（上接 D26 版）

61	湖塘镇天禄商务广场 D2-3	商业	292.95	10,770.00	3,155,070.00
62	湖塘镇天禄商务广场 D3-4	商业	284.98	9,110.00	2,596,170.00
63	湖塘镇天禄商务广场 E-B区 301	商业	4,558.34	9,860.00	44,945,230.00
64	湖塘镇天禄商务广场 E-B区 401	商业	4,558.34	7,170.00	32,683,300.00
65	湖塘镇天禄商务广场 E-B区 501	商业	4,159.08	6,280.00	26,119,020.00
66	湖塘镇天禄商务广场 F区 F1-3	商业	56.27	16,560.00	931,830.00
67	湖塘镇天禄商务广场 F区 F1-12	商业	31.23	16,560.00	517,170.00
68	湖塘镇天禄商务广场 F区 F1-13	商业	29.93	16,560.00	495,640.00
69	湖塘镇天禄商务广场 F区 F1-18	商业	72.88	16,560.00	1,206,890.00
70	湖塘镇天禄商务广场 F区 F1-23	商业	54.66	16,560.00	905,170.00
71	湖塘镇天禄商务广场 F区 F1-24	商业	54.66	16,560.00	905,170.00
72	湖塘镇天禄商务广场 F区 F1-32	商业	70.28	16,560.00	1,163,840.00
73	湖塘镇天禄商务广场 F区 F1-47	商业	54.66	16,560.00	905,170.00
74	湖塘镇天禄商务广场 F区 F1-54	商业	105.35	16,560.00	1,744,600.00
75	湖塘镇天禄商务广场 F区 F1-60	商业	102.43	16,560.00	1,696,240.00
76	湖塘镇天禄商务广场 F2-69	商业	150.43	10,880.00	1,636,680.00
77	湖塘镇天禄商务广场 F3-27	商业	120.66	9,210.00	1,111,280.00
78	湖塘镇天禄商务广场 F1-77	商业	2,910.82	16,560.00	48,203,180.00
79	湖塘镇天禄商务广场 F2-75	商业	4,150.98	10,880.00	45,162,660.00
80	湖塘镇天禄商务广场 F3-75	商业	3,331.60	7,950.00	26,486,220.00
81	天禄商务广场 F2-1-19	商业	1,379.39	10,880.00	15,007,760.00
82	湖塘镇天禄商务广场 F2-43	商业	138.41	10,880.00	1,505,900.00
83	湖塘镇天禄商务广场 F2-44	商业	52.10	10,880.00	566,850.00
84	湖塘镇天禄商务广场 F2-45	商业	82.11	10,880.00	893,360.00
85	湖塘镇天禄商务广场 F2-46	商业	82.11	10,880.00	893,360.00
86	湖塘镇天禄商务广场 F2-47	商业	82.11	10,880.00	893,360.00
87	湖塘镇天禄商务广场 F2-48	商业	82.11	10,880.00	893,360.00
88	湖塘镇天禄商务广场 F2-49	商业	82.11	10,880.00	893,360.00
89	湖塘镇天禄商务广场 F2-50	商业	82.11	10,880.00	893,360.00
90	湖塘镇天禄商务广场 F2-51	商业	82.11	10,880.00	893,360.00
91	湖塘镇天禄商务广场 F2-52	商业	82.11	10,880.00	893,360.00
92	湖塘镇天禄商务广场 F2-53	商业	82.11	10,880.00	893,360.00
93	湖塘镇天禄商务广场 F2-54	商业	158.26	10,880.00	1,721,870.00
94	湖塘镇天禄商务广场 F2-55	商业	105.57	10,880.00	1,148,600.00
95	湖塘镇天禄商务广场 F2-56	商业	82.11	10,880.00	893,360.00
96	湖塘镇天禄商务广场 F2-57	商业	82.11	10,880.00	893,360.00
97	湖塘镇天禄商务广场 F2-58	商业	82.11	10,880.00	893,360.00
98	湖塘镇天禄商务广场 F2-59	商业	82.11	10,880.00	893,360.00
99	湖塘镇天禄商务广场 F2-60	商业	153.88	10,880.00	1,674,210.00
100	湖塘镇天禄商务广场 F2-61	商业	189.09	10,880.00	2,057,300.00
101	天禄商务广场 F1区 F2-63	商业	165.59	10,880.00	1,801,620.00
102	天禄商务广场 F1区 F2-64	商业	165.59	10,880.00	1,801,620.00
103	天禄商务广场 F1区 F2-70	商业	263.09	10,880.00	2,862,420.00
104	天禄商务广场 F1区 F3-22	商业	132.81	9,210.00	1,223,180.00
105	天禄商务广场 F1区 F3-28	商业	211.02	9,210.00	1,943,490.00
106	天禄商务广场 F1区 F4-2	商业	340.53	6,690.00	2,278,150.00
107	湖塘镇天禄商务广场 F区 76 电影院	商业	4,646.49	7,950.00	36,939,600.00
108	湖塘镇天禄商务广场 C3-19	商业	37.02	9,110.00	337,250.00
109	湖塘镇天禄商务广场 C3-6	商业	37.02	9,110.00	337,250.00
110	湖塘镇天禄商务广场 F1-31	商业	54.66	16,560.00	905,170.00
111	天禄商务广场 A 幢 301 室	商业	6,213.66	10,230.00	63,565,740.00
112	天禄商务广场 A 幢地下商业（超市）	商业	7,434.34	5,920.00	44,011,290.00
合 计			66,430.65		643,631,580.00

③评估结果的确定

本次评估采用比较法和收益法对商业房地产市场价值进行测算，比较法的测算结果为 643,631,580.00 元，收益法测算结果为 563,200,000.00 元，两种方法的测算结果差异率约为 14%。在确定最终评估结果时，我们是基于以下因素考虑的：

比较法是基于市场交易原则，从市场中获取类似案例进行测算分析得出评估对象的价值；收益法是基于预期收益原则，从未来年期的收益反映评估对象的价值，两种测算方法从不同角度反映了评估对象的价值。

由于评估对象现已由常州武进购物中心管理有限公司整体打包租入，租约期为 5 年（从 2020-5-19 至 2025-11-15 止，含半年免租期），而比较法不能较合理的反映出租约状况对价值的影响，而从收益角度出发，可以结合现有租约情况测算分析评估对象物业的价值。

综上所述，本次评估以收益法的测算结果作为商业部分的最终评估结果。则投资性房地产天禄商务广场 112 项物业 563,200,000.00 元，即 56,320.00 万元。

2. 分析说明收益法评估和资产基础法中对商业物业按收益法进行评估时，选取的评估参数、评估依据等是否存在显著差异。

整体收益法评估与资产基础法中对商业物业按收益法评估，评估依据基本一致，选取的评估参数收入、成本、费用基本一致，差异主要为折现率，详细内容请见上一问相关回复部分，差异说明见问题(四)回复部分。

3. 此外，说明预期收益或现金流量与已实现的历史数据是否存在重大差异，是否与变动趋势相背离，若存在重大差异或与变动趋势背离，请详细解释该评估依据的合理性。

预期收益或现金流量与已实现的历史数据存在较大差异。

评估物业历史收益主要来源于各小经营业主，处于散租、临租状态，未形成规模化、统一经营管理，致使租金收益偏低。经实地了解租金水平在 1 元 / ㎡.天左右。

预测期收益中，对于合约期内的租金，本次评估根据合同租金确定；对于租约期外的租金，根据市场调查结果进行确定。

合同租金，根据租约合同，如下所示：

租约起始日期	评估基准日	第 1 年租金	第 2 年租金	第 3 年租金	第 4 年租金	第 5 年租金
2020/5/19	2020/5/31	2021/11/15	2022/11/15	2023/11/15	2024/11/15	2025/11/15
对应基准日年期（年）		1.46	2.46	3.46	4.46	5.46
年租金(万元)		1500	1950	2535	3295.5	4719.5
平均月租金水平(元 /㎡)		18.82	24.46	31.80	41.34	59.20

注：对应建筑面积为地上商业面积 58,996.31㎡，地下商业 7,434.34 ㎡。

租约期外租金

评估对象现状整体出租给常州武进购物中心管理有限公司利用。周边商业氛围较高，聚集有华润万家、富克斯流行广场、万博生活广场、苏宁易购等商业。根据评估人员实地勘察情况可知，受疫情因素影响，评估对象周边类似商业空置率较高，类似商业租金偏低；根据调查资料，本次评估采用比较法，以首层商业进行测算分析，然后得出其余楼层的平均租金情况。周边商业调查情况如下：

评估对象所在“武进购物中心”，位于常州市常武路和定安路交叉口，处于武进区最繁华的商业中心。周边商业氛围较高，聚集有华润万家、富克斯流行广场、万博生活广场、苏宁易购等商业。根据评估人员实地勘察情况可知，受疫情因素影响，评估对象周边类似商业空置率较高，类似商业租金较低，经营业态主要是教育培训、菜市场及外卖店等。区域商圈如下所示：

万博生活广场(原音悦生活广场)位于东面紧临常武路，北面是定安路，西面是花园街，南边是广电路，处于湖塘乐购商业中心。万博广场为裙楼商业共 1-4 层，现状转租物业以个人业主为主。经调查，受疫情影响，万博广场商业空置率较高，人流量较少，现状出租物业 在 40-50 元 /㎡.月。

华润万家与万博广场相邻，其经营方式为整体租入，商铺转租模式。经实地勘察，受华润万家超市影响，内商铺经营情况较好，人流较大，空置率较低。经电话咨询华润万家招商处，1 楼内商铺 47 平，月租金 2 万元，折合单位租金近 500 元 / 月；2 楼内商铺 20 平，月租金 6000 元，折合单位租金近 300 元 / 月，租金水平较高。依托华润万家超市人流影响，商铺租金高于同区位商业租金情况。

万达广场临近地铁口，受品牌价值和交通利好因素影响，商业繁华度较高。综合体出租率较高，人流较大。周边聚集有吾悦广场等新兴商业综合体，人流量较大，商业繁华度较高。经实地勘察，首层商业租金在 80-150 元 /㎡.月，二楼商业租金在 50-80 元 /㎡.月。

通过上述分析，评估中根据测算得出评估商业物业首层市场租金水平为 45 元 /㎡.月。

从地理位置来看，评估对象处于常州市武进区商业较为繁华地带，周边聚集有华润万家、富克斯流行广场、万博生活广场、苏宁易购等商业，区位条件较优；从现场勘察结果来看，受疫情影响，所在区域商业现状一般，周边商业空置率较高，市场租金水平偏低。预期待疫情结束后，区域商业繁华度会不断提高。

从《承包经营合同》来看，本项目整体出租给常州武进购物中心管理有限公司，起始平均租金为 18.82 元 /㎡.月，后期经营管理由常州武进购物中心管理有限公司全权负责，本项目商业总建筑面积 66,430.65㎡，体量相对较大，预期受承租方统一管理、运营，项目范围内的人流、繁华度及租金水平将逐渐提高。合同到期后租约期外的租金按照评估基准日市场平均租金水平按当地的平均增长率预测至合同期满日计算的市场租金，租约期外前 10 年按每年 5%递增预测，10 年后按每年 4%递增预测，再 10 年后按每年 3%递增预测，由此得出，租约期结束后各楼层租金水平如下表所示：

楼层	现租金水平(元 /㎡.月)	变动幅度	递增率及递增年限(年)	递增后租金(元 /㎡.月)
-1	18	30%-40%	10%/5.46	30.00
1	45	100%	10%/5.46	75.00
2	32	65%-75%	10%/5.46	54.00
3	28	50%-60%	10%/5.46	47.00
4	25	50%-60%	10%/5.46	42.00
5	23	40%-50%	10%/5.46	39.00

通过上述分析得出项目预期收益如下所示：

单位：人民币万元

历史		现状测算					未来趋势	
2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
[illegible]	[illegible]	1,486.24	1,806.76	1,896.32	3,080.20	4,098.84	3,706.09	3,894.31

受疫情影响及被评估企业经营管理不善等因素影响，评估物业租金水平较低，受承租方统一管理、运营，项目范围内的人流、繁华度及租金水平将逐渐提高。因此结合市场调查资料，我们认为评估过程中选取的评估参数、数据来源比较合理。

（三）说明常州武进购物中心管理有限公司与你公司、你公司持股以上的股东、交易对方、交易标的是否存在关联关系，说明标的公司与其签署租赁合同的原因及商业必要性，并结合标的公司历史上实际收到租金的情况，说明五年租金合计收入 1.4 亿元是否具有合理性。同时，说明五年后续签的可能性，若无法续签，标的公司是否有其他安排。请结合上述情况详细说明标的公司是否具备持续盈利能力，此次交易是否有利于增强上市公司的持续经营能力，同时请评估机构说明估值过程中是否考虑无法续签的风险。

回复：

1.常州武进购物中心管理有限公司与你公司、你公司持股 5%以上的股东、交易对方、交易标的是否存在关联关系

经核查，并经常州武进购物中心管理有限公司、交易对方、交易标的以及本公司持股 5%以上的股东的确认函，常州武进购物中心管理有限公司与上市公司、上市公司持股 5%以上的股东不存在关联关系。常州武进购物中心管理有限公司为交易对方常州天禄建设开发有限公司全资子公司，交易标的常州天禄中创建设开发有限公司也为常州天禄建设开发有限公司全资子公司。

2.标的公司与其签署租赁合同的原因及商业必要性，并结合标的公司历史上实际收到租金的情况，说明五年租金合计收入 1.4 亿元是否具有合理性。

（1）标的公司商业项目基本情况

①商业项目位置

武进区隶属于江苏省常州市，位于常州市南侧，紧邻常州市中心，地处江苏省南部，东临无锡，南接宜兴，该区为上海、杭州、南京三个重要经济区的衔接点，处于三个经济区的一小时辐射区范围内。全区占地面积 1066 平方公里，常住人口约一百六十万。

标的公司的主要资产为其自行开发的常州市武进购物中心(天禄商务广场)，其位于武进区老城区和新城区交界处湖塘镇，是武进区繁华的商业中心。

（武进购物中心位置图）

②商业项目周边环境

武进购物中心位于武进区腹地，紧邻武进机关幼儿园、星辰实验学校、湖塘实验中学、江苏省武进高级中学，武进区重点幼、小、初、高中环绕四周，围绕这些学校的学区房也星罗棋布。尤其是这几年，武进区为了响应党和国家的号召，打造绿色环保城市，对湖塘镇原有的纺织行业进行整顿和整体搬迁，因此武进购物中心东侧星火路以东所有工业区改造，陆续开发很多楼盘，累计投入住宅面积超两百万平方。这些小区结合原有已开发的小区(以交易对方天禄建设自己开发的文苑居为代表)以购物中心为圆点，形成方圆半径两公里的一个半圆。

（武进购物中心周边部分学校位置图）

鉴于武进购物中心周边名校林立，在武进购物中心商圈内侧已经形成教育培训规模化、产业化。但这些培训机构多为以个人、名师为主导，设施、规模、宣传都属于各自规划，有待进一步整合提升。

③武进购物中心现状及发展空间

目前商圈内常州天禄中创建设开发有限公司自有六万多平方米的物业，由于管理落后，陈设老旧，对大品牌进驻吸引力打折扣。该物业租赁租金目前约为 1 元每平方米每天，远低于周边商业物业的租金。

武进购物中心整个教育为主导场景的商家氛围已经形成，K12 教育及课余兴趣提升，武进购物中心已经成为本区居民首选场所，后续如通过重新整改升级，定位以交易为主的业态，租金水平将有较大提升空间。

（2）标的公司持有的资产为投资性房地产，考虑到交易对方对资产所在地的市场和资产的熟悉程度，上市公司为了保障收购标的公司后投资性房地产的对外租赁业务能平稳过渡，也希望常州武进购物中心管理有限公司能够对商业项目进行整体承包和管理。

本次收购标的公司持有的投资性房地产，目前的租金水平约为 1 元每平方米每天，且 2019 年开始交易对方有整体出售的意向后对部分到期的租户未进行续租。常州武进购物中心管理有限公司租赁后拟投入一定资金进行装修改造，统一规划商业态，重新招商，基于目前以教育为主导场景的商家氛围为基础，拟打造武进区最大的教育培训基地。鉴于在常州武进购物中心管理有限公司租赁后需要投入一定的资金和时间后才可以进行新的招商工作，出租方给与承租方半年的免租期。考虑历史租金水平及新的商业业态形成需要一定的时间，租赁合同期限为五年，第一年租金 1500 万元左右，以后每年以 30%左右的增速递增，5 年合计租金为 1.4 亿元具有合理性。

3. 五年后续签的可能性，若无法续签，标的公司是否有其他安排

租约期为 5 年（租赁合同签订于 2020 年 5 月 8 日，租赁期从 2020-5-19 至 2025-11-15 止，含半年免租期），如考虑加快现金流回收，在五年租赁期间标的公司可以对外进行部分商业物业的销售，租赁合同约定，因标的公司销售引起承包面积发生变化的，租金作相应调整。五年租赁期满后，根据上市公司的业务规划和届时的租金水平，标的公司将与常州武进购物中心管理有限公司重新商定是否续签。如合同履行情况良好且租金合适，标的公司拟继续与常州武进购物中心管理有限公司续签，如不继续续签，标的公司也可以直接对外租赁。

4.请结合上述情况详细说明标的公司是否具备持续盈利能力，此次交易是否有利于增强上市公司的持续经营能力

结合上述商业项目情况，租赁合同相关情况，本次交易完成后，标的公司将融资偿付应付款项，同时执行与常州武进购物中心管理有限公司签订的 5 年租赁合同，因租赁所有的经营成本都由承租方承担，资产经营将产生正向现金流入。应付款项偿付短期需要融资解决，长期可以通过租赁收入和出售部分物业加快现金回收速度解决，其自身具备持续盈利能力。同时，因公司拟置出的两项应收债权账面余额较大并且收回存在重大不确定性，通过本次资产置换可以降低公司其他应收款的回收风险，提高公司资产流动性；交易完成后可以消除上市公司关于两项应收债权导致的保留意见，可以为公司资本市场融资扫除相关障碍，从而可以加强上市公司的持续经营能力。

5.评估机构说明估值过程中是否考虑无法续签的风险

租约期到期后未考虑是否续签的影响。租约期内租金按照《天禄商务广场承包经营合同》合同约定的金额进行预测；合同到期后租约期外的租金按照评估基准日市场平均租金水平按当地的平均增长率预测至合同期满日计算的市场租金，租约期外前 10 年按每年 5%递增预测，10 年后按每年 4%递增预测，再 10 年后按每年 3%递增预测。

（四）分析说明采用资产基础法与收益法对标的公司模拟权益进行评估时评估值存在重大差异的原因及合理性。

回复：

采用资产基础法与整体收益法对标的公司模拟权益进行评估时，两种方法各年租金收入明细及差异如下：

项目名称	2020 年 6-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
单项收益法租金收入	178.57	1,482.14	1,926.79	2,504.82	3,308.10	4,400.00
整体收益法租金收入	178.57	1,482.14	1,926.79	2,504.82	3,308.10	4,399.84
差异	0.00 -	0.00-	0.00 -	0.00 -	0.00 -	0.17-

续表

项目名称	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
单项收益法租金收入	3,736.68	3,845.67	4,037.95	4,239.85	4,451.84	4,674.43
整体收益法租金收入	3,608.02	3,788.42	3,977.85	4,176.74	4,385.58	4,604.85
差异	128.66	57.24	60.10	63.11	66.27	69.58

续表

项目名称	2032 年	2033 年	2034 年	2035 年	2036 年	2037 年
单项收益法租金收入	4,908.15	5,153.56	5,411.24	5,649.60	5,875.58	6,110.61
整体收益法租金收入	4,835.10	5,076.85	5,330.69	5,590.28	5,813.89	6,046.44
差异	73.06	76.71	80.55	59.32	61.69	64.16

续表

项目名称	2038 年	2039 年	2040 年	2041 年	2042 年	2043 年
单项收益法租金收入	6,355.03	6,609.23	6,873.60	7,148.54	7,434.49	7,731.86
整体收益法租金收入	6,288.30	6,539.83	6,801.43	7,073.48	7,356.42	7,650.68
差异	66.73	69.40	72.17	75.06	78.06	81.19

续表

项目名称	2044 年	2045 年	2046 年	2047 年 1-4 月
单项收益法租金收入	8,041.14	8,315.11	8,564.57	2,889.93
整体收益法租金收入	7,956.71	8,264.68	8,512.62	2,547.78
差异	84.43	50.43	51.95	342.15

整体收益法与单项收益法租约期外租金收入产生差异的原因为：其一、单项收益法考虑了各楼层栋号之间位置不同导致的租金差异；整体收益法预测是根据所有物业的平均租金。其二、单项收益法在测算中采用的是按基准日后一整年(6 月 1 日 -5 月 31 日)的非自然年度作为收益期和租金递增计算年度，整体收益法采用的是自然的会计年度，两种方法的收益期也存在一定的差异。单项收益法租金收入换算为自然年度整个预测期内租金差异合计 1,832.19 万元，影响整体收益法评估值较资产基础法低 351.59 万元。

评估值产生重大差异的主要原因为：

1. 整体收益法评估时考虑了企业所得税的影响，资产基础法评估未考虑企业所得税的影响，企业所得税每年的影响数如下：

金额单位：人民币万元

项目名称	2020 年 6-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
所得税	-	-	54.59	264.70	439.79	677.98

续表

项目名称	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
所得税	544.82	585.70	628.46	673.24	720.45	770.15

续表

项目名称	2032 年	2033 年	2034 年	2035 年	2036 年	2037 年
所得税	822.47	877.18	934.49	993.03	1,043.69	1,096.42

续表

项目名称	2038 年	2039 年	2040 年	2041 年	2042 年	2043 年
所得税	1,151.36	1,208.29	1,267.37	1,328.65	1,392.62	1,459.26

续表

项目名称	2044 年	2045 年	2046 年	2047 年 1-4 月
所得税	1,528.69	1,598.45	1,811.84	577.90

2. 整体收益法评估时考虑了企业未来经营所需的营运资金的增加，资产基础法评估未考虑营运资金的影响；营运资金每年的影响数如下：

金额单位：人民币万元

项目名称	2020 年 6-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
营运资金	-333.01	92.44	160.29	263.68	394.55	572.42
营运资金增加额	-	425.45	67.84	103.39	130.88	177.87

续表

项目名称	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
营运资金	468.09	498.38	530.18	563.54	598.59	635.40
营运资金增加额	-104.33	30.29	31.79	33.37	35.05	36.81

续表

项目名称	2032 年	2033 年	2034 年	2035 年	2036 年	2037 年
营运资金	674.07	714.64	757.23	800.79	838.38	877.42
营运资金增加额	38.66	40.58	42.58	43.56	37.58	39.04

续表

项目名称	2038 年	2039 年	2040 年	2041 年	2042 年	2043 年
营运资金	918.04	960.26	1,004.15	1,049.78	1,097.25	1,146.64
营运资金增加额	40.62	42.22	43.89	45.63	47.47	49.39

续表

项目名称	2044 年	2045 年	2046 年	2047 年 1-4 月
营运资金	1,198.02	1,249.74	1,377.75	432.95
营运资金增加额	51.37	51.73	128.01	-1,377.75

3. 折现率的不同：

①资产基础法中投资性房地产商业物业收益法的折现率按照房地产估价规范(2015 版)中的累加法计算；采用安全利率加风险调整值法确定，安全利率加风险调整值法是以安全利率加上风险调整值作为资本化率。风险调整值应根据评估对象所在地区的经济现状及未来预测，评估对象的用途及新旧程度等确定。

本次评估安全利率参考中国人民银行授权的全国银行间同业拆借中心公布的 2020 年 5 月 20 日贷款市场 1 年期报价利率 3.85%来确定。

风险系数取值考虑通货膨胀、片区房地产市场状况及评估对象所处位置确定，风险系数分低、中、高、投机四个档次，相应地赋予其风险调整值。

风险系数	安全利率	风险调整值	资本化率
低	3.85%	[0-3.0%)	[3.85%-6.85%)
中	3.85%	[3.0%-5%)	[6.85%-8.85%)
高	3.85%	[5%-7.5%)	[8.85%-11.35%)
投机	3.85%	>=7.5%	>=11.35%

风险系数取值考虑评估对象所处片区的租赁情况以及区域房地产市场的行情。

本次评估租约期内的风险系数取值考虑到《承包经营合同》的存在，出现毁约、租金无法回收的概率较低，风险系数较低，同时参考中国人民银行授权的全国银行间同业拆借中心公布的 2020 年 5 月 20 日贷款市场 5 年期以上报价利率，最终租约期内的折现率确定为 4.65%；租约期外风险系数取中级标准 3%，则租约期外的折现率为 3.85%+3%=6.85%，取整为 6.9%。

本次评估还考虑了收益期结束后的建筑物残值收益，测算思路为根据评估基准日客观的建造成本，预计收益期结束后的评估对象建筑物重置成新价，再通过折现得出建筑物残值收益；考虑到租约期外的折现率为房地合一情况下的折现率，而本次测算为建筑物的残值，不含土地部分价值，故本次评估建筑物残值部分折现率在租约期外折现率 6.9%的基础上下调为 6.5%。

②整体收益法评估折现率是按照加权平均资本成本模型(WACC)计算的：

$$r = r_e \times \frac{E}{D+E} + r_d \times \frac{D}{D+E} \times (1-T)$$

市场风险系数 β_e 采用资本资产定价模型(CAPM)计算：

$$r_e = r_f + MRP \times \beta_e + r_c$$

无风险报酬率 r_f 参照评估基准日长期国债到期收益率的平均收益水平(根据同花顺 ifind 资讯查询)，评估基准日 10 年以上期限长期国债到期收益率平均值作为无风险报酬率 r_f。

市场风险溢价 MRP 参考过下一个会计年度市场投资组合、权益资产的预期收益率减去无风险报酬率的差异水平。根据查询，评估基准日，沪市综指近期涨跌幅为 0.14%，则市场风险溢价 MRP 为 0.0470。

权益资本成本系数 β_e 通过同花顺 ifind 资讯查询上市公司与标的公司相关行业的 Beta 值为 0.6450，根据标的公司资产结构调整后 Beta 值为 0.6450。

板块名称		房地产租赁经营
证券数量:		4
标的指数		沪深 300
计算周期		周
时间范围	从	2017/05/31
	至	2020/05/31
收益率计算方法		普通收益率
剔除财务杠杆(D/E)		按账面价值(扣除所得税影响)
加权方式		算术平均
原始 beta		0.7252
加权调整 Beta		0.8159
加权剔除财务杠杆原始 Beta		0.4702
加权剔除财务杠杆调整 Beta		0.6450

可比公司一：中国国际贸易中心股份有限公司

（证券简称：中国国贸　证券代码：600007.SH）

所属行业：房地产业

上市日期：1999-03-12

主营业务：开展旅游、商务服务设施的经营与管理。

经营范围：写字楼、宾馆、公寓、商场、展览厅、会议厅、停车场的出租、服务；提供住宿、餐饮、幼儿园、文体服务；房地产开发与经营；物业管理；承办会议、展览、展销；对外经贸信息咨询；自营和代理各类商品和技术的进出口（国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外）；酒吧，烟草专卖零售，销售预包装食品，美容美发，洗浴（桑拿按摩、水疗），健身房，游泳池，零售商品部，图书、期刊、报纸的零售，商务中心；广告设计、制作、代理、发布；酒店附属商场及房屋场地出租或经营（办公用房或商务用房）；酒类的零售；零售日用品、服装、工艺美术品；体育运动项目经营（以工商登记管理机关核定为准）。

可比公司二：山西广和山水文化传播股份有限公司

（证券简称：山水文化　证券代码：600234.SH）

所属行业：制造业

上市日期：2000-06-15

主营业务：自有房屋租赁业务、高端红酒贸易业务和广告传媒业务。

经营范围：文化活动策划；文化传播策划；企业形象策划；以自有资金对主题公园和旅游文化项目、文艺演出项目、电影院线、书刊出版策划投资；书画艺术创作及展示；文化信息咨询服务；动漫设计；手机游戏设计；设计、制作、代理、发布广告；会展服务；组织文化艺术交流活动；互联网娱乐软件技术开发及服务；新媒体开发；票务代理；批发零售工艺美术品（象牙及其制品除外）、百货、土特产品（不含食品）、酒；进出口；自营和代理各类商品及技术进出口业务；自有房屋租赁；酒店管理（以上范围需国家专项审批的除外）；音像制品零售。（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）

可比公司三：上海汇通能源股份有限公司

（证券简称：汇通能源　证券代码：600605.SH）

所属行业：批发和零售业

上市日期：1992-03-27

主营业务：风力发电业务主要包括项目开发、建设及运营。铜批发贸易业务。房产业务：负责公司自有房产管理及运营，同时对公司持有的空置房产、厂房等重新规划和定位，因地制宜地提出经营方案。

经营范围：房地产开发经营。（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，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目：风力发电的企业投资，投资咨询（除经纪），实业投资，投资管理，资产管理，物业管理，水暖电安装建设工程作业，自有房屋租赁，销售建筑材料，装潢材料，金属材料，卫生洁具，五金交电，木材，生产经营轻工机械、原辅材料、配套容器、包装物、电脑软硬件、配件及 IC 卡、有色金属、黑色金属、钢材、化工原料(除专项规定)、家电产品、建材、装潢材料、通讯设备，销售润滑油、润滑脂及相关技术服务，自营和代理各类商品及技术的进出口业务；但国家限定公司经营和国家禁止进出口的商品及技术除外，经营进料加工和‘三来一补’业务，开展对销贸易和转口贸易，住房租赁、非居住房地产租赁，房地产经纪、房地产咨询、咨询策划服务，酒店管理，日用百货销售。(除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动)

可比公司四：浙江中国轻纺城集团股份有限公司

（证券简称：轻纺城　证券代码：600790.SH）

所属行业：租赁和商务服务业

上市日期：1997-02-28

主营业务：中国轻纺城市场营业用房的开发、租赁和物业管理。

经营范围：市场开发建设，市场租赁，市场物业管理，仓储运输服务和停车服务(限分支机构经营)，劳动服务，纺织原料、化工原料及产品(不含危险品和易制毒化学品)、建筑材料、装潢材料、金属材料、木材、矿产品、机械电子产品、工艺美术品、电器元件、机电设备、针纺织品、服装、日用百货、五金交电、文化体育用品的销售，室内外装潢，咨询服务，纺织品生产。

注：上市公司中近几年租赁收入或利润占收入或利润的比例超过一半以上的公司有且仅有这 4 家可比公司：4 家可比公司原本不属于房地产租赁行业的上市公司，只是因为原主业委缩，导致出租收入或利润占比较大；因 4 家可比公司还有其他经营收入，以这 4 家公司统计出来的参数(贝塔值)无法完全反映租赁行业的实际情况，导致资产基础法和整体收益法估值出现较大差异。

[illegible]

故整体收益法折现率 r 为 7.9%。

折现率产生差异的原因为：整体收益法折现率是按照企业价值评估中的加权平均资本成本模型(WACC)计算的，资产基础法中投资性房地产收益法的折现率是按照房地产估价规范(2015 版)中的累加法计算的，两种方法的取值口径不一致。整体收益法折现率选取的 4 家可比公司是同花顺 ifind 资讯系统里仅有的 4 家主营业务为房地产租赁经营的公司，租赁收入或利润占收入或利润的比例超过一半以上，但由于可比公司并非只有一种主营业务，还有其他主营业务，导致整体收益法的折现率与被评估企业单一房地产租赁经营的业务存在一定的差异，故导致两种方法的折现率产生差异。

综上所述：资产基础法与整体收益法的评估值产生差异，但两种方法的评估思路及参数的选取合理，故两种方法评估结果产生差异是合理的。

（五）根据《深圳证券交易所上市公司信息披露指引第 5 号——交易与关联交易》第四十五条的规定，请上市公司董事会对评估机构的选聘、评估机构的独立性、评估假设和评估结论的合理性发表明确意见；请独立董事对选聘评估机构的程序、评估机构的胜任能力、评估机构的独立性、评估假设和评估结论的合理性发表明确意见。

回复：

1. 公司第九届董事会第十八次会议审议通过了《关于资产置换的议案》，董事盛军先生投了反对票，反对理由：（1）本次置入标的