

中通诚资产评估有限公司  
关于  
《中国证监会行政许可项目审查一次  
反馈意见通知书》【192440 号】的回复

签署日期：二〇一九年十月

中国证券监督管理委员会：

中航善达股份有限公司（以下简称“上市公司”或“中航善达”）收到贵会于2019年9月27日出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》【192440号】（以下简称“《反馈意见》”），中通诚资产评估有限公司（以下简称“评估机构”）进行了认真研究和落实，并按照《反馈意见》的要求对所涉及的事项进行了核查和问题答复，现提交贵会，予以审核。

除非文义另有所指，本反馈意见回复中的简称与《中航善达股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》中的释义具有相同含义。

本反馈意见回复中若出现总数与各分项数值之和尾数不符的情况，为四舍五入原因造成。

# 目 录

问题 6: 申请文件显示, 标的资产提供的物业管理服务是基于签署的物业服务合同, 按照 2017 年和 2018 年统计数据, 标的资产住宅业态的续约率达到 99%, 非住宅业态的续约率达到 90%。请你公司: 结合标的资产物业服务合同到期的客户类型及关联客户占比, 历史续约率变化情况, 同行业可比公司续约率等, 补充披露标的资产项目续约率及其变动的原因及合理性, 是否具有可持续性, 续约率稳定性对评估预测的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。.....	3
问题 7: 申请文件显示, 1) 本次交易选取收益法评估结果, 评估值为 29.9 亿元, 增值率为 578.02%, 资产基础法评估值为 24.07 亿元, 增值率为 445.8%。2) 收入预测中, 基础服务面积依据前期续约率进行假设, 增量面积部分考虑招商蛇口地产项目扩张及第三方外拓面积, 物业单价参照《中国物业服务价格指数研究报告》和《中国物业服务百强企业研究报告》的相关数据进行预测, 母公司预测住宅按照 0.87% 增速上涨; 设施运营业务假设以 2018 年价格保持稳定。3) 成本预测中, 综合考虑工资上涨、规模效应摊薄、人员数量增长等因素预测人工成本, 预测期毛利率基本保持稳定。4) 长期股权投资均采用收益法评估结果。请你公司: 1) 结合评估方法选取依据、收益法与资产基础法评估结果差异、重要评估参数选取、标的资产历次估值或评估差异合理性、可比交易评估情况等, 补充披露本次交易作价合理性。2) 补充披露收入预测中基础服务面积续约率的具体情况及其依据及合理性, 结合招商蛇口地产项目扩张的具体预测及安排, 标的资产第三方外拓进展情况, 补充披露增量面积预测的合理性。3) 补充披露《中国物业服务价格指数研究报告》和《中国物业服务百强企业研究报告》等数据及其来源的权威性, 是否为公开数据, 标的资产是否就获得相关数据支付费用或提供帮助, 并结合上述分析以及标的资产住宅类物业服务费变动情况, 进一步补充披露各类型物业服务及设施运营业务价格预测依据及合理性。4) 补充披露人工成本预测中工资上涨、规模效应摊薄、人员数量增长等因素的具体预测依据及合理性, 并结合上述分析进一步补充披露标的资产预测期毛利率基本保持稳定的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....	7

**问题6:** 申请文件显示,标的资产提供的物业管理服务是基于签署的物业服务合同,按照2017年和2018年统计数据,标的资产住宅业态的续约率达到99%,非住宅业态的续约率达到90%。请你公司:结合标的资产物业服务合同到期的客户类型及关联客户占比,历史续约率变化情况,同行业可比公司续约率等,补充披露标的资产项目续约率及其变动的原因及合理性,是否具有可持续性,续约率稳定性对评估预测的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、结合标的资产物业服务合同到期的客户类型及关联客户占比,历史续约率变化情况,同行业可比公司续约率等,补充披露标的资产项目续约率及其变动的原因及合理性,是否具有可持续性,续约率稳定性对评估预测的影响。

根据物业管理行业惯例,为保护业主利益,即使在合同期间内,业主也有权提出解约、更换物业管理公司。因此,本次在计算续约率时,并不以标的公司物业服务合同到期的面积为基数,其内涵是考量物业公司上一年度物业管理服务面积在当年度仍继续由标的公司提供物业管理服务的面积的情况,主要用于衡量标的公司存量项目规模的稳定性,续约率=(上一年度物业管理服务面积-当年流失的面积)/上一年度物业管理服务面积。该续约率的计算公式已在重组报告书中补充披露。

### (一) 历史续约率情况及变动原因

2017年,以客户类型及项目来源分类,标的公司续约率情况如下:

项目	合计	来源于集团内	来源于集团外
合计	97%	99%	91%
住宅	100%	100%	96%
非住宅	92%	95%	89%

2018年,以客户类型及项目来源分类,标的公司续约率情况如下:

项目	合计	来源于集团内	来源于集团外
----	----	--------	--------

项目	合计	来源于集团内	来源于集团外
合计	95%	98%	81%
住宅	99%	99%	100%
非住宅	88%	98%	79%（注2）

注1：住宅物业服务中，绝大多数是分散的第三方小业主，不属于关联交易；

注2：标的公司2018年来源于集团外的非住宅项目续约率为79%，主要原因为基于项目盈利的考虑，某国际大型家居连锁企业的商业项目及某苏州园区项目于2018年到期后，标的公司未主动寻求续约，以及由于国内某大型通信设备制造业企业采取供应商轮替政策，其园区项目于2018年到期后无法续约，上述项目物业管理服务面积合计约134万平方米，对2018年来源于集团外的非住宅项目续约率产生较大影响，剔除上述项目影响因素后，标的公司2018年来源于集团外的非住宅项目续约率为92%。

标的公司2018年来源于集团外的住宅项目续约率较2017年有一定提升。2018年来源于集团外的非住宅项目续约率较2017年有一定下降，波动主要是由于个别项目的特性及标的公司主动调整管理项目结构导致。总体来看标的公司续约率具有稳定性。

## （二）同行业可比公司续约率情况

根据《2018年中国物业服务百强研究报告》与《2019年中国物业服务百强研究报告》，中国物业百强企业2017年续约率平均值为98.48%，2018年续约率平均值为98.26%。

本次交易中上市公司全资子公司中航物业按照标的公司物业管理服务面积续约率计算方法计算的续约率情况如下：

项目	2018年	2017年
合计	96%	96%
住宅	97%	97%
非住宅	96%	96%

中航物业2017年、2018年续约率保持稳定，其中住宅业态续约率为97%；非住宅业态续约率为96%。标的公司续约率情况与中航物业不存在重大差异。

## （三）标的公司续约率具有可持续性

标的公司一向注重服务质量与品牌建设，坚守品质服务，视品质为企业生存发展的

生命线和品牌打造的基本保障；标的公司依托标准化体系、数字化平台“双工具”以及人本文明、绿色文明“双文明”的支撑，持续积极探索创新业务，可快速响应客户差异化的服务需求，从多个切入点进行市场拓展，增加客户黏性，已形成具有较强影响力的市场品牌。

报告期内，标的公司的续约率处于较高水平，体现了客户对标的公司服务质量与运营能力的高度认可；标的公司在中国物业管理协会2018年中国物业服务企业综合实力测评中位列第10名，体现了行业及社会对标的公司综合实力的高度认可。标的公司续约率具有稳定性，与同行业可比公司不存在重大差异，未来标的公司仍将坚持高品质服务，进一步增加客户黏性，续约率具有可持续性。

#### （四）续约率稳定性对评估预测的影响

住宅续约率稳定性对于评估预测的影响如下：

续约率变动绝对值	股东全部权益价值（万元）	股权价值变动率
-2.0%	294,571.13	-1.47%
-1.5%	295,644.97	-1.11%
-1.0%	296,736.59	-0.75%
-0.5%	297,845.33	-0.38%
0.0%	298,972.33	0.00%
0.5%	299,669.44	0.23%
1.0%	300,377.60	0.47%

注 1：续约率敏感性测算涉及主体为招商局物业管理有限公司（母公司）、深圳招商物业管理有限公司、上海招商局物业管理有限公司、南京招商局物业管理有限公司、武汉招商局物业管理有限公司与北京招商局物业管理有限公司。其余主体不运营基础物业管理业务，或因基础物业管理业务涉及项目数量较少，根据具体项目情况直接进行了预测。下同。

非住宅续约率稳定性对于评估预测的影响如下：

续约率变动绝对值	股东全部权益价值（万元）	股权价值变动率
-2.0%	289,540.43	-3.15%
-1.5%	291,842.74	-2.38%
-1.0%	294,182.04	-1.60%
-0.5%	296,558.73	-0.81%
0.0%	298,972.33	0.00%

续约率变动绝对值	股东全部权益价值（万元）	股权价值变动率
0.5%	300,427.99	0.49%
1.0%	301,908.15	0.98%
1.5%	303,411.91	1.48%
2.0%	304,941.09	2.00%

住宅续约率及非住宅续约率的变动对标的资产评估值有一定影响，但标的公司续约率具有稳定性及可持续性，本次评估中续约率假设具备谨慎性及合理性。

## 二、评估师核查意见

经核查，评估机构认为：

1、标的资产项目续约率变动是由于个别项目的特性及标的公司主动调整管理项目结构导致，具有合理性；标的公司续约率具有稳定性，客户认可标的公司的服务质量与运营能力，标的公司将持续坚持高品质服务，进一步增加客户黏性，续约率具有可持续性。

2、住宅续约率及非住宅续约率的变动对标的资产评估值有一定影响，但标的公司续约率具有稳定性及可持续性，本次评估中续约率假设具备谨慎性及合理性。

问题 7：申请文件显示，1) 本次交易选取收益法评估结果，评估值为 29.9 亿元，增值率为 578.02%，资产基础法评估值为 24.07 亿元，增值率为 445.8%。2) 收入预测中，基础服务面积依据前期续约率进行假设，增量面积部分考虑招商蛇口地产项目扩张及第三方外拓面积，物业单价参照《中国物业服务价格指数研究报告》和《中国物业服务百强企业研究报告》的相关数据进行预测，母公司预测住宅按照 0.87% 增速上涨；设施运营业务假设以 2018 年价格保持稳定。3) 成本预测中，综合考虑工资上涨、规模效应摊薄、人员数量增长等因素预测人工成本，预测期毛利率基本保持稳定。4) 长期股权投资均采用收益法评估结果。请你公司：1) 结合评估方法选取依据、收益法与资产基础法评估结果差异、重要评估参数选取、标的资产历次估值或评估差异合理性、可比交易评估情况等，补充披露本次交易作价合理性。2) 补充披露收入预测中基础服务面积续约率的具体情况及其依据及合理性，结合招商蛇口地产项目扩张的具体预测及安排，标的资产第三方外拓进展情况，补充披露增量面积预测的合理性。3) 补充披露《中国物业服务价格指数研究报告》和《中国物业服务百强企业研究报告》等数据及其来源的权威性，是否为公开数据，标的资产是否就获得相关数据支付费用或提供帮助，并结合上述分析以及标的资产住宅类物业服务费变动情况，进一步补充披露各类型物业服务及设施运营业务价格预测依据及合理性。4) 补充披露人工成本预测中工资上涨、规模效应摊薄、人员数量增长等因素的具体预测依据及合理性，并结合上述分析进一步补充披露标的资产预测期毛利率基本保持稳定的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合评估方法选取依据、收益法与资产基础法评估结果差异、重要评估参数选取、标的资产历次估值或评估差异合理性、可比交易评估情况等，补充披露本次交易作价合理性。

#### (一) 评估方法选取依据与收益法与资产基础法评估结果差异的合理性

招商物业主要从事物业管理服务，经营所依赖的主要资源为技术团队、管理及运营团队、客户资源、企业品牌等重要的无形资产，固定资产、营运资金等是上述资源的配套组成部分。收益法是立足于判断资产获利能力的角度，将被评估企业预期收益资本化



或折现，来评估企业价值，能全面反映企业品牌、商誉等非账面资产的价值。资产基础法是在持续经营基础上，以重置各项生产要素为假设前提，反映的是企业基于现有资产的重置价值。

收益法强调的是企业整体资产的预期盈利能力，收益法的评估结果是企业整体资产预期获利能力的量化与现值，是在对企业未来收益预测的基础上计算评估价值的方法，不仅考虑了企业账面资产和可辨认无形资产，同时还考虑了有益于企业未来收益的不可辨认无形资产及其他因素，因此收益法评估结果能够合理地反映企业的预期盈利能力，体现企业的股东权益价值；本次收益法中预测的主要参数对未来收益的预测有比较充分、合理的依据，对细分行业、细分市场的历史、现状及未来进行了严谨分析，预测符合市场规律，评估程序实施充分，已经合理考虑所获得的评估基准日至报告日期间全部相关信息可能产生的影响。采用资产基础法进行企业价值评估时未能涵盖各项资产汇集后的综合获利能力和综合价值效应，仅能反映企业资产的自身价值，而不能全面的体现企业的整体价值，虽然本次已经将可辨认的无形资产纳入了评估范围，但是资产基础法仍然无法全面涵盖诸如客户资源，渠道、商誉、人力资源等不可确指的无形资产价值。

鉴于本次评估的目的，收益法评估对标的公司未来的经营状况和获利能力的反映更为合理，符合标的公司业务特点及实际经营情况，故选用收益法评估结果。此外，收益法评估中长期股权投资作为非经营性资产单独评估，长期股权投资对应的子公司及联营、合营公司是招商物业重要业务经营主体，主要从事物业管理或专业服务，根据前述分析，亦采用收益法评估结果。

本次评估中，收益法评估结果为 298,972.33 万元，资产基础法评估结果为 240,672.24 万元，两者存在一定的差异。资产基础法是立足于资产重置的角度，通过评估各单项资产价值并考虑有关负债情况，来评估企业价值。与收益法相比较而言，资产基础法评估企业价值的角度和途径是间接的，难以全面反映企业品牌、商誉等非账面资产的价值，对物业管理行业企业的经营状况和获利能力的反映具有片面性，因此收益法评估结果与资产基础法评估结果的差异具有合理性。

## **（二）重要评估参数选取的合理性**

在本次评估中，管理面积、物业费单价等收入端关键假设与成本端预测是收益法预测的核心内容。折现率亦为本次评估的重要参数。

## 1、管理面积预测

预测期内，标的公司在存量面积续约留存的基础上，积极进行市场开拓以扩大服务面积规模。

### （1）存量面积的预测

基础服务面积系截止评估基准日标的资产的服务面积。根据对招商物业的历史经营情况分析，评估人员按照 2017 年和 2018 年统计的平均续约率确定了住宅项目和非住宅项目预测期的续约率，并以此确定预测期每期的存量面积。

### （2）增量面积的预测

增量面积系招商物业未来新拓展产生的增量服务面积。招商物业充分借力招商蛇口开发的地产项目，市场化业务拓展能力也不断提升。评估机构根据未来集团内支持情况、管理层拓展计划等因素，合理预测了未来的增量面积水平。

## 2、物业费单价预测

对于物业费单价，评估机构考虑了历史平均收费水平和变动情况及行业平均物业费变动趋势的数据，对未来物业费增速做出了较为合理和谨慎的预测。

对于住宅类物业，评估机构以招商物业 2018 年的物业费单价作为基础，根据《2017 年中国物业服务价格指数研究报告》和《2018 年中国物业服务价格指数研究报告》披露的物业费单价增长幅度（主要在 0.00%至 1.16%之间），对未来预测期住宅类物业费单价的变动趋势加以预测；对于非住宅物业，评估机构依据《中国物业服务百强企业研究报告》历史价格趋势，预测期按照 2018 年的物业单价保持不变。

## 3、成本预测

标的公司物业管理服务业务营业成本主要由人工成本、安保费用、清洁卫生费、绿化养护费、公共设施维保费、行政办公费、公共能源费及其他费用构成。

评估人员结合标的公司业务规模及发展计划，参考历史期间的成本水平，在充分考虑预测期各项成本变动的基础上，本着谨慎性原则，对预测期的营业成本进行了预测，本次预测期的毛利率基本保持稳定。

根据《2019 中国物业服务百强企业研究报告》，2016 年至 2018 年百强企业营业成

本率分别为 78.77%、77.69%与 76.44%。2016 年至 2018 年百强企业的营业成本率逐年下降，毛利率逐年上涨，与招商物业历史期的毛利率水平走势相符。本次基于谨慎性原则，基础物业管理毛利率基本保持稳定，营业成本的预测具有合理性和谨慎性。

#### 4、折现率

本次评估选取的收益额口径为企业自由现金流量，相对应的折现率口径应为加权平均资本成本；在实际确定折现率时，评估人员采用了通常所用的 WACC 模型，并通过被评估企业的实际情况和相应指标进行对比分析确定折现率数值。通过合理选择对应的无风险报酬率、市场风险溢价、贝塔系数、资本结构、个别调整系数、税后债务成本等参数，评估人员合理计算了加权平均资本成本，折现率与可比交易基本相当，具有合理性。

#### （三）标的资产历次估值或评估差异合理性

近五年，标的资产未进行过估值或评估。

#### （四）可比交易评估情况

本次交易选取国创高新收购深圳云房、明牌珠宝收购苏州好屋、万里股份收购搜房网、昆百大 A 收购我爱我家作为可比交易。招商物业与上述可比交易的标的公司同属房地产服务行业，具备一定可比性。

##### 1、评估方法的合理性

国创高新收购深圳云房、明牌珠宝收购苏州好屋、万里股份收购搜房网、昆百大 A 收购我爱我家四笔可比交易中标的资产的主营业务均为房地产相关服务，其经营特点及核心资源与本次交易标的资产具有相似性，上述可比交易对标的资产的评估方法均选用收益法，与本次交易一致。

##### 2、折现率的合理性

鉴于明牌珠宝收购苏州好屋未公告收益法评估折现率，因此选取万里股份收购搜房网、国创高新收购深圳云房、昆百大 A 收购我爱我家与本次交易进行比较，结果如下：

项目	本次评估	万里股份收购 搜房网	国创高新收购 深圳云房	昆百大 A 收购 我爱我家
WACC	11.55%	12.68%	12.65%	12.31%

考虑到标的公司主要从事物业管理业务，相较可比交易中的标的资产在业务稳定性、盈利稳定性方面更高、风险相对较低，本次评估采用的折现率与可比交易案例采用的折现率相近，不存在重大差异，采用 WACC 模型计算的折现率具有合理性。

### 3、估值水平的合理性

标的公司交易定价对应盈利承诺第一年、第二年与第三年的市盈率与同行业公司可比交易市盈率比较如下：

证券简称	并购标的名称	市盈率 (业绩承诺第一年)	市盈率 (业绩承诺第二年)	市盈率 (业绩承诺第三年)
国创高新	深圳云房	15.67	14.76	11.78
昆百大	我爱我家	13.07	10.89	9.33
万里股份	搜房网	20.23	15.56	11.97
明牌珠宝	苏州好屋	16.84	12.80	10.00
平均值		<b>16.45</b>	<b>13.50</b>	<b>10.77</b>
中位数		<b>16.26</b>	<b>13.78</b>	<b>10.89</b>
本次交易		<b>18.80</b>	<b>15.78</b>	<b>13.88</b>

从可比交易的估值结果来讲，业绩承诺第一年的市盈率区间为 13~20 倍，招商物业的估值对应的业绩承诺第一年预测市盈率水平为 18.80 倍，处于可比交易估值区间内，略高于可比交易估值的平均值水平。标的公司估值中，溢余现金占比较高，截至 2019 年 3 月 31 日，标的公司账面现金（含资金归集款）超过 10 亿元。由于招商物业对溢余现金计划主要采用低风险的现金管理手段，预估产生的财务收入较低，因此对应的市盈率水平略高。此外，2018 年中洲控股（000042.SZ）拟出售长城物业集团股份有限公司少数股权的交易中，长城物业集团股份有限公司拟作价的静态市盈率为 18.98 倍。

可比交易中标的资产从事的具体业务包括房地产经纪业务、房地产电商平台、家居广告营销等，而招商物业的主营业务为物业管理，与可比交易的标的资产相比，业务稳定性高、盈利确定性强，因此估值水平略高于可比交易均值具有合理性。

本次交易的估值水平与可比交易总体相近，考虑到本次交易与可比交易标的资产的具体资产和业务特点的差异，估值水平不存在重大差异。

综上，本次交易评估方法、重要评估参数选取合理，与可比交易评估情况可比、估值水平不存在重大差异，本次交易作价具备合理性。

二、补充披露收入预测中基础服务面积续约率的具体情况及其依据及合理性，结合招商蛇口地产项目扩张的具体预测及安排，标的资产第三方外拓进展情况，补充披露增量面积预测的合理性。

### （一）收入预测中基础服务面积续约率的具体情况及其依据及合理性

结合标的公司的行业地位、品牌形象等因素，参考同行业的续约率情况，并根据标的公司报告期内的续约率表现，在收入预测中基础服务面积续约率系根据被评估对象过去两年续约率的平均值确定，并区分了住宅和非住宅两种物业类型，根据各被评估对象的具体情况，住宅物业续约率取值范围为 99%-100%，非住宅物业续约率取值范围为 89%-100%。

标的公司 2017 年度、2018 年度续约率情况如下：

项目	2017 年	2018 年度
合计	97%	95%
住宅	100%	99%
非住宅	92%	88%

标的公司续约率具有稳定性，未来续约率具有可持续性。标的公司一向注重服务质量与品牌建设，坚守品质服务，视品质为企业生存发展的生命线和品牌打造的基本保障；标的公司依托标准化体系、数字化平台“双工具”以及人本文明、绿色文明“双文明”的支撑，持续积极探索创新业务，可快速响应客户差异化的服务需求，从多个切入点进行市场拓展，增加客户黏性，已形成具有较强影响力的市场品牌。从历史期看，标的公司的续约率处于较高水平，体现了客户对标的公司服务质量与运营能力的高度认可；标的公司在中国物业管理协会2018年中国物业服务企业综合实力测评中位列第10名，体现了行业及社会对标的公司综合实力的高度认可。标的公司续约率具有稳定性，与同行业可比公司不存在重大差异，未来标的公司仍将坚持高品质服务，进一步增加客户黏性，续约率具有可持续性。

总体来看，收入预测中基础服务面积续约率的确定依据具有合理性。

## （二）增量面积预测的合理性

招商物业预测期以内生式增长、外延性拓展的方式稳步发展，充分借力招商蛇口开发的地产项目稳健扩张，同时持续强化市场拓展能力，不断扩充第三方外拓面积，综合考虑上述两方面因素确定招商物业预测期的增量服务面积。

在对未来增量服务面积的预测中，评估人员参考了招商蛇口根据内部管理制度要求及制订经营计划需要在 2018 年滚动修编的《招商蛇口 2019-2023 年规划与 2019 年度综合经营计划》，以招商物业与招商蛇口目前业务协同情况为基础，结合《招商蛇口 2019-2023 年规划与 2019 年度综合经营计划》预计的发展趋势，对预测期招商物业与招商蛇口的业务协同规模进行了审慎预测。招商蛇口目前保持稳健的发展规模，招商蛇口 2017 年、2018 年结转面积分别为 435.71 万平方米、419.47 万平方米，销售面积分别为 570.01 万平方米与 827.35 万平方米，同时，2019 年 1-8 月招商蛇口累计实现签约销售面积 729.46 万平方米，该签约销售面积包含招商蛇口参与投资的全部房地产项目。

同时，招商物业近年来不断加大市场开拓力度，在全员营销的业务拓展策略下，第三方外拓面积的获取取得一定成效，在对未来增量服务面积的预测中亦参考招商物业的未来市场拓展计划。总体来看，随着招商物业市场化拓展的进一步开展，来自第三方外拓面积的规模预计逐步提升。

在对未来增量服务面积的预测中，基于审慎的考虑，预测期每年各业态服务面积增长率总体呈现下降趋势，总体低于 2017 年、2018 年度增长水平，每年度增量服务面积预测绝对值亦总体呈现下降趋势，2019 年-2024 年平均每年增量服务面积（未考虑续约率的影响）为 852 万平方米，同时假设 2024 年之后服务面积不再增加。物业管理行业规模增长较为迅速，根据《中国物业服务百强企业研究报告》，行业百强平均管理面积最近两年复合增长率为 16.81%，招商物业预测期服务面积增长水平相较行业百强平均水平具有稳健性。

本次收益法评估中招商物业及其下属物业公司 2019 年预测新增面积约 1,446 万平方米，招商物业 2019 年 1-8 月新增市场化物业服务面积为 408.31 万平方米；由于房地产行业季节性因素，招商蛇口开发项目一般在年底集中交付较多，招商物业 1-8 月新增来源于集团内物业服务面积为 825.63 万平方米，招商物业 1-8 月新增服务面积合计为 1,233.94 万平方米。综合考虑招商蛇口的地产扩张安排与标的公司第三方外拓进展，本

次增量面积预测依据充分，具有合理性和谨慎性。

三、补充披露《中国物业服务价格指数研究报告》和《中国物业服务百强企业研究报告》等数据及其来源的权威性，是否为公开数据，标的资产是否就获得相关数据支付费用或提供帮助，并结合上述分析以及标的资产住宅类物业服务费变动情况，进一步补充披露各类型物业服务及设施运营业务价格预测依据及合理性。

**（一）关于数据及其来源的权威性，是否为公开数据，标的资产是否就获得相关数据支付费用或提供帮助**

《中国物业服务价格指数研究报告》和《中国物业服务百强企业研究报告》由中国指数研究院与中国房地产 TOP10 研究组发布，系目前物业服务行业公信力较高的市场研究报告，相关研究成果予以公开披露。中指院对房地产上下游企业的研究包括房地产企业研究、房地产物业等上下游企业研究、房地产品牌价值研究等系列企业研究。中指院多年来开发的研究产品，已经成为房地产行业的重要决策参考。

根据报告编制单位在其官方网站的介绍，《中国物业服务百强企业研究报告》的数据由参加企业申报并承诺其真实性，研究报告编制单位通过会计师事务所出具的报表、公开信息及统计局经济普查数据、企业历史数据、实地调查等方式进行数据复核；《中国物业服务价格指数研究报告》的数据采集工作以企业填报、电话调研、实地调查为主，《中国物业服务价格指数研究报告》和《中国物业服务百强企业研究报告》的数据及其来源具有权威性。标的资产没有就获得相关数据支付费用或提供帮助。

**（二）各类型物业服务及设施运营业务价格预测依据及合理性**

招商物业目前物业服务项目较多，每个项目物业单价根据项目具体情况不尽相同。由于项目数量众多，本次评估无法针对每个项目单独预测，考虑物业单价与各类业态相关度较大，故将物业服务项目细分为三大业态，对各业态的物业单价采用综合单价分别预测。对于不同业态的服务价格走势，住宅和非住宅分别呈现出一定特点，其中住宅价格相对较为刚性，主要是住宅物业价格受制于政府指导价，且价格调整也需要业委会通过，是一个漫长的过程；非住宅价物业格则较为市场化，且根据物业服务实际情况确定价格，调整相对灵活。

《2017 年中国物业服务价格指数研究报告》和《2018 年中国物业服务价格指数研

究报告》选取了全国二十个代表城市作为研究对象，对住宅物业的价格走势进行了分析。根据《2017年中国物业服务价格指数研究报告》和《2018年中国物业服务价格指数研究报告》的统计结果，二十大城市物业服务价格综合指数每年上涨0.87%，深圳招商物业管理有限公司、上海招商局物业管理有限公司、南京招商局物业管理有限公司、武汉招商局物业管理有限公司与北京招商局物业管理有限公司这五个具备一定规模的城市公司对应城市的价格指数在0.00%至1.16%之间。住宅项目单价出现小幅上涨的主要原因系，一般在同等条件下新增住宅物业项目由于社会最低工资上涨、物价上涨等因素，相较存量项目单价会有一定提升。招商物业2017年、2018年住宅项目单价情况如下：

单位：元/平方米/月

项目	2017年度	2018年度
住宅项目单价	3.18	3.45
其中新增住宅项目单价	4.37	4.46

由于招商局物业管理有限公司（母公司）的住宅物业分部区域较为广泛，本次评估中，其预测期内住宅物业价格走势参考了二十大城市物业服务价格综合指数进行预测，每年上涨0.87%。而对于深圳招商物业管理有限公司、上海招商局物业管理有限公司、南京招商局物业管理有限公司、武汉招商局物业管理有限公司与北京招商局物业管理有限公司这五个具备一定规模的城市公司，其预测期住宅价格参考对应城市的价格指数进行预测。其余涉及基础物业管理的主体由于整体规模较小，依据项目情况进行了具体预测，未参考所在城市住宅物业费价格增长情况，但该类子公司估值总和占标的公司总估值的1.9%，占比较小。

总体而言，住宅物业的未来价格预测具备合理性与审慎性。标的公司2018年度新增住宅项目单价比2017年度新增住宅项目单价增加2.06%，相应2018年度住宅项目平均单价相较2017年度提升8.49%。本次评估中关于住宅项目单价增幅的选取具有审慎性、稳健性。

商业、办公及其他类型物业服务定价市场化程度高，主要根据项目实际服务内容及品质要求确定单价。标的公司报告期内商业、办公及其他类型物业服务单价情况如下：

单位：元/平方米/月

项目类型	2019年1-6月	2018年度	2017年度
------	-----------	--------	--------



项目类型	2019年1-6月	2018年度	2017年度
商业、办公	10.05	11.37	10.35
其他	3.78	3.72	5.17

根据 2016 年至 2018 年发布的《中国物业服务百强企业研究报告》，中国物业服务百强企业非住宅类物业单价如下：

单位：元/平方米/月

业态	2016年	2017年	2018年
商业	7.04	7.02	7.01
办公	7.86	7.88	7.84
产业园区	5.63	3.64	3.61
公共建筑	3.76	3.78	3.72
学校	3.38	3.41	3.58
医院	6.87	6.88	6.84
其他	5.59	5.98	5.92

由于受到项目结构变动及服务内容变动等因素的影响，报告期内，标的公司各服务类型服务价格走势呈现一定幅度的波动，总体来看相对稳定。因此在进行标的公司商业、办公及其他各业态单价走势预测时，主要参考了中国物业服务百强企业的历史价格走势，2016年至2018年物业单价基本平稳，尤其是2017年和2018年的物业单价基本一致。故本次评估根据非住宅类的特点，依据《中国物业服务百强企业研究报告》历史价格趋势，预测期按照2018年的物业单价保持不变。商业、办公及其他类型物业的未来价格预测具备合理性与审慎性。

设施运营业务的定价方式与商业、办公及其他类型物业服务相似，亦主要根据项目实际服务内容及品质要求确定。住宅项目设施运营业务在评估基准日仅有一个项目，假设预测期不再新增项目，故基于稳健性的考虑，假设预测期住宅项目设施运营业务单价按照2018年水平保持稳定；针对园区、厂房及其他项目设施运营业务的单价预测，结合其定价方式特点、历史期单价波动趋势，假设园区、厂房及其他项目设施运营业务单价按照2018年水平保持稳定。总体来看，设施运营业务未来价格预测具备合理性与审慎性。

四、补充披露人工成本预测中工资上涨、规模效应摊薄、人员数量增长等因素的具体预测依据及合理性，并结合上述分析进一步补充披露标的资产预测期毛利率基本保持稳定的可实现性。

人工成本和毛利率预测充分考虑了历史人工成本变动、标的公司经营情况和业务发展预测、规模效应摊薄等因素，预测具有合理性。以招商物业母公司为例，具体分析如下：

#### （一）报告期人工成本中工资上涨、规模效应摊薄、人员数量情况

报告期招商物业本部 2017 年、2018 年人均工资分别为 80,170 元/年、86,537 元/年，2018 年人均工资上涨率为 8.0%；2017 年与 2018 年人员数量分别为 6,445 人与 6,999 人，2017 年和 2018 年人员数量上涨率分别为 10.53% 和 8.60%。基础物业管理 2017 年和 2018 年的收入增长率分别为 36.54% 和 41.89%。报告期人工工资和人员数量逐年增加，但由于以下措施，人员数量增长幅度低于收入增长幅度：

1、招商物业报告期一直注重提质增效、减员增效，优化外包配置，强化内部管理建设，鼓励并激励员工承担更多的服务工作，在合理范围内提升单位员工的工作量，增加员工人均效能；

2、招商物业采取全员营销的“化蝶”拓展政策，在现有项目区域拓展新项目，增加项目密度，提升员工的复用程度，摊薄固定成本，发挥物业管理项目密度增加带来的规模效应；

3、根据物业管理行业特点，招商物业通过互联网等高科技手段，在保证项目服务质量的前提下，以科技化工具、设备、系统的应用替代部分人工。

招商物业本部报告期 2016 年、2017 年、2018 年基础物业管理人工成本占其总成本的比例分别为 55.61%、51.87%、46.63%，平均比例为 51.37%；基础物业管理人工成本占其总收入的比例分别为 54.17%、50.67% 与 44.41%，平均比例为 49.75%。虽然国民经济发展带来社会工资水平上涨，但招商物业通过提质增效、提升规模效应、科技化手段应用的措施，人工成本占物业管理收入及成本的比重逐年下降。

#### （二）预测期人工成本预测中工资上涨、规模效应摊薄、人员数量分析

考虑到人员数量增长幅度低于收入增长幅度，人员数量与收入规模无确定的比例关

系，而人工成本作为物业管理企业最主要的成本构成，标的公司在确定服务报价时亦会充分考虑人工成本的影响，因此人工成本占物业管理收入的比重呈现相对明晰的趋势，故本次评估中未对人员数量、人员工资进行单项分析，而是在对历史员工工资分析的基础上，结合企业预测的未来人员数量，考虑受国民经济发展带来的工资上涨和规模效应摊薄带来的单位成本降低双向影响，以及未来人工智能以及基础服务自动化，并根据企业的预测期收入、发展情况和工资调整计划，直接对预测期的人工成本进行预测。

预测期内，基础物业服务人工成本占收入及成本的比例如下：

项目	2019年4-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
人工成本占成本比例	51.51%	51.54%	51.59%	51.63%	51.67%	51.70%
人工成本占收入比例	48.62%	48.58%	48.68%	48.77%	48.85%	48.92%

从上表可以看出，预测期人工成本占收入及成本的比例比较稳定，且略有上升，人工成本预测具备一定的稳健性。子公司人工成本的预测遵循了同样的原则。

### （三）预测期毛利率基本保持稳定的可实现性分析

以母公司中的基础物业管理业务为例，对预测其毛利率基本保持稳定的可实现性进行分析如下：

历史年度公司的基础物业管理业务毛利率总体呈上涨趋势。评估人员结合企业业务规模及发展计划，参考历史期间具体成本构成，在充分考虑预测期各项成本变动的基础上，本着谨慎性原则，对预测期的营业成本进行了预测，具体情况如下：

**基础物业管理营业成本预测表**

单位：万元

项目	2019年4-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
人员工资	36,688.57	58,807.63	65,334.36	70,899.71	74,980.43	77,294.46
安保费用	3,344.12	5,452.08	5,990.59	6,429.15	6,725.23	6,868.66
清洁卫生费	10,546.24	16,842.04	18,838.66	20,571.33	21,879.13	22,659.85
绿化养护费	1,579.87	2,502.13	2,804.91	3,070.52	3,274.42	3,398.98
公共设施维保费	4,499.50	7,336.74	8,150.36	8,833.77	9,322.16	9,590.44
行政办公费	3,071.04	4,885.38	5,510.48	6,062.85	6,491.80	6,760.25
公共能源费	5,497.52	8,830.87	9,963.41	10,957.49	11,721.65	12,195.38

项目	2019年4-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
其他	6,002.97	9,442.81	10,046.99	10,489.84	10,724.41	10,748.27
合计	71,229.83	114,099.68	126,639.76	137,314.66	145,119.23	149,516.29
毛利率	5.62%	5.74%	5.65%	5.55%	5.45%	5.37%

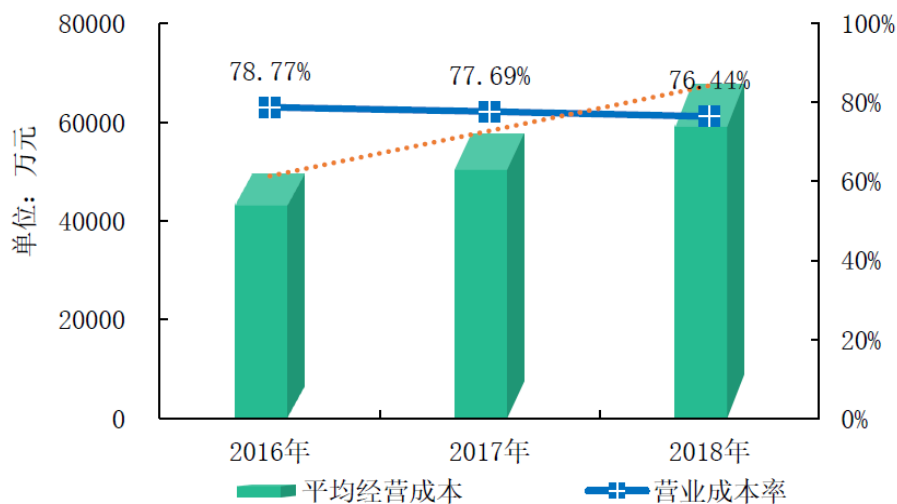
预测期各项业务毛利率与历史期水平总体接近，预测期基础物业管理综合毛利率总体保持平稳，主要原因是招商物业预测期的规模逐步增长，摊薄了固定成本；同时虽然人工成本逐年上涨，但招商物业未来通过深化科技应用、优化外包配置，强化内部管理建设，达到提质增效，增强创收能力。

对人工成本的预测，在对历史员工工资分析的基础上，结合企业预测的未来人员数量，考虑受国民经济发展带来的工资上涨和规模效应摊薄带来的单位成本降低双向影响，以及未来人工智能以及基础服务自动化，并根据企业的预测期收入、发展情况和工资调整计划，综合考虑上述因素影响预测未来年度的人工成本。

对安保费用、清洁卫生费、绿化养护费、公共设施维保费、公共能源费和其他费用的预测，根据未来物业规模的增长保持稳步增长。

对行政办公费，根据企业未来年度的各项费用支出计划，保持一定幅度的增长预测未来年度的行政办公费。

根据《2019中国物业服务百强企业研究报告》数据显示，2016年至2018年百强企业营业成本如下：



可以看出，2016年至2018年百强企业的营业成本率逐年下降，毛利率逐年上涨，与招商物业历史期的毛利率水平走势相符。本次基于谨慎性原则，预测期基础物业管理毛利率基本保持稳定，营业成本的预测具有合理性和谨慎性。

总体而言，预测期内人工成本预测合理，预测期毛利率基本保持稳定具备可实现性。

## 五、评估师核查意见

经核查，评估机构认为：

1、结合评估方法选取依据、收益法与资产基础法评估结果差异、重要评估参数选取、可比交易评估情况等因素，本次交易作价具备合理性。近五年，标的资产未进行过估值或评估。

2、收入预测中基础服务面积续约率的预测依据充分，具备合理性；根据招商蛇口地产项目扩张安排与标的资产第三方外拓进展情况，增量面积的预测依据充分，具备合理性。

3、《中国物业服务价格指数研究报告》和《中国物业服务百强企业研究报告》等数据及其来源具备权威性，为公开数据，标的资产未就获得相关数据支付费用或提供帮助。各类型物业服务及设施运营业务价格预测依据充分，具备合理性。

4、标的资产评估中结合标的公司实际情况，综合考虑工资上涨、规模效应摊薄、人员数量等因素，对人工成本的预测依据充分，具备合理性与稳健性，标的资产预测期毛利率基本保持稳定具备可实现性。

（本页无正文，为《中通诚资产评估有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>（192440号）的回复》之盖章页）

法定代表人：刘公勤

资产评估师：方炜

资产评估师：孟庆红

中通诚资产评估有限公司

2019年10月10日