

苏南阳光城置业（苏州）有限公司拟股权收 购所涉及的苏州新万益投资有限公司 股东全部权益价值 估值说明

闽中兴估字（2016）第 2002 号



福建中兴资产评估房地产土地估价有限责任公司

中国·福州

二〇一六年九月二十六日

苏南阳光城置业（苏州）有限公司拟股权收 购所涉及的苏州新万益投资有限公司 股东全部权益价值 估值说明目录

一、估值对象与估值范围说明	3
二、估值基准日	5
三、估值技术说明	5
（一）资产基础法的估值技术说明如下	5
（二）估值结论及分析	30

一、估值对象与估值范围说明

（一）估值对象为苏州新万益投资有限公司的股东全部权益价值。

（二）估值范围为苏州新万益投资有限公司申报并经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计后的截止 2016 年 7 月 31 日的资产和负债。估值范围和估值对象相符。

估值范围具体如下：

单位：人民币元

项 目	账面价值
一、流动资产：	
货币资金	1,615,879.50
交易性金融资产	
应收票据	
应收账款	
其他应收款	9,950.00
应收股利	
应收利息	
预付账款	408,209,377.01
应收补贴款	
存货	2,021,974.05
一年内到期的非流动资产	
其他流动资产	97,710.42
流动资产合计	411,954,890.98
二、非流动资产	
可供出售金融资产	
持有至到期投资	
长期应收款	
长期股权投资	
投资性房地产	
固定资产合计	27,935.05
其中：建筑物	
机器设备	27,935.05
工程物资	
在建工程	
固定资产清理	
待处理固定资产净损失	
油气资产	
无形资产合计	
其中：土地使用权	

其他无形资产	
开发支出	
商誉	
其他资产合计	
长期待摊费用	
递延所得税资产	
其他非流动资产	
非流动资产合计	27,935.05
资产总计	411,982,826.03
三、流动负债	
短期借款	
交易性金融负债	
应付票据	
应付账款	1,591,508.40
预收款项	
应付职工薪酬	117,140.00
应交税费	
应付利息	
应付股利	
其他应付款	361,293,924.80
一年内到期的非流动负债	
其他流动负债	
流动负债合计	363,027,762.42
四、非流动负债：	
长期借款	
应付债券	
长期应付款	
专项应付款	
预计负债	
递延所得税负债	
其他非流动负债	
非流动负债合计	
五、负债合计	363,027,762.42
股东权益合计	48,955,063.61

上述资产与负债数据经立信中联会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具《立信中联审字(2016)D-0558号》标准无保留审计报告,估值是在企业经过审计后的基础上进行的。

苏州新万益投资有限公司纳入本次估值的主要资产如下:

1. 预付账款账面值为 408,209,377.01 元,全部为“苏州万益财富中心”项目用地的土地出让金及交易服务费。

2、存货账面值为 2,021,974.05 元，主要为“苏州万益财富中心”项目的前期费用。

（三）委托估值的资产权属状况

索取国有土地出让合同、国有土地使用权证、合同、入账凭证等；了解被估值单位的历史情况和现状，依据委托方和被估值单位提供的资产权属证明和承诺函，在被估值单位有关人员配合下，对委托估值的资产进行权属调查。本次估值未发现权属关系不明确的资产。

二、估值基准日

本次估值基准日为 2016 年 7 月 31 日。

确定估值基准日的相关事项说明：

（一）本项目估值基准日确定的理由：

经委托方确定，本项目估值基准日为 2016 年 7 月 31 日。

（二）本次估值的一切取价标准和利率、汇率、税率均为估值基准日有效的价格标准和利率、汇率、税率。

三、估值技术说明

企业价值估值主要有资产基础法、收益法和市场法三种估值方法。

根据本次特定经济行为所确定的估值目的及所采用的价值类型，估值对象及获利能力状况，估值时的市场条件，数据资料收集情况及主要技术经济指标参数的取值依据，经适用性判断，由于难以查找资本市场上的相近交易案例，无法采用市场法。由于目标单位为房地产项目公司无其他项目储备，因此不适宜采用收益法。

鉴于以上原因，本项目主要采用资产基础法对苏州新万益投资有限公司股东全部权益进行估值，其中对于在产品（开发成本）采用假设开发法估值。

（一）资产基础法的估值技术说明如下：

1、流动资产估值说明

编号	资产项目	账面价值	估值价值	增值额	增值率%
3-1	货币资金	1,615,879.50	1,615,879.50	-	-
3-2	交易性金融资产	-	-		

3-3	应收票据净额	-	-	-	
3-4	应收账款净额	-	-	-	
3-5	预付账款净额	408,209,377.01	-	-408,209,377.01	-100.00
3-6	应收利息	-	-	-	
3-7	应收股利	-	-	-	
3-8	其他应收款	9,950.00	10,000.00	50.00	0.50
3-9	存货净额	2,021,974.05	1,591,644,000.00	1,589,622,025.95	78,617.33
3-10	一年内到期的 非流动资产	-	-	-	
3-11	其他流动资产	97,710.42	-	-97,710.42	-100.00
3	流动资产合计	411,954,890.98	1,593,269,879.50	1,181,314,988.52	286.76

1.1 货币资金

列入本次估值范围的货币资金全部为银行存款，银行存款账面值 1,615,879.50 元，共计 1 个账户，在核实银行对账单，函证无误基础上以评估基准日立信中联会计师事务所(特殊普通合伙)审计报告的审定数为评估值，评估值为 1,615,879.50 元。

1.2 应收款项

应收款项在查阅会计凭证，借助历史资料和现在的调查情况，具体分析数额，账龄和原因，款项回收情况，欠款人资金、信用、经营管理现状等，并进行相应函证工作。对于有充分理由相信全部能收回以及有经常性业务往来且信誉好的客户按全部应收额计算评估值；对于账龄较长且有证据表明无法收回的且审计已 100%提坏账准备或属于费用性质支出的项目，直接评估为 0；其余款项，以立信中联会计师事务所(特殊普通合伙)坏账准备计提标准为基础进行分析相应确定评估值。同时将已计提坏账准备评估为 0。

①预付账款主要为土地出让金及土地交易服务费，账面值为 408,209,377.01 元。本次估值将土地取得成本调整至存货中评估，故预付账款估值为 0。

②其他应收款一项，账面余额为 10,000.00 元，坏账准备为 50.00 元，账面值为 9,950.00 元，业务内容为租房押金，评估值为 10,000.00 元。

1.3 存货

1.3.1 存货（开发成本）的估值范围

列入本次估值范围的存货（开发成本）为苏州新万益投资有限公司拟开发的位于苏州市姑苏区城北东路以北、江坤路两侧的“苏州万益财富中心”项目，账面价值 2,021,974.05 元，构成明细如下：

金额单位：人民币元

序号	项目名称	金额（元）	备注
1	土地取得成本	408,209,377.01	在预付账款中列示
2	前期工程款	1,686,305.57	设计、环评、勘察等费
3	建筑安装工程费	0	未发生
4	基础设施建设费		未发生
5	公共设施配套费	0	未发生
6	开发间接费用	335,668.48	
合 计		2,021,974.05	

注：前期工程款中的工程设计费 1,193,500.00 元，因市场变化因素，企业调整开发方案，原有设计方案已不适用，企业拟解除原有设计合同，本次估值为 0。

1.3.2 项目概况

“苏州万益财富中心”项目土地使用权系万益集团有限公司于 2015 年 6 月 3 日以出让方式取得，后签订补充协议变更土地受让方为苏州新万益投资有限公司，根据《国有建设用地使用权挂牌竞价成交确认书》，项目地块的成交价为 464,853,270.00 元，其中土地出让金为 400,868,262.00 元，代征规费为 63,985,028.00 元。截止估值基准日，项目地块的土地出让金已全额缴清，代征规费尚未缴交，未取得土地使用权证。

该项目地块编号为 苏地 2015-G-1 号，位于苏州市姑苏区城北东路以北、江坤路两侧，权利性质为出让。该地块包含两个相邻小地块，基本情况如下：

地块一：用地面积 28,354.50 平方米，土地用途为批发零售、商务金融和住宿餐饮用地，土地使用权出让年限 40 年，容积率 ≤ 6.0 ，建筑密度 $\leq 45\%$ ，绿化覆盖率 $\geq 20\%$ 。

地块二：用地面积 49,772.10 平方米，土地用途为批发零售和商务金融用地，土地使用权出让年限 40 年，容积率 ≤ 4.0 ，建筑密度 $\leq 50\%$ ，绿化覆盖率 $\geq 20\%$ 。根据《国有建设用地使用权出让合同》（编号 3205012015CR0085）及《建设用地规划设计意见书》（苏地 2015-G-1 号），项目地块有如下规划限制：

（1）地块一：批发零售和住宿餐饮（商业）计容面积 $\leq 56,000 \text{ m}^2$ ，其中包括不小于 35000 m^2 住宿餐饮（酒店）；商务金融（办公）计容建筑面积 $\leq 114,124 \text{ m}^2$ 。住宿餐饮（酒店）建筑不可分割销售，其余可分割销售。

（2）地块二：不得用作建设批发市场，建筑可分割销售。

（3）地下一层可设置商业，总建筑面积不超过 1 万 m²，不可分割销售。布局上配合平泷路与江坤路规划的 T 形地下商业主轴，与北侧城北城投项目地下空间连通。

（4）地块一主楼高度控制在 230 米至 250 米之间。

根据委估宗地的《国有建设用地使用权出让合同》、《建设用地规划许可证》等材料，综合确定项目主要经济技术指标如下：

序号	项目概况		m ²	备注
一	用地面积		78,114.00	
二	建筑占地面积		39,057.00	
三	总建筑面积		482,813.00	
四	地上建筑面积（计容）		369,155.00	
	其中：	地块一商业	21,000.00	
		地块一办公	114,124.00	甲级写字楼
		地块一酒店	35,000.00	不可分割销售
		地块二商业	51,034.00	
		地块二公寓	144,373.00	酒店式公寓
		配套	3,624.00	不可售
五	地下建筑面积（不计容）		113,658.00	
	其中：	人防面积	37,000.00	可设置 1 万 m ² 商业，不可分割销售
		非人防面积	76,658.00	
六	地下停车位		-	
	其中：	人防车位	925.00	车位：个
		非人防车位	2,039.00	车位：个
七	建筑密度		50.0%	
八	容积率		4.73	
九	绿化率		30%	

1.3.3 房地产市场状况简述

（1）土地市场状况

2016 年上半年，苏州市区经营性用地（不含吴江区）共挂牌 38 宗地块，成功出让 36 宗，另 2 宗地块由于超过“熔断价格”，竞价结果无效。合计出让经营性土地总面积约 168.43 万平方米，土地出让成交总金额约 507.12 亿元。从单月来看，土拍主要集中在 4、5 两月。

从成交面积上来看，成交最多的是相城区，成交面积 781157.3 平方米，占总成交面积的 46%；其次是吴中区，成交面积是 335748.8 平方米，占总成交面积的 20%，第三是高新区，成交面积为 297755.3 平方米，占总成交面积的 18%；第四是姑苏区，成交面积为 159231.3 平方米，占总成交面积的 9%；最后是工业园区，成交面积 110423.35 平方米，占总成交面积的 7%。

从成交金额上来看，成交金额最多的依然是相城区，成交金额为 2596793 万元，占总成交金额的 51%；其次依然是吴中区，成交金额为 1278083 万元，占总成交金额的 25%；第三是姑苏区，成交金额为 569322 万元，占总成交金额的 11%；第四是高新区，成交金额为 509650 万元，占总成交金额的 10%；最后依然是工业园区，成交金额为 117360 万元，占总成交金额的 3%。

相城区、吴中区、高新区是苏州市 2016 年上半年土地成交主力，无论是成交面积还是成交金额，均位居前列。其原因有两个：一方面、姑苏区和工业园区区域相对成熟、可利用开发的土地稀缺；另一方面，姑苏区和工业园区的土地价值比较高，比较容易产生地王，在这两个区政府谨慎推地。

从用地性质来看，2016 年上半年苏州市区共成交 36 宗地块，其中纯住住宅用地 19 宗，占总成交宗数的 53%，成交面积 1205692 平方米，成交金额 4283388 万元；商住用地 3 宗，占总成交宗数的 8%，成交面积 208947.2 平方米，成交金额 553439 万元；商服用地 13 宗，占总成交宗数的 36%，成交面积 216767.9 平方米，文体娱乐用地 1 宗，占总成交宗数的 3%，成交面积 52908.7 平方米，成交金额 5952 万元。

（2）商品房市场状况

2016 年 1-6 月苏州市区(不含吴江)商品房共计成交 55194 套，成交面积 6377649.13 m²，与去年同期相比，商品房成交套数和面积分别上涨了 17.51%和 27.27%。

2016 年上半年苏州楼市可谓是跌宕起伏，楼市调控政策相继出台，楼市成交量由高走低，房价经过一轮轮疯涨之后逐渐稳定下来，市场观望情绪浓厚。

据土拍网统计，2016 年 1-6 月苏州市区(不含吴江)商品房共计成交 55194 套，成交面积 6377649.13 m²，与去年同期相比，商品房成交套数和面积分别上涨了 17.51%和 27.27%。其中住宅类房源共计成交 41266 套，较去年同期增加 3135

套，涨幅为 8.22%；成交面积为 5352055.6 m²，较去年同期增加 899054.664 m²，涨幅为 20.19%。非住宅成交 13928 套，同比增加 5091 套，涨幅为 57.61%；成交面积 1025593.53 m²，同比增加 388124.992 m²，同涨 60.89%。

从成交区域分布来看，吴中区以 13532 套住宅成交量稳居第一，占市区总成交套数的 33%；新区表现也是可圈可点，上半年住宅共成交 11837 套，仅次于吴中区，占市区总成交套数的 28%；相城区一众刚需新盘助力，上半年住宅成交量也达到了 8574 套，占市区总成交套数的 21%；上半年园区主要还是靠一众老盘清盘扫尾，住宅成交 4960 套，占市区总成交套数的 12%；姑苏区受房荒问题影响，成交量 2363 套依旧垫底，占市区总成交套数的 6%。对比 2015 年上半年各区域成交量，除了高新区和相城区住宅成交大幅增长外，吴中、园区和姑苏区都出现了负增长。

据土拍网统计，苏州市区（不含吴江）1-6 月非住宅类商品房共计成交 13928 套，成交面积为 1025593.53 平方米，与去年同期相比，销售套数增加了 5091 套，同比增加 57.61%，涨幅较大；成交面积增加了 388124.992 平方米，同比上涨了 60.89%。2016 年上半年苏州非住宅无论是成交套数还是成交面积都大涨，说明非住宅投资受到青睐。

数据显示，3 月份非住宅销量达到了今年上半年的销售顶峰，销售了 3253 套，销售套数比上月增加了 2204 套，环比上涨了近 2 倍，之后销售套数逐渐递减。整体来看，上半年非住宅成交走势基本和住宅成交一致。

从苏州各区的非住宅销售状况来看，各区在销售套数之间的差距较为明显。吴中区上半年销售了 6569 套非住宅，以占市区总销售套数 47%的比例领先全市区上半年的非住宅销量；相城区非住宅销售套数也很客观，销售了 3044 套非住宅，占到市区非住宅销售套数的 22%，眼下苏州最红的非住宅当属相城区的天虹品上中心，连续好几次成为月度非住宅成交冠军；工业园区和高新区非住宅销售套数相差不大，分别销售了 1657 套和 1556 套，分别占到市区非住宅销售的 12% 和 11%；姑苏区则再次垫底，上半年非住宅只销售了 1102 套，占市区销售套数的 8%。

1.3.4 核实方法

估值工作主要分以下阶段进行：

（1）复核评估明细表

听取企业估值范围的情况介绍，了解预计开发项目的开、竣工年月和用途，对项目整体规划及内容进行核实，在此基础上对评估表格完善补齐。

（2）搜集资料

根据资产情况，收集国有土地使用权出让合同、建设用地规划许可证和其他相关文件。

（3）现场勘察

对于各项目的座落位置、项目进展情况、投资情况、周边环境等进行了勘察，并作了勘察记录。

（4）估值测算

根据现场勘察结果，对开发成本进行勘察分析，确定各项估值要素，并结合资产具体情况运用适当的估值方法计算得出各项资产估值，并编写估值说明。

1.3.5 估值方法

存货主要为待开发的商业综合体建设用地，所处区域近期可比的土地出让案例较少，市场比较法难以使用；根据委估资产特点以及账面价值的构成，委估对象已取得当地规划部门审定的规划总平图，已有初步设计方案及开发计划，且所在区域房地产开发、交易市场较活跃，具备运用假设开发法的条件，选用假设开发法估值。由于本次估值房地产项目土地取得成本、开发成本、管理费用、销售费用、销售税费、销售收入等发生的时间不尽相同，因此运用假设开发法估值必须考虑资金的时间价值，而且由于存在众多的未知因素和偶然因素会使开发利润的预测偏离实际。因此，本次估值选择采用假设开发法的现金流量折现法进行测算，即根据项目实际，模拟房地产开发过程，预测各项收入、支出未来发生的时间以及在未来发生的金额（即现金流量预测），再根据当前社会经济及行业发展状况测算适当的折现率，将它们折算到估值基准日的价值加减得出。

假设开发法估值具体测算步骤

- a. 调查待开发房地产的基本情况；
- b. 根据规划确定开发利用方式；
- c. 估计开发建设期和开发、销售进度；

d. 估算预计销售金额、后续开发成本、管理费用、销售费用、销售税金及附加等在各项收入、支出在不同时间发生的金额；

e. 确定折现率；

f. 计算折现值以确定最终估值结果。

由于房地产开发成本属于存货，在假设开发法（现金流量折现法）估值结果基础上需扣除企业应缴纳的所得税，则基本估值公式如下：

开发成本估值=税前估值-所得税

税前估值=开发完成后房地产价值-后续开发成本-管理费用-销售费用-销售税金及附加-土地增值税。

① 开发完成后房地产价值的确定

估值人员对委估存货进行了核实，确认其帐实、账表相符，同时根据现行市场行情，估值人员假设委托估值的存货开发完成后商品房均能正常开发销售。在此前提下，本次估值开发完成后房地产销售收入的确定方法如下：

a) 可售面积的确定

按其规划审批通过的指标及初步设计方案确定可售面积。

b) 销售价格确定

主要通过市场调查估值基准日的市场售价，并考虑房地产价格的未来变动趋势综合确定。

② 后续开发成本的测算

房地产开发成本由土地取得成本和建设开发成本组成，其中建设开发成本包括前期工程费、建筑安装工程费、基础设施费、市政规费、其他开发成本、不可预见费等。

前期工程费主要包括市场调查、可行性研究、工程勘察、环境影响评价、规划及建筑设计、建设工程招投标、施工的通水、通电、通路、场地平整、地上物的清理拆除及临时用房等开发项目前期工作所必要的费用；

建筑安装工程费，包括建造商品房及附属工程所发生的土建工程费用、安装工程费用、装饰装修工程费用等；

基础设施建设费，主要包括宗地内的室外道路、绿化、社区管网等配套设施的建设费用；

市政规费，主要包括城市市政公用基础设施配套费、白蚁防治费、人防工程费等等地方政府或其他有关部门收取的费用。

其他开发成本，主要包括工程监理费、竣工验收费、合同公证费、工程咨询费等其他工程费用。

后续开发成本=总开发成本-已支付的开发成本

其中，总开发成本包括土地取得成本及建设开发成本。土地取得成本按有关土地出让合同及税费缴纳标准规定的实际应支出成本，经核对土地出让合同及财务凭证等确定；建设开发成本结合委估对象工程实际状况，根据估值基准日执行的建筑工程预算定额和当地建筑材料、人工、机械台班市场价格确定其合理建筑安装工程以及基础和公共配套设施工程造价，同时复核委托方提供的成本，确定其正常前期工程费、开发期间税费比率，再加上一定的不可预见费，最终加总确定。已支付的开发成本由核实过的账面实际发生金额确定。

本次估值假设在未来建设期内物价水平稳定，估值对象项目开发成本与估值基准日标准一致，且后续开发成本在相应项目建设期内均匀支出。

③管理费用的测算

管理费用指开发商为组织和管理房地产开发经济活动以及房地产开发提供各种服务而发生的费用，主要包括管理人员工资及附加费、办公费用、差旅费、固定资产使用费、业务招待费等。根据类似房地产企业平均费率测算，并假设在建设期内均匀支出。

④销售费用的测算

销售费用包括项目销售部门的管理费用、销售人力资源费用、广告费用、项目咨询及策划费用、代理销售佣金等。由于本次估值项目由房地产开发公司自行销售，根据当地类似房地产开发项目的平均销售费用水平、该项目的开发规模、项目类型以及当地类似房地产市场行情进行分析测算，按其销售收入的一定比例计取。

⑤销售税金及附加的测算

根据《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2016〕36号文），自2016年5月1日起，在全国范围内全面推开营业税改征增值税（以下称营改增）

试点，建筑业、房地产业、金融业、生活服务业等全部营业税纳税人，纳入试点范围，由缴纳营业税改为缴纳增值税。

根据《房地产开发企业销售自行开发的房地产项目增值税征收管理暂行办法》(国家税务总局公告 2016 年第 18 号)的规定，对于增值税的计算，房地产开发企业中的一般纳税人销售自行开发的房地产项目，适用一般计税方法计税，按照取得的全部价款和价外费用，扣除当期销售房地产项目对应的土地价款后的余额计算销售额。

$$\text{销售额} = (\text{全部价款和价外费用} - \text{当期允许扣除的土地价款}) / (1 + 11\%)$$

即增值税适用一般计税方法计税按照 11% 的适用税率计算，预征率 3%，销售期末进行汇算，城建税、教育费附加和地方教育费附加分别为增值税的 7%、3%、2%。

⑥土地增值税的测算

按照税法规定，按销售收入进行预征，销售期末进行汇算。

⑦所得税的测算

按照税法规定，按销售收入进行预征，销售期末进行汇算。

⑧折现率的测算

折现率是在采用现金流量折现法时需要确定的一个重要参数，与报酬资本化法中的报酬率的性质和求取方法相同，具体应等同于同一市场上类似房地产开发项目所要求的平均报酬率。

由于房地产公司基本上为项目公司，本次估值参考房地产类上市公司的加权平均资本成本确定折现率。计算式如下：

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

(1) 权益资本成本 K_e 的确定

权益资本成本 K_e 的计算式如下：

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

式中： R_f —— 无风险报酬率；

β_L —— 企业风险系数；

MRP —— 市场风险溢价；

R_c ——企业特定风险调整系数。

① 无风险报酬率 R_f 的确定

经查询 Wind 资讯，估值基准日 17 年来国债平均票面利率为 4.30%，考虑复利因素计算后为 3.95%，则本次估值无风险报酬率取 3.95%。

② 企业风险系数 β_L 的确定

企业风险系数 β_L 的计算式如下：

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

式中： T ——所得税率，取企业未来可能执行的所得税率 25%

D/E ——通过查询同花顺 iFind 资讯，选取沪深 A 股同类上市公司作为可比企业的资本结构，按 66.11% 确定；

β_u ——无财务杠杆的企业风险系数。

通过查询同花顺 iFind 资讯，选取沪深 A 股同类上市公司作为可比企业，利用上述计算式将各可比企业的带财务杠杆的企业风险系数 β_L 换算为无财务杠杆的企业风险系数 β_u 。

可比公司如下：

证券代码	证券简称	证券代码	证券简称	证券代码	证券简称	证券代码	证券简称
000002.SZ	万科 A	000620.SZ	新华联	600053.SH	中江地产	600621.SH	华鑫股份
000005.SZ	世纪星源	000631.SZ	顺发恒业	600064.SH	南京高科	600622.SH	嘉宝集团
000006.SZ	深振业 A	000656.SZ	金科股份	600067.SH	冠城大通	600638.SH	新黄浦
000011.SZ	深物业 A	000667.SZ	美好集团	600077.SH	宋都股份	600639.SH	浦东金桥
000014.SZ	沙河股份	000668.SZ	荣丰控股	600094.SH	大名城	600641.SH	万业企业
000024.SZ	招商地产	000671.SZ	阳光城	600158.SH	中体产业	600647.SH	同达创业
000029.SZ	深深房 A	000691.SZ	亚太实业	600159.SH	大龙地产	600649.SH	城投控股
000031.SZ	中粮地产	000718.SZ	苏宁环球	600162.SH	香江控股	600657.SH	信达地产
000036.SZ	华联控股	000732.SZ	泰禾集团	600173.SH	卧龙地产	600658.SH	电子城
000038.SZ	深大通	000736.SZ	中房地产	600185.SH	格力地产	600663.SH	陆家嘴
000040.SZ	宝安地产	000797.SZ	中国武夷	600208.SH	新湖中宝	600665.SH	天地源
000042.SZ	中洲控股	000838.SZ	国兴地产	600215.SH	长春经开	600675.SH	中华企业
000043.SZ	中航地产	000863.SZ	三湘股份	600223.SH	鲁商置业	600683.SH	京投银泰
000046.SZ	泛海控股	000882.SZ	华联股份	600225.SH	天津松江	600684.SH	珠江实业
000056.SZ	深国商	000897.SZ	津滨发展	600239.SH	云南城投	600716.SH	凤凰股份
000150.SZ	宜华健康	000918.SZ	嘉凯城	600240.SH	华业资本	600724.SH	宁波富达
000402.SZ	金融街	000926.SZ	福星股份	600246.SH	万通地产	600730.SH	中国高科
000502.SZ	绿景控股	000965.SZ	天保基建	600266.SH	北京城建	600736.SH	苏州高新
000505.SZ	珠江控股	000979.SZ	中弘股份	600322.SH	天房发展	600743.SH	华远地产

000506.SZ	中润资源	000981.SZ	银亿股份	600325.SH	华发股份	600745.SH	中茵股份
000514.SZ	渝开发	002016.SZ	世荣兆业	600340.SH	华夏幸福	600747.SH	大连控股
000517.SZ	荣安地产	002077.SZ	大港股份	600376.SH	首开股份	600748.SH	上实发展
000526.SZ	银润投资	002113.SZ	天润控股	600383.SH	金地集团	600767.SH	运盛医疗
000534.SZ	万泽股份	002133.SZ	广宇集团	600393.SH	东华实业	600773.SH	西藏城投
000537.SZ	广宇发展	002146.SZ	荣盛发展	600466.SH	蓝光发展	600791.SH	京能置业
000540.SZ	中天城投	002208.SZ	合肥城建	600503.SH	华丽家族	600807.SH	天业股份
000558.SZ	莱茵体育	002244.SZ	滨江集团	600510.SH	黑牡丹	600823.SH	世茂股份
000567.SZ	海德股份	002285.SZ	世联行	600533.SH	栖霞建设	600862.SH	南通科技
000573.SZ	粤宏远 A	002305.SZ	南国置业	600555.SH	九龙山	600890.SH	中房股份
000608.SZ	阳光股份	600007.SH	中国国贸	600565.SH	迪马股份	601588.SH	北辰实业
000609.SZ	绵世股份	600048.SH	保利地产	600604.SH	市北高新		
000616.SZ	海航投资	600052.SH	浙江广厦	600606.SH	绿地控股		

通过上述测算，确定 β_u 为 0.8444

则 $\beta_L = 0.8444 * (1 + (1 - 25%) * 66.11\%) = 1.2630$

③市场风险溢价 MRP 的确定

由于国内证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场。一方面，历史数据较短，并且在市场建立初期投机气氛较浓，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，因此直接通过历史数据得出的市场风险溢价可信度不高。而在成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到，国际上新兴市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。市场风险溢价计算式如下：

市场风险溢价 = 成熟股票市场的基本补偿额 + 国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2014 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.25%；国家风险补偿额取 0.90%。

则： $MRP = 6.25\% + 0.90\% = 7.15\%$

④企业特定风险调整系数 R_c 的确定

企业特定风险调整系数主要考虑以下因素：

A. 财务风险

房地产投资通常通过集资或贷款等方式筹集资金的，现阶段国内经济形势，资金筹集变得较困难，会造成了负债经营的局面，融资风险较高。

由于购买者财务状况与开发时预测的财务状况发生了变化，也直接影响到房

地产的投资回收的可靠性，造成资金回收的拖欠风险。

B. 经营风险

同大型上市公司比较，公司在经营管理上还需要进一步的充实和改进，因此，存在一定的风险。调控力度加大，限购政策实施范围扩大，为企业经营带来不小风险。

C. 行业风险

当前国家房地产调控坚持“分类指导、因地施策”基本原则，促进了房地产市场平稳健康发展，在稳定的政策大环境下，房地产市场总体延续 2015 年良好发展势头，房地产存量房去化速度较快，当前已处于供求基本平衡，在宽松货币环境下，市场波动幅度和价格走势都将趋于平稳，本次估值中对公司特定风险收益率取 3.5%。

⑤权益资本成本的确定

根据上述确定的参数，权益资本成本 K_e 计算如下：

$$K_e = 3.95\% + 1.2630 \times 7.15\% + 3.5\% = 16.48\%$$

（2）债务资本成本 K_d 的确定

债务资本成本取估值基准日五年期以上银行贷款利率 3.68%。

（3）加权平均资本成本 $WACC$ 的确定

$$\begin{aligned} WACC &= K_e \times \frac{E}{(D+E)} + K_d \times \frac{D}{(D+E)} \times (1-T) \\ &= 16.48\% \times 60.20\% + 3.68\% \times (1-60.20\%) \\ &= 11.5\% \end{aligned}$$

1.3.6 估值结果

经上述方法估值存货一开发成本估算价值为 1,591,644,000.00 元，增值原因因为近年来当地房地产市场价格有较大程度上涨。

1.3.6 估值过程

1.3.6.1 项目建设开发经营期的确定

本次评估依据被评估企业提供的相关资料，参考同一地区、相同类型、同等规模的类似房地产开发项目，结合委评项目的实际情况，预计项目后续建设开发期为 4.5 年，其中：前期准备期为半年，自 2016 年 8 月至 2016 年 12 月止，建

设期为三年，自 2017 年 1 月至 2019 年 12 月止，销售期为三年，自 2018 年 1 月至 2020 年 12 月。

1.3.6.2 项目开发完成后的价值确定

根据项目规划指标及开发方案，该项目建成后的房地产分为销售物业及自持（租赁）物业，具体如下：

序号	可销售项目	建筑面积m ²
1	地块一商业	21,000.00
2	地块一办公	114,124.00
3	地块二商业	51,034.00
4	地块二公寓	144,373.00
5	地下商业	10,000.00
6	地下非人防车位（个）	2,039.00
序号	自持（租赁）项目	建筑面积m ²
1	地块一酒店	35,000.00
2	地下人防车位（个）	925.00

对于销售物业，我们参照当地同类房地产交易的市场行情和被估房地产的区域位置及个别条件，结合该区域房地产市场发展趋势，预计开发完成后可售房地产的销售均价，从而确定销售物业的开发总价值。

对于自持（租赁）物业，我们采用收益法测算其开发完成后的价值。

（1）销售物业价值的确定

参考周边项目售价、项目差异，结合企业预期并横向比较市场价格后，综合分析确定“苏州万益财富中心”开发完成后销售物业的销售均价如下：商业销售均价为 25,000 元/平方米，写字楼销售均价为 15,900 元/平方米，精装酒店式公寓销售均价为 17,900 元/平方米，车位 80,000 元/个。

“苏州万益财富中心”项目可销售部分价值测算如下表：

物业类型	面积(平方米)	销售单价(万元/平方米、个)	合计(万元)
地块一商业	21,000.00	2.50	52,500.00
地块一办公	114,124.00	1.59	181,457.16
地块二商业	51,034.00	2.50	127,585.00
地块二公寓	144,373.00	1.79	258,427.67

地下商业	10,000.00	1.50	15,000.00
地下非人防车位（个）	2,039.00	8.00	16,312.00
小计			651,281.83

根据被估值单位提供的销售计划和实际开发情况，项目各年度销售金额测算表见下表：

房地产销售现金流入预测表

金额单位：人民币万元

物业类型	2016 年 8-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	收入合计
地块一商业	0.00	0.00	17,500.00	17,500.00	17,500.00	52,500.00
地块一办公	0.00	0.00	60,485.71	60,485.71	60,485.71	181,457.14
地块二商业	0.00	0.00	17,528.33	17,528.33	92,528.33	127,584.98
地块二公寓	0.00	0.00	86,142.55	86,142.55	86,142.55	258,427.65
地下商业	0.00	0.00			15,000.00	15,000.00
地下非人防车位（个）	0.00	0.00			16,312.00	16,312.00
小计	0.00	0.00	181,656.59	181,656.59	287,968.59	651,281.77

注：以上收入为含税收入。

（2）自持（租赁）物业价值的确定

本项目的自持物业包括 35000 m²酒店及 925 个地下人防车位，其中酒店持按五星级标准建设并自持经营，地下人防车位拟出租获取租金收益。假设自持物业的价值在 2020 年实现。

根据项目开发完成后的物业形态及经营模式，本次评估采用收益法确定开发完成后各项自持物业的价值。

收益法是运用适当的资本化率，将估价对象房地产未来各期（通常为年）的正常纯收益折算到估价时点上的现值，求其之和得出估价对象的客观、合理价格。

收益法基本公式如下：

$$P=A/(r-s) \times [1- (1+s)^n / (1+r)^n]$$

其中：P 为房地产总价值

A 为房地产年纯收益

r 为房地产资本化率

s 为房租年增长率

n 为房地产收益年限

经测算，酒店开发完成后的价值为 45100 万元，地下人防车位价值为 4,218.00 万元（折合 4.56 万元/个）

以酒店为例说明测算过程：

①酒店收入的确定

根据市场调查情况，星级酒店的收入由客房、餐饮、会议等其他收入三大块组成，其中客房收入占 65%，餐饮收入占 25%，其他收入占 10%。

根据国家旅游局发布的《全国 50 城市星级酒店经营情况 2016 年第一季度》的统计数据，2016 年第一季度苏州市全市五星级饭店平均房价 550 元/间天，平均出租率 52%。

该项目按五星级酒店标准建设，拟建成拥有 400 间的客房。根据苏州市同等级酒店收费情况、入住率并结合本项目的特点，确定本项目建成后的有效毛收入为 4,176.00 万元。

客房是星级酒店整体收益最高的部门，本次估算根据苏州五星级酒店的一般情况，确定客房收入占总收入的 65%，餐饮部门收入占总收入的 25%，其他综合收入占总收入的 10%，则酒店建成后第一年的年收入汇总如下：

项目内容	年有效毛收入（万元）	占总收入比例
客房收入	4,176.00	65%
餐饮收入	1,606.00	25%
其它收入	642	10%
合计	6,424.00	100%

随着酒店在知名度、信誉上的提升，酒店入住率及消费价格将随之上涨，预测酒店在经营的前三年，收入保持不变，从第 4 年到第 10 年，收入稳步增长，年增长率为 3%，从第 11 年到结束，为酒店经营的平稳期，收入保持不变。

②运营费用

参照苏州市的同类酒店，酒店运营费用一般包括耗材能源费用、员工薪酬、经营管理费用以及支付给酒店管理集团的特许经营权费用。

其中：

耗材能源费用：主要包括原材料、水电等成本，占酒店总收入的 20%；

员工薪酬：主要包括员工工资、社保及福利费等，占酒店总收入的 15%；

经营管理费用：主要包括办公费、维修费、装修及设备更新费、保险费等，

占酒店总收入的 15%:

特许经营权费用: 包括 5%的特许加盟费, 2%的市场营销服务评估费, 合计占酒店总收入的 7%。

则酒店的运营费用合计为酒店总收入的 57%。

③酒店税费

酒店在经营过程中, 需要缴交的税费主要包括以下税种:

增值税率为 6%;

城建税按缴纳的增值税 7%缴纳;

教育费附加按缴纳的增值税 3%缴纳;

地方教育费附加按缴纳的增值税 2%缴纳;

房产税按自有房产原值的 70% $\times$ 1.2%缴纳。

其中增值税销项=酒店收入/1.06 $\times$ 6%

增值税进项=耗材能源费用 $\times$ 17%

房产原值为酒店的所有开发成本, 经测算为 10747 元/平方米, 总价为 37,614.83 万元, 则每年缴纳的房产税=37,614.83 $\times$ 70% $\times$ 1.2%= 315.96 万元。

④折现率的确定

采用累加法求取资本化率, 其基本公式为:

资本化率 =无风险收益率+风险补偿

无风险收益率取中国人民银行公布的最新一年期定期存款利率 1.5%。

风险补偿包含投资风险补偿、管理负担补偿及缺乏流动性补偿, 本次评估根据估价对象的特点及所在区域的平均水平, 取风险补偿为 3.5%。

则资本化率 R=5%

⑤酒店价值的确定

经采用收益法测算, 酒店在完工后的价值为 45100 万元, 折合每平方米单价为 12885.71 元。

1.3.6.3. 后续开发成本

估值人员查阅了企业提供的项目规划图、成本预算等成本资料, 并调查当地同类楼盘的建安造价信息, 综合确定项目开发成本如下表:

金额单位: 人民币万元

序号	成本项目	项目金额
1	前期工程费	12,235.87
2	建安工程费	191,127.91
3	基础设施配套费	19,287.62
4	市政规费	6,398.50
5	其他开发成本	3,822.55
6	不可预见费	6,312.46
开发成本总投资		239,184.91

根据本项目的开发计划和实际开发情况，未来开发成本的投入预测情况见下表：

金额单位：人民币万元

年份	2016年8-12月	2017年	2018年	2019年	2020年
续建成本	18,634.37	73,516.84	73,516.84	73,516.86	0

1.3.6.4 销售费用

房地产开发企业的销售费用主要包括项目销售部门的工资、福利费、媒介广告费、宣传推广费、策划咨询费、销售代理费等，全部为付现的费用。根据行业通常的销售费用比例和本项目的实际情况，按照年销售金额的 2.5%的比例预测本项目各年度付现的销售费用如下表：

金额单位：人民币万元

年份	2016年8-12月	2017年	2018年	2019年	2020年
销售费用	0	0	4541.41	4541.41	7199.21

1.3.6.5 管理费用

管理费用包括企业管理部门的管理费用、办公费、业务招待费、咨询费、售后服务费用等。本次评估时，评估人员通过对相关市场资料的调查并结合管理层对管理费用的预计发生总额来确定开发成本所需的管理费用。

金额单位：人民币万元

年份	2016年8-12月	2017年	2018年	2019年	2020年
管理费用	745.37	2,940.67	2,940.67	2,940.67	0.00

1.3.6.6 增值税的确定

根据《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2016〕36号文），

自 2016 年 5 月 1 日起,在全国范围内全面推开营业税改征增值税(以下称营改增)试点,建筑业、房地产业、金融业、生活服务业等全部营业税纳税人,纳入试点范围,由缴纳营业税改为缴纳增值税。

税金及附加包括:城建税、教育费附加。其中:城建税率为增值税额的 7%,教育费附加按增值税额的 3%,地方教育费附加按增值税额的 2%。

根据《房地产开发企业销售自行开发的房地产项目增值税征收管理暂行办法》(国家税务总局公告 2016 年第 18 号)的规定,对于增值税的计算,房地产开发企业中的一般纳税人销售自行开发的房地产项目,适用一般计税方法计税,按照取得的全部价款和价外费用,扣除当期销售房地产项目对应的土地价款后的余额计算销售额。

$$\text{销售额} = (\text{全部价款和价外费用} - \text{当期允许扣除的土地价款}) / (1 + 11\%)$$

金额单位:人民币万元

序号	项目名称	预计取得进项的比例	税率	计税基础	增值税销项项
一	销项税额				
1	项目预计销售收入			651,281.83	
2	增值税率		11%		
3	当期允许扣除的土地价款			40,820.94	
4	计算销项税的销售额	销售额= (全部价款和价外费用-当期允许扣除的土地价款) ÷ (1+11%)		549,964.77	
5	销项税额				60,496.12
二	进项税额				
1	计算进项税的成本额				
1.1	可抵扣的开发前期准备费	80%	6%	9,234.62	554.08
1.2	可抵扣的建筑安装工程费	100%	11%	172,187.31	18940.6
1.3	可抵扣的基础设施费	80%	11%	13,900.99	1529.11
1.4	市政规费(不可抵扣)	0%	11%	0.00	0
1.5	可抵扣的其他开发成本	70%	6%	2,524.33	151.46
1.6	可抵扣的不可预见费	70%	11%	3,980.83	437.89
1.7	可抵扣的开发间接费	0%	0%	0.00	0
1.8	资本化利息(不可抵扣)	0%	0%	-	0
1.9	销售费用	30%	6%	4608.12	276.49
2	进项税额				21,889.63

三	增值税					38,606.49
---	-----	--	--	--	--	-----------

被评估企业适用适用一般计税方法计税，年预缴增值税率为 3%，经过测算，各年度增值税及附加税预测结果详见下表：

金额单位：人民币万元

项目名称	税率	2016 年 8-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
当年度销售收入				181,656.59	181,656.59	287,968.59
增值税（预缴）	3%			5,449.70	5,449.70	8,639.06
增值税（清缴）						19,068.03
附加税金		0.0	0.0	654.0	654.0	3,324.9
城建税	7%	0.0	0.0	381.5	381.5	1,939.5
教育费附加	3%	0.0	0.0	163.5	163.5	831.2
地方教育费附加	2%	0.0	0.0	109.0	109.0	554.1
各年度增值税及附加		0.0	0.0	6,103.7	6,103.7	31,031.9

1.3.6.7 土地增值税

根据《江苏省地方税务局关于调整土地增值税预征率的公告》（苏地税规[2016]2 号）的规定，土地增值税按房屋类型按预售收入预征，待项目完成后，按照地块统一进行汇算清缴，多退少补。其中南京市、苏州市市区（含工业园区）普通住宅、非普通住宅、其他类型房产的预征率分别为：2%、3%、4%。

本项目的房屋类型均为其他类型房产，适用的预征率为 4%。

根据《中华人民共和国土地增值税暂行条例实施细则》，土地增值税以纳税人转让房地产取得的增值额为计税依据。增值额为纳税人转让房地产取得的收入减除规定扣除项目金额以后的余额，实行四级超率累进税率，其税率如下：

增值额未超过扣除项目金额 50%的部分 30%，速算扣除系数 0%；

增值额超过扣除项目金额 50%、未超过 100%的部分 40%，速算扣除系数 5%；

增值额超过扣除项目金额 100%、未超过 200%的部分 50%，速算扣除系数 15%；

增值额超过扣除项目金额 200%的部分 60%，速算扣除系数 35%。

另根据财税〔2016〕36 号文相关规定，转让房地产取得的收入为不含增值税收入，《中华人民共和国土地增值税暂行条例》等规定的土地增值税扣除项目涉及的增值税进项税额，允许在销项税额中计算抵扣的，不计入扣除项目，不允许在销项税额中计算抵扣的，可以计入扣除项目。

本次估值按项目结束期以全部销售项目为单元，对项目收入成本进行核算后
 汇算清缴。计算过程如下表：

土地增值税汇算清缴测算表

金额单位：人民币万元

项 目	估值结果（万元）	说明
一、总销售收入	586,740.39	不含税销售收入
二、扣除项目	325,206.12	以下 5 项之和
1、土地取得成本	36,950.66	不含税土地取得成本及相关税费
2、建设开发成本	181,423.49	不含税建设成本
3、开发费用	21,197.57	指与房地产开发项目有关的销售费用、管理费用、财务费用，根据税法规定，按土地成本与开发成本（不含市政配套费）10%计算
4、销售税金	43239.26	指在转让房地产时缴纳增值税附加税，按项目应缴增值税为基数，附加税税率按相关税法规定测算。
5、加计扣除成本	42,395.14	根据税法规定，对从事房地产开发的纳税人可按土地成本与开发成本（不含市政配套费）20%计算
三、增值额	261,534.27	（一）-（二）
四、增值率	80.42%	（三）/（二）
五、应缴土地增值税	88,353.40	根据税法规定

注：计算土地增值税时，不考虑自持项目的价值和成本。

各年度土地增值税现金流出预测表

金额单位：人民币万元

项目名称	税率	2016 年 8-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
当年度销售收入				181,656.59	181,656.59	287,968.59
土地增值税（预缴）	4%			7,266.26	7,266.26	11,518.74
增值税（清缴）						62,302.14
土地增值税合计		0.0	0.0	7,266.3	7,266.3	73,820.9

1.3.6.8 企业所得税

根据《关于房地产开发企业所得税预缴问题的通知》(国税函[2008]299号),销售期,企业销售未完工开发产品取得的收入,应先按预计计税毛利率分季(或月)计算出预计毛利额,计入当期应纳税所得额。被评估企业认定的预计毛利率为15%,在项目竣工后,根据项目的销售情况测算,销售金额扣减成本、税金、期间费用和销售利润率后的值确定项目应纳所得额,所得税税率为25%。

项目企业所得税=(项目预计销售收入-项目建设总支出-增值税-税金及附加-销售费用-管理费用-土地增值税-建设期利息)×所得税率

依据上述方法,未来年度项目企业所得税测算如下:

金额单位:人民币万元

项目名称	税率	2016年 8~12月	2017 年	2018年	2019年	2020年
计算所得税的销售额				181,656.59	181,656.59	287,968.59
预缴所得税	15%			6,812.12	6,812.12	10,798.82
汇算清缴所得税	25%					25,348.51
所得税		0.0	0.0	6,812.1	6,812.1	36,147.3

注:计算企业所得税时,不考虑自持项目的价值和成本。

1.3.6.9. 项目预测年度各期净现金流的确定

通过对以上各项的预测,得出企业预测年度净现金流量见下:

预测年度各期净现金流量预测表

金额单位:人民币万元

项目名称	2016年8~12月	2017年	2018年	2019年	2020年
现金流入	0	0	181,656.59	181,656.59	337,693.59
销售收入	0	0	181,656.59	181,656.59	287,968.59
自持物业价值	0	0	0	0	49,725.00
现金流出	19,379.74	76,457.51	101,180.96	101,180.98	148,199.36
开发成本	18,634.37	73,516.84	73,516.84	73,516.86	0.00
增值税及附加	0	0	6103.66	6103.66	31031.94
管理费用	745.37	2,940.67	2,940.67	2,940.67	0.00
销售费用	0	0	4541.41	4541.41	7199.21
土地增值税	0	0	7266.26	7266.26	73820.88
企业所得税	0	0.00	6,812.12	6,812.12	36,147.33
净现金流量	-19,379.74	-76,457.51	80,475.63	80,475.61	189,494.23

1.3.6.10. 折现率的确定

折现率是在采用现金流量折现法时需要确定的一个重要参数，与报酬资本化法中的报酬率的性质和求取方法相同，具体应等同于同一市场上类似房地产开发项目所要求的平均报酬率。

由于房地产公司基本上为项目公司，本次估值参考房地产类上市公司的加权平均资本成本确定折现率。计算式如下：

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

(1) 权益资本成本 K_e

权益资本成本 K_e 的计算式如下：

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

式中： R_f —— 无风险报酬率；

β_L —— 股东权益的系统风险系数；

MRP —— 市场风险溢价；

R_c —— 企业特定风险调整系数。

① 无风险报酬率 R_f

经查询 Wind 资讯，估值基准日 17 年来国债平均票面利率为 4.30%，考虑复利因素计算后为 3.95%，则本次估值无风险报酬率取 3.95%。

② 股东权益的系统风险系数 β_L

股东权益的系统风险系数 β_L 的计算式如下：

$$\beta_L = [1 + (1-T) \times D/E] \times \beta_u$$

式中： T —— 所得税率；

D/E —— 被评估企业的目标资本结构；

β_u —— 无财务杠杆的股东权益系统风险系数。

通过查询 Wind 资讯，选取沪深 A 股同类上市公司作为可比企业，利用上述计算式将各可比企业的带财务杠杆的股东权益系统风险系数 β_L 换算为无财务杠杆的股东权益系统风险系数 β_u ，并取其均值作为被评估企业的 β_u ，被评估企业 D/E 同样取上述可比企业的平均 D/E 。

通过上述测算，确定 β_u 为 0.8444

则 $\beta_L = 0.8444 * (1 + (1 - 25%) * 66.11\%) = 1.2630$

③市场风险溢价 MRP

由于国内证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场。一方面，历史数据较短，并且在市场建立初期投机气氛较浓，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，因此直接通过历史数据得出的市场风险溢价可信度不高。而在成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到，国际上新兴市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。市场风险溢价计算式如下：

市场风险溢价 = 成熟股票市场的基本补偿额 + 国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2014 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.25%；国家风险补偿额取 0.90%。

则： $MRP = 6.25\% + 0.90\% = 7.15\%$ 。

④企业特定风险调整系数 R_c

企业特定风险调整系数主要考虑以下因素：

A. 财务风险

房地产投资通常通过集资或贷款等方式筹集资金的，现阶段国内经济形势，资金筹集变得较困难，会造成了负债经营的局面，融资风险较高。

由于购买者财务状况与开发时预测的财务状况发生了变化，也直接影响到房地产的投资回收的可靠性，造成资金回收的拖欠风险。

B. 经营风险

同大型上市公司比较，公司在经营管理上还需要进一步的充实和改进，因此，存在一定的风险。调控力度加大，限购政策实施范围扩大，为企业经营带来不小风险。

C. 行业风险

当前国家房地产调控坚持“分类指导、因地施策”基本原则，促进了房地产市场平稳健康发展，在稳定的政策大环境下，房地产市场总体延续 2015 年良好发展势头，房地产存量房去化速度较快，当前已处于供求基本平衡，在宽松货币环境下，市场波动幅度和价格走势都将趋于平稳，本次估值中对公司特定风险收

益率取 3.5%。

⑤权益资本成本

根据上述确定的参数，权益资本成本计算如下：

$$K_e = 2.8913\% + 1.5575 \times 7.11\% + 3.00\% \\ = 16.97\%$$

(2) 债务资本成本 K_d

债务资本成本取评估基准日金融机构一至五年人民币贷款基准利率 4.75%。

(3) 加权平均资本成本 $WACC$

$$WACC = K_e \times \frac{E}{(D+E)} + K_d \times \frac{D}{(D+E)} \times (1-T) \\ = 16.48\% \times 60.20\% + 4.75\% \times 39.80\% \times (1-25\%) \\ = 11.50\%$$

1.3.6.11 开发成本评估值的确定

开发成本评估值=开发后房地产价值现值-后续开发成本现值-销售费用现值-管理费用现值-增值税现值-税金及附加现值-土地增值税现值-企业所得税现值

根据以上公式，开发成本评估结果如下表：

金额单位：人民币万元

项目名称	2016 年 8-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
现金流入	0	0	181656.59	181656.59	337286.59
销售收入	0	0	181,656.59	181,656.59	287,968.59
自持物业	0	0	0	0	49,318.00
现金流出	19,379.74	76,457.51	101,180.96	101,180.98	148,199.36
开发成本	18,634.37	73,516.84	73,516.84	73,516.86	0.00
增值税	0	0	6103.66	6103.66	31031.94
管理费用	745.37	2,940.67	2,940.67	2,940.67	0.00
销售费用	0	0	4541.41	4541.41	7199.21
土地增值税	0	0	7266.26	7266.26	73820.88
所得税	0	0.00	6,812.12	6,812.12	36,147.33

开发项目净现金流量	-19,379.74	-76,457.51	80,475.63	80,475.61	189,087.23
折现率	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%
折现年期	0.21	0.92	1.92	2.92	3.92
折现系数	0.9774	0.9047	0.8114	0.7277	0.6527
折现现金流	-18,941.76	-69,171.11	65,297.93	58,562.10	123,417.24
开发成本评估值	159,164.40				

开发成本评估值为 159,164.40 万元。

2、非流动资产估值说明

纳入本次估值的非流动资产为电子设备，账面值 27,935.05 元，主要包括电脑及保险柜。

根据本次估值的目的，按照继续使用原则，对电子设备，以市场及行业所了解的价格及价格趋势为依据，采用重置成本法进行估值。

评估值 = 重置成本 * 成新率

电子设备估值结果为 28,313.00 元，增值 377.95 元，增值率 1.35%。

3.负债估值说明

纳入本次评估的负债项目包括：应付账款、应付职工薪酬、应交税费、其他应付款。各项负债在核实的基础上以核实确认后的账面值作为评估值。

负债账面值为 363,027,762.42 元，估值为 363,027,762.42 元，无增减变化。

（二）估值结论及分析

本次估值报告的估值结论系基于估值对象按已批准的规划设计方案，初步设计方案、开发楼盘档次、开发计划、销售计划、成本估算等为基础进行测算，不考虑未来投模变更等对估值的影响，估值基准日后估值对象的开发方案、开发进度、项目周边环境、产品的市场环境、企业经营的内外部因素均可能发生一定的变化，并对估值对象价值产生影响。虽然本次估值是基于谨慎原则选取确定相关参数，并考虑了未来实际情况不能完全按照估值对象预期实施的风险，但如果估值对象不能结合实际情况进行相应的积极调整，对估值对象的开发进度、产品销售、成本控制等经营活动将会造成一定的影响，也会对估值结果造成相应的影响。

1. 估值结果

本公司采用了资产基础法对苏州新万益投资有限公司股东全部权益价值进行了估值，苏州新万益投资有限公司经立信中联会计师事务所(特殊普通合伙)审计后的股东全部权益价值（净资产）账面值为人民币 4,895.50 万元，在满足本报告中全部假设和前提、限制条件的基础上，经估值后其股东全部权益价值（净资产）估值为人民币 123,027.04 万元，增值 118,131.54 万元，增值率 2413.06%。

序号	项目	账面价值	估值结果	增减值	增值率%
1	流动资产	41,195.49	159,326.99	118,131.50	286.76
2	非流动资产	2.79	2.83	0.04	1.43
3	其中：可供出售金融资产净额	0.00	0.00	0.00	
4	持有至到期投资净额	0.00	0.00	0.00	
5	长期应收款净额	0.00	0.00	0.00	
6	长期股权投资净额	0.00	0.00	0.00	
7	投资性房地产净额	0.00	0.00	0.00	
8	固定资产净额	2.79	2.83	0.04	1.43
9	在建工程净额	0.00	0.00	0.00	
10	工程物质净额	0.00	0.00	0.00	
11	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
12	生产性生物资产净额	0.00	0.00	0.00	
13	油气资产净额	0.00	0.00	0.00	
14	无形资产净额	0.00	0.00	0.00	
15	开发支出	0.00	0.00	0.00	
16	商誉净额	0.00	0.00	0.00	
17	长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	
18	递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	
19	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	
20	资产总计	41,198.28	159,329.82	118,131.54	286.74
21	流动负债	36,302.78	36,302.78	-	-
22	非流动负债	-	-	-	-
23	负债总计	36,302.78	36,302.78	-	-
24	股东权益（净资产）	4,895.50	123,027.04	118,131.54	2,413.06

2. 估值结果与账面值比较变动情况及原因

2.1 存货估值增值 118,131.50 万元，系近年来当地房地产市场价格有较大幅度上涨；当前周边地价水平较原取得地价有较大幅度上涨。

3. 特别事项说明

3.1. 本估值机构未对委托方和目标单位提供的项目审批、设计、项目总评、营业执照、权证、会计凭证、预算资料、合同单据、投资模型、开发计划、销售计划等证据资料或所牵涉的责任进行独立审查，亦不会对上述资料的真实性负责。

3.2. 除非特别说明，本估值报告中的投资价值以目标单位对有关资产拥有完全的权利为基础，未考虑由于目标单位可能尚未支付某些费用所形成的相关债务。

3.3. 对目标单位存在的可能影响资产估值的瑕疵事项及期后事项，在企业委托时未作特殊说明而估值人员根据专业经验一般不能获悉的情况下，本估值机构及估值人员不承担相关责任。

3.4. 本报告中的有关苏州新万益投资有限公司等描述性的文字均摘自苏州新万益投资有限公司提供给估值人员的有关介绍资料，报告阅读者应将此视同一般性的文字说明，而不应视作估值机构与估值人员对其有关情况的认同或宣传报道，本估值机构不承担因有关介绍与实际情况可能不符而产生的所有责任。

3.5. 本次估值是根据委托方提供的项目开发规划来进行估值的，拟开发的物业类型、档次、建筑面积、可销售面积、销售计划、开发成本、开发计划等相关估值数据和指标的选取也来源于委托方提供的项目开发规划体系，同时结合了委托方的品牌、实力在该房地产项目中的影响，并以此为假设前提进行估值，若未来实际开发情况发生变化，应以实际开发情况对估值结论进行调整。

3.6. 本估值结论未考虑流动性对估值结果影响。

3.7. 根据估值对象项目《国有建设用地使用权出让合同》记载，估值对象建设用地应于 2016 年 12 月 3 日前开工，且应在 2018 年 12 月 03 日前竣工，至本次估值基准日，项目尚未动工建设，本次未考虑项目可能存在的土地闲置事项对本次估值的影响，提请报告使用权人注意上述事项对估值的影响。

3.8. 本报告仅供委托方根据国家法律、法规规定为实现本次目的相关的经济行为需要而使用本报告，无其他估值报告使用者。