

上海东洲资产评估有限公司
关于对上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司
重大资产购买报告书（草案）信息披露的
问询函之回复意见

上海证券交易所上市公司监管一部：

根据贵部《关于对上海陆家嘴金融贸易区开发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》）的相关要求，相关评估人员对有关问题进行了认真分析，现对《问询函》中涉及的需要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）发表意见的问题回复如下：

问题（六）：草案披露，在标的资产的评估情况中，关于可能影响评估工作的重大事项说明部分，本次交易评估并未将标的资产尚未办理或未取得的权证、以及未办理的批文主体变更等事项纳入评估考虑范围。请补充披露估值过程中未考虑上述事项，是否会影响评估作价的合理性和公允性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

1、补充披露估值过程中未考虑上述事项，是否会影响评估作价的合理性和公允性

截至本回复说明出具日，标的公司尚未办理或未取得的权证主要涉及《企业单位国有资产产权登记证》或其他与国有资产产权登记相关的证书、《房地产开发企业资质证书》，《建设用地规划许可证》；未办理的批文主体变更事项，主要涉及 17 号地块上拟建的加油站的批文主体变更。

（1）国有产权登记

根据工商资料显示，标的公司股权确属国有产权。本次交易，交易对方已经

履行了相关国资审批与备案程序，标的公司尚未办理《事业单位国有资产产权登记证》或其他与国有资产产权登记相关的证书这一国有资产产权登记瑕疵情况不会对标的公司的经营造成实质性影响，亦不会对本次交易构成实质性障碍，故未考虑该事项对估值的影响。

（2）房地产开发企业资质证书

截至本回复说明出具日，标的公司尚未取得房地产开发企业资质证书。根据《房地产开发企业资质管理规定》，未取得房地产开发资质等级证书的企业，不得从事房地产开发经营业务。截至本回复说明出具日，标的公司仅开展了“3 号地块”、“15 号地块”和“17 号地块”的前期工作，未形成开发完成的房地产项目。

根据《房地产开发企业资质管理规定》（2015 年 5 月 4 日修正版）第六条，“新设立的房地产开发企业应当自领取营业执照之日起 30 日内，持下列文件到房地产开发主管部门备案：

- 1、营业执照复印件；
- 2、企业章程；
- 3、企业法定代表人的身份证明；
- 4、专业技术人员的资格证书和劳动合同；
- 5、房地产开发主管部门认为需要出示的其他文件。

房地产开发主管部门应当在收到备案申请后 30 日内向符合条件的企业核发《暂定资质证书》。”

经清查了解，标的公司因无具体工作人员，而不具备申请《暂定资质证书》的条件。鉴于上市公司具备专业技术人才储备，在本次交易完成后，上市公司将尽快协助标的公司办理相关资质证书，标的公司将不存在无法依据《房地产开发企业资质管理规定》提交所需备案文件的情形，该等瑕疵不构成对本次交易的实质性障碍。本次评估假设未来标的公司在开发计划前期能够申请合法取得相关开发资质，故未考虑上述事项对评估值可能产生的影响。

（3）建设用地规划许可证

截至本回复说明出具日，标的公司持有苏地 2008-G-6 号宗地 17 个地块的土地使用权证，但未办理《建设用地规划许可证》。

根据《苏州市城乡规划条例》，“在城市、镇规划区内以出让方式取得国有土地使用权的建设项目，在签订国有土地使用权出让合同后，建设单位应当持建设项目的批准、核准、备案文件以及国有土地使用权出让合同、环境影响评价文件和环保部门批准文件，向城乡规划主管部门领取建设用地规划许可证。申请人提交的申请材料齐全、符合法定形式的，城乡规划主管部门应当在三十个工作日内核发建设用地规划许可证”。

根据上市公司和苏钢集团已签署的《股权交易事宜备忘录》，“苏钢集团未发现苏州绿岸房地产开发有限公司名下地块补办建设用地规划许可证存在因苏钢集团原因引致的实质性障碍，且苏钢集团将协助苏州绿岸取得苏州绿岸名下地块的建设用地规划许可证”，故本次评估未考虑该事项对估值的影响。

（4）关于 17 号地块上拟建的加油站的批文主体变更事宜

根据上市公司和苏钢集团已签署的《股权交易事宜备忘录》，双方约定，“苏钢集团将协助苏州绿岸向相关主管部门办理批文主体的变更”；且截至本回复说明出具日苏钢集团表示其已向苏州市高新区服务业发展局、苏州市环境保护局提出变更申请，请求将相关批文的主体变更为标的公司，故本次评估未考虑该事项对估值的影响。

综上，本次评估涉及的标的资产尚未办理或未取得的权证、以及未办理的批文主体变更等事项不会影响评估作价，不会影响评估值的合理性和公允性。

评估师核查意见：

经评估机构核查认为，本次评估涉及的标的资产尚未办理或未取得的权证、以及未办理的批文主体变更等事项不构成本次交易的实质性障碍，评估过程中未考虑上述事项，不会影响评估值的合理性和公允性。

问题（七）：草案披露，评估机构在对标的资产的评估中选用“投资价值”而非“市场价值”，“投资价值”考虑了上市公司与标的公司的财务协同效应，开发计划也是在上市公司基于未来开发设定投资回报率的前提下作出。请补充披露选用“投资价值”的原因及合理性，是否会损害中小投资者利益，同时，对采用“投资价值”评估的地块逐一补充披露市场比较法评估下的过程及结果，并说明评估差异的原因。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

1、“投资价值”选用原因及合理性分析

本次交易的定价依据为标的资产在上海联合产权交易所通过网络竞价（多次报价）确定的摘牌价格。进入重大资产重组程序后，上市公司聘请东洲评估出具《评估报告》，为本次市场化竞买行为提供估值参考依据。

在网络竞价（多次报价）的市场化交易方式下，上市公司作为特定的交易标的竞买人，其报价是在综合考虑了“陆家嘴地产”品牌效应、产品定价能力、资本实力与资金成本的基础上，结合为项目地块量身编制的独特开发方案，在满足自身预期投资回报率的前提下作出的。

根据《资产评估价值类型指导意见》（中评协[2007]189号）第十八条规定：注册资产评估师执行资产评估业务，当评估业务针对的是特定投资者或者某一类投资者，并在评估业务执行过程中充分考虑并使用了仅适用于特定投资者或者某一类投资者的特定评估资料和经济技术参数时，注册资产评估师通常应当选择投资价值作为评估结论的价值类型。

综上，本次评估系为上市公司参与市场化公开竞买行为提供估值参考依据，在评估过程中，基于特有的交易方式，结合上市公司编制的项目地块开发方案，充分考虑了上市公司的期望投资回报率以及上市公司与标的公司的财务协同效应，因此本次评估选择“投资价值”作为评估结论的价值类型。

2、选用“投资价值”不会损害中小投资者的利益

本次交易标的资产为苏州绿岸 95%股权及相应债权，其中，苏州绿岸 95%股权交易作价以在上海联合产权交易所通过网络竞价（多次报价）最终摘牌价格 684,027.66 万元确定，根据苏钢集团和苏州绿岸于 2016 年 8 月 26 日签署的《债

务确认及偿还协议》，债权价格以账面值确定为 168,500.00 万元，交易总金额为 852,527.66 万元。

上海联合产权交易所为本次交易组织了网络竞价，每轮报价上浮 1,000 万元，整个竞价过程总计经历了 222 轮报价，且交易对方与上市公司不存在关联关系，交易方式本身即体现了公开、公平性，不存在因本次交易导致上市公司大股东损害中小投资者利益的情形。

本次评估的“投资价值”并非交易作价的定价依据，主要为上市公司本次市场化竞买行为提供估值参考与验证。本次评估的“投资价值”在陆家嘴编制的开发计划基础上，充分考虑了上市公司基于未来开发设定的投资回报率等因素，并且，本次评估苏州绿岸 95%股权对应评估值 687,013.94 万元，高于本次交易作价 684,027.66 万元，交易作价与评估结果不存在重大差异。

综上，交易双方不存在关联关系，不会因本次交易导致上市公司大股东损害中小投资者利益的情形。本次交易系市场化公开竞买，交易方式体现了公开、公平性；本次评估的“投资价值”在陆家嘴编制的开发计划基础上，充分考虑了上市公司预期投资回报率等因素，且与网络竞价摘牌价格确定的交易作价不存在重大差异。因此，选择“投资价值”作为评估结论的价值类型，不会损害中小投资者的利益。

3、基于本次交易特有的交易形式，对上市公司已有明确开发计划的项目地块不适用市场比较法评估

“市场价值”代表了公开市场中一般参与者对某项资产价值的客观评价，一般是相对稳定的一种价值属性；而“投资价值”是指特定投资者站在自身角度对标的资产预期收益的判断，充分考虑了其自身资源与标的资产的结合。

本次对上市公司已有明确开发计划的项目地块不适用市场比较法评估的原因主要有以下几点：

（1）交易形式

本次交易系通过上海联合产权交易所组织的网络竞价（多次报价）的公开竞买方式进行。

本次交易标的挂牌交易价格较高，参与网络竞价的竞买方均为具备一定资本实力与项目运作能力的专业型机构。竞买方在参与公开竞买前，已对交易对方按照上海联合产权交易所要求披露的挂牌文件进行了分析，对项目公司名下地块的区位、自然环境、发展潜力等因素进行了研究，所给出的报价均综合考虑了竞买方的自身情况。

上市公司在参与竞买前，结合项目地块特点与“陆家嘴地产”品牌优势，编制了综合开发计划（时间计划、资金计划、销售计划等）。在编制的综合开发计划基础上，上市公司结合自身产品定价能力、资本实力与资金成本，在满足自身预期投资回报率的前提下，对标的资产的能够为上市公司带来的预期价值进行了初步判断。

本次交易以网络竞价（多次报价）方式确定的摘牌价格，一方面体现了公开、公平交易方式下的定价公允性，另一方面也体现了上市公司的项目运作综合实力。因市场法下的市场价值是单一的稳定价值内涵，对普通投资人都适用，无法完全体现竞价的交易模式，也无法体现陆家嘴对本项目的投资价值观念，故不适合采用市场比较法进行评估。

（2）评估目的

本次评估目的主要是为上市公司市场化竞买行为提供价值参考依据，是为特定投资者对标的资产包在特定开发模式下的预期收益的一种验证。本次的标的资产主要是 17 幅土地使用权，其中 10#-16#地块上市公司已有明确的开发计划，市场价值无法体现收购方作为市场投资者的自身资源、可能实现的增量收益（管理协同效应、财务协同效应）和投资回报水平。因此东洲评估认为对有明确开发计划的项目地块从收购方竞买角度而言，不适合采用市场价值作为价值类型。

（3）协同效应

本次采用投资价值作为报告价值类型，在假设开发法中充分考虑了上市公司设计方案，定价能力，成本控制能力，具备大型房地产开发公司的市场推广销售渠道等优势，尤其考虑了作为国资背景开发商的融资能力和融资渠道优势，而市

市场法无法体现上市公司收购行为的协同效应，所以不适宜采用市场法结论定价。

（4）市场预期

2016 年中国房地产市场在调控前处于涨幅较大阶段，在基准日到报告日期间房地产市场也有较大涨幅，而市场比较法一般反映的是资产在某个时点的静态价值，不能充分体现期后市场变化和投资者对市场的预期，不能反映投资人对其未来的投资判断（开发价值），故不适合采用市场比较法进行评估。

（5）土地稀缺

2015-2016 年，苏州市新建一手住宅市场进入了量价快速增长的时期，同时，苏州市住宅库存量也在同期持续下降。由于中心城区姑苏区目前新增用地枯竭，因此未来新建住宅发展方向主要向城市外围扩展。另从长期趋势来看，未来土地市场也将会处于较长时间的低供给时期，土地的稀缺也会对土地市场带来较大波动，故不适合采用市场比较法进行评估。

综上，基于本次交易特有的交易形式，综合考虑本次评估的目的，结合对上市公司已有明确开发计划的项目地块不适用采用市场价值作为价值类型，不适合采用市场比较法进行评估。

评估师核查意见：

经评估机构核查认为：本次评估选择“投资价值”作为评估结论的价值类型具有合理性，不会损害中小投资者利益，基于本次交易特有的交易形式，综合考虑本次评估的目的，对上市公司已有明确开发计划的项目地块不适用采用市场价值作为价值类型，不适合采用市场比较法进行评估。

问题（八）：草案披露，标的资产存货账面价值约 17 亿元，评估值约 89 亿元。请公司以列表形式补充披露各地块的账面值、两种方法的评估值、增值率，并说明估值的合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

1、各地块的账面值、两种方法的评估值、增值率的列表分析

根据东洲评估出具的《评估报告》，根据本次评估目的和上市公司的开发计划，东洲评估对十七幅土地按上市公司竞买后的未来投资综合开发计划（时间计划、资金计划、销售计划等），对未来拟开发的 7 幅用地（10#~16#）采用假设开发法评估，以未来楼盘开发价值，扣减建设成本、相关税费（含土地增值税），以动态折现的方法确定评估值；对暂未确定开发计划的 10 幅用地（1#~9#、17#）采用市场比较法评估，求取市场比准价格后，再扣减土地增值所需承担的土地增值税、所得税后确定评估值。

现根据上市公司的开发计划，并按建筑面积模拟分摊的账面值分别对假设开发法评估值和市场比较法评估值进行增值比较分析，十七幅土地的增值情况具体如下表所示：

地块序号	面积（m ² ）	土地账面成本（万元）	土地评估值（万元）	增值额（万元）	增值率%	评估方法
10	49,260.30	103,979.41	786,328.48	682,349.07	656.23	假设开发法
11	71,894.20					
12	107,213.40					
13	6,167.10					
14	49,141.30					
15	30,899.20					
16	6,017.70					
1	24,349.80	68,126.97	104,370.40	36,243.43	53.20	市场比较法
2	35,095.30					
3	10,238.90					
4	66,951.00					
5	50,615.70					
6	30,754.80					
7	54,877.80					
8	46,671.00					
9	16,142.30					

17	3,224.90					
合计	659,514.70	172,106.38	890,698.88	718,592.50	417.53	

上述土地使用权系上市公司通过网络竞拍方式以股权形式取得，截至评估基准日，标的公司的 17 幅土地使用权的账面值为 172,106.38 万元，无逐一账面价值。经向交易对方苏钢集团了解，原始取得时 17 幅地块为一揽子取得，另根据标的公司提供的《国有建设用地使用权出让合同》和上海联合产权交易所的挂牌文件，17 幅地块也以均价测算出让金金额，无一一对应的明细，故本次标的公司名下 17 幅地块无逐一账面价值。

另结合本次评估目的，本次是为特定投资人以市场化竞买行为提供价值参考依据，本次估值测算充分考虑了上市公司竞买后的未来投资综合开发计划和品牌效应，故东洲评估测算时，根据上市公司提供的 17 幅地块的开发计划进行测算，其中序号 10#-16#地块作为一个开发项目整体进行开发，本次采用假设开发法对该 7 幅用地作为一个开发项目进行测算，另 1-9#、17#地块暂无开发计划，本次采用市场比较法整体考虑相关税费，故本次的土地无逐一评估值，无法对 17 幅地块逐一系列示账面值、评估值，并进行逐一增值比较分析。

2、估值的合理性分析

（1）未来拟开发的 7 幅用地（10#~16#）的估值合理性分析（假设开发法）

本次评估对拟开发的 7 幅用地（10#~16#）主要采用了假设开发法，以未来楼盘开发价值，扣减建设成本、相关税费（含土地增值税），以动态折现的方法确定评估值。

评估值=开发物业未来销售收入现值-续建成本现值-销售管理费用现值-销售税费现值-土地增值税现值-所得税现值

①开发物业未来销售收入的合理性分析

根据上市公司自身的开发计划，东洲评估根据目前的房地产市场行情和土地出让价格，并结合陆家嘴股份的品牌效应，确定的未来销售收入具有一定的合理性。

②续建成本和相关税费的合理性分析

续建成本：根据上市公司自身的开发计划，本次评估采用的建安造价与住宅楼盘的客观造价基本相符，续建成本具有一定的合理性。

相关税费：本次销售费用按销售收入的 2% 确定，管理费用按续建成本的 3% 确定，该费用率在客观合理的费率区间内，另增值税和所得税的均按上述测算的收入和成本进行测算，故具有一定的合理性。

③折现率的合理性分析

本次评估东洲评估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率。WACC 模型它是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

本次折现率的测算充分考虑了上市公司对本次交易自身的期望投资回报率和基金期望投资回报率及标的公司融资方式，该折现率的测算符合上市公司目前的资金来源，具有一定的合理性。

本次交易的资金来源主要为上市公司全资子公司佳湾公司自有资金、上市公司全资子公司佳二公司认购安心信托计划的劣后级资金和中国农业银行股份有限公司认购安心信托计划的优先级资金，其中中国农业银行股份有限公司优先级资金期望投资回报率为 5.5%，佳湾公司自有资金期望投资回报率为 7.41%，佳二公司劣后级资金期望投资回报率为 11.80%。同时，上市公司未来开发贷款利率采用央行公布的基于测算日的人民币短期贷款利率 4.34%。

综上，未来拟开发的 7 幅用地（10#~16#）的估值具有一定的合理性。即竞买模式以价高者得，即当投资者拥有较低的资金成本时会获得更多的市场机会。本次上市公司推出的资金集合计划，正是采用了杠杆模式，以较低的资金成本以打败其它市场竞争者获得投资机会，因此从先行竞买模式角度看，基于投资价值的估值结论是合理的。

（2）暂无开发计划的 10 幅用地（1#~9#、17#）的增值分析（市场比较法）

本次对暂无开发计划的 10 幅用地（1#~9#、17#）主要采用市场比较法结合相关税费确定评估值，均采用目前苏州市高新区的近期成交案例进行测算，估值具有一定的合理性。

评估师核查意见：

经评估机构核查认为，根据上海联合产权交易所的挂牌文件和标的公司提供的《国有建设用地使用权出让合同》，标的公司 17 幅土地无逐一对应的明细账面值，本次估值具有合理性。

问题（九）：草案披露，在评估存货—开发成本时，商品房 A 和商品房 B 采用假设开发法，假设销售价格的年增长率为 10%。请公司结合苏州当地商品房的行业特点和调控政策，补充披露销售价格增长率为 10%的预测依据和合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

1、补充披露销售价格增长率为 10%的预测依据和合理性

根据中国指数研究院 3 月 1 日发布的百城价格指数显示，2016 年 2 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 11,092 元/平方米，环比上涨 0.60%。其中，苏州的房价自 2015 年第四季度起出现快速拉升，苏州整体住宅成交均价于 2016 年 2 月达到了 13,428 元/平方米，环比上涨 5.56%。2015 年 10 月苏州的住宅平均价格为 11,998 元/平方米，2016 年 10 月住宅平均价格为 15,932 元/平方米，同比上涨 32.8%，涨幅位居第二，涨幅超过北上广深一线城市。

据中国房地产信息网的数据显示，2015 年全年苏州市区(不含吴江)住宅类商品房共销售 98,683 套，较去年同期增加 28,109 套，涨幅为 39.83%；成交面积为 1,173 万平方米，较去年同期增加 342 万平方米，涨幅为 41.18%。其中，苏州住宅的成交量创 5 年新高。

根据苏府[2016]32 号文件《苏州市人民政府关于进一步促进苏州市房地产市场稳定健康发展的意见》相关规定，苏州市区（不含吴江区）新批准商品住宅项目预售许可时，房地产开发企业应当科学合理确定申报价格，并一次性公开全部准售房源及每套房屋价格，严格按照明码标价格式要求，全部进入商品房预售许可行政主管部门设立的商品房预售系统。房地产开发企业应当及时将申报价格报送价格主管部门。在对外销售时，同批次房源应当一次全部公示销售价格，实

际销售价格不得高于申报价格，申报价格 3 个月内不宜调高，6 个月内调高幅度不宜超过 6%，12 个月内不宜超过 12%，同一批次房屋间价格不得调剂使用。同一批次不同类型房屋价格可以区别定价。下一批次备案预售价格不宜高于上一批次同类型房屋成交均价的 6%。

东洲评估依据苏州当地房地产市场行情，参考苏府[2016]32 号文件《苏州市人民政府关于进一步促进苏州市房地产市场稳定健康发展的意见》相关规定，并结合委托方的开发计划和谨慎性原则，综合判断后预测商品房 A 和商品房 B 销售价格的年增长率为 10%。

综上，商品房 A 和商品房 B 采用假设开发法时，假设销售价格的年增长率为 10%具有合理性。

评估核查意见：

经评估机构核查认为，根据苏州当地房地产市场行情，和相关政府文件，销售价格年增长率 10%的假设具有合理性。

（本页无正文，仅为《关于对上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司
重大资产购买报告书（草案）信息披露的问询函》的回复签字盖章页）

资产评估师

武 钢



资产评估师

蔡丽红



上海东洲资产评估有限公司

