

上海东洲资产评估有限公司关于
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（162304 号）
之回复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2016 年 9 月 28 日《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（162304 号）的要求，上海东洲资产评估有限公司（以下简称：上海东洲或评估机构）组织项目团队人员对其中涉及由评估机构专项答复的相关意见做了逐项落实及说明，现将核查意见书面答复如下：

问题 12：申请材料显示，本次交易拟注入资产的交易价格为 166,219.30 万元，截至 2016 年 5 月 31 日的市净率为 1.49 倍。浦星公司和双创公司的资产评估值主要源自于存货和投资性房地产。请你公司：1）结合可比交易作价的市净率情况，补充披露本次交易作价的合理性。2）按项目分别补充披露拟注入资产存货-开发成本和开发产品的评估值及增值情况，并结合成本投入时间，进一步补充披露本次交易存货评估增值的合理性。3）结合投资性房地产的入账时间，进一步补充披露投资性房地产评估增值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

1）结合可比交易作价的市净率情况，补充披露本次交易作价的合理性

根据东洲评估出具的“沪东洲资评报字[2016]第 0601111 号”《浦星公司评估报告》和“沪东洲资评报字[2016] 第 0567154 号”《双创公司评估报告》，以 2016 年 5 月 31 日为基准日，采用资产基础法和收益法对浦星公司和双创公司的股东全部权益进行评估，最终以资产基础法评估结果作为本次评估结论。

根据上述评估报告，本次拟注入资产截至 2016 年 5 月 31 日的账面值、评估价值和增值率情况如下：

单位：万元

项目	账面净值	评估值	增减值	增值率（%）
浦星公司 100%股权	106,634.78	155,393.79	48,759.01	45.73
双创公司 85%股权	4,865.25	10,825.51	5,960.26	122.51

经查询相关可比交易，2016 年 1 月 1 日至今上市公司收购的标的为产业园区及房地产开发企业的基本情况如下：

序号	证券简称 (代码)	交易标的	交易价格	净资产 账面值	评估基准 日	公告时 间	交易进度	市净率
1	栖霞建设 (600533.SH)	无锡栖霞 30%股 权	7,531.26	5,579.57	2016/5/31	2016.9	董事会预 案	1.35
2	深赛格 (000058.SZ)	赛格物业发展 100%股权	13,523.59	5,158.70	2016/3/31	2016.8	证监会受 理	2.62
3	中房地产 (000736.SZ)	中房苏州 30%股 权	53,258.16	28,007.88	2015/12/31	2016.8	董事会预 案	1.90
4	广宇发展 (000537.SZ)	重庆鲁能英大 30%股权	24,566.37	4,407.93	2016/4/30	2016.7	重组报告 书披露	5.57
5	东湖高新 (600133.SH)	联投佩尔 49%股 权	7,610.86	4,223.95	2016/3/31	2016.7	完成	1.80
6	漳州发展 (000753.SZ)	晟达置业 100% 股权	13,967.96	7,318.87	2015/12/31	2016.3	签署转让 协议	1.91
7	华发股份 (600325.SH)	海川地产 49.75%股权	29,963.70	25,385.64	2015/12/31	2016.3	董事会预 案	1.18
8	中航地产 (000043.SZ)	江西中航地产 25%股权	4,883.20	3,419.08	2015/8/31	2016.3	董事会预 案	1.43
9	中粮地产 (000031.SZ)	中粮地产投资 49%股权	107,423.83	72,254.96	2015/12/31	2016.3	证监会受 理	1.49
中值								1.80
均值								2.14
本次重组								1.49

根据上述可比交易的作价市净率情况统计，本次评估交易作价对应的市净率低于上市公司同行业可比交易的作价案例的市净率倍数，本次评估结果具有稳健性、合理性。

2) 按项目分别补充披露注入资产存货—开发成本和开发产品的评估值及增值情况，并结合成本投入时间，进一步补充披露本次交易存货评估增值的合理性。

本次重组拟注入资产为浦星公司 100%股权和双创公司 85%股权，双创公司账面无存货，仅有一处位于上海市闵行区浦江镇新骏环路 189 号、建筑面积为

21,315.93 平方米的办公楼，目前用于对外出租。以下就浦星公司及其控股子公司浦未公司、浦月公司的账面存货—开发产品、存货—开发成本等资产情况，说明如下：

浦星公司母体存货账面值为 95,228.33 万元，包括开发成本和开发产品两大类，存货开发项目主要位于上海市闵行区漕河泾开发区浦江高科技园内的 F 区、D 区和 A 区，其中：开发成本账面价值 51,887.42 万元，主要分为 F 三期二标 A、F 三期二标 B 和科技广场三期等三个开发项目；开发产品账面价值 43,340.91 万元，主要为 F 四期、D1 一标、D1 五标、科技广场一期等四个项目，目前账面留存的系已预售未结转和部分未售的房地产。

浦星公司及其下属公司涉及的存货—开发成本、开发产品评估情况列表如下：

科目	所属公司	项目名称	主要成本投入时间	基准日账面价值 (万元)	基准日建设进度	基准日评估价值 (万元)	增值率%
开发成本	浦星公司	F 三期二标 A	2015 年 6 月	1,803.60	35%	3,296.77	82.79
开发成本	浦星公司	F 三期二标 B	2016 年 1 月	1,880.10	5%	3,221.65	71.35
开发成本	浦星公司	科技广场三期	2014 年 9 月	48,203.72	30%	54,209.62	12.46
开发产品	浦星公司	F 四期	2013 年 9 月	9,974.70	100%	12,088.41	21.19
开发产品	浦星公司	D1 一标	2013 年 3 月	28,547.99	100%	38,017.84	33.17
开发产品	浦星公司	D1 五标	2014 年 6 月	2,688.24	会议中心已完工，为 100%，其余空地尚未开发	3,113.44	15.82
开发产品	浦星公司	科技广场一期	2009 年 11 月	2,129.98	100%	2,986.28	40.20
开发成本	浦月公司	移动互联网产业一期	约 2013 年 2 月起投入	16,433.55	2013 年 2 月取得土地，目前尚未开发，预计 2016 年四季度正式开工	19,858.39	20.84
开发成本	浦未公司	D2 项目	约 2013 年 2 月起投入	30,122.41	2013 年 3 月取得土地，目前尚未开发，预计 2016 年 12 月正式开工	32,564.76	4.97
开发成本	浦未公司	D1 地块 2/3/4 标	约 2008 年 3 月起投入	11,360.60	2008 年取得土地，2016 年 5 月调整补地价，项目尚未开发，	13,611.18	19.81

科目	所属公司	项目名称	主要成本投入时间	基准日账面价值 (万元)	基准日建设进度	基准日评估价值 (万元)	增值率%
					预计 2017 年 12 月正式开工		

本次评估对开发成本项目均按房地分估的原则，以基准日账面成本为基础，按基准日土地市场价值对土地使用权进行重估，并按照开发项目的预期利润，结合项目形象进度，扣减所负担的土地增值税、所得税等；对基准日账面已发生的建安成本、间接费用等项目支出，按项目进度考虑合理的建设期利润。各个开发项目的不同增减值情况，恰恰反映了在开发项目建设中由于不同的项目市场定位不完全一致，使得未来开发物业销售价格也不完全一样，再加上土地取得有先后、取得成本价格有高低，每个被开发地块的规划容积率也不同，开发周期不完全相同，建安成本也有差异，期间费用、资金成本也有分摊差别，导致每个项目的评估增值有较大的差异。

本次开发产品各个项目均采用了市场法评估，并结合房地产企业目前的实际情况，模拟扣减了存货实现销售所要承担的各项税金、土增税、所得税等，并对尚未实现预售的在手存量，评估还额外考虑了未来销售的风险，计算了净利润折减率。

3) 结合投资性房地产的入账时间，进一步补充披露投资性房地产评估增值的合理性。

本次注入资产范围中，涉及投资性房产的标的公司有两家，分别是浦星公司和双创公司。

1、浦星公司

浦星公司投资性房产对应的项目主要为坐落于浦江高科技园 F 区内的 F 一期 A 标、F 一期 B 标、F 一期三标、F 一期四标、F 三期四标、F 四期、F 三期三标和科技广场一期、A1 地块工业厂房项目二期（以下称“科技广场二期”）的部分房地产。该述投资性房地产在审计基准日的账面价值合计为 90,257.63 万元，其原始入账日期分别为 2007 年-2015 年不等，建筑面积合计 132,857.37 平方米。

序号	权证编号	建筑物名称	结构	建成时间	建筑面积 m ²	备注
----	------	-------	----	------	------------------------	----

序号	权证编号	建筑物名称	结构	建成时间	建筑面积 m ²	备注
1	沪房地闵字(2016) 第 044557 号	新骏环路 188 号 6 幢 101	钢混	2007 年	766.27	F 一期 A 标
2		新骏环路 188 号 8 幢一层 机房安保中心	钢混	2007 年	122.32	
3		新骏环路 188 号 8 幢 103	钢混	2007 年	1,190.45	
4		新骏环路 188 号 8 幢 301	钢混	2007 年	1,221.54	
5		新骏环路 188 号 7 幢 101	钢混	2008 年	1,207.85	F 一期 B 标
6		新骏环路 188 号 7 幢 201	钢混	2008 年	1,250.21	
7		新骏环路 188 号 7 幢 301	钢混	2008 年	1,250.21	
8		新骏环路 188 号 7 幢 401	钢混	2008 年	1,250.21	
9		新骏环路 188 号 9 幢 202	钢混	2008 年	1,124.76	
10	沪房地闵字(2016) 第 044623 号	新骏环路 158 号 2 幢 102	钢混	2012 年	602.85	F 一期三标
11		新骏环路 158 号 2 幢 104	钢混	2012 年	566.03	
12		新骏环路 158 号 2 幢 202	钢混	2012 年	620.70	
13		新骏环路 158 号 2 幢 204	钢混	2012 年	832.29	
14		新骏环路 158 号 2 幢 302	钢混	2012 年	620.70	
15		新骏环路 158 号 2 幢 304	钢混	2012 年	832.29	
16		新骏环路 158 号 2 幢 401	钢混	2012 年	790.34	
17		新骏环路 158 号 2 幢 402	钢混	2012 年	620.70	
18		新骏环路 158 号 2 幢 404	钢混	2012 年	790.29	
19	沪房地闵字(2016) 第 044549 号	新骏环路 245 号 1 幢 101	钢混	2013 年	1,126.41	F 一期四标
20		新骏环路 245 号 1 幢 102	钢混	2013 年	1,014.45	
21		新骏环路 245 号 1 幢 103	钢混	2013 年	1,126.41	
22		新骏环路 245 号 1 幢 201	钢混	2013 年	1,122.48	
23		新骏环路 245 号 1 幢 202	钢混	2013 年	1,014.45	
24		新骏环路 245 号 1 幢 203	钢混	2013 年	1,122.48	
25		新骏环路 245 号 1 幢 301	钢混	2013 年	5,588.86	
26		新骏环路 245 号 1 幢 401	钢混	2013 年	5,549.70	
27		新骏环路 245 号 1 幢 501	钢混	2013 年	3,213.27	
28		新骏环路 245 号 1 幢 601	钢混	2013 年	3,171.33	
29	沪房地闵字(2016) 第 044619 号	新骏环路 88 号 12 幢 401	钢混	2012 年	1,945.77	F 三期四标
30		新骏环路 88 号 13 幢 101	钢混	2012 年	760.05	
31		新骏环路 88 号 13 幢 102	钢混	2012 年	752.62	
32		新骏环路 88 号 13 幢 201	钢混	2012 年	737.50	
33		新骏环路 88 号 13 幢 202	钢混	2012 年	737.54	
34		新骏环路 88 号 13 幢 302	钢混	2012 年	737.54	
35	沪房地闵字(2016) 第 044629 号	新骏环路 138 号 1 幢 101	钢混	2015 年	1,026.48	F 四期
36		新骏环路 138 号 1 幢 201	钢混	2015 年	1,063.37	
37		新骏环路 138 号 1 幢 401	钢混	2015 年	1,060.39	
38		新骏环路 138 号 1 幢 402	钢混	2015 年	1,351.07	
39		新骏环路 138 号 1 幢 501	钢混	2015 年	630.88	

序号	权证编号	建筑物名称	结构	建成时间	建筑面积 m ²	备注
40		新骏环路 138 号 1 幢 502	钢混	2015 年	795.79	
41		新骏环路 138 号 2 幢 102	钢混	2015 年	1,300.80	
42		新骏环路 138 号 2 幢 202	钢混	2015 年	1,350.90	
43		新骏环路 138 号 2 幢 301	钢混	2015 年	1,063.07	
44		新骏环路 138 号 2 幢 302	钢混	2015 年	1,350.90	
45		新骏环路 138 号 2 幢 402	钢混	2015 年	1,350.85	
46		新骏环路 138 号 2 幢 502	钢混	2015 年	795.78	
47		新骏环路 138 号 3 幢 401	钢混	2015 年	1,060.24	
48		新骏环路 138 号 4 幢 501	钢混	2015 年	630.84	
49		新骏环路 138 号 4 幢 502	钢混	2015 年	796.07	
50		新骏环路 138 号 6 幢 402	钢混	2015 年	983.43	
51		新骏环路 138 号待租房 地产	钢混	2015 年	13,847.17	
52	沪房地闵字(2016) 第 044557 号	新骏环路 188 号地下车 位	钢混	2007 年		159 个车位, F 一期 A 标
53	沪房地闵字(2016) 第 044615 号	新骏环路 588 号地下车 位	钢混	2010 年		68 个车位, F 三期三标
54	沪房地闵字 (2014) 第 048486 号	陈行公路 2388 号 1 幢 1 层	钢混	2011 年	4,425.00	科技广场一 期
55		陈行公路 2388 号 1 幢 2 层	钢混	2011 年	4,571.87	
56		陈行公路 2388 号 1 幢 3 层	钢混	2011 年	4,723.68	
57		陈行公路 2388 号 3 幢 103	钢混	2011 年	583.59	
58		陈行公路 2388 号 3 幢 104	钢混	2011 年	621.96	
59		陈行公路 2388 号 3 幢 201	钢混	2011 年	1,049.22	
60		陈行公路 2388 号 3 幢 203	钢混	2011 年	637.38	
61		陈行公路 2388 号 3 幢 204	钢混	2011 年	1,049.22	
62		陈行公路 2388 号 3 幢 301	钢混	2011 年	1,293.85	
63		陈行公路 2388 号 3 幢 302	钢混	2011 年	936.76	
64		陈行公路 2388 号 3 幢 303	钢混	2011 年	936.74	
65		陈行公路 2388 号 3 幢 304	钢混	2011 年	1,293.83	
66		陈行公路 2388 号 3 幢 401	钢混	2011 年	1,293.85	
67		陈行公路 2388 号 3 幢 404	钢混	2011 年	1,293.83	
68	沪房地闵字 (2014) 第 046127 号	陈行公路 2388 号 8 幢 101	钢混	2014 年	707.62	科技广场二 期
69		陈行公路 2388 号 8 幢 102	钢混	2014 年	707.62	
70		陈行公路 2388 号 8 幢 103	钢混	2014 年	577.16	
71		陈行公路 2388 号 8 幢 301	钢混	2014 年	1,244.38	
72		陈行公路 2388 号 8 幢 302	钢混	2014 年	1,244.38	
73		陈行公路 2388 号 8 幢 303	钢混	2014 年	970.27	

序号	权证编号	建筑物名称	结构	建成时间	建筑面积 m ²	备注
74		陈行公路 2388 号 8 幢 304	钢混	2014 年	971.93	
75		陈行公路 2388 号 8 幢 401	钢混	2014 年	1,244.38	
76		陈行公路 2388 号 8 幢 402	钢混	2014 年	1,244.38	
77		陈行公路 2388 号 8 幢 403	钢混	2014 年	970.27	
78		陈行公路 2388 号 8 幢 404	钢混	2014 年	971.93	
79		陈行公路 2388 号 9 幢 101	钢混	2014 年	989.05	
80		陈行公路 2388 号 9 幢 501	钢混	2014 年	1,278.75	
81		陈行公路 2388 号 9 幢 502	钢混	2014 年	1,279.29	
82		陈行公路 2388 号 9 幢 601	钢混	2014 年	1,278.75	
83		陈行公路 2388 号 9 幢 602	钢混	2014 年	1,279.29	
84		陈行公路 2388 号 9 幢 801	钢混	2014 年	1,278.75	
85		陈行公路 2388 号 9 幢 802	钢混	2014 年	1,279.29	
86		陈行公路 2388 号 9 幢 901	钢混	2014 年	1,278.75	
87		陈行公路 2388 号 9 幢 902	钢混	2014 年	1,279.29	
88	沪房地闵字 (2013) 第 030416 号	陈行路 2388 号 19 幢地下 1 层车位 1-418 室等	钢混	2011 年		418 个车位, 科技广场一 期
89	沪房地闵字 (2014) 第 046127 号	陈行公路 2388 号 9 幢 301	钢混	2014 年	1,278.75	科技广场二 期
90		陈行公路 2388 号 9 幢 302	钢混	2014 年	1,279.29	
91		陈行公路 2388 号 9 幢 401	钢混	2014 年	1,278.75	
92		陈行公路 2388 号 9 幢 402	钢混	2014 年	1,279.29	
93		陈行公路 2388 号 9 幢 701	钢混	2014 年	1,278.75	
94		陈行公路 2388 号 9 幢 702	钢混	2014 年	1,279.29	
95		陈行公路 2388 号 9 幢 1001	钢混	2014 年	1,278.75	
96		陈行公路 2388 号 9 幢 1002	钢混	2014 年	1,279.29	
	合计				132,857.37	

本次对上述投资性房产采用了市场比较法、收益法进行评估，并参考上海市人民政府办公厅文件[沪府办（2015）69 号]“上海市人民政府办公厅关于转发市规划国土资源局制订的《上海市加快推进具有全球影响力科技创新中心建设的规划土地政策实施办法（试行）》的通知”第五条的相关规定。

本次评估涉及的 F 四期属于园区平台持有的工业用地标准厂房类项目，投资性房地产涉及的建筑面积与整个项目的 50%建筑面积相同，根据上述规定，该述物业被限制只能出租而不能出售，故本次评估对此类已建成物业主要以收益法评估定价，其余房地产无此限制条件，本次以市场法定价。以市场法定价

的投资性房产，在参考目前市场售价的基础上，还考虑扣除的相关税费、土增税、所得税、以及适当比例的利润等。

目前，浦星公司投资性房产账面原始成本单价分别在 3,000-9,000 元/平方米左右，而其所在区域的同类物业的市场售价一般在 9,000-15,000 元/平方米左右，较原始建造成本单价有较大的升值，较账面折余单价增值更加显著；基准日近期物业出租租金单价在 1.50-1.60 元/（平方米*天）左右。

综上，对浦星公司投资性房产采用市场法、收益法评估后，评估值为 105,882.7 万元，合计增值 15,625.07 万元，增值率为 17.31%，评估增值具有合理性。

2、双创公司

双创公司投资性房地产基准日账面价值 4,318.21 万元，竣工投入使用时间为 2008 年 1 月，建筑面积合计 21,315.93 平方米，均系双创公司以前年度自身建造，因此目前在投资性房地产科目的房地产是按照企业历史成本入账，并按照会计年限进行摊销后的余额。

序号	权证编号	建筑物名称	结构	建成年月	面积 m ²
1	沪房地闵字（2008）第 046338 号	新骏环路 189 号	钢混	2008 年	21,315.93
小计					21,315.93

由于入账时间较早，该述房产账面成本单价仅为 3,007.73 元/平方米，基准日折余单价仅为 2,025.82 元/平方米。而目前基准日近期同类物业的市场交易单价在 8,000-9,000 元/平方米左右，物业实际已出租的面积租金单价在 1.50-1.60 元/平方米左右。

对双创公司的投资性房地产本次评估也采用了收益法、市场法评估，并最后结合企业实际的经营模式采用收益现值法作为投资性房地产的主结论，因此其较账面的增值原因主要为从投资性房地产未来可收益年限的现金流折现值高于企业目前账面的折旧后的余额产生的，并且市场法的评估价值也高于收益法价值和账面净值。

另外由于双创公司承担着园区的小微企业孵化职能，因其主要经营模式为扶持园区内小微企业，起到园区孵化功能，故企业的投资性房地产也主要是以租赁形式为主，通过访谈双创公司管理层也对其未来经营模式也进行了确认，因此本次评估对双创公司的投资性房地产采用了收益法定价，更能符合企业实际经营模式。

综上，对双创公司投资性房产收益法评估后，评估值为 11,257.00 万元（折合评估单价 5,281.03 元/平方米），评估增值 6,938.79 万元，增值率为 160.69%，主要原因是其账面价值偏低，导致评估增值较大。

经查询上海工业房地产测评中心公布的上海工业房地产价格指数，从该数据表明，自 2007 年至 2015 年间，工业房地产出售、出租的价格均处于持续增长状态，进一步可以证明本次对浦星公司、双创公司的投资性房地产的评估增值是合理的。

评估机构经核查认为：本次交易作价的市净率情况同比合理；存货—开发产品、开发成本评估方法选取合理，评估增值具有合理性；投资性房地产评估增值具有合理性。

问题 13：申请材料显示，收益法评估时浦星公司未来现金流的折现率 2016 年-2021 年取值分别为 14.4%、13.7%、13.4%、13.1%、12.8%、12.8%，双创公司同期采用的折现率为 7.8%。请你公司：1）补充披露浦星公司和双创公司折现率存在差异的原因。2）结合近期市场可比交易折现率的分析比较，补充披露本次交易选取的折现率的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

1）补充披露浦星公司和双创公司折现率存在差异的理由

浦星公司为浦江园区二级业务开发主要企业，公司及其下属子公司主要负责实施浦江高科技园的开发、建设、经营和管理，从事园区内土地的二级开发及提供园区服务。

浦星公司及其子公司浦月公司、浦未公司的开发模式均以销售为主，而双创

公司目前存量房地产均系以前年度开发形成的房地产，目前已无在开发项目，且存量房地产目前全部以租赁模式经营，承担着园区内小微企业的孵化功能。由于两家企业经营业务不完全一致，使得其市场经营风险、市场定位、资金需求也有所不同。根据两家标的公司的经营业务差异，并从客观角度，在本次收益法评估中，结合两家企业盈利预测业务类型、数据结构，给予两家标的公司不同的折现率，以合理体现两家企业的股权市场价值。

在浦星公司收益法评估中，参考目前同行业上市公司的贝塔系数，在剔除财务杠杆后，按照企业自身的资本结构进行了加载，并通过迭代计算，计算出折现率。由于浦星公司基准日账面存有 7.2 亿元的短期、长期借款，随着在建项目的持续开发，后续还将继续有新增 7.0 亿元的贷款，且目前开发项目的借款有明确的还款计划，故在未来现金流计算中，按贷款合同约定定期合理考虑了还款现金流出。这样使得盈利预测期浦星公司每年的资本结构（付息债务/权益资本 D/E）出现变化，通过折现率按资本结构逐年迭代计算评估值，故在 2016 年—2021 年折现率出现 14.4%、13.7%、13.4%、13.1%、12.8%变化。

在双创公司收益法评估中，通过分析资本结构因素，公司盈利预测的业务主要是其拥有的 21,315.93 平方米投资性房地产从事出租业务及托管浦江公司部分房屋租赁收取管理费，且公司承担的园区内小微企业孵化职能每年可获得政府一定程度的补贴，故其经营风险要明显小于资本市场的可比交易案例。另外在盈利预测数据中，管理层也未将以往历史上每年可获得的政府补贴纳入未来预测数据中。因此，本次评估折现率计算时，贝塔系数的取值参考同行业企业剔除财务杠杆后的水平；对其个别经营风险的取值，考虑以行业一般以销售为主的经营风险为基准，最终对双创公司的个别风险因素取值为-1.5%，综合确定其收益法折现率为 7.8%。

2) 结合近期市场可比交易折现率的分析比较，补充披露本次交易选取折现率的合理性

经查询 2013 年-2016 年上市公司收购标的为产业园区或房地产开发企业的相关案例，汇总如下：

序号	并购事件名称	股票简称 (代码)	发生时间	被并购 方行业	评估方法	收益法折现率%
----	--------	--------------	------	------------	------	---------

序号	并购事件名称	股票简称 (代码)	发生时间	被并购 方行业	评估方法	收益法折现率%
1	马鞍山方圆回转支承股份有限公司并购浙江万厦房地产开发有限公司 100%股权;浙江新光建材装饰城开发有限公司 100%股权	方圆支承 (002147.SZ)	2015-06-01 至 2016-04-06	房地产	资产基础 法+市场 法	不适用
2	湖北金环股份有限公司并购京汉置业集团股份有限公司 100%股权	京汉股份 (000615.SZ)	2014-10-28 至 2015-10-28	房地产	资产基础 法+收益 法	未单独披露
3	上海自动化仪表股份有限公司并购上海临港经济发展集团投资管理有限公司 100%股权;上海漕河泾开发区松江高科技园发展有限公司 40%股权;上海漕河泾开发区松江高新产业园发展有限公司 49%股权;上海漕河泾康桥科技绿洲建设发展有限公司 40%股权	上海临港 (600848.SH)	2014-05-06 至 2015-10-21	房地产 (产业 园区)	资产基础 法+收益 法	11%
4	上海市北高新股份有限公司并购上海市北生产性企业服务发展有限公司 100%股权;上海泛业投资顾问有限公司 100%股权	市北高新 (600604.SH)	2014-04-10 至 2015-08-22	房地产 (产业 园区); 综合	资产基础 法+收益 法	东区销售 11%, 西区 租赁 10%
5	广东世荣兆业股份有限公司并购珠海市斗门区世荣实业有限公司 23.75%股权	世荣兆业 (002016.SZ)	2014-03-28 至 2015-03-03	房地产	资产基础 法+收益 法	15%
6	上海海博股份有限公司并购农工商房地产(集团)股份有限公司 100%股权;上海农工商房地产置业有限公司 25%股权	光明地产 (600708.SH)	2014-03-22 至 2015-09-11	房地产	资产基础 法+收益 法	15%
7	雅致集成房屋(集团)股份有限公司并购深圳市南山房地产开发有限公司(分立后)100%的股权;上海新南山房地产开发有限公司 80%的股权;南通南山房地产开发有限公司 100%的股权	南山控股 (002314.SZ)	2013-08-13 至 2015-07-30	房地产	南山房地 产: 资产 基础法+ 市场法; 上海新南 山: 资产 基础法+ 收益法; 南通南 山: 资产 基础法+ 收益法	南山房地产: 不适 用; 上海新南山: 9.88%、10.62%、 12.00%、12.00%、 12.00%; 南通南山: 7.98%、8.06%、 8.06%、8.61%、 11.08%、12%
8	广州东华实业股份有限公司并	粤泰股份	2013-07-18	房地产	资产基础	淮南置业: 2014-2016

序号	并购事件名称	股票简称 (代码)	发生时间	被并购 方行业	评估方法	收益法折现率%
	购淮南仁爱天鹅湾置业有限公司 90%股权;海南白马天鹅湾置业有限公司 77%股权;广州天鹅湾地产项目二期的全部资产;雅鸣轩项目一期的全部资产;雅鸣轩项目二期的全部资产;城启大厦投资性房地产	(600393.SH)	至 2016-04-01		法+收益 法	年为 13.11%,2017 年 以后为 12.32%;海南 置业: 2014-2016 年 为 12.36%, 2017 年 以后为 11.82%;天鹅 湾二期、雅鸣轩一 期、雅鸣轩二级等项 目为 10.43%
9	四川迪康科技药业股份有限公司并购四川蓝光和骏实业股份有限公司 100%股权	蓝光发展 (600466.SH)	2013-07-12 至 2015-04-16	房地产	资产基础 法+市场 法	不适用
10	重庆市迪马实业股份有限公司并购重庆同原房地产开发有限公司 100%股权;重庆国展房地产开发有限公司 100%股权;深圳市鑫润投资有限公司 100%股权;南方东银重庆品筑物业发展有限公司 49%股权	迪马股份 (600565.SH)	2013-07-06 至 2014-05-14	房地产	资产基础 法+收益 法	同原地产 15.54%, 重 庆国展 15.04%, 深圳 鑫润 15.54%, 东银品 筑 14.54%
11	上海金丰投资股份有限公司并购绿地控股集团有限公司 100%股权	绿地控股 (600606.SH)	2013-07-01 至 2015-07-03	房地产	资产基础 法	不适用
12	天津广宇发展股份有限公司并购重庆鲁能开发(集团)有限公司 34.50%股权;宜宾鲁能开发(集团)有限公司 65.00%股权;山东鲁能亘富开发有限公司 100%股权;北京顺义新城建设开发有限公司 100%股权;重庆鲁能英大置业有限公司 30%股权	广宇发展 (000537.SZ)	2016-04-30 至今	房地产	资产基础 法+收益 法	重庆鲁能 11.07%, 宜宾鲁能 11.09%, 鲁能亘富 11.31%, 顺义新城 10.82%, 重庆鲁能英大 11.29%
13	深圳赛格部分有限公司并购深圳市赛格创业汇 100 %有限公司、深圳市赛格康乐企业发展有限公司 55 %股权、深圳市赛格物业发展有限公司 100 %股权、深圳市赛格地产投资股份有限公司 79.02 %股权	深赛格 (000058.SZ)	2016-03-31 至今	房地产	资产基础 法+收益 法	其中仅赛格物业发 展采用收益法, 折现 率为 13.90%
14	珠海华发实业股份有限公司并购珠海市海川地产有限公司 49.75%股权	华发股份 (600325.SH)	2015-12-31 至 2016-03-29	房地产	资产基础 法+收益 法	11.40%
本次	上海临港并购浦星公司 100%股权、双创公司 85%股权)	上海临港 (600848.SH)	2016-5-31 至今	房地产 (产业	资产基础 法+收益	在前六年销售期收 益法折现率为

序号	并购事件名称	股票简称 (代码)	发生时间	被并购 方行业	评估方法	收益法折现率%
				园区)	法	14.4%、13.7%、 13.4%、13.1%、 12.8%、12.8%，自 2022 年租赁业务起 为 11.8%；双创公司 整体收益法 7.8%

上述统计显示，一般上市公司重组的折现率大多采用资本资产定价模型（即 CAPM），数据取值在 12%-15%之间。各案例中折现率取值的不同，除了案例项目各自本身的经营风险考量之外，由于房地产企业属于资金密集型行业，被评估项目标的公司本身注册资金有限而项目建设资金大多需要行业贷款解决，有的还需要通过额外股东借款或其他借款形式筹集，故企业资产负债率较高，导致在折现率计算中，以剔除财务杠杆后的贝塔系数为基础计算的按被评估单位自身资本结构经反复迭代的调整后贝塔系数较高，因此计算得到的折现率数值较高。

以浦星公司为例，基准日合并报表的短期、长期借款合计 7.2 亿元，与上级母公司浦江公司往来 2.0 亿元，基准日账面股东权益 10.67 亿元，静态账面 D/E 为 67%左右。且浦星公司部分项目目前在处于在建，还需要后续建设资金。根据管理层提供的后续资金需求，还将后续借款 7 亿元，经评估人员按评估值公允价值迭代计算，资本结构 D/E 将于 2016 年达到 84.2%，使得 2016 年计算首年的折现率动态取值为 14.4%。该折现率的取值方法主要是考虑了被评估单位自身资本结构对公允价值计算中贝塔系数的影响程度，具备合理性，评估计算依据也是充分的。以后各年的折现率数值逐年下降，主要是因为被评估单位物业销售回笼款项后，按照金融机构借款的协议，考虑了借款偿还（盈利预测中已充分考虑了未来按约定的还款计划），故每年付息债务逐年减少，动态 D/E 逐年下降，使得调整后贝塔系数计算值逐渐趋低，进而折现率下降。但至盈利预测期末年，仍基本维持与行业上市公司样本的可比性。

而作为浦江高科技园内具有特殊孵化功能的区域，双创公司主要负责运营管理的创新创业园定位为一家专业为中小型科技创新企业提供物业载体租赁及科技孵化服务的特殊功能区域，同时也承担了浦江高科技园相关的产业集聚、金融对接、人才服务、科技创新等服务职能。通过分析公司历史数据得知，企业每年

可以因从事园区小微企业扶持、孵化而获得 300-500 万元的营业外补贴收入，管理层未将这类补贴收入纳入盈利预测。经营性盈利预测仅包含企业自身拥有的 2.1 万平方米投资性房地产的租赁业务收入收入及部分托管收入。从稳健角度出发，在经营管理费用中却是核算了企业的全部人员管理成本，因此评估人员分析认为，盈利预测数据主要反映的是投资性房产出租业务的收益，且企业没有经营性付息债务，经营风险较小，其投资经营回报主要就是房产租赁的投资回报，故折现率计算时，一方面以行业剔除财务杠杆的贝塔系数为基础计算取值，另一方面也充分考虑企业的经营风险及相关盈利预测数据的结构，相对于行业租售结合的模式而言，双创公司个别风险相对较小，折现率基本与资产报酬率接近，取值为 7.8% 具有合理性。

评估机构核查认为：浦星公司和双创公司折现率存在差异的原因主要是两家公司业务模式、资本结构不同而形成的，折现率取值差异存在其合理性。结合市场可比交易，本次交易收益法评估中的折现率取值基本符合委估资产的特点，具有合理性。

（此页无正文，为《上海东洲资产评估有限公司关于<中国证监会行政许可项目
审查一次反馈意见通知书>（162304 号）之回复》之签字盖章页



上海东洲资产评估有限公司

中国注册资产评估师：_____



柴 艳

中国注册资产评估师：_____



蔡丽红

中国·上海

中国注册资产评估师：_____



刘 臻

2016 年 10 月 14 日