

国众联资产评估土地房地产估价有限公司

关于

上海证券交易所《关于对茂业商业股份有限公司重大资产购买报
告书（草案）信息披露的问询函》

上证公函【2016】0363 号之反馈意见答复

国众联资产评估土地房地产估价有限公司关于上海证券交易所 《关于对茂业商业股份有限公司重大资产购买报告书（草案）信 息披露的问询函》的回复

上海证券交易所：

茂业商业股份有限公司于 2016 年 4 月 13 日收到贵所下发的上证公函【2016】0363 号《关于对茂业商业股份有限公司重大资产购买报告书（草案）信息披露的问询函》（以下简称“问询函”），国众联资产评估土地房地产估价有限公司对《问询函》所涉及的评估问题进行了认真核查和落实，按照《问询函》的要求对所涉及的事项进行了问题答复，现针对贵交易所的问题回复如下，请予审核。

《问询函》第 2 个问题：关于标的资产评估增值率较高的风险。维多利集团的资产基础法评估值为 225,759.95 万元，增值率为 17,229.24%。根据评估报告，评估增值主要来源于固定资产房屋建筑物的增值。请补充披露：（1）采用资产基础法估值作为作价依据的原因及合理性；（2）结合可比地段的同类物业的估值，说明前述房屋建筑物高估值的合理性；（3）前述房屋建筑物的减值风险及有效应对措施。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

（一）采用资产基础法估值作为作价依据的原因及合理性

资产基础法是在持续经营基础上，以重置各项生产要素为假设前提，根据要素资产的具体情况采用适宜的方法分别评定估算企业各项要素资产的价值并累加求和，再扣减相关负债评估价值，得出资产基础法下股东全部权益的评估价值，反映的是企业基于现有资产的重置价值。而收益法是在对企业未来收益预测的基础上计算评估价值的方法，考虑了各分项资产是否在企业中得到合理和充分利用、组合在一起时是否发挥了其应有的贡献等因素对企业股东全部权益价值的影响，企业的经营管理水平对收益法的评估结果影响较大。维多利集团的经营性资产主要为自有的商业房地产，由于市场竞争激烈和受电商的冲击，维多利集团经营收益较差，各项资产未充分发挥其效用；维多利集团自有资金少，付息负债高。因此收益法的评估结论低于资产基础法的评估结论。

纳入本次评估范围的资产总额账面值为 502,692.80 万元，其中：固定资产——房屋建（构）筑物账面值 334,539.64 万元，占资产总额的 66.55%。维多利集团

的商业地产位于呼和浩特市和包头市核心商圈，本次对商业房地产采用市场法、收益法进行估值，按照加权平均法（市场法权重 60%、收益法权重 40%）确定最终评估结果。企业的主要资产—商业房地产的单项资产价值在资产基础法中体现更为恰当。

一个具有较高获利能力的企业在发生整体产权变动时采用收益法评估结果更合理，但当企业的获利能力一般，资产未充分发挥其效用时，采用资产基础法结果更能体现其价值。

因此，采用资产基础法估值作为作价依据是合理的。

（二）结合可比地段的同类物业的估值，说明前述房屋建筑物高估值的合理性

本次纳入评估范围的房屋建筑物评估增值较大的主要有：呼和浩特市维多利商厦、呼和浩特市首府广场、呼和浩特市维多利广场一期及二期、包头商业广场（包头市昆区钢铁大街 96 号）、包头东河维多利广场商业房地产。

本次房屋建筑物评估增值较大的主要原因：房屋建筑物为维多利集团自建或从关联方购买，账面值为购建成本扣除累计折旧后的余额；部分房屋建筑物购建时间较早，账面值较低，不能反映其现时市场价值。本次评估采用市场法和收益法，评估结果反映了房屋建筑物在评估基准日时的市场价值，故本次评估出现较大增值。上述房屋建筑物账面值如下表所示：

单位：元

序号	房屋建筑物名称	结构	位置	建筑面积 m ²	账面值	账面单价
1	首府广场 1 号楼 1 至 6 层	钢混	呼和浩特市回民区中山西路	23,708.95	56,154,611.10	2,368.50
2	维多利商厦-1 至 5 层（不含加建部分）	钢混	呼和浩特市回民区中山西路	42,539.32	87,629,322.51	2,059.96
3	维多利广场 1 号楼（维多利广场一期）	钢混	呼和浩特市新城区新华大街	16,848.64	30,128,986.70	1,788.21
4	维多利国际广场帝豪名都 1 号楼（维多利广场二期）	钢混	呼和浩特市新城区新华大街	46,882.03	203,553,342.29	4,341.82
5	包头商业广场	钢混	包头市昆区钢铁大街 96 号	78,999.70	523,432,555.92	6,625.75
6	包头东河维多利广	钢混	包头市东河区巴	74,397.77	429,098,057.84	5,767.62

	场		彦塔拉大街 48 号			
合计				283,376.41	1,329,996,876.36	4,693.39

此次评估固定资产房屋建筑物评估结果的合理性分析如下：

1、评估房地产区域状况分析

(1) 坐落于呼和浩特市房地产——维多利商厦、首府广场、维多利广场一期及二期

维多利商厦及首府广场位于呼和浩特市回民区中山路商圈，为呼和浩特市的核心商圈所在地。仅有 1.8 公里长的中山西路商业街，被称为“青城第一街”。在中山西路两侧，商业建筑面积已近 70 万平方米，营业面积超过 60 万平方米，规模在 1 万平方米以上的大型商场众多，如北京王府井、天元商厦、维多利购物中心、海亮商场等；大酒店如假日酒店、国际大酒店、香格里拉、海亮大酒店等；临街店铺众多；华夏银行、中兴银行、银河证券、平安保险、国美、苏宁等国内外企业相继进入。中山路商圈为呼和浩特市老商业区，已发展成为集精品百货主力店、城市商业综合体、品牌连锁店、高端生活超市为一体的新型商业聚集区。

维多利广场一、二期坐落于呼和浩特市新城区新华大街，南面与呼和浩特市赛罕区接壤，西面与呼和浩特市回民区毗邻，规模在 1 万平方米以上的大型商场众多，如长乐宫购物中心、祥泰商厦、九州商厦等；万立国际酒店、内蒙古金铂丽酒店、呼和浩特长安金座大酒店等；临街店铺众多；中国建设银行、呼和浩特金谷农村合作银行、海澜之家、阿玛尼 等国内外企业相继进入。新城区商圈为呼和浩特市新商业区，正逐步发展成为集精品百货主力店、城市商业综合体、品牌连锁店、高端生活超市为一体的新型商业聚集区。

评估房地产均处于呼和浩特市最为繁华的老城区商圈-中山路商圈及新城区商圈-新华大街商圈，均处于市中心地段，已发展成为集精品百货主力店、城市商业综合体、品牌连锁店、高端生活超市为一体的商业聚集区。

(2) 坐落于包头市的房地产——包头商业广场(包头市昆区钢铁大街 96 号)、包头东河维多利广场

包头商业广场位于包头市昆区钢铁大街 96 号东方红 CBD 商业广场，属于包百商圈，是包头市的核心商业区域。周边有金荣商厦、王府井百货、包百大厦、包百时代、中央大道商业步行街和包百商业步行街等商业。包百商圈已发展成为集精品

百货主力店、城市商业综合体、品牌连锁店、高端生活超市为一体的新型商业聚集区。

东河维多利亚广场坐落于包头市东河区巴彦塔拉大街 48 号，汇集购物、娱乐、休闲、餐饮于一体，周边主要为住宅区，商业多为配套商业，商业综合体较少，其商业繁华程度和商业聚集度一般。

2、从评估技术角度分析

(1) 评估方法的选取：本次评估采用了市场法与收益法。由于评估房地产均系大型商业综合体，该类物业在市场上整体买卖行为稀少，但类似区域存在较多类似商业体中的独立商铺销售案例，可选取符合一定条件的交易实例作为可比案例，求取评估对象首层房地产价值，然后根据租金比例系数推算其他楼层的价值；对于商业综合体，大多以出租或自营为主，评估对象已经营多年，经营收入相对稳定，属于收益性物业，本次评估人员认为适宜同时采用收益法进行评估。市场法和收益法的评估结果能充分反映商业房地产的价值。

(2) 评估参数的选取：本次评估是通过分析房地产整体转让价值与分割转让价值差异（影响因素有：分割成本、管理费用、不可预见费用、销售费用、资金成本等），对两者的差异进行量化，进而对整体转让价值与分割转让价值差异进行调整。本次评估商业综合体一层街铺与内铺之间的价格比例、各楼层系数选取主要参考周边楼盘售价及租金的差异比例确定。

评估参数的选取充分考虑了影响商业房地产价值的因素。

3、房屋建筑物评估过程和评估结果的相关说明与分析

(1) 维多利亚商厦及首府广场评估过程及结果相关说明及分析

维多利亚商厦及首府广场均位于呼和浩特市中山西路商圈，该商圈人流量大，商业氛围浓厚，根据评估人员市场调查周边案例出售情况如下表所示：

序号	案例名称	坐落	售价	备注
1	海亮金宝街	回民区中山西路 1 号	一层临街铺位 8-10 万元/m ² ，二层 4-5 万元/m ² ，一层内铺约 4-5 万元/m ² 。	该楼盘距委估房地产约 200 米。
2	维多利亚购物中心一层内铺	位于回民区锡林北路与中山西路交汇处	维多利亚购物中心一层内铺卖场，售价为 4.5 万元/m ² 。	与委估房地产首府广场为同一商业综合体。
3	汇豪天下住宅小区内铺	玉泉区县府街大桥东侧大南街	汇豪天下住宅小区内铺，售价为 4.95 万元/m ² 。	距委估房地产约 2 公里内

4	海亮商场底层内铺	回民区中山西路1号	海亮商场底层内铺卖场，售价为4.5万元/m ² 。	紧邻委估房地产
---	----------	-----------	--------------------------------------	---------

由以上市场调查得知，评估房地产周边底层商业内铺的价格约为4.5-5万元/m²，本次评估的维多利亚商厦及首府广场一层商业内铺价格分别为3.63、3.42万元/m²，低于周边底层商业内铺的售价。经评估人员市场调查，首府广场一至六层各层销售单价分别为5、4、2.5、2、1.5、0.9万元/m²，则首府广场1-6层销售均价约为2.6万元/m²。维多利亚商厦1-5层及首府广场1-6层商业综合体的评估均价分别为1.99万元/m²、1.8万元/m²，低于市场出售价格。

(2) 维多利亚广场一、二期评估过程及结果相关说明及分析

根据评估人员市场调查周边市场成交案例情况如下：

序号	案例名称	坐落	售价	备注
1	金税家居	位于新城区新华大街	一层外铺5万元/m ² 。	该物业距维多利亚广场约200米，且紧临新华大街。
2	万达广场	位于新华大街近乌兰恰特	万达广场底层临街商铺，售价为5万元/m ² 。	该物业距维多利亚广场约3公里内。
3	维多利亚广场三期	新城区新华大街	维多利亚广场三期底层街铺售价为6.2万元/m ² 。	位于委估房地产维多利亚广场一、二期正对面

由以上市场调查得知，评估房地产周边底层商业街铺的价格约为5-6万元/m²，本次评估的维多利亚广场一、二期底层街铺评估值为4.6万元/m²，低于周边底层商业街铺的售价。另根据维多利亚集团提供的销售合同，维多利亚广场三期各层销售价格一层街铺约为6.2万元/平方米，内铺约为3.3万元/平方米、二层约为2.7万元/平方米、三层约为2.2万元/平方米、四层约为1.9万元/平方米、五层约为1.5万元/平方米（则维多利亚广场三期1-5层综合体平均销售均价为2.3万元/平方米，且均为毛坯房）。维多利亚广场一、二期（1-5层）商业综合体的评估均价为1.59万元/m²，低于市场销售价格。

(3) 包头商业广场（包头市昆区钢铁大街96号）评估过程及结果相关说明及分析

评估人员市场调查周边市场成交案例情况如下：

序号	案例名称	坐落	售价
1	包百步行街卖场	钢铁大街	一层外铺4.2万元/m ²
2	都市豪庭底商	钢铁大街	一层底商4万元/m ²

3	荣资梦乡底商	少先路	一层底商 3.5 万元/m ²
---	--------	-----	----------------------------

由以上市场调查得知，委估房地产周边底层商业街铺的价格约为 3.5-4.5 万元/m²，包头商业广场底层商铺评估均价为 2.05 万元/m²，低于周边底层商业街铺的售价。

(4) 包头东河维多利广场相关说明及分析

东河维多利广场由维多利商业向维多利置业包头分公司购买取得，维多利商业为维多利置业包头分公司的关联方，其向维多利置业包头分公司购买的地上建筑物及地下一层商场成交单价在 5,600-6,000 元/m²之间（各楼层单价之间基本无差异），地下一层停车场成交单价为 3,888 元/m²。

评估人员市场调查周边市场成交案例情况如下：

序号	案例名称	坐落	售价
1	维多利新天地 1 层商铺	巴彦塔拉大街 48 号	2.79 万 /m ²
2	维多利新天地 1 层商铺	巴彦塔拉大街 48 号	3 万元/m ²
3	古邑人家	公园路	一层底商 2.66 万元/m ²

内蒙古维多利置业有限公司包头分公司目前正在售的东河维多利广场 5 层商铺，单价 9,000 元/m²左右；东河维多利广场 1-5 层商业综合体的平均售价为 1.16 万元/平方米。包头东河维多利广场（负 1-5 层）商业综合体评估均价为 0.7431 万元/m²，低于市场销售价格。

评估人员经市场调查分析，对待估房地产所处商圈的出售、出租案例进行分析整理，对临街状况、商业氛围、人流量等影响商业房地产的因素进行充分考虑，以保证评估结果的合理性。

综上所述，本次交易的房屋建筑物评估增值较大是合理的。

(三) 关于房屋建筑物的减值风险及有效应对措施。

1、房屋建筑物的减值风险

(1) 运营风险

本次评估的房地产均为城市综合体，是为出行购物、文化娱乐、餐饮等各种城市物业功能复合、相互作用、互为价值链空间的高度集约型街区群体。作为一种城市价值系统的运营模式，大型城市综合体资源配置的综合性，投资决策的复杂性远远高于单纯地产或房产开发项目，意味着综合体开发必然承受巨大风险。区域市场环境把握不到位、行业市场环境巨变、项目规划定位失误、资金链断裂、后期运营

不利等诸多因素都会造成商业综合体价值减损的风险。

（2）竞争风险

近年来，呼和浩特市大力推进城市大型商业综合体项目建设，通过加大招商引资力度，提高市场准入门槛，打造品牌经营，引进了万达、恒大、中海、绿地等有实力的知名企业，建设了一批高品位的城市综合体，成为城市建设的亮点。据内蒙古房产网数据中心的不完全统计，呼和浩特商业地产的舞台上有近 50 个项目都以商业综合体来作为宣传号召，总建筑面积过千万平米。再加上原有存量老商场，估计总量逾一千三百万平米。按国际标准，人均商业面积 1-1.2 平米计算，呼和浩特市常驻人口 250 万，人均已超国标 5 倍以上，投资商业竞争激烈。

2、有效应对措施

（1）运营风险主要是开业后经营不佳的风险，本次交易完成后，上市公司将通过了解消费市场特点，提出具有针对性的招商和运营策略，同时，通过引进优秀运营经理人，优化运营管理团队知识结构，抵御运营风险。

（2）随着商场的数量增多，分布越来越广，未来发展的趋势是商业辐射范围越来越小，商场的区域性特色会更加突出。本次交易完成后，上市公司将依据门店位置、市场潜力、商圈分析等变化对门店的客户定位进行跟踪性判断和调整。在商圈支撑不力的竞争条件下，一是强化各类社区配套服务功能锁定综合体系统内的各类消费；二是引入独有的具有强吸引力、宽辐射性的新型体验型经济业态，营造吸引全市、全省、甚至全国的聚焦消费；三是对于竞争楼盘的商业，采取错位经营的方式，并加强综合服务，充分发挥维多利集团在内蒙古的市场影响力，吸引消费者。

综上所述，上市公司已提出了有效的措施应对房屋建筑物存在的减值风险。

本公司核查后认为：本次交易采用资产基础法估值作为作价依据是合理的，房屋建筑物评估增值较大是合理的。同时，上市公司已提出了有效的措施应对房屋建筑物存在的减值风险。

《问询函》第 3 个问题：关于标的资产短期内估值爆发式增长的风险。草案披露，标的资产在 2015 年 8 月 22 日进行股权转让时，其整体估值为 10 亿元，而本次交易标的资产的整体估值为 22.6 亿元，请补充披露本次交易作价与前次交易价格差距较大的原因及其合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

1、本次交易作价情况

根据国众联评估出具的国众联评报字（2016）第 3-018 号《资产评估报告》，以 2015 年 12 月 31 日为评估基准日，维多利集团 100%股权的评估值为 225,759.95 万元，维多利集团 2015 年 12 月 31 日经审计的归属于母公司股东权益的账面价值为-1,317.98 万元，评估增值 227,077.93 万元，增值率为 17,229.24%。基于上述评估结果，经上市公司与维多利集团全体股东协商，维多利集团 70%股权的交易价格确定为 156,530.00 万元。

2、2015 年 8 月 21 日股权转让系因清偿债务，经交易双方协商确定的作价较低

根据邹招斌分别与陈海燕、陈建林、陈瑞智、马志祥、吴承国、徐建华、叶曼曼、赵瑞、朱焕数于 2015 年 6 月 1 日签署的《协议书》中约定，邹招斌分别向陈海燕、陈建林、陈瑞智、马志祥、吴承国、徐建华、叶曼曼、赵瑞、朱焕数借款 850 万元、500 万元、750 万元、500 万元、240 万元、500 万元、750 万元、1000 万元、240 万元，在维多利集团进行股份制改造前，邹招斌以转让其持有的维多利集团股权的方式归还借款。根据各方确认，2015 年 8 月 21 日邹招斌向陈海燕、陈建林、陈瑞智、马志祥、吴承国、徐建华、叶曼曼、赵瑞、朱焕数转让股权系邹招斌以转让股权的方式向受让方归还借款，对应维多利集团整体估值人民币 10 亿元。

根据邹招斌分别与陈光辉及胡礼春、陈千敢与高邦众以及林志健与舒小程于 2015 年 8 月 15 日签署的《协议书》，邹招斌在维多利房地产项目上尚有约 1,600 万元的权益未支付给陈光辉、在锡盟维多利及锡盟维多利置业项目上尚有约 1,900 万元的权益未支付给胡礼春，陈千敢在维多利超市项目上尚有约 3,500 万元的权益未支付给高邦众，林志健在维多利置业项目上尚有约 1,100 万元的权益未支付给舒小程。根据各方确认，2015 年 8 月 21 日邹招斌向陈光辉及胡礼春转让股权、陈千敢向高邦众转让股权、林志健向舒小程转让股权系邹招斌、陈千敢、林志健以其持有的维多利集团股权冲抵其欠陈光辉、胡礼春、高邦众、舒小程的上述权益，该部分股权以维多利集团整体估值人民币 10 亿元为作价依据。

综上所述，2015 年 8 月 21 日股权转让中标的公司作价 10 亿元，主要系邹招斌、陈千敢为清偿其债务，经与债权人协商，以 10 亿元的估值转让其持有的标的公司股权抵消债务，因此作价较低。

3、2015 年 8 月增资价格与本次交易作价接近，已基本反应标的公司真实价值

2015年8月25日，陈海燕、叶曼曼、陈瑞智、赵瑞、马志祥、邹招飞、徐建华、陈建林、吴承国、朱焕数看好维多利集团挂牌新三板，因此想增持维多利集团股权，由于债权已经抵消，本次增资，上述人员按照维多利集团23.33亿元的价格进行增资，该次增资价格系维多利集团的真实价格，与本次交易作价差异较小。

综上所述，本次交易作价与2015年8月21日股权转让的交易价格存在差异具有合理性。

本公司核查后认为：2015年8月21日股权转让主要系邹招斌、陈千敢为清偿其债务，经与债权人协商，以10亿元的估值转让其持有的标的公司股权抵消债务，因此作价较低。本次交易作价与2015年8月21日股权转让的交易价格存在差异具有合理性。

（此页无正文，为《国众联资产评估土地房地产估价有限公司关于〈上海证券交易所关于对茂业商业股份有限公司重大资产购买报告书（草案）信息披露的问询函〉上证公函【2016】0363 号之反馈意见答复》之签章页）

法定代表人：

黄西勤

签字注册资产评估师：

陈军

庾江力

国众联资产评估土地房地产估价有限公司

年 月 日