



关于中国证券监督管理委员会 180339 号

《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》

有关问题的回复

中国证券监督管理委员会：

贵委员会下发的 180339 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(以下简称反馈意见)奉悉。按照反馈意见的要求，海宁中国皮革城股份有限公司(以下简称海宁皮城)已会同海宁皮革时尚小镇投资开发有限公司(以下简称时尚小镇公司或标的资产)、各中介机构就反馈意见所提问题逐条进行了认真核查及落实。本公司承办资产评估师已经认真复核，现将反馈意见中涉及资产评估方面的问题核查情况汇报如下：

一、反馈意见第 1 条：申请文件显示，报告期内海宁皮革时尚小镇投资开发有限公司拥有的主要资产海宁皮革城时尚小镇创意核心区一期工程尚未完工运营，报告期内收益主要为理财产品收益所得。请你公司结合标的资产时尚小镇创意核心区一期工程的预计运营时间、目前招商进展情况、商铺租赁和销售情况、可比物业租赁单价、出租率和续租率情况、未来年度运营成本、每年折旧及摊销成本等，补充披露标的资产未来年度是否具备持续盈利能力及持续盈利能力的稳定性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

1. 预计运营时间

海宁皮革时尚小镇创意核心区一期项目位于海宁市广顺路西侧、皮革城六期南侧，该项目由 26 幢楼组成，其中高层住宅 2 幢（幢号为第 16、17 号）、商业用房 24 幢（幢号为第 1-15 号、18-26 号），该项目于 2016 年底开工建设，目前商业用房已完工，其中幢号为第 3-15 号、18-26 号的商业用房（即国际面辅料中心）已于 2018 年 3 月开业试运营，幢号为第 1-2 号的商业用房计划于 2018 年下半年开始招商，定位为国际面辅料中心的配套商业；高层住宅正在进行外立面工程施工，预计 2018 年 9 月主体完工。

2. 目前招商进展情况

截至 2018 年 4 月 30 日，幢号为第 3-15 号、18-26 号的商业用房-国际面辅料中心已于 2018 年 3 月开业试运营，招商工作已初步完成，签约入驻率已超过 85%（包含出租和销售两部分）；幢号为第 1-2 号的商业用房（合计 79 套）定位为国际面辅料中心的配套商业，计划于 2018 年下半年开始招商。

截至 2018 年 4 月 30 日，时尚小镇一期规划的 512 套商铺，出售或出租合计商铺间数占总商铺间数比例为 71.48%，预售和预租情况整体良好。

3. 租赁和销售情况

1) 商铺销售情况

时尚小镇公司计划采用“初次招商租售结合、后续经营租赁为主”的经营模式，其中：住宅部分全部销售，商业部分租售结合，租赁为主，租售比大致比例为 6:4。

截至 2018 年 4 月 30 日，根据时尚小镇公司计划的经营模式，时尚小镇公司计划用于销售的商业部分已全部对外销售完毕，具体情况见下表：

商铺销售情况统计表

项目	已售面积 (平方米)	对应 套数	平均合同单价 (含税)(元/ 平方米)	合同价 (万元)	已预收价款 (万元)	备注
商业一层	14,003.68	99	21,945.00	30,731.13	49,736.48	按间对外销售，一间包含上下两层
商业二层	20,931.45	99	11,307.00	23,667.90		
合计	34,935.13	198		54,399.03	49,736.48	

2) 商铺租赁情况

截至 2018 年 4 月 30 日，时尚小镇创意核心区一期项目幢号为第 3-15 号、18-26

号的商业用房-国际面辅料中心已初步完成招商工作，具体租赁情况见下表：

国际面辅料中心租赁情况统计表

项目	总面积 (平方米)	对应 套数	已租面积 (平方 米)	对应 套数	已完成 招商率 (面积)	未租面积 (平方 米)	第一年租赁 合同金额 (含承租 权)(万元)	已预收 租金及 承租权 费(万 元)	备注
商业一层	15,231.10	116	11,276.00	84	74.03%	3,955.10	4,753.39	4,753.39	按间对外出 租，一间包 含上下两层
商业二层	24,029.58	119	17,338.32	84	72.15%	6,691.26			
合 计	39,260.68	235	28,614.32	168	72.88%	10,646.36	4,753.39	4,753.39	

幢号为第 1-2 号的商业用房计划于 2018 年下半年开始招商，定位为国际面辅料中心的配套商业，其可租面积见下表：

国际面辅料中心配套商业租赁情况统计表

项目	总面积(平方 米)	对应套 数	已租面积(平方 米)	未租面积(平方 米)	备注
商业一层	4,126.47	30	0.00	4,126.47	
商业二层	6,358.17	28	0.00	6,358.17	
商业三层	3,504.97	21	0.00	3,504.97	
合 计	13,989.61	79	0.00	13,989.61	

3) 住宅销售情况

截至目前，时尚小镇公司尚未取得住宅预售证，住宅部分尚未开始预售。

根据时尚小镇公司的销售计划及市场定位，高层住宅可售建筑面积约为 5 万平方米，体量较小，户型多为 50-70 平方米的精装修小户型，单价适中，总价较低，适合专业市场租户的住房需求，预计将于 2018 年下半年开始预售，2018 至 2019 年的销售比例分别为 50%和 50%，按照目前的完工进度和销售计划推算，2018 年、2019 年住宅销售收入实现的可行性较高。

4. 可比物业租赁单价

时尚小镇位于海宁市广顺路西侧、皮革城六期南侧，靠近海宁中国皮革城商圈，根据周围海宁中国皮革城各期市场的最新调查情况，选取三个可比物业对委估物业的租赁单价进行比较分析。

经调查，本次评估选取以下 3 个样本为可比物业，其一至三层的租赁单价具体

见下表：

海宁中国皮革城可比物业

项目	一层租赁单价 (元/天·平方米)	二层租赁单价 (元/天·平方米)	三层租赁单价 (元/天·平方米)	平均单价(元/ 天·平方米)
皮革城一期	3.60	9.81	5.07	6.16
皮革城二期	3.73	4.98	2.53	3.75
皮革城层四期	3.29	2.66	3.87	3.27
可比物业平均单价				4.39
时尚小镇商业				2.08

经分析可见，时尚小镇商业用房附近商圈的可比物业租赁单价相对较高，高于时尚小镇目前的租赁单价，主要原因系 1) 根据时尚小镇公司的招商计划，为了培育新市场，初次招商中给予了租户较大的租金优惠政策（第一年给予 75 折租金优惠），后续正常租金也会随着业态成熟逐步根据市场情况予以调整；2) 可比物业业态多为裘皮、箱包、鞋业等，其一般店效高于时尚小镇公司的国际面辅料业态，店铺租金也较高；3) 根据行业惯例，可比物业历史年度初次招商时，在租金优惠政策下，初始租赁单价同样不高。

综上所述，未来随着时尚小镇商业氛围的逐渐成熟和配套设施的逐步完善，优惠政策的退出及优惠力度的减弱，未来时尚小镇的租赁单价有一定的上涨空间。

5. 可比物业的出租率和续租率情况

经统计，本次评估选取皮革城一期、皮革城二期、皮革城四期作为可比物业，对其出租率、空置率和续租率情况进行比分析，可比物业的出租率和续租率情况见下表：

2017 年可比物业的出租率和续租率统计

区域	总面积(平方米)	总间数 (间/幢)	空置面积 (平方米)	空置间数(间/幢)	2017 年 出租率	2017 年 空置率	2016 年 出租率	16-17 年 续租率	备注
一期	53,670.61	734.00	3,083.20	68.00	94.26%	5.74%	94.30%	99.96%	
二期	94,550.19	1,334.00	213.00	11.00	99.77%	0.23%	99.90%	99.87%	
四期	32,762.11	257.00	1,439.00	4.00	95.61%	4.39%	94.49%	100.00%	
合计	180,982.91	2,325.00	4,735.20	83.00	97.38%	2.62%	97.31%	99.94%	

由上表，2017年可比物业的出租率平均为97.38%，续租率平均为99.94%。

可比物业的出租率较高、续租情况稳定，持续盈利能力和持续盈利能力的稳定性较强；时尚小镇公司标的资产与上述可比物业的业态、地理位置、经营方式、管理模式等相近或相似，预计标的资产未来的出租率较好、续租情况相对稳定，持续盈利能力及持续盈利能力的稳定性较强。

6. 未来年度运营成本、每年折旧及摊销成本

时尚小镇公司（计划对外出租部分）未来运营成本主要包括销售费用、管理费用和每年折旧及摊销成本，其中：

销售费用主要由三部分组成，即职工薪酬、广告宣传费、营销服务费等。职工薪酬按未来销售人员数乘以预计的人均年工资确定；广告宣传费是公司为了宣传而进行的广告、展会等方面的费用，营销服务费是公司支付的招商费，按租金收入的一定比例确定。

管理费用主要包括职工薪酬、办公及其他管理费，其中，职工薪酬按未来管理人员数乘以预计的人均年工资确定；办公及其他费用按租金收入的一定比例确定。

每年折旧及摊销成本根据标的资产计划对外出租部分的购建成本，按照企业自身的折旧和摊销政策，进行计算并计提。

经预测分析，未来5年的运营成本、每年折旧及摊销成本见下表：

单位：万元

年度	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
销售费用	144.43	106.21	115.94	124.66	125.10
管理费用	146.30	108.99	118.75	127.51	128.00
折旧及摊销	840.26	840.26	840.26	840.26	840.26
合计	1,130.99	1,055.46	1,074.95	1,092.43	1,093.36

由上表，标的资产（计划对外出租部分）未来年度运营成本、每年折旧及摊销成本波动较小，金额相对稳定。

综上所述，目前标的资产招商进展、商铺租赁和销售完成情况较好，可比物业的租赁单价较高，出租率较好，续租情况相对稳定，标的资产未来租赁单价有一定的上涨空间，其未来年度运营成本、每年折旧及摊销成本波动较小，其持续盈利能力及持续盈利能力的稳定性较强。

经核查，评估师认为：标的资产目前招商进展符合预期，商铺租赁和销售情况良好，且可比物业的租赁单价、出租率和续租率等相关指标良好，标的资产未来年度的运营成本、折旧及摊销成本等亦波动较小，金额相对稳定，标的资产未来年度具备较强的持续盈利能力且持续盈利能力较为稳定。

二、反馈意见第 12 条：申请文件显示，本次交易拟购买时尚小镇公司 70%股权按资产基础法的评估值为 74,085.08 万元。经各方协商，交易作价为 74,085.08 万元。本次交易未设置业绩补偿方案。请你公司：1) 结合可比交易案例的评估定价方法和行业惯例，补充披露本次交易采用资产基础法作为定价依据的原因及合理性，是否存在规避大股东业绩补偿的情形，上述交易设置是否有利于保护中小投资者和上市公司利益。2) 结合可比交易案例的市盈率、市净率和增值率情况、标的资产未来年度盈利预测情况、可比交易案例的评估定价方法等，补充披露本次交易评估作价的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

1. 结合可比交易案例的评估定价方法和行业惯例，补充披露本次交易采用资产基础法作为定价依据的原因及合理性。

经分析近年上市公司并购专业市场企业标的的主要交易案例，北京王府井国际商业发展有限公司直接采用资产基础法进行定价，其余各交易案例均采用了资产基础法和收益法两种方法进行评估，并最终选择资产基础法作为评估定价方法。具体如下：

证券代码	证券名称	项目进度	并购标的	评估基准日	定价方法
600859.SH	王府井	完成	北京王府井国际商业发展有限公司 100%股权	2017/5/31	资产基础法（只采用一种方法评估）
000516.SZ	国际医学	进行中	开元商业有限公司 100%股权	2017/12/31	资产基础法
600655.SH	豫园股份	已过会	上海星耀公司 50%股权	2017/6/30	资产基础法
600655.SH	豫园股份	已过会	武汉复江公司 100%股权	2017/6/30	资产基础法
600655.SH	豫园股份	已过会	成都复地明珠公司 66%股权	2017/6/30	资产基础法
600655.SH	豫园股份	已过会	天津湖滨公司 100%股权	2017/6/30	资产基础法
600655.SH	豫园股份	已过会	苏州星和公司 70%股权	2017/6/30	资产基础法

证券代码	证券名称	项目进度	并购标的	评估基准日	定价方法
600655.SH	豫园股份	已过会	复拓置业公司 100% 股权	2017/6/30	资产基础法
600655.SH	豫园股份	已过会	长沙复地公司 100% 股权	2017/6/30	资产基础法

考虑到行业惯例，专业市场企业主要资产多为商业地产（含办公），对于商业地产，收益法中对未来收益的预测是基于对未来宏观政策和房地产销售、租赁市场的预期及判断的基础上进行的，由于现行经济及房地产市场环境的不确定因素较多，预测时采用的销售进度、销售价格、租金价格、市场空置率、租金增长率、尚未发生的开发成本和费用等事项均存在较大的不确定性，且专业市场的经营模式多为租售结合的方式，预测的经营期至土地出让年限到期为止，周期较长，收益法相对于资产基础法，存在的不确定性较大。

本次评估中资产基础法主要基于时尚小镇公司现有的开发项目进行评估，考虑的是现有项目在评估基准日重新取得用地并开发至现状进度条件下的开发成本等，因此本次采用资产基础法的评估结果更能稳健的揭示时尚小镇公司截至评估基准日的股东全部权益价值，故最终选取资产基础法的评估结果为时尚小镇公司股东全部权益的评估值。

综上所述，本次评估采用资产基础法作为定价依据合理且谨慎。

2. 结合可比交易案例的市盈率、市净率和增值率情况、标的资产未来年度盈利预测情况、可比交易案例的评估定价方法等，补充披露本次交易评估作价的合理性。

经分析近年上市公司并购专业市场企业标的的主要交易案例，各交易案例市盈率、市净率、增值率和评估定价方法情况统计如下：

并购标的	账面净资产（万元）	资产基础法评估值（万元）	增值率	市盈率 [注]	市净率	定价方法
王府井国际公司 100% 股权	293,091.12	429,120.18	46.41%	7.43	1.46	资产基础法
开元商业有限公司 100% 股权	39,086.27	347,388.49	788.77%	22.18	8.89	资产基础法
上海星耀公司 50% 股权	103,735.17	129,599.75	24.93%	23.28	1.25	资产基础法
武汉复江公司 100% 股权	54,509.86	118,909.59	118.14%	4.72	2.18	资产基础法
成都复地明珠公司 66% 股权	33,644.09	186,976.73	455.75%	8.54	5.56	资产基础法
天津湖滨公司 100% 股权	130,143.51	184,344.55	41.65%	2.98	1.42	资产基础法
苏州星和公司 70% 股权	6,017.57	13,733.50	128.22%	8.63	2.28	资产基础法
复拓置业公司 100% 股权	32,044.99	46,804.28	46.06%	25.37	1.46	资产基础法

并购标的	账面净资产 (万元)	资产基础法评 估值(万元)	增值率	市盈率 [注]	市净率	定价方法
长沙复地公司 100% 股权	57,480.37	59,297.32	3.16%	32.04	1.03	资产基础法
平均值			183.68%	15.02	2.84	
中值			46.41%	8.63	1.46	
时尚小镇公司 100% 股权	100,399.52	105,835.82	5.41%	6.44	1.05	

注：尚处于建设期的商业地产，以未来年度预测的平均盈利情况计算动态市盈率替代

从上表可知，各可比交易案例均选择资产基础法作为最终的评估定价方法。

同类可比交易案例市盈率在 2.98 至 32.04 之间，平均值为 15.02，中值为 8.63，本次评估标的资产的市盈率为 6.44，在上述区间范围内，且低于同类交易案例的市盈率平均值或中值。

同类可比交易案例市净率在 1.03 至 8.89 之间，平均值为 2.84，中值为 1.46，本次评估标的资产的市净率为 1.05，在上述区间范围内，且低于同类交易案例的市净率平均值或中值。

同类可比交易案例增值率在 3.16%至 788.77%之间，平均值为 183.68%，中值为 46.41%，本次评估标的资产的增值率为 5.41%，在上述区间范围内，且低于同类交易案例的增值率平均值或中值。

综上所述，本次评估标的资产的市盈率、市净率和增值率等相关指标均在正常的范围内，且低于同行业交易案例平均值或中值，本次评估结果合理且谨慎。

经核查，评估师认为：本次采用资产基础法的评估结果更能稳健的揭示时尚小镇公司截至评估基准日的股东全部权益价值；时尚小镇公司市盈率、市净率和增值率等相关指标均位于行业正常区间范围内，且低于平均值或中值，本次评估结果具有合理性和谨慎性。

三、反馈意见第 13 条：申请文件显示，评估基准日标的资产其他应收款的账面价值为 628.85 万元，评估值为 642.55 万元。请你公司：1) 以列表形式，补充披露标的资产其他应收款的形成原因、欠款方名称及账龄情况，未来回款计划及可收回风险。2) 结合其他应收款的账龄情况及未来回款计划情况，补充披露本次评估中其他应收款评估增值的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复:

1. 以列表形式, 补充披露标的资产其他应收款的形成原因、欠款方名称及账龄情况, 未来回款计划及可收回风险。

标的公司其他应收款内容主要包括应收的土地履约保证金、临时接电押金、土地竞拍合作收益以及预付的工程款、设计费等, 上述款项未来回款计划明确, 期后能形成相应资产或权利, 估计其发生坏账的风险较小, 可收回风险较低。

序号	欠款方名称	形成原因	目前账龄情况	账面价值(元)	未来回款计划	可收回风险	函证情况
1	国网浙江海宁市供电公司	临时接电缴纳的押金	1年以内	378,000.00	预计于时尚小镇一期创意核心区项目竣工验收后收回	基本无风险	
2	海宁市国土资源局	土地出让缴纳的履约保证金	1-2年	3,685,000.00	预计于时尚小镇一期创意核心区项目竣工验收后收回	基本无风险	已发函, 相符
3	浙江省海宁经济开发区管理委员会	土地竞拍合作收益	1年以内	1,488,000.00	期后已收回	无风险	已发函, 相符
4	海宁市金能电力实业有限公司	其他项目前期预付的工程款	1年以内	235,376.00	期后能形成相应资产或权利	基本无风险	
5	浙江中房建筑设计研究院有限公司海宁分公司	其他项目前期预付的设计费	1年以内	639,150.00	期后能形成相应资产或权利	基本无风险	已发函, 相符
6	余额合计			6,425,526.00			
7	坏账准备			137,026.30			
8	净额合计			6,288,499.70			

2. 结合其他应收款的账龄情况及未来回款计划情况, 补充披露本次评估中其他应收款评估增值的原因及合理性。

截至目前, 其他应收款账龄在1年以内的有2,740,526.00元, 占总金额的42.65%; 账龄在1-2年的有3,685,000.00元, 占总金额的57.35%。

其中: 应收浙江省海宁经济开发区管理委员会的土地竞拍合作收益1,488,000.00元, 账龄在1年以内, 经核实该笔款项期后已经收回, 无坏账风险,

以核实后的账面余额为评估值；应收海宁市国土资源局和国网浙江海宁市供电公司的保证金、押金，账龄分别为 1-2 年和 1 年以内，预计于时尚小镇一期创意核心区项目竣工验收后收回，估计其发生坏账的风险较小，以核实后的账面余额为评估值；其余款项主要为预付款，账龄均在 1 年以内，经核实，期后能形成相应资产或权利，以核实后的账面余额为评估值。

综上，其他应收款评估增值主要系由于各款项账龄较短，发生坏账的风险较小，故以核实后的账面余额为评估值，并将标的公司按规定计提的坏账准备评估为零所致。

经核查，评估师认为：通过分析其他应收款各款项的性质、账龄、函证以及期后收款情况，对未来回款计划及可收回风险进行了充分考虑，其他应收款评估增值主要是由于款项回收有保障而将账面计提的坏账准备评估为零所致，评估结果具有合理性。

四、反馈意见第 14 条：申请文件显示，评估基准日标的资产存货账面价值 88,316.24 万元，评估值为 93,738.82 万元，增值率 6.14%。存货均系开发成本，具体包括建安成本和土地成本。本次评估中建安成本评估值由调整后的成本支出加资金成本得来。土地成本的评估值按市场法下得出的土地使用权价值调整得来。请你公司：1) 结合标的资产项目建设过程中资金成本的计算与会计处理情况、与本次评估中资金成本的异同，补充披露本次交易中建安成本评估增值的原因及合理性。2) 补充披露土地成本的评估过程中可比地块的选择标准和选择过程。3) 结合可比地块的各项比较因素实际情况，补充披露比较因素条件指数和因素修正系数的取值依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

1. 结合标的资产项目建设过程中资金成本的计算与会计处理情况、与本次评估中资金成本的异同，补充披露本次交易中建安成本评估增值的原因及合理性。

(1) 建设过程中资金成本的计算与会计处理情况

根据《企业会计准则第 17 号——借款费用（2006）》（财会[2006]3 号）第四条规定，企业发生的借款费用可直接归属于符合资本化条件的资产的购建或者生产的，应当予以资本化，计入相关资产成本。

标的资产项目建设过程中按照实际借款利率、实际借款计息天数计算的总利息为 9,125,000.00 元，并扣减了相应闲置资金产生的收益 2,358,917.83 元，实际账面资本化利息为 6,766,082.17 元。具体如下：

本金（元）	利率	开始计息时间	终止计息时间	计息天数	利息（元）	备注
200,000,000.00	4.50%	2016/9/28	2017/5/3	218.00	5,450,000.00	
200,000,000.00	4.50%	2016/12/8	2017/5/3	147.00	3,675,000.00	
合计利息					9,125,000.00	
扣减闲置资金收益					2,358,917.83	
账面资本化利息					6,766,082.17	

(2) 本次评估中资金成本的计算

本次评估中，资金成本计息周期按正常建设工期，利率取金融机构同期贷款利率，资金视为在建设期内均匀投入。本次评估截至评估基准日已开发工程项目的建设期取 1 年，利率取金融机构一年以内（含一年）贷款利率 4.35%。

截至评估基准日，建安成本账面价值为 490,129,730.51 元，其中应剔除的资本化利息为 6,766,082.17 元，经核无其他不合理支出。

则，调整后的成本支出 = 账面已发生成本 - 账面资本化利息

$$= 490,129,730.51 - 6,766,082.17$$

$$= 483,363,648.34$$

资金成本 = 调整后的成本支出 × 年利率 × 该工程截至基准日的建设期 / 2

$$= 483,363,648.34 \times 4.35\% \times 1/2$$

$$= 10,513,160.00 \text{ 元（已圆整）}$$

(3) 建设过程中资金成本的计算与评估中资金成本的计算的比较分析

建设过程中资金成本的计算按照实际借款本金、借款利息、借款资金占用天数计算利息，且在进行账务处理时扣减了闲置资金产生的收益；而评估中资金成本的计算按照调整后的成本支出、金融机构一年以内（含一年）贷款利率、建设期天数计算利息。

建安成本评估增值原因主要系：1) 时尚小镇公司计算资本化利息时扣减了闲置

资金产生的收益，本次评估中资金视为在建设期内均匀投入，以平均资金占用金额计算资本化利息而未考虑闲置资金产生的收益；2) 时尚小镇公司计算账面资本化利息时按照实际占用借款期间及实际借款利率计算资本化利息，本次评估根据项目实际情况，对已发生且合理的建安成本支出按建设期和市场贷款利率考虑了相应的资金成本，计息期间及利率的差异导致资本化利息金额有所不同。

综上所述，通过分析和比较评估过程与企业自身资金成本计算依据和方法的异同，在客观、公平、公开的资本市场条件下，对标的资产在整个建设期的资金成本，按照实际发生且合理的建安成本支出进行了重新计算，符合成本重置的基本原理，建安成本的评估结果具有合理性。

2. 补充披露土地成本的评估过程中可比地块的选择标准和选择过程。

(1) 可比地块的选择标准

本次土地成本的评估过程采用的是市场法，在采用市场法进行评估时，科学合理地选取交易实例作为比较实例是科学、规范评估的基础。本次评估选取比较实例时参照了以下几项标准：

1) 时间相近

选取实际交易时间与评估基准日接近的案例。比较实例交易时间一般应与评估基准日相距一年以内，时间越接近越好，如果市场比较稳定，土地交易活动不频繁，交易案例较少，时间距离一般不应超过三年。

2) 情况相似

选取与待估宗地在用途、面积、规划条件、交易性质、交易方式、地理位置、区域状况、个别因素、价值内涵等方面尽量相似，市场价格机制在价格形成过程中作用相似的交易实例作为比较实例。其中：

用途：最好选择土地用途完全一致的交易案例为比较实例。确实不具备此条件时，根据待估宗地具体情况，土地利用现状分类中相同一级类用地下具有可比性的二级类用地之间可互作比较实例。

面积：土地评估中没有明确对比较实例与待估宗地的面积之比作出要求，但是建议选用面积相近的案例。

规划条件：一般包括容积率、绿化率、建筑密度、高度、车位数等限制条件，这些限制条件是影响土地价格的个别因素，同一个因素在不同的土地开发项目中对地价产生影响的重要程度会有所不同，进行规划条件修正时，应根据待估宗地的具体情况，找出最重要的若干影响因素，分别就比较实例的各项重要影响因素与待估宗地的情况做出对比分析，并将这些个别因素在比较实例和待估宗地之间的差异程度合理量化。

交易性质和交易方式：一般包括出让、转让、作价出资、抵债、抵押、清算、课税等。如果所选交易案例的交易性质和方式与待估宗地不一致，应进行交易性质和方式修正。即便同样是土地出让，招标、拍卖、挂牌和协议 4 种出让方式的成交价格也可能有较大差异。协议出让的价格可能最低；拍卖出让价格可能最高，偏离合理价格的可能性也较大；招标出让和挂牌出让的价格可能居中，最有可能接近合理价，但加入现场竞价过程的挂牌出让成交价格也可能高于拍卖成交价格水平。

价值内涵：最好选择土地价值内涵与委估宗地设定的价值内涵相同或相似的交易案例为比较实例。

3) 具有替代性

选取的交易实例应与待估宗地具有一定的市场替代性，属同一供需圈内，是同一地区，相邻地区或类似地区的正常交易实例。替代性越强的交易实例越适合选作比较实例。

同一供需圈是与待估宗地能形成替代关系，市场的供给与需求状况基本相同，地域条件一致或相似，并对待估宗地价格产生显著影响的区域，一般是同一路段、同一街区或同一城市的某一部分，如果城市规模较小，则可能为同一城市。对于一些相对特殊的用地需求，同一供需圈还可能是超越城市的更大区域。因此，同一供需圈的范围需要根据具体情况确定。

4) 可比较修正

选取与待估宗地贴近、需作修正的因素相对较少，尤其是特殊因素少、难以量化和不可量化的因素较少的交易实例作为比较实例。一般而言，存在较复杂的特殊因素而难以判断对价格产生何种程度的影响的交易案例不宜选作比较实例。

(2) 可比地块的选择过程

以不动产权证编号为浙（2016）海宁市不动产权第 0017703 号的宗地为例

1) 委估宗地基本情况

委估宗地面积为 16,422.00 平方米，地上建筑面积为 13,989.61 平方米，位于海宁市广顺路西侧、规划道路南侧，为商服出让用地，使用终止日期为 2056 年 10 月 25 日。宗地内部形状规则地形平坦，经开发后地质条件符合用地要求，整体开发程度达五通一平，地上为在建的海宁皮革时尚小镇创意核心区一期项目。

宗地基本情况表

宗地	土地证号	土地位置	用途	交易性质	交易方式	权利终止日期	面积（平方米）	规划条件
A	浙（2016）海宁市不动产权第 0017703 号	海宁市市区广顺路西侧、规划道路南侧	商服	出让	挂牌	2056 年 10 月 25 日	16,422.00	容积率 0.8-0.9、建筑密度 ≤ 40%

地面附着物概况表

宗地号	宗地名称	建筑物项数	规划地上建筑面积（平方米）	土地实际开发程度
A	浙（2016）海宁市不动产权第 0017703 号	2	13,989.61	五通一平

2) 选择可比地块过程

A. 时间相近

本次评估基准日为 2017 年 11 月 30 日，根据时间相近原则，选取实际交易时间距离评估基准日一年以内的案例，时间越接近越好。

B. 情况相似

a. 用途

委估宗地的用途为商服用地，根据情况相似原则，选择土地用途与委估宗地一致的交易案例作为比较实例。

b. 面积

委估宗地土地面积为 16,422.00 平方米，虽然土地评估中没有明确对比较实例与待估宗地的面积之比作出要求，但根据情况相似原则，本次评估尽量选用土地面积与委估宗地相近的案例作为比较实例。

c. 规划条件

委估宗地的规划条件为：容积率 0.8-0.9，建筑密度 ≤ 40%，绿化率 ≥ 15%。

根据情况相似原则，本次评估尽量选用容积率、建筑密度、绿化率等规划条件与委估宗地相近的案例作为比较实例。

d. 交易性质和交易方式

委估宗地交易性质和方式为挂牌出让，根据情况相似原则，本次评估选择土地交易性质和方式与委估宗地完全一致的交易案例作为比较实例。

e. 价值内涵

本次对委估宗地的土地使用权评估价值内涵定义为：土地用途设定为商服用地，土地开发程度设定为宗地红线外“五通”（即通路、供电、供水、排水、通讯）、红线内“一平”（场地平整）条件下，于评估基准日为 2017 年 11 月 30 日，土地剩余使用年限的土地使用权价值。

本次评估选择土地价值内涵与委估宗地相似或相近的交易案例作为比较实例。

C. 具有替代性

委估宗地位于海宁市广顺路西侧、皮革城六期南侧，根据替代原则，本次评估选择与委估宗地属于同一供需圈内、地理位置距离委估宗地相对较近的交易案例作为比较实例。

D. 可比较修正

本次评估选取与委估宗地贴近，且不存在特殊因素、难以量化和不可量化的因素的交易实例作为比较实例。

3) 最终选取的可比地块

通过分析比较交易案例与委估宗地的基本情况，本次评估最终选取以下三个样本为可比地块：

宗地比较样本一览表

代号	样本位置	用途	交易性质	交易方式	交易时间	土地面积 (m ²)	规划条件
样本 A	海宁经济开发区文苑路西侧福特 4S 店南侧	商服	出让	挂牌	2017 年 8 月 9 日	10,722.00	容积率 1.3-1.5、建筑密度≤40%
样本 B	海宁市区文苑路西侧、长丰路北侧	商服	出让	挂牌	2017 年 10 月 26 日	4,091.00	容积率 1.5-2、建筑密度≤45%
样本 C	文苑路西侧江南大道南侧	商服	出让	挂牌	2017 年 6 月 8 日	18,717.00	容积率 1.5-2、建筑密度≤45%

3. 结合可比地块的各项比较因素实际情况，补充披露比较因素条件指数和因素修正系数的取值依据及合理性。

以不动产权证编号为浙（2016）海宁市不动产权第 0017703 号的宗地为例

1) 选取的可比地块

通过分析比较交易案例与委估宗地的基本情况，参照可比地块选择标准，本次评估最终选取以下三个样本为可比地块：

宗地比较样本一览表

代号	样本位置	用途	交易性质	交易方式	交易时间	土地面积 (m ²)	规划条件
样本 A	海宁经济开发区文苑路西侧福特 4S 店南侧	商服	出让	挂牌	2017 年 8 月 9 日	10,722.00	容积率 1.3-1.5、建筑密度≤40%
样本 B	海宁市区文苑路西侧、长丰路北侧	商服	出让	挂牌	2017 年 10 月 26 日	4,091.00	容积率 1.5-2、建筑密度≤45%
样本 C	文苑路西侧江南大道南侧	商服	出让	挂牌	2017 年 6 月 8 日	18,717.00	容积率 1.5-2、建筑密度≤45%

2) 比较因素选择

市场法是以各比较样本为基础，通过比较样本宗地与评估宗地间影响因素的差距，来确定评估宗地地价。通常情况下，具体比较因素有土地用途和级别、交易日期、交易情况、土地使用年限、价格类型、区域因素及个别因素七大类。经评估人员初步分析比较，本次评估在区域因素和个别因素中具体因子有：距区域主干道距离、道路通达度、公共交通便利度、对外交通便利度、商业繁华度、区域店铺分布状况、接近专业市场程度、环境优劣度、宗地形状、容积率、临街状况、宗地进深、目前规划限制等。

上述比较因素的选择参照了海宁市基准地价技术报告公布的修正体系及商服用地比较因素。

3) 编制比较因素条件说明表

根据委估宗地和比较样本的各因素条件，列表如下：

宗地及其样本因素条件说明表

比较因素	委估宗地	样本 A	样本 B	样本 C
宗地位置	海宁市市区广顺路西侧、规划道路南侧	海宁经济开发区文苑路西侧福特 4S 店南侧	海宁市区文苑路西侧、长丰路北侧	文苑路西侧江南大道南侧
规划用地性质	商服用地	商务服务业	商务服务业	商务服务业
面积(平方米)	16,422.00	10,722.00	4,091.00	18,717.00
楼面地价(元/平方米)	待估	1,722.00	1,968.00	2,284.00
比较因素	简况	简况	简况	简况

比较因素	委估宗地	样本 A	样本 B	样本 C
土地用途和级别	十级商业	十级商业	十级商业	十级商业
交易日期	2017年11月30日	2017年8月9日	2017年10月26日	2017年6月8日
交易情况	正常	正常	正常	正常
土地使用年限	38.90	40	40	40
价格类型	公开市价	公开出让	公开出让	公开出让
距区域主干道距离	临主干道	临次干道	临主干道	临主干道
道路通达度	临广顺路	临文苑路	临文苑路、长丰路	临文苑路、江南大道
公共交通便捷度	有5路以上	有5路以上	有5路以上	有5路以上
对外交通便捷度	距海宁站距离约4km	距海宁站距离约1km	距海宁站距离约6km	距海宁站距离约6km
商业繁华度	较优	一般	较优	较优
区域店铺分布状况	连续, 高职能店铺密集	连续分布	连续, 高职能店铺密集	连续, 高职能店铺密集
接近专业市场程度	近	一般	近	近
环境优劣度	污染小	轻微污染	污染小	污染小
宗地形状	规则多边形, 有利于商业利用	规则多边形, 不影响商业利用	规则多边形, 面积稍小, 对商业利用有一定影响	规则多边形, 有利于商业利用
容积率	0.90	1.50	2.00	2.00
临街状况	二面临街	一面临街	二面临街	二面临街
宗地进深	32米以上	32米以上	32米以上	32米以上
目前规划限制	有一定限制	有一定限制	有一定限制	有一定限制
其他	可单独销售	无限制	无限制	无限制

上述比较因素条件说明表参照了海宁市基准地价技术报告公布的修正体系及商服用地修正因素指标条件说明表。

4) 编制比较因素条件指数表及指数说明

根据上述比较因素条件说明, 以待估宗地的各项因素条件状况为基准, 相应指数为 100, 将比较样本相应因素条件与委估宗地相比较。确定比较样本相应指数, 列表如下:

比较因素	委估宗地	样本 A	样本 B	样本 C
土地用途和级别	100	100	100	100
交易日期	100	98	100	98
交易情况	100	100	100	100
土地使用年限	0.9945	1.0000	1.0000	1.0000
价格类型	100	100	100	100
距区域主干道距离	100	96	100	100

比较因素	委估宗地	样本 A	样本 B	样本 C
道路通达度	100	96	100	100
公共交通便捷度	100	100	100	100
对外交通便捷度	100	102	99	99
商业繁华度	100	96	100	100
区域店铺分布状况	100	92	100	100
接近专业市场程度	100	94	100	100
环境优劣度	100	96	100	100
宗地形状	100	97	94	100
容积率	100	78	60	60
临街状况	100	96	100	100
宗地进深	100	100	100	100
目前规划限制	100	100	100	100
其他	100	100	100	100

比较因素条件指数说明：

(a) 土地用途和级别

本次评估选用的三个案例与委估宗地均为十级商服用地，土地用途和级别完全一致，在此不作修正。

(b) 交易日期

本次评估所选交易案例均为近期挂牌成交价，根据嘉兴市城市地价监测数据公布的 2017 年各季度商服用地地价水平波动情况，计算得出三个案例各自的交易日期时间修正系数。

样本 B 成交时间为 2017 年 10 月 26 日，距评估基准日 2017 年 11 月 30 日相近，在此不作修正；样本 A、样本 C 成交时间分别为 2017 年 8 月 9 日和 2017 年 6 月 8 日，计算得出的修正参数均为-2。

(c) 交易情况

由于房地产具有不可移动性等特点，其价格往往容易受当时的一些特殊行为所影响，在比较时，应对个别的特殊交易情况加以修正，以上所选择的几个可比实例，均为目前市场上的正常交易案例，在此不作修正。

(d) 土地使用年限

委估宗地权利终止日期为 2056 年 10 月 25 日，截至评估基准日，剩余土地使用年限为 38.9 年。

所选的三个案例的剩余土地出让年限约为 40 年，按土地使用年期修正指数公式计算修正系数：

$$K = \frac{1 - 1 / (1 + r)^n}{1 - 1 / (1 + r)^{40}}$$

土地使用年期修正指数公式：

式中：K——土地使用年期修正系数

r——土地还原率[土地还原率按 7%计]

n——宗地土地使用年期

(e) 价格类型

所选的三个案例均为公开挂牌出让的土地，与委估宗地一致，在此不作修正。

(f) 距区域主干道距离

委估宗地临近主干道，本次评估选用的样本 B、样本 C 与待估对象位置相近，且均临近主干道，在此不作修正；样本 A 距待估对象稍远，临近次干道，设定修正参数为-4。

(g) 道路通达度

委估宗地临广顺路，且靠近海宁皮革城，道路通达度较好，本次评估选用的样本 B、样本 C 与待估对象位置相近，临文苑路，道路通达度较好，在此不作修正；样本 A 距待估对象稍远，道路通达度一般，设定修正参数为-4。

(h) 公共交通便利度

本次评估选用的三个案例与委估宗地均有 5 路以上公共交通，在此不作修正。

(i) 对外交通便利度

委估宗地距海宁火车站距离约 4km，样本 A 距海宁火车站距离约 1km，对外交通便利度优于委估宗地，设定修正参数为+2；样本 B、样本 C 距海宁火车站距离约 6km，对外交通便利度劣于委估宗地，设定修正参数为-1。

(j) 商业繁华度

本次评估选用的样本 B、样本 C 与委估宗地位置相近，商业繁华度较优，在此不作修正；样本 A 距委估宗地稍远，商业繁华度一般，设定修正参数为-4。

(k) 区域店铺分布状况

本次评估选用的样本 B、样本 C 与委估宗地位置相近，区域店铺分布状况连续，

高职能店铺密集，在此不作修正；样本 A 距委估宗地稍远，区域店铺分布状况连续，但高职能店铺相对较少，设定修正参数为-8。

(1) 接近专业市场程度

本次评估选用的样本 B、样本 C 与委估宗地位置相近，距离海宁皮革城等专业市场近，在此不作修正；样本 A 距委估宗地稍远，接近专业市场程度一般，设定修正参数为-6。

(m) 环境优劣度

本次评估选用的样本 B、样本 C 与委估宗地位置相近，附近工业园区较少，污染小，在此不作修正；样本 A 距委估宗地稍远，轻微污染，设定修正参数为-4。

(n) 宗地形状

本次评估选用的样本 C 与委估宗地形状均为规则多边形，有利于商业利用，在此不作修正；样本 A 宗地形状为规则多边形，其面积不影响商业利用，设定修正参数为-3；样本 B 宗地形状为规则多边形，面积稍小，对商业利用有一定影响，设定修正参数为-6。

(o) 容积率

委估宗地容积率为 0.8-0.9，建筑密度 \leq 40%；样本 A 容积率为 1.3-1.5、建筑密度 \leq 40%；样本 B 容积率为 1.5-2、建筑密度 \leq 45%；样本 C 容积率为 1.5-2、建筑密度 \leq 45%。

本次评估参照海宁市基准地价技术报告公布的商服用地因素修正系数表，以委估宗地的容积率对应的系数为基准，设定为 100，将比较样本的容积率对应的系数与委估宗地相比较，对所选用的三个案例进行修正。

通过上述分析和比较，样本 A 设定修正参数为-22；样本 B 设定修正参数为-40；样本 C 设定修正参数为-40。

(p) 临街状况

本次评估选用的样本 B、样本 C 与委估宗地均为二面临街，在此不作修正；样本 A 为一面临街，设定修正参数为-4。

(q) 宗地进深

本次评估选用的三个案例与委估宗地的宗地进深均为 32 米以上，在此不作修正。

(r) 目前规划限制

本次评估选用的三个案例与委估宗地的规划均有一定限制，在此不作修正。

(s) 其他

本次评估选用的三个案例与委估宗地均可单独分割销售，在此不作修正。

上述比较因素条件指数表及设定的修正参数参照了海宁市基准地价技术报告公布的修正体系及商服用地因素修正系数表。

5) 因素修正

在各因素条件指数表的基础上，将委估宗地的因素条件指数与比较样本的因素条件指数进行比较，得到各因素修正系数，计算得到结果。

比较因素	样本 A	样本 B	样本 C
土地用途和级别	1.000	1.000	1.000
交易日期	1.020	1.000	1.020
交易情况	1.000	1.000	1.000
土地使用年限	0.995	0.995	0.995
价格类型	1.000	1.000	1.000
距区域主干道距离	1.042	1.000	1.000
道路通达度	1.042	1.000	1.000
公共交通便捷度	1.000	1.000	1.000
对外交通便捷度	0.980	1.010	1.010
商服繁华度	1.042	1.000	1.000
区域店铺分布状况	1.087	1.000	1.000
接近专业市场程度	1.064	1.000	1.000
环境优劣度	1.042	1.000	1.000
宗地形状	1.031	1.064	1.000
容积率	1.282	1.667	1.667
临街状况	1.042	1.000	1.000
宗地进深	1.000	1.000	1.000
目前规划限制	1.000	1.000	1.000
其他	1.000	1.000	1.000
因素修正合计	1.868	1.782	1.709

综上所述，委估宗地的比较因素条件指数和因素修正系数的取值参照了海宁市基准地价技术报告公布的修正体系及因素修正系数表，并结合了可比地块的实际情况进行修正，具有合理性。

经核查，评估师认为：通过分析和比较，对建安成本在整个建设期的资金成本，

按照实际发生且合理的建安成本支出进行了重新计算，符合成本重置的基本原理，建安成本的评估结果具有合理性；土地成本的比较因素条件指数和因素修正系数的取值参照了海宁市基准地价技术报告公布的修正体系及因素修正系数表，并结合了可比地块的实际情况进行修正，具有合理性。

五、反馈意见第 15 条：申请文件显示：1) 2018 年和 2019 年标的资产预测分别实现销售收入 88,171.15 万元和 33,505.33 万元。2) 2018 年至 2023 年，标的资产预测商铺租金收入分别为 6,744.98 万元、4,109.89 万元、4,669.09 万元、5,158.53 万元、5,094.12 万元、5,353.44 万元。请你公司结合标的资产目前的商铺/住宅的预售/租情况、完工进度和销售计划、招商情况、可比物业的销售/租赁单价情况、可比物业的续租率和出租率情况、未来年度租金变动预期等，补充披露预测期内商铺/住宅销售收入、商铺租金收入的预测依据和可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

1. 目前的商铺/住宅的预售/租情况

1) 商铺的销售完成情况

截至 2018 年 4 月 30 日，根据时尚小镇公司计划的经营模式，标的资产计划用于销售的商业部分已全部对外销售完毕，具体情况见下表：

商铺销售情况统计表

项目	计划销售面积(平方米)	已售面积(平方米)	预测售价(万元)	合同价(万元)	预收价款(万元)	完成金额占预测数的比例	预收价款比例
商业一层	13,941.72	14,003.68	31,003.53	30,731.13	49,736.48		
商业二层	20,908.55	20,931.45	23,662.28	23,667.90			
合计	34,850.27	34,935.13	54,665.81	54,399.03	49,736.48	99.51%	91.43%

注：预收价款数据来源于企业 2018 年 4 月 30 日未经审计的财务报表。

由上表，截至 2018 年 4 月 30 日，标的资产计划用于销售的商业部分已全部对外销售完毕，销售合同金额为 54,399.03 万元，占预测售价的比例为 99.51%，占截

至 2018 年底预测累积实现的销售金额（88,171.15 万元）的比例为 61.70%，按照目前的销售完成情况推算，2018 年商铺销售收入实现的可行性较高。

2) 商铺的租赁完成情况

A. 截至目前，标的资产幢号为第 3-15 号、18-26 号的商业用房-国际面辅料中心已初步完成招商工作，具体租赁情况见下表：

国际面辅料中心租赁（含承租权）情况统计表

项目	总面积（平方米）	已租面积（平方米）	已完成招商率	2018 年预测租赁现金流入(万元) [注]	租赁合同金额（含承租权）（万元）	已预收租金及承租权费（万元）	完成金额占预测数的比例	预收租金比例
商业一层	15,231.10	11,276.00	74.03%	5,043.32	4,753.39	4,753.39		
商业二层	24,029.58	17,338.32	72.15%					
合计	39,260.68	28,614.32	72.88%	5,043.32	4,753.39	4,753.39	94.25%	100%

注：国际面辅料中心（含承租权）对应的 2018 年预测租赁现金流入金额

B. 标的资产幢号为第 1-2 号的商业用房计划于 2018 年下半年开始招商，定位为国际面辅料中心的配套商业，其可租面积见下表：

国际面辅料中心配套商业租赁情况统计表

项目	总面积（平方米）	已租面积（平方米）	未租面积（平方米）	备注
商业一层	4,126.47	0.00	4,126.47	
商业二层	6,358.17	0.00	6,358.17	
商业三层	3,504.97	0.00	3,504.97	
合计	13,989.61	0.00	13,989.61	

综上所述，截至目前，标的资产商铺租金收入（含承租权）合计为 4,753.39 万元，占 2018 年预测租赁总现金流入金额（6,744.98 万元）的比例为 70.47%，按照目前的招商计划和完成情况推算，2018 年及未来年度商铺租金收入实现的可行性较高。

3) 住宅的预售情况

截至目前，时尚小镇公司尚未取得住宅预售证，住宅部分尚未开始预售。

2. 建设进度和销售计划

海宁皮革时尚小镇创意核心区一期项目位于海宁市广顺路西侧、皮革城六期南

侧，该项目由 26 幢楼组成，其中高层住宅 2 幢（幢号为第 16、17 号）、商业用房 24 幢（幢号为第 1-15 号、18-26 号），目前商业用房已完工，其中幢号为第 3-15 号、18-26 号的商业用房（即国际面辅料中心）已于 2018 年 3 月开业试运营，幢号为第 1-2 号的商业用房计划于 2018 年下半年开始招商，定位为国际面辅料中心的配套商业；高层住宅（幢号为第 16、17 号）目前土建工程完成 95%，消防暖通工程完成 95%，建筑智能化工程完成 95%，幕墙工程完成 90%，室外附属工程完成 85%，绿化工程完成 90%，主体预计于 2018 年 9 月完工。

根据时尚小镇公司的销售计划及市场定位，高层住宅可售建筑面积约为 5 万平方米，体量较小，户型多为 50-70 平方米的精装修小户型，单价适中，总价较低，适合专业市场租户的住房需求，预计将于 2018 年下半年开始预售，2018 至 2019 年的销售比例分别为 50%和 50%，按照目前的完工进度和销售计划推算，2018 年、2019 年住宅销售收入实现的可行性较高。

3. 招商情况

截至目前，幢号为第 3-15 号、18-26 号的商业用房-国际面辅料中心已于 2018 年 3 月开业试运营，招商工作已初步完成，签约入驻率已超过 85%（包含出租和销售两部分）；幢号为第 1-2 号的商业用房（合计 79 套）定位为国际面辅料中心的配套商业，计划于 2018 年下半年开始招商。

截至 2018 年 4 月 30 日，时尚小镇一期规划的 512 套商铺，出售或出租合计商铺间数占总商铺间数比例为 71.48%，预售和预租情况整体良好。

4. 可比物业的销售/租赁单价情况

1) 可比物业的销售单价情况

标的资产位于海宁市广顺路西侧、皮革城六期南侧，根据周围类似房地产市场最新的调查情况，对委估物业的销售单价进行比较分析。周围类似房产最新调查情况具体见下表：

周边物业调查表					
物业名称	物业地址	开发商	物业类型	预测时单价 (元/平方米)	目前调查单价 (元/平方米)
开元万科新都会	海宁市海宁市海宁大道与江南大道交叉口	海宁开元名都置业有限公司	住宅	14,500	14,500

周边物业调查表					
物业名称	物业地址	开发商	物业类型	预测时单价 (元/平方米)	目前调查单价 (元/平方米)
汇高百悦府	海宁市海昌大道与江南大道交汇处	浙江汇高置地有限公司	住宅	14,000	14,500
中天钱潮府	钱江西路与广顺路交叉口	海宁雅筑房地产开发有限公司	住宅	12,500	13,000

由上表可见，三个可比物业的销售单价稳中有升，结合近年来海宁市商品房住宅市场稳中上涨的总体趋势，未来标的资产的销售单价实现的可行性较高。

2) 可比物业的租赁单价情况

标的资产位于海宁市广顺路西侧、皮革城六期南侧，靠近海宁中国皮革城商圈，根据周围海宁中国皮革城各期市场的最新调查情况，选取三个可比物业对委估物业的租赁单价进行比较分析。

经调查，本次评估选取以下 3 个样本为可比物业，其一至三层的租赁单价具体见下表：

海宁中国皮革城可比物业

项目	一层租赁单价 (元/天·平方米)	二层租赁单价 (元/天·平方米)	三层租赁单价 (元/天·平方米)	平均单价(元/ 天·平方米)
皮革城一期	3.60	9.81	5.07	6.16
皮革城二期	3.73	4.98	2.53	3.75
皮革城四期	3.29	2.66	3.87	3.27
可比物业平均单价				4.39
标的资产商铺				2.08
预测单价	3.15	1.61	1.13	1.96

由上表可见，标的资产目前的租赁单价与预测租赁单价相当，且标的资产商业用房附近商圈的可比物业租赁单价相对较高，高于标的资产目前的租赁单价，按照目前的招商计划和进度推算，未来标的资产的租赁单价实现的可行性较高。

5. 可比物业的续租率和出租率情况

经统计，本次评估选取皮革城一期、皮革城二期、皮革城四期作为可比物业，对其出租率、空置率和续租率情况进行比分析，可比物业的出租率和续租率情况见下表：

2017年可比物业的出租率和续租率统计

区域	总面积(平方米)	总间数(间/幢)	空置面积(平方米)	空置间数(间/幢)	2017年出租率	2017年空置率	2016年出租率	16-17年续租率	备注
皮革城一期	53,670.61	734.00	3,083.20	68.00	94.26%	5.74%	94.30%	99.96%	
皮革城二期	94,550.19	1,334.00	213.00	11.00	99.77%	0.23%	99.90%	99.87%	
皮革城四期	32,762.11	257.00	1,439.00	4.00	95.61%	4.39%	94.49%	100.00%	
合计	180,982.91	2,325.00	4,735.20	83.00	97.38%	2.62%	97.31%	99.94%	

由上表，2017年可比物业的出租率平均为97.38%，续租率平均为99.94%。

可比物业的出租率很高、续租情况稳定，时尚小镇公司标的资产与上述可比物业的业态、地理位置、经营方式、管理模式等相近或相似，由此推论，标的资产未来的出租率较好、续租情况相对稳定，未来年度商铺租金收入实现的可行性较高。

6. 未来年度租金变动预期

经调查，可比物业租赁单价情况具体见下表：

海宁中国皮革城可比物业

项目	一层租赁单价(元/天·平方米)	二层租赁单价(元/天·平方米)	三层租赁单价(元/天·平方米)	平均单价(元/天·平方米)
皮革城一期	3.60	9.81	5.07	6.16
皮革城二期鞋城	3.73	4.98	2.53	3.75
皮革城层四期	3.29	2.66	3.87	3.27
可比物业平均单价				4.39

由上表可见，可比物业租赁单价相对较高，高于标的资产目前的租赁单价，主要原因系 1) 根据时尚小镇公司的招商计划，为了培育新市场，初次招商中给予了租户较大的租金优惠政策（第一年给予75折租金优惠）；2) 可比物业业态多为裘皮、箱包、鞋业等，其一般店效高于时尚小镇公司的国际面辅料业态，店铺租金也较高；3) 可比物业历史年度初次招商时，在租金优惠政策下，初始租赁单价同样不高。

未来随着商业氛围的逐渐成熟和配套设施的逐步完善，优惠政策的退出及优惠力度的减弱，标的资产的租赁单价将呈现上涨趋势，向可比物业的平均租赁单价靠近。按照上述租赁变动趋势推算，未来年度商铺租金收入实现的可行性较高。

经核查，评估师认为：通过分析可比物业的出租率、续租率、销售单价、租赁单价等相关数据，预测未来年度租金变动预期，充分考虑了目前的招商情况、完工进度、销售计划、住宅的预售情况、商铺租赁和销售完成情况，标的资产预测期内销售收入和租金收入的预测依据充分，可实现程度较高。



坤元资产评估有限公司

二〇一八年五月二十四日