

南京禾睿宸置业有限公司拟收购
南京恒祥置业有限公司
股权项目

估值报告

闽中兴估字（2017）第 041 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

二〇一七年八月十二日

南京禾睿宸置业有限公司拟收购 南京恒祥置业有限公司股权项目 估值报告目录

第一部分 估值报告声明	3
第二部分 委托方及估值对象概况	5
一、委托方概况	5
二、估值对象概况	5
三、估值对象经营状况	6
第三部分 估值技术思路	15
一、估值目的	15
二、估值基准日	15
三、估值假设	15
四、估值方法的选择	16
第四部分 行业市场分析	18
第五部分 资产基础法估值分析	22
第六部分 估值结论及其分析	39
一、估值结果	39
二、增减值分析	39
三、风险提示	40
四、估值报告使用限制	42
五、估值报告日期	43

第一部分 估值报告声明

因南京禾睿宸置业有限公司拟收购南京恒祥置业有限公司股权之经济行为,福建中兴资产评估房地产土地估价有限责任公司接受南京禾睿宸置业有限公司的委托,在由委托方提供未开发项目拟开发方案等基础上,按照通行的估值方法,对所涉及的南京恒祥置业有限公司的股东全部权益在估值基准日 2017 年 6 月 30 日的投资价值进行了估值。

委托方根据历史市场情况的调研,结合自身情况,对南京恒祥置业有限公司未来进行规划并提供拟开发方案及相关资料;委托方及南京恒祥置业有限公司对企业经营的合法、合规及所提供相关资料的真实性、准确性、完整性,承担责任。

我们的工作是对委托方提交的拟开发方案所涉及的相关重大方面的预测逻辑和计算过程进行核查,并采用通行的估值模型进行估算。我们在估值过程中主要执行了询问、市场调研、检查分析和计算等核查程序。

我们出具的估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制,估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件及其对估值结论的影响。

本估值机构未对委托方和目标单位提供的项目审批、营业执照、权证、会计凭证、预算资料、合同单据、投资模型、未来土地开发政策和规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。本次估值方案根据委托方对地块的初步设计指标为基础,未考虑委托方收购后可能对方案的变更对估值结果的影响。

本报告的观点仅基于财务分析,未将商业、法律、税务、监管环境、未来土地开发政策和规划等其他因素纳入考虑。

估值机构和估值人员对估值对象的权属、规划指标、项目拟开发方案等依据资料的调查和分析,不能视作一种保证,亦不能减轻或替代委托方和目标单位如实提供相关估值资料并保证真实性的责任。

估值机构和估值人员受客观条件的限制，对估值对象的调查仅限于对账簿记录和审计报告的查阅、委托方提供的权属、规划指标、项目拟开发方案等依据资料的调查和分析，未对估值对象进行实质性的核查验证，亦未考虑可能存在的行为瑕疵、权利限制、未决诉讼等截至估值基准日已存在因素对估值的影响。估值机构和估值人员亦不对超出自身能力和专业范围的事项负责。任何机构或个人亦不能以估值机构和估值人员应当知晓某些事项而要求估值机构和估值人员为与估值技术无关事项负责。

估值机构受委托方委托对估值对象进行估值。估值机构未对委托方、估值对象以及估值对象的股东之间的关系进行调查。亦不考虑可能存在的利益关系、纠纷对估值的影响。估值机构和估值人员的工作只是对委托的估值对象在本报告设定的前提和假设条件下的投资价值发表意见。

非法律、行政法规规定，本报告的全部或部分内容不得提供给其它任何单位和个人，也不得见诸于公开媒体；任何未经估值机构和委托方确认的机构或个人不能由于得到估值报告而成为估值报告使用者。

第二部分 委托方及估值对象概况

一、委托方概况

委托方南京禾睿宸置业有限公司，为泰禾集团股份有限公司下属的全资孙公司。

统一社会信用代码：91320115MA1PYYAL5F

注册资本：壹仟万元整

公司类型：有限责任公司(法人独资)

住所：南京市江宁区禄口街道神舟路 37 号创智产业园 C-59 号(江宁开发区)

法定代表人：朱兵站

成立日期：2017 年 07 月 26 日

经营范围：房地产开发、经营；物业管理；房屋租赁；停车场管理及相关配套服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

二、估值对象概况

估值对象为南京恒祥置业有限公司

（一）南京恒祥置业有限公司

统一社会信用代码：913201156673682090

公司类型：有限责任公司

住所：南京市江宁区湖熟工业集中区

法定代表人：吴晓勇

注册资本：2000 万元整

成立日期：2007 年 11 月 15 日

营业期限：2007 年 11 月 15 日至 2027 年 11 月 14 日

经营范围：房地产开发、销售；自有房屋租赁；物业管理；苗木种植；园林绿化；园林工程施工。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营

活动)

(二) 历史沿革及股权结构

南京恒祥置业有限公司于 2007 年 11 月 15 日由南京青龙山生态园林开发有限公司和江苏阳光紫金投资有限公司共同出资组建。公司注册资本 2,000.00 万元, 经江苏永泰会计师事务所有限公司审验并出具苏永泰验字【2007】191 号验资报告, 公司成立时股权结构如下:

投资者名称	出资金额 (万元)	投资比例 (%)
南京青龙山生态园林开发有限公司	1,200.00	60.00
江苏阳光紫金投资有限公司	800.00	40.00
合计	2,000.00	100.00

2007 年 12 月江苏阳光置业发展有限公司分别与南京青龙山生态园林开发有限公司、江苏阳光紫金投资有限公司签署股权转让协议, 江苏阳光置业发展有限公司分别以 1,200.00 万元受让南京青龙山生态园林开发有限公司持有的公司 60%股权、800.00 万元受让江苏阳光紫金投资有限公司持有的公司 40%股权, 转让后的股权结构如下:

投资者名称	出资金额 (万元)	投资比例 (%)
江苏阳光置业发展有限公司	2,000.00	100.00
合计	2,000.00	100.00

2009 年 1 月 4 日, 江苏阳光置业发展有限公司将其持有的公司 100%的股权 2,000.00 万元转让给江阴利昌房地产开发有限公司, 转让后的股权结构如下:

投资者名称	出资金额 (万元)	投资比例 (%)
江阴利昌房地产开发有限公司	2,000.00	100.00
合计	2,000.00	100.00

2009 年 3 月 28 日, 江阴利昌房地产开发有限公司将其持有的公司 100%的股权 2,000.00 万元转让给江苏阳光置业发展有限公司, 转让后的股权结构如下:

投资者名称	出资金额 (万元)	投资比例 (%)
江苏阳光置业发展有限公司	2,000.00	100.00
合计	2,000.00	100.00

2009 年 7 月 17 日, 江苏阳光置业发展有限公司将其持有的公司 100%的股权 2,000.00 万元转让给江阴恒惠贸易有限公司, 转让后的股权结构如下:

投资者名称	出资金额 (万元)	投资比例 (%)
江阴恒惠贸易有限公司	2,000.00	100.00
合计	2,000.00	100.00

公司股东江阴恒惠贸易有限公司后更名为江阴恒惠投资有限公司。

2013 年 3 月 7 日，江阴恒惠投资有限公司将其持有的公司 51%的股权 1,020.00 万元转让给永泰城建集团有限公司，转让后的股权结构如下：

投资者名称	出资金额（万元）	投资比例（%）
永泰城建集团有限公司	1,020.00	51.00
江阴恒惠贸易有限公司	980.00	49.00
合计	2,000.00	100.00

公司股东江阴恒惠投资有限公司后更名为江阴惠泽投资有限公司。

2013 年 12 月 18 日，江阴惠泽投资有限公司将其持有的公司 49%的股权 980.00 万元转让给永泰城建集团有限公司，转让后的股权结构如下：

投资者名称	出资金额（万元）	投资比例（%）
永泰城建集团有限公司	2,000.00	100.00
合计	2,000.00	100.00

2013 年 12 月 24 日，永泰城建集团有限公司与中航里城有限公司及南京恒祥置业有限公司三方签订《南京青龙山项目合作协议书》，永泰城建集团有限公司将其持有的公司 70%的股权转让给中航里城有限公司。转让后的股权结构如下：

投资者名称	出资金额（万元）	投资比例（%）
中航里城有限公司	1,400.00	70.00
永泰城建集团有限公司	600.00	30.00
合计	2,000.00	100.00

2015 年 2 月 11 日，永泰城建集团有限公司将其持有的公司 15%的股权 300.00 万元转让给南京龙润投资有限公司，

截至估值基准日，南京恒祥置业有限公司的股权结构如下：

投资者名称	出资金额（万元）	投资比例（%）
中航里城有限公司	1,400.00	70.00
永泰城建集团有限公司	300.00	15.00
南京龙润投资有限公司	300.00	15.00
合计	2,000.00	100.00

三、估值对象经营状况

（一）估值对象基准日状况

估值对象为南京恒祥置业有限公司的股东全部权益价值。估值范围为南京恒祥置业有限公司申报并经北京今创会计师事务所审计后的截止 2017 年 6 月 30 日的资产和负债。

估值范围具体如下：

单位：人民币元

科目名称	账面价值
一、流动资产合计	4,263,957,110.67
货币资金	364,038.76
交易性金融资产	-
应收票据	-
应收账款	-
预付款项	-
应收利息	-
应收股利	-
其他应收款	7,613,791.82
存货	4,255,978,950.09
一年内到期的非流动资产	-
其他流动资产	330.00
二、非流动资产合计	9,192,851.44
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	26,351.44
在建工程	-
工程物资	-
固定资产清理	-
生产性生物资产	-
油气资产	-
无形资产	-
开发支出	-
商誉	-

长期待摊费用	9,166,500.00
递延所得税资产	-
其他非流动资产	-
三、资产总计	4,273,149,962.11
四、流动负债合计	2,668,087,116.53
短期借款	-
交易性金融负债	-
应付票据	-
应付账款	15,008,853.00
预收款项	-
应付职工薪酬	-
应交税费	-
应付利息	-
应付股利	-
其他应付款	2,653,078,263.53
一年内到期的非流动负债	-
其他流动负债	-
五、非流动负债合计	1,600,000,000.00
长期借款	1,600,000,000.00
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	-
六、负债总计	4,268,087,116.53
七、股东权益	5,062,845.58

（二）估值对象经营情况

南京恒祥置业有限公司经审计后的截止基准日最近两年一期的资产、负债及经营状况如下：

单位：人民币元

项 目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日	2017 年 06 月 30 日
流动资产：			
货币资金	598,162.57	5,041,108.49	364,038.76
交易性金融资产	-	-	-
应收票据	-	-	-
应收账款	-	-	-
预付款项	-	-	-
应收利息	-	-	-
应收股利	-	-	-
其他应收款	242,107.28	5,842,800.65	7,613,791.82
存货	4,093,694,880.33	4,208,415,506.99	4,255,978,950.09
一年内到期的非流动资产	-	-	-
其他流动资产	-	330.00	330.00
流动资产合计	4,094,535,150.18	4,219,299,746.13	4,263,957,110.67
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	18,774.60	18,774.60	26,351.44
在建工程			

工程物资			
固定资产清理			
生产性生物资产			
油气资产			
无形资产			
开发支出			
商誉			
长期待摊费用		9,506,000.00	9,166,500.00
递延所得税资产			
其他非流动资产			
非流动资产合计	18,774.60	9,524,774.60	9,192,851.44
资 产 总 计	4,094,553,924.78	4,228,824,520.73	4,273,149,962.11
流动负债:			
短期借款	-	-	-
交易性金融负债	-	-	-
应付票据	-	-	-
应付账款	15,008,853.00	15,008,853.00	15,008,853.00
预收款项	-	-	-
应付职工薪酬	-	-	-
应交税费	116,283.28	44,282.44	0.00
应付利息	187,564,211.91	177,264,211.91	-
应付股利	-	-	-
其他应付款	2,275,667,517.99	2,427,479,047.26	2,653,078,263.53
流动负债合计	2,478,356,866.18	2,619,796,394.61	2,668,087,116.53

非流动负债:			
长期借款	1,600,000,000.00	1,600,000,000.00	1,600,000,000.00
应付债券			
长期应付款			
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	1,600,000,000.00	1,600,000,000.00	1,600,000,000.00
负 债 合 计	4,078,356,866.18	4,219,796,394.61	4,268,087,116.53
股东权益:			
股本	20,000,000.00	20,000,000.00	20,000,000.00
资本公积	-		
减: 库存股	-		
专项储备	-		
盈余公积	-		
一般风险准备	-		
未分配利润	-3,802,941.40	-10,971,873.88	-14,937,154.42
股东权益合计	16,197,058.60	9,028,126.12	5,062,845.58
负债和股东权益总计	4,094,553,924.78	4,228,824,520.73	4,273,149,962.11

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年 1-6 月
一、营业收入	1,105,528.00	1,150,100.00	-
减: 营业成本	672,345.00	752,250.00	-
营业税金及附加	-	1,192,378.17	-
销售费用	-	57,909.00	38,307.00

管理费用	-	5,785,411.53	3,930,003.74
财务费用	-	620,205.75	-3,030.20
资产减值损失	-	-	-
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-	-	-
投资收益（损失以“-”号填列）	-	-	-
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	-	-
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	433,183.00	-7,258,054.45	-3,965,280.54
加：营业外收入	22,000.00	91,338.10	-
减：营业外支出	-	2,216.13	-
其中：非流动资产处置损失	-	-	-
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	455,183.00	-7,168,932.48	-3,965,280.54
减：所得税费用	-	-	-
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	455,183.00	-7,168,932.48	-3,965,280.54

备注：上述表中的数据由南京恒祥置业有限公司提供，其中 2015 年、2016 年、2017 年 6 月数据经北京今创会计师事务所专项审计，并出具无保留意见审计报告。估值机构未对审计报告的真实性、合法性、准确性负责，亦不会为此负责，上述事项应由会计师负责。估值机构仅仅是使用审定数做为估值前账面值进行列示。报告使用者应当知晓会计、审计、估值三者的责任划分。

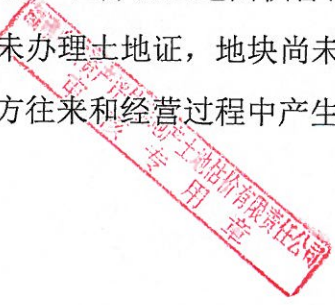
四、南京恒祥置业有限公司的主要资产：

南京恒祥置业有限公司的主要资产为存货、往来款。

（一）存货：宗地位于南京江宁区淳化、湖熟交界处，属东山副城，在南京火车站和禄口机场的城市发展轴上，距离南京传统核心区新街口直线距离约 24 公里，距江宁区政府约 12 公里，大部分坐落青龙湖生态园内。项目国有建设用地面积 546666.7 平方米，建设规模已经南京市江宁区发展和改革局批复，具体如下：总建筑面积 812,530.00 平方米，其中：地上建筑面积 564,530.00 平方米（含保留建筑）、地下建筑面积 248,000.00 平方米。截止估值基准日，项目地

块已取得 47 本《国有土地使用证》，已办证土地面积合计 497,825.47 平方米，尚有 48,841.23 平方米的土地尚未办理土地证，地块尚未开发建设。

（二）往来款：主要为关联方往来和经营过程中产生的应付款项。



第三部分 估值技术思路

一、估值目的

本次估值目的是为南京禾睿宸置业有限公司拟股权收购所涉及的南京恒祥置业有限公司股东全部权益提供价值参考。

二、估值基准日

本次估值基准日为 2017 年 6 月 30 日，该基准日由委托方确定。

三、估值假设

本估值报告的分析 and 结论仅在设定的以下假设条件下成立：

（一）估值前提：本次估值是以企业持续经营以及未开发土地相关指标和未来项目拟开发方案按委托方设定为估值假设前提。

（二）基本假设：

1. 以委托方及目标单位提供的全部文件材料真实、有效、准确为假设条件。
2. 以国家宏观经济政策和所在地区社会经济环境没有发生重大变化为假设条件。
3. 以经营业务及估值所依据的税收政策、信贷利率、汇率变动等没有发生足以影响估值结论的重大变化为假设条件。
4. 以没有考虑遇有自然力及其他不可抗力因素的影响，也没有考虑特殊交易方式可能对估值结论产生的影响为假设条件。
5. 除已知悉并披露的事项外，本次估值以不存在其他未被申报的账外资产和负债、抵押或担保事项、重大诉讼或期后事项，且目标单位对列入估值范围的资产拥有合法权利为假设条件。

（三）具体假设：

1. 本次估值假设当前当地土地市场不会发生重大的影响土地价值因素。
2. 本次估值假设未来的项目开发销售等按委托方提供的项目开发计划、销售计划、成本支付计划进行。假定委托方提供的开发方案符合相关规定，且不需额外支付相关费用。
3. 假设未来项目土地办证面积与土地出让合同上约定的建设用地面积 546,666.70 平方米一致。
4. 本次估值假设周边林地租赁按已签订的租赁合同执行，到期能自动续租。
5. 根据估值人员现场了解，截止估值基准日，估值对象项目用地尚有部分宗地（面积将近 5 万平方米）未完成拆迁工作，根据委托方情况介绍及承诺，该拆迁工作及相关费用由被估值单位原股东承担。因此本次估值假设拆迁工作及时顺利完成，不影响项目开发，且不需要承担相关拆迁费用，并在此基础上进行估值。
6. 本次估值假设预测期的销售价格稳定。

本估值报告及估值结论是依据上述估值前提、基本假设和具体假设，以及本估值报告中确定的原则、依据、条件、方法和程序得出的结果，若上述前提和假设条件发生变化时，本估值报告及估值结论一般会自行失效。

四、估值方法的选择

（一）估值基本方法有市场法、收益法和资产基础法

1. 市场法

市场法指将估值对象与参考企业、在市场上已有交易案例的企业、股东权益、证券等权益性资产进行比较以确定估值对象价值的估值思路。其使用的基本前提有：

- （1）存在一个活跃的公开市场，且市场数据比较充分；
- （2）公开市场上有合理比较基础的可比的交易案例；
- （3）能够收集可比的交易案例的相关资料。

2. 收益法

收益法是指通过将目标单位预期收益折现以确定估值对象价值的估值思路。应用收益法必须具备的基本前提有：

- （1）估值对象的预期收益可以预测并可以用货币衡量；

(2) 获得预期收益所承担的风险可以预测并可用货币衡量;

(3) 估值对象预期获利年限可以预测。

3. 资产基础法

资产基础法是指在目标单位各项资产价值和负债的基础上确定估值对象价值的估值思路。采用资产基础法的前提条件有:

(1) 估值对象处于持续使用状态;

(2) 可以调查取得购建估值对象的现行途径及相应的社会平均成本资料。

(二) 估值方法的选用

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符合条件的可比相近交易案例,故无法采用市场法。由于目标单位为房地产项目公司项目开发完毕后无其他项目储备,因此不适宜采用收益法。

鉴于以上原因,本项目采用资产基础法对南京恒祥置业有限公司股东全部权益进行估值,其中在产品采用假设开发法进行估值。

第四部分 行业市场分析

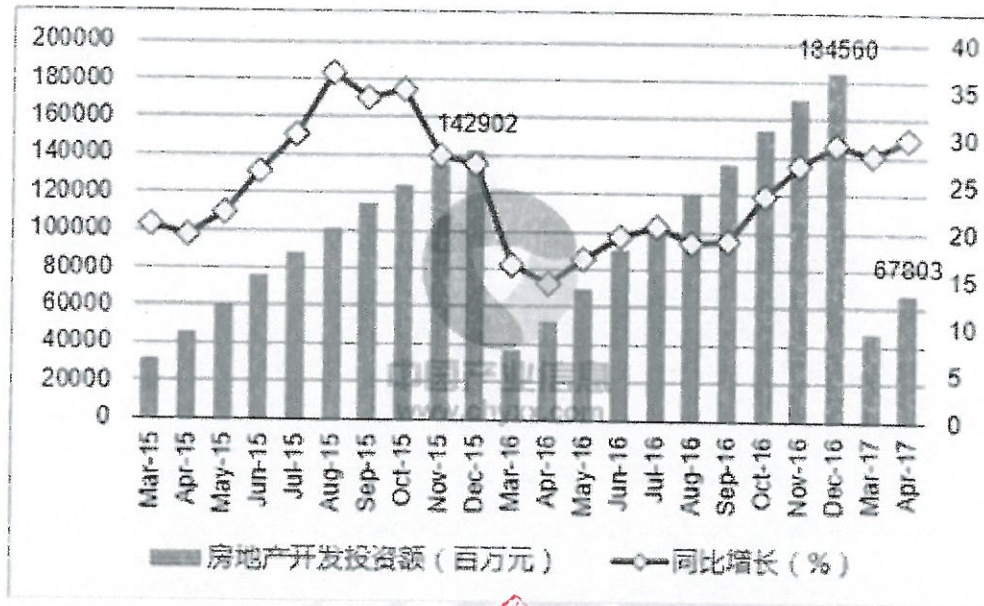
一、国内整体房地产市场分析

中国社科院财经战略研究院、中国社科院城市与竞争力研究中心 21 日发布的 2017 年上半年《住房市场发展分析报告》显示，通过住房大数据监测发现，在严厉调控政策的作用下，2017 年上半年住房市场出现区域分化和热点转移。北京、上海、深圳、天津、合肥等前期房价上涨过快的一、二线城市，楼市涨势得到有效抑制；同时，市场热点正向成都、重庆、青岛、济南、佛山等部分二、三线城市转移，需要加强对局部泡沫风险的防范。大数据房价指数显示，2017 年上半年，部分一、二线城市房价涨幅已经回落到合理区间，部分热点二、三线城市房价涨幅仍有所扩大。廊坊、合肥、苏州、上海、天津分别以-5.94%、-2.34%、2.63%、3.89%、4.33%的半年涨幅，居样本城市上半年涨幅后 5 位。佛山、青岛、广州、济南、重庆分别以 35.06%、34.5%、30.87%、29.89%、28.46%的半年涨幅，居样本城市半年涨幅前 5 位。2017 年 6 月，房价环比下跌或停涨的城市增多。廊坊、北京、天津、厦门、上海、合肥、苏州等城市房价环比出现下跌，其中北京、苏州、天津、廊坊等已经连续 2 个月房价环比下跌。热点二、三线城市房价增速大都较上月略有下降。主要城市大数据房价中位数显示，2017 年 6 月北京房价中位数已经跌破 6 万元/平方米，而厦门达到 4.18 万元/平方米，直追一线城市。报告分析认为，在严厉的政策调控下，一线城市和部分二线城市房价持续稳中有降。但由于前期房价涨幅巨大，这些城市房价绝对水平仍然很高。在一线城市人口吸纳能力下降、楼市持续高压调控的条件下，部分人口持续流入、经济发展稳健的二、三线城市接替一线城市成为楼市新兴热点区域。预计随着金融秩序的整顿和调控政策的持续，一线城市和部分二线城市房价继续稳中有降，热点二、三线城市房价稳中略升。

二、当地房地产市场分析

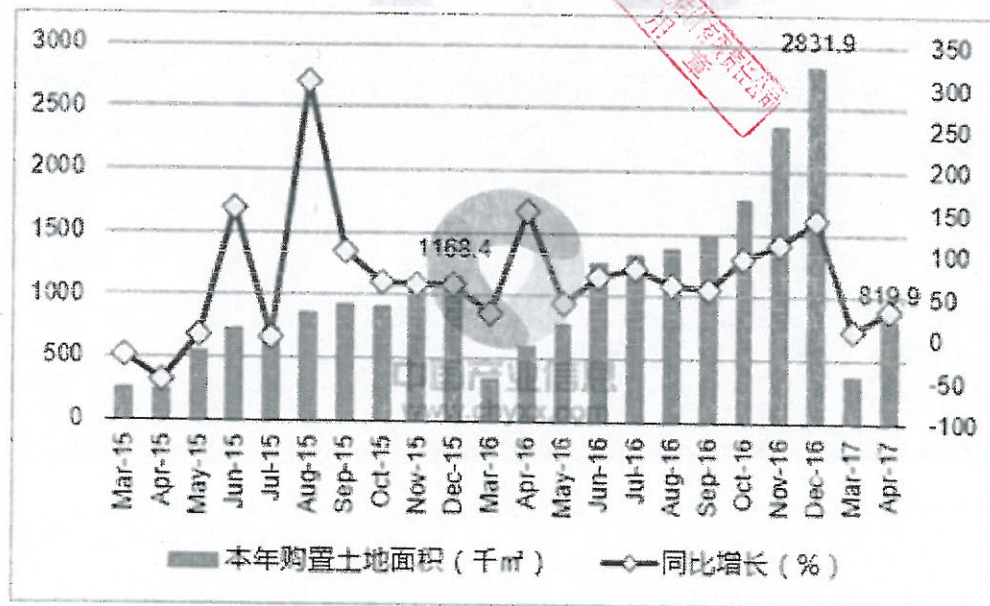
根据国信房地产信息网数据，2017 年 1-4 月南京市房地产开发投资额为 67803 百万元，同比增长 29.9%；2016 年 1-12 月南京市房地产开发投资额为 184560 百万元，同比增长 29.2%。

2015-2017 年南京市房地产开发投资额及增速



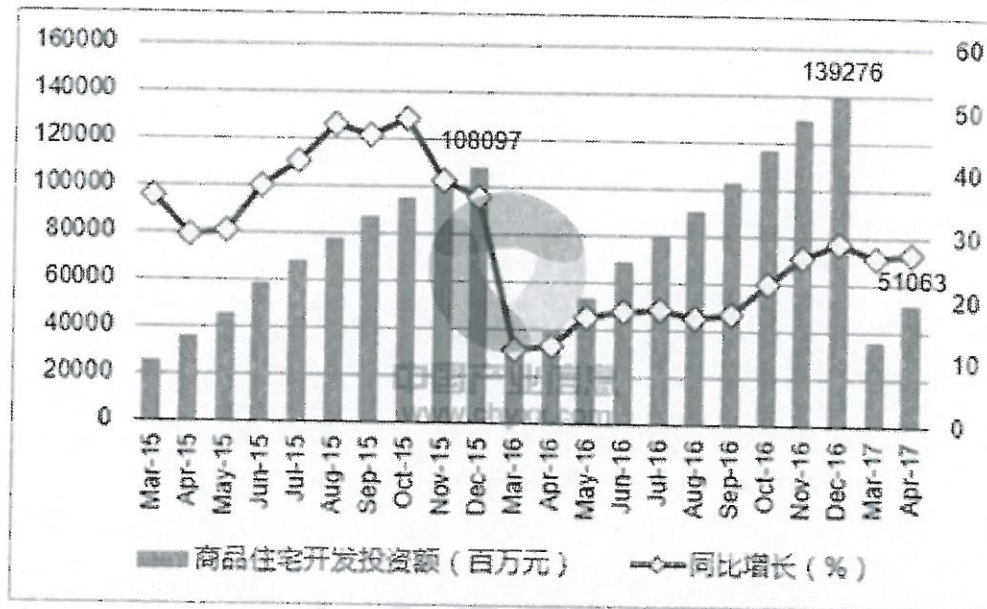
2017 年 1-4 月南京市购置土地面积为 819.9 千 m^2 ，同比增长 34.7%；2016 年 1-12 月南京市购置土地面积为 2831.9 千 m^2 ，同比增长 142.4%。

2015-2017 年南京市购置土地面积及增速



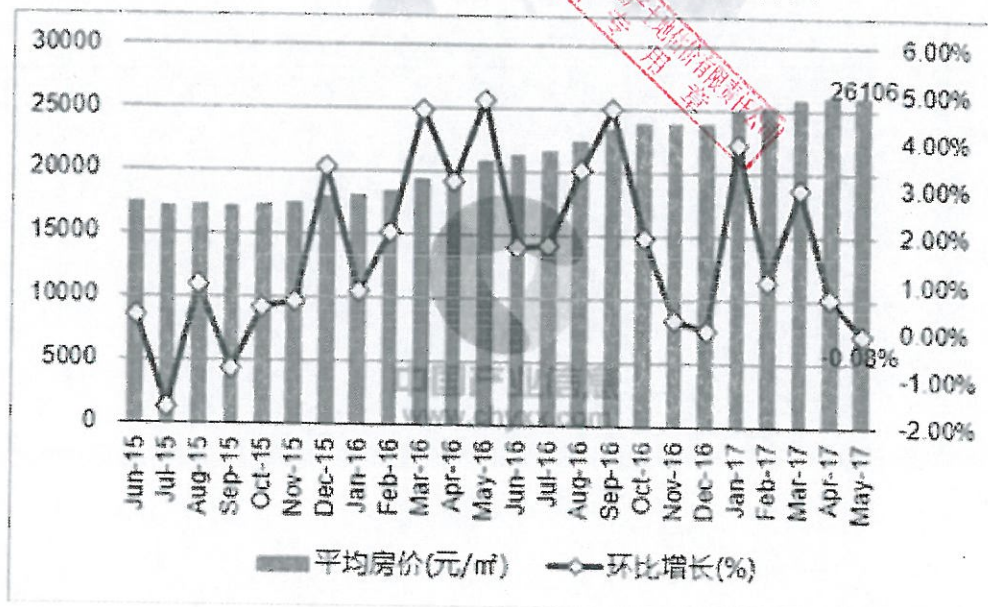
2017 年 1-4 月南京市商品住宅开发投资额为 51063 百万元，同比增长 27.3%；2016 年 1-12 月南京市商品住宅开发投资额为 139276 百万元，同比增长 28.8%。

2015-2017 年南京市商品住宅开发投资额及增速



2017 年 5 月南京市房地产平均价格为 26106 元/m²，环比下降 0.08%，同比增长 24.57%。

2015-2017 年 5 月南京市平均房价月度走势图



2016 年的南京楼市“大起大落、一波三折”。上半年货币增发、信贷宽松，南京楼市一路走高，多项数据创下历史新高，从而成为房价快速上涨的中心城市。在全国去库存的大背景下，信贷、首付、利率、公积金、契税等政策的利好推动了楼市的高位运行。而至年中，经历了多轮土拍的疯狂，一批超级大地王出现，地价超房价成为司空见惯的现象。南京楼市在 10 月迎来了“过山车式”的转折，

“双限”政策出台、严查违规中介等一系列调控手段使得此前的火热迅速降温，人们不禁感叹楼市“寒冬”的到来。

第四季度以来，南京楼市特别是别墅市场逐步降温，开始进入相对温和的调整阶段，上市量稳中有降、趋于平稳。而年末将至，房企冲刺业绩之余也谋划着明年的安排。据 365 别墅频道不完全统计，2017 年南京及周边都市圈将有 30 余个楼盘推出超 2439 套别墅房源。这样的上市体量相比去年（3082 套）减少了 643 套，同比下降 20.9%。

纵观 2017 年的别墅上市项目，可以发现传统的大面积别墅产品体量明显减少。之所以出现这样的情况，一方面是由于国家越来越严格的“限墅令”，另一方面，市场需求的不断变化也促使开发商不断改变着自身产品的规划与设计。2017 年或将是小户型、小面积别墅绽放的一年，180-250 m²为主的小联排、140-200 m²为主的叠加别墅有望成为新的潮流。

2017 年，南京有多个新项目将打造“小别墅”产品。绿城在句容宝华的项目将打造桃李春风产品，类型为两层中式合院。融创与金源共同开发的横溪 G48 地块，同样将打造类似的迷你中式合院别墅，户型面积在 140-300 m²左右；备受期待的景枫城市山谷则会打造主力面积 150-200 m²中式小独栋别墅，总价段为 500 万/套。

第五部分 资产基础法估值分析

资产基础法是选用合适的估值方法对各单项资产进行估值后，加和得出估值对象价值。对纳入估值范围的各类资产及负债的估值方法如下：

一、关于流动资产的估值

（一）银行存款的估值

银行存款采取同银行对账单余额核对的方法，并结合审计银行询证结果，以核实后无误的价值确认为估值结果。

（二）应收款项的估值

应收款项(其他应收款)在查阅会计凭证，借助历史资料和现场的调查情况，具体数额、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，对明细予以核实，按经审计后的账面值列示。

（三）存货的估值

1. 项目概况

委估项目用地系南京恒祥置业有限公司(南京青龙山生态园林开发有限公司和江苏阳光紫金投资有限公司共同出资成立南京恒祥置业有限公司)于2006年1月25日以出让方式取得，根据宁国土资让合[2006]18号《国有土地使用权出让合同》和《关于变更南京恒祥置业有限公司 NO. 2005G99 地块房地产开发项目建设规模等内容备案的通知书》(江宁发改投字[2017]288号)记载，委估项目地块位于南京市江宁区湖熟镇青龙山“人居森林”范围内，“人居森林”项目区面积6464153.5平方米，其中国有建设用地546666.7平方米(含配套用地面积，实际出让面积以最终土地使用证发证面积为准)，地块公开编号：NO. 2005G99，土地面积546,666.70平方米，规划用途为旅游度假和居住用地，经南京市江宁区发展和改革局批复，项目规划总建筑面积812,530.00平方米，其中：地上建筑面积564,530.00平方米、地下建筑面积248,000.00平方米。截止估值基准日，项目地块已取得47本《国有土地使用证》，已办证土地使用权面积合计497,825.47平方米，尚有48,841.23平方米的土地尚未办理不动产登记证。

该项目宗地南京市江宁区湖熟镇青龙山“人居森林”范围内，山水环抱、林木葱翠，自然环境条件优越，是目前唯一被南京市授予“人居森林”试点称号的项目。项目位于南京江宁区淳化、湖熟交界处，属东山副城，在南京火车站和禄口机场的城市发展轴上，距离南京传统核心区新街口直线距离约 24 公里，距江宁区政府约 12 公里。在最新的城市规划草案中，项目属于休闲旅游功能版块。各类生活服务配套设施及公共配套设施一般；路网较密集，道路通畅度较好；位于生态园内，区域绿化覆盖率高，环境景观好，居住环境条件优越。

(1) 产权状况

截至估值基准日已取得及办理的产权资料如下：

①国有土地出让合同

地块	合同编号	签订日期	受让方	宗地编号	土地位置	土地面积(m ²)	土地出让金(万元)	土地用途	容积率	备注
1	宁国土资让合[2006]18号	2006.1.25	南京青龙山生态园林开发有限公司、江苏阳光紫金投资有限公司	NO.2006099	南京市江宁区湖熟街道青龙山(人居森林)范围内	540666.70	35000.00	旅游度假和居住用地	建筑容量不大于60万平方米	

②建设用地规划证

未提供。

③国有土地使用证

序号	土地使用者	坐落	土地证号	面积(m ²)	用途	使用权类型	终止日期
1	南京恒祥置业有限公司	江宁区湖熟街道青龙山(人居森林)内	宁江国用(2014)第26811号	13552.04	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
2			宁江国用(2014)第26756号	11862.71	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
3			宁江国用(2014)第26916号	11144.65	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
4			宁江国用(2014)第26509号	11806.87	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
5			宁江国用(2014)第26514号	12908.48	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
6			宁江国用(2014)第26513号	3872.1	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
7			宁江国用(2014)第26755号	3719.78	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
8			宁江国用(2014)第26914号	10671.89	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
9			宁江国用(2014)第26754号	10656.68	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
10			宁江国用(2014)第26810号	2280.5	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
11			宁江国用(2014)第26912号	6877.79	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
12			宁江国用(2014)第26812号	4097.01	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
13			宁江国用(2014)第26908号	3084.43	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
14			宁江国用(2014)第26752号	3596.04	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
15			宁江国用(2014)第26909号	5657.41	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
16			宁江国用(2015)第05213号	6008.48	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
17			宁江国用(2014)第26956号	5458.95	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
18			宁江国用(2014)第26515号	7220.56	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24

19		宁江国用（2014）第 26918 号	6372.46	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
20		宁江国用（2015）第 05208 号	5420.02	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
21		宁江国用（2014）第 26903 号	6846.33	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
22		宁江国用（2015）第 05207 号	13580.45	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
23		宁江国用（2014）第 26974 号	6960.45	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
24		宁江国用（2014）第 26897 号	8571.66	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
25		宁江国用（2014）第 26905 号	15687.91	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
26		宁江国用（2014）第 26516 号	14374.99	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
27		宁江国用（2014）第 26759 号	5732.56	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
28		宁江国用（2014）第 26948 号	8897.48	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
29		宁江国用（2014）第 26911 号	7305.83	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
30		宁江国用（2014）第 26966 号	12835.42	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
31		宁江国用（2014）第 26969 号	13946.21	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
32		宁江国用（2014）第 26813 号	7053.06	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
33		宁江国用（2014）第 26735 号	5132.94	住宿餐饮用地	出让	2046/1/24
34		宁江国用（2014）第 26736 号	8360.58	住宿餐饮用地	出让	2046/1/24
35		宁江国用（2014）第 26737 号	5935.53	住宿餐饮用地	出让	2046/1/24
36		宁江国用（2014）第 26750 号	5300.6	住宿餐饮用地	出让	2046/1/24
37		宁江国用（2014）第 26963 号	3796.85	科教用地	出让	2056/1/24
38		宁江国用（2014）第 26907 号	3647.66	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
39		宁江国用（2014）第 26815 号	2406.83	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
40		宁江国用（2015）第 03628 号	61523.91	住宿餐饮用地	出让	2046/1/24
41		宁江国用（2015）第 03626 号	92464.68	城镇单一住宅用地	出让	2076/1/24
42		宁江国用（2014）第 26962 号	2194.71	公共设施用地	出让	2056/1/24
43		宁江国用（2014）第 26965 号	1998.46	公共设施用地医卫慈善用地	出让	2056/1/24
44	江宁区湖熟街道青龙山	宁江国用（2015）第 40744 号	28005.05	科教用地（九年一贯）	出让	2056/1/24
45		宁江国用（2015）第 40748 号	3802.25	科教用地（幼）	出让	2056/1/24
46		宁江国用（2015）第 40742 号	2692.88	商服用地	出让	2046/1/24
47		宁江国用（2015）第 40746 号	2501.34	商服用地（加油站）	出让	2046/1/24
合计			497,825.47			

以上已办证土地面积合计 497,825.47 平方米,尚有 48,841.23 平方米的土地尚未办理不动产登记证。

④建设工程规划许可证

未办理。

⑤建筑工程施工证

未办理。

(2) 项目开发建设规模

截止估值基准日,根据委托方的介绍,由于南京恒祥置业有限公司尚未对该宗地进行实质开发,待估项目具体设计方案尚未通过政府有关主管部门审批,本次估值根据委托方提供的开发方案,估值对象宗地开发建设规模情况如下表所示:

建设经济技术指标

序号	项目		计量单位	数值	备注	
1	总用地面积		m²	546,666.70		
2	总建筑面积		m²	806,405.00		
	其中:	(1)地上建筑面积	m²	564,530.00		
		(2)地下建筑面积	m²	241,875.00		
3	计容建筑面积		m²	564,530.00		
	其中:	(1)商品住宅	m²	412,887.00	可售	
		其中:	高端合院(精装)	m²	256,353.00	可售
			精装叠墅(精装)	m²	24,720.00	可售
			精装洋房(精装)	m²	76,734.00	可售
			小高层(精装)	m²	55,080.00	可售
		(2)公寓(精装)	m²	57,399.00	可售	
		(3)商墅(40年,毛坯)	m²	57,242.00	可售	
		(4)学校、幼儿园	m²	24,384.00	不可售	
(5)配套用房	m²	12,618.00	不可售			
4	地下建筑面积		m²	241,875.00	不计容	
	其中:	洋房地下室	m²	38,367.00	不销售,赠送。	
		高端合院地下室	m²	102,541.00	不销售,赠送。	
		叠墅地下室	m²	6,180.00	不销售,赠送。	
		小高层地下室	m²	18,360.00	不销售,赠送。	
		商墅地下室	m²	76,427.00	不销售,赠送。	
5	容积率			1.03		

备注:以上经济技术指标根据委托方提供,若将来实际指标与此有差异,应根据实际指标相应调整估值结果。

(3) 项目开发完成后可售数量规模

项目	可售数量(m ²)
高端合院(精装)	256,353.00
精装叠墅(精装)	24,720.00
精装洋房(精装)	76,734.00
小高层(精装)	55,080.00
公寓(精装)	57,399.00
商墅(毛坯)	57,242.00
合 计	527,528.00

(4) 项目工程形象进度

根据委托方对项目地块的现场情况的介绍，项目地块红线内尚有部分建筑未拆除，宗地边界大部分已砌筑围墙，宗地红线外已“四通”（通电、通路、通水、通讯），宗地尚未进行开发建设。

2. 估值方法

（1）估值方法的确定

在产品主要为待开发的商住建设用地，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

- ①调查待开发房地产的基本情况；
- ②根据规划确定开发利用方式；
- ③估计开发建设期和开发、销售进度；
- ④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；
- ⑤确定折现率；
- ⑥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

（2）估值参数的确定

①开发完成后房地产价值（销售收入）的确定

估值人员对委估存货逐项进行了核实，确认其帐实、账表相符，而且销售数量（建筑面积）与相应的规划情况相符，同时根据现行市场行情，估值人员认为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

按企业提供的项目技术经济指标确定可售面积。

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、公共配套设施费、开发期间税费等。

前期工程费指例如市场调查、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；

基础和公共配套设施建设费，包括城市规划要求配套的道路、给排水（给水、雨水、污水、中水）、电力、燃气、热力、电信、有线电视等设施以及城市规划要求配套的文化体育、社区服务、市政公用等非营业性设施的建设费用；

开发期间税费，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以及工程报建费、质量检查费、水土流失补偿费、人防工程费等等有关税收和地方政府或其他有关部门收取的费用。

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

销售税金根据国家税法规定计取，主要包括增值税、城建税、教育费附加和地方教育费附加，根据企业类型和当地税率标准，增值税根据税法的规定，按销售收入计算，预售期内按预收款（销售收入）预缴，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：

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

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。

I、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考虑复利因素计算后得到本次估值无风险报酬率。

II、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；

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；

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，选择新证监会行业中的房地产业，共有 144 家，通过分析，将其中 B 股部分 12 家公司进行剔除，最后剩余 132 家房地产业上市公司，作为可比公司。通过查询同花顺 iFind 资讯，得到可比公司无财务杠杆的企业风险系数 β_u 。

III、市场风险溢价 MRP 的确定

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，市场风险报酬率是投资者所期望的超过无风险报酬率的部分。通过同花顺 iFind 资讯，取 1998 年以来上证指数，以几何平均值计算的证券市场年平均复利回报率减去长期国债收益率的数值，做为本次估值的市场风险报酬率。

近十多年来房地产一直处于上升阶段，目前也出现部分城市房地产出现下跌的情况，未来房地产行业可能处于存在一定的风险，由于市场风险溢价 MRP 是通过历史情况来测算的，房地产业未来的风险无法体现，因此，需要加计风险系数。

IV、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。

权益资本成本的确定

根据上述确定的参数，确定权益资本成本 K_e 。

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。

加权平均资本成本 $WACC$ 的确定

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

$$= 12\% \text{ (取整)}$$

(3) 估值过程

① 开发方案的确定

本次估值项目的开发方案按委托方提供的项目开发方案及技术经济指标确定，项目以别墅为主、配套其他用房，具体开发规模详见项目建设技术经济指标表。

A. 可售面积的确定

经复核委托方提供的项目初步设计方案，本次估值以委托方提供的可售面积为依据，如下表所示。

项目	可售数量 (m ²)
高端合院 (精装)	256,353.00
精装叠墅 (精装)	24,720.00
精装洋房 (精装)	76,734.00
小高层 (精装)	55,080.00
公寓 (精装)	57,399.00
商墅 (毛坯)	57,242.00
合 计	527,528.00

B. 开发经营期

项目预计开发、销售期：本次估值依据委托方提供的相关资料（开发计划、销售计划），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，当地房地产市场销售状况，根据委托方开发计划，项目续建期为 5.25 年，其中 2017 年 8 月-2017 年 10 月 31 日为准备期，建设期：2017 年 11 月至 2022 年 10 月竣工，销售期为 2018 年 7 月至 2023 年 12 月。

②开发完成后的房地产价值

A. 销售单价的确定

根据委托方的预期并横向比较同类楼盘的销售价格后，结合当前南京市房地产市场行情以及对估值对象项目所处板块市场供给的分析，本次估值预测各类物业的售价为高端合院按 5 万元/平方米（精装），叠墅按 3.5 万元/平方米（精装）、洋房按 3.0 万元/平方米（精装）、小高层按 2.7 万元/平方米（精装）、公寓按 2 万元/平方米（精装）、商墅层按 2.5 万元/平方米（毛坯）。目前南京市房地产市场发展势头良好，房价虽呈稳步上涨态势，但考虑到项目定位为高档住宅小区，价位较高，基于谨慎原则，故本次估值假定销售期价格稳定。

按上述调查确定的销售价格估算房地产开发完成后的销售收入如下表所示：

单位：万元、万元/平方米

未售	物业类型	可售数量 (平方米)	销售单价	销售总价
	高端合院 (精装)	256,353.00	5.00	1,281,765.00

精装叠墅（精装）	24,720.00	3.50	86,520.00
精装洋房（精装）	76,734.00	3.00	230,202.00
小高层（精装）	55,080.00	2.70	148,716.00
公寓（精装）	57,399.00	2.00	114,798.00
商墅（毛坯）	57,242.00	2.50	143,105.00
合 计	527,528.00		2,005,106.00
不含税收入（含税收入/(1+11%）			1,806,401.80

B. 销售计划

根据市场调查，结合委托方销售计划及各类物业特点分析，确定各类物业各年销售进度如“销售收入计算表”。

按上述调查确定的销售价格估算房地产开发完成后的销售收入如下表“销售收入计算表”所示：

C. 销售收入折现值的确定

年销售收入折现值=年销售收入/(1+折现率)^{折现期}

各年销售收入视为均匀取得，折现期为各年中间时点到估值基准日的时间。

计算结果见“销售收入及税费折现计算表”。

销售收入及税费折现计算表

单位：人民币万元

项目	总可售数量	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2023 年		合计
		销售 率	总价	销售 率	总价	销售 率	总价	销售 率	总价	销售 率	总价	销售 率	总价	
高端合院（精装）	256,353.00	10%	128,176.50	20%	256,353.00	20%	256,353.00	20%	256,353.00	20%	256,353.00	10%	128,176.50	
精装叠墅（精装）	24,720.00	0%	-	20%	17,304.00	35%	30,282.00	35%	30,282.00	10%	8,652.00	0%	-	
精装洋房（精装）	76,734.00	0%	-	20%	46,040.40	30%	69,060.60	30%	69,060.60	20%	46,040.40	0%	-	
小高层（精装）	55,080.00	0%	-	20%	29,743.20	30%	44,614.80	30%	44,614.80	20%	29,743.20	0%	-	
公寓（精装）	57,399.00	0%	-	0%	-	20%	22,959.60	30%	34,439.40	30%	34,439.40	20%	22,959.60	
商墅（毛坯）	57,242.00	0%	-	0%	-	20%	28,621.00	30%	42,931.50	30%	42,931.50	20%	28,621.00	
合计	527,528.00	0%	128,176.50	0%	349,440.60		451,891.00		477,681.30		418,159.50	0%	179,757.10	2,005,106.00
折现期			1.25		2		3		4		5		6	
折现系数			0.8679		0.7972		0.7118		0.6355		0.5674		0.5066	
销售收入折现值			111,244.38		278,574.05		321,656.01		303,566.47		237,263.70		91,064.95	1,343,369.56
增值税及附加			3,879.94		10,577.66		13,678.86		14,459.54		12,657.80		102,349.53	157,603.33
增值税及附加折现			3,367.40		8,432.51		9,736.61		9,189.04		7,182.04		51,850.27	89,757.87
土地增值税			5,773.72		15,740.57		20,355.45		21,517.18		18,836.01		281,354.66	363,577.58
土地增值税折现			5,011.01		12,548.38		14,489.01		13,674.17		10,687.55		142,534.27	198,944.39
企业所得税			4,330.29		11,805.43		15,266.59		16,137.88		14,127.01		112,737.15	174,404.35
企业所得税折现			3,758.26		9,411.29		10,866.76		10,255.62		8,015.67		57,112.64	99,420.24

③总开发成本的测算

A. 土地取得成本：按土地出让合同约定价款及税费缴纳标准规定的实际应支出成本确定，经核对财务凭证，本项目土地总价款为35000万元，契税及印花税合计为1640万元，至估值基准日上述土地取得价款及税费已支付完毕。

B. 建设开发成本：本次估值系假设股权收购方完成股权收购后按委托方提供设计方案对地块进行开发建设为前提的投资价值，建设开发成本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，同时核对企业财务帐表，确定其正常建设开发成本，具体如下表所示：

项目	①建安费	②基础设施配套费(宗地外 大市政配套费)	③基础设施 配套建设(宗 地内)	④前期费 =(①+③) ×5%	⑤开发期间 相关税费 =(①+③)× 1%	⑥不可预 见费用 =(①+②+ ③+④+⑤) ×2%	①~⑥合计
含税成本	456,298.73	12,096.08	45,162.40	25,073.06	5,014.61	15,787.22	559,432.10
进项税率	11.00%	11.00%	11.00%	6.00%	6.00%	6.00%	
可抵扣比例	100.00%	0.00%	100.00%	100.00%	0.00%	0.00%	
进项税	45,218.79	-	4,475.55	1,419.23	-	-	51,113.57
不含税成本	411,079.94	12,096.08	40,686.85	23,653.83	5,014.61	15,787.22	508,318.53

备注：

(A) 建安工程费参考当地类似建筑工程造价指标案例结合当前工程造价水平确定

(B) 基础设施及公共配套建设费：宗地外的基础设施配套费（市政配套费）按宁政规字〔2016〕5号文件规定：均按住宅150元/平方米；宗地内基础设施配套费按地上计容面积测算配套费约800元/平方米。

C. 确定续建开发成本

经核实财务帐表及估值人员现场调查，存货账面成本含建设开发成本为0万元，则续建开发成本 559,432.10-0=559,432.10 万元。

D. 周边林地租赁费

经了解被估值单位自取得土地使用权后，向周边租赁林地，且订签长期租赁合，年租赁费约为450万元，取得林地的使用权对于提升项目的品质有较多帮助，本次估值按林地持续租赁进行测算，根据租赁合同每五年租金增长5%计算，并折算为基准日现值，经估算，剩余年限的租金现值为13,025.00万元。

E. 确定续建开发成本折现值

根据估值设定的续建计划及企业预计的建设计划，项目于估值基准日后进行后续批建，预计项目 2017 年 11 月动工建设至 2022 年 10 月底，前期准备期 0.33 年，开发建设期 5 年，本次估值假设开发成本在建设期内均匀支出，折现率为 12%，则折现期为 $0.33+5.0/2=2.83$ ，折现系数为 $1/(1+12\%)^{2.83}=0.7256$ ，则续建成本现值为 $559,432.10 \times 0.7256=405,923.93$ 万元。再加上周边林地租赁费现值 13,025.00 万元，续建开发成本现值为 418,948.93 万元。

④管理费用

根据类似房地产企业平均费率测算，按建设开发成本的 4% 确定。

按并假设在建设期内与建设开发成本同比例支出。计算结果见“在产品估值结果表”。

⑤销售费用

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 3% 计取。计算结果见“在产品估值结果表”。

⑥销售税金及附加的测算

根据企业类型和当地税率标准，增值税根据税法的规定，按销售收入的 3% 预征，销售期末进行汇算，过程详见“销售收入及税费折现计算表”。城建税、教育费附加和地方教育费附加分别为增值税的 7%、5%。

增值税及附加测算表

序号	项目	金额	增值税率	可抵扣比例	销/进项税金	备注
一	销项税额				195,235.73	
1	销售收入	2,005,106.00	11%		195,235.73	可扣除土地价款 35000 万元。
二	进项税额				54,518.47	
1	前期费用及开发期间税费	25,073.06	6%	100%	1,419.23	工程勘察、建筑设计、市场调研等费用。
2	建安成本	456,298.73	11%	100%	45,218.79	建安工程造价。
3	基础设施配套建设费（宗地内）	45,162.40	11%	100%	4,475.55	指宗地内的配套基础设施建设项目。
4	不可预见费	15,787.22	11%	0%	0.00	
5	销售费用	60,153.18	6%	100%	3,404.90	按销售收入的 3% 确定销售费用。
三	应缴增值税				140,717.26	
四	应缴增值税及附加				157,603.33	

⑦土地增值税的测算

均按销售收入的 5%预征，销售期末进行汇算。过程详见“销售收入及税费折现计算表”。以前述估值确定的销售收入及房地产开发成本，严格按照税法规定，对本项目进行汇算清缴，根据增值比例分段累计计算土地增值税。

土地增值税计算表

项 目	估值结果（万元）	说明
一、总销售收入	1,806,401.80	不含税销售收入
二、扣除项目	830,190.08	以下 5 项之和
1、土地取得成本	33,171.53	不含税土地取得成本及相关税费
2、建设开发成本	592,446.94	不含税建设成本
3、开发费用	62,561.85	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	16,886.07	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	125,123.69	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）10%计算
三、增值额	976,211.72	(一) - (二)
四、增值率	117.59%	(三) / (二)
五、应缴土地增值税	363,577.58	根据税法规定

⑧企业所得税的测算

按销售收入*15%*25%进行预缴，销售期末进行汇算。过程详见“销售收入及税费折现计算表”。依照前述销售收入、开发成本、土地增值税等估值结果，严格按照税法规定，对本项目进行汇算，计算过程及结果如下表：

项目	估值结果（元）	说明
一、总销售收入	1,806,401.80	不含税销售收入
二、扣除项目	1,108,784.40	以下 7 项之和
1、土地取得成本	33,171.53	不含税土地取得成本及相关税费
2、建设开发成本	592,446.94	不含税建设成本
3、销售税金	16,886.07	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。

项目	估值结果（元）	说明
4、销售费用	54,192.05	按拟售房产销售收入×3%
5、土地增值税	363,577.58	根据估值测算结果
6、建设期利息	48,510.22	根据企业现金流情况（销售收入、成本发生时间、项目建设周期）和基准日利率水平计算
三、利润总额	697,617.40	（一）-（二）
四、应交所得税	174,404.35	（三）*25%

⑨估值结果

本项目在产品的估值结果计算过程如下表：

在产品估值结果表

项目	计算说明	估值结果（万元）
一、总销售收入（折现值）	根据估值测算结果	1,343,369.56
二、续建成本（折现值）	根据估值测算结果	418,948.93
三、管理费用	续建成本×4%	16,757.96
四、销售费用	按销售收入折现值×3%	40,301.09
五、销售税金	见销售收入及税费折现计算表	89,757.87
六、应缴土地增值税	见销售收入及税费折现计算表	198,944.39
七、应缴所得税	见销售收入及税费折现计算表	99,420.24
八、存货估值	一 - （二+三+四+五+六+七）	479,200.00

（四）其他流动资产的估值

其他流动资产为税控开票系统支出，估值人员了解分析形成依据和明细过程，对会计凭证进行了抽查，按经审计后的账面值列示。

二、关于非流动资产的估值

（一）固定资产——设备的估值

本次估值账面的固定资产为设备类资产，明细为本田奥德赛一辆、电动游船一艘、大疆无人机一部、电脑一台，账面原值 383,491.08 元，账面净值 26,351.44 元。由于条件限制，本次估值无法进行盘点，估值结果按经审计后的账面值列示。

（二）长期待摊费用的估值

长期待摊费用系临时房屋建筑物，本次估值人员收集了相关合同，了解原始入账

过程及企业的摊销政策，根据委托方提供的开发方案，后期将予以拆除，本次估值为0。

三、关于负债的估值

具体包括应付账款、其他应付款、长期借款。估值人员根据企业提供的各项目明细表，对账面值进行了核实，同时对截至现场清查日负债的支付情况进行了调查核实，本次估值按经审计后的账面值列示。

四、资产基础法的估值结果如下：

单位：人民币万元

项目	账面价值	估值结果	增减值	增值率%
流动资产	426,395.71	479,997.82	53,602.11	12.57
非流动资产	919.29	2.64	-916.65	-99.71
其中：可供出售金融资产净额	0.00	0.00	0.00	
持有至到期投资净额	0.00	0.00	0.00	
长期应收款净额	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资净额	0.00	0.00	0.00	
投资性房地产净额	0.00	0.00	0.00	
固定资产净额	2.64	2.64	0.00	
在建工程净额	0.00	0.00	0.00	
工程物质净额	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
生产性生物资产净额	0.00	0.00	0.00	
油气资产净额	0.00	0.00	0.00	
无形资产净额	0.00	0.00	0.00	
开发支出	0.00	0.00	0.00	
商誉净额	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	916.65	0.00	-916.65	-100.00
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	
资产总计	427,315.00	480,000.45	52,685.45	12.33
流动负债	266,808.71	266,808.71	0.00	-
非流动负债	160,000.00	160,000.00	0.00	-
负债总计	426,808.71	426,808.71	0.00	-
股东权益	506.28	53,191.74	52,685.45	10,406.39

第六部分 估值结论及其分析

一、估值结果

本次估值报告的估值结论系基于估值对象按南京禾睿宸置业有限公司提供的初步设计方案、开发楼盘档次、开发计划、销售计划、成本估算、土地开发政策、规划指标等为基础进行测算，不考虑未来土地开发政策、规划指标、投模变更等对估值的影响，估值基准日后估值对象的土地开发政策、规划指标、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，对估值对象的未来土地开发政策、规划指标、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。

本公司采用了资产基础法对南京恒祥置业有限公司股东全部权益价值进行了估值，南京恒祥置业有限公司经北京今创会计师事务所审计后的股东全部权益价值（净资产）账面值为人民币 506.28 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 53,191.74 万元（大写人民币伍亿叁仟壹佰玖拾壹万柒仟肆佰元整），增值 52,685.45 万元，增值率 10,406.39%。

单位：人民币万元

项目	账面价值	估值结果	增减值	增值率%
流动资产	426,395.71	479,997.82	53,602.11	12.57
非流动资产	919.29	2.64	-916.65	-99.71
其中：可供出售金融资产净额	0.00	0.00	0.00	
持有至到期投资净额	0.00	0.00	0.00	
长期应收款净额	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资净额	0.00	0.00	0.00	
投资性房地产净额	0.00	0.00	0.00	
固定资产净额	2.64	2.64	0.00	
在建工程净额	0.00	0.00	0.00	

工程物质净额	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
生产性生物资产净额	0.00	0.00	0.00	
油气资产净额	0.00	0.00	0.00	
无形资产净额	0.00	0.00	0.00	
开发支出	0.00	0.00	0.00	
商誉净额	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	916.65	0.00	-916.65	-100.00
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	
资产总计	427,315.00	480,000.45	52,685.45	12.33
流动负债	266,808.71	266,808.71	0.00	-
非流动负债	160,000.00	160,000.00	0.00	-
负债总计	426,808.71	426,808.71	0.00	-
股东权益	506.28	53,191.74	52,685.45	10,406.39

二、增减值分析

本次估值增值 52,685.45 万元，主要是由于存货中土地使用权的增值，增值原因主要为该地块购入时间较早，土地取得成本相对较低，近年来房地产市场增长较快、当地地价大幅增长；周边各项市政配套不断完善的效益外溢。

三、风险提示

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、审计报告、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。

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存在的账外债务、诉讼、担保、抵押等对估值的影响。

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。

4. 本报告中的有关南京恒祥置业有限公司等描述性的文字均摘自委托方和南京恒

祥置业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。

5. 本次被估值单位所申报存货中，拆迁费用 61,760.73 万元，建安工程费 44,545.05 万元（主要为安居房工程支出 19,800.00 万元，人居森林专用大道工程支出 8,466.00 万元，青龙湖拓宽工程支出 4,330 万元，梁台河拓宽工程支出 4,260 万元），估值人员收集到合同及部分发票，因客观条件限制，无法进行实地查看，经与委托方沟通，以上均作为项目的配套工程。本次估值按委托方提供的开发方案基础上进行估值，上述配套工程并入项目整体中进行估值。

6. 本次被估值单位所申报存货中列支园林环境工程费 220,834.94 万元，估值机构和估值人员取得原交易合同，但限于条件，估值人员无法对上述款项对应的实物资产进行核查验证，亦无法查询相关权属证明，基于谨慎考虑，本次估值测算中不予考虑该部分价值。

7. 本次估值中估值机构和估值人员受条件限制，未发现存货中列支园林环境工程费与土地取得成本中的周边林地租赁费之间是否存在关联，亦未考虑可能对估值的影响。

8. 本次被估值单位所申报存货中，仅有土地价款及相关税费 36,400 万元能提供完整的发票和相关的合同，出于谨慎考虑，本次估值在测算土增税、所得税时仅考虑该部分成本，提请报告使用者注意。

9. 根据估值人员现场了解，截止估值基准日，委托方提供的估值对象项目用地拟开发方案及技术经济指标尚未通过政府主管部门审核批准，由于条件限制，本次估值无法对项目进行详细查看，仅根据企业提供的数据及拟开发方案对估值对象项目用地投资价值进行分析、测算，未考虑上述因素发生变化对估值结果的影响，提请报告使用者注意。

10. 根据估值人员现场统计，截止估值基准日，尚有 48,841.23 平方米的估值对象项目用地未办理土地证，本次估值未考虑该部分项目用地将来是否可以办理土地证及办证需发生的相关费用对估值结果的影响。

11. 根据估值人员现场了解，截止估值基准日，估值对象项目用地尚有部分宗地（面积将近 5 万平方米）未完成拆迁工作，根据委托方情况介绍及承诺，该拆迁工作

及相关费用由被估值单位原股东承担。因此本次估值假设拆迁工作及时顺利完成，不影响项目开发，且不需要承担相关拆迁费用，并在此基础上进行估值。

12. 本次估值按未来土地实际办证面积与土地出让合同约上的国有建设用地面积 546,666.70 平方米一致进行估值，并在委托方提供的项目未来开发方案的基础上进行估值，未考虑取得完整土地使用权，以及按委托方提供的项目开发方案开发可能需要补交的与土地使用权相关的款项对估值的影响。也未考虑项目未来实际办证土地使用权面积与土地出让合同约上的国有建设用地面积差异的影响。

13. 根据委托方开发方案，本次估值未考虑该项目地块可能存在延期开发对估值结果的影响。

14. 本次被估值单位申报的设备类固定资产为本田奥德赛一辆、电动游船一艘、大疆无人机一部、电脑一台，账面原值 383,491.08 元，账面净值 26,351.44 元。由于条件限制，无法核实固定资产，本次估值按经审计后的账面值列示。

15. 本次被估值单位申报的关联往来，因委托方要求并承诺，未进行函证，按经审计后的账面值列示，本次估值未考虑该因素对估值结果的影响，提请报告使用者注意。

16. 本估值结论未考虑流动性对估值结果影响。

17. 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。

四、估值报告使用限制

1. 本估值报告只能用于估值报告载明的估值目的和用途使用。
2. 本估值报告只能由估值报告载明的估值报告使用者使用。
3. 未征得本机构同意，本估值报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或者披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。
4. 本估值报告有效期为自本估值报告基准日起不超过一年，房地产市场状况变化较大时不超过半年。
5. 本估值结论不应该被认为是对估值对象可实现价格的保证。
6. 当政策调整对估值结论产生重大影响时，应当重新确定估值基准日进行估值。
7. 本次估值结论是反映估值对象在本次估值目的下价值，没有考虑将来可能承担

的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方可能追加付出的价格等对估值结果的影响，同时，本报告也未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及估值中遵循的持续经营原则等其它情况发生变化时，估值结论一般会失效。估值机构不承担由于这些条件的变化而导致估值结果失效的相关法律责任。

8. 本估值报告未考虑对应的相关经济行为的合规性、有效性。

五、估值报告日期

本次估值报告日为 2017 年 8 月 12 日。

本估值报告报告号为：闽中兴估字(2017)第 041 号，估值结果为人民币 53,191.74 万元，大写人民币伍亿叁仟壹佰玖拾壹万柒仟肆佰元整。

估值机构：福建中兴资产评估房地产土地估价有限责任公司

估值项目负责人：



二〇一七年八月十二日