

安永（中国）企业咨询有限公司
关于
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知
书》[181119]号的回复

估值机构



二〇一八年十月

**安永（中国）企业咨询有限公司关于
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[181119]号的回复**

中国证券监督管理委员会：

根据贵会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[181119号]（以下简称“《反馈意见》”），安永（中国）企业咨询有限公司（以下简称“安永”或“估值机构”）作为中粮地产（集团）股份有限公司（以下简称“中粮地产”、“上市公司”）发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易聘请的估值机构，就反馈意见要求估值机构核查的内容进行了审慎核查，具体情况回复如下：

如无特别说明，本反馈回复核查意见中的简称与《中粮地产（集团）股份有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>[181119号]之反馈意见回复》中“释义”所定义的简称具有相同含义。

目 录

问题11、申请文件显示，大悦城地产拟在过渡期内将上海长风大悦城项目相关权益或
所涉股权注入大悦城地产参与成立的境外基金，在引入外部资金对该项目进行升级改造
的同时通过基金享有收益。请你公司：1）补充披露大悦城地产选取上海长风大悦
城项目相关权益或所涉股权注入境外基金的原因、注资金额及核定方式，大悦城地产
在该境外基金的出资金额、占比，能否对其实际控制，以及前述境外基金设立和资产
注入的进展。2）结合注资后上海长风大悦城项目的运营、管控机制，补充披露相关
安排会否导致上市公司新增关联交易，是否有利于保护上市公司和中小股东权益。
3）补充披露上述资产注入对交易估值的影响、估值时未在净资产中作相应剔除的原
因及合理性、上述资产在注入时的作价（如有）与本次交易相关资产估值是否存在差
异，如是，请说明原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。...5

问题16、申请文件显示，2015年4月，大悦城地产按每2股获1股的比例，以港币1.35元
每股的价格发行供股，对应大悦城地产市值为1,233,045.13万港币；2017年8月，中粮
香港获得大悦城地产控股权的每股作价1.74元港币，对应大悦城地产市值为
1,589,258.17万港币；本次交易对应大悦城地产市值为1,735,396.85万港币，较2015年供
股对应市值溢价40.74%，较2017年8月股权转让对应市值溢价9.2%。请你公司：1）结
合上述前次供股和股权转让之间、及与本次交易之间标的资产收入和盈利变化情况、
市盈率、市净率、前次股东入股后对标的资产贡献程度、控股权溢价情况等，量化分
析并补充披露前次供股和股权转让之间、供股和股权转让与本次交易作价之间标的资
产估值出现较大差异的原因和合理性。2）补充披露交易对方持股时间、持股成本及
按本次交易对价计算的收益率。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。...8

问题19、申请文件显示，根据《上市公司国有股权监督管理办法》，国有股东非公开
协议转让上市公司股份的价格不得低于提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价
格的算术平均值及最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值中的较高者。请
你公司补充披露：1）大悦城地产提示性公告前30个交易日股票均价，本次交易估值
价格与公告前30个交易日均价对应的市值差异。2）武汉大悦城建设进展、项目终止
原因以及对标的资产估值的影响。3）估值结果是否已报国资监管部门备案或批准，
相关程序是否完整、合规。4）本次交易作价安排是否有利于充分保护境内市场投资
者权益。请独立财务顾问、估值机构和律师核查并发表明确意见。..... 15

问题20、申请文件显示：1）本次交易估值时选择了6家房地产行业港股上市公司作为
可比公司，并以市净率和息税折旧摊销前利润的企业价值倍数作为估值指标，综合考
虑采用相关估值指标的第一四分位数至第三四分位数作为估值参数的合理范围。2）
可比公司市场价值乘数受业务规模、特质、经济环境、自身发展程度、会计准则和发
展预期的影响而不同。3）控股权溢价指标参数是以9家涉及收购境外公司控股权的案
例的平均控股溢价率来确定。请你公司：1）结合6家可比公司境内外物业数量、收入
和利润占比，自持和出售物业占比，经营模式和相关估值案例等，补充披露上述可比
公司选择的合理性、未对估值指标进行调整的原因及合理性。2）补充披露息税折旧
摊销前利润的企业价值倍数计算过程。3）结合可比估值案例，补充披露市净率和息
税折旧摊销前利润的企业价值倍数选择第一四分位数和第三四分位数、控股权溢价指
标选择平均数的原因及合理性。4）结合9家收购境外公司控股权案例中标的资产所属
行业、上市地、是否属于同一控制下企业合并、相关收购时点大盘和行业平均估值水

平等，补充披露上述相关收购案例选择和控股权溢价指标的合理性。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。22

问题21、申请文件显示，可比交易法估值时选择了5家房地产行业的交易案例，以市净率为估值指标，并最终以上述案例标的资产市净率第一四分位数和第三四分位数作为估值参数范围。请你公司：1）结合5家可比案例是否属于同一控制下企业合并、相关收购时点大盘和行业平均估值水平等，补充披露可比案例选择的合理性。2）补充披露可比交易法仅选择市净率作为单一估值指标的合理性，与可比公司法指标选择差异的原因。3）补充披露市净率选择第一四分位数和第三四分位数作为估值参数范围的原因及合理性。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。35

问题 22、申请文件显示，估值机构对大悦城地产59.59%股权于估值基准日的市场价值范围的估值结果为人民币1,192,598.27万元至1,695,801.40万元。本次交易的最终作价确定为1,475,607.94万元。请你公司补充披露本次交易最终作价的确定过程和依据、与估值范围的关系。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。40

问题 23、申请文件显示，扣除39.44%的控股权溢价后，本次交易作价对应标的资产市值为港币1,244,547.37万元，高于估值基准日前后市值1.69%-12.61%，也在最近三年标的资产最低和最高市值之间。请你公司结合相关可比案例中标的资产与市值差异情况、扣除控股权溢价前估值与市值差异情况等，补充披露本次交易作价的合理性、是否充分保护境内市场投资者权益。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。42

问题 25、申请文件显示：1）本次交易中，上市公司采用成本模式对投资性房地产进行后续计量，标的资产采用公允价值模式对投资性房地产进行后续计量。上市公司合并报表编制过程中将对标的资产财务报表进行调整，对投资性房地产以采用成本法进行后续计量的财务数据进行合并。2）因标的资产非明毅的全资子公司，使得报告期标的资产的财务数据与明毅模拟的财务数据在归属于母公司股东权益和归属于母公司股东的净利润两个项目上存在差异。3）标的资产按照2018年1月1日起执行的新金融工具准则和新收入准则要求，调整首次执行该准则当期期初留存收益及财务报表其他相关项目金额。请你公司：1）补充披露按成本模式计量2016年标的资产出现亏损的原因以及对标的资产持续经营能力的影响，本次交易完成后是否将对标的资产投资性房地产计量方式进行变更，如是，请说明具体变更安排、变更的合规性、对标的资产盈利能力和估值的影响；如否，请结合相关案例说明合并报表中相关数据与标的资产定期报告披露数据不同是否符合《企业会计准则》的规定。2）补充披露标的资产的财务数据与明毅模拟的财务数据数据差异的具体情况、计算过程、差异的原因及合规性。3）补充披露对标的资产投资性房地产按成本模式重述的调整过程、对具体明细科目的影响以及调整的合规性与准确性。4）结合相关投资性房地产公允价值获取方式、具体会计处理等，补充披露大悦城地产定期报告中投资性房地产公允价值变动的合理性。5）补充披露新金融工具准则和新收入准则对标的资产未来收入确认、净利润的具体影响，是否存在收入确认时点提前的情况。请独立财务顾问、会计师和估值机构核查并发表明确意见。46

问题11、申请文件显示，大悦城地产拟在过渡期内将上海长风大悦城项目相关权益或所涉股权注入大悦城地产参与成立的境外基金，在引入外部资金对该项目进行升级改造的同时通过基金享有收益。请你公司：1）补充披露大悦城地产选取上海长风大悦城项目相关权益或所涉股权注入境外基金的原因、注资金额及核定方式，大悦城地产在该境外基金的出资金额、占比，能否对其实际控制，以及前述境外基金设立和资产注入的进展。2）结合注资后上海长风大悦城项目的运营、管控机制，补充披露相关安排会否导致上市公司新增关联交易，是否有利于保护上市公司和中小股东权益。3）补充披露上述资产注入对交易估值的影响、估值时未在净资产中作相应剔除的原因及合理性、上述资产在注入时的作价（如有）与本次交易相关资产估值是否存在差异，如是，请说明原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露大悦城地产选取上海长风大悦城项目相关权益或所涉股权注入境外基金的原因、注资金额及核定方式，大悦城地产在该境外基金的出资金额、占比，能否对其实际控制，以及前述境外基金设立和资产注入的进展

根据大悦城地产于2017年8月17日发布的有关成立基金的公告，大悦城地产附属公司Hengxin（作为普通合伙人）、耀动有限公司（作为有限合伙人）与GIC (Realty) Private limited（以下简称“GIC”）的附属公司Reco Joyrepo Private Limited（作为有限合伙人）成立了境外基金 Garbo Commercial Property Fund L.P（以下简称“境外基金”），并签署了境外有限合伙协议。上述有限合伙协议规定：1）境外基金合伙人初步投资人民币6,270,000,000元，其中大悦城地产将出资人民币2,280,000,000元，占境外基金权益的36.36%；2）境外基金的存续期为8年，经双方一致同意，可以延期2次，每次延期1年；3）境外基金投资委员会将由2名成员组成，由境外大悦城地产附属公司Hengxin作为GP委任分别由耀动有限公司和Reco Joyrepo Private Limited指定的投资委员成员，投资委员会将主要负责物业项目的投资、管理、及融资。境外基金的投资决定须经各投资委员会的全体成员一致同意，大悦城地产及GIC均有一票否决权，因此大悦城地产对境外基金不存在实际控制。境外基金已经于2017年8月17日设立，但投资方均尚未出资，目前大悦城地产计划于2018年底前以上海长风大悦城的资产出资注入到境外基金，GIC将根据权益相应以现金出资对基金注资。

大悦城地产将上海长风大悦城股权注入境外基金，履行资产注资的义务，与此同时，上海长风大悦城目前下属于大悦城地产境外子公司上海高星置业有限公司，其经审计2017年底资产负债率为68.92%，高于大悦城地产2017年底资产负债率64.25%，因此将其注入境外基金后，大悦城地产将相应减少报表的负债压力，降低资产负债率；上海长风大悦城自2016年11月完成收购，一直到2018年5月重装开业，一直处于改造装修过程中，期间收入下滑未能弥补期间费用开支，致使项目处于亏损状态中，此次将长风大悦城注入到境外基金也将有助于大悦城地产利润水平提升。

目前大悦城地产已聘请评估机构对上海长风大悦城净资产价值进行评估，并计划在评估结果确定后上报中粮集团备案。评估完成后大悦城地产及境外基金预计将以不低于评估值的价格对上海长风大悦城进行市场化定价并由大悦城地产以资产出资注入到境外基金，GIC将根据权益比以相应现金出资，注资后大悦城地产仍持有境外基金36.36%的权益。

二、结合注资后上海长风大悦城项目的运营、管控机制，补充披露相关安排是否会导 **致上市公司新增关联交易，是否有利于保护上市公司和中小股东权益**

上海长风大悦城注入境外基金后，1) 上海长风大悦城项目的年度经营计划需统一上报到境外基金投委会审议通过后实行，其中大悦城地产及GIC均拥有一票否决权；2) 根据大悦城地产与GIC的前期沟通，境外基金将会与大悦城地产签署相关协议规定大悦城地产为上海长风大悦城项目提供招商服务、工程改造服务、物业管理服务以及品牌资源等服务与支持，并依据市场化定价原则获得相应收入。鉴于注资后上海长风大悦城不再属于大悦城地产控制企业，成为大悦城地产间接持股公司，且大悦城地产将持续对上海长风大悦城提供上述服务，因此按照《企业会计准则》以及上述商业安排，大悦城地产与境外基金之间预计将会产生提供管理服务、咨询服务、品牌管理输出等关联交易，该类交易是大悦城地产与GIC出于使境外基金更好地运营以达到双方共赢目的的正常商业行为，发生时将遵循市场化、公允、公正的定价原则，上市公司将根据相关监管规则履行披露程序，不会影响到中小股东的权益。

三、补充披露上述资产注入对交易估值的影响、估值时未在净资产中作相应剔除

的原因及合理性、上述资产在注入时的作价（如有）与本次交易相关资产估值是否存在差异，如是，请说明原因及合理性

上述资产注入属于大悦城地产以上海长风大悦城股权价值注资，相应获得境外基金权益，且注资价格预计将不低于上海长风大悦城经评估备案的净资产价格，大悦城地产合并报表层面将确认一笔投资收益，因此本次资产注入境外基金后，大悦城地产的净资产不会被稀释，不会对本次交易大悦城地产的估值造成影响。

四、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：

1、境外基金已经于2017年8月17日设立，但投资方均尚未出资，大悦城地产计划在境外基金出资人民币2,280,000,000元，占境外基金权益的36.36%，目前大悦城地产计划于2018年底前以上海长风大悦城的资产出资注入到境外基金，GIC将根据权益比相应以现金出资对基金注资；鉴于大悦城地产与境外基金另一有限合伙人均拥有投委会一票否决权，因此大悦城地产对境外基金不存在实际控制。目前大悦城地产已聘请评估机构对上海长风大悦城净资产价值进行评估，并计划在评估结果确定后上报中粮集团备案。评估完成后大悦城地产及境外基金预计将以不低于评估值的价格对上海长风大悦城进行市场化定价并由大悦城地产以资产出资注入到境外基金，GIC将根据权益比以相应现金出资，注资后大悦城地产仍占据境外基金36.36%的权益；

2、资后上海长风大悦城不再属于大悦城地产控制企业，且大悦城地产将持续对上海长风大悦城提供服务，因此按照《企业会计准则》以及上述商业安排，大悦城地产与境外基金之间预计将会产生提供管理服务、咨询服务、品牌管理输出等关联交易，该类交易是大悦城地产与GIC出于使境外基金更好地运营以达到双方共赢目的的正常商业行为，发生时将遵循市场化、公允、公正的定价原则，上市公司将根据相关监管规则履行披露程序，不会影响到中小股东的权益；

3、上述资产注入属于大悦城地产以上海长风大悦城股权价值注资，相应获得境外基金权益，且注资价格预计将不低于上海长风大悦城经评估备案的净资产价格，大悦城地产合并报表层面将确认一笔投资收益，因此本次资产注入境外基金后，大悦城地产的净资产不会被稀释，不会对本次交易大悦城地产的估值造成影响。

问题16、申请文件显示，2015年4月，大悦城地产按每2股获1股的比例，以港币1.35元每股的价格发行供股，对应大悦城地产市值为1,233,045.13万港币；2017年8月，中粮香港获得大悦城地产控股权的每股作价1.74元港币，对应大悦城地产市值为1,589,258.17万港币；本次交易对应大悦城地产市值为1,735,396.85万港币，较2015年供股对应市值溢价40.74%,较2017年8月股权转让对应市值溢价9.2%。请你公司：1）结合上述前次供股和股权转让之间、及与本次交易之间标的资产收入和盈利变化情况、市盈率、市净率、前次股东入股后对标的资产贡献程度、控股权溢价情况等，量化分析并补充披露前次供股和股权转让之间、供股和股权转让与本次交易作价之间标的资产估值出现较大差异的原因和合理性。2）补充披露交易对方持股时间、持股成本及按本次交易对价计算的收益率。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。

回复：

一、结合上述前次供股和股权转让之间、及与本次交易之间标的资产收入和盈利变化情况、市盈率、市净率、前次股东入股后对标的资产贡献程度、控股权溢价情况等，量化分析并补充披露前次供股和股权转让之间、供股和股权转让与本次交易作价之间标的资产估值出现较大差异的原因和合理性

2015年4月供股，2017年8月股权转让以及本次交易日期的标的资产收入、盈利、市盈率、市净率、控制权溢价的情况详见下表：

项目	公式	2015年4月供股	2017年8月股权转让	本次交易	备注
		2015/4/30 股份上市日	2017/8/21 股份交割日	2017/12/31 估值基准日	
标的股权交易对价 (港币万元)	A	1,233,045.13	1,592,285.28	1,735,396.85	-
标的股权涉及股数 (万股)	B	913,366.76	913,366.76	913,366.76	-
交易对价对应的每股 价格(港币元/股)	C=A/B	1.35	1.74	1.90	-
汇率	D	0.78881	0.85275	0.85030	采用当日中国人民银行港币兑人民币汇率中间价
标的股权交易对价 (人民币万元)	E=A*D	972,638.33	1,357,821.27	1,475,607.94	-
每股价格(人民币元/股)	F=E/B	1.06	1.49	1.62	-

项目	公式	2015 年 4 月供 股	2017 年 8 月 股权转让	本次交易	备注
		2015/4/30 股份上市日	2017/8/21 股份交割日	2017/12/31 估值基准日	
本次交易标的资产估值对应溢价（%）	-	40.74%	8.99%	-	以港币计算的本次交易对价相对于供股及股权转让对价的溢价率
大悦城地产营业收入（人民币万元）	-	495,058.20	901,105.30	1,165,776.10	2015/4/30 数据采用
大悦城地产归属于母公司股东净利润（人民币万元）	G	99,425.00	105,327.30	115,316.20	2015 年 6 月 30 日最近 12 个月数据； 2017/8/21 数据采用 2017 年 6 月 30 日最近 12 个月数据，均为重述口径
大悦城地产归属于母公司股东净资产（人民币万元）	H	2,523,284.30	2,649,094.80	2,698,420.40	2015/4/30 数据采用 2015 年 6 月 30 日数据； 2017/8/21 数据采用 2017 年 6 月 30 日数据，均为重述口径
大悦城地产发行在外普通股及可转换优先股总股本（万股）	I	1,532,642.56	1,532,642.56	1,532,642.56	-
对应大悦城地产 100% 股权估值（人民币万元）	$J=E*I/B$	1,632,101.11	2,278,443.62	2,476,091.35	-
隐含市盈率	$K=J/G$	16.42x	21.63x	21.47x	-
隐含市净率	$L=J/H$	0.65x	0.86x	0.92x	-
大悦城地产当日收盘价（港币元/股）	-	1.62	1.19	1.26	2015年4月30日的交易
控股权溢价或隐含控股权溢价	-	-	46.22%	39.44%	为供股，交易不涉及控股权溢价。 2017年8月21日的隐含控制权溢价

项目	公式	2015年4月供股	2017年8月股权转让	本次交易	备注
		2015/4/30 股份上市日	2017/8/21 股份交割日	2017/12/31 估值基准日	
					=交易对价对应的每股价格/当日收盘价-1; 2017年12月31日控股权溢价引用自估值报告中采用的控股权溢价

注1：数据基于大悦城地产年报、公司管理层提供的数据以及Capital IQ。

注2：根据《企业会计准则第33号——合并财务报表》，大悦城地产在本次交易采用瑞华据企业会计准则编制的审计报告，备考审阅报告中会计准则与备考架构下的母公司中粮地产一致，投资性房地产均采用成本法计量；上表中引用的数据为大悦城地产在上市地公开披露的财务数据，主要为德勤根据香港会计准则编制的审计报告，其中，投资性房地产采用公允价值计量，因此归母净利润及归母净资产金额与重组报告披露金额存在一定差异。

（一）2015年4月供股和股权转让与本次交易之间标的资产估值差异的合理性分析

1、2015年4月供股和本次交易之间标的资产估值差异的合理性分析

（1）2015年4月供股交易背景

2015年4月，大悦城地产向其股东按每持有2股获发1股的比例，以港币1.35元/股的价格，共发行4,743,708,286股股份，发行完成后大悦城地产已发行普通股增加至14,231,124,858股，其中得茂持有9,510,837,644股。

（2）本次交易与2015年4月供股之间标的资产估值差异的合理性

由于本次交易为控制性股权转让，交易定价中体现了为获得控股权所付出的溢价。需要经过控股权溢价调整，才能与2015年4月供股定价进行直接比较。选取控制权溢价时，独立财务顾问及估值机构参考了近年中国公司收购境外上市公司并且发生控股权转移的交易案例控股权溢价情况如下表所示：

公布日期	收购方名称	标的公司名称	收购股权比例	控股权溢价率
2017/06/17	同方股份有限公司	中国医疗网络有限公司	27.63%	21.62%

公布日期	收购方名称	标的公司名称	收购股权比例	控股权溢价率
2017/01/24	供销大集集团股份有限公司	中国顺客隆控股有限公司	55.80%	13.18%
2016/11/03	泛海控股股份有限公司	华富国际控股有限公司	52.45%	53.33%
2016/05/26	美的集团股份有限公司	KUKA Aktiengesellschaft	81.04%	65.89%
2015/12/11	广汇汽车服务股份公司	宝信汽车集团有限公司	75.00%	73.12%
2015/10/12	中弘控股股份有限公司	卓高国际集团有限公司	66.10%	39.44%
2015/07/10	中弘控股股份有限公司	开易控股有限公司	72.79%	17.47%
2015/02/12	中国东方资产管理（国际）控股有限公司	上海证大房地产有限公司	50.03%	38.89%
2014/12/12	厦门建发股份有限公司	西南环保发展有限公司	75.00%	75.63%
最小值				13.18%
第一四分位数				21.62%
中位数				39.44%
平均值				44.29%
第三四分位数				65.89%
最大值				75.63%

注1：数据基于相关上市公司年报，Capital IQ。

注2：由于中国上市公司收购境外地产类上市公司的交易案例较少，不足以形成样本，因此适当扩大了市场研究边界。控股权溢价是指控股权发生转移时，相对于少数股权持有者的股价，买方愿意为获得控股权而支付的溢价。买方通常希望通过获得控股权达到对公司有重大影响，主要为：对董事会和管理层的控制；对公司发展战略和决策的控制；以及，获得公司现金流使用权和分配权等。其溢价水平主要取决于交易双方的博弈情况。

本次交易的估值过程中，选取了中国公司收购境外上市公司交易案例中按收购前一个月的市值计算的溢价率中位数39.44%作为控股权溢价。如上表所示，本次交易对价对应的大悦城地产股价约为港币1.90元/股，剔除控股权溢价后约为港币1.36元/股。与2015年4月供股定价港币1.35元/股差异仅为0.93%，差异较小。

剔除控股权溢价后的市盈率、市净率见下表：

项目	2015 年 4 月供股	2017 年 12 月 31 日本次交易
调整后隐含市盈率	16.42x	15.40x
调整后隐含市净率	0.65x	0.66x

对比2015年4月供股和本次交易之间,标的资产收入增加、盈利增加、资产增加,调整后隐含市盈率及市净率差异较小,不影响本次估值的合理性。

此外,结合前次股东入股对标的资产的贡献程度来说,大悦城地产于2013年12月发行股份购买包括多个大悦城购物广场在内的商业物业,2015年4月供股的募集资金主要用于支付剩余收购款,以完成优质资产的注入。经过整合期,2015年起新注入资产与大悦城地产的协同效应逐步凸显,盈利空间得到释放。2015年至2017年,大悦城地产香港会计准则下营业收入及净利润均有所增长,为本次交易的估值提供了良好基础。

2、2017年8月股权转让和本次交易之间标的资产估值差异的合理性分析

(1) 2017年8月股权转让交易背景

根据中粮香港和得茂签署的《转让书》,以及明毅和中粮香港签署的《转让书》,2017年8月,得茂将其持有的大悦城地产9,133,667,644股普通股股份协议转让至中粮香港,中粮香港以前述受让的股份作为对价,认购明毅向其发行的股份。股权转让总对价为港币15,922,852,752.40元,折合大悦城地产股价约为港币1.74元/股。

(2) 本次交易与2017年8月股权转让之间溢价的合理性

中粮香港及明毅均为中粮集团全资持有的境外注册企业,因此2017年8月股权转让属于央企集团的内部重组,交易定价需要满足《中央企业境外国有产权管理暂行办法》(国务院国有资产监督管理委员会令第27号)第十三条“中央企业在本企业内部实施资产重组,转让方为中央企业及其直接或者间接全资拥有的境外企业,受让方为中央企业及其直接或者间接全资拥有的境内外企业的,转让价格可以以评估或者审计确认的净资产值为底价确定”的规定(而非参考市盈率、市净率等指标),该价格高于大悦城地产2016年12月31日成本法下的每股归属于母公司的净资产值约港币0.95元(以上述交易协议签署日即2017年8月21日汇率中间价港币1元=0.85275元人民币进行计算)。在满足上述国资监管要求的前提下,上述交易价格主要参考中粮集团对大悦城

地产的历史投资成本即港币1.74元/股最终确定。

本次交易对价对应约为港币1,735,396.85万元，与2017年8月股权转让定价港币1,592,285.28万元，差异约为9.0%。

本次交易定价稍高于上述交易定价主要因为在本次交易中，交易双方除考虑对标的资产历史投资价值及净资产价值外，对标的公司可比公司及可比交易估值、标的资产的资产状况、盈利水平、品牌优势等因素进行综合考虑，兼顾了交易双方的利益。

（二）2015年4月供股和2017年8月股权转让之间标的资产估值差异的合理性分析

如上所述，2017年8月股权转让属于中粮集团全资子公司之间的内部交易，因此定价在满足国资监管要求的前提下主要参考中粮集团对大悦城地产的历史投资成本确定。中粮集团对大悦城地产的历史投资成本约为港币1.74元/股，系2012年来历次投资的名义成本加权所得；2017年8月股权转让交易对价对应大悦城地产股价亦为港币1.74元/股，因此定价具有合理性。

此外，2017年8月股权转让为控制性股权转让，若引用本次交易中选取的控股权溢价，即39.44%计算，扣除控股权溢价之后的2017年8月股权转让对价为港币1.25元/股，与2015年4月供股定价港币1.35元/股差异仅为-7.4%，差异较小。

因此，2015年4月供股至2017年8月股权转让期间标的资产估值差异具有合理性。

综上所述，供股和股权转让之间、供股和股权转让与本次交易作价之间标的资产估值出现差异系综合考虑了标的资产收入和盈利变化情况、市盈率、市净率、前次股东入股后对标的资产贡献程度、控股权溢价情况等因素后的结果，具有合理性。

二、补充披露交易对方持股时间、持股成本及按本次交易对价计算的收益率

如上所述，在2017年8月股权转让中，得茂按港币1.74元/股的价格向中粮香港转让大悦城地产9,133,667,644股普通股股份，随后中粮香港按相同作价将大悦城地产9,133,667,644股普通股股份注入明毅。因此，本次交易的交易对方明毅取得标的资产的成本为港币1.74元/股，如前文所示，对应交易对价1,592,285.28万元。

根据《重组报告书》，考虑大悦城地产分红因素后，本次发行股份购买资产的交易价格由1,475,607.94万元调整为1,444,702.90万元。考虑到本次交易后续审核、交割所

需时间，以2018年底完成发行股份购买资产交割计算，自2017年8月起，明毅持股时间约为16个月，明毅经年化的投资收益率约为6.38%。

尽管如此，考虑到明毅为中粮集团通过中粮香港全资持有的企业，从中粮集团角度来看，其对大悦城地产的历史投资成本港币1.74元/股系2012年来历次投资的名义成本加权所得，考虑到资金的时间成本，中粮香港对于大悦城地产的真实投资成本将高于上述成本。因此从中粮集团角度来看，考虑资金时间成本后的收益率将低于6.38%。

综上所述，考虑到明毅的历史投资成本、实际持股时间等因素，本次交易中明毅的投资收益率在合理范围内。

三、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：

1、供股和股权转让之间、供股和股权转让与本次交易作价之间标的资产估值出现差异系综合考虑了标的资产收入和盈利变化情况、市盈率、市净率、前次股东入股后对标的资产贡献程度、控股权溢价情况等因素后的结果，具有合理性；

2、考虑到明毅的历史投资成本、实际持股时间等因素，本次交易中明毅的投资收益率在合理范围内。

问题19、申请文件显示，根据《上市公司国有股权监督管理办法》，国有股东非公开协议转让上市公司股份的价格不得低于提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价格的算术平均值及最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值中的较高者。请你公司补充披露：1）大悦城地产提示性公告前30个交易日股票均价，本次交易估值价格与公告前30个交易日均价对应的市值差异。2）武汉大悦城建设进展、项目终止原因以及对标的资产估值的影响。3）估值结果是否已报国资监管部门备案或批准，相关程序是否完整、合规。4）本次交易作价安排是否有利于充分保护境内市场投资者权益。请独立财务顾问、估值机构和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、大悦城地产提示性公告前30个交易日股票均价，本次交易估值价格与公告前30个交易日均价对应的市值差异

根据《上市公司国有股权监督管理办法》（国资委、财政部、中国证监会令第36号）的相关规定，国有股东非公开协议转让上市公司股份的价格不得低于下列两者之中的较高者：（一）提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价格的算术平均值；（二）最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值。

上市公司于2018年3月29日召开第九届董事会第十七次会议审议通过本次交易相关的议案，并于2018年3月31日披露了《中粮地产（集团）股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》等相关公告。2018年4月2日，大悦城地产发布内幕消息公告，就本次交易的相关事宜在香港市场予以披露。截至2018年4月2日前30个交易日，大悦城地产的每日加权平均股价的算术平均值为港币1.34元/股，对应64.18%普通股股份的市值为港币1,223,911.46万元。截至2017年12月31日，大悦城地产普通股和优先股总数合计15,326,425,636股，经审计的所有者权益为2,093,465.84万元，每股净资产为1.37元。

根据交易双方签署的《发行股份购买资产协议》与《发行股份购买资产协议之补充协议》，交易双方经协商同意，本次交易的交易对价最终确定为1,475,607.94万元，鉴于大悦城地产已于2018年7月9日完成2017年年度权益分派方案，本次交易作价由1,475,607.94万元相应调整为1,444,702.90万元。按照估值基准日（2017年12月31日）前120日汇率均值（即1港币=0.85030人民币）折算约为港币1,699,050.81万元，对应每股

作价约港币1.86元/股，每股股价不低于大悦城地产就本次交易作出提示性公告日前30个交易日每日加权平均价格的算术平均值，亦不低于最近一个会计年度大悦城地产经审计的每股净资产值。

本次交易每股作价较大悦城地产在提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价格溢价38.81%，主要系由于本次收购为控制性股权收购，因此在交易定价中体现了为获得控制权所付出的控股权溢价。

近年来，中国公司收购境外上市公司并且发生控制权转移的交易案例的控股权溢价平均值为44.29%，中位数为39.44%。本次交易的控股权溢价率与前述案例的溢价率水平相近，具有合理性。

根据查询“巨潮资讯网”、“联交所披露易”公告文件，近年来，中国公司收购境外上市公司并且发生控制权转移的交易案例的控股权溢价情况如下表所示：

公布日期	收购方名称	标的公司名称	收购股权比例	控股权溢价率
2017/06/17	同方股份有限公司	中国医疗网络有限公司	27.63%	21.62%
2017/01/24	供销大集集团股份有限公司	中国顾客隆控股有限公司	55.80%	13.18%
2016/11/03	泛海控股股份有限公司	华富国际控股有限公司	52.45%	53.33%
2016/05/26	美的集团股份有限公司	KUKA Aktiengesellschaft	81.04%	65.89%
2015/12/11	广汇汽车服务股份公司	宝信汽车集团有限公司	75.00%	73.12%
2015/10/12	中弘控股股份有限公司	卓高国际集团有限公司	66.10%	39.44%
2015/07/10	中弘控股股份有限公司	开易控股有限公司	72.79%	17.47%
2015/02/12	中国东方资产管理（国际）控股有限公司	上海证大房地产有限公司	50.03%	38.89%
2014/12/12	厦门建发股份有限公司	西南环保发展有限公司	75.00%	75.63%
最小值				13.18%
第一四分位数				21.62%
中位值				39.44%
平均值				44.29%
第三四分位数				65.89%
最大值				75.63%

二、武汉大悦城建设进展、项目终止原因以及对标的资产估值的影响

（一）武汉大悦城项目的建设进展及项目终止原因

中粮地产和大悦城地产均未就武汉大悦城项目与任何第三方签署任何协议。经核查，鉴于前期由大悦城地产收购该项目的时机并不成熟，中粮集团牵头在2017年与武汉人信置业有限公司签署了收购框架协议，拟在武汉市开发相关地块；后因签署正式协议的条件未达成，协议双方已终止了收购安排。

（二）武汉大悦城项目终止对标的资产估值的影响

武汉大悦城项目并非标的公司拥有的房地产开发项目，本次交易对标的公司的估值及对价确定并未考虑武汉大悦城项目，中粮地产和大悦城地产亦未就武汉大悦城项目支付或承担任何费用，武汉大悦城项目的终止对标的资产的估值不存在影响。

三、估值结果是否已报国资监管部门备案或批准，相关程序是否完整、合规

根据《中央企业境外国有产权管理暂行办法》（国务院国有资产监督管理委员会令第27号），明毅作为中粮集团控制的境外子企业，就其本次出售大悦城地产股份事宜，应报中粮集团决定或批准，并将相关情况书面报告国务院国资委。

根据中粮集团于2018年4月16日作出的《关于Vibrant Oak Limited转让大悦城地产有限公司普通股股份等有关问题的批复》（中粮总字[2018]128号），中粮集团已批准本次交易。

此外，中粮地产已就本次交易的相关情况报告国务院国资委，并获得国务院国资委于2018年6月11日核发的《关于中粮地产（集团）股份有限公司非公开发行A股股份有关问题的批复》（国资产权[2018]335号）。

据此，本次交易的估值结果已依法报送中粮集团，本次交易的相关情况已书面报告国务院国资委，该等程序完整、合规。

四、本次交易作价安排是否有利于充分保护境内市场投资者权益

（一）本次交易作价安排公允、合理，未损害上市公司及其股东的利益

本次交易标的公司大悦城地产为香港上市公司，经交易双方协商，本次交易作价综合考虑了标的资产历史投资价值、净资产价值、可比公司及可比交易估值、标的资产的资产状况、盈利水平、品牌优势等因素，兼顾了交易双方股东的利益，具有公允性。

本次交易中，估值机构安永出具了《中粮地产（集团）股份有限公司拟收购 VIBRANT OAK LIMITED 持有的大悦城地产有限公司 9,133,667,644 股普通股股份项目估值报告》，从独立估值机构的角度说明本次交易标的资产估值合理、定价公允，不存在损害上市公司及其股东利益的情况。

（二）本次交易作价安排已履行必要的审批程序和信息披露义务，有利于保障上市公司及其股东的利益

本次交易作价安排已经上市公司董事会、股东大会审议通过，本次交易构成关联交易，在提交董事会审议之前已经公司独立董事事先认可；公司独立董事对本次交易出具了独立董事意见；在审议本次交易相关议案时，关联董事严格履行了回避义务。本次交易方案在公司股东大会审议时，关联股东严格履行了回避义务。本次交易方案已获得中粮集团及国务院国资委的批准。

同时，根据中国证监会《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》等有关规定，为给参加股东大会的股东提供便利，上市公司就本次交易的表决提供网络投票平台，股东可以直接通过网络进行投票表决。此外，上市公司就重大资产重组事宜召开股东大会，除上市公司的董事、监事、高级管理人员、单独或者合计持有上市公司 5% 以上股份的股东以外，单独统计并披露其他股东的投票情况，且在表决本次重组方案时关联股东已回避表决，充分保护中小股东行使投票权的权益。

本次交易涉及上市公司重大事件，公司已经切实按照《证券法》、《重组办法》、《上市公司信息披露管理办法》、《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》的要求履行了信息披露义务。

（三）交易对方已作出减值补偿承诺，有利于切实保障上市公司及其股东的利益

为切实保障本次交易完成后上市公司及包括中小投资者在内的全体股东的利益，本次交易中，上市公司与明毅签署了《减值补偿协议》与《减值补偿协议之补充协

议》，约定在减值承诺期满后，如标的资产期末价值较本次重组的标的资产交易价格出现减值，则交易对方将向中粮地产就减值部分进行股份补偿。该减值补偿安排有利于切实保障上市公司及全体股东的利益。

（四）本次交易有利于提高上市公司的持续盈利能力和竞争能力，有利于保障上市公司及其股东的利益

本次交易前，中粮地产的主营业务为商品房开发、房屋租赁和物业管理，其中，商品房开发业务为公司最主要的业务，上市公司的商品房开发项目主要为住宅商品房开发项目，专注于住宅开发业务，致力于成为中国最具持续发展力的品牌地产引领者。本次交易标的公司大悦城地产以开发、经营和管理大悦城品牌城市综合体为主要业务方向，专注于商业地产领域，致力于成为中国城市综合体行业的领导者。通过本次交易，中粮集团将其从事商业物业投资和出租、物业开发的全部资产注入公司，公司成为中粮集团整合及发展集团内住宅和商业房地产业务的综合平台，有望进一步发挥规模效应，提升合并后公司的盈利能力，增强股东回报。

本次交易完成后，上市公司通过将大悦城地产纳入合并范围，实现资产规模和盈利水平的大幅提升。根据瑞华出具的中粮地产2017年度审计报告（瑞华审字[2018]02060099号）、2018年1-5月未经审计财务报表及《中粮地产备考审阅报告》（瑞华阅字[2018]02060002号），本次交易完成后上市公司的资产规模、营业收入、净利润均将显著增长。

本次交易完成后，随着标的资产注入（未考虑募集配套资金的影响），截至2017年12月31日，公司的总资产规模由7,575,147.58万元增加至13,421,483.57万元，增长77.18%；2017年，公司的营业收入从1,404,235.59万元增加至2,568,301.74万元，增长82.90%；净利润从173,483.84万元增加至308,927.74万元，增长78.07%。

截至2018年5月31日，公司的总资产规模由8,537,065.20万元增加至14,681,140.31万元，增长71.97%；2018年1-5月，公司的营业收入从338,519.12万元增加至696,171.67万元，增长105.65%；净利润从64,810.02万元增加至213,163.20万元，增长228.90%。

本次交易完成后，上市公司将继续完善公司治理结构，健全内部控制体系，优化成本管控，提升上市公司的盈利能力，并积极履行填补每股收益的相关措施，保护中小股东权益。为降低本次交易可能摊薄公司即期回报的风险，上市公司全体董事、高

级管理人员及上市公司控股股东已出具关于上市公司重大资产重组填补被摊薄即期回报措施的承诺函。

因此，本次重组有利于提升上市公司盈利能力、增强持续经营能力，有助于提高上市公司的抗风险能力，有利于保护境内广大投资者以及中小股东的长远利益。

综上，本次交易作价安排公允、合理，并已履行必要的审批程序和信息披露义务，交易对方已就本次交易作出减值补偿承诺，且本次交易有利于提高上市公司的竞争力和持续盈利能力，有利于充分保护境内市场投资者权益。

五、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：

1、大悦城地产在提示性公告日前30个交易日每日加权平均股价的算术平均值为港币1.34元/股，对应64.18%普通股股份的市值为港币1,223,911.46万元。本次交易的最终作价1,444,702.90万元，按照估值基准日（2017年12月31日）前120日汇率均值（即1港币=0.85030人民币）折算约为港币1,699,050.81万元，对应每股作价约港币1.86元/股。本次交易的最终价格较大悦城地产提示性公告日前30个交易日每日加权平均股价的算术平均值溢价38.81%，系由于本次交易定价中体现了控股权溢价，控股权溢价率处于上市公司收购平均水平，具有合理性。截至2017年12月31日，大悦城地产普通股和优先股总数合计15,326,425,636股，经审计的所有者权益为2,093,465.84万元，每股净资产为1.37元，本次交易标的资产的每股最终价格亦不低于大悦城地产最近一个会计年度经审计的每股净资产值；

2、鉴于前期由大悦城地产收购的时机并不成熟，中粮集团牵头在2017年与武汉人信置业有限公司签署了收购框架协议，拟在武汉市开发相关地块；后因签署正式协议的条件未达成，协议双方已终止了收购安排。武汉大悦城项目终止不会对本次交易标的资产的估值产生影响；

3、本次交易的估值结果已依法报送中粮集团，本次交易的相关情况已书面报告国务院国资委并已获得国务院国资委的批准，该等程序完整、合规；

4、本次交易作价安排公允、合理，并已履行必要的审批程序和信息披露义务，交易对方已就本次交易作出减值补偿承诺，且本次交易有利于提高上市公司的竞争力和

持续盈利能力，有利于充分保护境内市场投资者权益。

问题20、申请文件显示：1）本次交易估值时选择了6家房地产行业港股上市公司作为可比公司，并以市净率和息税折旧摊销前利润的企业价值倍数作为估值指标，综合考虑采用相关估值指标的第一四分位数至第三四分位数作为估值参数的合理范围。2）可比公司市场价值乘数受业务规模、特质、经济环境、自身发展程度、会计准则和发展预期的影响而不同。3）控股权溢价指标参数是以9家涉及收购境外公司控股权的案例的平均控股溢价率来确定。请你公司：1）结合6家可比公司境内外物业数量、收入和利润占比，自持和出售物业占比，经营模式和相关估值案例等，补充披露上述可比公司选择的合理性、未对估值指标进行调整的原因及合理性。2）补充披露息税折旧摊销前利润的企业价值倍数计算过程。3）结合可比估值案例，补充披露市净率和息税折旧摊销前利润的企业价值倍数选择第一四分位数和第三四分位数、控股权溢价指标选择平均数的原因及合理性。4）结合9家收购境外公司控股权案例中标的资产所属行业、上市地、是否属于同一控制下企业合并、相关收购时点大盘和行业平均估值水平等，补充披露上述相关收购案例选择和控股权溢价指标的合理性。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。

回复：

一、结合6家可比公司境内外物业数量、收入和利润占比，自持和出售物业占比，经营模式和相关估值案例等，补充披露上述可比公司选择的合理性、未对估值指标进行调整的原因及合理性

（一）可比公司的业务情况

本次估值大悦城地产可比公司物业境内外分布情况、收入和利润占比、自持和出售物业占比情况及经营模式如下表所示：

单位：港币百万元

公司名称	境内物业				境外物业				物业结构		经营模式	
	数量	收入	占总收入比例	占营业利润比	数量	收入	占总收入比例	占营业利润比	自持物业	出售物业	营业模式	主要业态
大悦城地产	27	12,955.61	94.50%	94.50%	2	754.57	5.50%	5.50%	78.64%	21.36%	持有出租及销售	商场、写字楼、酒店
新鸿基地产	25	9,747.00	12.46%	12.46%	72	68,460.00	87.54%	87.54%	69.77%	30.23%	持有出租及销售	商场、写字楼、酒店
信和置业	106	3,011.80	16.43%	16.43%	19	15,322.08	83.57%	83.57%	100.00%	0.00%	持有出租	商场、写字楼、酒店
恒隆地产	10	3,958.00	35.34%	35.34%	6	7,241.00	64.66%	64.66%	98.98%	1.02%	持有出租及销售	商场、写字楼、酒店
宝龙地产	84	18,337.81	100.00%	100.00%	无境外物业				82.63%	17.37%	持有出租及销售	商场、写字楼、酒店
太古地产	13	2,627.00	14.16%	23.58%	33	15,931.00	85.84%	76.42%	99.15%	0.85%	持有出租及销售	商场、写字楼、酒店
九龙仓置业	2	6,016.00	28.78%	28.78%	6	14,888.00	71.22%	71.22%	99.94%	0.06%	持有出租及销售	商场、写字楼、酒店

注：

- 1、除太古地产外，境内外物业的利润占比均没有在财报中披露，因此估值机构在估算中假设利润占比与收入占比的比例相同；
- 2、自持物业及出售物业的比例根据自持或出售物业的账面价值/总物业账面值计算得到。

（二）相关估值案例

本次估值过程中，估值机构所参考的估值案例及相关估值案例中选取可比公司的原则、估值指标调整情况、估值采用方法以及范围如下表所示：

序号	估值案例	估值机构	日期	是否采用可比公司法	选取可比公司原则	可比公司法中选取的参数	估值倍数选取区间	是否调整估值指标
1	招商局蛇口工业区控股股份有限公司发行A股股份换股吸收合并招商局地产控股股份有限公司并向特定对象发行A股股份募集配套资金	中信证券、海通证券	2015年11月	是	- 同一地点上市； - 主营业务相似； - 业务开发模式相似。	P/E	平均值~中位数	否
2	招商局公路网络科技控股股份有限公司换股吸收合并华北高速公路股份有限公司暨关联交易	中金公司、中银国际	2017年6月	是	- 同一上市地； - 主营业务相同； - 业务发展模式近似。	P/E、P/B	平均值~中位数	否
3	北京首旅酒店（集团）股份有限公司收购HOMEINNS HOTEL GROUP及Poly Victory Investment Limited	华泰联合证券、中信证券	2015年12月	是	- 同一上市地； - 同一主营业务	P/E、EV/EBITDA	最小值~最大值	否
4	青岛海尔股份有限公司重大资产购买	中金公司	2016年3月	是	- 上市公司； - 主营业务类似； - 规模类似。	P/B、EV/EBITDA	平均值	否
5	中远海运控股股份有限公司重大资产购买	瑞银证券	2017年7月	是	- 上市公司； - 行业主营业务相同或相似； - 规模相似。	P/B	平均值和中位数	否
6	宝山钢铁股份有限公司换股吸收合并武汉钢铁股份有限公司暨关联交易	中金公司、中信证券	2016年9月	是	- 同一上市地； - 行业、产品类似； - 综合考虑资产和业务规模。	P/B、P/S、EV/EBITDA	最小值~最大值	是
7	沈阳蓝英工业自动化装备股份有限公司重大资产购买	中信证券	2016年10月	是	- 上市公司； - 业务相似； - 技术水准匹配。	EV/S、EV/EBITDA	平均值~中位数	否
8	广州岭南集团控股股份有限公司收购广州花园酒店有限公司	广发证券	2016年8月	是	- 同一上市地； - 主营业务类似； - 经营范围地区类似。	P/E、P/B	平均值	否
9	广州岭南集团控股股份有限公司收购广州广之旅国际旅行社股	广发证券	2016年8月	是	- 同一上市地； - 主营业务类似； - 经营范围地区类	P/E、EV/EBITDA	平均值	否

序号	估值案例	估值机构	日期	是否采用可比公司法	选取可比公司原则	可比公司法中选取的参数	估值倍数选取区间	是否调整估值指标
	份有限公司				似。			

（三）可比公司选择的合理性

从上市地来看，本次交易估值机构所选取可比公司均在香港上市；从境内外物业分布情况，收入利润占比来看，虽然从物业境内外分布看来，略有不同，但可比公司均在中国大陆从事商业地产业务，具有相似性和合理性；从自持及出售物业占比情况来看，可比公司自持物业均占总资产的主要部分；从经营模式上看，可比公司均同时经营自持物业及出售物业，业态类型均以商场、写字楼、酒店等商业物业为主。

本次交易标的公司大悦城地产在香港上市，于中国大陆从事商业地产业务，自持物业占总资产的主要部分，兼营自持出租业务及销售业务，业态类型以商场、写字楼、酒店等商业物业为主。因此，从可比公司以上几方面来看，各可比公司与标的公司的情况较为相似，可比公司的选择具备合理性。

此外，相关估值案例中选取可比公司的原则也以上市地点、主营业务及发展模式的相似度作为主要考虑因素，与估值机构本次估值选取的原则方法一致，因此，可比公司的选择具备合理性。

（四）未对估值指标进行调整的原因及合理性

除对息税折旧摊销前利润进行了必要的计算调整以外，本次估值过程中未对其他估值指标进行调整，主要原因包括以下方面：

首先，从可比公司相似性上看，可比公司均在香港上市，于中国大陆从事商业地产业务，自持物业占总资产的主要部分，兼营自持出租业务及销售业务，业态类型以商场、写字楼、酒店等商业物业为主。因此对上述估值指标进行调整不具有必要性。

从估值案例来看，估值案例大部分均未对估值指标进行调整，本次估值不对估值指标进行调整与估值案例一致。

其次，从估值方法严谨性上看，可比公司及可比交易样本量不足以完成回归分析，以精确量化可比公司与标的公司估值指标之间的差异，因此对估值指标进行调整

具有高度主观性，可能造成估值结果失实。与经指标调整后得出单一评估不同，采用可比公司及可比交易相关指标得出估值范围，更能反映可比公司与标的公司的多维相似性而非同一性。因此，对上述估值指标进行调整缺乏严谨性。

同时，从估值行业惯例来看，不对可比公司指标做调整，符合行业惯例。此外，中国资产评估协会编写的《资产评估基础》列举的市盈率倍数法估值范例中也未对估值指标进行调整。

综上所述，本次交易估值过程中未对估值指标进行调整具备合理性。

二、补充披露息税折旧摊销前利润的企业价值倍数计算过程

上述可比公司息税折旧摊销前利润的企业价值倍数计算过程如下表所示：

单位：港币百万元

科目	公式	大悦城	新鸿基地产	信和置业	恒隆地产	宝龙地产	太古地产	九龙仓置业
营业收入	A	13,710.17	87,030.00	11,397.54	11,199.00	18,337.81	18,558.00	20,904.00
营业成本	B	-7,538.62	-44,666.00	-2,866.34	-3,289.00	-12,192.82	-7,569.00	-4,494.00
其他成本	C	-1,856.79	-3,890.00	-582.74	-501.00	-1,400.36	-975.00	-757.00
EBIT	$D=A+B+C$	4,314.77	38,474.00	7,948.46	7,409.00	4,744.63	10,014.00	15,653.00
折旧及摊销	E	410.41	1,970.00	127.05	43.00	215.94	426.00	-
EBITDA	$F=D+E$	4,725.18	40,444.00	8,075.51	7,452.00	4,960.57	10,440.00	15,653.00
每股股价	G	1.23	130.40	13.84	19.10	3.71	25.20	52.00
普通股及可转换优先股股数	H	15,326.43	2,896.75	6,448.46	4,497.58	3,997.30	5,850.00	3,036.23
市值	$I=G*H$	18,912.81	377,736.10	89,246.72	85,903.70	14,837.21	147,420.00	157,883.82
短期及长期贷款	J	28,835.20	76,467.00	5,907.24	25,158.00	41,792.15	37,401.00	45,552.00
少数股东权益	K	18,175.11	9,288.00	983.92	6,087.00	4,865.26	1,997.00	5,650.00
优先股	L	-	-	-	-	-	-	-
现金及现金等价物	M	9,883.09	32,754.00	21,709.70	22,106.00	11,073.40	1,708.00	3,076.00
EV	$N=I+J+K+L-M$	56,040.02	430,737.10	74,428.18	95,042.70	50,421.23	185,110.00	206,009.82
EV/EBITDA	$O=N/F$	11.86x	10.65x	9.22x	12.75x	10.16x	17.73x	13.16x

注：宝龙地产和大悦城原始数据为人民币百万元，均采用基准日（2017年12月31日）前120日汇率均值，即1港币=0.85030人民币进行折算

三、结合可比估值案例，补充披露市净率和息税折旧摊销前利润的企业价值倍数选择第一四分位数和第三四分位数、控股权溢价指标选择平均数的原因及合理性

（一）可比公司与标的公司的各项财务指标

上述可比公司与标的公司的各项财务指标如下表所示：

	证券简称	市值 (百万港币)	收入 (百万港币)	2017年收 入增长率	息税摊销 前利润率	P/B	EV/EBITDA
0016.HK	新鸿基地产	377,736.10	87,030.00	-15.20%	46.47%	0.72x	10.65x
1972.HK	太古地产	147,420.00	19,149.00	11.14%	54.52%	0.57x	17.73x
1997.HK	九龙仓置业	157,883.82	20,904.00	24.05%	74.88%	0.76x	13.16x
101.HK	恒隆地产	85,903.70	11,277.00	-14.05%	66.08%	0.63x	12.75x
1238.HK	宝龙地产	15,150.00	18,724.10	9.07%	27.05%	0.50x	10.16x
83.HK	信和置业	89,246.72	11,397.54	-29.61%	70.85%	0.65x	9.22x
207.HK	大悦城地产	19,311.30	13,975.30	66.58%	34.52%	0.60x	11.86x
最小值		15,150.00	11,277.00	-29.61%	27.05%	0.50x	9.22x
第一四分位数		52,607.50	12,686.42	-14.63%	40.50%	0.58x	10.41x
中位数		89,246.72	18,724.10	9.07%	54.52%	0.63x	11.86x
平均值		127,521.66	26,065.28	7.43%	53.48%	0.63x	12.22x
第三四分位数		152,651.91	20,026.50	17.60%	68.47%	0.68x	12.96x
最大值		377,736.10	87,030.00	66.58%	74.88%	0.76x	17.73x

（二）市净率和息税折旧摊销前利润的企业价值倍数选择第一四分位数和第三四分位数的原因及合理性

如上表数据所示，本次交易标的公司的市值位于可比公司最小值及第一四分位数之间；收入位于第一四分位值及中位数之间；收入增长率位于最大值；息税摊销前利润率位于最小值及第一四分位数之间。因此，标的公司与可比公司相比规模相对较小，但业务成长性强、增长潜力巨大。基于以上的分析，综合考虑标的公司在增长潜力上的比较优势与规模上的比较劣势，采用第一四分位数和第三四分位数作为范围符合标的公司业务情况。

同时，从数据有效性来看，由于一般数据最常见的分布方式是正态或类正态分布，具有长尾效应，存在超出一般统计显著性落在过高或者过低区域的数据。因此，采用第一四分位数和第三四分位数作为范围，具备合理性。此外，相关参考估值案例中对于估值倍数的选取，部分采用平均值，部分采用中位数与平均值作为范围，部分采用最小值与最大值作为估值范围，具有多样性。估值机构认为直接采用最小值~最大值将导致范围过大，相比而言，采用第一四分位数和第三四分位数，可以更为精准的反映目标股权价值的范围。

综上所述，市净率和息税折旧摊销前利润的企业价值倍数选择第一四分位数和第三四分位数，能够兼顾标的公司与可比公司在业务上的差异性 & 数据指标上的有效性，较中位数/平均值范围、最大值/最小值范围更优，具有合理性。

（三）控股权溢价指标选择中位数的原因及合理性

本次估值中参考近年中国公司收购境外上市公司并且发生控股权转移的交易案例确定控股权溢价参数，参考交易情况如下：

公布日期	收购方名称	标的公司名称	收购股权比例	控股溢价-基于收购前一月的市值
2017/06/17	同方股份有限公司	中国医疗网络有限公司	27.63%	21.62%
2017/01/24	供销大集集团股份有限公司	中国顾客隆控股有限公司	55.80%	13.18%
2016/11/03	泛海控股股份有限公司	华富国际控股有限公司	52.45%	53.33%
2016/05/26	美的集团股份有限公司	KUKA Aktiengesellschaft	81.04%	65.89%
2015/12/11	广汇汽车服务股份公司	宝信汽车集团有限公司	75.00%	73.12%
2015/10/12	中弘控股股份有限公司	卓高国际集团有限公司	66.10%	39.44%
2015/07/10	中弘控股股份有限公司	开易控股有限公司	72.79%	17.47%
2015/02/12	中国东方资产管理（国际）控股有限公司	上海证大房地产有限公司	50.03%	38.89%
2014/12/12	厦门建发股份有限公司	西南环保发展有限公司	75.00%	75.63%
最小值				13.18%
第一四分位数				21.62%
中位数				39.44%
平均值				44.29%
第三四分位数				65.89%
最大值				75.63%

资料来源：上市公司年报，Capital IQ

本次估值选取中国公司收购境外上市公司交易案例基于收购前一个月的市值计算的控股权溢价的中位数39.44%作为控股权溢价参数。原因如下：

从数据有效性上看，由于中国上市公司收购境外地产类上市公司的交易案例较少，不足以形成样本，因此估值机构适当扩大了市场研究边界。控股权溢价是指控股权发生转移时，相对于少数股权持有者的股价，买方愿意为获得控股权而支付的溢价。买方通常希望通过获得控股权达到对公司有重大影响，主要为：对董事会和管理层的控制；对公司发展战略和决策的控制；以及获得公司现金流使用权和分配权等。其溢价水平主要取决于交易双方的博弈情况。

因此，本次估值最终选取中位数而非平均值作为溢价参数，有效避免了极大值及极小值对数据有效性的影响，具有合理性。

四、结合9家收购境外公司控股权案例中标的资产所属行业、上市地、是否属于同一控制下企业合并、相关收购时点大盘和行业平均估值水平等，补充披露上述相关收购案例选择和控股权溢价指标的合理性

本次估值选取的境外公司控股权收购案例中，标的资产所属行业、上市地、是否属于同一控制下企业合并、相关收购时点大盘和行业平均估值水平情况如下表所示：

收购方	标的公司	所属行业	收购时点	上市地	是否同一控制	收购时点 大盘指数	P/E		P/B		控股权溢价- 基于收购前 一月的市值
							所属行业	所属市场	所属行业	所属市场	
同方股份有限公司	中国医疗网络有限公司	卫生保健设施	2017/6/17	中国香港	否	25,626.49	12.92x	12.45x	2.10x	1.18x	21.62%
供销大集集团股份有限公司	中国顺客隆控股有限公司	食品零售	2017/1/24	中国香港	否	22,949.86	41.75x	11.62x	1.83x	1.08x	13.18%
泛海控股股份有限公司	华富国际控股有限公司	多元化资本市场	2016/11/3	中国香港	否	22,683.51	7.46x	11.12x	0.89x	1.06x	53.33%
美的集团股份有限公司	KUKA Aktiengesellschaft	工业机械	2016/5/26	德国	否	不适用	不适用	21.99x	不适用	1.59x	65.89%
广汇汽车服务股份公司	宝信汽车集团有限公司	汽车零售	2015/12/11	中国香港	否	21,464.05	10.64x	8.58x	1.48x	1.02x	73.12%
中弘控股股份有限公司	卓高国际集团有限公司	服装、配饰和奢侈品	2015/10/12	中国香港	否	22,730.93	22.12x	8.82x	1.86x	1.09x	39.44%
中弘控股股份有限公司	开易控股有限公司	服装、配饰和奢侈品	2015/7/10	中国香港	否	24,901.28	24.76x	9.92x	1.92x	1.23x	17.47%
中国东方资产管理（国际）控股有限公司	上海证大房地产有限公司	房地产开发	2015/2/12	中国香港	否	24,422.15	7.11x	9.61x	0.84x	1.33x	38.89%
厦门建发股份有限公司	西南环保发展有限公司	物业开发	2014/12/12	中国香港	否	23,245.56	7.04x	9.00x	0.79x	1.25x	75.63%
最小值						21,464.05	7.04x	8.58x	0.79x	1.02x	13.18%
第一四分位数						22,719.08	7.37x	9.00x	0.88x	1.08x	21.62%
中位数						23,097.71	11.78x	9.92x	1.66x	1.18x	39.44%
平均值						23,502.98	16.73x	11.46x	1.46x	1.20x	44.29%
第三四分位数						24,541.93	22.78x	11.62x	1.88x	1.25x	65.89%

收购方	标的公司	所属行业	收购时点	上市地	是否同一控制	收购时点 大盘指数	P/E		P/B		控股权溢价- 基于收购前 一月的市值
							所属行业	所属市场	所属行业	所属市场	
最大值						25,626.49	41.75x	21.99x	2.10x	1.59x	75.63%
中粮地产	大悦城地产	物业经营	2017/12/31	中国香港	是	29,919.15	9.38x	12.81x	0.87x	1.30x	39.44%

数据来源：Wind，Capial IQ

控股权溢价是指控股权发生转移时，相对于少数股权持有者的股价，买方愿意为获得控股权而支付的溢价。买方通常希望通过获得控股权以达到对公司施加重大影响，主要包括：对董事会和管理层的控制；对公司发展战略和决策的控制；获得公司现金流使用权和分配权等。其溢价水平主要取决于交易双方的博弈情况。

从所属行业来说，由于中国公司收购香港上市地产公司和境外上市公司的总体样本量不足，估值机构扩大了研究范围，所选取的9家收购境外公司的案例属于多元行业。目标公司上市地主要为中国香港。本次交易属于中国公司收购香港上市公司控股权，估值过程中控股权溢价案例的选择范围为中国公司收购境外上市公司的控股权，标的资产多数属于香港上市公司，上述案例在交易类型及资本市场投资者属性上与本次交易类似，因此本次估值控股权溢价案例的选取具有合理性。

对于上市公司控股权收购而言，控股权溢价与是否为同一控制下企业合并关联度有限，主要由于无论是否属于同一控制下企业合并，收购方均需支付公允合理对价，以获得股东大会批准。因此，虽然大悦城地产本次收购属于同一控制下企业合并，而本次估值计算控股权采用的收购案例均为非同一控制下企业合并，对案例选取的有效性不构成实质性影响。

对于相关收购时点大盘和行业平均估值水平而言，如上图表中列示信息所示，控股权溢价主要反映的是为获得控制权而支付的溢价，与收购时点的大盘指数、大盘和行业平均估值水平没有明显相关性。

控股权溢价系指控股权收购交易中超出每股股价的利益，其指标为控股权溢价率（标的资产估值相对其每股股价的溢价水平）。本次交易为境内公司收购境外上市公司，因此控股权溢价参考案例均为境内公司收购境外上市公司，其每股股价即其二级市场交易价格。本次估值过程中选取交易前一个月的平均市值作为测算控股权溢价的基准，有效削弱了二级市场股价波动对合理计算控股权溢价水平的影响，更能反映控股权收购交易中交易对价与其市场价值的差异程度，具备合理性。

此外，估值机构进行了辅助研究，参考了Mergerstat发表的2016年第三季度控股权溢价研究，该研究采用以下收购对房地产行业的收购控股权溢价进行了计算：

交易完成日	标的公司	控股权溢价
2016年5月11日	BR Properties SA	33.00%

2015年11月5日	Commerzbank AG (CeGeREAL SA)	30.20%
2016年3月2日	Campus Crest Communities, Inc.	24.20%
2015年12月17日	Amica Mature Lifestyles, Inc.	113.30%
2016年7月21日	Land & Leisure A/S	12.00%
2016年2月22日	Tribona AB	18.30%
2016年9月27日	Dalian Wanda Commercial Properties Co., Ltd.	44.50%
2016年9月16日	ISARIA Wohnbau AG	21.60%
2016年9月8日	Resource America, Inc.	51.40%
2016年8月12日	E-House (China) Holdings Ltd.	2.10%
2016年7月6日	Rouse Properties, Inc.	35.30%
2016年6月20日	Sacyr SA (Testa Inmuebles en Renta SA)	48.70%
2016年6月15日	Great China Holdings Ltd.	171.20%
2015年10月27日	Oaktree Capital Group LLC (DO Deutsche Office AG)	23.60%
2016年8月2日	China Calxon Group Co., Ltd.	-17.20%
平均值		44.96%
中位数		31.60%

本次估值采用的控股权溢价39.44%落在以上研究的中位数及平均值范围之内，具有合理性。

五、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：

1、可比公司境内外物业数量、收入和利润占比、自持和出售物业占比、经营模式等情况均与标的公司具备可比性，可比公司选择具有合理性。基于可比公司相似度较高，而估值指标调整不具备严谨性，除对息税折旧摊销前利润进行必要的计算调整以外，本次估值按照估值惯例未对其他估值指标进行调整，具有合理性；

2、可比公司市净率和息税折旧摊销前利润的企业价值倍数选择第一四分位数和第三四分位数作为范围，兼顾了标的公司与可比公司在规模、成长性上的差异，同时有效避免了极大极小值对数据有效性的影响，所得估值范围较平均值、中位数、最大值、最小值等指标所构成范围更优，具有合理性；控股权溢价指标选择中位数，兼顾

了交易双方博弈的各种情形，有效避免了极大值及极小值对数据有效性的影响，同时与房地产行业案例溢价率情况持平，具有合理性；

3、控股权溢价案例在交易类型及资本市场投资者属性上与本次交易具备可比性，反映了控股权溢价的主要影响因素，案例选择具有合理性。控股权溢价选择有效削弱了二级市场股价波动对参考标的资产价值的不利影响，更能反映控股权收购交易中交易对价与其市场价值的差异程度，具备合理性。

问题21、申请文件显示，可比交易法估值时选择了5家房地产行业的交易案例，以市净率为估值指标，并最终以上述案例标的资产市净率第一四分位数和第三四分位数作为估值参数范围。请你公司：1）结合5家可比案例是否属于同一控制下企业合并、相关收购时点大盘和行业平均估值水平等，补充披露可比案例选择的合理性。2）补充披露可比交易法仅选择市净率作为单一估值指标的合理性，与可比公司法指标选择差异的原因。3）补充披露市净率选择第一四分位数和第三四分位数作为估值参数范围的原因及合理性。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。

回复：

一、结合5家可比案例是否属于同一控制下企业合并、相关收购时点大盘和行业平均估值水平等，补充披露可比案例选择的合理性

本次估值中选取的可比交易案例情况如下表所示：

收购方	标的公司	上市地	收购时点	收购时点大盘指数	同一控制下企业合并	P/B		
						标的公司	所属市场	所属行业
多重买方 ²	大连万达商业地产股份有限公司	中国香港	2016/5/30	20,629.39	是	1.12x	0.96x	0.66x
新世界发展有限公司 ³	新世界中国地产有限公司	中国香港	2016/1/6	19,520.77	是	1.15x	0.99x	0.68x
中国东方资产管理（国际）控股有限公司	上海证大房地产有限公司	中国香港	2015/2/12	24,422.15	否	0.50x	1.33x	0.84x
泛海控股股份有限公司	和记港陆有限公司	中国香港	2014/11/17	23,797.08	否	0.88x	1.25x	0.78x
Sound Investment Holdings Pte. Ltd. ⁴	凯德商用产业有限公司	中国香港	2014/6/16	23,300.67	是	1.28x	1.28x	0.78x
最小值						0.50x	0.96x	0.66x
第一四分位						0.88x	0.99x	0.68x
中位数						1.12x	1.25x	0.78x
平均值						0.99x	1.16x	0.75x
第三四分位						1.15x	1.28x	0.78x
最大值						1.28x	1.33x	0.84x
中粮地产	大悦城地产	中国香港	2017/12/31	29,919.15	是	0.60x	1.30x	0.87x

注：

- 1、数据来源：Wind，Capital IQ
- 2、联合要约方有部分为大连万达集团全资拥有，大连万达集团持有大连万达商业地产股份有限公司43.17%的股权
- 3、新世界发展有限公司在收购前已经持有新世界中国65.56%的股权
- 4、Sound Investment Holdings Pte. Ltd母公司Capital Land Limited收购前已经持有凯德商用产业有限公司65.3%的股权
- 5、大悦城地产的P/B使用其市值与香港准则下归属于母公司股东净资产计算所得

从所属资本市场来看，本次交易估值机构所选取的可比交易案例中标的资产均为香港上市公司；从业务属性上看，可比案例标的公司均属于房地产开发行业，均于中国大陆从事商业地产业务，自持物业占总资产的主要部分，兼营自持出租业务及销售业务，业态类型以商业物业为主。

对于相关收购时点大盘和行业平均估值水平而言，从2014年~2016年之间各数据均波动并且方向一致。可以看出，估值基准日时点的大盘点数及大盘和行业估值均处于较高端，与2015年2月的大盘点数、大盘和行业估值水平最为接近。2014年~2015年的大盘点数、大盘和行业估值水平高于2016年的相关数据。一般而言，日期越接近的交易越能更有效的反映待估资产的价值，但是由于总体可比交易量较少，扩大研究年限，可以有效的消除由于2016年与2017年整体估值较大差异带来的估值偏差。

因此，可比交易案例选择具有合理性。

对于上市公司控股权收购而言，控股权溢价与是否为同一控制下企业合并关联度有限，主要由于无论是否属于同一控制下企业合并，收购方均需支付公允合理对价，以获得股东大会批准。因此，本次估值可比交易存在非同一控制下企业合并情况，对可比交易选取的有效性不构成实质性影响。

二、补充披露可比交易法仅选择市净率作为单一估值指标的合理性，与可比公司法指标选择差异的原因

本次估值可比交易EV/EBITDA情况如下表所示：

交易名称	交易时间	EV/EBITDA
多重买方收购大连万达商业地产股份有限公司	2016/5/30	8.35x
新世界发展有限公司收购新世界中国地产有限公司	2016/1/6	23.12x

交易名称	交易时间	EV/EBITDA
中国东方资产管理（国际）控股有限公司 收购上海证大房地产有限公司	2015/2/12	不适用
泛海控股股份有限公司收购和记港陆有限公司	2014/11/17	35.37x
Sound Investment Holdings Pte. Ltd 收购凯德商用产业有限公司	2014/6/16	22.26x

本次估值中可比公司法选用P/B及EV/EBITDA指标，而可比交易法仅选用P/B指标，未选用EV/EBITDA指标，主要原因包括以下方面：

从估值指标属性来看，EV/EBITDA指标属于盈利性估值指标。本次估值选取的可比交易标的公司与大悦城地产均为以商业物业运营为主的房地产公司，盈利水平受房地产宏观经济波动、项目开发进展、物业租赁及管理收入波动的多种因素影响，存在较大波动性。P/B则是作为资产属性的估值指标。由于房地产行业的资产大部分为地产，并且在香港会计准则下，投资性房地产均以公允价值进行计量，净资产的账面值能较为准确的反映企业真实拥有资产的情况，每股净资产与每股收益相比更为稳定，当收益随时间波动较大时，该指标更为适用。

从数据可得性及时间跨度上来看（收购时点跨越2014年~2016年）来看，相较于可比公司，可比交易数量相对有限，且时间跨度较大、估值指标数据分布较为分散。盈利性指标由于交易时间的影响和房地产行业的盈利性波动属性，难以有效反映估值基准日2017年12月31日时点的估值水平；从数据有效性上，EV/EBITDA指标区间范围较大，为8.35x~35.37x。

因此，EV/EBITDA指标参考意义有限。市净率法则是对于房地产公司进行估值的常见估值方法，能够有效反映从事商业物业运营的房地产公司重资产配置的特点。

综上所述，在可比交易法中选取市净率法作为单一估值指标，可以更为合理的反映标的资产估值情况，具有合理性。

三、补充披露市净率选择第一四分位数和第三四分位数作为估值参数范围的原因及合理性

可比交易标的公司与本次交易标的公司的各项财务指标对比情况如下表所示：

证券代码	证券简称	净资产 (百万港币)	2017年收入增长率
3699.HK	大连万达商业地产股份有限公司	265,628.30	12.26%
0917.HK	新世界中国地产有限公司	59,169.70	-6.49%
0755.HK	上海证大房地产有限公司	3,786.80	55.78%
0715.HK	和记港陆有限公司	10,707.34	-7.31%
6813.HK	凯德商用产业有限公司	46,253.00	24.99%
最小值		3,786.80	-7.31%
第一四分位数		10,707.34	-6.49%
中位数		46,253.00	12.26%
平均值		77,109.03	15.84%
第三四分位数		59,169.70	24.99%
最大值		265,628.30	55.78%
0207.HK	大悦城地产	31,734.92	66.58%

注：新世界中国地产有限公司的数据基于2015年12月31日计算得到；凯德商用产业有限公司基于2014年12月31日计算得到。

本次交易标的公司的净资产位于可比交易标的公司的第一四分位和中位数范围之内，收入增长率高于最大值。因此，大悦城地产与可比交易标的公司相比，规模较小，而业务成长性占优。基于以上分析，采用第一四分位数和第三四分位数作为范围符合标的公司业务情况。

同时，从数据有效性来看，由于一般数据最常见的分布方式是正态或类正态分布，具有长尾效应，存在超出一般统计显著性落在过高或者过低区域的数据。采用第一四分位数和第三四分位数作为范围具备合理性。估值案例中所显示的估值范围，存在采用平均值、中位数与平均值、最小值与最大值等多种情形，本次交易估值机构认为直接采用最小值与最大值将导致范围过大，相比而言，采用第一四分位数和第三四分位数，可以更为精准的反映目标股权价值的范围。

因此，市净率选择第一四分位数和第三四分位数，能够兼顾标的公司与可比交易在业务上的差异性及数据指标上的有效性，在本次估值分析中，较中位数/平均值范围、最小值/最大值范围更优，具有合理性。

四、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：

1、可比交易标的公司资本市场属性及业务属性与标的公司具备可比性，可比交易类型与本次交易一致，且估值指标相对行业平均水平有一定溢价，符合本次交易情况，可比交易案例选择具有合理性；

2、可比交易市净率选择第一四分位数和第三四分位数作为范围，兼顾了标的公司与可比公司在规模、成长性上的差异，同时有效避免了极大极小值对数据有效性的影响，所得估值范围较平均值、中位数、最大值、最小值等指标所构成范围更优，具有合理性。

问题 22、申请文件显示，估值机构对大悦城地产59.59%股权于估值基准日的市场价值范围的估值结果为人民币1,192,598.27万元至1,695,801.40万元。本次交易的最终作价确定为1,475,607.94万元。请你公司补充披露本次交易最终作价的确定过程和依据、与估值范围的关系。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。

回复：

一、请你公司补充披露本次交易最终作价的确定过程和依据、与估值范围的关系

（一）交易作价的确定过程及依据

本次交易标的公司大悦城地产为香港上市公司，经交易双方协商，本次交易作价为 1,475,607.94 万元，综合考虑了标的资产历史投资价值、净资产价值、可比公司及可比交易估值、标的资产的资产状况、盈利水平、品牌优势等因素，兼顾了交易双方股东的利益。

本次估值作价的主要依据主要包括中粮地产发行价估值水平、中粮集团历史投资成本、净资产账面值等，具体如下：

1、标的资产估值作价参考上市公司发行股价估值水平

本次重组的定价基准日为中粮地产审议本次重大资产重组的首次董事会决议公告日。本次重组发行定价基准日前20个交易日、60个交易日及120个交易日的上市公司股票交易均价分别为6.83元/股、6.89元/股及7.34元/股。

中粮地产2017年底经审计归属于母公司股东净资产为663,048.56万元，中粮地产交易市净率对应其可选发行价格6.83元/股、6.89元/股及7.34元/股分别为1.87倍、1.88倍及2.01倍。按上市公司发行价格市净率水平计算，标的资产估值范围为1,405,623.05万元至1,510,856.86万元，为兼顾交易双方股东利益，本次交易对价以该估值范围为参考。

2、标的资产估值作价参考中粮集团的历史投资成本

中粮集团对大悦城地产的历史投资成本约为港币1.74元/股，对应标的资产价值为港币1,592,281.41万元，按基准日（2017年12月31日）前120日汇率均值，即1港币=0.85030人民币计算，约合人民币1,353,916.89万元，本次交易对价以该历史投资成本价格为参考。

3、标的资产估值作价需高于净资产账面价值

本次交易标的资产分红前估值作价为1,475,607.94万元，高于大悦城地产成本法下2017年底对应股比的归属于母公司股东净资产751,670.08万元。

（二）交易作价与估值范围的关系

本次交易中，估值机构出具了《中粮地产（集团）股份有限公司拟收购VIBRANT OAK LIMITED持有的大悦城地产有限公司9,133,667,644股普通股股份项目估值报告》，从独立估值机构的角度分析本次交易标的资产估值作价的合理性公允性。基于目标公司财务数据、关键假设及信息，估值机构采用可比公司法和可比交易法对标的资产进行了估值，估值区间为1,192,598.27万元至1,695,801.40万元。标的资产作价位于估值区间之内，估值作价具有合理性、公允性。

二、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：

1、本次交易标的资产定价系交易双方协商所得，综合考虑了标的资产历史投资价值、净资产价值、可比公司及可比交易估值、标的资产的资产状况、盈利水平、品牌优势等因素，估值定价过程合理，充分兼顾了交易双方股东的利益；

2、估值机构从独立估值机构的角度分析本次交易标的资产估值作价的合理性公允性，所得估值区间涵盖本次交易作价，有力佐证了本次交易作价的合理性、公允性。

问题 23、申请文件显示，扣除39.44%的控股权溢价后，本次交易作价对应标的资产市值为港币1,244,547.37万元，高于估值基准日前后市值1.69%-12.61%，也在最近三年标的资产最低和最高市值之间。请你公司结合相关可比案例中标的资产与市值差异情况、扣除控股权溢价前估值与市值差异情况等，补充披露本次交易作价的合理性、是否充分保护境内市场投资者权益。请独立财务顾问和估值机构核查并发表明确意见。

回复：

一、请你公司结合相关可比案例中标的资产与市值差异情况、扣除控股权溢价前估值与市值差异情况等，补充披露本次交易作价的合理性、是否充分保护境内市场投资者权益

（一）标的资产扣除控股权溢价前估值与市值的差异情况

本次交易标的资产分红前作价为1,475,607.94万元，按基准日（2017年12月31日）前120日汇率均值，即1港币=0.85030人民币计算，对应市值为港币1,735,396.85万元，扣除控股权溢价后交易作价对应市值为港币1,244,547.37万元。

标的资产作价调整控股权溢价前后与基准日前后市值的差异如下表所示：

单位：港币万元

价格基准	市值	控股权溢价调整后定价 与市值的差异	控股权溢价调整前定价 与市值的差异
基准日最近的交易日	1,150,842.12	8.14%	50.79%
基准日前 20 天均值	1,105,173.78	12.61%	57.02%
基准日前 60 天均值	1,132,574.79	9.89%	53.23%
基准日前 120 天均值	1,223,911.46	1.69%	41.79%
基准日后 20 天均值	1,141,708.46	9.01%	52.00%
基准日后 60 天均值	1,178,243.13	5.63%	47.29%
基准日后 120 天均值	1,196,510.46	4.01%	45.04%

由上可知，调整前交易作价与对应市值的差异为41.79%-57.02%，调整后交易作价与对应市值的差异为1.69%~12.61%，主要是因为通过本次交易，中粮地产与大悦城地产将形成住宅、商业板块的优势互补，有利于在融资、市场、人才、土地获取及品牌等方面形成显著提升。调整后交易作价与对应市值的极小差异也体现了市值可能尚未全面反映的由于规模增大、轻资产策略进一步执行所隐含的积极影响。

最近三年标的资产对应市值波动情况如下：

单位：港币万元

年度	最低值	最高值
2018年至今	1,041,238.11	1,415,718.48
2017年	895,099.43	1,433,985.82
2016年	822,030.09	1,251,312.47
2015年	931,634.10	2,292,550.58

由上可知，调整后交易作价处于每年最低及最高市值之间。

综上所述，标的资产定价与对应市值差异率属于合理范围，具有合理性。

（二）可比案例中标的资产与市值的差异情况

本次估值中可比交易案例中标的资产交易价格与市值差异情况如下表所示：

收购方	标的公司	交易日期	公告最近交易日	前 20 日均值	前 60 日均值	前 120 日均值	后 20 日均值	后 60 日均值	后 120 日均值
多重买方	大连万达商业地产股份有限公司	2016/5/30	3.02%	16.46%	37.53%	25.45%	6.55%	6.85%	不适用
新世界发展有限公司	新世界中国地产有限公司	2016/1/6	25.60%	35.36%	45.72%	57.74%	3.50%	不适用	不适用
中国东方资产管理（国际）控股有限公司	上海证大房地产有限公司	2015/2/12	9.29%	55.16%	75.98%	75.03%	-8.74%	-26.78%	-23.05%
泛海控股股份有限公司	和记港陆有限公司	2014/11/17	-17.04%	-8.95%	-15.50%	-8.61%	-7.97%	-18.57%	-34.12%
Sound Investment Holdings Pte. Ltd.	凯德商用产业有限公司	2014/6/16	30.19%	-0.01%	3.39%	9.37%	不适用	不适用	不适用

注：

1、上述交易数据选取交易公告日（或首次直接交易日）人民币对港币（或新加坡元）汇率中间价进行计算

2、部分交易后标的公司退市，未取得其基准日后20日（或60日、120日）均值

本次交易可比案例中标的资产与市值的溢价率区间，扣除负数数据，为3.02%~75.98%之间。本次交易标的资产分红前估值作价，扣除控股权溢价前与对应市值的差异为41.79%~57.02%，位于上述溢价率区间之内，具有合理性。

（三）本次交易作价是否充分保护境内投资者的利益

本次交易标的资产分红前估值为1,475,607.94万元，综合考虑了标的资产历史投资价值、净资产价值、可比公司及可比交易估值、标的资产的资产状况、盈利水平、品牌优势等因素，兼顾了交易双方股东的利益。本次交易中，估值机构出具了《中粮地产（集团）股份有限公司拟收购VIBRANT OAK LIMITED持有的大悦城地产有限公司9,133,667,644股普通股股份项目估值报告》，从独立估值机构的角度分析本次交易标的资产估值作价的合理性公允性。基于目标公司财务数据、关键假设及信息，估值机构采用可比公司法和可比交易法对标的资产进行了估值，估值区间为1,192,598.27万元至1,695,801.40万元。标的资产作价位于估值区间之内，估值作价具有合理性、公允性。

本次交易完成后，上市公司通过将大悦城地产纳入合并范围，实现资产规模和盈利水平的大幅提升。根据瑞华出具的上市公司备考审阅报告，本次交易后上市公司的资产规模、营业收入、净利润均将显著增长。

本次交易完成后，随着标的资产注入（未考虑募集配套资金的影响），2017年12月31日，公司的备考总资产规模将由7,575,147.58万元增至13,421,483.57万元，总资产规模增加5,846,335.99万元，增幅为77.18%；2017年，公司的备考营业收入从1,404,235.59万元增加到2,568,301.74万元，增加1,164,066.15万元，增幅为82.90%；净利润从173,483.84万元增加到308,927.74万元，增加135,443.90万元，增幅为78.07%。

2018年5月31日，公司的备考总资产规模将由8,537,065.20万元增至14,681,140.31万元，总资产规模增加6,144,075.11万元，增幅为71.97%；2018年1-5月，公司的备考营业收入从338,519.12万元增加到696,171.67万元，增加357,652.55万元，增幅为105.65%；净利润从64,810.02万元增加到213,163.20万元，增加148,353.18万元，增幅为228.90%。本次交易使公司资金实力、业务规模、营业收入和利润规模得到显著提升。

与此同时，本次交易将为中粮地产主营业务注入新的商业地产元素，释放住宅、商业板块整合的协同效应。中粮地产与大悦城地产将在融资、市场、人才、土地获取及品牌等方面深度融合，有利于激励机制的完善和运营效率的提升。融资方面，通过增大体量、增强信用，整合后的企业融资成本有望降低，财务管理也将更加优化；市场方面，整合后中粮地产将更加有效地分配住宅与商业地产的资源，市场地位及市场

份额也得到进一步提升；人才方面，双方将在保持公司治理独立性的基础上建立优秀人才的共享机制，实现人力资源的最优配置；土地获取方面，整合后的公司将拥有更多的话语权和灵活性，土地获取能力进一步增强，为业绩长期稳定增长奠定坚实基础；品牌方面，中粮地产将对“中粮地产”及“大悦城地产”品牌进行深度融合，共同扩大品牌的市场影响力，将整合后的公司打造成为中国综合性房地产的旗舰平台。

综上，本次交易标的资产作价兼顾了交易双方股东的利益，交易定价公平、合理。本次交易完成后上市公司将实现资产规模和盈利能力的大幅上升。因此，本次交易作价充分保护了公司股东特别是中小股东的利益。

二、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：

1、本次交易标的资产定价与市值差异主要体现控股权溢价及本次交易未在股价中得以反映的积极影响，差异位于近年标的公司市值波动范围及本次估值可比案例估值溢价率区间之内，属于合理范围之内，具有合理性；

2、本次交易标的资产作价兼顾了交易双方股东的利益，交易定价公平、合理。本次交易完成后上市公司将实现资产规模和盈利能力的大幅上升，充分保护了公司股东特别是中小股东的利益。

问题 25、申请文件显示：1）本次交易中，上市公司采用成本模式对投资性房地产进行后续计量，标的资产采用公允价值模式对投资性房地产进行后续计量。上市公司合并报表编制过程中将对标的资产财务报表进行调整，对投资性房地产以采用成本法进行后续计量的财务数据进行合并。2）因标的资产非明毅的全资子公司，使得报告期标的资产的财务数据与明毅模拟的财务数据在归属于母公司股东权益和归属于母公司股东的净利润两个项目上存在差异。3）标的资产按照2018年1月1日起执行的新金融工具准则和新收入准则要求，调整首次执行该准则当期期初留存收益及财务报表其他相关项目金额。请你公司：1）补充披露按成本模式计量2016年标的资产出现亏损的原因以及对标的资产持续经营能力的影响，本次交易完成后是否将对标的资产投资性房地产计量方式进行变更，如是，请说明具体变更安排、变更的合规性、对标的资产盈利能力和估值的影响；如否，请结合相关案例说明合并报表中相关数据与标的资产定期报告披露数据不同是否符合《企业会计准则》的规定。2）补充披露标的资产的财务数据与明毅模拟的财务数据数据差异的具体情况、计算过程、差异的原因及合规性。3）补充披露对标的资产投资性房地产按成本模式重述的调整过程、对具体明细科目的影响以及调整的合规性与准确性。4）结合相关投资性房地产公允价值获取方式、具体会计处理等，补充披露大悦城地产定期报告中投资性房地产公允价值变动的合理性。5）补充披露新金融工具准则和新收入准则对标的资产未来收入确认、净利润的具体影响，是否存在收入确认时点提前的情况。请独立财务顾问、会计师和估值机构核查并发表明确意见。

回复

一、补充披露按成本模式计量2016年标的资产出现亏损的原因以及对标的资产持续经营能力的影响，本次交易完成后是否将对标的资产投资性房地产计量方式进行变更，如是，请说明具体变更安排、变更的合规性、对标的资产盈利能力和估值的影响；如否，请结合相关案例说明合并报表中相关数据与标的资产定期报告披露数据不同是否符合《企业会计准则》的规定

（一）按成本模式计量2016年标的资产出现亏损的原因以及对标的资产持续经营能力的影响

1、标的资产2016年出现亏损原因

大悦城地产2016年度归属于母公司的净利润为-15,441.31万元，出现了亏损，其主要原因为2016年物业开发项目仅结算了上海静安大悦城·天悦壹号、龙溪悦墅以及海景壹号、成都大悦城-悦街/写字楼等项目，其结转收入金额较小，导致其营业毛利较小。相对而言，大悦城地产2016年度的期间费用和所得税费用等相对较高，2016年实现净利润4,881.09万元，扣除少数股东损益20,322.40万元（其中在少数股东损益中列报的永续债利息为24,816.84万元），归属于母公司股东的净利润出现亏损。

2、2016年亏损对标的资产持续经营能力的影响

2017年度和2018年度1-5月大悦城地产完成了上海静安大悦城·天悦壹号、龙溪悦墅、海景壹号、海南中粮·红塘悦海、杭州大悦城、天津大悦城等项目的结算，物业及土地开发收入较2016年度大幅度上升；投资物业租金收入较2016年度稳中有升，标的公司2017年度和2018年度1-5月盈利能力大幅度上升，归属于母公司股东的净利润分别达44,989.98万元、118,128.49万元。2018年下半年海南中粮·红塘悦海二期和上海静安大悦城·天悦壹号项目将结算，其净利润将持续上升。

综上所述，2016年标的公司因结转收入金额较小，期间费用等金额相对较高，导致其归属于母公司股东的净利润出现亏损，但2016年的亏损不会对持续经营能力造成影响。

（二）本次交易完成后标的资产投资性房地产计量方式是否变更

截至本反馈回复核查意见出具日，大悦城地产管理层暂无对投资性房地产计量方式进行变更的计划。

报告期内，中粮地产对投资性房地产采用成本模式进行后续计量，大悦城地产定期报告对投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量，根据《企业会计准则第33号——合并财务报表》（2014年修订）第二十七条：“子公司所采用的会计政策与母公司不一致的，应当按照母公司的会计政策对子公司财务报表进行必要的调整；或者要求子公司按照母公司的会计政策另行编报财务报表。”

本次交易完成后，大悦城地产将成为中粮地产控股子公司，在中粮地产编制合并财务报表过程中，将按照中粮地产的会计政策对大悦城地产的财务报表进行调整，即将大悦城地产账面的投资性房地产按照成本模式后续计量的数据进行合并，而大悦城地产定期报告仍按照原有会计政策进行披露，符合《企业会计准则》的相关规定。

万科置业海外有限公司（01036.HK）系一家于香港联交所上市的公司，为A股上市公司万科A（000002.SZ）的控股子公司。万科置业海外有限公司在香港联交所的定期报告中对投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量，而万科A在深交所公告的定期报告中对投资性房地产采用成本模式进行后续计量。该案例与中粮地产和大悦城地产对投资性房地产的会计处理一致，亦符合《企业会计准则》的相关规定。

二、补充披露标的资产的财务数据与明毅模拟的财务数据数据差异的具体情况、计算过程、差异的原因及合规性

（一）标的资产财务数据与明毅模拟财务数据差异的具体情况

因大悦城地产非明毅的全资子公司，因此标的资产的财务数据与明毅合并财务数据在归属于母公司股东权益和归属于母公司股东的净利润两个项目上存在差异，具体情况如下：

1、明毅母公司报告期内发生费用并产生负债

2017年8月，中粮香港以大悦城地产9,133,667,644股普通股按港币1,592,285.28万元向明毅注资，明毅需支付印花税1,377.65万元，该款项由中粮香港代为支付。2018年1-5月，明毅公司发生财务费用-29.21万元，管理费用0.08万元。上述业务和费用使得2017年、2018年1-5月大悦城地产的财务数据与明毅合并财务数据在净利润、负债总额、所有者权益总额三个项目上存在差异。

2、明毅对大悦城地产的持股权益

2017年8月，中粮香港向明毅注资完成后，明毅持有大悦城地产9,133,667,644股普通股股份，占大悦城地产已发行普通股股份总数的64.18%，占大悦城地产已发行普通股及可转换优先股合计股份数约59.59%。因得茂持有的可转换优先股除表决权及大悦城地产清算、清盘或解散时的分配权利外，与普通股享有同等权利。明毅编制模拟财务报表时按照约59.59%的持股比例分别计算明毅享有的大悦城地产归属于母公司股东权益、归属于母公司股东的净利润、归属于母公司股东的其他综合收益的税后净额。同时，因明毅与大悦城地产同属于中粮集团控制，且该控制并非暂时性的，因此明毅受让大悦城地产股权属于同一控制下企业合并，编制明毅合并财务报表时按照同一控制下企业合并处理。

（二）上述差异的具体计算过程

大悦城地产的财务数据与明毅合并财务数据差异及计算过程如下：

1、2018年5月31日/2018年度1-5月差异计算过程

单位：万元

项目	大悦城地产 财务数据	明毅母公司 财务数据	汇总	抵消金额	明毅合并财 务数据
资产总额	6,152,251.35	1,343,220.01	7,495,471.40	-1,343,220.01	6,152,251.35
负债总额	3,895,704.52	1,302.70	3,897,007.20	0.00	3,897,007.22
所有者权益	2,256,546.83	1,341,917.31	3,598,464.10	-1,343,220.01	2,255,244.13
归属于母公司股 东权益	1,397,150.15	1,341,917.31	2,739,067.50	-1,907,749.08	831,318.38
营业收入	358,992.47	0.00	358,992.50	0.00	358,992.47
净利润	148,436.93	29.19	148,466.10	0.00	148,466.12
归属于母公司股 东的净利润	118,128.49	29.19	118,157.68	-47,730.72	70,426.97

2、2017年12月31日/2017年度差异计算过程

单位：万元

项目	大悦城地产财 务数据	明毅母公司 财务数据	汇总	抵消金额	明毅合并财务 数据
资产总额	5,855,053.79	1,343,220.01	7,198,273.80	1,343,220.01	5,855,053.79
负债总额	3,761,587.95	1,331.90	3,762,919.85	0.00	3,762,919.85
所有者权益	2,093,465.84	1,341,888.12	3,435,353.96	1,343,220.01	2,092,133.94
归属于母公司股 东权益	1,261,403.06	1,341,888.12	2,603,291.18	1,852,899.44	750,391.73
营业收入	1,165,776.10	0.00	1,165,776.10	0.00	1,165,776.10
净利润	134,236.28	-1,378.58	132,857.70	0.00	132,857.70
归属于母公司股 东的净利润	44,989.98	-1,378.58	43,611.40	-18,178.53	25,432.87

3、2016年12月31日/2016年度差异计算过程

单位：万元

项目	大悦城地产 财务数据	明毅母公司财 务数据	汇总	抵消金额	明毅 合并财务数据
资产总额	5,620,144.54	0.00	5,620,144.54	0.00	5,620,144.54
负债总额	3,509,769.66	0.00	3,509,769.66	0.00	3,509,769.66

所有者权益	2,110,374.88	0.00	2,110,374.88	0.00	2,110,374.88
归属于母公司 股东权益	1,240,521.00	0.00	1,240,521.00	-501,241.88	739,279.12
营业收入	698,709.70	0.00	698,709.70	0.00	698,709.70
净利润	4,881.09	0.00	4,881.09	0.00	4,881.09
归属于母公司 股东的净利润	-15,441.31	0.00	-15,441.31	6,239.18	-9,202.13

注1：资产总额抵消金额为明毅母公司报表中对大悦城地产的长期股权投资金额；

注2：归属于母公司股东权益抵消金额=-大悦城地产归属于母公司股东权益金额×（1-明毅对大悦城地产的持股比例）-明毅母公司报表中对大悦城地产的长期股权投资金额。归属于母公司股东净利润的抵消金额=-大悦城地产归属于母公司股东的净利润金额×（1-明毅对大悦城地产的持股比例）；

注3：明毅对大悦城地产的持股比例为59.594245%。

（三）造成上述差异的原因及合规性

由于报告期内明毅母公司发生财务费用、管理费用，并产生一定负债，从而导致大悦城地产的财务数据与明毅合并财务数据在归属于母公司股东权益和归属于母公司股东净利润两个项目存在差异，该差异体现了明毅母公司及大悦城地产真实发生的经济业务，具有合规性。

三、补充披露对标的资产投资性房地产按成本模式重述的调整过程、对具体明细科目的影响以及调整的合规性与准确性

报告期内，大悦城地产按照香港会计准则出具定期报告时，其对投资性房地产按照公允价值模式进行后续计量的审定数，系在管理层报表投资性房地产的初始成本、累计摊销及减值准备的基础上根据各资产负债表日的公允价值进行调整所得。本次交易中，按照我国《企业会计准则》编制的大悦城地产审计报告中，投资性房地产按照成本模式进行后续计量的审定数，则直接在管理层报表中投资性房地产初始成本、累计摊销、减值准备数据基础上进行审计得出，并非按照香港会计准则出具的定期报告中的以公允价值模式计量的数据重述调整所得。

大悦城地产定期报告和本次交易中出具的审计报告因投资性房地产后续计量模式差异对投资性房地产、递延所得税负债、营业成本、公允价值变动收益、未分配利润等科目产生影响。

本次交易按照成本模式对投资性房地产进行后续计量编报的财务报表符合《企业会计准则》相关规定，具有合规性和准确性。

四、结合相关投资性房地产公允价值获取方式、具体会计处理等，补充披露大悦城地产定期报告中投资性房地产公允价值变动的合理性

（一）投资性房地产公允价值获取方式及具体会计处理

在香港联交所公告的定期报告中，针对投资性房地产标的公司执行《香港会计准则第40号投资物业》，并采用公允价值模式进行后续计量。标的公司聘请第三方独立评估机构对资产负债表日投资物业进行估值，并以此为基础确定投资性房地产公允价值。具体会计政策及处理如下：

1、投资物业乃持作赚取租金及/或资本增值之用的物业。投资物业初步以成本（包括任何直接应占支出）计量。首次确认后，投资物业采用公允价值模式按公允价值计量。投资物业公允价值变动所产生盈亏于产生期间计入损益。

2、日后作投资物业的在建物业分类为在建投资物业，首次按成本计量，其后采用公允价值模式按公允价值计量。倘公允价值无法可靠厘定，则在建投资物业将按成本减减值计量直至公允价值能确定或开发完成时为止，届时公允价值与原先账面值之间的差额于该期间于损益确认。

3、倘投资物业成为业主自用（以业主开始占用，或以业主自住为目的发展，或本集团以出售为目的开始发展投资物业为例），则重新分类为物业、厂房及设备或存货，其于转拨日期之公允价值，就会计目的而言为其成本。

4、根据香港会计准则第16号物业、厂房及设备，倘物业、厂房及设备某个项目因其用途改变（以业主终止占用为例）而成为投资物业，该项目于转拨日期之账面值与公允价值之任何差额在权益中确认为物业、厂房及设备之重估。

5、物业自存货转拨至投资物业，用途改变可由向另一方开始的经营租赁为证，于转拨日期该项目的公允价值与其账面值间的任何差额乃于损益确认。

（二）补充披露大悦城地产定期报告中投资性房地产公允价值变动的合理性。

大悦城地产定期报告中投资性房地产公允价值的确定由专业评估机构进行评估所

得。评估机构对投资性房地产公允价值的具体的评估方法及变动合理性如下：

1、已完工投资性房地产评估的基本思路

评估方法主要为收益法，对于持有出租物业，可以相对合理估计收入和取得市场租金数据的均采用收益法。对于以租金收入为主要收入的购物中心、写字楼、配套商业等以租户签订的合同收入为基数，并按照租户到期的时间估算续租或者换租后的合理收入。中国大陆境内地区的收益率按照城市、区域、物业业态、租户类型分别选取，即一线城市按照商业6.0%、办公5.0%-5.5%、公寓2.0%、车位3.5%-4.5%，二线城市按照商业5.5%-6.5%、车位4.0%-5.5%，三线城市按照商业6.5%、车位3.0%-4.0%。测算方法为对于合同期内收入按照合同金额折现测算、到期后按照市场租金水平折现测算。

2、未完工投资性房地产评估的基本思路

对于开工期较长、接近开业项目采用剩余法，即采用收益法估算物业完工后价值，在此基础上扣除未投金额。

3、评估过程中应考虑的其他因素

对于已开业项目的评估，受到自身经营表现与周边市场环境的影响，不同项目的累计增值率可能存在较大差异，需要综合考虑项目业态、城市级别、区域分布、开业时间、项目规模、收入水平等因素进行评估，主要因素与评估值存在的整体逻辑具体如下：

主要评估因素	与评估值变化的整体逻辑
城市级别与区域分布	城市级别越高，估值单价越高，一线城市高于二线城市和三线城市，京津冀、长江三角洲市区的平均估值单价高于其他区域
开业时间	随着开业时间的推延，估值单价基本呈现逐年递减的趋势
租金收入	除评估时点当年新开业项目在初次转入投资性房地产时会出现较大比例增值之外，复估项目的评估值会随租金收入的变动方向小幅波动，而评估值变动方向大体与租金水平的变动方向一致，但评估值的调整较收入变化存在一定滞后性

综上所述，评估机构在确定报告期各期末投资性房地产公允价值时，收益法并综合考虑影响公允价值的因素对估值的影响，符合公允价值计量估值技术一致性的要求和评估方法一贯性的原则，公允价值的确定及报告期的变动合理。

五、补充披露新金融工具准则和新收入准则对标的资产未来收入确认、净利润的具体影响，是否存在收入确认时点提前的情况

（一）会计政策变更的内容

财政部于2017年颁布了以下企业会计准则修订，具体包括：《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量（修订）》、《企业会计准则第23号——金融资产转移（修订）》、《企业会计准则第24号——套期会计（修订）》、《企业会计准则第37号——金融工具列报（修订）》（以上统称“新金融工具准则”）；《企业会计准则第14号——收入（修订）》（以下简称“新收入准则”）。大悦城地产自2018年1月1日起执行新金融工具准则和新收入准则。

（二）会计政策变更的主要影响

1、新金融工具准则

（1）新金融工具准则基本情况

新金融工具准则取代了财政部于2006年颁布的《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第23号——金融资产转移》和《企业会计准则第24号——套期会计》以及财政部于2014年修订的《企业会计准则第37号——金融工具列报》（统称“原金融工具准则”）。

新金融工具准则将金融资产划分为三个基本分类：①以摊余成本计量的金融资产；②以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产；及③以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。在新金融工具准则下，金融资产的分类是基于本公司管理金融资产的业务模式及该资产的合同现金流量特征而确定。新金融工具准则取消了原金融工具准则中规定的持有至到期投资、贷款和应收款项及可供出售金融资产三个分类类别。根据新金融工具准则，嵌入衍生工具不再从金融资产的主合同中分拆出来，而是将混合金融工具整体适用关于金融资产分类的相关规定。

（2）执行新金融工具准则对标的资产未来收入确认、净利润的具体影响

2018年1月1日，标的公司将原先列报在“可供出售金融资产”的项目指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，金额为509,674.01元。采用新金融工具准则对标的公司金融资产的会计政策影响较小。

新金融工具准则以“预期信用损失”模型替代了原金融工具准则中的“已发生损失”模型。“预期信用损失”模型要求持续评估金融资产的信用风险，因此在新金融工具准则下，标的公司信用损失的确认时点早于原金融工具准则。

“预期信用损失”模型适用于下列项目：以摊余成本计量的金融资产；合同资产；“预期信用损失”模型不适用于权益工具投资。

标的公司将根据原金融工具准则计量的2017年年末损失准备与根据新金融工具准则确定的2018年年初损失准备无重大差异。标的公司预计以“预期信用损失”模型替代原金融工具准则中的“已发生损失”模型对其未来净利润无重大影响。

2、新收入准则

（1）新收入准则的基本情况

新收入准则取代了财政部于2006年颁布的《企业会计准则第14号——收入》及《企业会计准则第15号——建造合同》(统称“原收入准则”)。

在原收入准则下，标的公司以风险报酬转移作为收入确认时点的判断标准。标的公司销售商品收入在同时满足下列条件时予以确认，即：商品所有权上的主要风险和报酬已转移给购货方，收入的金额及相关成本能够可靠计量，相关的经济利益很可能流入标的公司，标的公司既没有保留通常与所有权相联系的继续管理权，也没有对已售出的商品实施有效控制。提供劳务收入和建造合同收入按照资产负债表日的完工百分比法进行确认。

在新收入准则下，标的公司以控制权转移作为收入确认时点的判断标准：标的公司在履行了合同中的履约义务，即在客户取得相关商品或服务的控制权时，确认收入。

满足下列条件之一的，属于在某一时段内履行履约义务；否则，属于在某一时点履行履约义务：第一，客户在企业履约的同时即取得并消耗企业履约所带来的经济利益。第二，客户能够控制企业履约过程中在建的商品。第三，企业履约过程中所产出的商品具有不可替代用途，且该企业在整个合同期间内有权就累计至今已完成的履约部分收取款项。

（2）新收入准则对标的资产未来收入确认的影响

标的公司主营业务主要包括投资物业和物业开发，其中投资物业执行租赁准则，不适用新收入准则。标的公司的物业开发收入确认不满足在某一时段内履行履约义务条件，故标的公司物业开发业务按照某一时点履行履约义务并确认收入。基于目前物业开发项目现有合同条款约定，新收入准则与原收入准则比较，标的公司收入确认时点和条件未发生变化，故标的公司物业开发业务执行新收入准则对收入确认没有重大影响，不存在收入确认时点提前的情况。

（3）新收入准则对标的资产未来净利润的影响

标的资产执行新收入准则对销售佣金的核算产生影响。在原收入准则下，标的资产为获取合同而发生的销售佣金和类似成本于发生时计入费用；新收入准则明确企业为取得合同发生的增量成本预期能够收回的，应当作为合同取得成本确认为一项资产。标的资产计提的销售佣金属于取得合同发生的增量成本，且预期能够收回的，作为合同取得成本确认为其他流动资产，属于履约义务中已履行部分相关的支出，列入当期销售费用。执行新收入准则对公司2018年1-5月利润表影响如下：

单位：万元

报表项目	2018年1-5月原收入准则	2018年1-5月新收入准则	调整金额
销售费用	19,283.02	17,764.38	-1,518.64
所得税费用	37,768.24	37,647.77	-120.47
归属于母公司的净利润	116,489.37	118,128.49	1,639.11

从上表中可以看出，执行新收入准则对标的公司2018年1-5月归属于母公司的净利润影响金额1,639万元，占标的公司2018年1-5月归属于母公司的净利润的1.39%，其金额相对较小。故标的资产预计执行新收入准则对标的公司未来净利润影响金额较小。

综上所述，新金融工具准则和新收入准则预计对标的资产未来收入确认、净利润无重大影响，不存在收入确认时点提前的情况。

六、估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：

1、标的公司2016年因结转收入金额较小，期间费用等相对较高，导致其归属于母

公司股东的净利润出现亏损，但2016年的亏损不会对持续经营能力造成影响。截至本反馈回复核查意见出具日，大悦城地产管理层暂无对投资性房地产计量方式进行变更的计划。本次交易中，标的公司合并报表中相关数据与其在香港公开市场的定期报告披露数据不同符合《企业会计准则》的规定；

2、标的公司与其母公司明毅公司模拟财务数据的差异体现了真实发生的经济业务，具有合规性；

3、本次交易按照成本模式对投资性房地产进行后续计量编报的财务报表符合《企业会计准则》相关规定，具有合规性和准确性；

4、根据第一太平戴维斯估值及专业顾问有限公司及北京第一太平戴维斯房地产与土地评估有限公司出具的《关于对大悦城地产有限公司公司委托的第一太平戴维斯估值及专业顾问有限公司2016年度及2017年度投资性物业估值的相关说明》和深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司北京分公司出具的《大悦城地产有限公司投资性房地产公允价值变动的合理性说明》，未发现标的公司在香港公开市场的定期报告中投资性房地产公允价值变动不具有合理性；

5、执行新金融工具准则和新收入准则对标的公司未来收入与净利润均影响较小，且不存在收入确认时点提前的情况。

（本页无正文，为《安永（中国）企业咨询有限公司关于《中国证监会行政许可项目
审查一次反馈意见通知书》[181119]号的回复》之签章页）

安永（中国）企业咨询有限公司

2018 年 10 月 8 日