

长兴萧然房地产开发有限公司拟进行股权转让涉及的
股东全部权益价值评估项目
资产评估报告

坤元评报〔2010〕333号

坤元资产评估有限公司

二〇一〇年十月十九日

目 录

注册资产评估师声明	1
资产评估报告·摘要	2
资产评估报告·正文	5
一、委托方、被评估单位及其他评估报告使用者	5
二、评估目的	6
三、评估对象和评估范围	7
四、价值类型及其定义	7
五、评估基准日	7
六、评估假设	7
七、评估依据	8
八、评估方法	9
九、评估程序实施过程 and 情况	10
十、评估结论	45
十一、特别事项说明	47
十二、评估报告使用限制说明	49
资产评估报告·附件	
一、委托方承诺函	50
二、评估机构及签字注册资产评估师资格证书	51
三、被评估单位基准日资产负债表	53
四、评估对象涉及的主要权属证明资料	54
评估结果汇总表及明细表	56

注册资产评估师声明

- 1、就注册资产评估师所知，评估报告中陈述的事项是客观的。
- 2、注册资产评估师在评估对象中没有现存的或预期的利益，同时与委托方和相关当事方没有个人利益关系，对委托方和相关当事方不存在偏见。
- 3、评估报告的分析结论是在恪守独立、客观、公正原则基础上形成的，仅在评估报告设定的评估假设和限制条件下成立。
- 4、评估结论仅在评估报告载明的评估基准日有效。评估报告使用者应当根据评估基准日后的资产状况和市场变化情况合理确定评估报告使用期限。
- 5、注册资产评估师及其所在评估机构具备本评估业务所需的执业资质和相关专业评估经验；除已在评估报告中披露的运用评估机构或专家的工作外，评估过程中没有运用其他评估机构或专家工作成果。
- 6、注册资产评估师及其业务助理人员已对评估对象进行了现场勘察。
- 7、注册资产评估师执行资产评估业务的目的是对评估对象价值进行估算并发表专业意见，并不承担相关当事人决策的责任。评估结论不应当被认为是对评估对象可实现价格的保证。
- 8、遵守相关法律、法规和资产评估准则，对评估对象价值进行估算并发表专业意见，是注册资产评估师的责任；提供必要的资料并保证所提供资料的真实性、合法性和完整性，恰当使用评估报告是委托方和相关当事方的责任。
- 9、注册资产评估师对评估对象的法律权属状况给予了必要的关注，但不对评估对象的法律权属做任何形式的保证。
- 10、评估报告的使用仅限于评估报告中载明的评估目的，因使用不当造成的后果与签字注册资产评估师及其所在评估机构无关。

长兴萧然房地产开发有限公司拟进行股权转让涉及的 股东全部权益价值评估项目 资产评估报告

坤元评报〔2010〕333号

摘 要

以下内容摘自评估报告正文，欲了解本评估项目的详细情况和合理理解评估结论，应当认真阅读评估报告正文。

一、委托方和被评估单位及其他评估报告使用者

本次资产评估的委托方及被评估单位均为长兴萧然房地产开发有限公司（以下简称“长兴萧然公司”）。

根据《资产评估业务约定书》，本评估报告使用者为委托方及本次拟实施经济行为所涉各相关当事方。

二、评估目的

长兴萧然公司的股东拟转让其持有的长兴萧然公司的股权，为此需要对该经济行为涉及的长兴萧然公司股东全部权益价值进行评估。

本次评估目的是为该经济行为提供长兴萧然公司股东全部权益价值的参考依据。

三、评估对象和评估范围

评估对象为涉及上述经济行为的长兴萧然公司的股东全部权益。

评估范围为长兴萧然公司的全部资产及相关负债，包括流动资产、非流动资产及流动负债、非流动负债。按照长兴萧然公司提供的2010年6月30日经审计的会计报表反映，资产、负债和股东权益的账面价值分别为116,845,872.87元，29,685,120.78元和87,160,752.09元。

四、价值类型及其定义

本次评估的价值类型为市场价值。

市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，评估对象在评估基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

五、评估基准日

评估基准日为 2010 年 6 月 30 日。

六、评估方法

根据评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，本次分别采用资产基础法和收益法进行评估。

七、评估结论

1、资产基础法评估结果

在本报告所揭示的假设前提条件基础上，长兴萧然公司的资产、负债及股东全部权益的评估结果为：

资产账面价值 116,845,872.87 元，评估价值 156,335,522.81 元，评估增值 39,489,649.94 元，增值率为 33.80%；

负债账面价值 29,685,120.78 元，评估价值 29,219,720.78 元，评估减值 465,400.00 元，减值率为 1.57%；

股东全部权益账面价值 87,160,752.09 元，评估价值 127,115,802.03 元，评估增值 39,955,049.94 元，增值率为 45.84%。

评估结论根据以上评估工作得出，详细情况见评估明细表。

2、收益法评估结果

在本报告所揭示的假设前提条件基础上，采用收益法对长兴萧然公司股东全部权益价值的评估结果为 130,456,690.00 元。

3、两种方法评估结果的比较分析和评估价值的确定

长兴萧然公司股东全部权益价值采用资产基础法的评估结果 127,115,802.03 元，收益法的评估结果为 130,456,690.00 元，两者相差 3,340,887.97 元，差异率为 2.63%。

经分析，我们认为上述两种评估方法的实施情况正常，参数选取基本合理。差异产生原因主要是两种评估方法考虑的角度不同，收益法是从企业的未来获利能力

角度考虑的，资产基础法是从资产的再取得途径考虑的。本次评估中主要资产为存货，资产基础法对其主要采用的是静态假设开发法，是站在评估时点，假设开发完成后按现时点的市场价格和后续开发成本，扣减税费、利息、利润而得到的值，较好地反映了目前企业的资产价值。而收益法是对企业未来的项目开发、销售进行合理预测，通过未来净现金流入折现加总得出评估结论，由于目前国家对房地产市场正在进行一系列的宏观调控，未来房地产政策具有一定的不可预计性，由此也会导致房地产企业未来项目开发进度、物业销售进度具有一定的不确定性。结合长兴萧然公司的实际情况及本次评估目的，我们认为资产基础法评估结果更能客观地反映本次评估目的下股东全部权益价值。故最终选取资产基础法的评估结果127,115,802.03元为长兴萧然公司股东全部权益的评估值。

八、评估报告的使用有效期

本评估报告的使用有效期为一年，即自评估基准日2010年6月30日起至2011年6月29日止。

评估报告的特别事项说明和使用限制说明请参阅资产评估报告正文。

坤元资产评估有限公司

法定 代 表 人：

注册资产评估师：

报告日期：二〇一〇年十月十九日

长兴萧然房地产开发有限公司拟进行股权转让涉及的 股东全部权益价值评估项目 资产评估报告

坤元评报〔2010〕333号

长兴萧然房地产开发有限公司：

坤元资产评估有限公司接受贵公司的委托，根据有关法律、法规和资产评估准则、资产评估原则，分别采用资产基础法和收益法，按照必要的评估程序，对贵公司拟实施股权转让涉及的贵公司股东全部权益在2010年6月30日的市场价值进行了评估。现将资产评估情况报告如下：

一、委托方、被评估单位及其他评估报告使用者

委托方与被评估单位均为长兴萧然房地产开发有限公司。

（一）单位概况

一)企业名称、类型与组织形式

1、名称：长兴萧然房地产开发有限公司（以下简称“长兴萧然公司”）

2、住所：浙江省长兴县雉城镇解放东路158号综合楼

3、法定代表人：史浩樑

4、注册资本：人民币5,000万元

5、公司类型：有限责任公司

6、企业法人营业执照注册号：330522000012199

7、发照机关：长兴县工商行政管理局

8、经营业务范围：长兴县雉城镇皇家湾地块旧城改造建设项目开发、经营；自由房屋租赁。（涉及国家行政许可的，凭许可证或批准文件经营）。

9、历史沿革：长兴萧然公司成立于2003年6月4日，由浙江萧然工贸集团有限公司和浙江中秦房地产开发有限公司共同出资组建。2006年浙江中秦房地产开发有限公司将其持有的股份转让给浙江萧然工贸集团有限公司和自然人盛国民。2008年3月，天发石油股份有限公司（后更名为舜元地产发展股份有限公司）向浙江萧然工贸集团有限公司收购了长兴萧然公司70%股权；2009年2月，浙江萧然工贸集团有限

公司向自然人盛国民收购了长兴萧然公司10%股权；2009年4月，经股东会决议，长兴萧然公司以未分配利润转增注册资本2,000万元，变更后公司注册资本为人民币5,000万元。长兴萧然公司历经多次股权变更，截至评估基准日，该公司的股权结构如下：

股东名称	出资额（万元）	出资比例
舜元地产发展股份有限公司	3,500	70%
浙江萧然工贸集团有限公司	1,500	30%
合计	5,000	100%

二)公司前3年及截至评估基准日的资产、负债状况及经营业绩见下表：

单位：人民币元

项目名称	2007年	2008年	2009年	基准日
资产总计	140,826,451.51	133,679,453.43	114,735,377.88	116,845,872.87
负债合计	106,937,651.81	72,939,537.98	30,859,906.13	29,685,120.78
所有者权益合计	33,888,799.70	60,739,915.45	83,875,471.75	87,160,752.09
营业收入	36,578,121.25	114,498,948.60	120,411,458.00	17,501,858.00
营业利润	-3,661,850.62	34,742,183.27	30,978,863.88	5,347,548.28
净利润	-3,796,655.98	26,851,115.75	23,135,556.30	3,285,280.34

上述年度和评估基准日的财务报表均已经注册会计师审计，且均出具了无保留意见的审计报告。

三)被评估单位经营情况等

长兴萧然公司主要从事长兴县雉城镇皇家湾地块旧城改造建设项目开发、经营，开发项目名称为皇家湾名邸，位于长兴县城中心区位，东接环城东路，南临解放路，西依皇家湾路，北靠宜春小区。项目总占地面积约115亩，总建筑面积约14万平方米，小区规划建设多层住宅、小高层、高层住宅及相应生活配套设施。公司现已完成前两期的开发工作，项目第三期正在建设中。

（二）其他评估报告使用者

根据《资产评估业务约定书》，本评估报告使用者为委托方及本次拟实施经济行为所涉各相关当事方。

二、评估目的

长兴萧然公司的股东拟转让其持有的长兴萧然公司的股权，为此需要对该经济行为涉及的长兴萧然公司股东全部权益价值进行评估。

本次评估目的是为该经济行为提供长兴萧然公司股东全部权益价值的参考依

据。

三、评估对象和评估范围

评估对象为涉及上述经济行为的长兴萧然公司的股东全部权益。

评估范围为长兴萧然公司的全部资产及相关负债，包括流动资产、非流动资产及流动负债、非流动负债。按照长兴萧然公司提供的 2010 年 6 月 30 日业经审计的会计报表反映，资产、负债和股东权益的账面价值分别为 116,845,872.87 元，29,685,120.78 元和 87,160,752.09 元。具体内容如下：

项目	账面价值
一、流动资产	116,435,933.53
二、非流动资产	409,939.34
其中：设备类固定资产	245,747.04
无形资产—其他无形资产	3,686.66
递延所得税资产	160,505.64
资产总计	116,845,872.87
三、流动负债	24,685,120.78
四、非流动负债	5,000,000.00
负债合计	29,685,120.78
股东权益合计	87,160,752.09

委托评估对象和评估范围与上述经济行为涉及的评估对象和评估范围一致。

四、价值类型及其定义

本次评估的价值类型为市场价值。

市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，评估对象在评估基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

五、评估基准日

为使得评估基准日与拟进行的经济行为和评估工作日接近，确定以 2010 年 6 月 30 日为评估基准日，并在资产评估业务约定书中作了相应约定。

六、评估假设

1、持续经营假设：假设被评估单位按照原来的经营目的、经营范围在现有项目

开发期内持续地经营下去。

2、公开市场假设：假设评估对象拟进入的市场为一个充分发达与完善的市场，即公开市场，评估对象在公开市场上实现的交换价值隐含着市场对该评估对象在当时条件下有效使用的社会认同。

3、宏观环境相对稳定假设：国家现有的宏观经济、政治、政策及被评估单位所处行业的产业政策无重大变化，社会经济持续、健康、稳定发展；国家货币金融政策保持现行状态，不会对社会经济造成重大波动；国家税收保持现行规定，税种及税率无较大变化；国家现行的利率、汇率等无重大变化。

4、公司的经营管理人员守法尽职，所提供的资料真实、完整、合法，历史财务资料所采用的会计政策在重要方面基本一致。

5、委托方提供的资料真实、合法、完整性。

七、评估依据

（一）法律法规依据

《公司法》、《证券法》等。

（二）评估准则依据

1、财政部以财企[2004]20号文发布的《资产评估准则—基本准则》和《资产评估职业道德准则—基本准则》；

2、中国注册会计师协会以会协[2003]18号文发布的《注册资产评估师关注评估对象法律权属指导意见》；

3、中国资产评估协会以中评协[2004]134号文发布的《企业价值评估指导意见》；

4、中国资产评估协会以中评协[2007]189号文发布的《资产评估准则—评估报告》、《资产评估准则—评估程序》、《资产评估准则—业务约定书》、《资产评估准则—工作底稿》、《资产评估准则—不动产》、《资产评估准则—无形资产》、《资产评估准则—机器设备》等；

5、《房地产估价规范》GB/T50291-1999；

6、《城镇土地估价规程》GB/T18508-2001。

（三）权属依据

1、长兴萧然公司提供的《企业法人营业执照》、公司章程和验资报告；

2、与资产及权利的取得及使用有关的经济合同、协议、资金拨付证明(凭证)、会计报表及其他会计资料;

3、国有土地使用证、建设工程规划许可证、房屋所有权证、车辆行驶证、发票等权属证明;

4、其他产权证明文件。

(四) 取价依据

1、有关工程的原始资料、工程承包合同、业务合同、询价记录等;

2、资产所在地的房地产市场价格调查资料;

3、《全国汽车报价及评估》、《中华人民共和国车辆购置税暂行条例》及其他市场价格资料、询价记录;

4、被评估单位的历史生产经营资料、经营规划和收益预测资料;

5、行业统计资料、市场发展及趋势分析资料、类似业务公司的相关资料;

6、相关行业及市场容量、市场前景、定价策略及未来营销方式等资料;

7、从“Wind 资讯”终端查询的相关数据。

8、评估基准日中国人民银行公布的贷款利率;

9、评估专业人员对资产核实、勘察、检测、分析等所搜集的佐证资料;

10、企业会计准则及其他会计法规和制度、部门规章等。

11、其他资料。

八、评估方法

依据现行资产评估准则及有关规定,企业价值评估的基本方法有资产基础法、市场法和收益法。

由于国内极少有类似的交易案例,故本次评估不宜用市场法。

长兴萧然公司主营业务为房地产开发与经营,由于目前国内房地产市场比较健全,市场交易比较活跃,未来收益能够合理预测,与企业未来收益的风险程度相对应的收益率也能合理估算,结合本次资产评估的对象、评估目的和评估师所收集的资料,确定分别采用资产基础法和收益法对委托评估的长兴萧然公司的股东全部权益价值进行评估。

资产基础法是指在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估方法。它是以重置各项生产要素为假设前提,根据委托评估的分项资产的

具体情况选用适宜的方法分别评定估算各分项资产的价值并累加求和，再扣减相关负债评估值，得出股东全部权益的评估价值。

收益法是指通过将企业预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估方法。它是根据企业未来预期收益，按适当的折现率将其换算成现值，并以此收益现值作为股东全部权益的评估价值。

在上述评估基础上，对形成的各种初步价值结论依据实际状况充分、全面分析后，在综合考虑不同评估方法和初步价值结论的合理性及所使用数据的质量和数量的基础上，确定其中一个评估结果作为评估对象的评估结论。

九、评估程序实施过程和情况

（一）评估程序总体实施过程

本项资产评估工作于 2010年9月27日开始，2010年10月19日正式出具评估报告。整个评估工作分五个阶段进行：

一）接受委托阶段

1、项目调查与风险评估，明确评估业务基本事项，确定评估目的、评估范围和对象、评估基准日；

2、接受委托方的资产评估项目委托，签订业务约定书；

3、制定资产评估工作计划；

4、组成项目小组，并对项目组成员进行培训。

二）资产核实阶段

1、评估机构根据资产评估工作的需要，向被评估单位提供资产评估申报表表样，并协助其进行资产清查工作；

2、了解被评估单位基本情况及委估资产状况，并收集相关资料；

3、审查核对被评估单位提供的资产评估申报表和有关测算资料；

4、根据资产评估申报表的内容进行现场核实和勘察，查阅资产购建、运行、维修等相关资料，并对资产状况进行勘查、记录；

5、查阅委估资产的产权证、合同、发票等产权证明资料，核实资产权属情况；

6、收集房地产行业资料，了解被评估单位的竞争优势和风险；

7、获取被评估单位的拟开发项目的规划资料，了解其发展规划；

8、收集并查验资产评估所需的其他相关资料。

三) 评定估算阶段

- 1、根据委估资产的实际状况和特点，制订各类资产的具体评估方法；
- 2、开展市场调研、询价工作；
- 3、对委估资产进行评估，测算其评估价值；
- 4、根据被评估单位提供的未来经营收益预测表，结合被评估单位的实际情况，查阅有关资料，合理使用评估假设，收集参数，选择评估途径和具体计算方法，得到评估结果。

四) 结果汇总阶段

- 1、分析并汇总分项资产的评估结果，汇集评估底稿；
- 2、撰写评估报告；
- 3、征求有关各方意见；
- 4、内部复核，验证评估结果；
- 5、评估结果的分析调整和评估报告的完善。

五) 出具报告阶段

2010年10月19日，正式出具评估报告。

(二) 资产基础法评估中具体资产、负债评估程序实施情况

本次采用资产基础法评估时，对被评估的各项资产及负债进行了核实，本次评估是在会计师事务所对基准日会计报表进行审计的基础上进行的，具体过程说明如下。

一) 流动资产

1、货币资金

账面价值 5,721,140.71 元，包括库存现金 9,641.18 元，银行存款 5,711,499.53 元。

(1) 库存现金

库存现金账面价值 9,641.18 元，为人民币现金，存放于公司财务部。我们对现金账户进行了实地盘点，通过核查评估基准日至盘点日的现金日记账及未记账的收付款凭证倒推至评估基准日的库存数量，账实相符。在企业清查的基础上，经核无误。

故以核实后的账面值为评估值，评估值为 9,641.18 元。

(2) 银行存款

银行存款账面价值 5,711,499.53 元,由存放于中国建设银行长兴支行解放东路分理处、中国银行长兴金陵中路分理处、中国工商银行长兴长海路支行等 7 个人民币账户的余额组成。我们查阅了银行对账单及调节表,了解了未达款项的内容及性质,未发现影响股东权益的大额未达账款。在企业清查的基础上,经核无误。

银行存款评估值为 5,711,499.53 元。

货币资金评估价值为 5,721,140.71 元,包括库存现金 9,641.18 元,银行存款 5,711,499.53 元。

2、应收账款和坏账准备

应收账款账面余额 3,260,000.00 元,坏账准备 9,780.00 元,系应收的房款。账龄均在 1 年以内。

评估人员通过检查原始凭证、基准日后收款记录及相关的文件资料等方式确认款项的真实性。长兴萧然公司的坏账准备政策为:对于期末单项金额重大的应收款项,单独进行减值测试,如有客观证据表明其发生减值的,根据其未来现金流量现值低于其账面价值的差额确认减值损失,计提坏账准备;对于期末单项金额非重大的应收款项,采用与经单独测试后未减值的应收款项一起按账龄作为类似信用风险特征划分为若干组合,按这些组合在期末余额的一定比例计算确定减值损失,计提坏账准备:账龄在 1 年以内的坏账准备提 0.3%、1-2 年提 10%、2-3 年提 20%、3 年-5 年提 50%、5 年以上提 100% (关联方款项按期末余额的 0.3%计提坏账准备)。

在企业清查的基础上,经核无误。

经核实,各项应收账款均有充分证据表明可以全额回收。

评估时,对于有充分证据表明可以全额回收的款项,估计发生坏账的风险较小,以其核实后的账面余额为评估值。

公司按规定计提的坏账准备 9,780.00 元评估为零。

应收账款评估价值为 3,260,000.00 元。

3、预付款项

账面价值 8,673,411.33 元,为预付的工程款。其中账龄在 1 年以内的有 8,634,647.33 元,占总金额的 99.55%;账龄在 1-2 年的有 32,464.00 元,占总金额的 0.37%;账龄在 2-3 年的有 6,300.00 元,占总金额的 0.08%。其中关联方往来为:

上海舜元建设集团有限公司 7,900,000.00 元。

评估人员抽查了原始凭证、合同、协议及相关资料。清查中发现：上海凯泉泵业有限公司、湖州升浙建筑工程有限公司、长兴创意不锈钢制品厂及宋长安保修金等 4 户款项, 合计 270,494.59 元, 为长兴萧然公司已开发的皇家湾一、二期项目发生的因发票未到而挂账的工程费用。

评估时, 对于上海凯泉泵业有限公司、湖州升浙建筑工程有限公司、长兴创意不锈钢制品厂及宋长安保修金等 4 户款项, 由于其系发票未到而挂账的一、二期项目工程费用, 将其评估为零; 其余款项经核实期后能形成相应资产或权利, 以核实后的账面值为评估值。

预付款项评估价值为 8,402,916.74 元, 评估减值 270,494.59 元, 减值率为 3.12%。

4、其他应收款和坏账准备

其他应收款账面余额 9,104,439.50 元, 坏账准备 632,242.55 元, 内容包括个人备用金、代垫的维修金及个人所得税、拆迁款、关联方往来款等。其中账龄在 1 年以内的有 7,452,467.99 元, 占总金额的 81.86%; 账龄在 1-2 年的有 421,821.53 元, 占总金额的 4.63%; 账龄在 2-3 年的有 1,230,149.98 元, 占总金额的 13.51%。其中关联方往来有应收浙江萧然工贸集团有限公司 5,428,654.41 元, 上海舜元建设集团有限公司 66,360.57 元。

评估人员通过检查原始凭证、基准日后收款记录及相关的文件资料等方式确认款项的真实性。长兴萧然公司的坏账准备政策参见应收账款科目说明。

清查中发现：长兴县计划经济委员会等 19 笔款项, 合计 1,352,575.80 元, 为长兴萧然公司发生的因发票未到而挂账的皇家湾一、二期项目费用。

经核实, 其他应收款账面余额中：应收关联方款项等应可全额回收的款项合计 7,751,863.70 元, 占总金额的 85.14%; 有充分证据表明全额损失的款项合计 1,352,575.80 元, 占总金额的 14.86%。

评估时, 对上述二类款项分别处理：

(1) 对于应可全额回收的款项, 包括应收关联方往来款等, 估计发生坏账的风险较小, 以其核实后的账面余额为评估值。

(2) 对于有充分证据表明全额损失的款项, 将其评估为 0。

公司按规定计提的坏账准备 632,242.55 元评估为零。

其他应收款评估价值为 7,751,863.70 元，评估减值 720,333.25 元，减值率为 8.50%。

5、存货

存货账面余额 90,318,964.54 元，存货跌价准备 0.00 元。包括开发产品、周转材料、开发成本。

(1) 周转材料

周转材料账面余额 869,165.00 元，存货跌价准备 0.00 元，系长兴萧然公司用于动迁安置的房源，均位于长兴县城区范围内。

评估人员根据被评估单位提供的清单进行了现场核实，在核实时了解各房源的结构、装修及使用状况等情况。周转房合计建筑面积 368.41 平方米，共 4 项，建筑物为钢混结构，施工质量好。

评估人员通过对上述房屋所有权证、国有土地使用证进行核对，核实中发现“铁路生活区 7-306、雉城金三发公司厂区内 2-301、雉城北门小区银鹰楼 2-506”等 3 项房产已取得房屋所有权证，但尚未取得国有土地使用证。

对以上事项，长兴萧然公司已提供了相关证明，承诺其所有权属于其所有。除此以外，我们没有发现其他评估对象的权属资料存在瑕疵情况。

对于周转房，考虑到上述房屋地处繁华住宅区，房地产价格波动比较大，同类物业交易量较多，故采用市场比较法对建筑物连同相应的土地使用权进行评估。

市场比较法是在掌握与待估物业相同或相似的房地产（参照物）的市场价格的基础上，以待估物业为标准对比分析参照物并将两者的差异量化，然后在参照物市场价格的基础上作出调整和修正，得到待估房地产的评估价值。具体步骤如下：

A、参照物的选定

选择与待估物业同一供求圈内的多宗近期交易的与估价对象在用途、规模、建筑结构等相同或相近的物业作为参照物，再将上述参照物的交易价格统一调整为成交日一次付款、单位建筑面积上的人民币买卖交易价格。

B、因素修正调整计算

根据待估物业与参照物的交易情况、交易日期、位置及房屋装修、层次、朝向等个别因素的不同，对参照物的价格进行修正，得出比准价格。具体修正因素可分

为 4 类：交易情况修正、交易日期修正、区域因素修正和个别因素修正。修正计算公式为：

待估物业比准价格 = 参照物交易价格 × 交易情况修正系数 × 交易日期修正系数 × 区域因素修正系数 × 个别因素修正系数

a、交易情况修正，通过对交易案例交易情况的分析，剔除非正常的交易案例，测定各种特殊因素对正常建筑物价格的影响程度，从而排除掉交易行为中的一些特殊因素所造成的交易价格偏差。

b、交易日期修正，采用房地产价格指数的变动率来分析计算期日对房屋价格的影响，将交易价格修订为估价期日的价格。

c、区域因素修正，区域因素包括的内容主要有地区的繁华程度、交通状况、基础设施状况、区域环境条件、区域产业集聚程度等。由于不同用途的房地产，影响其价格的区域因素也不同，区域因素修正的具体内容根据估价对象的用途分别确定。

d、个别因素修正，个别因素是指构成房产的个别特性并对其价格产生影响的因素。个别因素比较的内容，主要有房产的位置、面积、形状、层次、结构、装修、朝向、新旧程度等，根据交易案例中土地的个别因素与评估对象的差异进行修正。

C、评估价值确定

对于各参照物测算所得的比准价格，在分析其合理性的基础上经比较后确定现行市价，一般按算术平均值或加权平均值确定。

周转材料评估价值为 1,818,036.00 元，评估增值 948,871.00 元，增值率为 109.17%。

(2) 开发产品

开发产品账面余额 11,520,626.86 元，存货跌价准备 0.00 元，系开发完成的皇家湾一期、二期项目的未售房源。

皇家湾项目为长兴萧然公司开发的大型综合住宅开发项目。该项目位于长兴县黄金地段，东接环城东路，南临解放路，西依皇家湾路，北靠宜春小区。皇家湾项目总占地面积约 115 亩，总建筑面积约 14 万平方米，小区规划有多层住宅、小高层、高层住宅，内设中心花园、中庭水景、园区绿化、主题小品、配置地下集中停车库等高档城市生活设施。整个项目分三期建设开发。

截至评估基准日，皇家湾项目一期、二期已完工并交付使用，其中已销售并结转收入 433,675,727.70 元，包括住宅 81,446.00 平方米、商业用房 12,432.72 平方米、车位 45 个，已结转成本 280,723,233.04 元。

皇家湾一期、二期项目尚未结转销售收入的房源包括住宅 2,430.83 平方米、车位 88 个，截至评估现场工作日，部分住宅已预售。

由于项目已经完工，且企业对尚需支付的工程成本等已暂估入账，故本次对开发产品采用以下方法进行评估：

对于基准日后已预售的房源按照预售合同金额确定预计售价，未签约部分的房源按照市场法确定预计售价，按照预计售价扣除营业税金及附加、土地增值税及企业所得税等费用后的余额确定开发产品评估值。

开发产品评估价值为 7,484,773.00 元，评估减值 4,035,853.86 元，减值率为 35.03%。

（3）开发成本

1) 概况

开发成本账面余额 77,929,172.68 元，存货跌价准备 0.00 元，为正在开发的皇家湾三期项目。

皇家湾项目为长兴萧然公司开发的大型综合住宅开发项目。该项目位于长兴县黄金地段，东接环城东路，南临解放路，西依皇家湾路，北靠宜春小区。皇家湾项目总占地面积约 115 亩，总建筑面积约 14 万平方米，小区规划有多层住宅、小高层、高层住宅，内设中心花园、中庭水景、园区绿化、主题小品、配置地下集中停车库等高档城市生活设施。整个项目分三期建设开发。

截至评估基准日，皇家湾项目一期、二期已完工并交付使用，三期正在建设中。皇家湾三期拟建设 3 幢多层、2 幢高层，规划建筑面积 27,320.79 平方米，其中包括：住宅建筑面积 19,184.31 平方米，商业用房建筑面积 8,136.48 平方米，车位 216 个（单层车位 32 个，双层车位 184 个），储藏室 150 个。

2) 评估方法

列入本次评估范围的开发成本为皇家湾三期项目的土地款、设计、咨询、工程等的支出，截至评估基准日，三期项目中多层建筑主体结构已基本完工，高层建筑正处于基础工程阶段，本次采用假设开发法进行评估，即以开发后房地产价值，扣

除后续开发成本、销售费用、管理费用、销售税金及附加、投资利息、投资利润、土地增值税计算确定税前评估价值，最后扣除企业所得税计算得到评估价值。

A. 假设开发法评估具体测算步骤：

调查待开发房地产的基本情况；

选择最佳的开发利用方式；

估计开发建设期；

预测开发完成后的房地产价值；

估算预计销售金额、后续开发成本、管理费用、销售费用、销售税金及附加、投资利息、投资利润、土地增值税。

B. 假设开发法的基本公式及计算过程：

由于拟开发项目属于股东权益评估中的一项资产，在假设开发法评估结果基础上需扣除企业应缴纳企业所得税。则基本公式如下：

评估价值 = 税前评估价值 - 企业所得税

税前评估价值 = 开发后房地产价值 - 后续开发成本 - 销售费用 - 管理费用 - 销售税金及附加 - 投资利息 - 投资利润 - 土地增值税

a. 开发后房地产价值

开发后房地产价值等于项目开发后可售房屋预计销售金额。

本次预计销售价格参考项目所在地区周边楼盘的物业类型、项目规模、交通状况、周边配套、建筑风格及用材、园区绿化及配套及物业管理，以及所在区域近期规划等因素综合确定，销售预测情况具体见下表：

序号	项目	销售面积(m ²)		销售均价(元/m ²)	销售总价
1	住宅	高层	10,305.25	7,300.00	75,228,325.00
2		多层	8,879.06	7,400.00	65,705,044.00
3	商业(1层)		3,006.09	32,000.00	96,194,880.00
4	商业(2层)		3,341.65	15,000.00	50,124,750.00
5	商业(3层)		1,788.74	7,300.00	13,057,802.00
6	地下车位	单层	32个	70,000.00	2,240,000.00
7		双层	184个	30,000.00	5,520,000.00
8	储藏室		150个	30,000.00	4,500,000.00
	合计		27,320.79		312,570,801.00

b. 后续开发成本

后续开发成本 = 至竣工尚需发生的工程费用 + 已完工尚未支付的工程费用 (不含已入账的应付款项)

截至评估基准日，该项目开发成本的账面价值 77,929,172.68 元，另外，预付款项中有 8,402,916.74 元、其他应收款中有 360,000.00 元系该项目的工程建设成本及其他费用，因工程尚未完工，故尚未转入开发成本。

根据企业提供的相关工程合同、拟实施工程的估算资料，对评估基准日后该项目尚需支付各项费用进行了测算，预计尚需发生的成本合计为 83,750,100.00 元。

c. 销售费用

销售费用=预计销售金额×销售费用率+已销售尚未支付的销售佣金(如有)

d. 管理费用

管理费用=后续开发成本×管理费用率

e. 销售税金及附加

销售税金及附加=开发后房地产价值×销售税金及附加率

f. 土地增值税

按照税法规定，分项目进行汇算清缴，根据增值率分段累计计算土地增值税。

g. 投资利息

投资利息=税前评估价值×[(1+利率)^{后续开发期}-1]+(后续开发成本+管理费用)×[(1+利率)^{后续开发期/2}-1]

本次评估时根据企业提供的规划及项目的实际进度，设定皇家湾三期项目后续开发期为 1.5 年。

h. 投资利润

投资利润=税前评估价值×后续开发期×年投资利润率+(后续开发成本+管理费用)×后续开发期÷2×年投资利润率。

i. 所得税

所得税=利润总额×所得税率-已结转缴纳所得税金额评估价值

皇家湾三期项目假设开发法计算表

序号	项目	计算公式	比率	金额(元)
一	已预售部分销售金额			0.00
二	未预售部分预计销售金额			312,570,801.00
三	销售金额合计	(一)+(二)		312,570,801.00
四	销售费用	(二)×销售费用率+已销售尚未支付的销售佣金(如有)	2.00%	6,251,416.00

五	销售税金及附加	(三) × 销售税金及附加率	5.700%	17,816,536.00
六	后续开发成本	至竣工尚需发生的工程费用+已完工尚未支付的工程费用		83,750,100.00
七	管理费用	(六) × 管理费用率	2.00%	1,675,002.00
八	投资利息	(十一) *[(1+利息率) ^{后续开发期} -1]+[(六)+(七)]*[(1+利息率) ^{后续开发期/2} -1]	5.67%	16,286,520.00
九	投资利润	(十一) *年投资利润率*后续开发期+[(六)+(七)]*年投资利润率*后续开发期/2	8.00%	22,766,958.00
十	土地增值税	税法规定		17,012,169.08
十一	开发成本税前评估价值 V	(三)-(四)-(五)-(六)-(七)-(八)-(九)-(十)		147,012,100.00
十二	所得税	利润总额×所得税率-已结转缴纳所得税金额		25,410,342.00
十三	开发成本税后评估价值	(十一)-(十二)		121,601,758.00

开发成本评估价值为 121,601,758.00 元, 评估增值 43,672,585.32 元, 增值率为 56.04%。

(4) 存货评估结果

账面价值	90,318,964.54 元
评估价值	130,904,567.00 元
评估增值	40,585,602.46 元
增值率	44.94%

6、流动资产评估结果

账面价值	116,435,933.53 元
评估价值	156,040,488.15 元
评估增值	39,604,554.62 元
增值率	34.01%

二) 非流动资产

1、设备类固定资产

(1) 概况

列入评估范围的设备类固定资产共计 80 台(套/项), 合计账面原值 1,051,956.00 元, 账面净值 245,747.04 元, 减值准备 0.00 元。

根据长兴萧然公司提供的《电子设备评估明细表》和《车辆评估明细表》, 设备

类固定资产在评估基准日的详细情况如下表所示：

编号	科目名称	计量单位	数量	账面价值	
				原值	净值
1	固定资产--电子设备	台(套/项)	77	400,114.00	37,444.53
2	固定资产--车辆	辆	3	651,842.00	208,302.51
3	减值准备				

被评估单位对设备类固定资产的折旧及减值准备的计量采用如下会计政策：

固定资产折旧采用年限平均法，各类机器设备的使用寿命、预计净残值和年折旧率如下：

固定资产类别	使用寿命(年)	预计净残值	年折旧率(%)
通用设备	5	原价的 5%	19
运输工具	5	原价的 5%	19

1) 主要设备特点

委评设备包括电脑、空调等办公设备和小轿车等，均分布于长兴萧然公司办公场地内。

2) 设备的购置日期、技术状况与维护管理

委评设备主要系国产设备，其原始制造质量较好。购置时间范围为 2001-2009 年，整体使用情况良好。被评估单位有专人负责保养、管理，并已经建立设备台帐。

3) 机器设备核实的方法、过程和结果

本公司评估人员对照《电子设备评估明细表》、《车辆评估明细表》，对列入评估范围的设备进行了核实。

经核实，委评设备整体状况良好，能满足生产需要。

4) 权属情况

评估人员查阅了车辆行驶证等资料，对设备的权属相关资料进行了必要的查验，经核实，没有发现设备类固定资产的权属资料存在瑕疵情况。

5) 经清查后待处理事项：

佳能传真机 L200、春兰空调等 33 台(套)设备，实际已报废，合计账面原值 224,617.00 元，账面净值 1,167.00 元，尚未进行账务处理，拟在评估时处理。

(2) 具体评估方法

根据本次资产评估的特定目的、相关条件和委估设备的特点，确定以重置成本法为主的评估方法，采用重置成本法进行评估是指首先估测在评估基准日重新建造

一个与评估对象相同的资产所需的成本即重置成本，然后估测被评估资产存在的各种贬值因素，并将其从重置成本中予以扣除而得到被评估资产价值的方法。对于已报废的设备本次评估为零。

重置成本法的基本公式为：

评估价值 = 重置价值 × 综合成新率

1) 重置价值的评定

A. 对电脑、打印机、空调及其他办公设备等则通过查阅《信息与产业》或向销售商询价，以当前市场价作为购置价。

B. 车辆：通过上网查询、查阅《全国汽车报价及评估》等资料确定现行购置价。车辆的相关费用考虑车辆购置附加税 10% (小排量车 7.5%) 和证照杂费等。

2) 成新率的确定

A. 对于电脑、打印机、空调等办公设备，主要以使用年限法为基础，结合设备的使用维修和外观现状，确定成新率。对更新换代速度、功能性贬值快的电子设备，考虑技术更新快所造成的经济性贬值因素。

年限法计算公式 = 尚可使用年限 / 经济耐用年限 × 100%

B. 车辆的成新率以使用年限法为基础，并考虑车辆的已行驶里程、维护保养情况等综合评定。

(3) 设备类固定资产评估结果

账面原值	1,051,956.00 元
账面净值	245,747.04 元
重置价值	581,657.00 元
评估价值	291,348.00 元
评估增值	45,600.96 元
评估增值率	18.56%

2、无形资产—其他无形资产

无形资产—其他无形资产账面余额 3,686.66 元，减值准备 0.00 元。

列入评估范围的无形资产为用友财务软件。我们查阅了账簿、原始凭证等，了解了上述无形资产的现在使用情况，并对账面摊销情况进行了复核。按财务会计制度核实，未发现不符情况。由于目前同类软件市场价格与账面余额差异不大，故以

核实后账面值为评估值。

其他无形资产的评估价值为 3,686.66 元。

3、递延所得税资产

递延所得税资产账面价值 160,505.64 元,为被评估单位应收款项计提的坏账准备所产生的可抵扣暂时性差异而形成的所得税资产。经核实相关资料和账面记录等,无误。

评估时,因应收款项计提的坏账准备评估为 0,故对应所形成的所得税资产评估值为 0 元。

递延所得税资产评估值为 0.00 元,评估减值 160,505.64 元,减值率为 100.00%。

4、非流动资产评估结果

账面价值	409,939.34 元
评估价值	295,034.66 元
评估减值	114,904.68 元
减值率	28.03%

三) 流动负债

1、应付账款

应付账款账面价值 1,320,062.73 元,包括应付的工程款、维修款等。通过查阅账簿及相关合同协议,了解款项发生的时间、原因和期后付款情况,核实交易事项的真实性。在企业清查的基础上,经核无误。

经核,各款项均需支付,以核实后的账面值为评估值。

应付账款评估值为 1,320,062.73 元。

2、预收款项

预收款项账面价值 770,411.00 元,主要为预收的房款。评估人员查阅了账簿及商品房销售合同,了解款项发生的内容、时间、原因和期后结算情况,核实交易事项的真实性;在企业清查的基础上,经核无误。

经核,各款项期后均需正常结算,以核实后的账面值为评估值。

预收款项评估值为 770,411.00 元。

3、应付职工薪酬

应付职工薪酬账面价值 77,206.59 元,包括应付的职工教育经费 4,653.10 元,

基本养老保险金 20,891.76 元, 职工失业保险金 26,216.76 元, 其他应付职工薪酬 25,444.97 元。

我们检查了该公司的劳动工资和奖励制度, 查阅章程等相关文件规定, 复核被评估单位计提依据, 并检查支用情况。在企业清查的基础上, 经核无误。

经核各项目应需支付, 以核实后的账面价值为评估值。

应付职工薪酬评估值为 77,206.59 元。

4、应交税费

应交税费账面价值 12,982,138.58 元, 包括应交的营业税 220,341.30 元, 土地增值税-191,524.46 元, 企业所得税 12,628,304.90 元, 城建税 15,830.98 元, 教育费附加-4,655.76 元, 地方教育附加费-82,301.20 元, 水利建设专项资金 93,846.93 元, 综合规费-65,233.32 元, 印花税 367,604.47 元, 代扣的个人所得税-75.26 元。

被评估单位各项税负政策如下:

营业税按应税收入的 5%计缴, 普通标准住宅的土地增值税按应税收入的 2%预缴, 别墅、经营和其他用房的土地增值税按应税收入的 3%预缴, 企业所得税按应税收入的 2.5%预缴, 城建税按营业税的 5%计缴, 教育费附加按营业税的 3%计缴, 地方教育费附加按营业税的 2%计缴, 水利建设专项资金按应税收入的 0.1%预缴, 综合规费按应税收入的 0.05%预缴, 印花税按应税收入的 0.05%计缴。

评估人员取得相应申报资料及其他证明文件, 复核各项税金及附加的计、交情况, 并了解期后税务稽查和税款缴纳情况, 经核无误。

各项税费应需支付或可抵扣, 以核实后的账面价值为评估值。

应交税费评估值为 12,982,138.58 元。

5、其他应付款

其他应付款账面价值 9,535,301.88 元, 包括应付的单位往来款、个人往来款、保修金及代收的物业维修基金等, 其中关联方往来为应付舜元地产发展股份有限公司 5,815,400.00 元和浙江萧然工贸集团有限公司 19,774.09 元。

我们在对公司应付关联方舜元地产发展股份有限公司的款项评估时了解到, 长兴萧然公司于 2009 年在本科目列支了应付舜元地产发展股份有限公司部分人员工资 815,400.00 元, 同时长兴萧然公司应支付舜元地产发展股份有限公司资金占用费 350,000.00 元, 企业账面未计提。经核实, 挂账工资实际不需支付, 但资金占用费

应需支付，故公司应付舜元地产发展股份有限公司款项的评估值为 5,350,000.00 元。

其余各项其他应付款，我们通过查阅账簿及原始凭证，了解款项发生的时间、原因和期后付款情况，核实交易事项的真实性，核实无误。经核，这部分款项均需支付，以核实后的账面值为评估值。

其他应付款评估价值 9,069,901.88 元，评估减值 465,400.00 元，减值率为 4.88%。

6、流动负债评估结果

账面价值	24,685,120.78 元
评估价值	24,219,720.78 元
评估减值	465,400.00 元
减值率	1.89%

四) 非流动负债

1、长期借款

长期借款账面价值 5,000,000.00 元，系公司向中国工商银行长兴支行借入的抵押借款，公司以土地使用权为抵押物提供担保。

我们查阅了有关借款合同及相关资料，了解借款条件、期限，通过查阅账簿、记账凭证等了解借款情况，经核无误。

经核该项借款需支付，以核实后的账面价值为评估价值。

长期借款评估价值 5,000,000.00 元。

2、非流动负债评估结果

账面价值	5,000,000.00 元
评估价值	5,000,000.00 元

(三) 收益法评估中具体项目评估程序实施情况

一) 收益法的应用前提及选择的理由和依据

1、收益法的定义和原理

收益法是指通过将评估资产的预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估方法。它是根据资产未来预期收益，按适当的折现率将其换算成现值，并以此收益现值作为委托评估资产的评估价值。

收益法应用的技术思路是把企业在未来特定时间内的预期收益还原为当前的资产额或投资额，是以企业的整体获利能力为标的进行的评估。

收益法在理论上是一种比较完善和全面的方法，它从整体上衡量某个企业资产的盈利能力，不仅考虑所评项目的有形资产，而且还考虑一些无形资产的因素，如企业管理层的管理能力、客户网络、产品在市场的信誉等，这些因素有利于提高企业的持续盈利能力。

根据本次评估目的和项目的建设情况，本次评估假设皇家湾三期项目，开发完成后对外销售，从而按房地产开发项目确定其预期收益、折现率、预测期间，进而进行收益法评估。

在收益现值法下，将企业的预期收益按照折现率折算为 2010 年 6 月 30 日的净现值。为此，需要确定以下三个主要参数：

(1) 公司的预期收益

结合评估对象情况，本次评估中的预期收益采用股权现金流量。

股权现金流 = 经营活动现金净流量 + 投资活动现金净流量 + 筹资活动现金净流量

(2) 折现率或资本化率

本次评估采用的折现率为权益资本成本。

(3) 预测期间：

假设长兴萧然公司现有项目开发完成后不再持续经营，预测期为基准日至项目开发完毕日。

2、收益法的应用前提

(1) 投资者在投资某个企业时所支付的价格不会超过该企业(或与该企业相当且具有同等风险程度的同类企业)未来预期收益折算成的现值。

(2) 能够对企业未来收益进行合理预测。

(3) 能够对与企业未来收益的风险程度相对应的收益率进行合理估算。

3、收益法选择的理由和依据

由于国内极少有类似的交易案例，故本次评估不宜用市场法。长兴萧然公司主营业务为房地产开发与经营，目前国内房地产市场比较健全，交易较为活跃，未来收益能够预测，与企业未来收益的风险程度相对应的收益率也能估算，结合本次资

产评估的对象、评估目的和评估师所收集的资料，确定采用收益法作为其中的一种方法对委托评估的长兴萧然公司的股东全部权益价值进行评估。

二) 收益预测的假设条件

1、基本假设

(1) 宏观环境相对稳定假设：国家现有的宏观经济、政治、政策及被评估单位所处行业的产业政策无重大变化，社会经济持续、健康、稳定发展；国家货币金融政策保持现行状态，不会对社会经济造成重大波动；国家税收保持现行规定，税种及税率无较大变化；国家现行的利率、汇率等无重大变化；

(2) 经营环境相对稳定假设：企业主要经营场所及业务所涉及地区的社会、政治、法律、经济等经营环境无重大改变；企业能在既定的经营范围内开展经营活动，不存在任何政策、法律或人为障碍。

2、具体假设

(1) 本评估预测是基于被评估单位提供的公司发展规划和盈利预测并经过评估人员剔除明显不合理部分后的基础上的；

(2) 假设被评估单位提供的历年财务资料所采取的会计政策和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致；

(3) 假设被评估单位在未来的经营期内，其营业和管理等各项期间费用不会在现有基础上发生大幅的变化，仍将保持其近几年的变化趋势；

(4) 假设被评估单位的经营者是负责的，且公司管理层有能力担当其职务，并有足够的能力推动公司经营计划的实施；

(5) 假设被评估单位设定的经营内容保持相对稳定，其经营业务不会遭遇重大挫折，总体格局维持现状；

(6) 假设被评估单位每一年度的收入、成本费用等，在年底发生；

(7) 假设被评估单位在现有项目开发期内持续经营，完成后不再持续经营；

(8) 假设公司项目开发所需的资金能按计划融资，银行利率等政策不会发生重大变化，预测年限内将不会遇到重大的账款回收方面的问题(即坏账情况)；

(9) 假设开发项目在建设过程中按现有的规划、设计文件标准、国家和地方有关收费标准执行，项目费用的支付符合现行的有关合同、协议、文件及有关部门规定的费用标准；

(10) 假设预测期内被评估单位所生产的产品能够完全销售,被评估单位制定的目标和措施能按预定的时间和进度如期实现,并取得预期效益;应收款项能正常回收,应付款项需正常支付;

(11) 假设无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素,造成对企业重大不利影响。

评估人员根据资产评估的要求,认定这些前提条件在评估基准日时成立,当以上评估前提和假设条件发生变化,评估结论将失效。

二) 我国房地产行业及长兴房地产行业概况

1、行业发展状况

从 2000 年开始,我国房地产业的繁荣期已经持续了多年,与上一轮景气周期(1991—1994)相比,房地产业这几年的增长具有两个鲜明的特点:一是房地产业的的增长是在经济总体持续增长、房地产业进行市场化改革的推动下,以市场需求迅速释放、住房消费进入大众化时代为背景的,因此,房地产增长的经济基础更加稳定;二是房地产业的的增长具有全局性,属于整体繁荣。虽然各个地区增长情况不一样,在局部地区还出现了泡沫化的趋势,但是基本上全国主要城市和地区都相继进入了景气周期。尽管自 2008 年以来,我国房地产市场虽然出现了震荡调整局面,但持续、稳定的发展态势仍然未发生变化,这主要表现在:

(1) 国民经济的稳健发展为房地产行业提供了良好的成长环境

房地产发展与宏观经济的发展具有正相关性。据国家统计局统计,2003—2007 年,国内生产总值年均增长率超过 10%;2008 年国内生产总值达到 300,670 亿元,同比增长 9%。2009 年以来,尽管中国经济面临外部冲击和内部结构调整的双重压力,但随着国家 4 万亿经济刺激计划的效果逐步显现,中国经济已率先企稳。我国国民经济及固定资产投入的持续增加将有利于房地产行业整体规模的稳定增长。

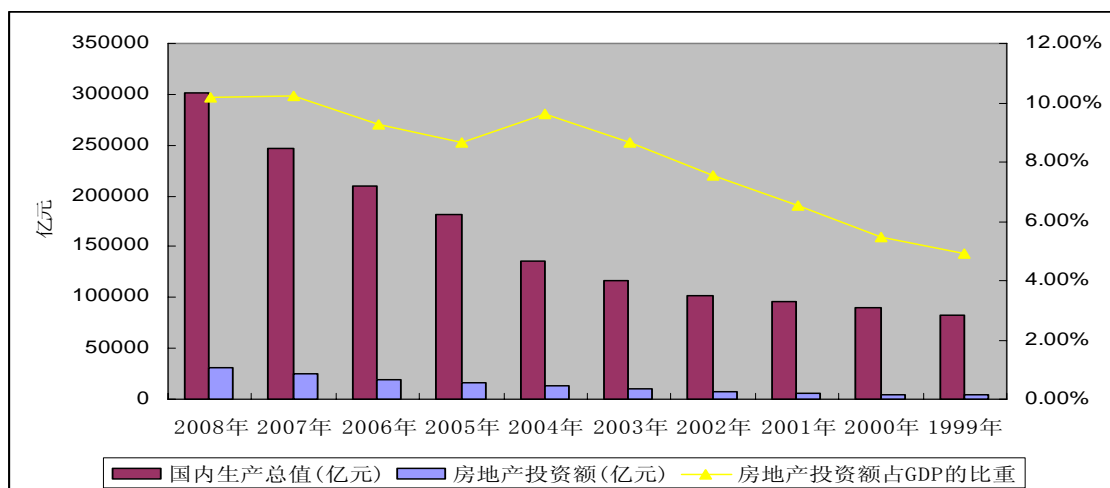
根据中国科学院预测科学研究中心的报告,中国未来二十年经济将保持快速增长,中国 GDP 年均增长率在 2006 年到 2010 年间将保持 8%左右,2011 年到 2015 年将为 7—8%,2016 年到 2020 年将为 6—7%。宏观经济的持续发展,将对房地产业发展提供强力的支撑,有利于放大房地产上游的生产要素供给总量,并拉动房地产的终端市场需求。

(2) 房地产业在我国经济中的支柱地位长期趋于上升

由于地少人多和中国经济的长期向好，中国房地产业将在很长一段时期内处于上升通道，发展前景广阔。从1998年开始，我国房地产投资额年均复合增长率达到20%以上，高于固定资产投资17%的复合增长率，也大大高于GDP的增长率。

1999年-2006年房地产投资占全社会固定资产投资的比重已经接近或达到20%。自2003年，国务院“18号文件”肯定了房地产业作为国民经济发展的支柱产业的地位后，房地产投资更是增速迅猛。

2007年全国完成房地产开发投资25,280亿元，同比增长30.2%，其中商品住宅投资18,010亿元，同比增长32.1%；2008年全国完成房地产开发投资30,580亿元，同比增长20.9%，其中商品住宅完成投资22,081亿元，同比增长22.6%，占房地产开发投资的比重为72.2%。近十年来，我国房地产开发投资额与国内生产总值的变化趋势如下图所示：



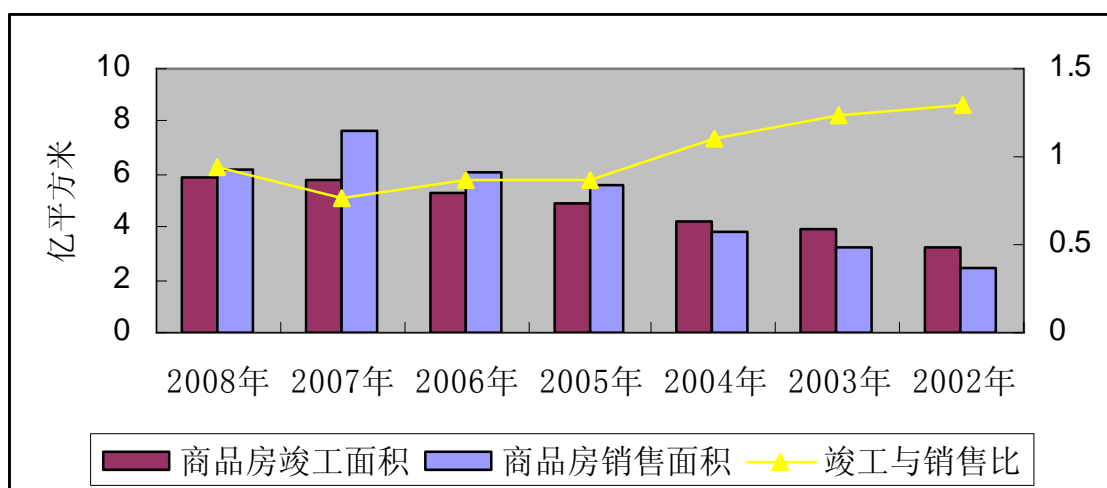
数据来源：Wind 资讯

由此可见，目前我国房地产投资额已达国内生产总值的10%，房地产业实际已经成为国民经济名副其实的支柱性产业。

(3) 我国房地产市场需求现状和前景分析

从2003年开始，国家加强了对房地产投资过热的宏观调控，2004年商品房竣工面积增幅回落到2.41%。2005年商品房竣工4.88亿平方米，比上年增长14.8%；2006年商品房竣工5.3亿平方米，比上年增长8.6%；2007年商品房竣工5.82亿平方米，同比增长9.8%。

近年我国国内商品房竣工及销售面积的变化情况如下图所示：



数据来源：Wind 资讯

上述统计数据显示，2002年我国商品房销售2.5亿平方米，比上年增长20.19%，此后由于需求的不断释放，商品房销售面积逐年递增，2005年全年商品房共完成销售5.58亿平方米，比上年增长46.07%；2006年共完成商品房销售6.06亿平方米，比上年增长8.6%。2002年商品房竣工销售面积比为1.30，此后开始逐年回落，并于2005年下降至1以下，2007年该比例为0.76，显示出需求大于供给的市场形势，竣工销售面积比连续降低说明目前房地产市场的需求强劲。

2008年由于受到国内经济增速放缓的影响，国内商品房开工面积同比增长3.15%，结束了连续十年两位数的增长幅度；商品房竣工面积同比仅增长0.46%，销售面积相比上年同期也出现的较大幅度下滑，同比下降18.51%。

2009年1-7月份，在国家经济刺激计划及多项房地产利好政策的推动下，国内房地产市场相比2008年下半年出现形势反转，商品房竣工面积同比增长24.73%，商品房销售面积及销售金额同比分别增长37.1%和60.37%。这表明，在政策、资金以及通胀预期等多种因素的推动下，国内房地产市场在结束了一个短暂的调整期后，将有可能进入下一轮的复苏期。

在城市化进程加速、居民收入增长等有利因素的刺激下，未来几年我国房地产市场需求潜力增大。

第一，城市化进程加快，住房需求量大。十一五规划纲要指出：到2010年，我国人均GDP将达到19,270元，GDP年均增速达到7.5%，城市化水平由43%提高到47%。目前，我国的城市化水平只有40%。中国科学院可持续发展战略研究组发布报告

称中国的城市化率到 2020 年将提高到 55%以上，十一五期间城市化水平将提高 4 个百分点。到 2020 年，我国人口总数将达到 14 亿，城市化率达到 55%，则城市人口将达到 7.7 亿，城市人口净增加 2.6 亿。按人均 20 平方米的居住面积测算，共需为新增城市人口建设住房 52 亿平方米。这意味着每年的住房竣工面积将至少达到 2.6 亿平方米，旺盛的需求将直接推动房地产的发展。

第二，城乡居民收入持续快速增长，购房能力进一步上升。根据国家统计局统计资料，2009 年上半年城镇居民人均可支配收入 8856 元，同比增长 9.8%；扣除价格因素，实际增长 11.2%；上半年城镇居民人均消费性支出 5979 元，同比增长 8.9%；扣除价格因素，实际增长 10.3%。随着城市居民收入水平和消费能力的逐步提高，普通居民对改善居住环境的需要日益迫切。

第三，城市拆迁改造仍将保持相当规模，带来迫切的建造新房需求。未来较长的时间内，由于城市基础设施建设、旧城改造仍将保持较大规模，从而形成对房地产的巨大需求。

第四，“婴儿潮”带来的“人口红利”有利于维持房地产业的旺盛需求。由于土地供给弹性很小，房价的涨跌主要取决于房屋需求的变化。人口年龄结构是影响房屋需求的重要因素，根据 REICO 工作室和国家统计局的抽样调查数据，25-45 岁群体是购买商品房的主体。建国后，我国共出现了三次“婴儿潮”，与未来 15 年房地产市场发展相关的是 1963-1974 年第二次“婴儿潮”和 1980 年代后期出生的第三次“婴儿潮”。因此，未来 15 年仍是我国经济社会发展的“人口红利期”。2006-2010 年，受第二次“婴儿潮”的影响，35-45 岁的群体所占比重会有所上升，这部分群体的住房改善需求和投资需求将会刺激房地产市场的发展；2010-2020 年，婚龄人口对于住房的刚性需求将会再度增加。

(4) 行业整合加速房地产行业的优胜劣汰，最终实现产业升级

我国房地产企业数量多，规模小，市场集中度较低。香港前 10 大房地产上市公司占据的市场份额达到 80%，实现了帕雷托的 80/20 规律。根据产业经济理论，一个成熟的行业，20%的企业占有 80%的市场份额，才能形成有序的竞争，促进行业的良性发展。因此，房地产行业的整合之路势在必行。

从国家对房地产行业的宏观调控政策、行业竞争态势等角度分析，严格的信贷、土地、税收等政策势必使规模较小的公司以及一些靠不正当手段进行土地投机的公

司面临出局的危险；同时也为资金实力雄厚规模大的房地产企业进行资本扩张，实施收购兼并创造了良好的市场机遇。

中国房地产业正处于向规模化、品牌化、规范运作的转型时期，房地产业实现从数量型扩张为主的粗放型增长模式向数量质量并重的节约型模式转变，实现规模经济是我国房地产企业发展的必然之路。

2、2010 年房地产行业风险及房价后市走势预测分析

(1) 2010 年一季度中国房地产市场运行情况分析

1) 消费者观望情绪明显，部分城市出现房价小幅下挫

根据仕一邦房地产投资研究中心数据显示，自 2009 年 12 月到 2010 年 3 月底，从二手房营业税调整开始，一系列的房地产调控政策密集出台，同时两会所代表的政府对房价对民生问题影响的态度及出台的应对措施，都已经对当前市场产生影响，大部分城市已经开始出现成交量明显下滑及消费者观望态势，而各种金融、税收政策，显示高层抑制房地产风险传递到金融领域的决心。

特别是消费者观望情绪的蔓延，已经成为影响 2010 年一季度明显的市场因素，2009 年的房地产市场井喷已经将相当部分自住客及投资客的购买力消化完毕，改善型买家不愿意接受目前的高房价，他们要等待一个合理的价位再入市，而另外一部分比较谨慎的房地产刚性买家及投资型买家担心“高位入市”后被市场套牢，开始观望房地产市场的后期发展趋势。

2) 商品房供给不足导致房价下跌艰难

目前，自 2009 年底开始到 2010 年的 3 月中旬，政府出台了多种调控措施直指高房价，但从近期的效果看，已经证明有了一定的效果。

房地产投资和开发都有一定的周期，在短期内市场还未完全走出悲观预期的情况下，供给不可能有明显改善。从 2009 年 12 月份的数据看，当月房屋竣工面积同比增速为 10.9%，新开工面积为 34.19%，分别比 11 月下滑了 38.84%和 159.42%。这有可能是地产商预期到未来不确定性的调整，提前降低新开工面积或有意推后竣工面积，这种悲观心理的体现将直接导致 2010 年上半年可供面积的缩小，供需缺口的扩大将使房价继续维持高位。从购置土地面积看，2009 年 12 月累计为 3.19 亿平米，同比下滑 18.9%，比 11 月扩大 3.5%，从绝对量看，2009 年的购置面积低于以往 6 年任何一年的面积，这说明在地价飞速上涨的情况下，开发商整体的拿地意愿并没

有充分释放，土地购置面积的缩减也影响了未来住房面积的供给。

2009年房地产市场的销售火爆更多的是得益于去库存化的加速，2007年—2008年积累的库存迅速释放，而2009年当年形成的直接供给非常有限。2010年1月到目前为止以来，一些全国一线城市平均去库存化速度都处于近3年来的历史低位，经过2009年三季度以来的充分释放，目前上述城市正步入库存化的真空期，一些房价较为合理的城市可能会加大开发投资，从而步入补库存的阶段，而前期房价涨幅较高的城市可能暂停再库存化的过程，这些城市价升量缩的态势可能进一步持续。

3) 2010年一季度投资同比增幅较大

回顾2009年上半年“小阳春”以来，地产开发刚刚走出阴霾，而2010年一季度投资增速平均为3.3%，处于历史低谷，虽然今年出台了很多调控地产投资的措施，但在利率政策还未启动的情况下，开发商投资的行为并不会立马变化，目前出台的措施不会对地产商的资金链形成最严重的削弱，即使在未来市场不可测的情况下，开发商也可能会进行一些必要的开发，为以后的库存做准备。毕竟一些城市的可售面积在不断下降，如果保障房不能有效跟进，自住的需求有所抬头，房价飞速上涨的局面又会重启，而这也将刺激开发商积极开发投资。

不过，由于政府的调控基调，地产投资大幅增长的可能性有限。2010年一季度中地产投资的增长不是开发商的主动所为，而是得益于去年的基数原因和部分城市的补库存行为，开发投资的增速更多的来源于市场空间较大的二三线城市。

4) 销售将逐渐回归常态

2010年1月以来，新房和二手房的成交面积持续萎缩，交易量下降比较明显。截至3月底，根据统计的13个重点城市周成交面积为206万平方米，虽然大大低于2009年四季度的平均水平，但也恢复到2009年二季度的整体水平。一季度销售与2009年四季度比，总量上将保持低位，由于基数原因，增速仍然保持强劲态势。总之，2010年三季度以前，房地产业将更多的去除非理性因素走向常态的发展，市场小幅下挫的会成为事实，但大幅波动的可能性不大。

(2) 房地产行业风险

1) 2010年一季度，二、三线城市房价受2009年一线城市火爆房价的波及，房价也有较大幅度的增长，房价收入比、月供/收入开始恶化并直逼一线城市，这势必引发政策的超预期调控。

2) 2010 年以来, 房价大幅上扬抑制市场需求, 市场重回 2008 年的有价无市状态预期的可能更加明显。

3) 2010 年加息预期强烈。2009 年 11 月份以来, 澳大利亚、以色列、挪威、印度等外围国家改变 2008 年以来所实行的低利率货币政策, 开始相继收紧货币宽松政策先后加息, 这无疑会给中国调整货币政策的理由和压力。美国多位经济学家表示, 2010 年美国加息周期预计发生在第三季度, 由于人民币实行与美元挂钩的联系汇率制, 所以中国央行加息发生在明年三季度是个大概率事件。加息的一个目的是抑制通胀。2009 年以来, 中国经济增速逐步加快, 经济社会加息的另一个意图, 便是抑制资产价格的过度膨胀, 而平抑房价正是其中的重要部分。从楼市供给来看, 银行收紧银根将给房地产企业带来资金压力和融资成本上升, 这对房地产此类资金依赖度高的行业冲击无疑比较大。

(3) 房价走势后市预测

中国社会科学院和社会科学文献出版社 5 月 5 日在京联合发布了《中国房地产蓝皮书 (2010)》认为, 2010 年全国商品房价格大幅下调的可能性不大, 主要原因就是今年的房地产市场供需关系依然是偏紧的, 这个因素将推行价格的上行, 在经济形势和政策预期下, 与 2009 年的 23.6% 的快速增长相比, 今年的房价将在盘整当中增速趋缓, 各个月的房价同比增幅呈现一个由高到低的趋势。

蓝皮书主编、社科院城市发展与环境研究所土地与房地产研究室主任李景国认为, 随着政府强有力政策的出台, 宽松的信贷环境将适度收紧, 投资投机的需求将被遏制, 所以 2010 年房价上涨的空间也将受到限制。但是 2010 年经济环境复杂, 通胀发生程度仍有决定性, 通过调控的广度和深度也将随之变化。

如果 2010 年宏观经济政策发生变化, 及收紧财政和货币政策, 特别是收紧货币, 紧缩信贷, 热点城市的房价下半年将会出现下调的可能性, 二三类城市房价上涨的速度减慢。

国土资源部中国土地勘测规划院地价所所长赵松表示, 2008 年房地产市场的调整是由于经济环境的变化, 但是调整还没有到位, 或者说实质性调整并未开始, 政府就积极救市, 引发了部分地区房价的迅速攀升。他认为: 今年不一样了, 今年国务院发了多个文件, 口径也非常强烈, 提出要遏制部分地区房价的快速上涨。在这种背景下, 地方政府下一步的措施也会积极跟进。在这种情况下, 后期在部分地区

会有房地产市场的调整，在一些价格过高的地区，甚至价格可能会有一个幅度大一些的回调，但是这并不意味着房地产市场会暴跌下去。由于房地产在目前阶段的地位和作用，在一定回调基础上，长期看还会是一个持续稳定的发展。

3、长兴县房地产市场分析

(1) 区域及宏观经济分析

长兴地处浙江北部、长三角洲杭嘉湖平原，位于太湖西南岸，与苏州、无锡隔湖相望、扼苏浙皖门户，区位优势明显长兴县交通发展迅速，是长三角地区的交通要塞。此外，长兴交通十分便利共有两条国道，三条高速，三条铁路，以及年运量超过 2000 万吨“黄金水道”过境而过。

近些年来，长兴县的经济的发展势头良好，国民生产总值的快速增长反映了长兴县的经济活力。长兴县的第二产业发展十分迅速，工业产业势头强劲，长兴的支柱产业主要为机械制造、电子电源、特色化工、食品医药、家居服饰等六大主导产业。

(2) 近期长兴县房地产市场分析

2008 年，长兴县完成房地产开发投资 21.51 亿元，同比上涨 48.30%。2002 年以来，除了 2006、2007 两年受国家政策等的影响呈现出一定的波动以外，始终保持了一个整体向上的趋势，发展势头良好。进入 2009 年，长兴县的销售面积逐渐上升，销售面积突破 10 万平方米。

(3) 2010 年长兴县房地产市场形势展望

2010 年 4 月，国务院出台了新“国十条”，此次调控被认为是史上最严的一系列楼市调控措施，随着该政策的出台，全国房地产市场交易有所下滑，房价甚至出现了部分松动。

但长兴县的房地产市场一直以来以内需为主，楼市的成长速度比较平稳，地方政府一直通过对外来购房投资人群采取的政策手段、对房价的理性控制的途径，对房地产市场进行宏观调控，此外，人民币汇率的调整和通膨预期，人们迫切需要一条能让资产保值增值的投资渠道，相对而言，房子已经被证实具有较强保值增值的能力，结合诸多因素考虑，2010 年长兴县楼市预计将呈稳定发展态势，不会出现大起大落的情况。

四) 评估计算及分析过程

1、收益模型的选取

结合本次评估目的和评估对象，采用折现现金流法确定股权现金流评估值，并分析公司非经营性资产、溢余资产的价值，对股权现金流评估值进行修正确定公司的股东全部权益价值。具体公式为：

股权价值 = 股权现金流评估值 + 非经营性资产评估价值 + 溢余资产评估价值

$$\text{股权现金流评估值} = \sum_{t=1}^n \frac{CFE_t}{(1+r_t)^t}$$

式中：n——明确的预测年限

CFE_t——第 t 年的股权现金流

r——权益资本成本

t——未来的第 t 年

股权现金流 = 经营活动现金净流量 + 投资活动现金净流量 + 筹资活动现金净流量

2、收益年限的确定

因长兴萧然公司未来拿地的成本及开发计划均难以预测，故仅对长兴萧然公司目前已取得土地上拟开发的项目进行测算，即假设长兴萧然公司收益年限为项目开发完毕为止。根据评估假设及长兴萧然公司目前项目的开发、销售进度预测，本次评估的收益年限采用有限年限，预计长兴萧然公司开发的皇家湾三期至 2011 年 12 月底全部完工交付并销售完毕，故本次评估在考虑长兴萧然公司销售进度及期后的清算事项后确定。故收益期到 2011 年 12 月底。

3、未来收益的确定

(1) 经营活动现金流入预测

1) 销售商品、提供劳务收到的现金(房地产销售现金流入)

A. 项目销售计划及销售价格

皇家湾项目一期、二期余房预计于 2010 年 12 月底实现销售，三期预计于 2011 年 12 月底完工，2010 年 12 月底开始销售，2011 年 12 月底销售完毕。评估人员对皇家湾项目所在地区各类物业的基准日销售价格进行了调查，通过与已取得基准日销售价格的周边楼盘的地理位置、项目规模、交通状况、周边配套、建筑风格及用

材、园区绿化及配套及物业管理等因素的综合分析比较，并结合本项目预计销售情况，综合确定销售价格。销售收入及销售价格预测表如下：

序号	项目	销售面积(m ²)		销售价格(元/m ²)	销售总价(元)	
一期	车位		88 个		5,400,000.00	
二期	27-1-103		68.64		365,302.00	
二期	27-1-502		58.92		330,423.00	
二期	27-2-203		106.16		530,800.00	
二期	27-2-301		113.80		589,256.00	
二期	27-2-401		113.80		589,256.00	
二期	拆迁安置房		1,969.51		529,900.00	
皇家湾三期	住宅	高层	10,305.25	7,300.00	75,228,325	
		多层	8,879.06	7,400.00	65,705,044	
	商业(1层)		3,006.09	32,000.00	96,194,880	
	商业(2层)		3,341.65	15,000.00	50,124,750	
	商业(3层)		1,788.74	7,300.00	13,057,802	
	地下车位	单层		32 个	70,000.00	2,240,000
		双层		184 个	30,000.00	5,520,000
	储藏室		150 个	30,000.00	4,500,000	
	合计				320,905,738.00	

B. 销售商品、提供劳务收到的现金(房地产销售现金流入)

根据皇家湾项目销售计划，在综合分析市场价格及公司销售定价的基础上，测算长兴萧然公司各年的销售收入。

根据项目销售计划，预测各年的销售情况如下

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月	合计
皇家湾项目	8,334,937	185,364,017	127,206,784	320,905,738

根据实际收款情况，假设皇家湾一期、二期余房的销售收入于下半年度收到，皇家湾三期每半年销售合同金额的 10%于下个半年度收到，销售半年度收到总销售合同金额的 90%，最后一期收到当期和上期递延的房款。

通过上述方法测算出长兴萧然公司各年销售商品、提供劳务收到的现金(房地产销售现金流入)。

具体各年度现金流入见下表：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月	合计
皇家湾项目	8,334,937	166,827,615	145,743,186	320,905,738

2) 收到的其他与经营活动有关的现金

对于期中及期末营运资金的回收，主要考虑 2011 年 12 月底长兴萧然公司不再

持续经营，因此全部占用的营运资金(为货币资金)和借款等的其他应收款需回收，计入 2011 年 12 月底收到的其他与经营活动有关的现金。

3) 经营活动现金流入小计

即为销售商品、提供劳务收到的现金与收到的其他与经营活动有关的现金合计。

具体见下表：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月	2011年12月底
销售商品、提供劳务收到的现金	8,334,937	166,827,615	145,743,186	
收到的其他与经营活动有关的现金				2,104,698
现金流入小计	8,334,937	166,827,615	145,743,186	2,104,698

(2) 经营活动现金流出预测

1) 购买商品、接受劳务支付的现金(房地产开发现金流出)

建造开发一个楼盘，需土地取得、前期工程、建安工程和配套建设四个阶段。期间发生的成本费用概括有前期费用(勘察设计费、规费及其他前期费用)、基础设施配套费、建安费用(建筑、安装及不可预见费)及开发间接费四项内容。具体如下：

A. 土地成本

根据土地出让合同、预计补缴出让金情况，计算确定公司的土地成本及契税。

B. 前期费用

前期费用主要由规费、监理费、咨询费、勘察检测设计费等组成，根据长兴县有关规定并结合皇家湾项目的前期费用实际发生的费用情况，综合确定前期费用。

C. 建安成本

建安成本包括土建成本、安装工程费用、景观绿化费、装修成本、小区智能化费用及不可预见费，根据相关资料及类似项目成本，综合确定建安成本。

D. 基础设施及配套：根据长兴县现行的收费标准综合确定基础设施及配套费用。

E. 开发间接成本：主要包括资本化利息，根据皇家湾项目的情况，综合确定开发间接成本总价。

F. 建筑成本

建筑成本=土地成本+前期费用+建安成本+基础设施+开发间接成本

G. 购买商品、接受劳务支付的现金预测

在核实长兴萧然公司账面已发生情况的基础上，根据开发建造计划，预计以后

年度的付款进度。

经核实，长兴萧然公司基准日已发生土地费用、前期配套、开发间接费用等合计 86,692,089.42 元。根据项目的规划设计资料，对评估基准日后皇家湾项目尚需支付各项费用进行了测算，预计尚需发生的成本合计为 83,750,100.00 元。

对于资本化利息，根据长兴萧然公司基准日借款并结合融资及还款计划（详见筹资活动产生的现金流量）确定，本次评估将资本化利息在筹资活动产生的现金流量的“支付利息所支付的现金”中测算，故不列入购买商品、接受劳务支付的现金预测中。

具体各年度现金流出见下表：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月
购买商品、接受劳务支付的现金	26,843,225	26,911,535	29,995,340

2) 支付的各项税费

A. 营业税金及附加

营业税金及附加主要为营业税、城建税、教育费附加、地方教育费附加、水利建设专项资金等，根据当地房地产公司税收政策，同时结合类似房地产公司税费征收情况，长兴萧然公司项目预售现金流入需缴纳营业税（收入的 5%）、城建税（营业税的 5%）、教育费附加（营业税的 3%）、地方教育费附加（营业税的 2%）、综合规费（收入的 0.05%），水利建设基金（收入的 0.1%），印花税（收入的 0.05%），综合取为销售收入的 5.70%。

根据长兴萧然公司各年的收入测算及税金比例计算各年的营业税金及附加。

具体见下表：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月
营业税金及附加	1,183,202	9,271,445	8,099,678

B. 土地增值税

根据当地房地产公司税收政策，同时结合类似房地产企业税费征收情况，长兴萧然公司按项目预售现金流入的 2%预缴比例计算各年预缴的土地增值税。

土地增值税按照纳税人转让房地产所取得的增值额和规定的税率计算征收。评估中假设各项目直至销售完毕后进行土地增税清算，对于各年土地增值税预缴数额

与测算的总额差异在项目完成后一次补交。

通过综合分析测算，各年土地增值税支付见下表：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月	2011年12月底
预交土地增值税	166,699	3,336,552	2,914,864	
补交土地增值税				10,594,054
土地增值税现金流出	166,699	3,336,552	2,914,864	10,594,054

C. 所得税

税前利润=销售收入-销售成本-销售税金及附加-销售费用-管理费用+其他业务利润

所得税清算值=税前利润×所得税率

所得税率为25%。

通过综合分析测算，各年所得税支付见下表：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月	2011年12月底
所得税现金流出	208,373	4,170,690	3,643,580	28,146,772

D. 支付的各项税费

支付的各项税费为销售税金及附加、土地增值税及所得税等税费各年现金流出的合计数。具体如下：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月	2011年12月底
支付的各项税费现金流出	1,558,274	16,778,687	14,658,122	38,740,826

3) 支付给职工的现金及支付的其他与经营活动有关的现金

A. 销售费用现金流出预测

房地产销售费用主要由两部分组成，即广告宣传费及其他费用。广告宣传费是公司为了促销而进行的广告、展会等方面的费用，其他费用主要指办公费用、销售人员工资等。

各年销售费用根据公司销售计划及实际经营情况并结合房地产行业情况进行预测。预测表具体如下：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月
销售费用现金流出	166,699	3,336,552	2,914,864

B. 管理费用现金流出预测

管理费用主要包括工资福利费及其他管理费(房租水电费、业务招待费、办公费、通讯费用、折旧摊销等)。

各年管理费用根据公司销售计划及实际经营情况并结合房地产行业情况进行预测。预测表具体如下：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月
管理费用现金流出	536,865.0	538,231.0	599,907.0

C. 往来款项等现金净流量预测

主要考虑公司的各项往来款的支付流出，根据长兴萧然公司及其他单位的往来清算进行预测，本次评估预测各年度流出为零。

D. 支付给职工的现金及支付的其他与经营活动有关的现金预测

综合各年的销售费用、管理费用及往来款项等现金净流量的预测，得出各年支付给职工的现金及支付的其他与经营活动有关的现金流量。具体如下：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月
支付给职工的现金及支付的其他与经营活动有关的现金流出	703,564	3,874,783	3,514,771

4) 经营活动现金流出小计

即为购买商品、接受劳务支付的现金、支付的各项税费、支付给职工的现金及支付的其他与经营活动有关的现金的各年合计数。具体见下表：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月	2011年12月底
购买商品、接受劳务支付的现金	26,843,225	26,911,535	29,995,340	
支付的各项税费	1,558,274	16,778,687	14,658,122	38,740,826
支付给职工的现金及支付的其他与经营活动有关的现金	703,564	3,874,783	3,514,771	
经营活动现金流出小计	29,105,063	47,565,005	48,168,233	38,740,826

(3) 经营活动产生的现金流量净额预测

未来各期经营活动产生的现金流量净额为各年经营活动现金流入与各年经营活动现金流出的差额。

未来各期经营活动产生的现金流量净额如下：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月	2011年12月底
经营活动现金流入小计	8,334,937	166,827,615	145,743,186	2,104,698
经营活动现金流出小计	29,105,063	47,565,005	48,168,233	38,740,826
经营活动产生的现金流量净额	-20,770,126	119,262,610	97,574,953	-36,636,128

(4) 投资活动产生的现金流量预测

1) 现金流入预测

投资活动现金流入主要为处置固定资产所收到的现金。评估中主要考虑 2011 年末办公、运输设备使用时间久，处置现金为零。

2) 现金流出预测

投资活动现金流出主要为购建固定资产所支付的现金。评估中根据未来房地产开发管理过程中的实际需要，分析认为办公、运输设备基本满足公司的日常生活，不需要购置更新。

3) 投资活动产生的现金流量净额预测

未来各期投资活动产生的现金流量净额为各年投资活动现金流入与各年投资活动现金流出的差额。

(5) 筹资活动产生的现金流量

1) 借款所收到的现金预测

根据长兴萧然公司的筹资计划测算其需借入的款项。具体如下表：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月
借款所收到的现金流入	20,000,000		

2) 偿还债务所支付的现金

根据长兴萧然公司各年的资金需求及现金流测算各年可以偿还的金额。具体如下表：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月
偿还债务所支付的现金流出		20,000,000	10,000,000

3) 偿付利息所支付的现金

评估人员按照各年相应的借款利率、借款占用期限及当年占用的借款数量计算了资本化利息，并相应计入各项目的开发成本中。具体如下表：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月

偿付利息所支付的现金流出	341,750	908,750	283,500
--------------	---------	---------	---------

4) 筹资活动产生的现金流量净额预测

未来各期筹资活动产生的现金流量净额为各年筹资活动现金流入与各年筹资活动现金流出的差额。具体如下表：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月
现金流入小计（借款所收到的现金）	20,000,000		
偿还债务所支付的现金		20,000,000	10,000,000
偿付利息所支付的现金	341,750	908,750	283,500
现金流出小计	341,750	20,908,750	10,283,500
筹资活动产生的现金流量净额	19,658,250	-20,908,750	-10,283,500

(6) 股权现金流预测

各年股权现金流量 = 经营活动现金净流量 + 投资活动现金净流量 + 筹资活动现金净流量

具体计算过程见下表：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月	2011年12月底
经营活动现金净流量	-20,770,126	119,262,610	97,574,953	-36,636,128
投资活动现金净流量	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金净流量	19,658,250	-20,908,750	-10,283,500	0.00
股权现金流量	-1,111,876	98,353,860	87,291,453	-36,636,128

4、折现率的确定

(1) 折现率计算方法及公式

$$K_e = R_{f1} + \text{Beta} \times \text{MRP} + R_c = R_{f1} + \text{Beta} \times (R_m - R_{f1}) + R_c$$

其中：K_e—权益资本成本

R_{f1}—目前的无风险利率

R_m—市场回报率

Beta—权益的系统风险系数

MRP—市场的风险溢价

R_c—公司特定风险调整系数

(2) 折现率的确定

1) 无风险报酬率的确定。

国债收益率通常被认为是无风险的，本次评估用评估基准日中长期国债的到期收益率 3.37% 作为无风险利率 (R_f)。

2) 企业风险系数 Beta:

根据“万得资讯情报终端”查询，沪、深两地房地产行业企业上市公司近期的 Beta 值为 1.283。

3) 计算市场的风险溢价

证券交易指数是用来反映股市股票交易的综合指标，我们分别选用上证综指和深证成指为上交所和深交所的股票投资收益的指标，为了计算股市投资回报率，我们收集了 1996 年到 2009 年上述两证交所的年度指数，分别计算上证综指和深证成指的年收益率。

由于几何平均值更能恰当地反映年度平均收益率指标，我们选用几何平均值，根据基准日两证券市场市值比例加权平均，确定市场回报率 R_m 为 12.34%。

4) R_c —企业特定风险调整系数的确定

特定企业风险溢价表示非系统性风险，是由于被评估单位特定的因素而要求的风险回报。它反映了被评估单位所处的竞争环境分析，包括外部行业因素和内部企业因素，以揭示被评估单位所在的行业地位，以及具有的优势和劣势。影响特定企业风险溢价的因素主要有：

A. 政策风险

房地产行业是关系到国计民生的行业，近几年房地产行业发展速度较快，部分地区出现房价快速上涨的情况，为引导和规范行业的健康发展，政府相继出台了一系列产业政策和信贷政策对房地产行业进行宏观调控，特别是近期房产增速过大过快，调控政策已陆续出台，部分地区房产价格已开始下降。特别是随着土地增值税政策的明确，房产开发公司利润将不可避免受到较大的影响。

此外，长兴县政府相关调控政策对房地产行业的发展有重要的影响，如长兴萧然公司的销售定价需要长兴县有关部门核准备案，不能根据国家的调控政策及时地作出调整，其盈利水平有较大下降的风险。

B. 项目开发风险

房地产项目开发具有投资大、开发期长、涉及合作方多的行业特征。一个项目的开发要经过前期论证、收购土地、规划设计、施工管理、销售等多个环节，其中

规划设计、建筑施工等环节主要由项目公司聘请相关的专业公司进行，在整个过程中，还涉及到多个政府部门的审批和监管。以上各环节的变化都可能对项目周期、项目成本和销售构成影响。

C. 销售风险

购房支出通常占普通消费者一生支出的较大比重，普通消费者购房通常采用银行按揭的方式进行，如果中国人民银行进一步提高个人住房商业按揭基准利率和公积金按揭贷款利率，会提高购房的按揭融资成本，降低潜在客户的收购力。而随着近期政府对房地产行业一系列调控政策的出台，商品房交易成本增加，从而加大长兴萧然公司的销售风险。

D. 筹资风险

房地产开发属资金密集型行业，对项目资金的筹集是房地产项目顺利实施的重要保障，目前长兴萧然公司主要的资金来源为长期借款、股东借款。

长兴萧然公司目前资金压力相对较大，如在建设过程中遭遇意外的困难而使项目建设延期，或遇市场发生重大变化，投入资金不能如期回笼，则会影响公司的内部资金筹措。而产业政策、信贷政策和资本融资市场的政策调整，和资本市场的重大波动，也会对长兴萧然公司的外部资金筹措产生影响，从而存在对长兴萧然公司正常经营及发展产生较大影响的风险。

经综合分析，取企业特定风险调整系数 R_c 为 2%。

5) K_e 的确定

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times MRP + R_c \\ &= R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_c \\ &= 3.37\% + 1.283 \times (12.34\% - 3.37\%) + 2\% \\ &= 16.88\% \end{aligned}$$

五) 评估值测算过程与结果

1、股权现金流的计算

股权现金流 = 经营活动现金净流量 + 投资活动现金净流量 + 筹资活动现金净流量

2、根据预测情况，本次评估采用逐年折现加和对长兴萧然公司的股权现金流价值进行预测，计算公式为：

$$\text{股权现金流评估值} = \sum_{t=1}^n \frac{CFE_t}{(1+r_t)^t}$$

式中：n——明确的预测年限

CFE_t ——第 t 年的股权现金流

r——权益资本成本

t——未来的第 t 年

具体计算过程为：

单位：人民币元

时间/项目	2010年7月-12月	2011年1月-6月	2011年7月-12月	2011年12月底
股权现金流量	-1,111,876	98,353,860	87,291,453	-36,636,128
折现率	16.88%	16.88%	16.88%	16.88%
折现期	0.50	1.00	1.50	1.50
折现系数	0.9250	0.8556	0.7914	0.7914
折现后净现金流量	-1,030,000	84,150,000	69,080,000	-28,990,000
股权现金流评估值				123,210,000

六) 非经营性资产

非经营性资产是指对主营业务没有直接“贡献”或暂时不能为主营业务“贡献”的资产。经分析：

长兴萧然公司拥有的周转房，账面价值 869,165.00 元，因公司拆迁安置工作已基本结束，本次评估认为该项资产与公司的经营活动没有直接关系，将该项房产界定为非经营性资产，以资产基础法评估结果 1,818,036.00 元作为该项非经营性资产价值。

评估人员认为长兴萧然公司基准日其他应收款中应收浙江萧然工贸集团有限公司 5,428,654.41 元，与公司的经营活动没有直接关系，将该项应收款界定为非经营性资产，以资产基础法评估结果 5,428,654.41 作为该项非经营性资产价值。

七) 收益法的评估结果

$$\begin{aligned} \text{公司股东全部权益价值} &= \text{股权现金流评估值} + \text{非经营性资产评估值} \\ &= 123,210,000 + 5,428,654.41 + 1,818,036.00 \\ &= 130,456,690 \text{ 元} \end{aligned}$$

十、评估结论

1、资产基础法评估结果

在本报告所揭示的假设前提条件基础上，长兴萧然公司的资产、负债及股东全部权益的评估结果为：

资产账面价值 116,845,872.87 元，评估价值 156,335,522.81 元，评估增值 39,489,649.94 元，增值率为 33.80%；

负债账面价值 29,685,120.78 元，评估价值 29,219,720.78 元，评估减值 465,400.00 元，减值率为 1.57%；

股东全部权益账面价值 87,160,752.09 元，评估价值 127,115,802.03 元，评估增值 39,955,049.94 元，增值率为 45.84%。

资产评估结果汇总如下表：

金额单位：人民币元

项 目	账面价值	评估价值	增减值	增值率%
	A	B	C=B-A	D=C/A*100
一、流动资产	116,435,933.53	156,040,488.15	39,604,554.62	34.01
二、非流动资产	409,939.34	295,034.66	(114,904.68)	(28.03)
其中：长期股权投资				
投资性房地产				
建筑物类固定资产				
设备类固定资产	245,747.04	291,348.00	45,600.96	18.56
在建工程				
无形资产—其他无形资产	3,686.66	3,686.66		
商誉				
长期待摊费用				
递延所得税资产	160,505.64	0.00	(160,505.64)	(100.00)
资产总计	116,845,872.87	156,335,522.81	39,489,649.94	33.80
三、流动负债	24,685,120.78	24,219,720.78	(465,400.00)	(1.89)
四、非流动负债	5,000,000.00	5,000,000.00		
其中：递延所得税负债				
负债合计	29,685,120.78	29,219,720.78	(465,400.00)	(1.57)
股东权益合计	87,160,752.09	127,115,802.03	39,955,049.94	45.84

评估结论根据以上评估工作得出，详细情况见评估明细表。

2、收益法评估结果

在本报告所揭示的假设前提条件基础上，采用收益法对长兴萧然公司股东全部权益价值的评估结果为 130,456,690.00 元。

3、两种方法评估结果的比较分析和评估价值的确定

长兴萧然公司股东全部权益价值采用资产基础法的评估结果 127,115,802.03 元，收益法的评估结果为 130,456,690.00 元，两者相差 3,340,887.97 元，差异率为 2.63%。

经分析，我们认为上述两种评估方法的实施情况正常，参数选取基本合理。差异产生原因主要是两种评估方法考虑的角度不同，收益法是从企业的未来获利能力角度考虑的，资产基础法是从资产的再取得途径考虑的。本次评估中主要资产为存货，资产基础法对其主要采用的是静态假设开发法，是站在评估时点，假设开发完成后按现时点的市场价格和后续开发成本，扣减税费、利息、利润而得到的值，较好地反映了目前企业的资产价值。而收益法是对企业未来的项目开发、销售进行合理预测，通过未来净现金流入折现加总得出评估结论，由于目前国家对房地产市场正在进行一系列的宏观调控，未来房地产政策具有一定的不可预计性，由此也会导致房地产企业未来项目开发进度、物业销售进度具有一定的不确定性。结合长兴萧然公司的实际情况及本次评估目的，我们认为资产基础法评估结果更能客观地反映本次评估目的下股东全部权益价值。故最终选取资产基础法的评估结果 127,115,802.03 元为长兴萧然公司股东全部权益的评估值。

十一、特别事项说明

1、在对长兴萧然公司股东全部权益价值评估中，本公司对长兴萧然公司提供的评估对象和相关资产的法律权属资料及其来源进行了必要的查验，核实中发现“铁路生活区7-306、雒城金三发公司厂区内2-301、雒城北门小区银鹰楼2-506”等3项房产已取得房屋所有权证，但尚未取得国有土地使用证，除此以外，未发现其他评估对象和相关资产的权属资料存在瑕疵情况。提供有关资产真实、合法、完整的法律权属资料是长兴萧然公司的责任，我们的责任是对长兴萧然公司提供的资料作必要的查验，评估报告不能作为对评估对象和相关资产的法律权属的确认和保证。若被评估单位不拥有前述资产的所有权，或对前述资产的所有权存在部分限制，则前述资产的评估结果和长兴萧然公司股东全部权益价值评估结果会受到影响。

2、本次对皇家湾三期项目评估时：

(1) 预测的可销售面积系根据企业提供的房屋预测绘报告确定，未考虑与项目建成后实测面积可能存在差异而对评估结果的影响。

(2) 对房产预测的销售单价系依据现行房地产市场的相似房产售价并结合项目开发状况进行估算，未考虑今后房地产市场价格异常变动情况及非正常目的下的销售情况。

(3) 预测评估基准日后项目尚需支付的建安成本等后续支出，系根据当地相关定额标准、企业提供的相关工程合同、拟实施的工程施工估算资料等为依据进行分析确定，未考虑与最终实施的工程内容及审价结算资料可能存在差异而对评估结果的影响。

(4) 项目开发建设与销售计划主要依据企业预计的项目开发情况以及项目的销售安排，若建设与销售方案发生变化，对评估结果可能存在一定影响。

(5) 项目相关税费根据目前相关税收法律法规的规定进行测算，未考虑企业实际缴纳金额与税法要求存在差异而对评估结果的影响。

3、截至评估基准日，长兴萧然公司存在以下资产抵押事项，可能对相关资产产生影响，但评估时无法予以考虑：长兴萧然公司以拥有的国有土地使用证号为长土国用（2009）第 00107949 号的土地使用权（面积 14219.51 平方米）为抵押物，为长兴萧然公司向工行长兴支行借款提供担保，担保期限为 2010 年 5 月 13 日至 2011 年 12 月 31 日，截至评估基准日，该项抵押借款余额为 5,000,000.00 元。

长兴萧然公司承诺，截至评估基准日，除上述事项外，不存在其他资产抵押、质押、对外担保、未决诉讼、重大财务承诺等或有事项。

4、在资产基础法评估时，除存货类资产外，未对其他资产评估增值额作可能涉及的纳税准备。

5、本评估结果是依据本次评估目的、以报告中揭示的假设前提而确定的股东全部权益的现时市场价值，没有考虑特殊的交易方式可能追加或减少付出的价格等对评估价值的影响，也未考虑宏观经济环境发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响；本次评估对象为企业股东全部权益价值，部分股东权益价值并不必然等于股东全部权益价值和股权比例的乘积，可能存在控股权溢价或少数股权折价。

6、本次股东全部权益价值评估时，我们依据现时的实际情况作了我们认为必要、

合理的假设，在资产评估报告中列示。这些假设是我们进行资产评估的前提条件。当未来经济环境和以上假设发生较大变化时，评估人员将不承担由于前提条件的改变而推导出不同资产评估结果的责任。

7、本次评估对被评估单位可能存在的其他影响评估结果的瑕疵事项，在进行资产评估时被评估单位未作特别说明而评估师根据其执业经验一般不能获悉的情况下，评估机构和评估人员不承担相关责任。

评估报告使用者应注意上述特别事项对评估结论的影响。

十二、评估报告使用限制说明

- 1、本评估报告只能用于评估报告载明的评估目的和用途。
- 2、本评估报告只能由评估报告载明的评估报告使用者使用。
- 3、未征得本评估公司同意，本评估报告的内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，但法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。
- 4、本评估报告的使用有效期为一年，即自评估基准日 2010 年 6 月 30 日起至 2011 年 6 月 29 日止。

坤元资产评估有限公司

法定代表人：

注册资产评估师：

报告日期：二〇一〇年十月十九日

