

国众联资产评估土地房地产估价有限公司

关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通

知书》（202047号）中

资产评估相关问题的回复

国众联资产评估土地房地产估价有限公司

二〇二〇年九月

中国证券监督管理委员会：

于 2020 年 8 月 21 日收到贵会下发的 202047 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》”），国众联资产评估土地房地产估价有限公司作为招商局蛇口工业区控股股份有限公司本次交易的评估机构，按照《反馈意见》的要求对所涉及的事项进行了问题答复，现针对贵会《反馈意见》针对资产评估机构相关问题回复如下，请予审核。

如无特别说明，本反馈意见之回复所述的简称或名词的释义与《重组报告书》中“释义”所定义的简称或名词的释义具有相同的涵义。

目 录

问题二	4
问题三	16
问题四	20

问题二、申请文件显示，1) 本次交易采用资产基础法对南油集团进行评估。2) 南油集团其主要资产为长期股权投资和投资性房地产。其中长期股权投资占其账面总资产的 95%，已对各个公司进行整体评估；投资性房地产已单独采用收益法评估；故本次评估不适合采用收益法。3) 本次评估未考虑尚未办妥产权证书的固定资产事项对评估结果的影响。本次评估不考虑临时建筑及租约对地价的影响。未考虑地上尚未拆除建筑物以及尚未清理的现状对地价的影响。4) 南油集团采用资产基础法进行评估，而南油集团主营业务为物流仓储。5) 深投控以及招商蛇口于 2020 年 6 月 5 日共同签署协议，就招商受让土地（招商驰迪、启迪实业、启明实业持有土地）的计税基础予以约定，并进行了税务兜底。请你公司补充披露：1) 本次交易仅采用一种评估方法是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的规定。2) 南油集团采取的评估方法与其未来经济利益取得方式是否一致，是否符合评估相关规定。3) 未办证房产和土地截至目前产权证书的办理情况。4) 未办证房产和土地评估价值占标的公司本次交易估值比例及如不能办理产权证书对本次交易的影响。5) 评估假设中未考虑事项的合理性及对本次交易作价合理性的影响。6) 前海鸿昱持有土地的主要税种计税基础的假设的合理性，上述税务兜底协议是否包括前海鸿昱持有土地及协议的可执行性，是否有利于保护中小股东权益。请独立财务顾问、评估师和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、事实情况说明

（一）本次交易仅采用一种评估方法是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的规定

1、评估方法的选择及相关规定

资产评估基本方法包括资产基础法（成本法）、收益法和市场法。进行资产评估，要根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集等情况，分析三种基本方法的适用性，恰当选择评估方法。

《重组管理办法》第二十条规定：“重大资产重组中相关资产以资产评估结

果作为定价依据的，资产评估机构应当按照资产评估相关准则和规范开展执业活动；评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值。”

根据中国证监会发布的《会计监管风险提示第 5 号——上市公司股权交易资产评估》，对上市公司股权交易进行资产评估的评估方法选择规定如下：“对股权进行评估时，应逐一分析资产基础法、收益法和市场法等 3 种基本评估方法的适用性。在持续经营前提下，原则上应当采用两种以上方法进行评估。除被评估企业不满足其中某两种方法的适用条件外，应合理采用两种或两种以上方法进行评估。如果只采用了一种评估方法，应当有充分依据并详细论证不能采用其他方法进行评估的理由。”

2、本次评估仅采用一种评估方法的理由

①本次评估未采用市场法评估的原因如下：

市场法是以现实市场上的参照物来评价评估对象的现行公平市场价值，它具有评估角度和评估途径直接、评估过程直观、评估数据直接取材于市场、评估结果说服力强的特点。

资本市场上虽存在与标的公司同行业的上市公司，但与标的公司在资产规模及结构、经营区域、所处阶段及盈利水平等方面均存在较大差异，并无可比性。本次交易标的公司核心资产为其间接参股公司前海自贸投资拥有的位于深圳前海妈湾约 80.62 万平方米的土地使用权，该资产规模巨大，所处位置特殊、开发区域集中，且在区位上具有粤港澳深度合作示范区、国际化城市新中心的独特定位，因而对于标的公司无法在资本市场中找到相同或相似的可比交易案例，本次评估不宜采用市场法。

②本次评估未采用收益法评估的原因如下：

收益法从决定资产现行公平市场价值的基本依据——资产的预期获利能力、在用价值的角度评价资产，能完整体现企业的整体价值，其评估结论具有较好的可靠性和说服力。

南油集团其主要资产为长期股权投资和投资性房地产，其中，长期股权投资账面净值占其账面总资产的 95%。南油集团自身经营性业务为经营性物业租赁及数据中心租赁，并通过间接参股公司前海自贸投资从事园区开发业务。

南油集团自身主要经营性业务为经营性物业租赁及数据中心租赁，对南油集团整体经营性业务来看，尚处于起步阶段，历史经营业绩波动较大，且部分经营性物业租赁业务为尚待开发物流、仓储用地的临时利用，相关尚待开发或正在开发土地开发完成后，南油集团业务规模及业务结构预计发生较大变化，虽然主要经营性资产单项来看的同类型物业市场经营案例较多，但由于南油集团未来整体业务发展缺乏历史经营业绩的有效参考且缺少市场同类型公司的可比经营案例，难以从企业整体经营的角度进行盈利预测，故本次评估不适用收益法。

此外，对于南油集团的主要参股公司前海自贸投资，其未来收益主要来源于前海自贸投资全资子公司持有待开发土地产生的收益。前海自贸投资于合资合作项目完成所取得的 T102-0296 号、T102-0310 号地块根据土地出让合同在十年内开发完毕，但由于开发规模较大、战略定位特殊，未来具体开发计划、开发时序尚未确定，也无法确定未来开发时的具体资金安排，因而对前海自贸投资亦无法采用收益法进行评估。前海自贸投资的未来收益及向其母公司的分红均无法准确合理预测。

③采用资产基础法的原因如下：

资产基础法是以资产负债表为基础，合理评估企业各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。

南油集团截至评估基准日的各项资产、负债可以被识别，评估专业人员可以从外部收集到满足资产基础法所需的资料，可以对南油集团资产及负债展开全面的清查和评估。标的公司的主要资产为其通过前海自贸投资间接持有的深圳前海妈湾片区土地权益，相关土地未来开发收益受限于土地具体开发计划目前未明确，尚无法作出合理、准确预测；标的公司自身持有的主要经营性资产为投资性房地产，未来整体经营性业务发展缺乏历史经营业绩的有效参考，不适宜对未来盈利进行整体性的预测，但相关土地及投资性房地产客观上具有较高价值，且可根据各资产的特点采用适宜的评估方法进行体现，因此本次评估适用资产基础法。

此外，对于南油集团及其子公司、参股公司所持有的待开发土地，本次评估已采用剩余法及标定地价系数修正法两种方法进行评估。因此，本次评估对标的

公司评估资产范围内的核心资产已使用了两种方法进行评估。

鉴于本次交易标的公司核心资产较为特殊，仅采用资产基础法对南油集团股权进行评估具有必然性和合理性，采用资产基础法可以公允地对南油集团股权价值进行评估。

3、仅采用一种评估方法的市场案例

近年来市场上存在许可类重组项目的标的资产仅采用一种评估方法，并且获得证监会重组委审核通过的案例，例如：三峡水利、东方能源、中粮资本、中国天楹、豫园股份等公司的资产重组项目。该等公司仅采用一种评估方法的原因同样为基于评估客观条件所限，仅适用于一种方法，而不适用于其他两种方法。

综上所述，本次评估对南油集团不适用采用市场法和收益法评估，结合标的资产的特点采用一种评估方法——资产基础法，方法选择是恰当的，符合中国证监会的相关规定。

（二）南油集团采取的评估方法与其未来经济利益取得方式是否一致，是否符合评估相关规定

南油集团主要从事园区开发业务与物流仓储业务。从事园区开发业务未来取得的经济利益体现为南油集团间接持有前海自贸投资权益的投资收益，前海自贸投资依托已获得的前海土地开发销售或建成后自持运营而产生收益，本次评估对前海未开发土地采用剩余法进行评估，已经体现其经济利益的流入和未来收益取得方式。从事物流仓储业务未来取得的经济利益体现为南油集团自持物业的经营租金收益，对于商铺、幼儿园、已建成仓储项目等已可获得租金收益的投资性房地产采用收益法评估，对于持有待开发物流、仓储用地采用剩余法评估，并通过预测租金水平测算其预期开发价值，体现了南油集团未来租金收益的价值。

综上所述，南油集团采取的评估方法与其未来经济利益流入方式是一致的，符合评估的相关规定。

（三）未办证房产和土地截至目前产权证书的办理情况

截至评估基准日未办证房产有：南油集团名下的后海综合楼二楼、后海综合楼六楼，启迪实业名下的招商局前海经贸中心三期国际学校、招商局前海经贸中

心一期办公（在产品），前海自贸投资名下的前海深港设计创意产业园地上建筑物。

截至评估基准日未办证土地有：龙盛实业名下的 T102-0230 号宗地，前海鸿昱名下的 T102-0310 号宗地，招商驰迪名下的 T102-0296 号宗地，启明实业名下的 T102-0279 号宗地。

截至反馈回复报告出具日，房产中的招商局前海经贸中心三期国际学校和土地中的 T102-0310 号、T102-0296 号宗地相关产权证正在办理，该类资产产权清晰，办证无实质障碍。招商局前海经贸中心一期办公尚未达到交付条件，尚无需办理房地产证，后续办证无实质障碍。

除上述之外本次评估由于缺乏报建手续、短期利用等原因未办证房产和土地截至目前产权证书的办理情况如下表：

序号	项目公司	资产名称	科目	建筑/土地面积 (m ²)	截至反馈回复报告出具日产权办理情况	未办理产权证的原因
1	南油集团	后海综合楼二楼房地产	投资性房地产	建筑面积 375.20 m ²	未办理	后海综合楼缺相关报批报建手续，且房屋所占宗地部分为集体用地，无法办理产权证。目前该物业均能正常使用，正常出租，收益不会受影响。
2	南油集团	后海综合楼六楼房地产	投资性房地产	建筑面积 572.26 m ²	未办理	同上分析（序号 1）
3	龙盛实业	T102-0230 号仓储用地	无形资产	土地面积 9,653.78 m ²	未办理	1994 年南油集团将该地块转让给龙盛实业，签订了土地转让合同。2005 年 7 月 9 日，深圳市国土局核发了《关于原深圳南油（集团）有限公司重组土地资产处置意见的函》（深国房函[2005]461 号），确认该地块经南油集团确认后，由龙盛实业办理确权手续。该地块位于前海合作区之内，因前海土地规划调整，截至反馈回复报告出具日尚未办理权属证书。
4	启明实业	T102-0279 号宗地（文创小镇一期用地，即前海深港设计创意产业园用地）	在产品（开发成本）	用地面积 14,290.06 m ²	土地证尚未办理	根据深前海地合字（2018）0003 号土地出让合同记载：T102-0279 号宗地分为短期利用阶段与长期利用阶段，短期利用的使用期限为 8 年，从 2018 年 6 月 30 日至 2026 年 6 月 29 日，“短期利用”到期后地上已建建筑物全部拆除，再按长期利用阶段的规划指标重新开发建设。根据出让合同记载，短期利用期间不得办理《不动产权证书》，故本宗地尚未办理产权登记。对于长期利用阶段的估值结果中对办证费用已扣减，长期利用阶段办理不动产权证不存在实质障碍。
5	前海	前海深港设	固定资	计容建筑	房地产的	该项资产为上述序号 4 地块在短期利用

序号	项目公司	资产名称	科目	建筑/土地面积 (m ²)	截至反馈回复报告出具日产权办理情况	未办理产权证的原因
	自贸投资	计创意产业园(地上建筑物)	产-房屋建筑物	面积 18,787.77 m ²	不动产权证无法办理	期间的地上建筑物, 根据土地出让合同, 短期利用期间不得办理《不动产权证书》, 该项资产无法办理不动产权证符合土地出让合同的规定。

(四) 未办证房产和土地评估价值占标的公司本次交易估值比例及如不能办理产权证书对本次交易的影响

截止评估基准日, 房产中的招商局前海经贸中心三期国际学校、前海深港设计创意产业园地上建筑物和土地中的 T102-0310 号、T102-0296 号、T102-0279 号宗地相关产权证正在办理, 该类资产产权清晰, 办证无实质障碍; 招商局前海经贸中心一期办公为在建项目尚未达到办证条件。

除上述之外, 由于缺乏报建手续、短期利用等原因未办证房产和土地的评估价值占标的公司本次交易估值比例为 1.08%。

本次由于缺乏报建手续、短期利用等原因未办证房产和土地, 以及评估价值占南油集团本次估值比例如下表:

序号	项目公司	资产名称	科目	建筑/土地面积 (m ²)	截至基准日产权办理情况	评估值 (万元)	对应南油集团权益比例的估值 (万元)	对应南油集团权益比例的估值占南油集团本次估值比例	对本次交易的影响
1	南油集团	后海综合楼二楼	投资性房地产	建筑面积 375.20 m ²	未办理	386.46	386.46	0.013%	后海综合楼目前已出租, 能正常使用; 虽未办证, 但其收益不会受影响。在收益价值的测算过程中, 资本化率的选取考虑了不能办产权证的影响。不能办理产权证书对交易没有影响。
2	南油集团	后海综合楼六楼	投资性房地产	建筑面积 572.26 m ²	未办理	566.54	566.54	0.019%	同上分析 (序号 1)
3	龙盛实业	T102-0230 号仓储用地	无形资产	土地面积 9,653.78 m ²	未办理	10,504.28	5,777.35	0.19%	已经合理考虑了办证的因素 (补地价的各项支出), 设定宗地完善手续后可办证; 且针对不能办证及续期的风险, 招商蛇口与深投控已在交易协议中约定补偿安排。根据本次交易安排,

序号	项目公司	资产名称	科目	建筑/土地面积 (m ²)	截至基准日产权办理情况	评估值 (万元)	对应南油集团权益比例的估值 (万元)	对应南油集团权益比例的估值占南油集团本次估值比例	对本次交易的影响
									不能办理产权证书对交易没有影响。
4	启明实业	T102-0279号宗地(文创小镇一期用地,即前海深港设计创意产业园用地)	在产品(开发成本)	用地面积 14,290.06 m ²	土地证尚未办理	100,515.00	22,539.21	0.77%	对于长期利用阶段,估值结果中对办证费用已扣减,长期利用阶段办理产权证书不存在实质障碍。短期利用阶段不能办理产权证书不影响本次交易。
5	前海自贸投资	前海深港设计创意产业园(地上建筑物)	固定资产-房屋建筑物	计容建筑面积 18,787.77 m ²	房地产的不动产权证尚未办理	11,880.96	2,664.16	0.09%	该项资产为上述序号4地块在短期利用期间的地上建筑物,根据土地出让合同,短期利用期间不得办理《不动产权证书》。本次评估采用成本法进行评估,不能办理产权证书不影响本次交易。
合计						123,853.24	31,933.72	1.08%	

上述未办证房产和土地的相关影响本次评估已考虑,且对于 T102-0230 号地块无法办证及续期的或有风险,招商蛇口与深投控已在交易协议中约定补偿安排,故未办证房产和土地不影响本次交易。

(五) 评估假设中未考虑事项的合理性及对本次交易作价合理性的影响

1、尚未办妥产权证书的固定资产事项对评估结果的影响

南油集团后海综合楼二楼、六楼,缺少相关报批报建手续,且房屋所占宗地部分为集体用地,无法办理产权证。本次采用收益法对该资产价值进行评估,目前该物业已出租,能正常使用,未来收益不受影响。该项资产虽然无法办理产权证,但已经采用合理方法进行评估,相关评估结果具有合理性。

龙盛实业 T102-0230 号宗地,截至评估基准日尚未完成土地证的办理;本次评估已考虑补缴地价和办证需要的各项支出,设定宗地完善手续后办理产权证无障碍;同时针对不能办理产权证及续期的或有风险,招商蛇口与深投控已在交易协议中约定补偿安排,相关评估结果具有合理性。

前海鸿昱 T102-0310 号宗地、招商驰迪 T102-0296 号宗地，评估时考虑了其后续办理产权证应缴纳的契税及印花税。依据现有的产权证明资料，该资产产权清晰，后续办理产权证无实质障碍，相关评估结果具有合理性。

启迪实业招商局前海经贸中心三期（国际学校）、招商局前海经贸中心一期（办公），截至评估基准日已办理了土地证，房产证正在办理或由于未达交付条件尚无需办理，办理无实质障碍，相关评估结果具有合理性。

启明实业 T102-0279 号宗地（文创小镇一期用地，即前海深港设计创意产业园用地）和前海自贸投资的前海深港设计创意产业园（地上建筑物），根据出让合同记载，短期利用期间不得办理不动产权证书。目前项目处于短期利用期间，可正常出租经营。本次采用剩余法分阶段对“短期利用”和“长期利用”的土地价值进行评估，对于地上建筑物采用成本法评估，在长期利用阶段的估值结果中对后续办理产权证应缴纳的契税及印花税已扣减，长期利用阶段办理产权证书不存在实质障碍，暂未办证对评估的影响已考虑，评估结果具有合理性。

2、本次评估不考虑临时建筑及租约对地价的影响

南油集团 T102-0201 号、T102-0206 号两宗地块尚建有前海湾保税港园区通道以及中国海关等临时建筑。两宗土地已出租给招商局保税物流有限公司，地上临时建筑物为承租人所建，土地租约到期后由承租方拆除；租赁合同显示，宗地租期较短，到期后可续期但南油集团可以综合考虑收益等因素决定是否续期，不续期则可在短期内进行租约清理及建筑物拆除，并按规划进行开发，故本次评估不考虑租约对地价的影响，相关评估结果具有合理性。

龙盛实业 T102-0049 号、T102-0230 号两宗地块尚建有临时建筑或构筑物，主要为轻钢简易仓库、配套办公等，易拆除且拆除费用与建筑残值相当，故可不考虑该等临时建筑对地价的影响；临时建筑物的租期较短，南油集团有决定权是否续期，不续期则可在短期内进行租约清理及建筑物拆除，并按规划进行开发，故本次评估不考虑租约对地价的影响，相关评估结果具有合理性。

3、未考虑地上尚未拆除建筑物以及尚未清理的现状对地价的影响

前海鸿昱与招商持迪的 T102-0310、T102-0296 号宗地上尚存有部分原有物流以及工业仓储等建筑物。根据《招商局集团前海物流园区土地清理协议书》，

T102-0310、T102-0296 号宗地内招商原持地公司拥有合法审批手续或不动产登记在建、构筑物根据清理进度由前海管理局按评估结果给予招商原持地公司货币补偿；宗地范围内部分拥有合法审批手续或不动产登记在建、构筑物由招商局集团、原持地公司继续使用至 2022 年 4 月 30 日，管理责任、安全生产责任及其他因上述建、构筑物而导致的任何纠纷或争议等均由招商局集团及招商原持地公司负责处理并承担一切责任；基于上述约定，土地清理义务约定明确，拆除费用由招商局集团或相关招商原持地公司承担，且不会影响未来项目开发进度。本次评估假设招商局集团及招商原持地公司能够按照约定完成土地清理，不考虑地上未拆除建筑物以及未清理的现状对地价的影响，相关评估结果具有合理性。

4、未考虑诉讼对结果的影响

南油集团的南油生活区 B 区 47 栋二单元 103 房住宅，该物业因与租户存在排除妨害纠纷，截至评估基准日案件正在南山区人民法院案件受理中。南油集团的南油第一幼儿园，该物业与租户存在返还原物纠纷，截至评估基准日案件正在南山区人民法院案件受理中。根据案件后续进展情况，2020 年 06 月 23 日广东省深圳市南山区人民法院民事判决书（（2020）粤 0305 民初 44 号）公布的结果，被告应交还原告南油集团南油生活区 B 区 47 栋二单元 103 住宅；2020 年 06 月 15 日广东省深圳市南山区人民法院民事判决书（（2020）粤 0305 民初 5310 号）公布的结果，被告应交还原告南油集团的南油第一幼儿园。南油生活区 B 区 47 栋 103 房住宅和南油第一幼儿园均已办理房地产证，产权清晰，本次评估未考虑诉讼因素的影响，相关评估结果具有合理性。

综上所述，无法办证房产和土地的相关影响本次评估已考虑；对于 T102-0230 号地块无法办证及续期的或有风险，招商蛇口与深投控已在交易协议中约定补偿安排；对于正在办理权证中的资产，产权清晰无纠纷，办证无实质障碍。临时建筑的租期较短、较易拆除、拆除费用与建筑残值相当以及根据相关约定，评估中不考虑临时建筑及租约、地上尚未拆除建筑物以及尚未清理的现状对地价的影响；涉及诉讼的房产已办理房地产证，产权清晰，诉讼判决结果为南油集团收回该等房产，故以上未考虑事项不影响本次评估结果的合理性。

本次交易的标的资产交易作价以符合相关法律法规规定的评估机构出具的并经有权国资管理单位备案的《资产评估报告》（国众联评报字（2020）第 3-0116

号)确定的评估结果为基础,最终由招商蛇口及深投控友好协商确定。本次评估结果具有合理性且经有权国资单位备案,以上未考虑事项不影响交易作价的合理性。

(六)前海鸿昱持有土地的主要税种计税基础的假设的合理性,上述税务兜底协议是否包括前海鸿昱持有土地及协议的可执行性,是否有利于保护中小股东权益

1、前海鸿昱持有土地的主要税种计税基础的假设的合理性

前海鸿昱所持 T102-0310 号宗地土地增值税、企业所得税、增值税计税基础的假设系根据相关法律法规及 T102-0310 号宗地实际情况而进行的合理判断:

(1) 土地增值税及企业所得税

根据《关于继续实施企业改制重组有关土地增值税政策的通知》(财税[2018]57号)第六条的规定:企业在改制重组过程中经省级以上(含省级)国土资源管理部门批准,国家以国有土地使用权作价出资入股的,再转让该宗国有土地使用权并申报缴纳土地增值税时,应以该宗土地作价入股时省级以上(含省级)国土资源管理部门批准的评估价格,作为该企业“取得土地使用权所支付的金额”扣除。由于前海鸿昱所持 T102-0310 号宗地系通过前海管理局作价入股取得,前海鸿昱承受该土地使用权属于国有资产重组的情形,本次评估在计算土地增值税时假设以前海管理局土地作价入股时的评估价 7,281,954.00 万元作为计税基础,并在评估中实际计算时考虑建成后为持有物业的部分地块分摊地价的影响。

根据《关于企业所得税应纳税所得额若干问题的公告》(国家税务总局公告 2014 年第 29 号)规定,由于前海鸿昱所持 T102-0310 号宗地系通过前海管理局作价入股取得,因此本次评估在计算企业所得税时假设以前海管理局土地作价入股时的评估价 7,281,954.00 万元作为计税基础。

此外,合资合作项目中招商前海实业、前海投控、前海自贸投资已就 T102-0310 号宗地的税费承担进行明确约定:

- 1) 以合资合作项目评估中采用的计税基础假设作为约定计税基础;
- 2) 如税务机关认可的土地增值税、企业所得税实际计税基础低于约定计税

基础，前海自贸投资或其下属公司因此产生额外税负的（相应导致前海自贸投资享有的前海鸿昱股权价值在约定计税基础下较实际税基基础下减少），前海投控应给予前海自贸投资补偿；

3) 如土地增值税、企业所得税实际计税基础超过约定计税基础，前海自贸投资或其下属公司因此减少税负的（相应导致前海自贸投资享有前海鸿昱股权价值在约定计税基础下较实际税基基础下增加），前海自贸投资应对前海投控进行补偿。

该合资合作项目中税费承担安排有利于保证前海鸿昱针对所持 T102-0310 号宗地在实际开发过程中实质以约定计税基础（即评估假设的计税基础）承担土地增值税、企业所得税。本次交易评估中前海鸿昱所持 T102-0310 号宗地土地增值税、企业所得税计税基础与 2019 年合资合作项目约定计税基础一致，符合 T102-0310 号宗地实际情况。

(2) 增值税

由于前海鸿昱所持 T102-0310 号宗地未取得省级以上（含省级）财政部门监（印）制的财政票据，因此本次评估在计算增值税时假设以 0.00 元为计税基础，即计算增值税时可税前扣除的受让土地成本为 0.00 元，故评估时已审慎、充分考虑 T102-0310 号宗地的增值税费用。

综上，前海鸿昱所持 T102-0310 号宗地土地增值税、企业所得税系根据相关法律法规及 T102-0310 号宗地实际情况而进行的合理判断，合资合作项目中税费承担安排有利于保证前海鸿昱针对 T102-0310 号宗地实际开发过程中实质以约定计税基础承担土地增值税、企业所得税，本次交易评估中前海鸿昱所持 T102-0310 号宗地土地增值税、企业所得税计税基础假设与 2019 年合资合作项目约定计税基础一致；增值税计税基础的假设系根据相关法律法规及 T102-0310 号宗地实际情况而进行的合理判断，增值税税基为 0.00 元，已审慎、充分考虑 T102-0310 号宗地的增值税费用。因此，前海鸿昱持有土地的主要税种计税基础的假设具有合理性，有利于保护中小股东利益。

2、上述税务兜底协议是否包括前海鸿昱持有土地及协议的可执行性

(1) 上述税务兜底协议是否包括前海鸿昱持有土地

深投控以及招商蛇口于 2020 年 6 月 5 日共同签署《购买资产协议》，《购买资产协议》中对税务兜底进行了相关安排，该税务兜底安排不包括前海鸿昱持有土地，主要原因如下：

①如前所述，合资合作项目中税费承担及补偿安排有利于保证前海鸿昱针对 T102-0310 号宗地在实际开发过程中实质以约定计税基础承担土地增值税、企业所得税，本次交易评估中前海鸿昱所持 T102-0310 号宗地土地增值税、企业所得税计税基础假设与 2019 年合资合作项目约定计税基础一致；

②如前所述，本次评估中在计算 T102-0310 号宗地所涉增值税时假设以 0.00 元为计税基础，即计算增值税时可税前扣除的受让土地成本为 0.00 元，评估时已审慎、充分考虑 T102-0310 号宗地的增值税费用。

综上，本次交易税务兜底安排不包括前海鸿昱持有土地具有合理性，有利于保护中小股东利益。

(2) 税务兜底协议的可执行性

《购买资产协议》中的税务兜底安排对招商受让土地（招商驰迪、启迪实业、启明实业持有土地）的计税基础予以约定，与本次评估对招商受让土地的计税基础假设一致，并进行了税务兜底，相关条款对涉及的税种、约定计税基础、补偿义务的触发时点、补偿义务的承担主体、补偿金额的具体计算方法、补偿的支付方式及支付时限等具体方面均进行了明确约定，且《购买资产协议》已经上市公司、深投控内部决策审议通过、有权签署，相关税务兜底安排具有明确可执行性。

3、是否有利于保护中小股东权益

根据以上论证，前海鸿昱持有土地的主要税种计税基础的假设、税务兜底协议未包括前海鸿昱持有土地均具有合理性，税务兜底安排具有明确可执行性，有利于保护中小股东利益。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

1、本次交易仅采用一种评估方法符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的规定。

2、南油集团采取的评估方法与其未来经济利益取得方式一致，符合评估相关规定。

3、未办证房产和土地不影响本次交易。

4、无法办证房产和土地的相关影响本次评估已考虑；对于 T102-0230 号地块无法办证及续期的或有风险，招商蛇口与深投控已在交易协议中约定补偿安排；对于正在办理权证中的资产，产权清晰无纠纷，办证无实质障碍。临时建筑的租期较短、较易拆除、拆除费用与建筑残值相当以及根据相关约定，评估中不考虑临时建筑及租约、地上尚未拆除建筑物以及尚未清理的现状对地价的影响；涉及诉讼的房产已办理房地产证，产权清晰，诉讼判决结果为南油集团收回该等房产，故以上未考虑事项不影响本次评估结果的合理性。

本次交易的标的资产交易作价以符合相关法律法规规定的评估机构出具的并经有权国资管理单位备案的《资产评估报告》（国众联评报字（2020）第 3-0116 号）确定的评估结果为基础，最终由招商蛇口及深投控友好协商确定。本次评估结果具有合理性且经有权国资单位备案，以上未考虑事项不影响交易作价的合理性。

5、前海鸿昱持有土地的主要税种计税基础的假设具有合理性、税务兜底协议未包括前海鸿昱持有土地，税务兜底安排具有可执行性，有利于保护中小股东权益。

问题三、申请文件显示，1) 招商驰迪 100%股权于评估基准日 2019 年 12 月 31 日的评估值 6,509,405.50 万元，增值率 50.56%，与前次合资合作中以 2019 年 9 月 30 日为评估基准日的评估值相差 1.13%，两次评估基准日间隔较短。2) 本次交易对于已开发项目无相关约定，故采用剩余法评估房地合一的价值，计算地上工程部分所产生的成本利息和开发利润，反映已开发项目的公允价值。请你公司结合增资时点招商驰迪的具体业绩情况、采用剩余法评估已开发项目的依据及重要参数选取的合理性，进一步补充披露已开发项目评估差异的合理性，以及增资与本次交易作价存在差异的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、事实情况说明

(一) 结合增资时点招商驰迪的具体业绩情况、采用剩余法评估已开发项目的依据及重要参数选取的合理性，进一步补充披露已开发项目评估差异的合理性，以及增资与本次交易作价存在差异的合理性

(1) 增资时点招商驰迪的具体业绩情况

招商驰迪从事园区开发业务，在增资和本次交易时点，招商驰迪项目均处于开发建设阶段，均未产生收入，未有具体的业绩。

(2) 采用剩余法评估已开发项目的依据及重要参数选取的合理性，进一步补充披露已开发项目评估差异的合理性

2019 年合资合作项目及本次交易均涉及对招商驰迪的股权价值进行评估。本次交易的评估基准日为 2019 年 12 月 31 日，合资合作项目的评估基准日为 2019 年 9 月 30 日，两次评估基准日间隔较短。

两次评估中，对于已开发项目，前次合资合作项目实质为政企合作、收益共享模式下，采用创新模式对前海存量土地进行规划建设条件明确与升级，同时政企双方以前海土地作价进行的共同增资，根据《合资合作协议》约定，涉及启迪实业和启明实业的在建工程项目，以历史成本单独审计，故增资时采用剩余法评估土地价值，在建工程项目投入以核实后的账面值作为评估值，不计算成本利息和开发利润；本次交易为企业之间的股权转让，对已开发项目的评估无合资合作项目中类似安排，截至评估基准日合资合作项目已完成，已开发项目规划建设条件明确，项目建设正按计划开展，开发完成后的物业整体价值信息容易收集。故依据本次交易目的、已开发项目实际条件以及评估准则相关要求，针对在建项目采用剩余法评估房地合一的价值；针对开发完成项目（即国际学校），其已建成并投入使用，目前已出租，具有收益性，故采用收益法评估房地合一的价值，计算土地及地上建筑物开发所产生利息和利润，具有合理性。

两次评估对招商驰迪下属公司持有已开发项目评估范围不变，包括的已开发项目为：招商局前海经贸中心一期（办公）、二期（公寓）、三期（国际学校），招商领玺家园（住宅），前海启动区一期-市政道路，前海启动区二期（前期投入费用），招商港湾广场，前海深港设计创意产业园（文创小镇一期），其重要评估

假设、核心参数选取口径保持一致，具体情况如下：

项目		合资合作项目	本次交易
评估基准日		2019年9月30日	2019年12月31日
招商驰迪下属公司持有的已开发项目评估值（万元）		1,144,073	1,313,361
评估值差异		本次交易与合资合作项目对招商驰迪下属公司持有的已开发项目评估值的差异为169,288万元，差异率为14.80%。	
评估假设		两次评估税基的假设一致，土地增值税及企业所得税的土地税基均为613,645.26万元，增值税地价抵扣额为0元。其他主要假设一致。	
评估方法		除截至本次交易评估基准日国际学校已开发完成、本次采用收益法评估外，两次评估方法针对在建项目均为剩余法和基准地价修正法，取剩余法作为评估结果，但根据交易协议相关约定等，具体操作时存在差异。	
已开发项目中重要评估参数选取	成本	两次选择口径标准一致，成本取值合理。	
	租售价格	合资合作项目评估时，招商驰迪的销售型商务公寓开发完成后售价根据周边类似商务公寓的市场售价确定。其余租售价格在前后两次评估中取值一致。	由于深圳市新房销售实际备案制，本次交易评估时，评估范围内的前海经贸中心二期公寓领尚公馆于2020年5月份取得预售许可证，其销售型商务公寓的售价取核准备案均价。其余租售价格在前后两次评估中取值一致。
	开发利润	参考房地产开发项目的客观开发利润率，并结合项目所在区位取值，两次口径标准一致。	
两次评估时已投入建造成本差异		两次评估基准日对应的工程进度不同，已投入建筑成本存在差异，本次交易时点相对前次合资合作时点工程新增投入13,580万元。	
结论		招商驰迪下属公司持有的已开发项目在评估方法、评估假设、核心参数选取与2019年合资合作项目主要参数基本无差异，受相关约定、评估基准日对应工程进度差异以及管理部门备案价管控的影响，个别参数取值存在差异，从而使得两次的估值存在不同，前后两次估值差异率为14.80%，具备合理性。	

本次交易与合资合作项目对招商驰迪下属公司持有的已开发项目评估值的差异为169,288万元，差异率为14.80%。差异原因主要是：

1) 在建项目新增投入的影响。2019年9月30日至2019年12月31日期间，启迪实业的在建项目增加投资额约13,580万元；

2) 合资合作项目完成后发生的其他因素差异的影响。①合资合作项目根据《合资合作协议》的约定对在建工程项目以历史成本单独审计，不计算在建工程所产生的成本利息和开发利润，故增资时在建项目以核实后的账面数作为评估值；而本次交易评估对于在建项目采用剩余法、对于已完工项目各自采用收益法，评估房地合一的价值，计算土地及地上建筑物开发所产生利息和利润。②部分地

块涉及销售型商务公寓，合资合作项目评估时尚未取得经政府核准的备案销售价格，故根据周边类似商务公寓的售价进行评估；本次交易评估时，评估范围内的前海经贸中心二期公寓领尚公馆于 2020 年 5 月份取得预售许可证，评估时销售型商务公寓的售价为核准备案均价。

两次评估过程中根据不同物业类型的租售信息及建造成本数据取值，开发利润率按正常的客观水平取值，销售税费按照相关的法律法规计算，评估参数选取合理。两次评估基准日接近，期间深圳市房地产市场及土地市场平稳，评估所涉及土地规划无变化，已开发项目在合资合作项目与本次交易的评估值差异主要系由交易目的、建设进展及两个基准日期间的客观因素变化等导致，具有合理性。

（3）增资与本次交易作价存在差异的合理性

本次交易中对招商驰迪 100% 股权的评估值为 6,509,405.50 万元，较合资合作项目中的评估值 6,436,569.79 万元增加 72,835.71 万元，差异率为 1.13%。招商驰迪的股权评估值在合资合作项目和本次交易两次评估中的差异率较小。差异原因主要是：①两次评估中对招商驰迪下属公司持有的已开发项目的评估差异。②由于深圳市新房销售实行备案制，本次交易评估时，评估范围内的前海经贸中心二期公寓领尚公馆于 2020 年 5 月份取得预售许可证，故采用核准备案均价作为其他地块可售商务公寓售价，导致其他规划有可售商务公寓的土地的评估差异。

本次交易与增资差异主要由于交易目的、建设进展及两个基准日期间发生变化的客观因素等导致，同时期间深圳市房地产市场及土地市场总体平稳，评估所涉及土地规划无变化，两次交易作价的差异较小，具有合理性。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

已开发项目两次评估过程中，根据不同物业类型的租售信息及建造成本数据取值，开发利润率按正常的客观水平取值，销售税费按照相关的法律法规计算，评估参数选取合理。两次评估基准日接近，期间深圳市房地产市场及土地市场平稳，评估所涉及土地规划无变化，已开发项目在合资合作项目与本次交易的评估值差异主要系由交易目的、建设进展及两个基准日期间的客观因素变化等导致，具有合理性。

本次交易与增资差异主要由于交易目的、建设进展及两个基准日期间发生变化的客观因素等导致，期间深圳市房地产市场及土地市场总体平稳，评估所涉及土地规划无变化，两次交易作价的差异较小，具有合理性。

问题四、申请材料显示，1) 由于本次交易中南油集团的主要资产为下属公司前海自贸投资拥有的前海自贸区内优质土地资源，但其盈利能力尚未充分体现。2) 南油集团其主要资产为长期股权投资和投资性房地产。其中长期股权投资占其账面总资产的 95%，已对各个公司进行整体评估；投资性房地产已单独采用收益法评估；南油集团投资性房地产中已办证房屋分别采用市场法、收益法及成本法作为评估方法，对于后海综合楼二楼、六楼房屋建筑物，尚未办理产权证，适合评估其收益价值。标的公司投资性房地产评估增值率为 276.84%。请你公司：1) 列表补充披露南油集团范围内包括但不限于招商前海实业、龙盛实业、前海鸿昱和招商驰迪房产和土地的性质、评估方法及增值情况，补充披露各项资产采用不同评估方法的划分依据、收益法和市场法评估的可行性，并结合区位未来发展趋势、宏观经济对其所在区域的影响，补充披露评估增值的合理性。2) 结合相关项目进展、国家调控政策、同类物业租赁情况及租金走势等，补充披露假设开发法下预测相关开发项目未来现金流量的依据及可实现性。3) 按各项评估项目分类补充披露采用市场法评估中所选取的交易案例的可比性和合理性，并比较同类型交易评估，说明各项系数调整的合理性。4) 结合区位状况及市场竞争情况、空置率情况、月租金及租金增长情况取值合理性，补充披露收益法下预测投资性房地产未来租金收入的可实现性，以及投资性房地产评估增值率较高的原因以及合理性。5) 结合标的资产长期股权投资中各公司的历史业绩补充披露评估增值的合理性。6) 评估不同方法中折现率选取是否一致，如有差异，补充披露其合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、事实情况说明

(一) 列表补充披露南油集团范围内包括但不限于招商前海实业、龙盛实业、前海鸿昱和招商驰迪房产和土地的性质、评估方法及增值情况，补充披露各项资产采用不同评估方法的划分依据、收益法和市场法评估的可行性，并结合区位未来发展趋势、宏观经济对其所在区域的影响，补充披露评估增值的合理性

房地产评估方法主要有市场法、收益法、剩余法（土地估价规程中的方法，在房地产估价规范中称为假设开发法）、基准地价系数修正法（标定地价系数修正法）、成本法等。评估方法的选择应按照相关准则及规划的要求，根据当地房地产市场发展情况并结合评估对象的具体特点及评估目的等，选择适当的评估方法。市场法适用于同类房地产交易实例较多的房地产评估；收益法适用于有收益或潜在收益的房地产评估；成本法适用于无市场依据或市场依据不充分而不宜采用市场法、收益法进行评估的情况下的房地产评估；剩余法适用于规划建设条件明确，开发完成后的物业价值信息容易收集的房地产评估；标定地价系数修正法适用于有完整标定地价体系的房地产评估。

本次评估范围内的房产和土地及其增值情况如下：

序号	项目公司	资产名称	账面值 (万元)	评估值 (万元)	增值率 (%)	估值合计 (万元)
1	前海鸿昱	T102-0310 号宗地	7,281,954.00	7,290,836.00	0.12	7,290,836.00
2	招商驰迪	T102-0296 号宗地	3,707,363.89	5,405,496.00	45.80	5,405,496.00
3	启迪实业	招商局前海经贸中心一期（办公）	300,367.45	453,038.00	50.83	1,210,731.00
4	启迪实业	招商领玺家园（住宅）	158,039.77	302,922.00	91.67	
5	启迪实业	招商局前海经贸中心二期（公寓）	128,144.56	205,002.00	59.98	
6	启迪实业	招商局前海经贸中心三期（国际学校）	119,312.63	190,389.00	59.57	
7	启迪实业	招商港湾广场项目	37,590.02	59,380.00	57.97	
8	南油集团	前海湾 W6 仓库库房及辅助楼	46,730.25	126,184.69	170.03	227,493.82
9	南油集团	南山区妈湾大道 T102-0192 物流用地	8,641.88	71,911.41	732.13	
10	南油	南山区临海大道 T102-0206 物	871.13	14,306.10	1,542.24	

序号	项目公司	资产名称	账面值 (万元)	评估值 (万元)	增值率 (%)	估值合计 (万元)
	集团	流用地				
11	南油集团	南山区临海大道 T102-0201 物流用地	1,048.81	7,650.00	629.40	
12	南油集团	南油起步仓	2,148.09	3,764.11	75.23	
13	南油集团	南油幼儿园	89.13	1,876.46	2,005.42	
14	南油集团	后海综合楼六楼	252.71	543.65	115.13	
15	南油集团	南油 B 区 47 栋 103	29.08	406.86	1,298.91	
16	南油集团	后海综合楼二楼	165.69	356.44	115.13	
27	南油集团	世纪广场一楼 93#商铺	35.4	305.54	763.20	
18	南油集团	世纪广场一楼 96#商铺	21.84	188.56	763.21	
19	启明实业	T102-0279 号宗地（文创小镇一期用地，即前海深港设计创意产业园用地）	75,669.42	100,515.00	32.83	100,515.00
20	龙盛实业	临海路南 T102-0049、T102-0230 仓储用地	644.98	64,578.60	9,912.43	64,578.60
21	前海自贸投资	前海深港设计创意产业园建筑物	11,409.39	11,880.96	4.13	11,880.96

本次评估范围内房产和土地的性质及其评估方法详见下表汇总：

序号	项目公司	资产名称	土地性质	房产性质	评估方法	评估方法的依据及可行性
1	前海鸿昱	T102-0310 号宗地	国有土地	商品房	剩余法	该资产土地用途为商业服务业用地、二类居住用地，虽然近几年来周边土地招拍挂市场有多宗的成交案例，但出让案例都对竞买申请人主体资格存在严格的限制条件，基本上都是一次出价并交易成功，而本次待估宗地均未对受让人主体资格设定限制条件，难以量化此因素对价格的影响；同时成交案例均是商业、办公、公寓、酒店等综合用途，各用途设定的规划建筑面积差异化很大，而每种用途的土地单价是有差别的，难以合理地对总的成交价格按用途区分或分摊，故不适宜采用市场法进行评估。委估宗地规划条件明确，具有投资开发潜力，开发完成后的房地产市场价格以及开发成本等信息相对透明或易于取得，故选用剩余法进行评估可行。
2	招商驰迪	T102-0296 号宗地	国有土地	商品房	剩余法	
3	启迪实业	招商局前海经贸中心一期(办公)	国有土地	商品房	剩余法	于评估基准日该资产为在建项目，资产所处区域的在建项目极少交易，缺乏采用市场法评估的基础，故本次不采用该方法评估；在建项目不具备使用条件，不具有收益性，故不适合采用收益法对该在建项目进行评估。剩余法适用于具有投资开发或再开发潜力的房地产评估，评估对象为在建项目，属于正在投资开发的房地产项目，项目规划用途明确，开发完成后的房地产市场价格较易取得，相关的续建建设工程成本、利息、税费等信息较易获知，故选用剩余法进行
4	启迪实业	招商领玺家园（住宅）	国有土地	商品房	剩余法	
5	启迪实业	招商局前海经贸中心二期(公寓)	国有土地	商品房	剩余法	
6	启迪实业	招商港湾广场项目	国有土地	商品房	剩余法	

序号	项目公司	资产名称	土地性质	房产性质	评估方法	评估方法的依据及可行性
						评估可行。
7	启迪实业	招商局前海经贸中心三期（国际学校）	国有土地	商品房	收益法	该资产已建成，并按国际学校的要求进行规划布局、装修装饰，已达到投入使用的条件，具有长期经营的可行条件及可收益性，适宜采用收益法进行评估；由于该资产按国际学校格局定制，通用性上一定程度上受限，且资产体量较大，类似交易案例较少，故不适宜采用市场法评估。
8	南油集团	前海湾 W6 仓库库房及辅助楼	国有土地	商品房	收益法	评估对象为前海保税区内物业，W6 仓库与辅助楼限整体转让，体量较大，市场上较难收集此类物业交易案例；评估对象大部分已出租，具有收益性及长期经营的可行条件，未来收益和风险都能较准确预测，故采用收益法进行评估可行。
9	南油集团	南山区妈湾大道 T102-0192 物流用地	国有土地	特定商品房	剩余法、标定地价系数修正法	评估对象土地用途为物流/仓储用地，深圳市近年来成交的物流用地交易案例较少，同时市场仅有的案例中限制条件较多，个性化差异太大，较难选取适宜可比实例，故不宜采用市场比较法。深圳市现行标定地价及其修正体系有效，且委托评估宗地也在标定地价覆盖范围内，现行标定地价距离评估基准日有 1 年多，能获取深圳市地价动态变动系数调整至评估基准日，因此可以采用标定地价系数修正法进行评估。另委估地块属于待开发房地产，委托评估宗地规划条件明确，具有投资开发潜力，开发完成后的房地产价值以及开发成本等信息相对透明或易于取得，适用剩余法进行评估，考虑到开发完成后物业的限制条件，企业拟将建成后的物业进行出租运营。采用现金流量折现法更符合项目的实际经营模式，因此具体是采用剩余法中的现金流量折现法评估。故选用标定地价系数修正法、现金流量折现法进行评估可行。
10	南油集团	南山区临海大道 T102-0201 物流用地	国有土地	特定商品房		
11	南油集团	南山区临海大道 T102-0206 物流用地	国有土地	特定商品房		
12	龙盛实业	临海路南 T102-0049、T102-0230 仓储用地	国有土地	商品房		
13	南油集团	南油起步仓	国有土地	特定商品房	成本法	评估对象为仓库用房，根据《招商局集团前海湾物流园区土地整备协议书》及实际用地情况，其所在地块 T102-0190 已纳入前海湾物流园区土地整备范围；虽原已取得《房地产证》，但因土地整备产权证已被政府收回；起步仓土地使用权补偿价值已根据协议书约定确定补偿标准，另土地整备协议书指出地上建筑物按重置成新价进行评估；能够收集到评估对象的工程造价资料和类似工程建造成本资料信息，具备运用成本法对评估对象的市场价格进行评估条件。故选用成本法进行评估可行。
14	南油集团	南油幼儿园	国有土地	商品房	收益法	评估对象用途为幼儿园，教育性质房地产市场成交不活跃，较难收集此类型物业的成交案例，因此缺乏采用市场法评估的基础。区域幼儿园的租赁案例较多，评估对象作为幼儿园能通过出租获得潜在收益，具有收益性及长期经营的可行条件，故采用收益法进行评估可行。
15	南油集团	后海综合楼二楼	集体用地和国有土地	合作建房	收益法	评估对象未办理产权证，市场上同类未办证物业的成交案例较少，但评估对象已出租，长期经营具有可行条件，故采用收益法进行评估可行。
16	南油集团	后海综合楼六楼			收益法	
17	南油集团	南油 B 区 47 栋 103	国有土地	商品房	市场法	评估对象为住宅用房，所处区域同一供需圈内住宅用房交易案例较多，市场较为活跃，市场依据充分，因此采用市场比较法进行评估可行；深圳市住宅物业租金增长滞后于售价增长水平，投资回报率低于合理的数值范围，测算的收益价值无法真实反映评估基准日的市场价值，因此不适合采用收益法评估。

序号	项目公司	资产名称	土地性质	房产性质	评估方法	评估方法的依据及可行性
18	南油集团	世纪广场一楼96#商铺	国有土地	商品房	收益法	周边市场商铺价格个性化差异较大；且评估对象为内铺，区域商业内铺成交较少，市场上较难收集此类物业交易案例；评估对象为经营多年的专业商场，收益稳定，能通过出租获得收益，具有收益性及长期经营的可行条件，未来收益和风险都能较准确预测，故采用收益法进行评估可行。
19	南油集团	世纪广场一楼93#商铺	国有土地	商品房	收益法	
20	启明实业	T102-0279号宗地（文创小镇一期用地，即前海深港设计创意产业园用地）	国有土地	商品房	剩余法	该资产土地用途为商业用地，该宗地要求分短期利用和长期利用两个阶段开发，没有类似案例交易出让，不适宜采用市场法进行评估。委估宗地规划条件明确，具有投资开发潜力，开发完成后的房地产市场价值以及开发成本等信息相对透明或易于取得，故选用剩余法进行评估可行。
21	前海自贸投资	前海深港设计创意产业园建筑物	国有土地	短期利用房屋	成本法	前海深港设计创意产业园的土地已纳入启明实业予以评估，地上建筑由前海自贸投资建设，故仅对前海深港设计创意产业园地上建筑物的价值进行评估；因市场上没有类似建筑物成交的案例，故不可采用比较法评估；若采用收益法评估则较难合理的将土地收益剥离，故不可采用收益法评估。本次根据项目实际情况采用成本法评估。

2、结合区位未来发展趋势、宏观经济对其所在区域的影响，补充披露评估增值的合理性

（1）区域未来发展趋势

2010年，国务院明确要把前海建设成为港澳现代服务业创新合作示范区，将承担现代服务业体制机制创新区、现代服务业发展集聚区、香港与内地紧密合作先导区、珠江三角洲地区产业升级引领区这四方面功能。2019年，《大湾区发展规划纲要》与《广东省推进粤港澳大湾区建设三年行动计划（2018-2020年）》先后发布，在国家层面赋予了前海“城市新中心”的重要定位，随着开发的不断推进，前海在大湾区的发展中也将扮演更加举足轻重的角色。2019年中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》提出优化提升深圳前海深港现代服务业合作区功能。妈湾是前海蛇口自贸片区内自贸新城的核心区域。妈湾片区的规划为“一带一路国际经贸合作先导区”。

前海地理位置较好，重点发展创新金融、现代物流、总部经济、科技及专业服务、通讯及媒体服务、现代商业服务六大产业。前海片区规划层次高，是深圳市最大的未开发区域，是深港共建国际大都会的启动区，发挥着深圳走向世界和香港辐射内地的“双跳板”作用。前海将引领粤港澳大湾区，共同塑造最具核心竞争力的国际大都市圈，区位未来发展优势明显。

（2）深圳市的宏观经济状况

根据深圳市统计局公布的数据，深圳市 2019 年全年实现地区生产总值 26,927.09 亿元，比上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 25.20 亿元，增长 5.2%；第二产业增加值 10,495.84 亿元，增长 4.9%；第三产业增加值 16,406.06 亿元，增长 8.1%。全年固定资产投资比上年增长 18.8%，其中，房地产开发投资增长 15.9%。2019 年 11 月 5 日，深圳市政府新闻发布厅举行深圳 30 平方公里产业用地全球推介计划新闻发布会，深圳推出 30 平方公里产业用地，面向全球进行产业招商，重点布局重大创新载体、新兴产业集群和产业链重点领域关键环节等三大方向，宏观经济良好发展。

经济的发展情况是左右房地产市场走向的主要因素，深圳过去十年房地产市场发展较快，中长期规划利好不断，在宏观政策的作用下，目前深圳市房地产市场总体保持稳定发展；评估中售价及租金等有良好的预期，评估增值符合经济及市场发展趋势。

（3）评估增值的合理性

1) 南油集团

南油集团的投资性房地产评估增值率为 276.84%，为投资性房地产项目下的房屋及土地增值，其中：

① 投资性房地产-房屋的增值原因

南油 B 区 47 栋 103、后海综合楼、世纪广场一楼商铺为 2005 年 6 月 30 日评估值入账，账面值入账时间较早，反映的是历史成本；前海湾 W6 仓库及辅助楼、南油起步仓、南油幼儿园均为南油集团自建物业，账面值反映的是企业建筑成本。上述账面价值不能反映资产的经营收益及随着市场发展实现的价值提升。期间房地产市场发展较为迅速，房地产市场价格实现明显提升。根据深圳市近十几年房地产市场发展状况及发展趋势进行判断，评估值为评估基准日的市场价值，投资性房地产-房屋评估增值合理。

② 投资性房地产-土地使用权的增值原因

T102-0192、T102-0201、T102-0206 宗地土地使用权账面价值反映的是土地取得成本，该土地使用权是南油集团 2008 年 8 月 20 日从深圳市国土资源和房产管理局（现深圳市规划与自然资源局）以协议方式取得的，土地取得时间较早，

土地取得成本较低。账面价值反映的是历史取得成本，不能反映资产随着市场发展实现的价值提升。根据深圳市近十几年房地产、土地市场发展状况及发展趋势进行判断，评估值为评估基准日的市场价值，投资性房地产-土地使用权评估增值合理。

2) 龙盛实业

龙盛实业的无形资产-土地评估增值率为 9,912.43%，其原因是由于账面价值反映的是土地取得成本，两宗土地取得年限分别为 1993 年与 1994 年，土地取得时间较早，账面成本为早期成本；近十几年来深圳房地产、土地交易市场发展较快，土地价值实现明显提升；而历史成本不能反映资产随着市场发展实现的价值提升。根据深圳市近十几年房地产市场发展状况及发展趋势进行判断，评估值为评估基准日的市场价值，无形资产-土地评估增值合理。

3) 前海鸿昱

前海鸿昱的土地评估增值率为 0.12%，增值较小。其原因是账面价值反映的是土地取得成本，该土地取得成本是前海管理局以土地增资至前海鸿昱时按照深圳市不动产评估中心评估并出具的深房（土）估字[2019]第 108 号《土地评估报告》的评估值确认（评估基准日为 2018 年 11 月 21 日）；2018 年至 2019 年深圳市房地产市场表现较为平稳，略有向上的小幅波动。根据深圳市近两年房地产市场发展状况及发展趋势进行判断，评估增值合理。

4) 招商驰迪

招商驰迪的土地评估增值率为 45.80%。其原因是由于账面价值反映的是土地取得成本，该土地是前海管理局按照招商局集团及平方公司等 19 家公司（招商原持地公司）享有的补偿价值（以 2015 年 1 月 1 日作为基准日计算）置换等价值的土地使用权而取得。2015 年至 2017 年间，深圳市房地产市场发展较快，2015 年在政策宽松、资金面宽松的大背景下，房地产市场需求较大程度激发，相应导致土地市场及土地价值的上涨幅度较大。评估值反映的是土地于评估基准日的市场价值，根据深圳市近几年房地产市场发展状况及发展趋势进行判断，评估增值合理。

5) 启迪实业

启迪实业的存货-开发成本评估增值率为 63.42%，投资性房地产评估增值率为 59.19%。增值原因是由于账面价值反映的是土地取得成本及地上投入的开发成本，该土地是前海管理局按照招商局集团及平方公司等 19 家公司（招商原持地公司）享有的补偿价值（以 2015 年 1 月 1 日作为基准日计算）置换等价值的土地使用权而取得。2015 年至 2017 年间，深圳市房地产市场发展较快，2015 年在政策宽松、资金面宽松的大背景下，房地产市场需求较大程度激发，相应导致土地市场及土地价值的上涨幅度较大。评估值反映的是房地产于评估基准日的市场价值，增值原因系期间地价上涨及土地开发投入所产生的利润所致。根据深圳市近几年房地产市场发展状况及发展趋势进行判断，评估增值合理。

6) 启明实业

启明实业的存货-开发成本评估增值率 32.83%。由于账面价值反映的是土地取得成本，该土地是前海管理局按照招商局集团及平方公司等 19 家公司（招商原持地公司）享有的补偿价值（以 2015 年 1 月 1 日作为基准日计算）置换等价值的土地使用权而取得。2015 年至 2017 年间，深圳市房地产市场发展较快，2015 年在政策宽松、资金面宽松的大背景下，房地产市场需求较大程度激发，相应导致土地市场及土地价值的上涨幅度较大。评估值反映的是存货-开发成本于评估基准日的市场价值，增值原因系期间地价上涨所致。根据深圳市近几年房地产市场发展状况及发展趋势进行判断，评估增值合理。

7) 前海自贸投资

前海自贸投资的房屋建筑物增值率为 4.13%，该房屋建筑物 2019 年 4 月建成，评估时考虑了开发利息与利润，故略有增值，评估增值合理。

（二）结合相关项目进展、国家调控政策、同类物业租赁情况及租金走势等，补充披露假设开发法下预测相关开发项目未来现金流量的依据及可实现性

1、相关项目进展、国家调控政策、同类物业租赁情况及租金走势情况

本次评估的测算中，涉及假设开发法预测相关开发项目未来现金流量的项目主要是南油集团名下的三宗物流用地和龙盛实业名下的两宗仓储用地。其他采用假设开发法的项目均采用静态的模式，不涉及未来现金流量。

（1）项目进展：南油集团的 T102-0192 号、T102-0201 号、T102-0206 号三

宗物流用地，龙盛实业的 T102-0049 号、T102-0230 号两宗仓储用地的地块测算中，采用了假设开发法预测开发项目未来现金流量。目前 T102-0192 号宗地已平整、待开发，其余地块上已建成临时建筑，土地、地上建筑物正在出租中。不存在开发限制条件，具备可在短期内进行开发建设的条件。

(2) 国家调控政策：1) 近年来国家层面积极出台政策规划，加强仓储环节的自动化建设，为仓储业发展的规划布局及建设运营提供了政策保障。2) 深圳市地处珠三角重要位置，对经济与交通的发展具有重要战略意义，是仓储物流主要需求发源地。为保障产业发展空间，促进产业转型升级，推进市场配置产业空间资源，深圳市政府制定了工业楼宇及配套用房转让管理办法等相关政策。3) 深圳市仓储物流产业发展趋势展望：《深圳市土地利用总体规划（2006-2020 年）》中指出，“规划期间降低工矿仓储用地比例”，仓储物流用地规划比例降低，仓储物流用地拿地困难，物流地产缺口将日益增大。4) 深圳市“十三五”规划提到，支持物流先进技术和高端装备研发，增强供应链管理服务功能，鼓励传统运输、仓储企业向供应链上下游延伸。国家调控政策对仓储物流的服务模式创新及物流枢纽辐射带动能力提供了良好机遇。

(3) 同类物业租赁及租金走势情况：深圳作为粤港澳核心城市，区域仓储物流需求旺盛，仓库租金领跑市场。深圳市仓储资源主要集中在龙岗区、龙华区、南山区及宝安区，南山区通用仓库空置率在四区中最低，为 3.59%，仓储资源紧张，助涨了南山区仓库的租金。截至 2020 年 6 月，深圳市仓库的平均租金达到 40.85 元/m²/月，位于南山区的前海片区新建仓库及现代物流仓租金可达到 40-60 元/m²/月。

2、假设开发法下预测相关开发项目未来现金流量的依据及可实现性

具体预测相关开发项目未来现金流量时，市场调查情况及收益的确定过程如下：

(1) 租金情况：根据深圳市物流仓库及配套办公物业市场状况及评估对象自身状况，选取了片区交易时间接近、用途相同且较具代表性的市场租金案例进行对比分析得出评估对象的客观租金。物流仓库及配套办公物业的租金调查结果如下：

序号	物业名称	物业位置	建筑面积 (m ²)	月租金单价 (元/m ²)
1	前海外代某仓库	南山区前海湾保税港区	12,000	45
2	翠岗东区某物流仓库	宝安区福永街道	2,400	65
3	某物流中心仓库房	南山区临海大道	22,400	46
4	深圳某保税物流中心	南山区机场保税区	2,000-3,000	45
5	某仓储大厦仓储用房	福田保税区	600	53
6	盐田港某物流中心仓库	盐田港保税物流园区	3,408	50
7	某物流中心	龙华区民治	3,200-15,000	58-65
8	深圳机场东某办公楼	南山区机场保税区	100-300	65-82
9	赤湾某大厦	南山区赤湾	120-600	90
10	后海路某办公楼	南山区后海路	785	100

评估对象位于前海湾保税港区内，经分析评估对象深圳市仓库物业及办公物业市场租金状况、评估对象所处位置及自身状况，最终通过比较得出评估基准日物流仓库的租金标准为：45 元/m²/月，配套办公考虑其为物流仓库用地中配套，结合片区办公楼和仓储用房的水平综合确定其租金标准为：72 元/m²/月。

南油集团的 T102-0192 号、T102-0201 号、T102-0206 号三宗物流用地，根据其规划设定各地块配置不同比例的办公配套以及展区。根据测算，T102-0192 号部分大型仓库 2 年后的平均租金为 50 元/m²/月，部分独栋仓库（配备少量的办公及展区）2 年后的平均租金为 53 元/m²/月；T102-0201 号因体量不大，规划用作独栋仓库（配备少量的办公及展区）1 年后的平均租金为 50/平方米/月。T102-0206 号全部为配套办公，1 年后的平均租金为 76 元/m²/月。同样的方式得出龙盛实业的 T102-0049 号、T102-0230 号两宗仓储用地建成物业，仓库部分（配一定比例的办公）2.5 年后的平均租金为 60/平方米/月；办公部分 2.5 年后的平均租金为 85 元/m²/月。

（2）租金增长率情况：通过对深圳市仓库房地产项目租金增长率的调查，结果显示：深圳市仓库房地产租金总体上呈平稳上涨趋势。

物业名称	近两年年租金增长率情况
怀德社区翠岗东区某物流项目	该仓库租金增长率为 10%
华南某物流中心	该仓库租金增长率为 3-5%
龙华文化街某仓库	该仓库租金增长率为 5%

南山区侨香北路某科技园	该厂房租金增长率为 5%
南山区北环大道某大院	该厂房租金增长率为 5%

根据上述调查,结合评估对象所处区位以及未来发展潜力,本次评估测算时,前 10 年考虑了 5% 的增长率,10 年后按 4% 的增长率测算。

(3) 空置率情况:

根据对委估土地周边类似房地产市场目前出租率情况的调查并结合委估土地的实际状况,考虑该物业为新建房地产,需预留一定的招商期,随着项目的经营以及片区发展水平的提升,空置率呈现逐步下降的趋势,因此建成后前几年分别考虑了 15%、10%、5% 不同的空置率,稳定年度再统一考虑 5% 的空置率。长远来看,深圳市一方面对于仓储物流需求不断加大,另一方面仓储物流用地供应紧张,未来保持 5% 的空置率具有可实现性。

3、预测未来现金流量合理性及可实现性

综上,对于租金水平及增长率、空置率均可以合理预测,再通过测算出租物业过程中正常应缴纳的税费,并根据管理费、维修费、保险费、城镇土地使用税计算出客观的运营费用,以此预测出评估对象的未来现金流。测算过程中,预测租金取值符合市场平均水平及未来发展趋势,评估参数取值合理,假设开发法下预测相关开发项目未来现金流量具有合理性及可实现性。

(三) 按各项评估项目分类补充披露采用市场法评估中所选取的交易案例的可比性和合理性,并比较同类型交易评估,说明各项系数调整的合理性

1、采用市场法评估中所选取的交易案例的可比性和合理性

本次评估对南油集团持有的南油 B 区 47 栋 103 (市场商品房) 采用了市场法进行评估;评估对象为一套普通的商品住宅,该小区内较多的住宅二手房成交案例,因此选取了同小区内的三套住宅作为可比交易案例:

实例 A: 南油生活区 B 区建筑面积为 86.81 平方米的住宅房地产,总楼层为七层,所在楼层为高楼层,用途为住宅,成交价为 61,122 元/平方米,交易时间为 2019 年 9 月。可比实例平面布局,普通装修,南北朝向。

实例 B: 南油生活区 B 区建筑面积为 58.9 平方米的住宅房地产,总楼层为

七层，所在楼层为高楼层，用途为住宅，成交价为 59,762 元/平方米，交易时间为 2019 年 7 月。可比实例平面布局，中档装修，朝向为西。

实例 C：南油生活区 B 区建筑面积为 92.38 平方米的住宅房地产，总楼层为七层，所在楼层为高楼层，用途为住宅，成交价为 62,243 元/平方米，交易时间为 2019 年 9 月。可比实例平面布局，普通装修，朝向为西南。

选取的交易案例与评估对象处在同一供求圈内，并在用途、交易时间、规模、档次、建筑结构、权利性质等方面与评估对象相同或相近，因此选取的可比交易案例合理，具有可比性。

2、各项系数调整的合理性

选取的案例与评估对象的差异主要为楼层、朝向、采光、面积等因素差异，评估师对此差异进行了比较因素修正。以区位状况中楼层因素为例的比较因素修正分析如下：根据住宅市场楼层对多层住宅房价影响情况，多层住宅建筑楼层对房地产价格的影响较大，一般中间楼层价格最优，最高区楼层价格最差。通过对同一小区住宅不同楼层物业的价格调查，比较得出不同楼层的房价差，以此确定楼层的影响比率。通过调查发现，该小区的楼层影响价格差异约为 1,000~1,500 元/平方米，约占评估单价的 2%。同理分析可得其他朝向、采光、面积等因素调整系数。各因素的选定及修正系数根据影响住宅房地产价格程度确定，各项系数调整合理。

通过楼层、朝向、采光、面积等因素修正后，比较法测算出南油 B 区 47 栋 103 的评估单价为 60,500 元/平方米，评估结果总价为 406.86 万元，评估增值 1,298.91%；增值原因为其账面值入账时间较早，账面价值反映的是历史成本，不能反映资产随着市场发展实现的价值提升。期间房地产市场发展较为迅速，房地产市场价值实现明显提升。根据深圳市近十几年房地产市场发展状况及发展趋势进行判断，评估值反映的是评估基准日的市场价值，因此其评估增值合理。

(四) 结合区位状况及市场竞争情况、空置率情况、月租金及租金增长情况取值合理性, 补充披露收益法下预测投资性房地产未来租金收入的可实现性, 以及投资性房地产评估增值率较高的原因以及合理性

1、结合区位状况及市场竞争情况、空置率情况、月租金及租金增长情况取值合理性

本次评估中采用收益法评估的投资性房地产包括南油集团持有的后海综合楼二楼和六楼、世纪广场一楼 96#商铺和 93#商铺、前海湾 W6 仓库及辅助楼、南油幼儿园, 以及启迪实业持有的前海经贸中心三期(国际学校), 物业类型包括综合楼、商业、仓库及配套办公、幼儿园、国际学校房地产, 均位于深圳市南山区, 地理位置较好, 区域物业出租率较高。

(1) 区位状况: 南山区隶属于广东省深圳市, 位于深圳经济特区西部, 交通四通八达, 海陆空交通网布局齐全, 自然环境良好。南山区是深圳的科研、教育、体育中心, 是深圳大学、深圳大学城、深圳市高新技术产业园、深圳湾体育中心所在地。南山区入选 2019 年中国工业百强区。2019 年全年, 实现本地生产总值 6,103.69 亿元, 相比 2018 年增长 7.6%; 前海作为南山区的重点片区, 拥有得天独厚的地理位置, 定位特殊, 重点发展创新金融、现代物流、总部经济、科技及专业服务、通讯及媒体服务、现代商业服务六大产业, 区位优势明显。

(2) 市场竞争情况:

1) 住宅物业: 后海综合楼的的实际用途二楼为宾馆, 六楼为宿舍。该综合楼是由后海村和南油集团通过共同出地(分别为集体用地和国有划拨用地)、出资合作建成。因其土地性质的特殊性, 无法办理不动产权证。该类物业在市场上无法公开正常出售, 不具有竞争性; 租金比同类物业的租金偏低, 出租情况良好。

2) 商业物业: 根据戴德梁行研究数据, 2019 年, 深圳新兴商圈供应发力, 龙岗区、龙华区、南山区及宝安区优质购物中心新增供应达 52 万平方米, 推升年度深圳市供应新增总量达 78.6 万平方米, 创历史新高。同时, 存量项目也积极挖掘市场热点引入新业态, 实现错位竞争, 积极谋求增长新极点。具体到世纪广场项目, 世纪广场所在的深圳南油服装批发商圈是集服饰研发、创意设计、商业展示、商务信息等功能为一体的时装创意产业园区, 已形成显著的服饰设计及

批发产业聚集，在行业内具有较高的知名度与影响力，在深圳区域内形成明显的差异化特色，具有较强的竞争优势。

3) 仓储物业：从供给方面来看，《深圳市土地利用总体规划（2006-2020年）》中指出“规划期间降低工矿仓储用地比例”。仓储物流用地规划比例降低，仓储物流用地拿地困难，物流地产缺口预计日益增大。从需求方面来看，作为深圳市核心区域的南山区，临近深圳航空枢纽，且拥有深圳部分主要港口以及连接香港的陆运通道，仓储需求旺盛。

4) 配套办公物业：在深圳产业升级步伐不断加快、互联网对传统商业持续冲击以及整体经济遭遇系列负面因素的影响下，既有商业办公用房功能需随产业升级进行调整，传统工商业对空间的需求明显下降，部分区域商业办公出现闲置，原特区外商业办公空置较明显。近年来城市更新工业改新型产业用地持续推进，向市场供应了大量的产业研发用房，与商业办公相比，产业办公相对较低的租金水平在办公需求市场具有一定比较优势。

5) 幼儿园及国际学校：2015年深圳教育用地首次采取招拍挂的模式出让，引进市场化机制更好配置土地资源，鼓励和引导社会资本积极参与城市补短板基础设施建设。深圳人口规模大，教育用房的需求明显，近年来深圳累计财政性教育投入增加，总量及增幅均居全省第一。在深圳常住人口规模较大，相应教育需求明显的背景下，经营教育类房地产风险较小，出租较稳定。

(3) 空置率情况：1) 商业：根据戴德梁行研究数据，2019年底深圳商业地产市场库存约155.77万平方米，存销比为1.5年（存销比=存量/近1年深圳全市成交量），年度库存平均值约为144.77万平方米，库存量持续4年下降，市场需求较为旺盛。2019年，在宝安、光明和龙华优质购物中心新增供应达52万平方米下，年末全市优质购物中心空置率仅微升至4.15%，仍然保持稳定走势。2) 仓库：2019年底深圳市通用仓库空置率为10.08%，南山区通用仓库空置率在四区中最低，为3.59%，仓储资源紧张。仓库物流项目中的配套办公的出租率一般受仓库整体出租情况的影响。3) 幼儿园：幼儿园配建须与区域居住人口规模相对应，一般根据周边人口规模配置，建成后空置情况很少，作为幼儿园用途的房地产受市场竞争影响较小。

(4) 租金及增长情况：1) 住宅：综合楼均按实际用途进行评估，本项目综合楼的实际用途为宾馆和宿舍。其租金水平与周边早期小区的小面积住宅(宿舍)水平接近，月租金水平在 50-70 元/平方米之间。租金增长情况也类似，约为 4%-6%。2) 商业：根据戴德梁行研究数据，2019 年深圳市优质商业物业平均租金于四季度突破 900 元至每月每平方米 902.5 元，同比去年末上升 3.7%。深圳市商业房地产租金总体呈平稳上涨趋势。3) 仓库：南山区仓储资源紧张，南山区特别是前海片区新建仓库及现代物流仓租金可达到 40-60 元/m²/月。4) 配套办公：配套办公多体现在工业物业或工业用地升级改造项目中，租金水平比仓储物业高，比高档写字楼的租金低。租金的增长情况与仓储物业同步。

综上所述，参考深圳房地产信息网公布的近几年的租赁价格及行情分析、深圳市公布的近十年物价水平及租赁价格水平的变化情况，住宅、商业、办公、仓库的年租金增长率区间在 3%~8% 不等。

2、收益法下预测投资性房地产未来租金收入的可实现性

本次评估综合楼物业为后海综合楼二楼、六楼；商业物业为世纪广场一楼 96#、世纪广场一楼 93#，仓库物业为 W6 仓库库房，W6 仓库辅助楼为配套办公，教育类物业为南油幼儿园、国际学校。本项目在预测各投资性房地产的未来租金收入时，市场调查情况及租金收益的确定过程如下：

1) 后海综合楼二楼、六楼：收益法下预测该投资性房地产未来租金时，根据市场调查，选取了南山区蛇口汽车站综合楼、南山区南油钜建大厦、南油生活区三个可比租金案例，通过对比分析案例影响租金因素，得出后海综合楼二楼的租金为 56 元/m²/月，后海综合楼六楼的租金单价为 53 元/m²/月。后海综合楼建于 1993 年，周边住宅租金市场发展成熟，另外参考深圳房地产近几年的租赁价格行情分析，结合现场查勘情况，综合确定评估对象未来前十年每年租金增长率取值 5%、十年后增长率取值 4% 较合理。评估对象的空置原因为招租产生空档期，根据市场调查，片区内同类型房地产出租的空置率约为 3%~5%，后海综合楼在南油片区内地理位置较好，周边人口密集，易于租赁，故本次评估空置率取值为 4% 较合理。综上分析，后海综合楼月租金、租金增长率、空置率符合市场行情，未来租金收入具有可实现性。

2) 世纪广场一楼 96#、世纪广场一楼 93#：收益法下预测该投资性房地产未来租金时，根据市场调查，考虑到评估对象为世纪广场首层内位置相邻的两个商铺，因此有针对性的选取了南山区佳兆业前海广场一楼内铺、南山区来福士广场一楼内铺、南油泰力服装城第一层内铺三个可比租金案例，通过对比分析案例影响租金因素，得出世纪广场一楼 96#、93#的租金单价为 320 元/m²/月。世纪广场建于 1997 年，周边商业租赁市场发展成熟。根据评估对象自身租约情况，合同租金与评估结果租金水平相当，合同租金递增率为 5%；另外参考深圳房地产近几年的租赁价格行情分析，综合确定评估对象未来前十年每年租金增长率取值 5%、十年后增长率取值 4%较合理。评估对象的空置原因为招商产生空档期，根据市场调查，片区内同类型房地产出租的空置率约为 5%~8%，考虑到世纪广场为一个成熟的批发市场，位于南山中心区域，地理位置较好，周边人流量较大，物业出租率较高，易于租赁，故本次评估空置率取值为 6%较合理。综上分析，世纪广场一楼 96#、93#商铺月租金、租金增长率、空置率符合市场行情，未来租金收入具有可实现性。

3) W6 仓库库房：收益法下预测该投资性房地产未来租金时，根据市场调查，考虑到评估对象为南山保税区内仓库用房，因此有针对性的选取了前海外代仓库二期仓库、西部物流中心仓库、深圳机场保税物流中心、翠岗东区西部物流仓库等可比租金案例，通过对比分析案例影响租金因素，得出 W6 仓库库房的租金单价为 45 元/m²/月。评估对象位于深圳市南山区前海湾保税港区内，保税港区主要功能定位以保税仓仓库为主，仓储物流氛围浓厚。根据市场调查，深圳市仓库房地产租金总体呈平稳上涨趋势，经抽查深圳市部分仓库及厂区租金增长情况，另外参考深圳房地产近几年的租赁价格行情分析，综合确定评估对象未来前十年每年租金增长率取值 5%、十年后增长率取值 4%较合理。评估对象的空置原因为招租产生空档期，根据市场调查，片区内同类型房地产出租的空置率约为 5%~10%。受到宏观经济影响，保税仓库的需求有所下降，随着经济的逐步趋好，仓库房地产市场租赁情况预测将相应转好，故本次评估空置率前五年取值 6%、五年后空置率取值 5%较合理。综上分析，W6 仓库库房月租金、租金增长率、空置率符合市场行情，未来租金收入具有可实现性。

4) W6 仓库辅助楼：该辅助楼的实际用途为仓库的配套办公。收益法下预

测该投资性房地产未来租金时，根据市场调查，选取了深圳机场东货运区国内货站办公楼、赤湾海景大厦、后海路名苑居后海办公楼等可比租金案例，通过对比分析案例影响租金因素，得出 W6 仓库辅助楼的租金单价为 72 元/m²/月。评估对象位于深圳市南山区前海湾保税港区内，主要用作服务保税仓库的配套办公用途。根据市场调查，区域房地产租金总体呈平稳上涨趋势，经抽查深圳市部分仓库及办公配套用房租金增长情况，另外参考深圳房地产近几年的租赁价格行情分析，结合现场查勘情况，综合确定评估对象未来前十年每年租金增长率取值 5%、十年后增长率取值 4% 较合理。评估对象的空置原因为招租产生的空档期，根据市场调查，南山保税区办公物业出租需求较小，配套办公物业出租的空置率高于仓库物业，故本次评估空置率未来前三年取值为 20%、第四年至第五年空置率取值 15%、五年后空置率取值 5% 较合理。综上分析，W6 仓库辅助楼月租金、租金增长率、空置率符合市场行情，未来预计租金收入具有可实现性。

5) 南油幼儿园：收益法下预测该投资性房地产未来租金时，根据市场调查，考虑到评估对象为一栋独立庭院幼儿园，因此有针对性的选取了南山区爱榕园二期幼儿园、南山商业文化中心区锦隆幼儿园、深圳泰然幼儿园三个可比租金案例，通过对比分析案例影响租金因素，得出南油幼儿园的租金单价为 66 元/m²/月。南油幼儿园建于 1989 年，周边租金市场发展成熟，另外参考深圳幼儿园房地产的租赁价格行情分析，综合确定评估对象未来前十年每年租金增长率取值 5%、十年后增长率取值 3% 较合理。评估对象的空置率原因为招商产生空档期，根据市场调查，深圳市同类型房地产出租的空置率约为 4%~8%，考虑到南油幼儿园位于南山中心区，地理位置较好，周边小区众多，物业用作幼儿园用途较易出租，故本次评估空置率取值 5% 较合理。综上分析，南油幼儿园月租金、租金增长率、空置率符合市场行情，未来租金收入具有可实现性。

6) 招商局前海经贸中心三期(国际学校)：土地用途为商品性质的商业用地，规划中的地上和地下均为商业用途物业。该项目于 2019 年 6 月竣工，并于 2019 年 8 月移交承租人投入使用，整体出租给深圳慧途教育咨询管理有限公司用作国际学校。根据租赁协议约定，出租收入由两部分构成：第一部分为底租：第一个租赁年为 2019 年 9 月 1 日至 2020 年 8 月 31 日，租金为 175 元/m²/月；第二至第十二个租赁年在前一年的租金基础上增长 5%；第二部分为学费增收分成：若当

年的加权平均学费高于当年适用的基准学费，出租方有权行使学费增收分成计划。考虑到难以对学费增收分成予以量化，因此在测算 12 年收益期的租金时采用市场租金水平。经现场查勘并结合国际学校建造格局，国际学校地上建筑部分的市场租金可参考办公楼租金水平。调查周边类似办公楼的租金水平，具体如下：

序号	区位	物业名称	租金（元/m ² /月）
1	南山前海片区	前海某大厦 A	200
2	南山前海片区	前海某大厦 B	230
3	南山太子湾片区	蛇口某广场	200
4	宝安中心区	宝安中心区某大厦	220
5	南山商业文化中心区	后海某大厦	200
6	南山后海片区	后海某中心大楼	230
7	南山南油片区	前海某金融大厦	200

根据上述租金水平调查情况并结合评估对象所处位置及未来发展前景，本次评估认为国际学校地上部分的市场租金水平取值 220 元/m²/月较为合理。

空置率的确定：根据对委估土地周边类似房地产市场目前出租率情况的调查，参考周边类似物业的空置情况并结合委估土地的实际情况，考虑该物业为新建房地产，需预留一定的招租期，因此首年空置率取值 30%，第二年空置率取值 20%，第三年空置率取值 15%，第三年后每年取值 5%。

增长率的确定：根据相关租赁协议约定，第二至第十二个租赁年在前一年的租金基础上增长 5%，参考深圳房地产信息网公布的 2015 年至 2019 年共 5 年的租赁价格行情分析、租赁价格抽样调查表对照分析、深圳市公布的近十年物价水平及租赁价格水平的变化情况分析，并分析不同房地产类型的租赁情况，3%~8%的年增长率符合该区域商业及办公类物业的实际情况。根据上述调查，结合评估对象所处区位以及未来发展潜力，本次评估测算时前 12 年租金增长率取值 5%，12 年后增长率取值 3%。综上分析，国际学校月租金、租金增长率、空置率符合市场行情，未来租金收入具有可实现性。

综合上述分析，本次评估中投资性房地产相关测算月租金取值依据充分，租金增长预测合理，空置率设置合理，收益法下预测的投资性房地产未来租金收入具有可实现性。

3、投资性房地产评估增值率较高的原因以及合理性

投资性房地产增值主要是由于大部分房屋建筑物建筑日期较早，账面值为历史成本和建筑成本，近年来深圳市房地产出租市场需求旺盛、市场价值明显提升。评估值反映的是评估基准日的客观市场价值，因此评估增值具有合理性。

(五) 结合标的资产长期股权投资中各公司的历史业绩补充披露评估增值的合理性

标的资产长期股权投资中各公司评估增值情况如下：

序号	被投资单位名称	投资日期	持股比例(%)	账面价值(万元)	评估价值(万元)	增值率%
1	龙盛实业	1989年11月	55.00%	2,750.00	35,515.49	1,191.47
2	前海平方	2008年6月	35.00%	447,100.33	681,164.77	52.35
3	前海实业	2019年1月	32.89%	1,766,646.03	2,475,961.46	40.15

1、龙盛实业 2018 年和 2019 年的营业收入分别为 1,755.02 万元、1,485.94 万元。营业收入主要来源于其持有的资产——无形资产土地及临时建筑物带来的租金收入。龙盛实业土地取得日期较早，历史成本较低，故本次评估增值率较高。

2、前海平方 2018 年和 2019 年的营业收入分别为 538.96 万元、1,507,043.2 万元。2018 年仅为土地使用权出租收入，2019 年包括土地使用权出租、土地整备收入和启动区在建项目转让收入。目前前海平方旗下土地已经收储完毕，旗下无不动产，历史业绩不具有参考性。前海平方主要资产为长期股权投资，持有招商前海实业 34.17% 股权，招商前海实业进一步持有前海自贸投资 50% 股权。前海自贸投资全资子公司持有大量的房地产，由于其账面价值反映的是取得成本，评估值反映的是土地于评估基准日的市场价值，增值原因系入账时间与评估基准日之间地价上涨所致。

3、招商前海实业为持股平台，无实际经营业务，截至评估基准日无营业收入。招商前海实业持有前海自贸投资 50% 股权，前海自贸投资全资子公司持有大量的房地产，由于其账面价值反映的是取得成本，评估值反映的是土地于评估基准日的市场价值，增值原因系入账时间与评估基准日之间地价上涨所致。

综上所述，标的资产长期股权投资评估增值具有合理性。

(六) 评估不同方法中折现率选取是否一致，如有差异，补充披露其合理性

本次评估，收益法和动态剩余法中采用了折现率，折现率的内涵是房地产开发、投资所要求的收益率。收益法和动态剩余法中折现率选取是不一致的，主要由于不同评估方法下选取折现率考虑的因素不同：动态剩余法是模拟房地产开发及经营过程中产生的现金流量，以其折现到评估基准日的现值作为特定开发经营情况下的市场价值评估结果，需考虑特定开发及经营主体的自身开发经营风险；收益法（含剩余法下对待开发物业部分所使用的收益法）考虑的是建成（或未来建成）的房地产正常的经营净收益，以其折现到评估基准日的累加值作为市场价值评估结果（或预期开发价值），需考虑行业一般的投资必要收益率。具体选取过程如下：

1、动态剩余法主要针对南油集团的 T102-0192 号、T102-0201 号、T102-0206 号三宗物流用地，龙盛实业的 T102-0049 号、T102-0230 号两宗仓储用地的地块测算，考虑到开发完成后的物业主要为企业自行出租运营，因此采用剩余法中的现金流量折现法。对于该现金流折现法中折现率的确定，有利息和利润两项因素隐含其中，需考虑资金成本与投资回报率两项因素。本次评估折现率综合考虑了银行贷款利率以及仓储业税前营业利润率：其中银行贷款利率依据中国人民银行 2015 年 10 月 24 日公布的贷款利率，于价值期日 1-3 年期（含）的贷款利率为 4.75%。仓储业税前营业利润率根据国务院国资委考核分配局编制的《企业绩效评价标准值》（2019），仓储行业平均营业利润率为 7.9%，考虑深圳市仓储行业的良好发展，南山区又是深圳市仓储资源重点区域之一，并结合被评估项目实际情况，综合确定仓储业税前营业利润率为 10.53%。综上，本次评估现金流折现法折现率为 $=4.75\%+10.53\%=15.28\%$ ，取值具有合理性。

2、折现率在收益法的运用较为广泛，在测算过程中，主要体现为资本化率。本次评估先通过调查各投资领域的报酬率情况，采用投资报酬率排序插入法找出房地产业置业投资回报在投资领域中的区间范围，再用累加法确定不同物业的资本化率。

(1) 投资报酬率排序插入法

类型	项目	年期	投资领域	报酬率
银行存款	一年期整存整取存款利率	1 年期	-	1.50%
	三年期整存整取存款利率	3 年期	-	2.75%
国债	一年期国债利率	1 年期	-	3.07%
	三年期国债利率	3 年期	-	3.20%
	五年期国债利率	5 年期	-	3.30%
企业发债	万科 2016-9-23 公司债券	5 年期	房地产	3.50%
	中海 2016-7-29 公司债券	10 年期	房地产	3.10%
	金地 2016-8-18 发行公司债券	5 年期	房地产	3.49%
	碧桂园 2016-9-2 公司债券	4 年期 (41.7 亿)	房地产	4.15%
		7 年期 (58.3 亿)	房地产	5.65%
个人住房抵押贷款证券化	股份制银行_住房	7.88 年期	房地产	4.46%
	四大行_住房	7.33 年期	房地产	4.54%
	城商行_住房	8.64 年期	房地产	3.34%
	农商行_住房	9.6 年期	房地产	4.27%
商业房地产抵押贷款支持证券	保利地产 2017-1	13 年期	房地产	4.88%
	远洋地产 2019-1	12 年期	房地产	5.00%
	绿城酒 2019-1	18 年期	房地产	5.14%
	雅居乐 (华西) 2018-1	18 年期	房地产	5.85%
	金辉大厦 2018-1	20 年期	房地产	6.00%
	美凯龙 (中信建投) 2018-1	20 年期	房地产	6.30%
房地产置业投资	介于 4-7% 之间			
信托	光大信托-光耀胶东 6 号	24 个月	基础设施	7.10%
	民生信托-至信 427	12 个月	房地产类	7.50%
	ZC 信托-阳光 100 重庆阿尔勒	13 个月	房地产类	8.50%
	ZC 信托-三盛集团	24 个月	房地产类	8.70%
	光大-弘瑞 10 号	12 个月	房地产类	8.00%
	BH 信托-宝能国际	24 个月	房地产类	8.10%
	光大信托-北大华府	24 个月	房地产类	9.50%
	GD 信托-四川绵阳江油市项目 (京益 21 号)	24 个月	基础设施	9.30%

通过对房地产置业投资项目的调查, 房地产置业风险报酬率高于个人住房抵押贷款证券化产品, 低于信托产品, 并与商业房地产抵押贷款支持证券产品相接近。进一步考虑管理的难易、投资的流动性以及作为资产的安全性等因素, 综合

判断房地产置业投资报酬率介于 4%-7% 之间。

(2) 累加法

累加法是将报酬率视为包含无风险报酬率和风险报酬率两部分，细化公式为：

报酬率=无风险报酬率+投资风险补偿率+管理负担补偿率+缺乏流动性补偿率-投资带来的优惠率

以前海自贸投资下属子公司持有的土地为例，首先，设定一个基准的报酬率，通过对深圳市投资房地产项目的调查分析：无风险报酬率取三年的存款利率 2.75%，投资风险补偿率取 2%，管理负担补偿率取 1.5%，缺乏流动性补偿率取 1%，投资带来的优惠率取 1%，以此得出基准的报酬率为 6.25%。此结果符合投资报酬率排序插入法得出的房地产置业投资报酬率介于 4%-7% 之间的结论。

然后，再结合不同房地产物业类型投资风险存在的差异，分析比较各房地产类型在投资风险补偿、管理负担补偿、缺乏流动性补偿、投资带来的优惠的不同，估算出各物业类型的具体报酬率。详见下表：

项目	系数	地下车库		可售地下商业		不可售公寓		酒店	
无风险基准报酬率	2.75%	100%	2.75%	100%	2.75%	100%	2.75%	100%	2.75%
投资风险补偿率	2.00%	120%	2.40%	110%	2.20%	110%	2.20%	140%	2.80%
管理负担补偿率	1.50%	80%	1.20%	100%	1.50%	110%	1.65%	140%	2.10%
缺乏流动性补偿率	1.00%	120%	1.20%	100%	1.00%	110%	1.10%	120%	1.20%
易于获得融资的优惠率	-1.00%	70%	-0.70%	100%	-1.00%	90%	-0.90%	90%	-0.90%
合计	6.25%	6.9%		6.5%		6.8%		8.0%	

以地下车库为例，对上表的系数取值进行说明。深圳的车库不能办理产权登记，由此判断：其缺乏流动性补偿率及投资风险补偿率比正常商品房要高 20%（即取值基准系数的 120%）；不易获得融资的优惠率，此项比正常商品房低 30%（即取值基准系数的 70%）；但车库利于管理，管理负担补偿率比正常商品房减少 20%（即取值基准系数的 80%），由此得出地下车库的报酬率（资本化率）为 6.9%。

综上所述，收益法中的折现率取值过程依据充分，考虑因素全面，取值合理。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

1、本次评估根据南油集团范围内不同房产和土地的性质，选用了适当且具备可行性的评估方法。房产、土地的评估增值与其所在地房地产市场发展状况及发展趋势相符，评估增值具有合理性；

2、本次评估假设开发法下预测相关开发项目未来现金流量已考虑了相关项目进展、国家调控政策、同类物业租赁情况及租金走势等因素，依据充分，具有可实现性；

3、本次评估市场法评估中所选取的交易案例具有可比性和合理性，各项系数调整具有合理性；

4、本次评估收益法下预测投资性房地产未来租金收入已考虑了区位状况、市场竞争情况、空置率情况、月租金及租金增长情况等因素，依据充分，具有可实现性。投资性房地产增值与其所在地房地产市场发展状况及发展趋势相符，具有合理性；

5、本次评估中，龙盛实业、前海平方、招商前海实业的评估增值主要系土地增值所致，具有合理性；

6、本次评估中，收益法和剩余法采用了不同的折现率，收益法中不同项目间折现率取值也存在差异。不同项目的折现率差异系由于风险因素、管理负担、流动性折扣、融资优惠率等差异所致，具有合理性。

（此页无正文，为《国众联资产评估土地房地产估价有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>（202047号）中资产评估相关问题的回复》之签章页）

国众联资产评估土地房地产估价有限公司



2020年9月11日