易受到个别交易特殊情况的影响；而可比公司的估值是在公开且连续的二级市场交易下形成的，且选取的可比公司数量相对较多、相对稳健，可比公司基本处于稳定运营阶段；
- 3、可比交易法下受限于数据的可获得性，同时采用市盈率、市净率作为估值指标，虽然考虑了资产资源、运营绩效两方面因素，但根据高速公路运营行业的特点，EBITDA 对于高速公路运营期内的运营绩效及可用于未来业务经营及建设的资源流入情况反映更加直接、充分，EV/EBITDA 可同时反映企业的资产资源情况及资产资源的运营绩效情况；

因此综合考虑可比公司法、可比交易法两种估值方法的特点及估值区间情况，取可比公司法估值结果，本次估值的湾区发展每股价格市场价值估值区间为 4.52 港元/股-4.82 港元/股。该估值区间系对湾区发展股份市场价值的估值，未考虑特定交易情形中特别商业约定、战略价值、协同价值等因素的影响。

第三章 报告假设

一、一般估值假设

（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）持续经营假设

持续经营假设是以企业持续、正常的生产经营活动为前提，在可以预见的未来，企业将会持续经营下去，不会停业，也不会大规模削减业务。

就本次估值而言，湾区发展为具有自主经营能力的上市公司，在无明确相反证据的情况下，假设其在可以预见的未来，通过适宜的经营投资、资源配置，保持与同行业上市公司不存在重大差异的持续经营能力，持续经营，不会停业，也不会大规模削减业务。

二、特殊估值假设

1、本报告假设报告基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率、行业监管等政策无重大变化。

3、相关公司在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。

4、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、本报告对于市场价值类型的价值估值分析中，一定程度考虑了本次交易涉及港股、A股两地上市公司的影响。

6、本报告假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的，且湾区发展截至 2020 年 12 月 31 日资产负债情况相较截至估值基准日的资产负债情况不存在重大差异。

7、本次估值采用的湾区发展相关财务数据为湾区发展公开披露数据，系按照国际会计准则核算，本次估值选取的可比公司、可比交易中标的公司，由于上市地、注册地类型差异等原因，部分采用中国会计准则、香港会计准则核算，相关会计准则对于收入、成本确认与计量的规定趋同，假设上述会计准则的差异对于 EV/EBITDA、市盈率等估值指标的计算及估值结论没有重大影响。

8、2020 年上半年湾区发展高速公路运营业务受新冠肺炎疫情冲击较大，根据湾区发展公开披露的 2020 年下半年广深高速、广珠西线高速的经营数据，2020 年下半年以来湾区发展业务经营已基本恢复正常，截至估值基准日的新冠肺炎疫情情况预计不会对湾区发展业务经营和估值造成长期负面影响。相应地，本次估值中未考虑新冠肺炎疫情未来在国内反复或进一步严重，从而可能对湾区发展业务经营和估值造成的影响。

当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。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。

三、其他事项说明

（一）分红归属

本次交易中买卖双方约定，湾区发展于 2021 年 4 月已宣派股息（该等股息将于 7 月 27 日实际派发），每股派息折合约 0.109 港元，深投控基建获得该等股息后，将由本次交易卖方深投控国际资本享有。

（二）税费承担

本次交易中买卖双方约定，因完成本次交易而发生的全部税费，由买方承担。湾区发展主要资产为持有的境内企业广深高速合营公司、广珠西线高速合营公司的权益，本次交易形成湾区发展股份以及所对应境内企业权益的间接转让，存在被认定为直接转让中国居民企业股权从而卖方需要对国内股权增值部分缴纳所

得税的可能。

（三）承接差额补足义务

本次交易中深高速拟承接的差额补足义务（具体情况请查阅本次交易相关文件），即 2023 年 8 月 17 日后六个月内 CMF Fund 是否会出售湾区发展股份、出售湾区发展股份的数量以及届时湾区发展股份市场价格与 CMF Fund 届时分红调整后投资成本的差额情况、CMF Fund 是否主张差额补足义务均存在不确定性，且深高速通过本次交易控股湾区发展后，深高速成熟的经营管理经验以及路产协同有利于湾区发展价值的提升。

本次交易中，买方已在交易定价中考虑了上述分红归属、税费承担、承接差额补足义务的影响。根据深高速提供的关于税费承担、承接差额补足义务两项因素可能导致的支出影响的预计，分摊至 71.83%湾区发展股份即 2,213,449,666 股湾区发展股份后折合每股对应约 0.063 港元/股。

第四章 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法、可比交易法对湾区发展 71.83% 股份市场价值类型的价值进行估值分析。本次交易中确定深投控基建 100% 股权交易作价时，对应深投控基建主要资产湾区发展 71.83% 股份每股对应 4.603 港元/股，考虑分红归属、税费承担、承接差额补足义务的影响，湾区发展 71.83% 股份每股价格处于本次估值湾区发展每股价格市场价值估值区间内。

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，论证本次交易湾区发展 71.83% 股份的交易价格是否合理，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；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被摘抄、引用或披露于公开媒体的，本机构不承担相关责任。中国大陆（不含香港、澳门、台湾）法律、法规另有规定的除外。

本机构在报告中发表的意见均基于截至 2021 年 3 月 15 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。

本报告自报告基准日起 12 个月内使用有效。

（本页无正文，为《招商证券股份有限公司关于深圳高速公路股份有限公司拟非公开协议间接受让深圳投控湾区发展有限公司 71.83%股份事项之估值报告》之盖章页）

招商证券股份有限公司

2021 年 7 月 12 日