

银信资产评估有限公司

关于《深圳证券交易所对万泽实业股份有限公司的重组问询函》的核查意见

深圳证券交易所公司管理部：

万泽实业股份有限公司（以下简称“万泽股份”、“上市公司”或“公司”）于2018年3月21日披露了《万泽实业股份有限公司重大资产出售报告书(草案)》（以下简称“重组报告书”），并于2018年3月26日收到贵部下发的《关于对万泽实业股份有限公司的重组问询函》（非许可类重组问询函【2018】第5号，以下简称“问询函”）。根据问询函中提及的事项并结合交易方案的调整情况，银信资产评估有限公司作为万泽股份本次重大资产出售的评估机构，针对有关事项进行了核查，出具本核查意见。

如无特别说明，本核查意见中相关的词语或简称与《重组报告书（修订稿）》中“释义”中所定义的词语或简称具有相同的含义。

问题9：重组报告书显示，2014年11月28日，公司拟将持有的西安新鸿业的50%股权作价4.75亿元转让给赛德隆公司。该次交易的定价以评估值为基础并经双方协商确定。经银信资产评估有限公司（以下简称银信）评估并出具银信资报字（2014）沪第0529号的评估报告，评估方法选取了收益法及资产基础法两种方法进行评估，并最终确定收益法结果作为评估结论，该次西安新鸿业100%股权的评估结论为62,100.00万元。2017年11月28日，公司转让西安新鸿业35%股权的转让价格为3.325亿元。经银信评估并出具银信评报字（2017）沪第1257号的评估报告，评估方法选取了收益法及资产基础法两种方法进行评估，并最终选取资产基础法评估结果，该次评估结果为91,790.10万元。本次交易，根据银信出具的银信评报字（2018）沪第0187号报告，本次评估选择收益法及资产基础法作为评估方法，并选取资产基础法的评估结论作为评估结果，此次评估结果为88,880.82万元。

请公司补充披露：（1）2017年11月份转让35%股权与本次交易涉及的资产评估基准日均是2017年9月30日，但评估结果不同，请公司说明两次评估结果存在差异的原因。（2）2014年评估选用收益法作为评估结果，而2017年及本次交易选择资产基础法作为评估结果的原因。（3）对比分析三次评估基准日的公司存货具体情况说明三次评估结果存在差异的原因，包括但不限于涉及的存货具体会计科目、存货内容及数量明细、存货定价依据，并提供定价依据证明材料。请独立财务顾问及评估师发表专项核查意见。

回复：

一、关于两次评估结果差异

2017年11月份转让35%股权对应的标的公司全部净资产评估价值为91,790.10万元，本次转让15%股权对应的公司全部净资产评估价值为88,880.82万元，两者的差额系两次评估中基于当时获得的信息，评估师对其他应收款中有部分项目可回收金额的估计值不同所致。具体如下：

单位：元

序号	欠款单位名称（结算对象）	账龄	账面价值	前次评估价值	本次评估价值
1	崔凯	2-3年	30,000.00	30,000.00	0.00
2	李运丁	2-4年	350,000.00	350,000.00	0.00
3	马冯刚	1年以内	532,784.50	532,784.50	0.00
4	邹佩霖	2-3年	1,750,000.00	1,750,000.00	0.00
5	曹红云	3-4年	830,000.00	830,000.00	0.00
6	深圳市凯方实业发展有限公司	5年以上	2,800,000.00	2,800,000.00	0.00
7	北京益达丰华商贸有限责任公司	2-3年	1,500,000.00	1,500,000.00	0.00
8	揭阳市榕城区东兴华翔电子产品经营部	2-3年	1,200,000.00	1,200,000.00	0.00
9	陕西炜华实业有限公司	4-5年	3,000,000.00	3,000,000.00	0.00
10	陕西安立岩土基础工程有限公司	4-5年	7,100,000.00	7,100,000.00	0.00
11	中国有色金属工业西安勘察地基基础公司	4-5年	10,000,000.00	10,000,000.00	0.00
	合计		29,092,784.50	29,092,784.50	0.00

根据评估师了解，上述涉及的11项其他应收款，系标的公司原股东及其代表管理标的公司期间发生的往来债权款项。

在前次评估报告出具过程中，作为出让方股东的万泽股份认为另一方股东需对其经营期间上述其他应收款的回收承担相应责任，且当时标的公司管理层对此也未表示异议。基于维护上市公司在转让标的公司股权时的权益，评估师对上述其他应收款按可回收考虑。

在此之后，2017年12月，北京绿城投资有限公司受让了包括万泽股份持有的35%，以及深圳华荣丰实业（集团）有限公司持有的48%标的公司股权。交易完成后，绿城投资更换了包括法定代表人在内的管理人员，全面接管标的公司的管理。新的管理层对上述其他应收款认定全部无法收回，并全额确认了坏账损失。在本次评估中，评估师结合上述最新的信息，认为上述其他应收款无法回收，按零值评估。因此出现两次评估值的差异。

二、关于2014年和2017年评估结论选取的差异

2014年评估报告中选用收益法结果，评估师是基于当时标的公司持有的待开发地块开发状态正常，公司资产负债率水平也在合理范围。基于对房地产开发企业的一般假设，认为标的公司可以在合理期间内开发完成相应地块，并实现房产的销售。

2017年评估选用资产基础法结果。评估师是基于标的公司在2017年9月30日资产负债率已经高达99.88%，已经出现资金短缺已不能偿还到期债务，后续的地块开发没有必要的现金流支持。故在评估基准日为2017年9月30日的资产评估报告中不采用收益法的评估结果，而是选用了资产基础法结果。

三、三次评估标的公司存货的评估差异

鉴于在2017年两次评估中，对存货的账面值和估值一致，故仅比较2014年和2017年评估时存货的差异。

2014年6月30日和2017年9月30日存货情况对比如下表：

1、在产品即开发成本评估对比情况

单位：元

序号	名称及规格型号	2014/6/30		2017/9/30		差异原因
		账面金额	评估金额	账面金额	评估价值	
1	26#地三期	166,280,818.00	329,060,000.00	633,359,057.50	770,000,000.00	2014年评估报告认为其开发周期为1.5年，实际开发周期超过3年。经济适用房销售价格为政府核准价，无法享受商品房市场的涨价；同时开发周期延长导致资金成本上升，其开发成本上升；故开发利润下降，评估增值下降。
2	20#地	561,021,828.00	558,730,000.00			20#地块已经完工并已结转产成品。
3	20#地廉租房	10,317,134.00				20#地块已经完工并已结转产成品。
4	20#回迁房	9,195,800.00				20#地块已经完工并已结转产成品。
5	20#地二期	2,360,699.00				20#地块已经完工并已结转产成品。
6	23#地	156,389,283.00	-11,320,000.00	300,930,075.96	130,000,000.00	23#地块集中了一期工程大部分的回迁房，回迁房无法销售，评估过程中将其成本分摊至一期各地块账面价值中。23#地块原账面金额包括回迁房成本，仅物管楼及住宅楼可销售，故单个地块减值。
7	24#地	194,501,329.00	564,740,000.00	469,605,523.92	1,334,350,000.00	对尚未开发的地块作为限价商品房采用市场法进行评估。
8	27#地	233,453,900.00	240,213,259.90	260,331,619.98	648,000,000.00	对住宅部分作为限价商品房采用市场法进行评估。
9	二期公共	47,534,644.00	47,534,644.00	45,025,152.18	45,025,152.18	账面值不同，评估过程无差异。

10	三期公共	27,388,245.00	27,388,245.00	27,402,144.62	27,402,144.62	账面值不同，评估过程无差异。
11	鸿基新城公共	13,654,032.00	13,654,032.00	20,708,818.53	20,708,818.53	账面值不同，评估过程无差异。
12	一期公共	28,683,119.23		427,325,977.34	0.00	评估过程中，一期公共费用已分摊至一期已开发的各地块成本中，故评估值为0。
	合计	1,450,780,831.23	1,770,000,180.90	2,184,688,370.03	2,975,486,115.33	-

2、产成品即开发产品评估对比情况

(1) 2014年6月30日产成品即开发产品评估情况

单位：元

名称	数量（平方米）	账面金额	评估金额	评估方法
车位（个）	120.00	15,278,486.16	16,008,720.00	按销售定价评估
幼儿园	3,108.00	12,277,093.17	14,360,983.00	按转让协议评估
商铺 1	4,358.91	32,488,283.32	79,675,511.46	按销售定价评估
商铺 2	1,497.00	10,072,976.58		
合计		70,116,839.23	110,045,214.46	-

(2) 2017年9月30日产成品即开发产品评估情况

单位：元

名称	数量（平方米）	账面金额	评估金额	评估方法	
一期 26#地块南部车位（个）	33.00	3,518,152.42	87,000,000.00	按销售定价评估	
一期 26#地块南部幼儿园	3,115.00	12,877,877.84		按转让协议评估	
一期 26#地块南部商铺 1	3,866.65	29,597,806.04		按销售定价评估	
一期 26#地块南部商铺 2	1,497.00	10,559,418.09		按销售定价评估	
20#地块一期车位（个）	787.00	119,985,641.91	372,000,000.00	按销售定价评估	
20#地块一期住宅	1,904.07	5,066,055.97		按审核价评估	
20#地块一期商铺 1	3,470.15	53,141,647.04		按销售定价评估	
20#地块一期商铺 1（丙类仓库）	4,083.80			按销售定价评估	
20#地块一期商铺 2	4,437.03	按销售定价评估			
20#地块 17#楼住宅	19,609.00	63,219,219.91		按审核价评估	
20#地块配套商业 4#楼	609.00	80,791,751.48		按销售定价评估	
20#地块二期幼儿园	2,498.82			按转让协议评估	
20#二期廉租房	14,119.90			按转让协议评估	
20#二期回迁房	29,628.40			-	
合计		378,757,570.70		459,000,000.00	-

说明：①按销售定价评估，标的公司开发的商铺、车位等按照其销售价格定价评估；

②按审核价评估，标的公司经济适用房按政府核准价格定价评估；

③按转让协议评估，标的公司该类产品租赁期限较长，以视同转让方式定价评估。

上述两次评估时点，存货范围和评估思路均存在差异。

存货-在产品范围差异是 2014 年 6 月 30 日的在产品中，20#地块涉及物业已经于 2015 年完成了开发，结转到了产成品。存货-在产品评估思路差异在于，24#和 27#地块未开发部分在 2017 年 9 月 30 日的报告中，假设其能够转为限价商品房用地，由于标的尚无限价商品房用地的具体规划方案，故采用市场法评估，而 2014 年 6 月 30 日评估时该类地块采用的评估方法为假设开发法。

存货-产成品评估思路基本相同，评估范围增加了 20#地块开发完成后结转的物业。

关于三次评估基准日标的公司的存货具体情况的定价依据证明文件详见问题十二。

四、评估师核查意见

评估师经核查认为：

1、万泽股份 2017 年出售西安新鸿业股权以及本次出售西安新鸿业股权资产评估结果差异为其他应收款中有部分项目可回收金额的估计值不同所致，两次评估时点标的公司股权发生重大变化，评估师结合其他应收款的回款责任及对评估目的的影响，根据新的管理层对其他应收款可收回性的判断，进行重新估值，从而出现了两次评估结果不一致。

2、2014 年评估报告中选用收益法结果，评估人员是基于当时标的公司持有的待开发地块开发状态正常，公司资产负债率水平也在合理范围，从而根据房地产开发企业的一般假设，认为标的公司可以在合理期间内开发完成相应地块，并实现房产的销售，选择收益法更能体现标的公司价值。2017 年及本次评估时选用资产基础法结果，评估人员是基于标的公司在 2017 年 9 月 30 日资产负债率已经高达 99.88%，已经出现资金短缺且不能偿还到期债务，后续的地块开发没有必要的现金流支持，经营情况恶化，从而评估报告选用了资产基础法结果。

3、标的公司以 2017 年 9 月 30 日为评估基准日的两次评估中，对存货的账面值和估值一致，故仅比较 2014 年和 2017 年评估时存货的差异。

2014 年和 2017 年两次评估时点，存货范围和评估思路均存在差异，故评估结果存在差异。其中存货-在产品范围差异是 2014 年的在产品中 20#地块涉及物业已经于 2015 年完成了开发，结转了产成品。存货-在产品评估思路差异在于，24#和 27#地块未开发部分在 2017 年的报告中，假设其能够转为限价商品房用地，由于标的尚无限价商品房用地的规划方案，故采用市场法评估，而 2014 年该类地块采用假设开发法进行评估。存货-产成品评估思路基本相同，评估范围增加了 20#地块开发完成后结转的物业，前述综合原因导致标的公司三次评估过程中存货评估结果产生了差异。

问题 11. 重组报告书显示，在产品评估对象为划拨经适房用地，市场上基本无类似土地的出租案例，故不宜采用收益法。市场上基本无类似地块的动拆迁案例，故不宜采用成本法。由于尚有部分回迁房在建，故在产品中并未包含全部的征地费用，故不宜采用市场法和基准地价法。根据评估对象的特点，经评估师综合分析，选用具有可操作性的，并能准确反映评估对象市场价格水平的假设开发法进行评估；由于西安市住房保障和房屋管理局 2017 年 10 月 20 日出具的《市房发（2017）110 号》文件，可将已立项尚未开工建设经济适用住房项目调整为限价商品房项目，尚未开发的土地未来的规划设计存在不确定性，故采用市场法评估。

请公司结合存货科目具体明细内容，分别说明采取的评估方法及评估结果；结合限价商品房与经济适用房在成本、销售、税费、国家政策等方面的差别，说明存货明细分别对应限价商品房及经济适用房类别的情况，说明对两种类别的存货选择不同评估方法、评估过程、评估参数的原因及合理性。请独立财务顾问及评估师发表专项核查意见。

一、结合存货科目具体明细内容，分别说明采取的评估方法及评估结果

公司存货包括产成品即开发产品和在产品即开发成本，具体的评估方法及评估结果如下：

1、产成品即开发产品

产成品的评估方法为：产成品评估价值=不含税销售价-销售费用-增值税附加税-土地增值税-所得税。

评估结果：

单位：元

名称	数量（平方米）	账面金额	评估金额	评估方法
一期 26#地块南部车位（个）	33.00	3,518,152.42	87,000,000.00	按销售定价评估
一期 26#地块南部幼儿园	3,115.00	12,877,877.84		按转让协议评估
一期 26#地块南部商铺 1	3,866.65	29,597,806.04		按销售定价评估
一期 26#地块南部商铺 2	1,497.00	10,559,418.09		按销售定价评估
20#地块一期车位（个）	787.00	119,985,641.91	372,000,000.00	按销售定价评估
20#地块一期住宅	1,904.07	5,066,055.97		按审核价评估
20#地块一期商铺 1	3,470.15	53,141,647.04		按销售定价评估
20#地块一期商铺 1（丙类仓库）	4,083.80			按销售定价评估
20#地块一期商铺 2	4,437.03			按销售定价评估
20#地块 17#楼住宅	19,609.00	63,219,219.91		按审核价评估
20#地块配套商业 4#楼	609.00	80,791,751.48		按销售定价评估
20#地块二期幼儿园	2,498.82			按转让协议评估
20#二期廉租房	14,119.90			按转让协议评估
20#二期回迁房	29,628.40			-
合计		378,757,570.70		459,000,000.00

2、在产品即开发成本

在产品评估方法及评估结果如下表：

单位：元

序号	名称	账面金额	分摊后的账面金额	评估价值	评估方法
1	23#公共费用	300,930,075.96	-	-	-
2	物管楼及住		57,064,453.33	130,000,000.00	其中物管楼已建成，并投

	宅楼				入使用，按照商铺的价格采用销售价扣除税费的评估方法；住宅楼已经开工，但未取得建筑施工许可证的，按照限价商品房的价格采用假设开发法评估
3	24#公共费用	469,605,523.92			-
4	其中：已建5栋住宅楼	-	422,243,688.37	584,000,000.00	已开始建造5栋住宅楼，但未取得建筑施工许可证的，按照限价商品房的价格采用假设开发法评估
5	未建部分	-	311,978,602.07	750,350,000.00	按照限价商品房用地的价值，采用市场法评估
6	26#北部公共费用	633,359,057.50	742,998,942.52	770,000,000.00	已经开始建造，并已经取得预售许可证，按照经济适用房的价格采用假设开发法进行评估
7	27#公共费用	260,331,619.98	557,266,568.41	648,000,000.00	按照限价商品房用地的价值，采用市场法评估
8	一期公共	427,325,977.34	-	-	-
9	二期公共	45,025,152.18	45,025,152.18	45,025,152.18	采用成本法评估
10	三期公共	27,402,144.62	27,402,144.62	27,402,144.62	采用成本法评估
11	鸿基新城公共	20,708,818.53	20,708,818.53	20,708,818.53	采用成本法评估
	合计	2,184,688,370.03	2,184,688,370.03	2,975,486,115.33	-

二、结合限价商品房与经济适用房在成本、销售、税费、国家政策等方面的差别，说明存货明细分别对应限价商品房及经济适用房类别的情况，说明对两种类别的存货选择不同评估方法、评估过程、评估参数的原因及合理性

限价商品房及经济适用房在购买对象的准入标准上存在一定差异，根据《雁塔区保障性住房准入标准》，西安市雁塔区经济适用房、限价商品房申请对象准入标准如下：

保障类型	户籍要求	家庭类型	家庭人均月收入标准	家庭人均住宅面积标准	备注
经济	雁塔区居民	三人及三人以上家庭	低于 2275 元	低于 17 平	单身年满 25

适用房	户口	两人家庭	低于 2502 元	方米	周岁且不超过 70 岁
		单身家庭（含未婚、离婚、丧偶独身）	低于 2730 元		
限价商品房	拥有雁塔区居民户口或居住证（可证明在雁塔辖区居住或工作）	三人及三人以上家庭	低于 3250 元		单身年满 22 周岁且不超过 70 岁
		两人家庭	低于 3575 元		
		单身家庭（含未婚、离婚、丧偶独身）	低于 3900 元		

数据来源：西安市雁塔区人民政府网站

除购买对象准入标准的差异外，限价商品房与经济适用房在成本上的差别主要在土地成本上，按照西安市现有政策，经适用房用地为划拨用地，限价商品房用地为出让用地，根据《陕西省国有土地使用权出让和转让办法》第三十一条划拨土地使用权补交出让金，应当区别土地的不同用途，按宗地当时评估地价的一定比例收取，最低不得低于评估地价的 40%，故本次评估经济适用房用地转为限价商品房用地土地出让金按照市场价值的 40% 计算，由于西安市尚未对限价商品房做出具体限价措施，评估人员参考了北京、深圳等地的限价商品房措施，并咨询了西安市国土资源局的有关人员，本次评估对限价商品房用地地价采用 30% 的折减率。

销售价格方面，经济适用房的销售价格是在开发企业办理销售（预售）许可证之前，由物价部门确定，而限价商品房的销售价格一般是在开发企业以出让方式取得土地前，在土地招拍挂文件中确定。由于西安市市场上尚未有经济适用房转限价商品房进行销售的具体定价方式，本次评估对经济适用房的评估的主要参数采用西安新鸿业近期的销售均价，而对限价商品房主要参考同区域商品房价值的 70% 计算，本次评估中限价商品房的价格以 7,000 元/平方米进行计算。在税费及其他国家政策等方面无明显差异。

公司已经开发完成的物业，采用市场价扣除销售税费的方法评估；在产品包括在建经适用房项目、在建住宅项目（未取得施工许可证）、已取得土地使用权证未建项目和未取得土地使用权证未建项目，对在建经适用房项目根据开发完成后经适用房的售价采用假设开发法评估，对在建住宅项目（未取得施工许可证）根据西

安市住房保障和房屋管理局 2017 年 10 月 20 日出具的《市房发（2017）110 号》文件，可将已立项尚未开工建设经济适用房项目调整为限价商品房项目，故按照开发完成后限价商品房的售价采用假设开发法评估，对已取得土地使用权证未建项目按照限价商品房用地采用市场法评估，对未取得土地使用权证项目，根据其账面成本采用成本法评估。

三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：限价商品房与经济适用房主要差异在于土地成本、销售价格及可比案例的可获取性上。土地成本上，经济适用房为划拨用地，而限价商品房需补缴土地出让金。销售价格上，经济适用房价格需政府根据成本核定，限价商品房由于西安市市场上尚未有限价商品房，主要参考了其他城市限价商品房销售政策，即按照同区域商品房价值的 70% 计算。因此，经济适用房可比案例较少，仅适用于假设开发法；而限价商品房与周边商品房具有一定的可比性，可适用于假设开发法及市场法。评估机构考虑了被评估对象的上述实际情况，选取了不同的评估方法、评估过程、评估参数，具有合理性。

问题 12. 重组报告书显示，以假设开发法评估经济适用房用地 26#三期地块，涉及预计被评估单位于评估基准日后至 2017 年 12 月底完成该地块的房地产开发建设，并全部实现销售。根据西安市住房保障和房屋管理局的公示价作为经适房的销售价，商铺以及车位采用近期销售均价，分别为经适房 4,284.00 元/平方米、商铺 18,000.00 元/平方米、车位 150,000.00 元/个。请公司补充披露：（1）截至 2017 年 12 月底，经济适用房用地 26#三期地块的开发建设及销售的实际情况；（2）评估基准日后至报告书披露日，26#三期地块涉及经适房的实际销售价与西安市住房保障和房屋管理局的公示价是否存在差异，如有，请公司解释原因。（3）请公司提供存货评估过程中销售价格的确切依据及书面证明材料。请独立财务顾问及评估师发表专项核查意见。

回复：

一、截至 2017 年 12 月底，经济适用房用地 26#三期地块的开发建设及销售

的实际情况

截至 2017 年 12 月底，经济适用房用地 26#三期地块的开发建设及实际情况为：工程形象进度约为 85%，尚未完工，主要因标的公司在新股东注入资金前，无足够资金支付工程款，导致工程进度延后。销售的实际情况为：截止 2017 年 12 月 31 日，26#三期已售住宅面积 153,380.51 平方米，已售住宅总价款 657,187,550.80 元，经适房住宅预售进度约为 99%。

二、评估基准日至报告书披露日，26#三期地块涉及经适房的实际销售价与西安市住房保障和房屋管理局的公示价不存在差异

根据西安市物价局西安市住房保障工作领导小组办公室《关于鸿基新城 26#地三期经济适用住房价格的批复》，26#三期经济适用房销售基准价格核定为：每平方米建筑面积 4,158.90 元，西安新鸿业可根据市场供求等实际情况，在单套住房价格基础上按上浮幅度最高不超过 3%，下浮幅度不限原则确定销售价格。评估基准日至报告书披露日，26#三期地块涉及经适房的实际销售价与核准公示价没有差异。

三、存货评估过程中销售价格的确定依据及书面证明材料

存货评估过程中的定价依据及书面证明材料如下：

1、存货-产成品中的商铺、车位按照销售实际定价评估，书面证明材料请见销售协议。

2、存货-产成品中的经济适用房按照政府核定价评估，书面证明材料请见核价文件及销售协议。

3、存货-产成品中的幼儿园按照转让协议确定的价格评估，书面证明材料请见转让协议。

4、存货-在产品中的在建经适房项目，采取政府核定价作为销售价格，书面证明材料请见核价文件。

5、存货-在产品中的在建住宅项目（未取得施工许可证）、已取得土地使用权证未建项目均按照限价商品房的定价进行。由于西安市尚未对限价商品房做出

具体限价措施，评估人员参考了北京、深圳等地的限价商品房措施，采用 30%的折减率，即可比的周边商品房价格打 7 折进行计算。书面证明材料请见鸿基新城项目周边商品房价格查询文件。

四、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

- 1、经济适用房用地 26#三期地块的开发建设及销售的实际情况已补充披露；
- 2、评估基准日后至报告书披露日，26#三期地块涉及经适房的实际销售价与核准公示价不存在差异；
- 3、已向深圳证券交易所提供了存货评估过程中销售价格的确 定依据及书面证明材料。

问题 13：重组报告书显示，评估过程中的销售费用取定房屋销售价的 3%，计算公式为销售费用=1,085,172,549.60×,0=31,004,929.99 元；销售税费合计为销售额的 0.68%，计算公式为税费总额=1,033,497,666.29×,033,=7,027,784.13 元；开发间接费一般取房屋开发费的 3%，计算公式为开发间接费=130,334,277.33×30=3,910,028.32 元；资金成本根据整个项目的开发情况，26#地块三期工程将于 2017 年年底之前完工，则该房地产开发项目未来建设期为 0.25 年，后续投入开发成本按照均匀投入计算，1 年期贷款利率为 4.35%，资金成本=1,004,929.99+7,027,784.13+3,910,028.32+130,334,277.33)×[(1+4.35%)^0.125-1]=881,893.18 元。

请公司：（1）核实上述计算公式的内容，存在错误的，请公司补充更正，并说明出现上述差错的原因，独立财务顾问是否勤勉尽责。（2）使用通俗易懂的文字表述资金成本公式涉及的计算过程及数据含义。请独立财务顾问及评估师发表专项核查意见。

回复：

一、公司对上述符号错误进行更正

评估师已核对对外提交以及披露的资产评估报告和资产评估说明，不存在上述问题，上述错误的原因系《重组报告书（草案）》终稿在内部传输过程中出现软件兼容性问题，“×”后的数字自动替换为其前面部分字符所致，。

二、使用通俗易懂的文字表述资金成本公式涉及的计算过程及数据含义

假设开发法中计算的是后续投入开发成本的资金成本，后续投入开发成本包括销售费用、销售税金、后续投入的建安成本、开发间接费，

故后续投入开发成本的资金成本=（销售费用+销售税金+后续投入的建安成本+开发间接费）×[（1+贷款利率）^{（建设期/2）}-1]

$$\begin{aligned} &= (31,004,929.99+7,027,784.13+3,910,028.32+130,334,277.33) \times \\ &[(1+4.35\%)^{0.125}-1] \\ &=881,893.18 \text{ 元} \end{aligned}$$

三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

1、评估师已核对对外提交以及披露的资产评估报告和资产评估说明，不存在上述问题，上述错误的原因系《重组报告书（草案）》终稿在内部传输过程中出现软件兼容性问题，“×”后的数字自动替换为其前面部分字符所致。

2、已将资金成本公式涉及的计算过程及数据含义用通俗易懂的文字进行表述。

问题 14：重组报告书显示，资产评估方面，本次交易选择收益法及资产基础法作为确定对象价值的评估方法，并选取资产基础法的评估结论作为评估结果。请公司：（1）根据《26号准则》第二十四条的规定进一步补充披露标的公司存货科目评估过程，包括不限于评估方法、评估方法选择的合理性说明、评估参数以及评估过程、评估结论。（2）补充披露收益法的评估过程，包括不限于具体模型、未来预期收益现金流、折现率确定方法、评估或估值测算过程、非经营性和溢余资产的分析与确认等。请独立财务顾问及评估师发表专项核查意见。

回复：

一、根据《26号准则》第二十四条的规定进一步补充披露标的公司存货科目评估过程

存货补充披露事项：

存货于评估基准日时的账面价值为 2,563,445,940.73 元，包括产成品和在产品。

1、产成品的评估

(1) 产成品的概况

单位：元

名称	账面金额
20#地块	372,000,000.00
26#地块 1-2 期	87,000,000.00
合计	459,000,000.00

评估人员现场勘查时，评估对象为已经开发完成尚未售出的房产。

(2) 产成品评估方法

对于已经开发完成在销售中的房产，评估人员根据其销售价格扣除相关费用得出其评估价值。

产成品评估价值=不含税销售价-销售费用-增值税附加税-土地增值税-所得税

例 1：20#地块的评估

20#地块可售面积如下：

类型	单位	数量	账面金额(元)
20#地块一期车位	个	787.00	322,204,316.31
20#地块一期住宅	m ²	1,904.07	
20#地块一期商铺 1	m ²	3,470.15	
20#地块一期商铺 1（丙类仓库）	m ²	4,083.80	
20#地块一期商铺 2	m ²	4,437.03	

20#地块 17#楼住宅	m ²	19,609.00
20#地块配套商业 4#楼	m ²	609.00
20#地块二期幼儿园	m ²	2,498.82
20#二期廉租房	m ²	14,119.90

根据被评估单位近期的销售价格，20#地块评估过程如下：

单位：元

名称	数量	销售单价	销售收入	销售费用	销售税金
20#地块一期车位	787.00	150,000.00	112,428,571.43	2,248,571.43	764,514.29
20#地块一期住宅	1,904.07	4,187.00	7,592,705.80	151,854.12	51,630.40
20#地块一期商铺 1	3,470.15	22,000.00	72,707,904.76	1,454,158.10	494,413.75
20#地块一期商铺 1（丙类仓库）	4,083.80	5,000.00	19,446,666.67	388,933.33	132,237.33
20#地块一期商铺 2	4,437.03	18,000.00	76,063,371.43	1,521,267.43	517,230.93
20#地块 17#楼住宅	19,609.00	4,187.00	78,193,221.90	1,563,864.44	531,713.91
20#地块配套商业 4#楼	609.00	18,000.00	10,440,000.00	208,800.00	70,992.00
20#地块二期幼儿园	2,498.82	5,238.09	13,089,047.62	-	1,659,691.24
20#二期廉租房	14,119.90	750.00	10,589,925.00	-	-

单位：元

名称	土地增值税	所得税	评估价值（取整）
20#地块合计	180,548.57	16,601,669.26	372,000,000.00

注：其中销售单价采用被评估单位近期平均的销售单价；销售费用率采用 2%；销售税金为增值税附加税金；土地增值税按照土地增值额计算；所得税率 25%，幼儿园按实际销售价评估，无需再计算销售费用；廉租房为政府回购。

按照上表计算，库存商品中 20#地块的评估价值为 372,000,000.00 元。

2、在产品的评估

（1）在产品的概况

单位：元

名称及规格型号	账面金额
23#公共费用	300,930,075.96
其中：回迁房及回迁商业	-
物管楼及住宅楼	-
24#公共费用	469,605,523.92
其中：已建 5 栋住宅楼	-
未建部分	-
26#北部公共费用	633,359,057.50
27#公共费用	260,331,619.98
一期公共	427,325,977.34
二期公共	45,025,152.18
三期公共	27,402,144.62
鸿基新城公共	20,708,818.53
合计	2,184,688,370.03

评估人员现场查看时，23#地块回迁房、物管楼均已竣工投入使用；23#地块北部住宅楼和 24#南部 5 栋住宅楼已结构封顶；26#地块北部即 26#地块住宅楼已结构封顶，并已取得预售许可证；剩余地块尚未开发。

账面成本为实际上地块发生的成本，本次评估把 23#地块回迁房的成本分摊至各地块，一期公共费用为 23#、24#、26#、27#地块的共同成本，故在计算各个地块评估价值之前，评估人员按照每个地块的实际可售面积对上述账面成本重新归集，其结果如下：

单位：元

名称及规格型号	账面金额
23#公共费用	
其中：回迁房及回迁商业	-
物管楼及住宅楼	57,064,453.33
24#公共费用	-
其中：已建 5 栋住宅楼	422,243,688.37
未建部分	311,978,602.07

26#北部公共费用	742,998,942.52
27#公共费用	557,266,568.41
一期公共	-
二期公共	45,025,152.18
三期公共	27,402,144.62
鸿基新城公共	20,708,818.53
合计	2,184,688,370.03

(2) 评估方法概述

根据《房地产估价规范》，评估方法通常有市场法、收益法、成本法和假设开发法等。

评估对象为划拨经适房用地，市场上基本无类似土地的出租案例，故不宜采用收益法。市场上基本无类似地块的动拆迁案例，故不宜采用成本法。由于尚有部分回迁房在建，故在产品中并未包含全部的征地费用，故不宜采用市场法和基准地价法。根据评估对象的特点，经评估人员综合分析，选用具有可操作性的，并能准确反映评估对象市场价格水平的假设开发法进行评估；由于西安市住房保障和房屋管理局 2017 年 10 月 20 日出具的《市房发（2017）110 号》文件，可将已立项尚未开工建设经济适用住房项目调整为限价商品房项目，尚未开发的土地未来的规划设计存在不确定性，故采用市场法评估。

名称及规格型号	评估方法
26#地三期	假设开发法
23#地块	假设开发法
24#地块	市场法、已开发部分假设开发法
27#地块	市场法

1) 假设开发法

假设开发法即将房屋完工后的市场价值扣除从现状土地状态至房屋完工后所需投入的必要建设成本后来估算土地使用权价值的方法。

假设开发法计算公式

土地评估价值 = 开发完成后房地产价值 - 开发成本 - 管理费用 - 投资利息

—销售税费—土地增值税—利润

其中，房屋价值采用在售的房屋售价估算。

2) 市场法

根据替代原理，选择与评估对象处于同一供需圈内的同类物业作为比较案例，经过交易情况、交易日期、区域因素及个别因素诸项修正，得出评估对象的评估价格作为评估对象的市场价值。

评估价值=可比实例价格×交易情况修正系数×交易日期修正系数×区域因素修正系数×个别因素修正系数

(3) 假设开发法评估过程（以 26#三期地块为例，说明假设开发法评估过程）

假设开发法是根据政府批准的规划条件及土地用途，根据合法原则和最高最佳使用原则，预测估价对象开发完成后的房地产价值，减去未来的正常开发成本、税费和利润等，以此估算评估对象的客观合理价格。

其计算公式为：

土地评估价值=开发完成后房地产价值—开发成本—管理费用—投资利息—销售税费—土地增值税—利润

下面以经济适用房用地 26#三期地块为例说明本次假设开发法评估过程：

1) 开发完成后房地产价值的估算

26#三期地块的目前的规划经济指标如下：

商业金融用地 26#三期地块			
序号	项目	单位	指标
1	用地规模	m ²	39,577.71
2	总建筑面积	m ²	208,183.00
3	地上建筑面积	m ²	171,697.44
	其中：住宅	m ²	155,049.40
	商业	m ²	15,543.94

4	地下建筑面积	m ²	36,486.21
5	地下停车位	个	941

结合以上经济指标并根据项目的具体情况，预测该地块开发完成后的房地产可销售面积如下表：

序号	物业类型	建筑面积
1	住宅	155,049.40 平方米
2	商业	15,543.94 平方米
3	停车位（地下）	941 个

预计被评估单位于评估基准日后至 2017 年 12 月底完成该地块的房地产开发建设，并全部实现销售。

根据西安市住房保障和房屋管理局的公示价作为经适房的销售价，商铺以及车位采用近期销售均价，分别为经适房 4,284.00 元/平方米、商铺 18,000.00 元/平方米、车位 150,000.00 元/个。

经适房的评估过程：

2) 开发完成后总价值的确定

单位：元

序号	物业类型	建筑面积	预测单价	预测总价
1	住宅	155,049.40 平方米	4,284.00 元/平方米	664,231,629.60
2	商业	15,543.94 平方米	18,000.00 元/平方米	279,790,920.00
3	停车位（地下）	941 个	150,000.00 元/个	141,150,000.00
	合计			1,085,172,549.60
	不含税价合计			1,033,497,666.29

3) 房地产总开发成本

房地产总开发成本按目前社会平均成本以及变动情况计算，包括房屋开发费、专业费用、不可预见费、资金成本、销售费用、税费。

a、销售费用

评估对象为包括经适房、商业和停车位，销售费用（包括广告宣传、策划）

合计取定房屋销售价的 3%。

$$\text{销售费用} = 1,033,497,666.29 \times 3\% = 31,004,929.99 \text{ 元}$$

b、销售税费

销售税费主要是增值税附加税，合计为销售额的 0.68%。

$$\text{税费总额} = 1,033,497,666.29 \times 0.68\% = 7,027,784.13 \text{ 元}$$

c、后续投入开发成本

房屋开发费主要包括房屋建安工程费、公共配套设施建设费用、红线范围内的给排水、强电、弱电、通讯、绿化、道路等配套费用。

根据 26#三期经西安市物价局审核通过的经适房的总建安成本、配套费用为 3,020.20 元/平方米，其工程形象进度为 80%（被评估单位已经根据形象进度暂估了工程款），则其尚未支付的工程款计算如下：

单位：元

物业类型	单位成本	数量	后续投入=单位成本×数量×(1-80%)
住宅	3,020.20 元/平方米	155,049.40 平方米	93,656,108.86
商业	3,020.20 元/平方米	15,543.94 平方米	9,389,168.46
车位	145,000.00 元/个	941 个	27,289,000.00
合计			130,334,277.33

$$\text{则后续投入建安成本和配套费} = 130,334,277.33 \text{ 元}$$

d、开发间接费

开发间接费一般取房屋开发费的 3%

$$\text{开发间接费} = 130,334,277.33 \times 3\% = 3,910,028.32 \text{ 元}$$

e、资金成本

根据整个项目的开发情况，26#地块三期工程将于 2017 年年底之前完工，则该房地产开发项目未来建设期为 0.25 年，后续投入开发成本按照均匀投入计算。

1 年期贷款利率为 4.35%。

资金成本=1,004,929.99+7,027,784.13+3,910,028.32+130,334,277.33)
 $\times [(1+4.35\%)^{0.125}-1]=881,893.18$ 元

f、土地增值税：

根据国家规定的土地增值税清算办法，该地块完成项目开发后，根据房地产的销售收入以及所投入的房地产开发成本费用，应计算缴纳的土地增值税为52,135,135.94元，其中经适房无需缴纳土增税，其他房地产收入成本费用详见下表：

单位：元

行号	项目	行次	金额	备注	
1	一、不含销项税额销售收入	1=2+3	420,940,920.00		
2	其中	合同收入			
3		评估收入	420,940,920.00		
4	二、扣除项目	4= 5+8+9+14	258,313,849.03		
5	1、土地	5	8,182,497.96		
6	2、建安	6	183,390,842.32		
7	3、项目开发管理费用	7	5,747,200.21		
8	4、项目开发利息支出	8	19,732,054.05		
9	5、增值税附加	9= 11+12+13	2,946,586.44		
10	其中	增值税	10=1*5%	21,047,046.00	
11		城市建设维护税	11= 10*7%	1,473,293.22	7%
12		教育费附加	12= 10*5%	1,052,352.30	5%
13		河道费	13= 10*2%	420,940.92	2%
14	6、规定允许扣除附加项目	14= (5+6)*20%	38,314,668.06	房产开发企业加计扣除	
15	三、增值额	15=1-4	162,627,070.97		
16	四、增值额与扣除项目金额之比	16=15/4	62.96%		
17	五、适用税率	17	40%		

18	六、速算扣除系数	18	5%	
19	七、应缴土地增值税	19= 15*17-4*1 8	52,135,135.94	

g、应扣除的开发商后续投入的成本费用产生的利润

参照 2017 年企业绩效评价标准值，房地产开发行业成本费用利润率为 17.8%（大型企业良好值），则

$$\text{利润} = (130,334,277.33 + 881,893.18 + 31,004,929.99 + 3,910,028.32) \times 17.8\% \times (1 - 25\%) = 22,178,505.70 \text{ 元}$$

h、项目所得税

$$\begin{aligned} \text{项目所得税} &= (\text{总开发价值} - \text{已投入的开发成本} - \text{后续投入的成本费用} - \text{销售税金} - \text{土地增值税}) \times 25\% \\ &= (1,033,497,666.29 - 742,998,942.52 - 166,131,128.82 - 7,027,784.13 - 52,135,135.94) \times 25\% = 16,301,168.72 \text{ 元} \end{aligned}$$

i、项目税后评估值

$$\begin{aligned} \text{项目税后评估值} &= \text{总开发价值} - \text{后续投入的成本费用} - \text{后续投入的成本费用产生的利润} \\ &- \text{销售税金} - \text{土地增值税} - \text{项目所得税} \\ &= 1,033,497,666.29 - 166,131,128.82 - 22,178,505.70 - 7,027,784.13 - 52,135,135.94 - 16,301,168.72 \\ &= 770,000,000.00 \text{ (取整)} \end{aligned}$$

即，26 号地块三期地块的土地评估价值 = 770,000,000.00 元(取整)。

(4) 市场法评估过程 (27 号地块)

27 号地块总占地面积 108,640.90 平方米，总建筑面积 381,731.00 平方米，容积率 3.51，其中住宅部分占地面积 61,679.35 平方米，总建筑面积 180,869.00 平方米，容积率 2.93，商业部分占地面积 46,961.55 平方米，总建筑面积 200,862.00 平方米，容积率 4.28。

1) 评估对象 (住宅部分)

坐落	土地用途	宗地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	容积率
----	------	---------------	---------------	-----

高新区高新四路鸿基新城	住宅	61,679.35	180,869.00	2.93
-------------	----	-----------	------------	------

2) 交易案例选取

a. 案例来源

同花顺 IFIND 系统。

b. 案例选取

通过网络查询，查询到与评估基准日较近的三个交易案例如下：

案例	坐落	交易类型	土地用途	交易日期	成交楼面单价 (元/平方米)	容积率
案例 A	西安市雁塔区科技六路以北、经九路以东地块 YT77144	拍卖	普通商品房	2017/3/3	4,414.90	2.8
案例 B	西安市雁塔区科技五路以南、经五路以西地块 YT77141	拍卖	普通商品房	2016/12/15	4,120.08	3
案例 C	西安市雁塔区科技六路以北、经五路以西地块 YT77145	拍卖	普通商品房	2017/3/3	4,414.67	2.8

评估对象容积率 2.93，与可比案例不同需作容积率修正，修正过程如下：

容积率修正系数表

容积率 r	修正系数
$r \leq 2.0$	1.6
$2.0 < r \leq 5.0$	$2 - 0.2r$
$r > 5.0$	1

则评估对象容积率修正系数为 1.41，案例 A 容积率修正系数为 1.44，案例 B 容积率修正系数为 1.40，案例 C 容积率修正系数为 1.44。修正后可比案例的楼面单价如下：

案例	坐落	交易类型	土地用途	交易日期	楼面单价 (元/平方米)
----	----	------	------	------	--------------

案例 A	西安市雁塔区科技六路以北、经九路以东地块 YT77144	拍卖	普通商品房	2017/3/3	4,335.19
案例 B	西安市雁塔区科技五路以南、经五路以西地块 YT77141	拍卖	普通商品房	2016/12/15	4,161.28
案例 C	西安市雁塔区科技六路以北、经五路以西地块 YT77145	拍卖	普通商品房	2017/3/3	4,334.96

3) 因素条件说明表

		评估对象	案例 A	案例 B	案例 C
单价(元/平方米)			4,335.19	4,161.28	4,334.96
交易日期			2017/3/3	2016/12/15	2017/3/3
交易情况			成交价	成交价	成交价
区域因素	繁华程度	一般	较繁华	一般	一般
	交通条件	一般	一般	一般	一般
	基本设施	五通一平	五通一平	五通一平	五通一平
	环境质量	一般	较好	较好	较好
个别因素	宗地面积	180,869.00	20,579.64	51,754.70	22,425.25
	宗地形状	规则	规则	规则	规则
	宗地地质地势	良好	良好	良好	良好
	临路状况	一般	一般	一般	一般

4) 比较因素修正表

		委估房地产	案例 A	案例 B	案例 C
单价(元/平方米)			93	91	93
交易日期		100	100	100	100
交易情况		100	93	91	93
区域因素	繁华程度	100	102	100	100
	交通条件	100	100	100	100
	基本设施	100	100	100	100
	环境质量	100	102	102	102
个别因素	宗地面积	100	103	102	103
	宗地形状	100	100	100	100
	宗地地质地势	100	100	100	100
	临路状况	100	100	100	100

5) 修正系数表

		案例 A	案例 B	案例 C
单价(元/平方米)		4,335.19	4,161.28	4,334.96
交易日期修正指数		100/93	100/91	100/93
交易情况修正指数		100/100	100/100	100/100
区域 因素 修正 指数	产业聚集度	100/102	100/100	100/100
	交通条件	100/100	100/100	100/100
	基本设施	100/100	100/100	100/100
	环境质量	100/102	100/102	100/102
个别 因素 修正 指数	宗地面积	100/103	100/102	100/103
	宗地形状	100/100	100/100	100/100
	宗地地质地势	100/100	100/100	100/100
	临路状况	100/100	100/100	100/100
修正价格		4,349.98	4,395.26	4,436.75

则其单价 = $(4,349.98 + 4,395.26 + 4,436.75) / 3 = 4,394.00$ 元/平方米

6) 年期修正系数

评估对象土地使用权性质为划拨用地，若需对外出售将补交 70 年的土地出让金，故，故评估对象尚余使用年限为 70 年，无需年期修正。

7) 土地出让金

根据《陕西省国有土地使用权出让和转让办法》第三十一条划拨土地使用权补交出让金，应当区别土地的不同用途，按宗地当时评估地价的一定比例收取，最低不得低于评估地价的 40%。故本次评估土地出让金按照市场价值的 40% 计算。

8) 限价商品用地折减

可比案例均为商品房用地，而评估对象为限价商品房用地，由于西安市尚未对限价商品房做出具体限价措施，评估人员参考了北京、深圳等地的限价商品房措施，并咨询了西安市国土资源局的有关人员，最终采用 30% 的折减率

9) 契税

由于被评估对象为已购买土地使用权，故需计算相关契税，契税的税率为3%。

10) 评估结果

土地总价=4,394.00×180,869.00×1×(1-40%)×(1-30%)×(1+3%)
=344,000,000.00 元(取整)

楼面单价=1,900.00 元/平米

根据上述的评估方法得到 27 号商业部分评估价值为 304,000,000.00 元(取整),楼面单价 1,515.00 元/平米,则 27 号地块评估总价为 648,000,000.00 元(取整)。

(5) 开发成本的评估

综上所述，对在产品的评估价值为 2,975,486,115.33 元。详见下表：

名称及规格型号	评估价值(元)	备注
23#公共费用		
其中：回迁房及回迁商业		分摊至其他地块中评估
物管楼及住宅楼	130,000,000.00	
24#公共费用		
其中：已建 5 栋住宅楼	584,000,000.00	
未建部分	750,350,000.00	
26#北部公共费用	770,000,000.00	
27#公共费用	648,000,000.00	
一期公共	-	分摊至相关地块中评估
二期公共	45,025,152.18	
三期公共	27,402,144.62	
鸿基新城公共	20,708,818.53	
合计	2,975,486,115.33	

3、存货的评估价值

按上述方法评估，存货于评估基准日时的评估价值为 3,434,486,115.33 元。

存货评估汇总表

单位：元

科目名称	账面价值	评估价值	增减值
存货—产成品（库存商品）	378,757,570.70	459,000,000.00	80,242,429.30
存货—在产品（自制半成品）	2,184,688,370.03	2,975,486,115.33	790,797,745.30
存货合计	2,563,445,940.73	3,434,486,115.33	871,040,174.60

二、补充披露收益法评估过程

1、收益法简介

收益法，是指通过将企业预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的方法。其中预期收益资本化的方法是针对企业预期收益为无限期的情况，预期收益折现的方法主要是针对企业预期收益为有限期的情况。

收益法必须满足三个前提：即企业未来收益额能够预测；企业未来风险可以预测；企业未来收益持续的时间可以预测。

2、收益现值法的应用简介

2.1 收益现值法评估的技术思路

2.1.1 收益现值法评估的基本计算公式

收益现值法评估的基本计算公式为：

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{DCF_i}{(1+R)^i} + \frac{P_n}{(1+R)^n} + \text{溢余资产评估值} + \text{非经营性资产评估值}$$

R：为期望投资回报率；

P0：为评估价值；

Pn：为 n 年后投资的市场价值；

DCF_i：为第 i 年年内的经营现金收益。

上式实际上是收益法评估的基本公式，该基本公式可以解释为评估价值等于存续持有期间经营现金收益的现值和加上期末残值的现值。n 为经营初期年限，

一般为 5 年左右，但有时也会根据具体情况相应延长； P_n 为 n 年后企业价值，我们有时也称其为“残值”。对残值的估算，在持续经营假设条件下经常采用永续年金的方法。但永续年金并不是唯一的方法，有时也可以用 Gordon 增长模型的方法和市场比较的方法等，本次采用永续年金。

对于全投资资本，上式中 $DCF = \text{主营业务收入} - \text{主营业务成本} - \text{期间费用} + \text{其他业务利润} - \text{所得税} + \text{折旧/摊销} + \text{所得税调整后的利息} - \text{营运资金增加} - \text{资本性支出}$

2.1.2 本次评估的收益现值技术思路

从收益现值角度出发，企业净资产的价值应当对应于该企业未来收益期中所有者逐年所能获得的净现金流折现值。

被评企业按公历年度作为会计期间，因而本项评估中所有参数的选取均以年度会计数据为准，以保证所有参数的计算口径一致。收益期限的确定一般按企业章程规定的为准。章程未规定企业经营期限的，以营业执照核准的经营期限为准。营业执照核准的经营期限短于章程规定时，以营业执照为准，因营业执照核准的经营期限到期可以申请续延，故本项评估按惯例以经营期限为“不约定”处理。

鉴于收益现值结果与预期的逐年净现金流密切相关，而逐年净现金流又决定于企业的经营规模，因此使用净现金流指标作收益现值法评估时需要谨慎地确定企业的经营规模。本项评估中，出于资产与收益相匹配的原则，不考虑企业的扩大再生产行为，仅以企业目前的实际运行状况为准。在预测其未来收益时以简单再生产为前提条件，即企业逐年的净现金流全部由所有者按股权进行分配，不留在企业中扩大生产规模（若无此前提条件，对未来收益的预测可能会大大偏离实际情况）。

2.1.3 本项评估的假设前提

本项评估以预测被评估企业未来净现金流的折现值作为评估计算的依据，对未来净现金流的预测建立在下述基本假设的基础上。

(1)、假设新鸿业对 23、24、26 号地块的已开发部分按照现有的规划继续开发，24 和 27 号尚未开发地块，根据西安市住房保障和房屋管理局 2017 年 10

月 20 日出具的《市房发（2017）110 号》文件，可将已立项尚未开工建设经济适用住房项目调整为限价商品房项目，故上述未开发地块未来将改变规划设计方案，对尚未开发地块采用市场法作为非经营资产加回；

（2）、假设预测期为 4.25 年，即 2017 年 10 月至 2021 年；

（3）、假设固定资产维持基准日规模；

（4）、假设经适房全部按照政府规定价格卖出，没有面积超出部分；

（5）、未考虑地上车位租售收入对公司价值的贡献；

（6）、假设物业用房不能给公司带来租售收益，但公司也不承担交付使用后的维护性费用；

（7）、假设每年现金流发生在年中。

2.1.4 本次评估的预测期

本次评估中预测企业 2017 年 10 月至 2021 年的逐年净现金流额。

2.2 宏观行业分析

2.2.1 中国宏观

2017 年 1-9 月份全国固定资产投资 458478 亿元，同比增长 7.5%。以前集中在钢铁、煤炭、水泥、有色等领域的重资产投资正在被一些新兴产业、高技术产业、转型升级项目所替代，固定资产投资呈现增速稳中略缓、结构持续改善的运行态势。2017 年 9 月份社会消费品零售总额 30870 亿元，同比名义增长 10.3%，三季度社会消费品零售总额保持平稳增长，消费基础性作用明显增强。2017 年 9 月份进出口总值 2.46 万亿元，同比增长 13.6%，大宗商品价格上涨、一带一路建设推动中国外贸整体向好。

总体而言，三个季度我国经济整体呈现稳中增长之势。

2017 年 9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.6%，比 8 月份加快 0.6 个百分点，今年以来已经第三次在季末月出现反弹。三大门类中，制造业同比增长 8.1%，连续两个月增速回升，是支撑工业生产增速反弹的主要因素。前三季

度，全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.7%，增速比上年同期加快 0.7 个百分点，规模以上工业形势向好。2017 年 9 月份，中国制造业采购经理指数(PMI) 为 52.4%，比上月上升 0.7 个百分点，达到 2012 年 5 月以来的最高点，制造业继续保持稳中向好的发展态势，扩张步伐有所加快。

2017 年 9 月末，广义货币 (M2) 余额 165.59 万亿元, 同比增长 9.2%，增速较上月上升 0.3 个百分点，年内首次迎来反弹。M2 增速回升主要受季节效因素下财政存款大规模投放及银行冲贷行为影响。9 月末，社会融资规模存量为 171.23 万亿元，同比增长 13%，高于全年 12% 的增长目标。截至 9 月末，房地产贷款余额 31.1 万亿元，同比增长 22.8%，增速比上季末低 1.4 个百分点。1-9 月增加 4.4 万亿元，占同期各项贷款的 39.6%，比上半年占比高 1.5 个百分点。在房地产政策调控下，个人住房贷款增速回落，社会融资规模和企业中长期贷款同比多增，反映金融对于实体经济支持不减。

2017 年 9 月份，全国居民消费价格 (CPI) 同比上涨 1.6%。，环比上涨 0.5%。9 月份，食品烟酒价格同比下降较为明显，影响 CPI 同比涨幅下降。9 月份，全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比上涨 6.9%，环比上涨 1.0%， “三黑一色” (石化、钢铁、煤炭、有色) 产品价格大幅上涨仍然是拉动 PPI 的主要原因。

2017 年三季度国内生产总值 (GDP) 总值为 211798 亿元，同比增长 6.8%，较二季度放缓 0.1 个百分点，但依然处在市场预期 6.6%-6.8% 区间的上限。综合来看，三季度 GDP 从结构上仍有不少亮点，一是金融业开始见底回升；二是信息软件服务等新兴服务业增长较快；三是消费相关服务业保持较快增长，如餐饮、住宿、批发、零售业等。而 GDP 增速的回落，则较大程度上受到建筑业和房地产业的影响。尤其是考虑到三季度超强台风等极端天气、严格的环保限产等影响因素，实体经济仍具备较高的景气度。整体看，三季度 GDP 数据略好于预期，反映经济仍处在稳健的中高速增长区间内。

2.2.2 行业宏观

2017 年 1-9 月份，全国房地产开发投资 80644 亿元，同比名义增长 8.1%，增速比 1-8 月份提高 0.2 个百分点；其中，住宅投资 55109 亿元，增长 10.4%，增速提高 0.3 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.3%。今年以来，

楼市调控力度加大，三季度房地产开发投资较上半年增速有所放缓。1-9 月份，房地产开发企业土地购置面积 16733 万平方米，同比增长 12.2%，增速比 1-8 月份提高 2.1 个百分点。从土地购置面积增幅走势看，2016 年 9 月开始时降幅延续收窄走势，今年年初重新回到正增长，全年累计增幅在 5%~13%内震荡上行。随着去库存效果进一步巩固，开发商补库存意愿逐渐强烈，预计全年土地购置面积同比将保持正增长。

2017 年三季度，房地产政策坚持了“房子是用来住的，不是用来炒的”基调。地方调控仍持续收紧，并表现为二线城市继续深化、三四线城市不断扩围。短期调控与长效机制的衔接更为紧密，通过大力培育、发展租赁市场和共有产权住房等推动长效机制的建立健全，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建购租并举的房地产制度。

从 2017 年 3 月楼市收紧政策密集出台以来，调控路线沿袭一线城市、一线城市周边热点城市、三四线城市传递。为防止楼市进一步升温，一方面，二线城市开始密集调控，并将限售作为本次政策的核心聚焦点；另一方面，部分市场相对较热的三、四线城市也开始新一波的调控，7 月以来，有超过 15 个三四线城市发布了楼市调控政策。

2017 年三季度西安市经营性土地供应 317.08 万 m²，环比上涨 43.8%，同比上涨 92.8%；一季度土地成交 262.29 万 m²，环比上涨 60%，同比上涨 67.2%，其中居住用地和住宅（含商业）用地分别成交 109.96 万 m²、135.04 万 m²，住宅（含商业）用地占整体土地成交 51.5%，处于市场主导地位；三季度全市楼面价 1688 元/m²，环比上涨 5.9%，同比下滑 9.2%。三季度品牌房企拿地显著，如绿地、保利、中建等，纷纷高价摘得主城区地块，拉升了本季度楼面价。

从土地成交来看，曲江占比最大，共成交 46.56 万 m²，占全市整体成交量的 17.75%，其次是高陵，共成交 43.59 万 m²，占 16.62%，临潼以 36.54 万 m²、13.93% 的占比排在第三位。可以看出，本季度西安主城区土地成交集中在曲江、未央、浐灞这三个区域，而高陵、临潼、蓝田三个区域成交明显放量，西安土地市场呈现向远郊扩展的态势。

2017 年三季度西安市商品房新增供应面积 292.95 万 m²，环比上涨 7.44%，

同比上涨 9.73%；三季度成交面积 301.01 万 m^2 ，环比下降 47.27%，同比下降 34.13%；三季度成交均价 10846 元/ m^2 ，环比上涨 18.29%，同比上涨 38.2%。2017 年三季度西安商品房市场总体呈现了供应量增加、销量下滑、价格上涨的态势。

截止 2017 年三季度末，西安市商品房库存面积为 2206.34 万 m^2 ，较二季度减少 0.19 万 m^2 ，同比去年三季度下滑 21.25%；三季度末去化周期为 13 个月，较二季度增加了 1 个月，较去年同期下降 4 个月。从 2015 年三季度开始，西安商品房库存量持续减少，直至本季度末降至近四年来最低。从分城区来看，高新、城南和经开库存量最大，分别为 395.31 万 m^2 、373.34 万 m^2 和 328.09 万 m^2 。

2017 年三季度西安商品住宅新增供应面积 366.88 万 m^2 ，环比增长 3.88%，同比上涨 40.73%；三季度住宅成交面积 171.68 万 m^2 ，环比下降 62.24%，同比下降 59.57%；三季度住宅成交均价 8115 元/ m^2 ，环比上涨 3.61%，同比上涨 15.3%。在 418、628 政策之后，西安楼市交易逐渐“降温”，销量大幅下滑。

2017 年三季度西安商品住宅新增供应面积城西居首位为 74.62 万 m^2 ，其次是高新和浐灞，分别为 65.89 万 m^2 和 62.62 万 m^2 ；销售面积经开居首为 34.76 万 m^2 ，其次是城西、浐灞销售面积分别为 33.04 万 m^2 、29.17 万 m^2 ；价格方面高新居首为 11017 元/ m^2 ，其次是曲江 10546 元/ m^2 、浐灞 8289 元/ m^2 。

三季度西安商品房整体呈现供应量上涨、销量下滑、成交均价上涨的态势。从供应量来看，住宅、商业、办公物业均较二季度呈现小幅上涨之势，其中商业涨幅最大，为 88.38%，住宅涨幅最小，为 3.88%。从销售情况来看，住宅同比、环比均大幅下滑，跌幅达 60%，商业、办公销售同比大涨，涨幅达 100%之多。从成交均价来看，住宅价格同比、环比均呈上涨态势，同比涨幅达 15.3%，商业、办公均价较上季度均有所回落，但与去年同期相比，仍然呈小幅攀升之势。

综合来看，三季度西安楼市 9.13 出台了史上最严限购令，信贷政策也持续收紧，多家银行房贷利率上浮，幅度为 5%或 10%，楼市交易呈现“降温”之势，商品房销量同比下滑 4 成之多，而成交均价则依然处于高位。

3、经营情况预测

3.1 收益的分析与预测

经了解，西安新鸿业未来主要收入来源于对鸿基新城项目的开发收入，根据现有土地的规划及已取得预售许可证的土地预售情况，对未来收入进行预测。

其中现有经适房项目均已通过当地政府核价并都取得预售许可证，其配套商业用房根据其已经出售的单价，加上每年 3% 的增长率；部分项目可根据西安市住房保障和房屋管理局 2017 年 10 月 20 日出具的《市房发（2017）110 号》文件，按照限价商品房（周边商品房价格打 7 折）售价计算。

售价预测如下：经适房 4284 元/平方米（核准的单价），限价商品房 7000 元/平方米，商铺 18000 元/平方米，车位 150000 每个，幼儿园按照实际已收到转让价。

故对 2017 年 10 月-2021 年的主营业务收入与成本预测如下表（完工时间为企业提供，具体的完工时间为 20 号地块和 26 号地块一、二期工程已经全部竣工，仅剩部分尾盘尚未售出，23 号地块将于 2018 年完工，24 号地块南部区域将于 2019 年完工，26 号地块三期工程将于 2017 年底完工，24 号地块将于 2016 年完工，在完工之前一年开始预售，其中 24 号地块南部商铺已开始预售）：

单位：元

主营业务收入	2017 年 10-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
20 号地块	86,161,489.63	114,511,637.37	132,509,231.88	103,262,701.50	-
23 号地块	-	210,283,770.00	65,457,689.14	1,639,090.50	-
24 号地块	-	-	675,986,990.26	185,721,957.10	151,247,449.60
26 号地块一、二期	17,436,817.59	24,304,308.48	87,402,950.94	-	-
26 号地块三期	666,942,448.94	352,900,875.44	127,126,220.09	-	-
合计	770,540,756.16	702,000,591.29	1,088,483,082.31	290,623,749.10	151,247,449.60
主营业务成本					
20 号地块	53,218,183.73	80,004,863.44	92,931,771.81	96,049,497.34	-
23 号地块	-	82,506,220.87	7,653,793.25	1,400,000.00	-
24 号地块	-	-	501,364,989.60	120,487,416.02	19,415,325.51
26 号地块一、二期	14,236,283.23	10,163,658.41	32,125,779.30	-	-
26 号地块三期	469,239,602.71	285,416,712.09	111,840,078.00	-	-
合计	536,694,069.67	458,091,454.81	745,916,411.96	217,936,913.36	19,415,325.51

3.2 销售税金、销售费用、管理费用和财务费用分析预测

1) 销售税金的分析预测

企业需缴纳主要税种及税率

税种	计税依据	法定税率%
增值税	应税收入	5
城市维护建设税	应纳流转税额	7
教育费附加	应纳流转税额	3
地方教育费附加	应纳流转税额	2
土地增值税	应税增值额	

故企业增值税金及附加为营业收入的 5.6%，土地增值税按照国家规定计算。

则销售税金的预测如下表：

单位：元

销售税金	2017年10-12月	2018年	2019年	2020年	2021年
20号地块	12,104,381.08	20,744,744.77	22,194,222.65	5,865,321.45	-
23号地块	-	49,879,841.87	15,526,729.35	388,796.41	-
24号地块	6,275,074.97	27,196,007.55	43,460,835.99	21,136,422.26	17,212,988.76
26号地块一、二期	1,325,707.03	5,088,915.56	20,243,222.66	-	-
26号地块三期	69,940,992.99	29,767,478.85	23,366,283.36	-	-
合计	89,646,156.08	132,676,988.59	124,791,294.02	27,390,540.12	17,212,988.76

2) 销售费用的分析预测

根据房地产行业的平均数据，销售费率为：经适房 1%、限价商品房 3%，商铺车位 4%。则销售费用的预测如下表：

单位：元

销售费用	2017年10-12月	2018年	2019年	2020年	2021年
20号地块	2,086,042.57	3,769,788.48	4,219,466.59	4,130,508.06	-
23号地块	-	6,308,513.10	1,963,730.67	49,172.72	-
24号地块	2,205,518.40	4,093,427.44	5,893,324.33	3,563,502.95	6,049,897.98
26号地块一、二期	78,000.00	972,172.34	3,496,118.04	-	-
26号地块三期	14,242,109.68	5,825,642.83	5,085,048.80	-	-

合计	18,611,670.65	20,969,544.19	20,657,688.43	7,743,183.72	6,049,897.98
----	---------------	---------------	---------------	--------------	--------------

3) 管理费用的分析预测

根据房地产行业的平均数据，管理费率为 2%。则管理费用的预测如下表：

单位：元

管理费用	2017 年 10-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
20 号地块	1,064,363.67	1,600,097.27	1,858,635.44	1,920,989.95	-
23 号地块	-	2,475,186.63	229,613.80	42,000.00	-
24 号地块	582,459.77	5,567,548.66	8,890,941.26	3,614,622.48	582,459.77
26 号地块一、二期	27,718.78	203,273.17	642,515.59	-	-
26 号地块三期	9,384,792.05	5,708,334.24	2,236,801.56	-	-
合计	11,059,334.27	15,554,439.97	13,858,507.64	5,577,612.43	582,459.77

4) 财务费用的分析预测

被评估单位的财务费用主要为向银行申请的贷款利息，由于本次评估将银行贷款全部计入了带息负债。其他财务费用金额较小，故可忽略不计。则财务费用的预测如下表：

单位：万元	2017 年 10-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
财务费用	1,980.00	1,422.00	336.00	-	-

3.3 非经常性损益项目

对营业外收入、营业外支出、公允价值变动损益等非经常性损益因其具有偶然性，本次不作预测。

3.4 所得税的计算

西安新鸿业为一般企业，企业所得税率为 25%，预测期按当年利润总额的 25% 计算所得税。

3.5 净利润的预测

净利润 = 营业收入 - 营业成本 - 销售税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用 - 所得税

净利润的预测详见下表：

单位：万元

项 目	2017年10-12月	2018年	2019年	2020年	2021年
一、主营业务收入	77,054.08	70,200.06	108,848.31	29,062.37	15,124.74
减：主营业务成本	53,669.41	45,809.15	74,591.64	21,793.69	1,941.53
主营业务税金及附加	5,440.97	13,267.70	12,479.13	2,739.05	1,721.30
二、主营业务利润	17,943.70	11,123.21	21,777.54	4,529.63	11,461.91
加：其他业务利润	-	-	-	-	-
营业费用	1,861.17	2,096.95	2,065.77	774.32	604.99
管理费用	1,105.93	1,555.44	1,385.85	557.76	58.25
财务费用	1,980.00	1,422.00	336.00	-	-
三、营业利润	12,996.60	6,048.82	17,989.92	3,197.55	10,798.68
加：投资收益	-	-	-	-	-
补贴收入	-	-	-	-	-
营业外收入	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-
四、利润总额	12,996.60	6,048.82	17,989.92	3,197.55	10,798.68
减：所得税	-	-	4,450.14	799.39	2,699.67
五、净利润	12,996.60	6,048.82	13,539.78	2,398.16	8,099.01

4、企业自由现金流的预测

企业自由现金流 = 净利润 + 折旧和摊销 - 资本性支出 - 运营资本增加额 + 税后付息债务利息

4.1 折旧和摊销

即固定资产的折旧，西安新鸿业的固定资产包括电子设备和运输设备，本次评估假设固定资产维持基准日规模。每年的折旧摊销为 785,317.28 元。

4.2 资本性支出

资本性支出主要是满足现有的固定资产为维持正常工作状态而在未来年度必须考虑更新换代（替代）而发生的现金流出。

本次评估我们假设西安新鸿业固定资产规模不变，每年以固定资产年折旧额

对固定资产进行维护，即固定资产维持性支出=固定资产年折旧额。

即每年固定资产维持性支出为 785,317.28 元。

4.3 营运资金变动额的预测

营运资本追加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。

营运资金主要包括：正常经营所需保持的安全现金保有量、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收、预付账款）等所需的基本资金以及应付、预收账款等。通常上述科目的金额与收入、成本呈相对稳定的比例关系，其他应收账款和其他应付账款需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性确定（其中与主营业务无关或暂时性的往来作为非经营性）；应交税金和应付薪酬按各年预测数据确定。

本报告所定义的营运资本增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

本次评估，营运资金=流动资产-流动负债

营运资金变动额预测表格如下：

单位：元

项目	2017年10-12月	2018年	2019年	2020年	2021年
货币资金	25,773,852.00	45,658,914.00	51,595,884.00	11,979,972.00	12,514,182.00
应收账款	7,366,401.69	6,711,154.86	10,405,943.55	2,778,375.13	1,445,931.91
应收账款周转率	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%
其他应收款净额	10,537,818.21	10,537,818.21	10,537,818.21	10,537,818.21	10,537,818.21
预付账款	109,684,124.57	73,512,137.58	26,182,807.67	1,376,948.17	-
预付账款周转率	7.09%	7.09%	7.09%	7.09%	-
存货净额	1,056,599,466.96	592,853,269.10	139,902,741.53	19,415,325.51	-
流动资产合计	1,202,497,098.74	722,463,972.88	228,121,085.41	43,211,900.89	22,953,834.21
短期借款	330,000,000.00	237,000,000.00	56,000,000.00	-	-
应付账款	235,119,308.97	131,924,400.22	31,131,793.02	4,320,386.35	-

应付账款周转率	22.25%	22.25%	22.25%	22.25%	-
预收帐款	55,137,960.00	294,104,407.80	-	-	-
应付职工薪酬	690,100.00	710,803.00	732,127.09	754,090.90	776,713.63
应交税费	4,534,143.50	11,056,415.72	10,399,274.50	2,282,545.01	1,434,415.73
应付利息	19,800,000.00	14,220,000.00	3,360,000.00	-	-
其他应付款	367,700,760.92	206,315,264.18	48,686,703.07	6,756,609.47	-
其他应付款周转率	34.80%	34.80%	34.80%	34.80%	-
流动负债合计	1,012,982,273.39	895,331,290.92	150,309,897.69	14,113,631.73	2,211,129.36
营运资金	189,514,825.35	-172,867,318.04	77,811,187.73	29,098,269.16	20,742,704.85
营运资金变动	-85,851,992.76	-362,382,143.38	250,678,505.76	-48,712,918.57	-8,355,564.31

4.4 自由现金流的计算

企业自由现金流=净利润+税后利息+折旧摊销-资本性支出-营运资金变动额

企业自由现金流的计算详见下表：

单位：万元

年份	2017年 10-12月	2018年	2019年	2020年	2021年
净利润	12,996.60	6,048.82	13,539.78	2,398.16	8,099.01
加：税后利息	1,485.00	1,066.50	252.00		
加：折旧和摊销	78.53	78.53	78.53	78.53	78.53
减：固定资产更新	78.53	78.53	78.53	78.53	78.53
减：营运资金追加	-8,585.20	-36,238.21	25,067.85	-4,871.29	-835.56
自由现金流量	23,066.80	43,353.53	-11,276.07	7,269.45	8,934.56

5、折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是将资产的未来预期收益折算成现值的比率，是基于贴现现金流法确定评估价值的重要参数。本次评估选取与被评估单位类似的上市公司，按照加权平均资本成本（WACC）计算确定折现率。

加权平均资本成本指的是将企业股东预期回报率和付息债权人的预期回报率按照企业资本结构中的所有者权益和付息负债所占的比例加权平均计算的预期回报率，计算公式为：

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times K_e + \frac{D}{D+E} \times (1-t) \times K_d$$

其中：WACC：加权平均资本成本

E：权益的市场价值

D：债务的市场价值

K_e ：权益资本成本

K_d ：债务资本成本

t：所得税率

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型（CAPM）计算，计算公式如下：

$$K_e = R_f + ERP \times \beta_L + R_c$$

其中： R_f ：无风险收益率；

ERP：市场风险溢价；

β_L ：权益的系统风险系数；

R_c ：企业特定风险调整系数

5.1 选取可比公司

本次评估，从同花顺系统中查询同行业企业，具体如下：

可比公司一：600048.SH 保利地产

主营产品：房地产。

可比公司二：600064.SH 南京高科

主营产品：房地产开发销售、市政基础设施承建、土地成片开发转让、园区

管理及服务、药品销售

可比公司三 600094.SH 大名城

主营产品：商品房、金融投资及租赁。

可比公司四 600325.SH 华发股份

主营产品：住宅、商铺。

5.2 权益资本报酬率

(1) 无风险收益率 R_f

无风险收益率是指把资金投资于一个没有任何风险的投资对象所能得到的收益率，一般而言，一个国家的国债收益率可认为是该国的无风险收益率。评估人员查询了中国债券信息网 (www.chinabond.com.cn) 以及同花顺 iFinD 公布的评估基准日中国固定利率国债收益率曲线及数据，本次评估取 10 年以上到期收益率 3.57% 为无风险报酬率。

(2) 市场风险溢价 ERP

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率，市场风险溢价是利用 CAPM 估计权益成本时必需的一个重要参数，在估值项目中起着重要的作用。参考国内外针对市场风险溢价的理论研究及实践成果，结合本公司的研究，本次评估市场风险溢价取 7.43%。

(3) 确定 Beta 值

通过同花顺系统分别计算对比公司其近 3 年剔除财务杠杆的 Beta 值，具体如下：

股票代码	公司名称	剔除杠杆原始 Beta
600048.SH	保利地产	0.9619
600064.SH	南京高科	0.8550
600094.SH	大名城	0.8466
600325.SH	华发股份	0.8884
中值	-	0.8717

评估人员查阅了所选取 4 家对比近 3 年的股票收盘价格，确定对比公司的资本结构如下：

序号	对比公司名称	股票代码	三年平均带息负债 (D)	三年平均股东权益 (E)	D/E
1	保利地产	600048. SH	30, 354, 443, 639. 18	105, 756, 282, 356. 22	29%
2	南京高科	600064. SH	3, 558, 392, 625. 82	9, 897, 401, 142. 82	36%
3	大名城	600094. SH	4, 912, 667, 979. 73	10, 030, 144, 497. 74	49%
4	华发股份	600325. SH	13, 936, 341, 705. 10	19, 492, 149, 602. 37	71%
	中值	-	-	-	42%

重构的 Beta L 参照被评估公司基准日时的资本结构进行计算，计算过程如下：

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1-t) D/E]$$

其中： β_U ：剔除财务杠杆的 β 系数

β_L ：具有财务杠杆的 β 系数

t：所得税率

D/E：财务杠杆系数，D 为付息债务市值，E 为股权市值

$$\beta_L = \beta_U \times (1 + (1-T) \times D/E)$$

$$= 0.8717 \times (1 + (1-25\%) \times 42\%) = 1.1494$$

(4) 公司特有风险超额回报率 R。

采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合 (Portfolio) 的组合收益，一般认为对于单个公司的投资风险要高于一个投资组合的风险，因此，在考虑一个单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的特有风险所产生的超额收益。公司的特有风险目前国际上比较多的是考虑公司的规模对投资风险大小的影响，公司资产规模小、投资风险就会相对增加，反之，公司资产规模大，投资风险就会相对减小，企业资产规模与投资风险这种关系已被投资者广泛接受。

在国际上有许多知名的研究机构发表过有关文章详细阐述了公司资产规模

与投资回报率之间的关系。如美国的 IbbotsonAssociate 在其 SBBI 每年度研究报告中就有类似的论述。美国研究公司规模超额收益的另一个著名研究是 Grabowski-King 研究，参考 Grabowski-King 研究的思路，对沪、深两市的 1,000 多家上市公司 1999~2006 年的数据进行了分析研究，可以采用线性回归分析的方式得出超额收益率与净资产之间的回归方程如下：

$$R_c = 3.139\% - 0.249\% \times NA$$

其中：NA——公司净资产账面值（NA≤10 亿，大于 10 亿时取 10 亿）

按被评估单位评估基准日财务报表净资产账面值计算其公司规模风险为 3.1%。

此外，考虑到被评估单位实际情况，在上述的公司规模风险的基础上增加 1%的企业关键合同风险和 1%其他企业特定风险调整，被评估单位公司特有风险超额回报率取 5.1%。

（5）计算权益资本成本

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times ERP + R_c \\ &= 3.57\% + 1.1949 \times 7.43\% + 5.1\% \\ &= 13.14\% \end{aligned}$$

5.3 债务资本成本

债务资本成本按基准日五年期银行贷款利率 4.90%扣除 25%的所得税率确定为 3.68%。

5.4 折现率计算

按照上述数据计算 WACC 如下：

项目	资本成本率	权重	WACC
权益	13.14%	100.00%	13.00%（取整）
带息债务	3.68%	0.00%	

6.1 溢余资产、非经营性资产价值、付息负债

溢余资产，是指超过企业正常经营需要的资产规模的那部分经营性资产，一般特指现金及现金等价物。包括有价证券等。

非经营性资产，是指与企业经营收益无关的资产。

付息负债，是指需要偿还利息的借款。

本次评估，其他应收款中包括关联方借款 185,000,000.00 元；存货中一期 24 号地块未建部分、27 号地块被因为未来将调整为限价商品房用地被评估单位尚未对其有具体规划未考虑未来收益，其市场价值为 1,398,350,000.00 元，存货中二期工程、三期工程和鸿基新城工程因被评估单位尚未对其规划未考虑未来收益，合计 93,136,115.33 元；关联方借款和付息负债为 1,500,126,836.88 元。

溢余资产、非经营性资产价值、付息负债合计为 176,359,278.45 元

6.2 长期股权投资

由于截至评估基准日，西安新鸿业长期股权投资 3 家公司评估值合计为 3,634,203.67 元。

6.3 预测期后净资产

2021 年以后的净资产为 20,742,704.85 元，折现后为 13,116,598.49 元。

6.5 股东全部权益价值的确定

如下表：

单位：万元

年份	2017 年 10-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
自由现金流量	23,066.80	43,353.53	-11,276.07	7,269.45	8,934.56
折现系数	0.985	0.912	0.807	0.715	0.632
净现值	22,717.08	39,556.30	-9,104.80	5,194.41	5,649.75
净现金流折现值合计	64,647.32				
非经营性资产和付息负债	17,635.93				
长期股权投资	363.42				
到期后净资产折现	1,311.66				
资产减值损失					

评估价值

84,000.00（取整）

7、收益现值法评估结果

单位：万元

项 目	2017年10-12月	2018年	2019年	2020年	2021年
主营业务收入	77,054.08	70,200.06	108,848.31	29,062.37	15,124.74
减：主营业务成本	53,669.41	45,809.15	74,591.64	21,793.69	1,941.53
主营业务税金及附加	5,440.97	13,267.70	12,479.13	2,739.05	1,721.30
主营业务利润	17,943.70	11,123.21	21,777.54	4,529.63	11,461.91
加：其他业务利润	-	-	-	-	-
营业费用	1,861.17	2,096.95	2,065.77	774.32	604.99
管理费用	1,105.93	1,555.44	1,385.85	557.76	58.25
财务费用	1,980.00	1,422.00	336.00		
营业利润	12,996.60	6,048.82	17,989.92	3,197.55	10,798.68
加：投资收益	-	-	-	-	-
补贴收入	-	-	-	-	-
营业外收入	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-
利润总额	12,996.60	6,048.82	17,989.92	3,197.55	10,798.68
减：所得税		-	4,450.14	799.39	2,699.67
净利润	12,996.60	6,048.82	13,539.78	2,398.16	8,099.01
加：税后利息	1,485.00	1,066.50	252.00	-	-
加：折旧和摊销	78.53	78.53	78.53	78.53	78.53
减：固定资产更新	78.53	78.53	78.53	78.53	78.53
减：营运资金追加	-8,585.20	-36,238.21	25,067.85	-4,871.29	-835.56
自由现金流量	23,066.80	43,353.53	-11,276.07	7,269.45	8,934.56
折现率(%)	13%	13%	13%	13%	13%
折现系数	0.985	0.912	0.807	0.715	0.632
净现值	22,717.08	39,556.30	-9,104.80	5,194.41	5,649.75
净现金流折现值合计	64,647.32				
非经营性资产和付息负债	17,635.93				
长期股权投资	363.42				
到期后净资产折现	1,311.66				

资产减值损失	-
评估价值	84,000.00（取整）

经过收益现值法评估，西安新鸿业于评估基准日 2017 年 9 月 30 日，在上述假设条件成立的前提下，股东全部权益价值为人民币 84,000.00（取整）。

三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

公司已按《26 号准则》第二十四条的规定补充披露了标的公司存货科目评估过程；公司已补充披露了收益法的评估过程。

（本页无正文，为《银信资产评估有限公司关于〈深圳证券交易所对万泽实业股份有限公司的重组问询函〉的核查意见》之签字盖章页）

签字资产评估师： _____ _____
 崔松 薛文婷

首席评估师： _____
 梅惠民

银信资产评估有限公司

年 月 日