

关于深圳证券交易所公司管理部
《关于对江门甘蔗化工厂(集团)股份有限公司的关注函》
(公司部关注函〔2019〕第155号)

有关资产评估相关问题的回复

深圳证券交易所公司管理部：

根据贵所于2019年12月29日发出的关于对江门甘蔗化工厂(集团)股份有限公司的关注函》(公司部关注函〔2019〕第155号)(以下简称关注函)奉悉。按照关注函的要求,江门甘蔗化工厂(集团)股份有限公司管理层研究后,已对相关事项进行核实,本公司(广东中广信资产评估有限公司)承办资产评估师就所涉及事项进行了认真研究和奉悉,现就资产评估相关问题出具专项意见,具体内容如下:

关注函问题3

据披露,截至评估基准日2018年9月30日,生物中心净资产账面值为1,358.31万元,采用资产基础法评估的评估价值为13,490.89万元,评估增值12,132.58万元,增值率893.21%,所转让的45%股权对应的评估价值为6,070.90万元。生物中心位于江门市江海三路135号的工业用地,所在位置落在《江门市城市总体规划(2011-2020)》确定的“住宅及商业金融用地”范围内,你公司遂据此推测该土地未来有可能纳入江门市“三旧”改,并在评估时将该土地使用权所在区域纳入“三旧”改的时间确定为未来2年左右,将土地用途转变的可能性确定为50%。基于前述假设,该土地使用权账面价值为2202.62万元,评估价值为12,793.23万元,评估增值10590.61万元,增值率480.82%。请你公司就以下事项进行说明:

(1)你公司于12月25日披露称,由于政府规划调整,上述土地所在区域列入“三旧”改造的面积有所减少;由于北街电厂原主要供应蒸汽的两大重点化工企业异地搬迁计划至今无法落实,上述土地所在区域的“三旧”改造时间无法确定。请你公司说明前述情况在你公司2019年9月出售生物中心股权时是否已经发生,如是,请你公司说明彼时仍坚持对土地纳入“三旧”改造的时间和概率作出上述假设的原因及合理性。

(2)请你公司说明上述土地使用权的评估过程、关键参数或可比案例及其选取的合理性。

(3) 请你公司说明在上述评估增值率为 893.21%、所转让股权对应评估值为 6,070.90 万元的基础上, 双方进一步将交易价格提高至 9,450 万元的原因及合理性。

(4) 请你公司本次交易的评估机构对其评估过程和评估结果进行复核并发表明确意见。

回复:

1、说明生物中心评估过程中土地使用权的评估过程、关键参数或可比案例及其选取的合理性。

评估师回复:

(1) 评估过程:

①评估思路: 生物中心股权评估溢价的主要原因是其持有位于江门市江海三路 135 号的工业用地, 证载法定用途为工业用地, 根据《资产评估执业准则-不动产》、《房地产估价规范》, “当不动产存在多种利用方式时, 应当在合法的前提下, 结合经济行为、评估目的、价值类型等情况, 选择和使用最优利用方式进行评估”, 对该宗地我们按照其法定用途, 采用市场比较法计算了其工业用地性质下的市场价值。

但由于宗地所处地理为江门市中心城区, 地块基本呈带状沿西江分布, 具有很好的江景资源, 按照其现状, 其最优利用方式已不再是工业用地, 按照《江门市城市总体规划(2011-2020)》, 该地块规划为住宅及商业金融用地, 依该城市发展规划, 以及向委托方及被评估单位调查了解, 该地块在未来纳入江门市“三旧”改具备较大的可能性。综上所述, 本次评估该土地最优利用方式考虑, 预计该土地使用权所在区域 2 年左右将会纳入“三旧”改造, 结合委托方“三旧”改造案例, 土地从纳入“三旧”改到挂牌出让的时间间隔约为 4 年, 故设定本次评估土地使用权用地性质为商业、住宅用地, 从基准日到挂牌出让时间间隔为 6 年。通过折现确定被评估土地商住用地价值, 扣除需要缴纳的土地出让金, 并扣除地上建筑物评估价值, 最终确认土地使用权商业、住宅用地价值。

由于该宗土地在本次评估基准日的最优利用方式并不符合现有法律规定, 因此, 本次评估按其法定用途进行评估, 并提请报告使用者注意, 该宗土地未来存在纳入“三旧”改、按照最优利用方式转变用途的可能, 并以此为基础, 在评估基准日诸多不确定因素下, 以不动产具体情况进行合理假设, 计算出相应的结果, 并在报告中予以披露。

②评估方法:

A、确定土地使用权在住宅及商业用地性质下的市场价值：采用市场比较法计算土地使用权价值，市场比较法是在求取一宗待估土地的价格时，根据替代原则，将待估土地与较近期内已经发生了交易的类似土地实例加以比较对照，并依据后者已知的价格，参照该土地的交易情况、期日、区域以及个别因素等差异进行修正得到待估土地价格，其计算公式为：

待估土地使用权价格=可比案例价格×土地用途修正系数×交易情况修正系数×交易日期修正系数×容积率修正系数×土地使用期限修正系数×区域因素修正系数×个别因素修正系数

具体过程如下：

(1) 可比案例选择

根据江门市市公共资源交易中心土地与矿业权网上挂牌交易系统上公布的近年江门市商住用地的交易案例，详细情况如下：

<p>地块位置：江海区东海路与明泰二路交界西北侧；总用地面积 15045.1 平方米；土地用途：住宅用地；出让年限：居住份额用地 70 年，商业用地 40 年；供地方式：挂牌出让，竞得人：广州市弘懿房地产开发有限公司（暂定名）；容积率：1.0-2.5；计算容积率总建筑面积：15046-37615 平方米；建筑密度≤22%，塔楼密度≤15%，绿地率≥30%；成交价：19654 万元；则计容可售楼面地价 5225 元/平方米；成交日期：2018 年 1 月 23 日。</p>
<p>地块位置：蓬江区江沙路和华盛路交汇处东北侧；总用地面积 57035.61 平方米；土地用途：商服及住宅用地；出让年限：居住份额用地 70 年，商业用地 40 年；供地方式：挂牌出让，竞得人：深圳市润投咨询有限公司；容积率：1.0-2.75；计算容积率总建筑面积：57045 平方米-156874 平方米，其中商业商务建筑面积≤31375 平方米；建筑密度≤25%，塔楼密度≤15%；绿地率≥30%；建筑高度控制≤150 米；成交价：102554 万元；则计容可售楼面地价 6538 元/平方米；成交日期：2018 年 6 月 13 日。</p>
<p>地块位置：江门市高新区南山路与云沁路交叉口东南侧地块；总用地面积 69005.46 平方米；土地用途：商服及住宅用地；出让年限：居住份额用地 70 年，商业用地 40 年；供地方式：挂牌出让，竞得人：江门孔雀城房地产开发有限公司；69028-172570 平方米，其中商业服务业建筑面积≤34514 平方米（商业服务业建筑面积占总计容建筑面积的比例不大于 20%），建筑密度≤30%，塔楼密度≤15%；绿地率≥30%。；成交价：82799 万元和配建住宅建筑面积 6400 平方米；另考虑配建用房的配建成本，本次设定为 2400 元/平方米，则配建成本共 15360000 元，则最终楼面地价 4800 元/平方米+92 元/平方米=4885 元/平方米，则计容可售楼面地价 4892 元/平方米；成交日期：2017 年 9 月 6 日。</p>

上述案例整理如下表：

比较实例	可比案例 1	可比案例 2	可比案例 3
项目位置	江海区东海路与明泰二路交界西北侧	蓬江区江沙路和华盛路交汇处东北侧	江门市高新区南山路与云沁路交叉口东南侧地块
交易情况	挂牌出让	挂牌出让	挂牌出让
成交日期	2018 年 1 月 23 日	2018 年 6 月 13 日	2017 年 9 月 6 日

比较实例	可比案例 1	可比案例 2	可比案例 3
楼面地价 ^注 (元/平方米)	5,225.00	6,538.00	4,892.00
容积率	≤2.5	≤2.75	≤2.5
建筑面积(平方米)	37,612.75	156,847.93	172,513.65
土地用途	住宅用地	商服及住宅用地	商服及住宅用地
土地使用剩余年限	70 年	70 年	70 年
地块交地标准	五通一平(给水、排水、供电、 通讯、通路、土地平整)	五通一平(给水、排水、供电、 通讯、通路、土地平整)	五通一平(给水、排水、供电、 通讯、通路、土地平整)
竞得单位	广州市弘懿房地产开发有限公司 (暂定名)	深圳市润投咨询有限公司	江门孔雀城房地产开发有限公司

(2) 可比案例与估价对象因数对比分析

比较实例	江海区东海路与明泰 二路交界西北侧	蓬江区江沙路和华盛 路交汇处东北侧	江门市高新区南山 路与云沁路交叉口 东南侧地块	生物中心土地	
用途	住宅用地	商服及住宅用地	商服及住宅用地	商服及住宅用地	
交易日期	2018 年 1 月 23 日	2018 年 6 月 13 日	2017 年 9 月 6 日	2018 年 8 月 31 日	
楼面单价(元/平 方米)	5,225.00	6,538.00	4,892.00	—	
价格类型	挂牌成交价	挂牌成交价	挂牌成交价	市场价值	
剩余使用年限	70 年	70 年	70 年	70	
区域 因素	商服繁华 度	周边现状以工业区为 主, 临近居住区, 居住 氛围一般, 商服繁华度 一般	周边为农田, 居住氛围 一般, 商服繁华度较好	周边现状以居住小 区为主, 居住氛围一 般, 商服繁华度一般 繁华程度为一般	
	对外交通 便捷度	临华安路, 有 31 路;k18 路经过, 交通便捷度较 便捷	临华盛路, 有 36 路;56 路经过, 交通较便捷	临南山路及云沁路, 无公交车经过, 交通 便捷度较一般	
	环境条件	周边规划以工业区、新 兴商住区为主, 近水 域, 环境条件较好	周边规划以商住区为 主, 环境条件较好	周边规划以居住小 区、新兴商住区为 主, 环境条件一般	周边现为工业区, 环 境条件一般
	公共设施 配套完备 程度	区域内有石滘幼儿园、 石滘文化广场等, 主要 为工业区生活配套, 配 套设施一般	区域内有村镇生活配 套, 配套设施一般	区域内有村镇生活 配套, 配套设施一般	区域内以村镇配套为 主, 配套设施一般
	规划限制 程度	无	无	无	无
个 别 因 素	宗地地质 及自然条 件	承载力一般, 能满足工 程建设需要	承载力一般, 能满足工 程建设需要	承载力一般, 能满足 工程建设需要	
	宗地利用	五通一平	五通一平	五通一平	

比较实例 因素说明	江海区东海路与明泰 二路交界西北侧	蓬江区江沙路和华盛 路交汇处东北侧	江门市高新区南山 路与云沁路交叉口 东南侧地块	生物中心土地
状况				
宗地地形	地势平坦	地势平坦	地势平坦	地势平坦
宗地形状	较规则多边形	规则多边形	较规则多边形	较规则多边形
宗地临路 交通状况	两边临路	两边临路	两边临路	一边临路
宗地面积	15,045.10	57,035.61	69,005.46	136,020.20
容积率	2.50	2.75	2.50	2.30

(3) 因数系数分析

①土地用途

估价对象土地用途为商住用地，与可比案例的土地用途为商服及住宅用地不同，但参照可比案例与估价对象的具体规划条件，均可规划不超过 10% 的商服物业，即在规划上无明显差别。故无需进行土地用途修正，其修正系数均为 100%。

②交易类型

交易类型一般包括出让、转让、作价出资、抵债、抵押、清算、课税等，本次估价的价格内涵为正常市场条件下的国有出让土地使用权市场价值，可比案例 1、2、3 交易类型均为公开挂牌出让，成交价格基本能反映当地地价水平，属正常市场交易，交易情况修正不予考虑，其修正系数均为 100%。

③交易日期修正

可比案例成交日期 2017 年 9 月至 2018 年 6 月之间，与估价期日相距约半年。根据江门市地价指数进行交易日期修正。

江门市地价指数情况一览表

住宅	2018/1/1	2018/8/24
一级	175.8	178.1
二级	174.7	178.9
三级	175.2	177.8
四级	125.2	128
五级	112.1	112.1

江门市住宅用地地价指数平均增长率为 1%，故交易日期修正系数为 99%

④容积率

本次估价设定容积率为 2.3。与可比案例容积率不一致，故需进行容积率修正。可比案例与估价对象可分别参照江门市 2017 年城镇国有土地基准地价住宅用地修正体系中容积率修正系数表进行修正。

江门市住宅用地容积率修正系数表

容积率	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8
修正系数	1.0100	1.0049	1.0000	0.9953	0.9909	0.9866

⑤土地使用期限

根据委托方要求按照“三旧”改造后商住地评估，则土地使用权年限为70年，与可比案例剩余使用年限均为最高出让年限70年一致，不需进行使用年限修正。按以下有限年期地价修正公式：

$$K = [1 - 1 / (1 + r)^n] / [1 - 1 / (1 + r)^m]$$

式中：

K—使用年限修正系数

r—土地还原率（r 运用安全利率加风险利率调整值法确定土地还原利率，即还原利率=安全利率+风险调整值。安全利率按估价期日时中国银行公布的一年期定期存款利率 1.50%。根据估价人员查找到资料分析，商住用地投资风险因素调整值约为 3%~6%之间，结合估价对象所在区域的社会经济发展和土地市场等状况确定估价对象的风险因素调整值为 4.50%。土地还原利率=安全利率+风险调整值=1.50%+4.50%=6.00%

n—各可比案例的剩余使用年期（年）

m—估价对象的剩余使用年期（年）

根据上述公式得：

$$K = [1 - 1 / (1 + 6.00\%)^{70}] / [1 - 1 / (1 + 6.00\%)^{70}] = 1.0000;$$

则容积率及年期修正后的比准价格分别为：

$$\text{比准价格 1} = 5,225.00 \times (1.010 / 1.0000) \times 1.0000 = 5,277.00 \text{ (元/平方米);}$$

$$\text{比准价格 2} = 6,538.00 \times (1.010 / 0.9866) \times 1.0000 = 6,693.00 \text{ (元/平方米);}$$

$$\text{比准价格 3} = 4,892.00 \times (1.010 / 1.0000) \times 1.0000 = 4,941.00 \text{ (元/平方米);}$$

⑥区域因素

指土地所在区域的自然、社会与经济条件。这些条件相互结合所产生的地区特性，对地区的地产价格水平有决定性的影响。各个规划的区片之间存在差异，具体差异因素有商服繁华度、对外交通便捷度、区域环境质量、公共设施配套完备程度、规划限制程度等，这些因素可能对估价对象的市场价格产生影响，故区域因素为重要影响因素，其各项因子须进行修正。

A、商服繁华度：分为好、较好、一般、较差、差五个等级，以估价对象为基准，相差一个等级，结合实际情况地价相应修正±5%。

B、对外交通便捷度：分为便捷（临主干道）、较便捷（临次干道）、一般（临支路）、较不便捷（不临路）、不便捷（距支路较远）五个等级，以估价对象为基准，相差一个等级，结合实际情况地价相应修正±2%。

C、区域环境质量：分为好、较好、一般、较差、差五个等级，以估价对象为基准，相差一个等级，结合实际情况地价相应修正±5%。

D、公共设施配套完备程度：分为完备、较完备、一般、较不完备、不完备五个等级，以估价对象为基准，相差一个等级，结合实际情况地价相应修正±5%。

E、规划限制程度：根据实际规划限制程度分为大、较大、一般、较小、小五个等级，以估价对象为基准，相差一个等级，结合实际情况地价相应修正±5%。

⑦个别因素

个别因素是指估价对象本身的条件和特征，是决定同一区域内地价差异的重要原因。根据《城镇土地估价规程》，一般的个别因素包括宗地可使用年限（已单独修正）、宗地交易情况（已单独修正）、容积率（已单独修正）、宗地基础设施、宗地形状、宗地临路交通状况、地质条件、宗地面积等因素。宗地个别因素对市场价格影响较大，估价对象的相关规划指标与可比案例的规划技术指标存在差异，故须进行修正。

A、地形地势：分为好、较好、一般、较差、差五个等级，以估价对象为基准，相差一个等级，结合实际情况地价相应修正±5%。

B、宗地形状：根据宗地形状分为不规则、较规则、规则三个等级，以估价对象为基准，相差一个等级，结合实际情况地价相应修正±5%。

C、宗地临路交通状况：根据宗地形状分为临路情况好、临路情况较好、临路情况一般、临路情况较差、临路情况差五个等级，以估价对象为基准，相差一个等级，结合实际情况地价相应修正±5%。

D、宗地面积：根据商住用地的特性，其大面积较小面积更利于开发建设，估价对象整宗地面积较大，利于开发建设，可比案例与其面积差异各不相同，以估价对象为基准，结合实际情况可比案例地价相应修正±5%。

(4) 编制比较因素条件指数表

比较实例 因素说明	江海区东海路与明泰 二路交界西北侧	蓬江区江沙路和华 盛路交汇处东北侧	江门市高新区南山 路与云沁路交叉口 东南侧地块	生物中心土地
楼面单价(元/平方米)	5,277.00	6,693.00	4,941.00	--
用途	100	100	100	100

比较实例		江海区东海路与明泰二路交界西北侧	蓬江区江沙路和华盛路交汇处东北侧	江门市高新区南山路与云沁路交叉口东南侧地块	生物中心土地
因素说明					
交易日期		99.00	99.00	99.00	100
价格类型		100	100	100	100
区域因素	小计	105	105	95	100
	商服繁华度	100	100	100	100
	交通便捷度	100	100	95	100
	环境条件	105	105	100	100
	公共设施配套完备程度	100	100	100	100
	规划限制程度	100	100	100	100
个别因素	小计	100	120	110	100
	宗地地质条件	100	100	100	100
	宗地利用状况	100	100	100	100
	宗地地形	100	105	100	100
	宗地形状	100	105	100	100
	宗地临路交通状况	105	105	105	100
	宗地面积	95	105	105	100

(5) 编制比较因素修正系数表

比较实例内容	江海区东海路与明泰二路交界西北侧	蓬江区江沙路和华盛路交汇处东北侧	江门市高新区南山路与云沁路交叉口东南侧地块	生物中心土地
楼面单价(元/平方米)	5277	6693	4941	
用途	100	100	100	100
交易日期	99	99	99	100
价格类型	100	100	100	100
区域因素	105	105	95	100
个别因素	100	120	110	100
批准价格	5,080.00	5,370.00	4,780.00	

(6) 确定楼面地价

因可比案例与估价对象差异程度相当，故采用简单算术平均法来确定评估单价，则：

$$\text{楼面地价} = (5,080.00 + 5,370.00 + 4,780.00) \div 3 = 5,080.00 \text{ 元/平方米 (取整至十位)}$$

B、确定折现率：由于假设本次评估对象所在区域2年左右将会纳入“三旧”改造，并从纳入“三旧”改到以商住地完成挂牌出让时间间隔为4年，故需对评估单价进行折现，折现期为6年，折现率根据房地产企业上市公司净资产收益率以及本项目的特定风险调整系数确定。

具体如下：

根据 Wind 数据，确定多家知名房地产企业公司最新公布的净资产收益率为 10.96%(详见下表)

证券代码	证券简称	净资产收益率(TTM) [报告期] 2015 年报 [单位] %	净资产收益率 (TTM)[报告期] 2016 年报[单位] %	净资产收益率 (TTM)[报告期] 2017 年报[单位] %	
600823.SH	世茂股份	10.5111	10.6987	10.2324	
600638.SH	新黄浦	6.2683	2.8008	15.3222	
000537.SZ	广宇发展	7.2922	15.0287	22.4854	
600383.SH	金地集团	9.5252	16.8322	16.7861	
000011.SZ	深物业 A	7.4679	14.7217	21.3220	
600048.SH	保利地产	17.2639	13.9172	14.6064	
000002.SZ	万科 A	18.0862	18.5311	21.1432	
000014.SZ	沙河股份	7.4067	3.8843	1.0300	
000006.SZ	深振业 A	9.4866	15.5556	14.4696	
002146.SZ	荣盛发展	11.7671	17.5281	20.9405	
600376.SH	首开股份	9.4510	6.8504	7.9411	
000517.SZ	荣安地产	2.8501	4.0508	12.8427	
600208.SH	新潮中宝	4.8115	20.0954	10.3142	
000732.SZ	泰禾集团	9.8557	11.9967	13.1892	
000042.SZ	中洲控股	7.1446	4.4270	9.5974	
000671.SZ	阳光城	11.8041	9.3166	10.7674	
000031.SZ	中粮地产	12.0733	12.2223	14.2573	
600393.SH	粤泰股份	6.2966	2.9951	19.8118	
000656.SZ	金科股份	9.8565	6.9741	10.1401	
600173.SH	卧龙地产	3.7050	4.8209	16.3843	
600533.SH	栖霞建设	4.6550	4.9680	1.4226	
算术平均		8.9323	10.3912	13.5717	10.9651

则税前净资产收益率=10.9651%/（1-25%）=14.62%

由于本次评估的对象为“三旧”改造完成后的土地使用权，“三旧”政策未正式出台，项目的开发存在不确定性，故项目特有风险确定为 1%，则折现率为 14.62%+1%=15.62%。

楼面地价= 5,080.00×（1+15.62%）⁻⁶=2,127.00（元/平方米）

由于“三旧”改造尚未确定，无法获取宗地地块“三旧”改造后的规划指标，故本次评估根据江门地区近期成交地块规划条件以及《江门市区城乡规划技术管理规定（试行）》等资料，对本次评估的宗地规划条件进行合理的设定。设定宗地容积率≤2.3，建筑密度为≤22%，绿地率≥35%，用途为商服用地、城镇住宅用地。估价对象主要规划指标设定如下：

①地块位置：江海区江海三路 135 号；

②用地面积：根据委托方提供的资料显示宗地总用地面积为 132,823.20 平方米

③用地性质：商服用地、城镇住宅用地；

④最新规划技术经济指标：本次评估根据江门地区近期成交地块规划条件以及《江门市区城乡规划技术管理规定（试行）》等资料，对本次评估的宗地规划条件进行合理的设定。本次根据最有效利用原则，设定宗地容积率 2.3，建筑密度为 22%，绿地率 35%。

⑤根据三旧改造政策，续建不低于项目用地总面积的 15%无偿移交政府。

计容建筑面积=总用地面积×（1-15%）×容积率

= 132,823.20 ×（1-15%）×2.3= 259,669（平方米），其他面积如下：

总用地面积	132,823.20	备注
可建设用地面积	112,899.72	根据三旧改造政策，续建不低于项目用地总面积的 15%无偿移交政府
建筑密度	22%	
基底面积	24,838.00	
容积率	2.3	
绿地率	35%	
计容建筑面积	259,669	
商业	21,112	设定首层为商业及公建配套，其中商业占首层面积 85%，公建配套占首层面积 15%
住宅	234,831	
公建配套设施	3,726	

未扣土地出让金土地总价款估值=楼面地价×计容建筑面积

= 2,127.00×259,669.00

= 552,316,000.00 元

C、确定补交土地出让金：根据江门市“三旧”改造文件，将旧厂房用地改造为住宅或商业住宅混合用地，通过公开出让确定改造主体的项目，原土地使用权人可获得以下土地或地上物的货币补偿：①公开出让项目规定容积率 2.0 以下（含）部分，相应成交额的 60%拨付给原土地使用权人；②公开出让项目核定规划容积率 2.0-2.5（含）部分，相应成交额的 40%拨付给原土地使用权人。

D、确定地上建筑物价值：由于宗地作为“三旧”改造，其地上建筑物需拆除，故需扣除地上建筑物的价值，地上建筑物的评估值通过重置成本法计算得出。

E、结论确定：评估总价=市场价值-补交土地出让金-上盖建筑物评估值

F、最终估值单价确定

委评土地使用权证载用途（法定）为工业用地，但由于其地理位置特殊，按照《江门市城市总体规划（2011-2020）》，该地块规划为住宅及商业金融用地，根据向委托方及被评估单位调查了解，该地块未来纳入“三旧”改造的可能性较大，但由于尚无具体政府文件确定，在评估基准日条件下，各种不确定因素很大。本次以不动产具体情况进行合理假设，综合考虑其可能性，通过市场比较法计算土地使用权工业用途价格、商住用地价格，两者取权重确定本次估值土地使用权的最终价值。经综合考虑工业用地价值权重取 50%，商住用地价值权重取 50%。由此，提请报告使用人考虑此事项对评估结果的影响。

（2）关键参数或可比案例及其选取的合理性

回复：①土地市场价值参数选取的合理性：对于土地在住宅及商业用地性质下市场价值，按照《城镇土地估价规程》的规定和运用的条件，采用市场比较法评估其市场价值。具体公式为：待估土地使用权价格=可比案例价格×土地用途修正系数×交易情况修正系数×交易日期修正系数×容积率修正系数×土地使用期限修正系数×区域因素修正系数×个别因素修正系数。

评估机构选择了同一土地供需圈，土地级别相同，用途相同，区域及个别条件相似，交易时间接近的土地成交案例。对待选实例进行剔除后，评估人员选择了三个交易实例作为比较实例，根据评估对象与比较实例的差异情况，评估人员按照评估规范要求，对涉及的交易情况、交易期日、区域因素、个别因素、容积率、使用年期进行了修正，修正后计算确定楼面单价。

②折现率选取的合理性：折现率根据房地产企业上市公司净资产收益率以及本项目的特定风险调整系数确定。

根据 Wind 数据，确定多家知名房地产企业公司最新公布的净资产收益率为 10.96%（详见下表）

证券代码	证券简称	净资产收益率(TTM) [报告期] 2015 年报 [单位] %	净资产收益率 (TTM)[报告期] 2016 年报[单位] %	净资产收益率 (TTM)[报告期] 2017 年报[单位] %	
600823.SH	世茂股份	10.5111	10.6987	10.2324	
600638.SH	新黄浦	6.2683	2.8008	15.3222	
000537.SZ	广宇发展	7.2922	15.0287	22.4854	
600383.SH	金地集团	9.5252	16.8322	16.7861	
000011.SZ	深物业 A	7.4679	14.7217	21.3220	

600048.SH	保利地产	17.2639	13.9172	14.6064	
000002.SZ	万科 A	18.0862	18.5311	21.1432	
000014.SZ	沙河股份	7.4067	3.8843	1.0300	
000006.SZ	深振业 A	9.4866	15.5556	14.4696	
002146.SZ	荣盛发展	11.7671	17.5281	20.9405	
600376.SH	首开股份	9.4510	6.8504	7.9411	
000517.SZ	荣安地产	2.8501	4.0508	12.8427	
600208.SH	新湖中宝	4.8115	20.0954	10.3142	
000732.SZ	泰禾集团	9.8557	11.9967	13.1892	
000042.SZ	中洲控股	7.1446	4.4270	9.5974	
000671.SZ	阳光城	11.8041	9.3166	10.7674	
000031.SZ	中粮地产	12.0733	12.2223	14.2573	
600393.SH	粤泰股份	6.2966	2.9951	19.8118	
000656.SZ	金科股份	9.8565	6.9741	10.1401	
600173.SH	卧龙地产	3.7050	4.8209	16.3843	
600533.SH	栖霞建设	4.6550	4.9680	1.4226	
算术平均		8.9323	10.3912	13.5717	10.9651

则税前净资产收益率=10.9651%/（1-25%）=14.62%

由于本次评估的对象为“三旧”改造完成后的土地使用权，“三旧”政策未正式出台，项目的开发存在不确定性，故项目特有风险确定为 1%，则折现率为 14.62%+1%=15.62%。

③补交土地出让金的合理性：根据江门市“三旧”改造文件，将旧厂房用地改造为住宅或商业住宅混合用地，通过公开出让确定改造主体的项目，原土地使用权人可获得以下土地或地上物的货币补偿：①公开出让项目规定容积率 2.0 以下（含）部分，相应成交额的 60%拨付给原土地使用权人；②公开出让项目核定规划容积率 2.0-2.5（含）部分，相应成交额的 40%拨付给原土地使用权人。其依据相关补交土地出让金文件确定。

2、请评估机构对评估过程和评估结果进行复核并发表明确意见。

评估机构回复：

我们结合项目具体情况、所在区域房地产市场价格、可比交易情况，针对本次评估的方法、假设条件、评估主要过程、关键评估参数进行了核查，具体情况如下：

①本次评估采用的评估方法、评估主要过程符合资产评估准则相关规定，也符合资产评估行业相关惯例；

②关键评估参数的核查

A、初始土地价值的确认：本次评估采用市场比较法确定最优利用的土地使用权市场价值，评估中选取了同一土地供需圈，土地级别相同，用途相同，区域及个别条件相似，交易时间接近的三宗土地作为案例，参照该土地的交易情况、期日、区域以及个别

因素等差异进行修正确定待估宗地价值。

B、以宗地最优利用方式考虑下，宗地改变用地性质需耗费数年时间，参照当地类似案例，本次假设评估对象所在区域 2 年左右将会纳入“三旧”改造，并从纳入“三旧”改造到以商住地完成挂牌出让时间间隔为 4 年，故需对评估单价进行折现，折现率根据房地产企业上市公司净资产收益率以及本项目的特定风险调整系数确定。

C、补交土地出让金：根据“三旧”改造文件，将旧厂房用地改造为住宅或商业住宅混合用地，通过公开出让确定改造主体的项目，原土地使用权人可获得以下土地或地上物的货币补偿：①公开出让项目规定容积率 2.0 以下（含）部分，相应成交额的 60% 拨付给原土地使用权人；②公开出让项目核定规划容积率 2.0-2.5（含）部分，相应成交额的 40% 拨付给原土地使用权人。

D、最终结果确定：委评土地使用权证载用途（法定）为工业用地，但由于其地理位置特殊，其最优利用方式已不再是工业用地，按照《江门市城市总体规划（2011-2020）》，该地块规划为住宅及商业金融用地，根据向委托方及被评估单位调查了解，该地块未来纳入“三旧”改造的可能性较大，但由于尚无具体政府文件确定，在评估基准日条件下，各种不确定因素很大。本次以不动产具体情况进行合理假设，综合考虑其可能性，通过市场比较法计算土地使用权工业用途价格、商住用地价格，两者取权重确定本次估值土地使用权的最终价值。经综合考虑工业用地价值权重取 50%，商住用地价值权重取 50%。由此，提请报告使用人考虑此事项对评估结果的影响。

③评估结果合理性分析

土地使用权初始价值的确认是根据选用周边近期成交的类似土地的价格，通过市场比较法确定，其评估价值是根据评估基准日的市场价格测算得出；折现率的确定根据房地产企业上市公司净资产收益率以及本项目的特定风险调整系数确定；补交土地出让金根据江门市相关文件确定；最终结论根据该地块未来纳入“三旧”改的可能性较大，但由于具体政府文件尚未确定，本次综合考虑其可能性，通过市场比较法计算土地使用权工业用途价格、商住用地价格，两者取权重确定最终价值，提请报告使用人考虑此事项对评估结果的影响。相关参数取值合理，我们认为评估结果是合理的。

经核查，我们认为本次评估的关键参数主要系周边近期成交的类似土地的价格确定，且折现率、补交土地出让金等参数取值合理，评估方法、评估过程符合评估准则及行业惯例，本次评估结论是公允和合理的。

(本页为签字盖章页，无正文)


广东中广信资产评估有限公司
2019年12月31日