

厦门市大学资产评估土地房地产估价有限
责任公司

关于

上海证券交易所

关于对茂业商业股份有限公司

2019 年年度报告的信息披露监管问询函

(上证公函[2020]0339 号)

之

专项说明



厦门市大学资产评估土地房地产估价有限责任公司

Xiamen Academic Practice Valuer Co., Ltd.

二〇二〇年四月

关于茂业商业股份有限公司 2019 年年度报告

问询函的专项说明

上海证券交易所：

贵所于 2020 年 4 月 10 日向茂业商业股份有限公司（以下简称“茂业商业”或“公司”）下发了《关于对茂业商业股份有限公司 2019 年年度报告的信息披露监管问询函》（上证公函【2020】0339 号,以下简称“问询函”），本公司作为茂业商业的评估服务机构，现就问询函中要求评估师发表意见的事项进行说明，具体回复如下

问题（3）对标的公司股东权益进行减值测试的具体步骤和详细计算过程，具体指标选取情况、选取依据及合理性，包括营业收入、收入增长率、毛利率、费用率、净利率、折现率等重点指标的来源及合理性，结合标的公司连续三年未完成业绩承诺以及 2019 年业绩大幅下滑的情形，说明权益评估值是否公允，减值测试结果是否合理。

回复：

一、对标的公司股东权益进行减值测试的具体步骤和详细计算过程及具体指标选取情况

本次减值测试，以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日，对华南区各标的公司的股东全部权益价值进行评估，将其评估值汇总后，加上收购后华南区各标的公司对股东的分红，加上业绩补偿的结果与重组时（评估基准日为 2015 年 3 月 31 日）的评估值汇总数对比，如果大于重组时的评估值汇总数，则华南区标的公司股东权益不存在减值；反之，则存在减值。

1、评估方法的选取

根据本次评估目的和评估对象的分析结果，对茂业百货深南有限公司（以下简称“深南茂业”）、深圳市茂业百货华强北有限公司（以下简称“华强北茂业”）、深圳茂业百货有限公司（以下简称“深圳茂业百货”）和珠海市茂业百货有限公司（以下简称“珠海茂业”）4 家公司选择采用资产基础法和收益法进行评估，并确定收益法评估结果为最终评估结论；深圳市茂业东方时代百货有限公司（以下简

称“东方时代茂业”)由于其业务已移交给华强北茂业,自身无主营业务收入,故选择采用资产基础法对其进行评估,并以其评估结果为最终评估结论。

2、资产基础法介绍

企业价值评估中的资产基础法,是指以被评估单位评估基准日的资产负债表为基础,合理评估企业表内及可识别的表外各项资产、负债价值,确定评估对象价值的评估方法。

3、收益法介绍

企业价值评估中的收益法,是指将预期收益资本化或者折现,确定评估对象价值的评估方法。收益法的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。

本项目评估的基本思路拟以企业自由现金流折现模型(即 DCF-FCFF 模型)为主要评估方法;根据被评估单位未来财务状况和经营成果的预测,采用两阶段模型,在经分析的盈利预测结果基础上,进行折现得出企业真实的内在价值,再依据公司实际情况进行修正,得出最后的评估结果。

以企业自由现金流折现模型(即 DCF-FCFF 模型)为主要评估方法;根据被评估单位未来财务状况和经营成果的预测,采用两阶段模型,在经分析的盈利预测结果基础上,进行折现得出企业真实的内在价值,再依据公司实际情况进行修正,得出最后的评估结果。两阶段 DCFF 模型基本公式如下:

$$OV = \sum \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g) \times (1+WACC)^n} + \sum C_i$$

$$EV = OV - D$$

其中:

OV—企业整体价值;

FCFF_n—预期第 n 年的企业自由现金流;

g—企业长期增长率;

WACC—加权平均资本成本,即折现率;

ΣC_i—基准日存在的非经营性、溢余资产的价值;

EV—股东全部权益价值;

D—企业付息债务。

4、华南区各标的公司利润预测结果见下表(汇总数):

金额单位：人民币万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年以后
一、营业收入	461,889.54	469,197.79	480,102.31	490,534.84	500,097.03	500,097.03
减：营业成本	323,962.91	329,726.48	338,384.63	346,554.55	353,947.41	353,947.41
税金及附加	4,244.45	4,294.16	4,373.57	4,443.79	4,514.84	4,514.84
销售费用	25,128.42	25,336.68	25,551.19	26,382.58	26,610.15	26,610.15
管理费用	2,878.27	2,954.17	3,032.34	3,117.20	3,200.13	3,200.13
财务费用	1,166.10	1,185.26	1,214.84	1,243.00	1,268.75	1,268.75
二、营业利润	104,509.39	105,701.05	107,545.75	108,793.72	110,555.75	110,555.75
三、利润总额	104,509.39	105,701.05	107,545.75	108,793.72	110,555.75	110,555.75
减：所得税	26,127.35	26,425.26	26,886.44	27,198.43	27,638.94	27,638.94
四、净利润	78,382.04	79,275.79	80,659.32	81,595.29	82,916.82	82,916.82
净利率	16.97%	16.90%	16.80%	16.63%	16.58%	16.58%

5、营业收入及成本的预测

营业收入及成本的预测是以历史财务数据为依据，并参考 2019 年 1-7 月的经营业绩，结合预测期内华南区各标的公司的经营计划、战略布局和已采取的经营措施为基础，同时考虑到预测期内业务发展趋势，结合未来经济发展趋势进行预测。2018 年营业收入及成本发生数与 2019 年预测数的对比如下：

金额单位：人民币万元

项目	2018 年	2019 年预测数	预测增长率
营业收入	480,064.87	461,889.54	-3.8%
成本	335,250.77	323,962.91	
毛利率	30.17%	29.86%	-1.0%

根据未审报表，华南区各标的公司合计 2019 年 1-7 月的营业收入较 2018 年同期下降 2.5%，评估预测营业收入下降 3.6%；2019 年评估预测毛利率 29.86%，略低于 2018 年毛利率 30.17%。评估机构已关注到评估基准日至评估时点华南区各标的公司 2019 年经营业绩的下降情况，并据此对预测数据进行了相应调整。

6、收入增长率

华南区各标的公司合计 2016 年至 2018 年经审计的营业收入及增长率如下：

金额单位：人民币万元

项目 / 年份	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	363,187.65	465,901.07	480,064.87
增长率		28.28%	3.04%

华南区各标的公司合计预测期的营业收入及增长率如下：

金额单位：人民币万元

项目 / 年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	461,889.54	469,197.79	480,102.31	490,534.84	500,097.03
增长率	-3.79%	1.58%	2.32%	2.17%	1.95%

华南区各标的公司合计 2017 年收入增长较快,2018 年收入增长率为 3.04%, 2019 年 1-7 月对比 2018 年同期收入下降 2.5%, 2019 年评估预测营业收入下降 3.79%, 2020 年以后收入增长率均小于 3%, 低于华南区标的公司历史收入增长率, 也低于 2019 年实体店消费品零售额增长率 5.4%, 符合谨慎性原则。

7、各项费用率的预测

各项费用的预测主要是参照历史支出、未来业务发展结合华南区各标的公司对未来的预期进行预测, 华南区各标的公司对合计 2018 年各项费用发生数与 2019 年预测数的对比如下:

项目	2018 年	2019 年预测数	预测增长率
营业收入	480,064.87	461,889.54	-3.8%
营业税金及附加	4,558.32	4,244.45	-6.9%
营业税金及附加/营业收入	0.95%	0.92%	-3.2%
销售费用	24,926.04	25,128.42	0.8%
销售费用/营业收入	5.19%	5.44%	4.8%
管理费用	2,804.59	2,878.27	2.6%
管理费用/营业收入	0.58%	0.62%	6.7%
财务费用	1,215.68	1,166.10	-4.1%
财务费用/营业收入	0.25%	0.25%	-0.3%
总费用	33,504.62	33,417.24	-0.3%
总费用/营业收入	6.98%	7.23%	3.7%

注: 2018 年财务费用数据为扣除了利息支出和拆借利息收入的净值。

由上表可以看出, 2019 年预测费用率为 7.23%, 略高于 2018 年的费用率 6.98%, 符合谨慎性原则。

8、净利率

华南区各标的公司 2016 年-2018 年经审计的净利率为 13.92%、16.89%和 17.78%。预测期 2019 年~2023 年净利率为 16.97%、16.90%、16.80%、16.63%和 16.58%, 2023 年以后为 16.58%。均低于 2018 年的净利率, 与 2017 年净利率接近。

9、折现率

本次评估针对华南区各标的公司选取的折现率如下:

项目	深南茂业	华强北茂业	深圳茂业百货	珠海茂业
折现率	12.93%	12.34%	12.18%	12.63%

华南区各标的公司由于资产构成、历史经营业绩的不同，其个别风险也是不同的，故针对各标的公司单独测算其个别风险，最终计算出的折现率也不一致。

2018 年，北京华联商厦股份有限公司转让内江华联购物中心有限公司股权采用的折现率为 9.15%、北京华联商厦股份有限公司转让合肥海融兴达商业管理有限公司股权采用的折现率为 9.15%、供销大集集团股份有限公司收购海南海岛商业管理有限公司 11.45%；2019 年，北京华联商厦股份有限公司收购银川华联购物中心有限公司股权采用的折现率为 7.29%，均低于本次评估所选取的折现率。本次评估折现率的选取具有合理性。

综上所述，对华南区各标的公司营业收入、收入增长率、净利润及利率水平、毛利率、费用率、折现率指标的预测以 2016~2018 年历史财务数据为依据，并参考 2019 年 1-7 月已实现的经营业绩，结合预测期内华南区各标的公司的经营计划、战略布局和已采取的经营措施为基础，同时考虑到预测期内业务发展趋势，结合各标的公司下属门店经营区域未来经济发展趋势进行，预测依据是充分、合理的。

二、华南区各标的公司主要指标选取情况

（一）深南茂业

1、营业收入

深南茂业 2019 年 1-7 月与 2018 年同期相比，联营业务收入增长率为-31%，租赁业务 2019 年增长率为 3%，其他业务收入增长率为-11%。

因此，深南茂业营业收入的预测是以历史财务数据为依据，并参考 2019 年 1-7 月的经营业绩，结合预测期内标的公司的经营计划、战略布局和已采取的经营措施为基础，同时考虑到预测期内业务发展趋势，结合深圳市未来经济发展趋势进行预测。

联营业务收入增长率预计 2019 年增长率为-31%，为 2019 年 1-7 月深南茂业已实现的增长率。考虑联营业务下降的业务趋势，2020 年增长率为-5%，2021 年增长率为-3%，2022 年至 2023 年为零增长。

租赁业务预计 2019 年至 2020 年增长率为 3%，为 2019 年 1-7 月深南茂业已实现的增长率。参考租赁业务 2016-2018 年比较稳定的收入情况，并谨慎考虑可能出现的不利影响，2021 年至 2022 年增长率为 2%，2023 年增长率为 1%。

其他业务收入预计 2019 年增长率为-11%，为 2019 年 1-7 月深南茂业已实现的增长率。参考其他业务 2016-2018 年比较稳定但略有下降的收入情况，并谨慎考虑可能出现的不利影响，2020 年至 2021 年增长率为-5%，2022 年至 2023 年为零增长。

2、收入增长率

深南茂业 2016 年至 2018 年经审计的营业收入及增长率如下：

金额单位：人民币万元

项目 / 年份	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	11,977.20	9,757.07	8,577.78
增长率		-18.54%	-12.09%

深南茂业预测期的营业收入及增长率如下：

金额单位：人民币万元

项目 / 年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	6,516.18	6,255.72	6,082.38	6,099.54	6,108.30
增长率	-24.03%	-4.00%	-2.77%	0.28%	0.14%

深南茂业历史收入下降幅度较大，2018 年收入增长率为-12.09%，2019 年 1-7 月对比 2018 年同期收入下降 25%，2019 年预测销售收入下降 24%，2020 年至 2021 预测收入同比为下降，2022 至 2023 年收入基本持平，低于 2019 年实体店消费品零售额增长率 5.4%，符合谨慎性原则。

3、毛利率

由于深南茂业主营业务较单一，联营成本主要为商品采购成本，2016~2018 年联营业务毛利率分别为 15.31%、14.57%、12.07%，2019 年 1-7 月毛利率 13.1%。预测期 2019~2023 年联营业务毛利率为 13%，来源于 2019 年 1-7 月深南茂业已实现的毛利率。

其他业务成本主要为水电费，2016~2018 年其他业务毛利率分别为 88.8%、89.9%、89.5%，2019 年 1-7 月毛利率 89.8%。预测期 2019~2023 年其他业务毛利率为 89.5%，与 2018 年度毛利率一致，略低于 2019 年 1-7 月深南茂业已实现的毛利率。

4、费用率

深南茂业 2016 年-2018 年经审计的费用率如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	11,977.20	9,757.07	8,577.78

项目	2016 年	2017 年	2018 年
税金及附加	150.90	73.05	82.94
税金及附加/营业收入	1.26%	0.75%	0.97%
销售费用	1,079.87	1,103.45	1,131.91
销售费用/营业收入	9.02%	11.31%	13.20%
管理费用	162.15	155.02	165.37
管理费用/营业收入	1.35%	1.59%	1.93%
财务费用	44.78	26.55	18.73
财务费用/营业收入	0.37%	0.27%	0.22%
费用合计	1,437.70	1,358.07	1,398.95
费用合计/营业收入	12.00%	13.92%	16.31%

深南茂业 2019 年-2023 年预测的费用率如下：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	6,516.18	6,255.72	6,082.38	6,099.54	6,108.30
税金及附加	55.59	52.96	51.28	50.98	51.00
税金及附加/营业收入	0.85%	0.85%	0.84%	0.84%	0.83%
销售费用	1,142.14	1,152.69	1,163.55	1,213.16	1,224.68
销售费用/营业收入	17.53%	18.43%	19.13%	19.89%	20.05%
管理费用	169.60	173.96	178.45	184.25	189.01
管理费用/营业收入	2.60%	2.78%	2.93%	3.02%	3.09%
财务费用	14.34	13.76	13.38	13.42	13.44
财务费用/营业收入	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%
费用合计	1,381.67	1,393.36	1,406.66	1,461.81	1,478.13
费用合计/营业收入	21.20%	22.27%	23.13%	23.97%	24.20%

深南茂业 2016 年-2018 年经审计的费用率为 12.00%、13.92%和 16.31%，预测期费用率为 21.20%、22.27% 、23.13%、23.97% 和 24.20%，均高于历史费用率。

5、深南茂业利润预测结果见下表：

金额单位：人民币万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年以后
一、营业收入	6,516.18	6,255.72	6,082.38	6,099.54	6,108.30	6,108.30
减：营业成本	3,842.24	3,650.12	3,537.71	3,537.71	3,537.71	3,537.71
税金及附加	55.59	52.96	51.28	50.98	51.00	51.00
销售费用	1,142.14	1,152.69	1,163.55	1,213.16	1,224.68	1,224.68
管理费用	169.60	173.96	178.45	184.25	189.01	189.01
财务费用	14.34	13.76	13.38	13.42	13.44	13.44
二、营业利润	1,292.28	1,212.23	1,138.01	1,100.03	1,092.46	1,092.46
三、利润总额	1,292.28	1,212.23	1,138.01	1,100.03	1,092.46	1,092.46
减：所得税	323.07	303.06	284.50	275.01	273.12	273.12
四、净利润	969.21	909.17	853.51	825.02	819.35	819.35

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年以后
净利率	14.87%	14.53%	14.03%	13.53%	13.41%	13.41%

6、净利率

深南茂业 2016 年-2018 年经审计的净利率为 14.95%、13.63%和 13.87%。预测期 2019 年~2023 年净利率为 14.87%、14.53%、14.03%、13.53%、13.41%，2023 年以后为 13.41%。除 2020、2021 年略高于 2017、2018 年的净利率外，其他年度均低于历史数据。2020、2021 年略高的主要原因是深南茂业低毛利的联营业务下降较多，而高毛利的租赁业务和其他业务基本持平所致。

7、深南茂业的评估结果：

金额单位：人民币万元

序号	项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年之后的永续期平均预测值
1	净利润	969.21	909.17	853.51	825.02	819.35	819.35
2	加：固定资产折旧	7.77	7.77	7.77	7.77	7.77	337.76
3	加：长期资产摊销	15.26	15.26	15.26	15.26	13.51	15.37
4	加：利息费用（税后）						
5	减：追加资本	11.48	11.48	11.48	11.48	9.73	613.87
6	减：营运资金增加额	-259.63	4.64	1.83	-8.21	-2.44	
7	企业自由现金流量	1,240.39	916.08	863.23	844.78	833.34	558.60
8	折现期（期中折现）	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
9	折现率	12.93%	12.93%	12.93%	12.93%	12.93%	12.93%
10	折现系数	0.9410	0.8333	0.7379	0.6534	0.5786	4.4747
11	折现值	1,167.22	763.34	636.95	551.97	482.15	2,499.53
12	前五年收益现值	3,601.63					
13	五年以后累计现值	2,499.53					
14	经营性资产价值	6,101.16					
15	加：溢余资产	561.24					
16	加：非经营性资产	80.90					
17	减：非经营性负债	0.00					
18	减：有息负债						
19	十二、评估值	6,743.30					

（二）华强北茂业

1、营业收入

华强北茂业 2019 年 1-7 月与 2018 年同期相比，自营业务收入增长率为 47%，联营业务收入增长率为-7%，租赁业务持平，其他业务增长率为-19%。

因此，华强北茂业主营业务收入的预测是以历史财务数据为依据，并参考2019年1-7月的经营业绩，结合预测期内标的公司的经营计划、战略布局和已采取的经营措施为基础，同时考虑到预测期内业务发展趋势，结合深圳市未来经济发展趋势进行预测。

自营业务收入预计2019年增长率为47%，为2019年1-7月华强北茂业已实现的增长率。考虑自营业务增长的业务趋势，并谨慎考虑可能出现的不利影响，2020年增长率为10%，2021年增长率为8%，2022年增长率为6%，2023年增长率为4%；

联营业务收入2019年增长率为-7%，为2019年1-7月华强北茂业已实现的增长率。谨慎考虑该业务的开展情况，2020年增长率为0%，2021年至2022年增长率为3%，2023年增长率为1%。

租赁业务2019年增长率为0%，是参考2019年1-7月业务收入与2018年同期持平情况；考虑租赁业务2016-2018年收入增长的特殊原因，并谨慎考虑可能出现的不利影响，2020年至2023年增长率为1%。

其他业务2019年增长率为-19%，为2019年1-7月华强北茂业已实现的增长率。考虑其他业务增长的业务趋势，并谨慎考虑可能出现的不利影响，2020年至2023年增长率为1%。

2、收入增长率

华强北茂业2016年至2018年经审计的营业收入及增长率如下：

金额单位：人民币万元

项目 / 年份	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	112,817.24	199,855.63	212,938.35
增长率		77.15%	6.55%

华强北茂业预测期的营业收入及增长率如下：

金额单位：人民币万元

项目 / 年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	209,799.88	214,251.79	222,277.16	229,738.80	236,467.79
增长率	-1.47%	2.12%	3.75%	3.36%	2.93%

华强北茂业2017年收入增长较快，2018年收入增长率为6.55%，2019年1-7月对比2018年同期收入下降1.66%，2019年预测销售收入下降1.47%，2020年以后收入增长率均小于4%，低于被评估单位历史收入增长率，也低于2019

年实体店消费品零售额增长率 5.4%，符合谨慎性原则。

3、毛利率

由于华强北茂业主营业务较单一，自营及联营成本主要为商品采购成本，2016~2018 年自营业务毛利率分别为 15.6%、15.1%、13.4%，2019 年 1-7 月自营毛利率为 9.3%。预测期 2019~2023 年自营业务毛利率为 12%，低于前三年历史毛利率。

2016~2018 联营业务毛利率分别为 20.8%、19.5%、16.3%，2019 年 1-7 月联营毛利率为 20.1%。预测期 2019~2023 年联营业务毛利率为 18.5%，从谨慎原则考虑，低于近两年一期的毛利率。

2016~2018 其他业务毛利率分别为 92.60%、94.67%、95.15%，2019 年 1-7 月其他业务毛利率为 93.8%。预测期 2019~2023 年其他业务毛利率为 93.75%，为 2019 年 1-7 月华强北茂业已实现的毛利率。

4、费用率

华强北茂业 2016 年-2018 年经审计的费用率如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	112,817.24	199,855.63	212,938.35
税金及附加	1,198.63	1,906.83	1,567.87
税金及附加/营业收入	1.06%	0.95%	0.74%
销售费用	10,157.03	11,623.62	10,861.96
销售费用/营业收入	9.00%	5.82%	5.10%
管理费用	608.07	741.78	634.34
管理费用/营业收入	0.54%	0.37%	0.30%
财务费用	522.76	803.42	620.36
财务费用/营业收入	0.46%	0.40%	0.29%
费用合计	12,486.49	15,075.66	13,684.53
费用合计/营业收入	11.07%	7.54%	6.43%

华强北茂业 2019 年-2023 年预测的费用率如下：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	209,799.88	214,251.79	222,277.16	229,738.80	236,467.79
税金及附加	1,520.66	1,551.19	1,610.83	1,662.57	1,713.50
税金及附加/营业收入	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
销售费用	10,928.65	10,997.34	11,068.09	11,523.00	11,598.06
销售费用/营业收入	5.21%	5.13%	4.98%	5.02%	4.90%
管理费用	651.95	670.10	688.79	708.54	728.36
管理费用/营业收入	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%
财务费用	608.42	621.33	644.60	666.24	685.76

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
财务费用/营业收入	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
费用合计	13,709.68	13,839.96	14,012.31	14,560.34	14,725.68
费用合计/营业收入	6.53%	6.46%	6.30%	6.34%	6.23%

华强北茂业 2016 年-2018 年经审计的费用率为 11.07%、7.54%和 6.43%，预测期费用率为 6.53%、6.46%、6.30%、6.34%和 6.23%，2019 年-2020 年基本与 2018 年持平，2021 年后，随着收入的增长，费用率略有下降。

5、华强北茂业利润预测结果见下表

金额单位：人民币万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年以后
一、营业收入	209,799.88	214,251.79	222,277.16	229,738.80	236,467.79	236,467.79
减：营业成本	148,316.38	151,959.06	158,479.42	164,493.00	169,850.87	169,850.87
税金及附加	1,520.66	1,551.19	1,610.83	1,662.57	1,713.50	1,713.50
销售费用	10,928.65	10,997.34	11,068.09	11,523.00	11,598.06	11,598.06
管理费用	651.95	670.10	688.79	708.54	728.36	728.36
财务费用	608.42	621.33	644.60	666.24	685.76	685.76
二、营业利润	47,773.82	48,452.78	49,785.43	50,685.46	51,891.24	51,891.24
三、利润总额	47,773.82	48,452.78	49,785.43	50,685.46	51,891.24	51,891.24
减：所得税	11,943.45	12,113.20	12,446.36	12,671.37	12,972.81	12,972.81
四、净利润	35,830.36	36,339.59	37,339.07	38,014.10	38,918.43	38,918.43
净利率	17.1%	17.0%	16.8%	16.5%	16.5%	16.5%

6、净利率

华强北茂业 2016 年-2018 年经审计的净利率为 12.9%、17.3%和 18.0%；预测期 2019 年~2023 年净利率为 17.1%、17.0%、16.8%、16.5%和 16.5%，2023 年以后为 16.5%，均低于 2017 年、2018 年的净利率。

7、华强北茂业的评估结果

金额单位：人民币万元

序号	项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年之后的永续期平均预测值
1	净利润	35,830.36	36,339.59	37,339.07	38,014.10	38,918.43	38,918.43
2	加：固定资产折旧	52.85	52.85	52.85	52.85	52.85	342.11
3	加：长期资产摊销	982.67	982.67	982.67	982.67	982.67	514.72
4	加：利息费用（税后）						
5	减：追加资本	944.14	944.14	944.14	944.14	944.14	969.98
6	减：营运资金增加额	-5,775.53	-542.59	-958.03	-971.72	-793.75	
7	企业自由现金流量	41,697.28	36,973.56	38,388.49	39,077.20	39,803.56	38,805.28
8	折现期（期中折现）	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	

序号	项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年之 后的永续期 平均预测值
9	折现率	12.34%	12.34%	12.34%	12.34%	12.34%	12.34%
10	折现系数	0.9435	0.8398	0.7476	0.6655	0.5924	4.8004
11	折现值	39,340.56	31,052.01	28,698.88	26,004.77	23,578.55	186,281.97
12	前五年收益现值	148,674.76					
13	五年以后累计现值	186,281.97					
14	经营性资产价值	334,956.73					
15	加：溢余资产						
16	加：非经营性资产	50,175.66					
17	减：非经营性负债	9,848.88					
18	减：有息负债						
19	十二、评估值	375,283.52					

（三）深圳茂业百货

1、营业收入

深圳茂业百货 2019 年 1-7 月与 2018 年同期相比,自营业务收入增长率为 57%,联营业务收入增长率为-8%, 租赁业务增长率为 9%, 其他业务增长率为-6%。

因此,深圳茂业百货主营业务收入的预测是以历史财务数据为依据,并参考 2019 年 1-7 月的经营业绩,结合预测期内标的公司的经营计划、战略布局和已采取的经营措施为基础,同时考虑到预测期内业务发展趋势,结合深圳市未来经济发展趋势进行预测。

自营业务收入预计 2019 年增长率为 57%,为 2019 年 1-7 月深圳茂业百货已实现的增长率。考虑自营业务增长的业务趋势,并谨慎考虑可能出现的不利影响,2020 年增长率为 10%,2021 年增长率为 8%,2022 年增长率为 6%,2023 年增长率为 4%。

联营业务收入 2019 年增长率为-8%,为 2019 年 1-7 月深圳茂业百货已实现的增长率。考虑联营业务 2016-2018 年收入先增后略降的情况,并谨慎考虑可能出现的不利影响,2020 年至 2023 年增长率为 1%。

租赁业务 2019 年增长率为 9%,为 2019 年 1-7 月深圳茂业百货已实现的增长率。考虑租赁业务 2016-2018 年收入增长的具体情况,并谨慎考虑可能出现的不利影响,2020 年至 2023 年增长率为 1%。

其他业务 2019 年增长率为-6%,为 2019 年 1-7 月深圳茂业百货已实现的增长率。考虑其他业务增长的业务趋势,并谨慎考虑可能出现的不利影响,2020

年至 2023 年增长率为 1%。

2、收入增长率

深圳茂业百货 2016 年至 2018 年经审计的营业收入及增长率如下：

金额单位：人民币万元

项目 / 年份	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	206,586.63	223,045.29	224,198.41
增长率		7.97%	0.52%

深圳茂业百货预测期的营业收入及增长率如下：

金额单位：人民币万元

项目 / 年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	211,027.50	213,798.85	216,502.42	219,103.75	221,572.27
增长率	-5.87%	1.31%	1.26%	1.20%	1.13%

深圳茂业百货 2017 年至 2018 年收入增长率为 7.97%、0.52%，2019 年 1-7 月对比 2018 年同期收入下降 5.6%，2019 年预测销售收入下降 5.87%，2020 年以后收入增长率均小于 2%，低于被评估单位历史收入平均增长率，也低于 2019 年实体店消费品零售额增长率 5.4%，符合谨慎性原则。

3、毛利率

由于深圳茂业百货主营业务较单一，自营及联营成本主要为商品采购成本，2016~2018 年自营毛利率分别为 11.8%、12.4%、9.9%，2019 年 1-7 月自营毛利率为 7.0%。预测期 2019~2023 年自营毛利率为 10%，与最近一年 2018 年基本一致。

2016~2018 年联营毛利率分别为 17.2%、17.0%、15.5%，2019 年 1-7 月联营毛利率为 16.6%；预测期 2019~2023 年联营毛利率为 16%，略低于 2019 年 1-7 月已实现毛利率。

2016~2018 其他业务毛利率分别为 93.3%、93.2%、92.6%，2019 年 1-7 月其他业务毛利率为 91.3%。，预测期 2019~2023 年其他业务毛利率为 91.25%，略低于 2019 年 1-7 月已实现毛利率。

4、费用率

深圳茂业百货 2016 年-2018 年经审计的费用率如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	206,586.63	223,045.29	224,198.41
税金及附加	1,920.19	3,121.94	2,635.59

项目	2016 年	2017 年	2018 年
税金及附加/营业收入	0.93%	1.40%	1.18%
销售费用	11,905.37	10,143.31	10,157.58
销售费用/营业收入	5.76%	4.55%	4.53%
管理费用	1,924.91	1,357.02	1,326.64
管理费用/营业收入	0.93%	0.61%	0.59%
财务费用	900.89	817.71	477.00
财务费用/营业收入	0.44%	0.37%	0.21%
费用合计	16,651.36	15,439.98	14,596.81
费用合计/营业收入	8.06%	6.92%	6.51%

深圳茂业百货 2019 年-2023 年预测的费用率如下：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	211,027.50	213,798.85	216,502.42	219,103.75	221,572.27
税金及附加	2,406.17	2,425.67	2,444.79	2,462.22	2,479.96
税金及附加/营业收入	1.14%	1.13%	1.13%	1.12%	1.12%
销售费用	10,265.51	10,376.47	10,490.77	10,706.15	10,827.41
销售费用/营业收入	4.86%	4.85%	4.85%	4.89%	4.89%
管理费用	1,363.96	1,402.40	1,442.00	1,485.34	1,527.34
管理费用/营业收入	0.65%	0.66%	0.67%	0.68%	0.69%
财务费用	443.16	448.98	454.66	460.12	465.30
财务费用/营业收入	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%
费用合计	14,478.79	14,653.53	14,832.21	15,113.83	15,300.00
费用合计/营业收入	6.86%	6.85%	6.85%	6.90%	6.91%

深圳茂业百货 2016 年-2018 年经审计的费用率为 8.06%、6.92%和 6.51%，预测期费用率为 6.86%、6.85%、6.85%、6.90%和 6.91%，预测期费用率均高于 2018 年费用率，与 2017 年的费用率基本持平。

5、深圳茂业百货利润预测结果见下表

金额单位：人民币万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年以后
一、营业收入	209,799.88	214,251.79	222,277.16	229,738.80	236,467.79	236,467.79
减：营业成本	148,316.38	151,959.06	158,479.42	164,493.00	169,850.87	169,850.87
税金及附加	1,520.66	1,551.19	1,610.83	1,662.57	1,713.50	1,713.50
销售费用	10,928.65	10,997.34	11,068.09	11,523.00	11,598.06	11,598.06
管理费用	651.95	670.10	688.79	708.54	728.36	728.36
财务费用	608.42	621.33	644.60	666.24	685.76	685.76
二、营业利润	47,773.82	48,452.78	49,785.43	50,685.46	51,891.24	51,891.24
三、利润总额	47,773.82	48,452.78	49,785.43	50,685.46	51,891.24	51,891.24
减：所得税	11,943.45	12,113.20	12,446.36	12,671.37	12,972.81	12,972.81
四、净利润	35,830.36	36,339.59	37,339.07	38,014.10	38,918.43	38,918.43
净利率	17.24%	17.19%	17.16%	17.09%	17.07%	17.07%

6、净利率

深圳茂业百货 2016 年-2018 年经审计的净利率为 14.6%、17.0%、18.1%。

预测期 2019 年~2023 年净利率为 17.2%、17.2%、17.2%、17.1%、17.1%，2023 年以后为 17.1%，低于 2018 年的净利率水平、与 2017 年基本一致。

7、深圳茂业百货的评估结果

金额单位：人民币万元

序号	项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年之 后的永续期 平均预测值
1	净利润	36,371.25	36,762.09	37,148.02	37,452.25	37,821.30	37,821.30
2	加：固定资产折旧	2,780.48	2,780.48	2,780.48	2,780.48	2,780.48	2,252.89
3	加：长期资产摊销	1,864.41	1,864.41	1,864.41	1,864.41	1,864.41	1,732.74
4	加：利息费用(税后)	-	-	-	-	-	-
5	减：追加资本	3,326.23	3,326.23	3,326.23	3,326.23	3,326.23	4,010.35
6	减：营运资金增加额	-2,833.38	-273.62	-266.43	-268.78	-241.36	
7	企业自由现金流量	40,523.29	38,354.36	38,733.11	39,039.68	39,381.31	37,796.59
8	折现期（期中折现）	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
9	折现率	12.18%	12.18%	12.18%	12.18%	12.18%	12.18%
10	折现系数	0.9442	0.8416	0.7503	0.6688	0.5962	4.8948
11	折现值	38,260.17	32,280.60	29,059.88	26,109.72	23,478.52	185,006.01
12	前五年收益现值	149,188.89					
13	五年以后累计现值	185,006.01					
14	经营性资产价值	334,194.90					
15	加：溢余资产	6,614.00					
16	加：非经营性资产	421,766.41					
17	减：非经营性负债	344,274.03					
18	减：有息负债						
19	十二、评估值	418,301.28					

（四）珠海茂业

1、营业收入

珠海茂业 2019 年 1-7 月与 2018 年同期相比，联营业务收入增长率为-4%，租赁业务增长率为 14%，其他业务增长率为 6%。

因此，珠海茂业主营业务收入的预测是以历史财务数据为依据，结合预测期内标的公司的经营计划、战略布局和已采取的经营措施为基础，同时考虑到预测期内业务发展趋势，结合珠海市未来经济发展趋势进行预测。

联营业务收入预计 2019 年增长率为 0%，是因为珠海茂业 2016-2018 年该业

务收入保持增长并趋向稳定。考虑 2016-2018 年收入增长并趋向稳定的具体情况，谨慎考虑 2020 年至 2023 年增长率为 1%。

租赁业务预计 2019 年增长率为 3%。2019 年 1-7 月租赁业务增长率为 14%，考虑该项业务历史数据变动不大，且总金额不大，谨慎考虑选择较低的增长率，2020 年至 2023 年增长率为 1%。

其他业务 2019 年增长率为 3%。2019 年 1-7 月其他业务增长率为 6%，考虑该项业务历史数据变动不大，且总金额不大，谨慎考虑选择较低的增长率，2020 年至 2023 年增长率为 1%。

2、收入增长率

珠海茂业 2016 年至 2018 年经审计的营业收入及增长率如下：

金额单位：人民币万元

项目 / 年份	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	31,806.58	33,243.08	34,350.33
增长率		4.52%	3.33%

珠海茂业预测期的营业收入及增长率如下：

金额单位：人民币万元

项目 / 年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	34,545.97	34,891.43	35,240.35	35,592.75	35,948.68
增长率	0.57%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%

珠海茂业 2017 年至 2018 年收入增长率为 4.52%、3.33%，2019 年预测销售收入增长 0.57%，2020 年以后收入增长率均为 1%，低于被评估单位历史收入平均增长率，也低于 2019 年实体店消费品零售额增长率 5.4%，符合谨慎性原则。

3、毛利率

由于珠海茂业主营业务较单一，联营成本主要为商品采购成本，2016~2018 年联营毛利率分别为 16.4%、17.1%、16.1%，2019 年 1-7 月联营毛利率为 16.8%。预测期 2019~2023 年联营毛利率为 16%，略低于前三年及 2019 年 1-7 月的联营毛利率。

2016~2018 其他业务毛利率分别为 92.8%、92.6%、92.9%，2019 年 1-7 月其他业务毛利率为 93.5%。预测期 2019~2023 年其他业务毛利率为 92.5%。从谨慎原则考虑，选择略低于前三年及 2019 年 1-7 月的毛利率。

4、费用率

珠海茂业 2016 年-2018 年经审计的费用率如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	31,806.58	33,243.08	34,350.33
税金及附加	315.62	269.80	271.92
税金及附加/营业收入	0.99%	0.81%	0.79%
销售费用	3,311.40	3,160.48	2,774.60
销售费用/营业收入	10.41%	9.51%	8.08%
管理费用	764.65	484.58	678.24
管理费用费用/营业收入	2.40%	1.46%	1.97%
财务费用	115.46	128.64	99.59
财务费用/营业收入	0.36%	0.39%	0.29%
费用合计	4,507.13	4,043.51	3,824.34
费用合计/营业收入	14.17%	12.16%	11.13%

珠海茂业 2019 年-2023 年预测的费用率如下：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	34,545.97	34,891.43	35,240.35	35,592.75	35,948.68
税金及附加	262.03	264.34	266.67	268.02	270.39
税金及附加/营业收入	0.76%	0.76%	0.76%	0.75%	0.75%
销售费用	2,792.13	2,810.18	2,828.78	2,940.28	2,960.01
销售费用/营业收入	8.08%	8.05%	8.03%	8.26%	8.23%
管理费用	692.76	707.71	723.11	739.08	755.42
管理费用费用/营业收入	2.01%	2.03%	2.05%	2.08%	2.10%
财务费用	100.18	101.19	102.20	103.22	104.25
财务费用/营业收入	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
费用合计	3,847.10	3,883.42	3,920.75	4,050.60	4,090.07
费用合计/营业收入	11.14%	11.13%	11.13%	11.38%	11.38%

珠海茂业 2016 年-2018 年经审计的费用率为 14.17%、12.16%和 11.13%，预测期费用率为 11.14%、11.13%、11.13%、11.38%和 11.38%，预测期费用率与 2018 年的费用率基本持平。

5、珠海茂业利润预测结果见下表：

金额单位：人民币万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年以后
一、营业收入	34,545.97	34,891.43	35,240.35	35,592.75	35,948.68	35,948.68
减：营业成本	23,750.59	23,988.10	24,227.98	24,470.26	24,714.96	24,714.96
税金及附加	262.03	264.34	266.67	268.02	270.39	270.39
销售费用	2,792.13	2,810.18	2,828.78	2,940.28	2,960.01	2,960.01
管理费用	692.76	707.71	723.11	739.08	755.42	755.42
财务费用	100.18	101.19	102.20	103.22	104.25	104.25

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年以后
二、营业利润	6,948.28	7,019.92	7,091.62	7,071.89	7,143.65	7,143.65
三、利润总额	6,948.28	7,019.92	7,091.62	7,071.89	7,143.65	7,143.65
减：所得税	1,737.07	1,754.98	1,772.90	1,767.97	1,785.91	1,785.91
四、净利润	5,211.21	5,264.94	5,318.71	5,303.92	5,357.74	5,357.74
净利率	15.08%	15.09%	15.09%	14.90%	14.90%	15.08%

6、净利率

珠海茂业 2016 年-2018 年经审计的净利率为 12.7%、14.6%和 14.8%；预测期 2019 年~2023 年净利率为 15.08%、15.09%、15.09%、14.90%和 14.90%，2023 年以后为 14.90%，略高于最近一年 2018 年的净利率水平，主要原因是珠海茂业 2019 年高毛利的租赁业务和其他业务收入的增长率（3%）高于低毛利的联营收入的增长率（0%）所致。

7、珠海茂业的评估结果

金额单位：人民币万元

序号	项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年之后的永续期 平均预测值
1	净利润	5,211.21	5,264.94	5,318.71	5,303.92	5,357.74	5,357.74
2	加：固定资产折旧	251.92	251.92	251.92	251.92	251.92	186.13
3	加：长期资产摊销	283.57	283.57	283.57	283.57	283.57	215.92
4	加：利息费用（税后）						
5	减：追加资本	513.39	513.39	513.39	513.39	513.39	613.60
6	减：营运资金增加额	519.99	-47.61	-48.26	-73.22	-49.59	
7	企业自由现金流量	4,713.32	5,334.65	5,389.07	5,399.24	5,429.43	5,146.18
8	折现期（期中折现）	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
9	折现率	12.63%	12.63%	12.63%	12.63%	12.63%	12.63%
10	折现系数	0.9423	0.8366	0.7428	0.6595	0.5855	4.6361
11	折现值	4,441.20	4,462.98	4,002.93	3,560.77	3,179.15	23,858.25
12	前五年收益现值	19,647.02					
13	五年以后累计现值	23,858.25					
14	经营性资产价值	43,505.27					
15	加：溢余资产						
16	加：非经营性资产	8,454.42					
17	减：非经营性负债	0.00					
18	减：有息负债	0.00					
19	十二、评估值	51,959.69					

三、以深圳茂业百货为例，收益法评估中各参数选取的详细过程

鉴于本次评估中，深圳茂业百货、华强北茂业、深南茂业、珠海茂业经营模式相似、评估方法相同，因此以具有代表性的深圳茂业百货为例，介绍华南区各标的公司收益法评估的详细过程。

（一）具体指标选取情况、选取依据及合理性

1、具体指标选取情况、选取依据

（1）营业收入及增长率

深圳茂业百货营业收入分为主营业务收入和其他业务收入，主营业务收入分为自营收入、联营收入和商铺租金收入，其他业务收入主要包括场地使用收入、采集设备租赁收入、广告位租赁收入、灯箱收入、设施服务收入、综合服务收入、促销服务收入、会员卡服务收入、提货凭证服务收入、品牌推广服务费、银行卡手续费收入、水电费收入等。

自营业务指的是百货企业自行组织商品、组织销售的自营模式，自营模式下，百货店的收入来源将从扣点收入转为商品购进和销售之间的差价，自营业务可以提升商品的控制度及提升品牌差异化竞争能力，百货也因此成为真正意义上的零售主体，目前深圳茂业百货自营业务主要集中在国际一线化妆品。

联营业务指的是百货企业引进品牌厂商，由后者直接经营，后者按销售额向前者支付约定比例的扣点作为回报，且接受前者的日常管理的经营模式。目前深圳茂业百货除了自营的一线化妆品、超市及租赁的配套业务外，其他服饰、皮具等品类均以联营模式与品牌合作。

出租业务指的是百货店提供场地给品牌厂商，由后者直接经营，后者每个月以固定租金向前者缴纳的合作模式。目前深圳茂业百货出租业务主要集中在餐饮配套，部分精品的品牌。

深圳茂业百货 2016-2018 年度经审计的营业收入情况如下：

金额单位：人民币万元

项目/年度	2016 年	2017 年	2018 年
自营业务	2,419.15	4,040.25	4,678.48
联营业务	178,919.70	186,076.31	179,412.00
租赁业务	4,564.41	4,882.16	6,145.33
主营业务收入	185,903.26	194,998.72	190,235.81

项目/年度	2016 年	2017 年	2018 年
其他业务收入	20,683.37	28,046.58	33,962.60
营业收入合计	206,586.63	223,045.29	224,198.41
同比增长率		7.97%	0.52%

2016-2018 年营业收入有一定增长，但增速有所下降，表明深圳茂业百货的经营较为稳定。

百货零售行业受当地经济的影响较大，深圳经济多年来高速增长，人均可支配收入逐年提升，根据深圳市统计局统计，2018 年深圳人均可支配收入 57,543.60 元，较 2017 年增长 8.70%，有着坚定的零售消费基础。2018 年，深圳市社会消费品零售总额 6,168.87 亿元，比上年增长 7.6%。在社会消费品零售总额中，商品零售额 5,424.38 亿元，增长 7.4%。

深圳茂业百货 2019 年 1-7 月与 2018 年同期相比，自营业务收入增长率为 57%，联营业务收入增长率为-8%，租赁业务增长率为 9%，其他业务增长率为-6%。

因此，深圳茂业百货主营业务收入的预测是以历史财务数据为依据，并参考 2019 年 1-7 月的经营业绩，结合预测期内标的公司的经营计划、战略布局和已采取的经营措施为基础，同时考虑到预测期内业务发展趋势，结合深圳市未来经济发展趋势进行预测。

自营业务收入预计 2019 年增长率为 57%，为 2019 年 1-7 月深圳茂业百货已实现的增长率。考虑自营业务增长的业务趋势，并谨慎考虑可能出现的不利影响，2020 年增长率为 10%，2021 年增长率为 8%，2022 年增长率为 6%，2023 年增长率为 4%。

联营业务收入 2019 年增长率为-8%，为 2019 年 1-7 月深圳茂业百货已实现的增长率。考虑联营业务 2016-2018 年收入先增后略降的情况，并谨慎考虑可能出现的不利影响，2020 年至 2023 年增长率为 1%。

租赁业务 2019 年增长率为 9%，为 2019 年 1-7 月深圳茂业百货已实现的增长率。考虑租赁业务 2016-2018 年收入增长的具体情况，并谨慎考虑可能出现的不利影响，2020 年至 2023 年增长率为 1%。

其他业务 2019 年增长率为-6%，为 2019 年 1-7 月深圳茂业百货已实现的增长率。考虑其他业务增长的业务趋势，并谨慎考虑可能出现的不利影响，2020 年至 2023 年增长率为 1%。

（2）毛利率

由于深圳茂业百货主营业务较单一，自营及联营成本主要为商品采购成本，2016~2018 年自营毛利率分别为 11.8%、12.4%、9.9%，2019 年 1-7 月自营毛利率为 7.0%。预测期 2019~2023 年自营毛利率为 10%，与最近一年 2018 年基本一致。

2016~2018 年联营毛利率分别为 17.2%、17.0%、15.5%，2019 年 1-7 月联营毛利率为 16.6%；预测期 2019~2023 年联营毛利率为 16%，略低于 2019 年 1-7 月已实现毛利率。

2016~2018 其他业务毛利率分别为 93.3%、93.2%、92.6%，2019 年 1-7 月其他业务毛利率为 91.3%。，预测期 2019~2023 年其他业务毛利率为 91.25%，略低于 2019 年 1-7 月已实现毛利率。

(3) 费用率

深圳茂业百货 2016 年-2018 年经审计的费用率如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	206,586.63	223,045.29	224,198.41
税金及附加	1,920.19	3,121.94	2,635.59
税金及附加/营业收入	0.93%	1.40%	1.18%
销售费用	11,905.37	10,143.31	10,157.58
销售费用/营业收入	5.76%	4.55%	4.53%
管理费用	1,924.91	1,357.02	1,326.64
管理费用/营业收入	0.93%	0.61%	0.59%
财务费用	900.89	817.71	477.00
财务费用/营业收入	0.44%	0.37%	0.21%
费用合计	16,651.36	15,439.98	14,596.81
费用合计/营业收入	8.06%	6.92%	6.51%

深圳茂业百货 2019 年-2023 年预测的费用率如下：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	211,027.50	213,798.85	216,502.42	219,103.75	221,572.27
税金及附加	2,406.17	2,425.67	2,444.79	2,462.22	2,479.96
税金及附加/营业收入	1.14%	1.13%	1.13%	1.12%	1.12%
销售费用	10,265.51	10,376.47	10,490.77	10,706.15	10,827.41
销售费用/营业收入	4.86%	4.85%	4.85%	4.89%	4.89%
管理费用	1,363.96	1,402.40	1,442.00	1,485.34	1,527.34
管理费用/营业收入	0.65%	0.66%	0.67%	0.68%	0.69%
财务费用	443.16	448.98	454.66	460.12	465.30
财务费用/营业收入	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%
费用合计	14,478.79	14,653.53	14,832.21	15,113.83	15,300.00
费用合计/营业收入	6.86%	6.85%	6.85%	6.90%	6.91%

深圳茂业百货 2016 年-2018 年经审计的费用率为 8.06%、6.92%和 6.51%，预测期费用率为 6.86%、6.85%、6.85%、6.90%和 6.91%，预测期费用率均高于 2018 年费用率，与 2017 年的费用率基本持平。

各项费用的具体预测方法：

①税金及附加

主营业务税金及附加主要包括消费税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加、房产税、土地使用税和印花税等。各税种税率如下：消费税 5%、城市维护建设税 7%、教育费附加 3%、地方教育费附加 2%、印花税率为 0.03%，房产税每年约 820.00 万元、土地使用税每年约 10.00 万元。城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加的计税基础为缴纳的流转税额。

由于城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加的计税基数都是缴纳的流转税，本次评估先根据预测的收入、成本计算应缴纳的增值税、消费税，再按增值税、消费税的 7%、3%、2%预测城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加；房产税按每年 820.00 万元、土地使用税按每年 10.00 万元计算。

②销售费用

销售费用包括工资薪酬及福利、折旧、长期待摊费用摊销、无形资产摊销、水电费、房租费、环保清洁费、维修费等。相关销售费用的预测参照历史支出、未来业务发展结合深圳茂业百货对未来的预期进行预测。

③管理费用

管理费用主要为工资薪酬及福利、固定资产折旧、房租费、无形资产摊销、办公费、保险费等，相关管理费用的预测参照历史支出对深圳茂业百货未来的管理费用进行预测。

④财务费用

深圳茂业百货的财务费用主要为利息支出、利息收入、拆借利息收入和银行手续费等。利息收入和银行手续费按 2018 年占营业收入的比例进行预测；由于被评估单位不缺少经营资金，其借款目的主要是为控股股东茂业商业股份有限公司及其子公司筹措资金，与深圳茂业百货主营业务无关，属于因非经营性资产而产生的负债，纳入非经营性负债。利息支出和拆借利息收入属于非经营性资产收入，不纳入收入预测。

⑤自由现金流

自由现金流 = 净利润 + 利息支出 × (1 - 所得税率) + 折旧及摊销 - 一年资本性支出 - 一年营运资金增加额

主要指标说明如下：

A、折旧/摊销以及资本性支出的预测

折旧及摊销根据深圳茂业百货按现行的会计政策进行测算。

深圳茂业百货需在未来年度考虑一定的资本性支出及资本更新支出，以维持企业的持续经营。资本性更新支出主要为预测的固定资产的构建和更新费用等，深圳茂业百货固定资产主要是房屋建筑物和机器设备。深圳茂业百货在详细预测期没有大的资产更新计划，为维持正常经营，详细预测期内固定资产资本性更新支出按每年的折旧金额预测，平均每年预计约 2,780.48 万元；详细预测期外按年金化支出计算，预计每年 3,272.07 万。详细预测期内长期待摊用资本性更新支出按每年的摊销金额预测，平均每年预计约 545.75 万元；详细预测期外按年金化支出计算，预计每年 738.28 万。

B、所得税预测

本次评估对深圳茂业百货未来所得税按照企业实际执行的所得税率 25% 预测。

C、营运资金增加额的预测

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、存货购置等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收账款和其他应付账款核算的内容绝大多数为与主业无关或暂时性的往来，需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性个别确定。但也有些是与经营相关的。营运资金增加额为：

营运资金增加额 = 当期营运资金 - 上期营运资金

(4) 净利润及利率水平

深圳茂业百货利润预测结果见下表：

金额单位：人民币万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年以后
一、营业收入	211,027.50	213,798.85	216,502.42	219,103.75	221,572.27	221,572.27
减：营业成本	148,053.71	150,129.21	152,139.52	154,053.59	155,843.87	155,843.87
税金及附加	2,406.17	2,425.67	2,444.79	2,462.22	2,479.96	2,479.96
销售费用	10,265.51	10,376.47	10,490.77	10,706.15	10,827.41	10,827.41
管理费用	1,363.96	1,402.40	1,442.00	1,485.34	1,527.34	1,527.34
财务费用	443.16	448.98	454.66	460.12	465.30	465.30
二、营业利润	48,495.00	49,016.12	49,530.69	49,936.33	50,428.40	50,428.40
三、利润总额	48,495.00	49,016.12	49,530.69	49,936.33	50,428.40	50,428.40
减：所得税	12,123.75	12,254.03	12,382.67	12,484.08	12,607.10	12,607.10
四、净利润	36,371.25	36,762.09	37,148.02	37,452.25	37,821.30	37,821.30

深圳茂业百货 2016 年-2018 年经审计的净利率为 14.6%、17.0%、18.1%。

预测期 2019 年~2023 年净利率为 17.2%、17.2%、17.2%、17.1%、17.1%，2023 年以后为 17.1%，低于 2018 年的净利率水平、与 2017 年基本一致。

(5) 折现率

1、折现率的模型（公式与参数定义）

本次评估采用加权平均资本成本模型（WACC）确定折现率 r

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e$$

式中：

W_d ：评估对象的债务比率；

$$w_d = \frac{D}{(E + D)}$$

W_e ：评估对象的股权资本比率；

$$w_e = \frac{E}{(E + D)}$$

r_d ：税后债务加权成本

r_e ：股权资本成本，按资本资产定价模型（CAPM）确定股权资本成本；

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon$$

式中：

r_f ：无风险报酬率；

r_m ：市场预期报酬率；

ε ：评估对象的特性风险调整系数；

β_e : 评估对象股权资本的预期市场风险系数;

$$\beta_e = \beta_u \times [1 + (1-t) \times D/E]$$

式中: β_e : 有财务杠杆的权益的系统风险系数;

β_u : 可比公司的无杠杆市场风险系数;

t: 企业的所得税税率;

D/E: 企业的目标资本结构。

2、模型中有关参数的选取过程

(1) 无风险报酬率 R_f

无风险收益率又称安全收益率,是投资无风险资产所获得的投资回报率,表示即使在风险为零时,投资者仍期望就资本的时间价值获得的补偿。国际上通行的做法是参考不存在违约风险的政府债券利率确定。本次选取与企业收益期相匹配的中长期国债的市场到期收益率,即选用距评估基准日剩余年限在 10 年以上的国债到期收益率的平均数,根据 wind 统计,2018 年 12 月 31 日剩余年限在 10 年以上的国债到期收益率的平均数为 3.98%。

(2) 市场风险溢价 $ERP(R_m - R_f)$ 的确定

对股权投资风险超额回报率 ERP,根据成熟市场的风险溢价进行调整确定。

参照美国著名金融学家 Damodaran 为代表的观点,国际上对新兴市场的风险溢价通常采用成熟市场的风险溢价进行调整确定,计算公式为:市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家补偿额=成熟股票市场的基本补偿额+国家违约补偿额 $\times (\sigma_{\text{股票}} \div \sigma_{\text{国债}})$ 。

成熟股票市场的基本补偿额:取美国 1928-2018 年股票与国债的算术平均收益差 6.26%。

国家补偿额:根据 2019 年 1 月国际评级机构美国穆迪投资服务公司公布的评级,我国的债务评级为 A1。因此,按债务评级转换的国家违约补偿额和新兴市场国家的 $\sigma_{\text{股票}}/\sigma_{\text{国债}}$ 得出我国的国家补偿额为 0.98%。

按此测算,我国目前的市场风险溢价为:6.26%+0.98%=7.24%。

综合上述资料,本次测算市场风险溢价取 7.24%。

(3) 权益资本的预期市场风险系数 β 的确定

权益系统风险系数计算公式如下:

$$\beta_e = \beta_u \times [1 + (1-t) \times D/E]$$

式中： β_e ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

β_u ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t ：企业的所得税税率；

D/E ：企业的目标资本结构。

β 系数是用来衡量一种证券或一个投资组合相对于总体市场的波动性的一种风险评价工具。本次估值我们选取 WIND 金融终端公布的 β 计算器计算同属于零售业的 78 家对比公司的 β 值，股票市场选择的是沪深 300 指数。采用对比公司评估基准日前 36 个月的历史数据计算 β 值。

被评估单位评估基准日无经营性有息负债，营运资金充足，实际资本结构中有息负债为零，应该能够反映企业整个收益期内的综合预期水平。本次评估取被评估单位实际资本结构为目标资本结构。

① 剔除财务杠杆调整 β 值

评估人员从 WIND 资讯上查找同行业上市公司，用 WIND 资讯计算了剔除财务杠杆系数的调整后 β 值 β_{Ui} ，取简单平均数为 0.7492。

② 权益系统风险系数

被评估单位评估基准日营运资金充足，目标资本结构中有息负债为零，则被评估单位权益系统风险系数 β_e 为 0.7492。

(4) 企业特定风险调整系数

对于企业特有风险而言，风险系数由企业规模风险系数、市场风险系数、财务风险系数及管理风险系数之和确定。根据企业价值评估的特点及目前评估惯例，企业特有风险系数的取值范围在 0%—6% 之间。风险系数计算公式如下：

$$r = a + (b - a) \times s$$

式中： r ——风险值； a ——风险值取值的下限；

b ——风险值取值的上限； s ——风险值的调整系数。

在进行未来现金流预测时，未考虑通货膨胀的影响，因而在合理折现率的构成因素上亦不作通货膨胀影响的附加修正。

企业特有风险调整系数取值如下表：

企业特有风险调整系数取值表			
风险因素	权重	分值	备注

企业特有风险调整系数取值表					
企业规模		0.2		50	企业规模较大
市场 风险	区域市场容量风险	0.3	0.5	30	较小，产品的市场需求较大
	市场竞争风险		0.2	60	较高，地域范围内竞争激烈
	销售网络		0.3	40	已经营多年，有完整的销售网络
税收风险		0.1		50	国家政策支持，很小
政策风险		0.1		50	小
管理风险		0.2		50	企业的凝聚力较好，管理制度也较为完善
财务 风险	资金风险	0.1	0.4	40	企业资金较为充足
	坏账风险		0.6	50	较好，资金回收基本正常
合计：		1		46.3	

企业特有风险值=0%+（6%-0%）×46.3%=2.78%

（5）权益资本成本 r_e 的确定

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon = 3.98\% + 0.7492 \times 7.24\% + 2.78\% = 12.18\%$$

（6）加权平均资本成本(WACC)的确定

被评估单位目标资本结构中有息负债为零。

$$WACC = (r_e \times W_e) + (r_d \times (1 - T) \times W_d)$$

$$= 12.18\%$$

因此，折现率取值为 12.18%。

2、合理性

综上所述，深圳茂业百货营业收入、收入增长率、净利润及利率水平、毛利率、费用率、折现率指标的预测以 2016~2018 年历史财务数据为依据，并参考 2019 年 1-7 月已实现的经营业绩，结合预测期内深圳茂业百货的经营计划、战略布局和已采取的经营措施为基础，同时考虑到预测期内业务发展趋势，结合深圳市未来经济发展趋势进行，预测依据是充分、合理的。

3、权益评估值是否公允

深圳茂业百货权益评估的具体指标选取依据充分、合理，计算过程和结果正确，评估值是公允的。

四、东方时代茂业资产基础法的评估方法及评估结论

1、评估方法

东方时代茂业已将其全部业务移交给华强北茂业，公司没有经营收入，无法合理预测未来收益、风险，无法采用收益法评估。但，考虑到东方时代茂业具有

较为完整的财务会计核算资料，企业经营资产、管理完善，会计报表经过审计并由会计师出具无保留意见报告，东方时代茂业可以对资产负债表表内及表外的各项资产、负债进行识别，不存在对评估对象价值有重大影响且难以识别和评估的资产或者负债。因此，本次评估可以选用资产基础法进行评估。

2、各项资产及负债的具体评估方法

（1）货币资金

货币资金为银行存款，账面金额为 135,178.08 元。

对银行存款，查阅了银行对账单、银行余额调节表，对数量较大的银行账户进行了函证，函证结果与银行对账单相符。以其账面价值作为评估值。

（2）其他应收款

其他应收款主要为供应商费用和往来款等，账面余额为 55,330,650.59 元，已计提坏账准备 2,746,222.51 元，账面价值 52,584,428.08 元。评估人员在对其他应收款核实无误的基础上，借助于历史资料和现在调查了解的情况，具体分析数额、欠款时间和原因、款项回收情况、欠款人资金、信用、经营管理现状等。其他应收款采用个别认定和账龄分析的方法确定评估风险损失进行评估。

（3）其他流动资产

列入本次评估范围的其他流动资产具体为待抵扣进项税额，账面金额为 13,687,864.36 元。对上述其他流动资产，我们通过查阅账簿记录、原始凭证和纳税申报表等资料进行核实，其评估值按核实后的账面价值确定。

（4）机器设备

根据本次评估目的、按照持续使用原则，以市场价格为依据，结合委估设备的特点和收集资料情况，主要采用重置成本法进行评估。

评估值=重置全价×成新率

依据《财政部国家税务总局关于全国实施增值税转型改革若干问题的通知》（财税〔2008〕170 号）文件规定，自 2009 年 1 月 1 日起，增值税一般纳税人购进固定资产发生的进项税额，可根据《中华人民共和国增值税暂行条例》（国务院令 第 538 号）和《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》（财政部、国家税务总局令 第 50 号）的有关规定，凭增值税专用发票、海关进口增值税专用缴款书和运输费用结算单据从销项税额中抵扣。根据以上规定，设备重置价中的

设备购置价为不含税价。

1) 设备重置全价的确定

本次评估范围内的电子设备价值较小，不需要安装（或安装由销售商负责）以及运输费用较低（或运输费用由销售商负责），其重置全价直接参照现行市场购置的价格确定。

①购置价

向设备的生产厂家、代理商及经销商询价，能够查询到基准日市场价格的设备，以市场价确定其购置价；

对已停止生产、销售且金额较小的电子设备，直接按二手设备价格取值。

②增值税进项税额的确定

增值税进项税额=设备含税购置价÷(1+增值税率)×增值税率

2) 成新率的确定

在本次评估过程中，对价值量较小的一般设备和电子设备采用年限法确定其成新率。其公式如下：

成新率=尚可使用年限÷（实际已使用年限+尚可使用年限）×100

（5）房屋建筑物

根据《资产评估准则》、《房地产估价规范》，资产评估师执行评估业务，应当根据评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析市场法、收益法、和成本法三种资产评估基本方法的适用性，恰当选择一种或多种资产评估基本方法。评估对象为一层独立商铺，类似区域存在较多类似商业体中的独立商铺销售案例，可选取符合一定条件的交易实例作为可比案例，宜采用市场法进行评估。市场法是将评估对象和市场近斯已销售的相类似房地产进行对照比较，找出评估对象与每个参照物之间在房产价值影响诸因素方面的差异，并据此对参照物的交易价格进行比较调整，从而得出多个参考值，再通过综合分析，调整确定评估对象评估值。

计算公式：比准价格=实例价格×交易情况修正×交易日期修正×区域因素修正×个别因素修正

（6）无形资产

截止 2018 年 12 月 31 日，深圳市茂业东方时代百货有限公司资产负债上列

示的无形资产为 SAP 软件，该软件的原始入账价值为 6,081,808.17 元，累计已摊销金额为 2,584,768.48 元，账面余额为 3,497,039.69 元。该软件为深圳茂业商厦有限公司统一购入 SAP 系统后的分摊费用。

本次评估对其他无形资产，评估人员查阅相关的证明资料，了解原始入账价值的构成，摊销的方法和期限，查阅了原始凭证。经核实表明账、表金额相符，由于该软件为定制产品，极具个体性，市场上难以找到相同或相似的软件，故以核实后的账面价值确定评估值。

（7）长期待摊费用

长期待摊费用具体为设备改造工程和装修改造工程等，原始发生额为 1,782,143.00 元，摊销期按预计使用年限确定，账面余额 127,677.46 元。

评估人员核对了有关账簿记录、抽查了设备改造合同、装修合同和付款凭证等相关资料，并进行了复核，确认其真实性、正确性，以核实后账面值作为评估值。

（8）递延所得税资产

截止 2018 年 12 月 31 日，深圳市茂业东方时代百货有限公司资产负债上列示的递延所得税资产账面价值为 686,555.63 元，为计提坏账准备形成所得税纳税差异。

对于计提资产减值准备形成的递延所得税资产，由于企业计提的资产减值准备与评估确定的风险损失金额有一定的差异。评估时根据评估确定的风险损失金额乘以企业所得税率确定计提资产减值准备形成的递延所得税资产价值

（9）负债

评估人员检验核实各项负债在评估目的实现后的实际债务人、负债额，以评估目的实现后的产权所有者实际需要承担的负债项目及金额确定评估值。

3、评估结论

经评估，截止于评估基准日 2018 年 12 月 31 日，在公开市场和持续使用前提下，在被评估单位持续经营的前提下，在评估报告有关假设条件下、特别事项说明和使用限制下，并基于市场价值的价值类型，东方时代茂业的股东全部权益的评估值如下表所示：

金额单位：人民币元

项 目	账面价值	评估价值	增减值	增值率%
流动资产	66,407,470.52	67,521,723.15	1,114,252.63	1.68
非流动资产	4,947,083.58	5,882,032.62	934,949.04	18.90
其中：固定资产	635,810.80	1,849,323.00	1,213,512.20	190.86
无形资产	3,497,039.69	3,497,039.69	-	-
长期待摊费用	127,677.46	127,677.46	-	-
递延所得税资产	686,555.63	407,992.47	-278,563.16	-40.57
资产总计	71,354,554.10	73,403,755.77	2,049,201.67	2.87
流动负债	69,286,707.02	69,286,707.02	-	-
负债合计	69,286,707.02	69,286,707.02	-	-
净资产（所有者权益）	2,067,847.08	4,117,048.75	2,049,201.67	99.10

五、结合标的公司连续三年未完成业绩承诺以及 2019 年业绩大幅下滑的情形，说明权益评估值是否公允，减值测试结果是否合理

1、根据统计，2012 年至 2019 年，百货行业收购兼并案例的市盈率的中位数 12.63 倍。华南区各标的公司 2014 年净利润合计 61,557.96 万元，重组时评估基准日 2015 年 3 月 31 日的评估值 856,057.11 万元，对应市盈率为 13.91 倍；2018 年净利润合计 85,344.00 万元，评估值合计 852,699.49 万元，市盈率为 9.99 倍；按 2019 年净利润 69,826.00 万元计算，市盈率为 12.21 倍。本次评估市盈率低于行业中位数及重组时的市盈率，本次权益评估值具有合理性。

2、本次评估综合考虑了华南区各标的公司所属行业的发展变动趋势及各标的公司自身经营情况，评估值 852,699.49 万元较重组时评估值 856,057.11 万元低了 3,357.62 万元。而华南区各标的公司合计没有发生减值的主要是由于华南区各标的公司在业绩承诺期间共计现金分红 135,824.00 万元，以及业绩承诺期间已发生业绩补偿 62,876.87 万元，即：

$$852,699.49 + 135,824.00 + 62,876.87 > 856,057.11。$$

本次评估工作开展时间是 2019 年 9 月份，评估机构已关注并结合基准日期后前述实际经营发生的情况对预测数据进行了复核调整（详见前述一 进行减值测试的具体步骤）。

六、结论

综上所述，我们认为：

在评估基准日，被评估单位对 2019 年营业收入、收入增长率、净利润及利率水平、毛利率、费用率、折现率等具体指标的选取依据是充分、合理的。在评估时点，被评估单位对 2019 年收入、成本和费用的预测比较准确，差异较小，

故建立在该预测基础上的评估结果能够反映企业的权益价值，评估值是公允的。

本专项说明仅供茂业商业股份有限公司回复并补充披露上海证券交易所出具的上证公函【2020】0339号《关于对茂业商业股份有限公司2019年年度报告的信息披露监管问询函》相关问题时使用，不得用作任何其他目的。

厦门市大学资产评估土地房地产估价有限责任公司

二〇二〇年四月二十八日