

**中铭国际资产评估（北京）有限责任公司关于
《关于请做好浙江东日配股发审委会议准备工作的函》的回复**

中国证券监督管理委员会：

由光大证券股份有限公司转来的《关于请做好浙江东日配股发审委会议准备工作的函》奉悉。针对函中需中铭国际资产评估（北京）有限责任公司（以下简称“本公司”）发表意见的事项，本公司进行了详细核查，现将核查结果回复如下：

问题 5：采用收益法评估不动产时，评估机构预测的 2018 年 7-12 月租金毛收入为 790.97 万元，2019 年租金毛收入为 3,281.33 万元，此后年度租金毛收入在此基础上均有一定程度的上涨。请申请人说明 2019 年及此后年度租金毛收入预测金额的合理性，收益法主要评估参数选取是否谨慎合理。

请保荐机构、评估机构发表核查意见。

回复：

一、2019 年及此后年度租金毛收入预测金额的合理性，收益法主要评估参数选取是否谨慎合理

本次评估采用成本法和收益法两种评估方法，最终评估结果采用成本法的评估结果。在收益法评估过程中，对租金收入预测及注意评估参数选取的合理性说明如下：

（一）2019 年及此后年度租金毛收入预测金额的合理性

1、2018 年营业收入系根据菜篮子集团与浙江东日实际签订的租赁协议中的约定的 1,738.56 万元/年的租金价格进行测算。

由于 2017 年 8 月，现代农贸城资产已由菜篮子集团按照 1,738.56 万元/年的价格整体出租予浙江东日，租赁期至 2018 年 12 月 31 日。该租金价格以温州华欣资产评估有限公司出具的“温华资评报字[2017]0186 号”评估报告确定的年租金为依据，因此该租金为公允价值。

根据中国资产评估协会编制的《资产评估实务》，建（构）筑物评估方法中，在有租约限制时，租约期内的租金宜采用租约所确定的租金，租约期外的

租金应当采用正常客观的租金。

从产权持有人菜篮子集团的角度考虑，截止评估基准日，该租赁事项为既定事实，是现代农贸城资产实际已产生的收入，因此本次评估根据菜篮子集团与浙江东日实际签订的租赁协议测算 2018 年 4-12 月的营业收入为 1,186.45 万元（其中 7-12 月为 790.97 万元）。

2、2019 年及后续预测期营业收入系根据现代农贸城市场实际投入运营后所能产生的收入作为营业收入，主要包括摊位的租金及管理费收入。

浙江东日承租现代农贸城资产后，开始投入运营，评估假定浙江东日投入运营后产生的营业收入符合市场预期，系正常的公允市场价格，菜篮子集团自身运营该项目也能产生相应的收益。因此本次评估 2019 年至 2023 年及后续计算期的营业收入参照浙江东日目前的运营情况进行预测。具体如下：

(1)截至评估时点，现代农贸城共有摊位 588 户，已出租 568 户，占 96.60%。测算时首先取得市场内全部出租摊位的租赁合同，按照合同金额确定现有经营状况下实际营业收入；谨慎起见未来市场整体出租率按 97%计算。

(2)由于市场租户分为投标户和定向招商户，投标户的租金价格为投标方式确定，系正常市场价格；而定向招商户的租金价格较市场价格有一定幅度的优惠。按照浙江东日运营计划，未来 3-5 年内定向招商户的价格将逐步恢复到市场价格，谨慎起见，测算时从 2019 年起，将定向招商户的租金按照直线法分 5 年调整至与投标户价格持平，之后保持不变；投标户价格一直保持目前的水平不变。根据测算，假设 2019-2023 年按照直线法将定向招商户的租金恢复到市场价格，则每年的价格涨幅平均约在 10%左右，可行性较强。

按照上述假设预测的现代农贸城营业收入情况如下：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年至 2053 年
营业收入	32,813,336.95	34,102,212.18	35,526,905.60	36,718,293.55	37,926,468.64
二至四层					
租金	21,109,075.19	22,020,677.69	22,932,280.20	23,843,882.70	24,755,485.20
管理费	5,754,807.22	5,754,807.22	5,754,807.22	5,754,807.22	5,754,807.22
一层淡水鱼					
租金	3,772,727.27	4,150,000.00	4,663,090.91	4,942,876.36	5,239,448.95
停车场					
租金	2,176,727.27	2,176,727.27	2,176,727.27	2,176,727.27	2,176,727.27

注：一层淡水鱼交易区由控股子公司温州东日淡水鱼有限公司(以下简称“淡水鱼公司”)向浙江东日承租后具体经营，盈利模式为对每笔交易收取交易服务费。评估时主要考虑本次评估标的为现代农贸城资产的市场价值，谨慎起见仅考虑淡水鱼公司承租淡水鱼交易区支付给公司的租金，不考虑其自身经营所产生的利润。

上表中，预测期内二至四层营业收入增长主要来自于定向招商户租金价格的逐步上涨，根据上表测算，2020年-2023年营业收入同比涨幅分别仅为3.93%、4.18%、3.35%和3.29%，2023年以后不增长，总体较为谨慎。

一层淡水鱼交易区租金预测根据浙江东日与淡水鱼公司签订的租赁合同确定，该合同租赁期间10年，覆盖了评估预测时2019-2023年的测算期(2023年以后为稳定期)。浙江东日与淡水鱼公司对未来租赁价格的定价系在参考浙江东日与菜篮子集团签订租赁协议时温州华欣资产评估有限公司出具的“温华资评报字[2017]0186号”《资产评估报告书》确定的年租金评估值基础上，通过对合资方(合资方持有淡水鱼公司49%股权)进行招标的方式确定的公允的市场价格，具有合理性。

3、假设2018年租金毛收入亦按照农贸城市场实际投入运营后产生的租金和管理费收入进行计算，则测算出的房地产净收益高于评估实际采用的按照浙江东日与菜篮子集团签订的租赁合同的方法的测算结果，评估结果亦会略高于实际收益法评估结果，且均高于成本法的评估价值

假设上述收益法测算时2018年4-12月亦按照现代农贸城市场目前经营状况进行测算，则2018年4-12月的营业收入为18,251,344.43元，运营成本为3,958,445.71元，房地产净收益14,292,898.72元，最终收益法评估价值371,156,387.00元，房地产净收益和评估价值均略高于评估实际采用按照浙江东日与菜篮子签订的租赁合同测算出的2018年4-12月房地产净收益11,130,622.00元及评估价值368,040,840.00元。两种假设下收益法评估价值测算差异3,115,547.00元，整体差异较小，且均高于成本法的评估价值，鉴于本次交易估值最终采用成本法的评估结果，因此不会对本次交易估值产生影响。

(二) 收益法主要评估参数选取是否谨慎合理

收益法是预测评估对象未来收益，利用报酬率或资本化率、收益乘数将未来收益转换为价值得到评估对象价值或价格的方法。具体计算公式为：

$$V = \sum_{i=1}^t \frac{a_i}{(1+r)^i} + \frac{a}{r(1+r)^t} \times \left(1 - \frac{1}{(1+r)^{n-t}} \right)$$

其中：V—收益价格；

a_i —第 i 年的房地产净收益；

a —第 t 年以后无变化的房地产年净收益；

r—房地产资本化率；

t—纯收益有变化的年限；

n—未来可获收益年期。

根据《资产评估执业准则——不动产》（中评协[2017] 38 号）第四章评估方法，采用收益法评估不动产时，应当合理确定收益期限、净收益与折现率。

根据中国资产评估协会编制的《资产评估实务》，建（构）筑物评估方法中，房地产净收益是指归属于房地产的除去各种费用后的收益，由总收益（毛收益）扣除总费用。总收益是指以收益为目的的房地产和与之有关的各种设施、劳动力及经营管理者要素结合产生的收益；在有租约限制时，租约期内的租金宜采用租约所确定的租金，租约期外的租金应当采用正常客观的租金。总费用是指取得该收益所必需的各项支出，通常包含管理费、保险费、税金等，但不包含折旧费。

本次评估中采用收益法评估时涉及主要评估参数包括营业收入、运营成本、折现率，具体参数选取过程和依据如下：

1、营业收入

本次评估中对营业收入的测算具体见本题“（一）2019 年及此后年度租金毛收入预测金额的合理性”。

2、运营成本

2018 年由于是考虑现代农贸城项目整体出租收入，因此运营成本亦主要考虑收取租金后产生的增值税及附加、保险费、房产税等。

2019年及以后各年详细预测现代农贸城市场运营成本,主要包括职工薪酬、社会保险费、公积金、职工福利费、保洁费、保安费、市场维护费、增值税及附加、保险费、房产税等。其中职工薪酬、社会保险费、公积金、职工福利费等根据目前实际发生的成本为依据进行预测;保洁费、保安费根据市场现有的外包合同进行预测。2019年至2023年每年成本费用考虑同比11.5%的涨幅(参考浙江省统计局公布的2017年服务价格指数及人均可支配工资性收入增速,假定每年物价涨幅3.5%,工资薪金价格涨幅8%),2023年以后保持不变。根据上述假设,具体预测数据如下:

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年至2053年
职工薪酬(全年+年终奖)	1,320,160.00	1,471,978.40	1,641,255.92	1,830,000.35	2,040,450.39
社会保险费	178,400.00	198,916.00	221,791.34	247,297.34	275,736.53
公积金	133,800.00	149,187.00	166,343.51	185,473.01	206,802.41
职工福利费	55,750.00	62,161.25	69,309.79	77,280.42	86,167.67
保洁费	1,028,959.87	1,147,290.26	1,279,228.64	1,426,339.93	1,590,369.02
保安费	802,800.00	895,122.00	998,061.03	1,112,838.05	1,240,814.43
市场维护费	557,500.00	621,612.50	693,097.94	772,804.20	861,676.68

税费等其他运营费用方面主要包括保险费、房产税和租赁税费。

保险费指房产所有人为使自己的房产避免意外损失而向保险公司支付的费用,通常为建筑物现值的一定比例,按照保险公司的相关费率规定确定为2%。

增值税及附加根据《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》(财税[2016]36号)及估价对象所在地相关税收政策,出租不动产一般纳税人适用一般计税方式,增值税税率为10%,城建税、教育费附加及地方教育费附加税率分别为7%、3%、2%,以实际缴纳的增值税税额计算。

房产税根据《中华人民共和国房产税暂行条例》规定,出租经营性用房的房产税税率为12%。根据“对专门经营农产品的农产品批发市场、农贸市场使用(包括自有和承租,下同)的房产、土地,暂免征收房产税和城镇土地使用税(本通知自2016年1月1日至2018年12月31日执行)”,确定2018年房产税不予考虑。

3、资本化率

(1) 资本化率的确定

资本化率采用“安全利率+风险调整值”的方法确定。

安全利率取中国人民银行公布的一年期定期存款利率 1.50%；评估对象为农贸市场用房，风险调整值主要考虑市场风险、资金风险、管理风险，市场风险指投资者购入房地产准备转出或出租时，可能无法找到适合的买方或承租方的情况；资金风险指实际利率或实际回报率因通货膨胀（或气候）等其他因素造成的不确定性；管理风险是指管理运作过程中因信息不对称、管理不善、判断失误等影响管理水平的风险。考虑评估对象所在地区的经济现状及未来预测、用途及通货膨胀情况下，和同档次商业用房投资风险因素对于该类资产的收益法评估，确定风险调整值为 4.80%。具体取值如下表：

项目	数值	取值理由
市场风险	2%	目前同类物业出租稳定，故市场风险按 1%-3%考虑
管理风险	1.20%	管理风险较小，按1%-1.50%考虑
资金风险	1.60%	目前市场稳定，通货膨胀概率较小，资金风险按1%-2%考虑
风险调整值合计	4.80%	

因此，资本化率=安全利率+风险调整值=1.50%+4.80%=6.30%。

(2) 与可比案例的比较

名称	股票代码	标的资产	评估基准日	资本化率
浙江广厦	600052	欢乐四季公园、杭州时代小学、天月幼儿园、天韵幼儿园房产	2017年12月31日	8.00%
金石东方	300434	亚科中心	2016年11月31日	7.00%
ST海投	600896	黄浦区中心医院医疗项目房产	2016年6月30日	2.96%
久其软件	002279	嘉华大厦 A301-A305 房间	2014年12月31日	5.50%
中钢国际	000928	北京市朝阳区芳园南街1号办公楼	2012年12月31日	6.00%
平均值				5.89%

由上表可以看出，与可比案例相比，本次现代农贸城资产收益法测算中选取 6.30%的资本化率处于合理区间，且略高于平均水平，取值较为谨慎、合理。

综上所述，本次评估中以收益法评估时预测期营业收入、运营成本、资本化率（折现率）等参数的选取是基于谨慎角度，在充分考虑和分析现代农贸城资产现有经营状况及未来经营计划基础上确定的，其选取依据谨慎、合理。

二、评估机构核查意见

评估机构取得发行人承租现代农贸城资产的租赁协议及公告文件，查阅了本次配股编制的现代农贸城资产财务报告及审计报告、发行人盈利预测报告和审核报告及相关信息披露文件；现场查看了现代农贸城市场的运营情况，并查阅了商户租赁合同，了解租金收取情况、目前市场营收和运营成本的具体情况，并与盈利预测有关假设进行比较；查找了市场相关可比案例。

经核查，评估机构认为：本次评估中以收益法评估时对 2019 年及此后年度租金毛收入预测谨慎、合理；预测期营业收入、运营成本、资本化率等评估参数的选取是基于谨慎角度，在充分考虑和分析现代农贸城资产现有经营状况及未来经营计划基础上确定的，选取依据谨慎、合理。

(此页无正文)

资产评估师:



资产评估师:



中铭国际资产评估（北京）有限责任公司



中国·北京

2018年10月15日