

**北京国融兴华资产评估有限责任公司**  
**关于上海证券交易所“（2018）2486号” 问询函**  
**相关问题的回复**

上海证券交易所：

我公司收到上海证券交易所《关于对茂业商业股份有限公司向关联方收购资产相关事项的问询函》（上证公函【2018】2486号）（以下简称“上交所问询函”）。根据上交所问询函内容要求，我就评估相关的问题回复如下：

**问题三、**秦皇岛茂业净资产 11.09 亿元，其 100%股权采用资产基础法的评估价值为 19.92 亿元，评估增值率 61.75%，主要为固定资产评估增值 7.82 亿元。2015 年 10 月，茂业通信通过挂牌方式转让秦皇岛茂业 100%股权，中兆投资受让价 14 亿元。请贵公司详细回复：（1）秦皇岛茂业主要评估增值的固定资产的具体情况，包括土地和物业的面积、地址、取得时间、账面原值、累计折旧和减值情况，并结合当地的房地产价格说明评估作价的公允性；（2）秦皇岛茂业本次交易作价与前期挂牌转让价格差异的具体原因和合理性。

答复：委托方茂业商业拟对秦皇岛茂业控股的收购计划推迟，该公司的股权已排除在本次收购标的范围，不再使用本报告的评估结论，因此，不再对上述事宜答复。

**问题四、**截至 2018 年 6 月 30 日，泰州一百净资产为 3402.18 万元，本次估值采取收益法，估值结果为 58,119.17 万元，增值率 1608.29%。请结合同行业可比公司、可比交易以及标的资产历史经营情况，说明本次交易大幅增值的原因及定价的合理性。

答复：本次大幅增值的原因是账面净资产没有客观反映股东权益价值。泰州一百的主要资产是自有产权的经营用房地产，因财务核算的历史成本原则，其账面资产价值是原始取得成本，而且是折旧后的净值。泰州一百商场建筑面积 40357.7 平方米，其账面单价仅 1,017.24 元/平方米，与其市场价值的差异明显。按目前的评估结果 13200 元/平方米计算，仅商场房产即增值约 49000 万元。

泰州一百的股东全部权益价值采用收益法评估的结果为 58,119.17 万元，

与账面净资产价值 3402.18 万元比较，增值 54,716.99 万元，增值的主要原因既有资产营力能力较强的原因，也有商誉及其他未在账面体现的无形资产价值贡献。该公司的商场位于泰州市核心商圈的中心，也是泰州的老字号商场，具有一定的品牌效应和稳定的客户群体，在专业的管理团队运营下，企业具有较强的营利能力。因商场为自有物业，且位于核心地段，未来客流量稳定，不会发生经营场所变更的风险，不需支付高额的租赁费用，其未来经营收益稳定性、可持续性均有较好的保障，而且经营风险相对较低。因此，根据未来预测期及永续期的经营业绩测算的净现金流量作为本次股东全部权益价值较其净资产的账面值有了较大的增幅是合理的。

从盈利能力指标上，其与同行业可比公司比较，盈利水平明显较高。

1) 泰州一百近年的盈利能力指标统计如下：

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
销售毛利率	15.78%	15.37%	14.26%	14.99%
销售净利率	6.64%	6.63%	5.63%	5.41%
净资产收益率	26.19%	20.00%	15.43%	58.77%
资产净利率	15.9%	12.7%	6.5%	5.4%

上述指标中，2018 年 1-6 月的指标是半年度的（未年化）指标。

2015 年-2017 年度的销售净利率、净资产收益率等盈利指标，已经高于同行业的平均水平，其中 2015 年-2017 年度净资产收益率的计算基数尚包含了金额较大的经营积累（未分配利润）1.5 亿-2 亿元，因此拉低了当年的净资产收益率和资产净利率。2018 年公司进行了利润分配，2018 年 6 月末的净资产基数减少了利润分配金额，净资产收益率的盈利指标出现大幅提升，但未分配利润的金额对公司未来的经营现金流不产生影响，对公司的未来业绩也没有影响。

选取的同行业可比上市公司的盈利指标如下：

证券代码	证券名称	销售净利率 [报告期] 2015 年报 [单位]%	销售净利率 [报告期] 2016 年报 [单位]%	销售净利率 [报告期] 2017 年报 [单位]%	销售毛利率 [报告期] 2015 年报 [单位]%	销售毛利率 [报告期] 2016 年报 [单位]%	销售毛利率 [报告期] 2017 年报 [单位]%	年化净资产收益率 [报告期] 2017 年报 [单位]%
600859. SH	王府井	3.82	3.18	3.57	21.43	21.38	20.72	8.86
002419. SZ	天虹股份	6.94	3.03	3.87	23.57	24.16	25.76	12.37
600729. SH	重庆百货	1.21	1.30	1.98	18.68	16.80	17.68	12.56
600785. SH	新华百货	1.46	0.50	1.07	20.10	20.25	20.07	5.48
600828. SH	茂业商业	4.00	6.07	9.24	22.39	26.18	28.10	22.69
600361. SH	华联综超	0.39	-2.14	0.64	22.60	22.13	21.63	2.94
600682. SH	南京新百	2.27	2.48	4.71	35.00	35.91	37.75	13.86
000785. SZ	武汉中商	-0.36	0.92	9.88	19.61	21.01	21.06	37.49
002024. SZ	苏宁易购	0.56	0.33	2.15	14.44	14.36	14.10	5.82
600814. SH	杭州解百	6.67	5.99	5.24	21.63	22.60	22.63	7.94
000501. SZ	鄂武商 A	4.57	5.61	6.85	21.76	22.21	22.71	18.76
600723. SH	首商股份	4.58	4.04	4.56	22.76	23.17	23.26	9.87
600712. SH	南宁百货	1.17	-1.55	0.08	14.10	14.71	14.91	0.17
601933. SH	永辉超市	1.42	2.47	2.88	19.83	20.19	20.84	9.27
600865. SH	百大集团	12.75	8.63	5.06	27.83	26.21	26.81	2.85
600738. SH	兰州民百	7.54	6.08	10.50	24.67	24.75	34.13	9.33
	平均值	3.69	2.93	4.52	21.90	22.25	23.26	11.27

上述指标中，泰州一百只有销售毛利率水平低于行业平均水平，但是泰州一百的期间费用发生额少，从而销售净利率却高于所选样本的平均水平，因此总体的销售利润率还是好于行业平均值。

2) 从历史经营业绩看，如果以评估值与 2017 年的净利润比较，市盈率约为 12 倍；市销率约为 0.8，低于可比公司的 24 倍市盈率和 1.1 的市销率平均水平。如果以评估值与未来预测期的经营业绩比较，上述指标会更低。

综上所述，泰州一百的评估值与自身的经营业绩是匹配的，与可比公司的经营指标比较结果看，估值也是合理的。

**问题五**、2015 年至 2017 年，泰州一百净利润分别为 5281.67 万元、5041.21 万元、4059.33 万元，逐年下降，泰州一百公司估值采取收益法，主要基于公司未来预期的净现金流折现。泰州一百承诺 2018 年至 2020 年实现的净利润分别不低于 4398.12 万元、5058.31 万元、5227.04 万元，逐年上升。请贵公司详细回复：(1) 泰州一百公司评估中对未来净现金流的预测值及可实现性，和评估模型中折现率等主要系数的数值及确定方法；(2) 结合泰州一百历史业绩逐年下降的情况，说明业绩承诺的合理性及可实现性，是否存在损害上市公司利益的情形。

**答复(1) 泰州一百评估中对未来净现金流的预测值及可实现性，和评估模型中折现率等主要系数的数值及确定方法：**

泰州一百公司对未来净现金流的预测值累计为 58,635.29 万元。其中：预测期内五年半的累计值为 36,009.91 万元，永续期的年净现金流为 5,585.52 万元。

上述现金流的实现，基于未来收入的实现和成本费用支出控制在预测范围内。收入与成本预测值的可实现性分析如下：

A、收入的可实现性：

未来预测值中，预测期各年的收入，在 2023 年恢复到略高于 2015 年的销售收入的水平（比 2015 年销售收入增加 5%），即 2023 年的主营业务收入预测值为 84000 万元。与 2018 年度的收入规模（73812 万元）相比增长了 14%，相当于预测期内年均增长率为 2.8%。

收入的波动受经济周期及行业景气周期的影响明显，在经历了业绩下滑的波动后，外部因素（宏观环境）和内部因素（加强管理）的作用将会改变业绩的波动方向。泰州一百预测期实现收入增长主要依赖于以下几方面：

①2018 年调增了经营面积约 2%，即原办公用的场所改为品牌餐饮经营，由此增加了营业收入，并将带动客流量的增长；

②调整商品品类。

2018 年，公司在实行品类末位淘汰的前提下，再压缩毛利低的品类经营面积，增加毛利高的品类和经营面积，如：家电和数码的腾挪让位于运动和化妆品品类等；家电与数码的可压缩空间大，除增加其他毛利高的商品品类外，还可通过既有产品的品牌特卖会等方式拉高客流量和总体销售收入。该计划已于 2018 年逐步实施，从 2018 年上半年的毛利情况看，毛利水平已经比上年高出近 0.7%。

③其他增加客流量的活动

2018 年，泰州公司已经通过营业楼的周边的广场建儿童娱乐设施等方式为商场引入新的客流量，并已经取得效果（如：麦肯店营业额已经有明显的上升）。

④人口的增加（二胎政策、一线及二线城市人群向三线城市回归、农村人口城市化），将会成为商业企业业绩回升拐点的支撑。

⑤ 消费升级对百货业收入的影响越来越明显

伴随人均 GDP 和可支配收入的增长，消费结构发生重大变化，居民逐渐由物质性、基础性消费向精神性、发展性消费转变，服务比产品更受青睐，品质消费占比不断提升。线上消费的劣等品和吉芬商品越来越无法满足居民对品质的追求，百货行业迎来复苏机会。

## B、收入的测算方法

因商品品类的动态调整及商品品类的繁多，使得收入的预测不宜按品类预测。而客流量与客单价是百货行业的重要可比数据，也是各实体店制订经营计划与目标的最有效参考数据，因此收入金额预测按照有效客流量与客单价的乘积测算。客流量和客单价是支撑收入形成的决定因素，收入的增长主要来自客流量的增加及客单价的上升。

根据统计数据，泰州市近十年的城镇人口平均增长率为 3.38%，泰州一百经过 2018 年的品类调整以及上述宏观与微观环境的变化，2019 年及以后的预测期至 2022 年，客流量将会有至少相当于城市人口平均增长率水平（3.38%）的增加，从而带动营业收入至少为 3.38% 的增长。

近年来，二胎政策、一二线城市的人口回归、人均收入的增长，导致商业领域的客单价（指商场、超市每一个顾客平均购买商品的金额，也即是平均交易金额）是上升的趋势，但在预测期，以 2018 年的实际客单价水平不变为假设，这样便增加了营业收入预测值的谨慎性。另外，从 2023 年以至未来的永续期的各年收入预测值未再有增长。

从上述因素看，收入预测值的实现有可靠的方法和政策支持，收入预测值还是相对谨慎的、可实现的。

### C、成本预测情况

客流量与客成本（主营业务成本除以客流量即为客成本）是主营业务成本的决定因素。客流量在收入中确定后，客成本以最近一期的统计数据确定，且该数据需要是近年最高值，从而保证成本预测的谨慎性。

### D、未来净现金流量预测值的可实现性

未来预测年度的收入提升主要是靠提高客流量等方法实现。泰州一百属于泰州市的老字号百货商场，品牌价值和声誉已深入人心，在增加营业面积、调整商品品类后，未来客流量在目前客流量的基础上，城市新增人口是客流提升的重要人群。以年度新增城市人口的比率（3.38%）作为本公司未来四年预测期的客流量年增长率是不难实现的，而客流量与营业额有着较稳定的比率关系，因此，在管理团队的努力下，我们判断未来净现金流的预测值是可以实现的。

●评估模型中的折现率采用了 CAPM 模型，折现率为 10.99%。具体确定方法如下：

$$R_e = R_{f1} + \beta (R_m - R_{f2}) + \text{Alpha}$$

其中： $R_e$ : 权益期望回报率，即权益资本成本

$R_{f1}$ : 长期国债期望回报率

$\beta$ : 贝塔系数

$R_m$ : 市场期望回报率

$R_{f2}$ : 长期市场预期回报率

Alpha: 特别风险溢价

$(R_m - R_{f2})$ : 股权市场超额风险收益率，称 ERP

具体参数取值过程：

①长期国债期望回报率 ( $R_{f1}$ ) 的确定。本次评估我们在沪、深两市选择评估基准日距到期日剩余期限十年以上的长期国债的年期收益率的平均值, 经过汇总计算取值为 3.48%, 详见附表《国债到期收益率计算表》(数据来源: wind 网)。

②ERP, 即股权市场超额风险收益率 ( $R_m - R_{f2}$ ) 的确定。

股权市场超额风险收益率即股权风险溢价, 是投资者所取得的风险补偿额相对于风险投资额的比率, 该回报率超出在无风险证券投资上应得的回报率。

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中: 成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2017 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.38%; 国家风险补偿额取 0.81%。

则:  $MRP=6.38\%+0.81\%$

$=7.19\%$ 。

③贝塔系数的确定

A、确定可比公司

在本次评估中对比公司的选择标准如下:

- 对比公司所从事的行业或其主营业务为零售行业;
- 对比公司必须为至少有两年上市历史;
- 对比公司为 A 股。

根据上述四项原则, 我们选取了 4 家上市公司作为对比公司。

B、确定无财务杠杆  $\beta$  系数

确定无财务杠杆  $\beta$  系数

目前中国国内 Wind 资讯公司是一家从事于  $\beta$  的研究并给出计算  $\beta$  值的计算公式的公司。本次评估我们是选取该公司公布的  $\beta$  计算器计算对比公司的  $\beta$  值, 查取可比上市公司的评估基准日有财务杠杆的  $\beta$  值、带息债务与权益资本比值, 并换算为无财务杠杆的  $\beta$  值, 取其算术平均值为 0.8777。

C、特别风险溢价 Alpha 的确定

泰州一百有优越的地理位置和稳定的经营场所, 区域内的客户资源稳定, 经营风险不高。但由于被评估单位为非上市公司, 而评估参数选取的可比公司是上市公司, 综合考虑企业的经营规模、经营状况、财务状况及流动性等差异, 确定被评估单位的特定风险系数为 1.2%。

#### D、权益资本成本的确定

根据以上分析计算，我们确定用于本次评估的权益期望回报率，即股权资本成本为 10.99%。

#### 答复（2）结合泰州一百历史业绩逐年下降的情况，说明业绩承诺的合理性及可实现性，是否存在损害上市公司利益的情形

从利润指标上看，泰州一百的历史年度经营利润在近三年是逐年略有下降。其主要原因在于三、四线城市消费升级，对商品的需求、档次有升级需要，而相应品类调整需要时间，在调整过程中，毛利率低的经营品类拖累经营利润。2015 年至 2017 年各年的收入波动范围在 4-6%之间，总营业额波动不大；利润总额在 2015 年至 2016 年也有约 5%的下降，2017 年下降幅度较大，主要原因是毛利低的商品品类占收入的比例过大。

在历史年度，大家电、珠宝首饰等毛利较低的商品销售额占比较大。为了扭转该局面，2018 年 4 月开始，公司严格执行品类经营末位淘汰，调整经营品类的政策，以提升利润水平。重点压缩大家电等毛利低的品类，增加服饰、运动等毛利高的品类。并采取增加经营面积、引进影响力大的消费品牌、增加促销方式等增加客流量。依据品类调整的经营思路，调整后将会使商场内容流量增加，也会增加成交笔数，提升利润和收入水平。

### 泰州一百截止 2018 年 8 月调整品牌一览表

楼层	品 类	品牌数	新进	移位	原位重装	撤柜	备注
1F	珠 宝	4	2	0	2	0	
	化妆品	2	1	0	1	1	
	皮 具	10	4	0	6	4	
2F	女 装	22	8	13	1	8	
3F	少淑女装	22	6	7	9	7	
4F	皮 具	8	1	0	7	4	
	男 装	14	8	5	1	7	
5F	休 闲	5	3	1	1	3	
	运 动	2	1	1	0	0	
	儿 童	8	3	5	0	2	
合计		97	37	32	28	36	



2018年上半年，营业利润已经回升到3373万元；不考虑下半年收入增长的情况下，全年税后净利也将达到4900万元，接近2016年的5000万净利润的水平。

预测期按年均3%的收入增长率，即约为2400万的新增收入带来的利润额将使各年的税后净利水平稳定提高。

年份	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
项目	0.25	1	2	3	4	5	
一、营业收入	36,824.51	76,184.05	78,712.49	81,325.93	84,027.24	84,047.48	84,047.48
主营业务收入	35,883.26	74,220.04	76,728.84	79,322.44	82,003.72	82,003.72	82,003.72
其他业务收入	941.24	1,964.01	1,983.65	2,003.49	2,023.52	2,043.76	2,043.76
二、营业成本	31,454.49	65,040.80	67,225.31	69,483.53	71,817.94	71,824.00	71,824.00
主营业务成本	31,172.44	64,452.27	66,630.90	68,883.17	71,211.58	71,211.58	71,211.58
其他业务成本	282.05	588.53	594.41	600.36	606.36	612.42	612.42
营业税金及附加	851.27	1,756.07	1,809.01	1,863.73	1,920.30	1,920.76	1,920.76
营业费用	838.14	1,643.65	1,690.83	1,736.99	1,787.01	1,794.67	1,794.67
管理费用	482.22	999.12	1,017.95	1,037.28	1,057.15	1,063.09	1,063.09
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失							
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	3,198.39	6,744.41	6,969.38	7,204.40	7,444.85	7,444.96	7,444.96
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	3,198.39	6,744.41	6,969.38	7,204.40	7,444.85	7,444.96	7,444.96
减：所得税费用	799.60	1,686.10	1,742.35	1,801.10	1,861.21	1,861.24	1,861.24
五、净利润	2,398.80	5,058.31	5,227.04	5,403.30	5,583.63	5,583.72	5,583.72

在品类调整充分后，毛利水平将逐渐回升，并随着一系列增加客流量的措施的实施及消费政策的拉动，公司的业绩将会出现回暖的趋势。

北京国融兴华资产评估有限责任公司

二〇一八年十月十日