

## 湖北众联资产评估有限公司

# 关于湖北国创高新材料股份有限公司发行股份及支付现金 购买资产并募集配套资金一次反馈意见中涉及需要评估师 发表意见的问题的回复

中国证券监督管理委员会：

湖北众联资产评估有限公司（以下简称“本所”）受湖北国创高新材料股份有限公司（以下简称“国创高新”或“公司”）委托，担任公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的评估师。

根据贵委员会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》第170266号（以下简称“《反馈意见通知书》”）的内容要求，本所对贵委员会提出的《反馈意见通知书》进行了认真核查，已逐条落实。现将《反馈意见通知书》的落实情况报告如下：

1.问题 3：申请材料显示，本次募集配套资金不超过 209,744 万元，其中 28,030 万元用于深圳云房营销网络建设项目、17,014 万元用于深圳云房云房源大数据运营平台建设项目。上市公司目前资产负债率水平适中，流动性指标良好，具备债务融资的基础和能力。截至 2016 年 8 月 31 日，标的公司净资产为 11,827.34 万元。请你公司：1) 补充披露募投项目投资规模与标的公司生产经营规模的匹配性。2) 结合上市用于支付本次交易现金对价、3,960 万元支付中介机构服务费公司现有货币资金用途、未来支出安排、前次募集资金使用情况、可利用的融资渠道、授信额度，进一步补充披露募集配套资金的必要性。3) 补充披露募集配套资金投入是否影响拟购买资产业绩承诺期间财务费用及业绩承诺金额。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、募投项目投资规模与标的公司生产经营规模的匹配性分析

（一）募投项目投资规模与标的公司生产经营规模具备匹配性

1、募投项目投资规模与标的公司资产规模情况

根据中审众环出具的众环审字（2016）012455号《审计报告》，截至2016年8月31日，标的公司合并口径的总资产为104,199.22万元。本次交易拟募集配套资金不超过209,744万元，其中，45,044万用于标的公司的在建项目。用于标的公司的募投项目的投资规模占标的公司总资产的比例为43.23%。与募投项目投资规模相比，标的公司资产规模较大。

#### （1）深圳云房营销网络建设项目投资规模状况分析

深圳云房营销网络建设项目投资总额为29,431万元，全部用于建设投资。其中，项目转让费用、租金费用、装修费用共计28,030万元拟通过发行股票融资取得，基本预备费1,401万元拟通过自有资金投入。本项目拟在上海的浦东区、静安区、闵行区，以及广州的天河区、海珠区、番禺区建设445个线下门店。

单店投入的具体情况如下：

城市	门店转让	租金	装修成本（含办公设备）	合计
广州	17万	4万/月（押2付1），共计12万元	2500元/平米*100平米，共计25万元	54万元
上海	17万	4万/月（押1付6），共计28万元	2500元/平米*100平米，共计25万元	70万元

本次募投项目的线下门店均为一线城市的核心区域，通过与标的公司过往在上海和广州门店投入以及市场环境比较，本次募投的单店的投入具有一定合理性，并符合标的公司在重点城市深耕的战略布局，可以进一步提高在核心城市的市场占有率，不断扩大标的公司的品牌知名度，有利于深圳云房长远的发展。

#### （2）深圳云房云房源大数据运营平台建设项目规模状况分析

云房源大数据运营平台建设项目预计投资总额为17,865万元，全部用于云平台建设的数据采集、数据存储、系统升级。其中硬件费用1,994万元，升级费用15,020万元，拟通过发行股票再融资取得；项目预备费用851万元以自有资金投入。

目前，深圳云房的系统平台已形成了以楼盘字典为主的数据存储及处理的基础框架，以新盘通、新房案场和盘客通为衔接的业务应用框架，以Q房网平台为全面对外服务桥梁的对外应用平台，以及以ERP为运营支持核心的内部运营系统，旨在为一线业务提供精准的数据服务、营销支持，但仅能实现针对业主、购房者、经纪人等不同流量的单体导入，尚未形成整套平台体系的集成，未能最大化实现线上线下业务协同、流量互通、资源共享。2015年和2016年，深圳云房线上的投入分别约为5,755万元和6,967万元，合计投入约为1.27亿元，主要

包含研发人员成本、服务器摊销、Oracle 等无形资产摊销、机房租赁费、其他费用等。

未来三年，深圳云房将建设房源大数据平台列为战略性重点发展规划。通过本项目的建设实施，将通过对现有数据平台、经纪人平台等进行更广域的城市盘源数据采集、系统存储升级，从而扩充数据样本量，为后续运营、分析提供基础，并实现线上各运营平台信息的共享联动，以及线下各运营区域数据的快速响应，从而提升终端消费体验，增强公司品牌知名度和美誉度，与大数据运营生态产业链的战略目标相匹配。

## 2、募投项目投资期较长，投资期各年投资规模相对较小

用于标的公司的募投项目包括深圳云房营销网络建设项目和云房源大数据运营平台建设项目。其中，营销网络建设项目分 33 个月实施，云房源大数据运营平台建设项目分 24 个月实施，投资期限较长。投资期内各年平均投资规模相对于标的公司资产规模较小。

## 3、募投项目投资规模符合同行业交易水平

### (1) 募投项目投资规模比较分析

根据相关公告，同行业可比案例募投项目投资规模及被收购标的公司的资产规模情况如下表所示：

单位：万元

上市公司	被收购的公司	标的公司总资产	标的公司净资产	标的公司募投项目金额	募投项目金额占标的公司总资产比例	募投项目金额占标的公司净资产比例
万里股份	搜房网	267,687.43	37,288.13	300,999.99	112.44%	807.23%
昆百大 A	我爱我家	508,974.46	74,939.47	250,000.00	49.12%	333.60%
国创高新	深圳云房	104,199.22	11,827.34	45,044.00	43.23%	380.85%

### (2) 系统建设项目比较分析

根据相关公告，同行业可比案例募投项目用于系统建设项目的情况如下表所示：

单位：万元

可比案例	数据平台同类募投项目	金额
搜房网	内部管理平台及系统升级项	18,453.25
	房源数据库建设项目	174,038.68
	移动端推广项目	66,700.00
	小计	259,191.93

我爱我家	房产综合服务与智能管理平台建设项目	15,000.00
深圳云房	云房源大数据运营平台建设项目	17,865.00

综上，与同行业可比案例情况相比，本次交易募投项目规模占标的公司总资产及净资产的比例与同行业可比案例水平相当，并且募投项目中系统建设项目也与同行业可比案例的投资金额相当，募投项目投资规模与生产经营规模具有一定匹配性。

## （二）标的公司的经营水平及经营规模能够充分支持募投项目有效实施及实现预期的经济效益，具备匹配性

1、深圳云房丰富的扩展门店经验能够使其全面、高效、精确地制定一系列建设方案，确保门店投入运营，保证深圳云房营销网络建设项目顺利进行。

截至 2016 年 8 月 31 日，深圳云房已在上海和广州分别开设了 192 间和 34 间门店，具有一定的门店选址经验，可有效提高深圳云房新建门店的选址效率和选址质量。其次，现阶段，深圳云房在各城市快速拓展门店，为了规范门店的前期拓展和后期运营，专门制定了办公场地租赁流程，能够有效提高门店租赁流程的效率并避免租赁过程中产生重大遗漏。再者，深圳云房已在 1,000 多家门店的装修经验中总结出一套成体系的装修规划方案。最后，深圳云房研发出 ERP 培训应用平台，其中包括专门用于业务人员培训的功能模块，可有效提高新进员工的整体素质并缩短培训周期。

2、深圳云房现有核心技术运营团队及管理人员，能够支撑深圳云房云房源项目实施过程中的平台设计、系统构建、技术研发、运营管理等工作，保证该项目顺利完成。

### （1）深圳云房现有信息技术系统将为项目实施提供系统基础

深圳云房形成了覆盖 PC 端及移动端的全渠道营销系统，涵盖 Q 房网平台、Q 房通、掌上 Q 房 APP、盘客通 APP、新房通 APP 等核心应用产品，为公司营销业务的拓展提供了全方位的技术支持。在实践应用过程中，各平台之间通过升级优化，已搭建起了互联互通的联动运行架构，具备本项目将建设的云房源大数据运营平台的运作雏形。因此，深圳云房现有的信息技术系统及其联动运行架构，能够成为项目建设的核心系统基础。

（2）深圳云房营销渠道布局可为云房源大数据运营平台的运营提供数据来源及应用渠道

一方面，深圳云房现有的渠道布局所存储的基础数据既包含业务人员、购房者、租房者、业主的行为数据及交易数据，也涵盖新房楼盘信息、二手房房屋信息、房屋周边社会配套信息等数据，能够作为本项目实施过程中数据搜集环节的参照依据，并作为数据处理的来源之一；另一方面，全国性的渠道布局，能够成为云房源大数据运营平台系统数据分析结果的应用方向与变现载体，为线下渠道提供信息数据支撑，从而提升线上及线下渠道的整体运营效率。

### （3）经验丰富的技术开发团队是本项目实施的重要保障

在以项目中心和技术中心为主导的两大技术建设团队体系中，标的公司已构建起以产研基地为核心的技术部门，下设以项目中心和技术中心为主导的两大技术建设团队体系，具体职位包括产品经理、研发工程师、前端工程师、测试工程师、运维工程师、UI 设计师、架构师等等。现有核心技术运营团队及管理人员，能够支撑本项目实施过程中的平台设计、系统构建、技术研发、运营管理工作，是本项目具备可行性的重要保障条件之一。

综上，标的公司具有募投项目建设所涉各环节成功且丰富的运营经验，其生产经营水平也能够充分支撑募投项目的实施。因此，本次交易募投项目规模与标的公司的生产经营规模具有匹配性。

## 二、募集配套资金的必要性

本次配套募集资金具有必要性。具体分析如下：

### （一）募集配套资金基本情况

本次配套融资所募集的资金使用的具体情况如下：

单位：万元

序号	项目名称	项目需求金额	募集资金投入金额
1	支付本次交易现金对价	160,740	160,740
2	支付中介机构服务费用	3,960	3,960
3	深圳云房营销网络建设项目	29,431	28,030
4	深圳云房云房源大数据运营平台建设项目	17,865	17,014

募集资金数额不超过项目的需求量，符合《上市公司证券发行管理办法》的相关规定。

### （二）上市公司和标的公司的货币资金用途、未来支出安排

## 1、上市公司货币资金用途及未来支出安排

### (1) 货币资金用途

根据中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)出具的众环审字(2017)011116号《审计报告》,截至2016年12月31日,上市公司合并口径货币资金为29,898.90万元,具体明细如下:

单位:万元

项目	2016年12月31日
库存现金	16.34
银行存款	28,103.254
其他货币资金	1,779.31
合计	29,898.90

### (2) 未来支出安排

上市公司未来支出安排情况如下:

单位:万元

项目	金额
公司债本息	28,674.00
2017年分红	1,956.15
限制性股票回购	476.01
公司运营资金	10,063.00
PPP项目	5,528.25
合计	46,697.41

注1:上市公司“12国创债”于2017年7月10日到期还本付息,金额约为28,674.00万元;

注2:经上市公司2016年年度股东大会审议通过的《2016年度利润分配预案》,上市公司拟以2016年12月31日总股本434,700,500股为基数向全体股东每10股派发现金股利0.45元(含税),预计现金分红所需资金为1,956.15万元;

注3:根据上市公司2017年4月28日召开的第五届董事会第二十次会议,会议审议通过的《关于回购注销未达到解锁条件的限制性股票的议案》,公司2016年度业绩不满足第三个解锁期解锁条件。依据《公司限制性股票激励计划(草案)》规定,公司拟对激励对象所持有的已获授但尚未解锁的第三个解锁期对应的限制性股票264.45万股回购注销,支付回购价款合计人民币476.01万元,回购资金来源为自有资金;

注4:上市公司2017年营运资金安排为:营业、管理费用4,400万元,制造费用4,000万元,借款利息1,663万元。

综上,截至2016年12月31日,上市公司货币资金余额虽有一定存留,但仍有大额的未来支出压力,不存在货币闲置的情形。

## 2、标的公司货币资金用途及未来支出安排

### (1) 货币资金用途

根据中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)出具的众环审字(2017)011799号《审计报告》,截至2016年12月31日,深圳云房的自有资金为73,798.37万

元，2017年的短期债务金额 63,279.38 万元。具体明细如下：

①自有资金明细

单位：万元

项目		2016年12月31日
货币资金	受限资金	11,714.74
	非受限资金	40,345.29
	小计	52,060.03
应收账款	分销款	21,738.34
<b>合计</b>		<b>73,798.37</b>

②2017年短期债务明细

单位：万元

项目	金额
保证金	18,439.10
员工薪酬	17,917.22
应交税费	8,191.24
应付账款	16,228.49
月租金	2,503.33
<b>合计</b>	<b>63,279.38</b>

(2) 未来支出安排

出于未来长期发展的考虑，除了募投项目中深圳云房营销网络建设项目外，深圳云房还会继续在其他各个城市公司进行深耕，不断提高市场占有率，扩大品牌影响力。2017年具体的城市拓展计划安排如下：

单位：万元

项目		金额
除上海广州外，其他城市计划拓展门店 150 个	转让费	1,628.00
	装修费	3,750.00
	店铺租金及押金	1,857.83
	培养期费用	4,050.00
	<b>合计</b>	<b>11,285.83</b>

标的公司正处于业务快速增长的阶段，随着经营规模的扩大，标的公司未来年度在门店装修转让费用、租金、押金及培养期费用等方面的付现需求较大，现有货币资金余额无大额余留的情况，在未来的几年内对货币资金的需求较高。

此外，本次募投项目中的云房源大数据运营平台建设项目的基本预备费 1,401 万元、深圳云房网络营销项目中项目预备费用 851 万元拟通过自有资金投

入。

综上，上市公司及标的公司的主营业务均处于发展的阶段，未来付现需求处于较高水平，账面货币资金均已有明确的支出安排。

### （三）上市公司前期募集资金使用情况

根据中审众环会计师事务所出具的众环专字（2017）第 010693 号《募集资金存放与实际使用情况的鉴证报告》，截至 2016 年 12 月 31 日，前次募集资金余额为 0，无法满足本次交易所涉及的资金支出安排。

### （四）上市公司可利用的融资渠道、授信额度

#### 1、现有可利用的融资渠道说明

上市公司的融资渠道主要有银行贷款、A 股市场融资等，融资渠道以债务融资为主，资金来源主要包括银行贷款、股东借款和信托借款等等。上市公司将在保持现有融资渠道的前提下，进一步开拓新的资金来源，提高融资渠道的多元化程度。

#### 2、授信额度

截至 2016 年 12 月 31 日，国创高新及其子公司尚未使用的银行授信额度共计 171,850.58 万元，银行借款授信额度的具体情况如下：

单位：万元

贷款银行名称	总授信额度	已使用额度	剩余额度
广发银行武汉分行	15,000.00	-	15,000.00
中国银行洪山支行	47,000.00	5,441.73	41,558.27
华夏银行东湖支行	30,000.00	2,074.00	27,926.00
农业银行东湖支行	36,000.00	3,000.00	33,000.00
招商银行创业街支行	5,000.00	1,000.00	4,000.00
汉口银行光谷分行	15,000.00	6,440.00	8,560.00
工商银行东湖支行	15,000.00	-	15,000.00
工商银行钦州港支行	16,000.00	4,411.64	11,588.36
中国银行钦州分行	7,000.00	1,000.00	6,000.00
北部湾银行钦州分行	7,000.00	1,141.33	5,893.67
成都农商行高新支行	6,000.00	4,484.69	1,515.31
中国银行武侯支行	5,000.00	3,156.03	1,843.97
<b>合计</b>	<b>204,000.00</b>	<b>32,149.42</b>	<b>171,850.58</b>

由于银行贷款一般都有较为固定的资金用途限制（流动资金贷款除外），如需用于对应项目建设等，灵活性相对受限。上市公司目前剩余授信额度中，未来

实际可用于本次募集配套资金投资项目以及其他在建/拟建投资项目的规模相对有限。

综上，上市公司及标的公司货币资金均有明确的支出排，且在未来生产经营过程中的付现压力较大。综合考虑上市公司未来经营计划的资金需求较高、公司偿还本付息金额较高且营运资金存在较大的缺口的情况，以及标的公司自有资金无法满足募投项目实施所涉资金安排的情况，本次交易宜采用股权融资的方式满足本次交易所需支付现金对价及标的公司募投项目建设对资金的需求，缓解上市公司的付现压力，并通过募投项目建设增强本次交易完成后上市公司的可持续发展能力。因此，本次交易募集配套资金具有合理性及必要性。

### （五）募投项目的必要性

#### 1、有利于上市公司顺利完成本次交易及提高并购后的整合绩效

鉴于上市公司已有资金均有明确用途和安排，运营资金相对紧张，银行借款融资等间接融资渠道有限，利息支出占净利润比重较高的情况下，通过募集配套资金支付本次交易的现金对价和中介费用，既可以避免过多占用流动资金影响上市公司现有业务的正常运营和发展，也有利于交易完成后上市公司有充足的资金实力进行业务拓展。

#### 2、有利于促使标的公司抓住市场发展机遇，推进业务发展

本次募集配套资金部分将用于广州、上海线下门店体系建设，有利于提升深圳云房门店覆盖率，提高其品牌影响力。

通过营销网络建设项目将加快重点城市的门店投放速度，以获取更大的二手房交易市场。同时，作为公司 O2O 战略运营模式的重要一端，具备高度可复制性及功能拓展性的门店的数量增加，将有助于推进标的公司的业务的发展，提高品牌影响力。

#### 3、有利于推进标的公司互联网 O2O 业务模式，提升整体运营管理能力

通过本次募集配套资金并对在建项目进行投资，标的公司将通过对现有数据平台、业务人员平台（盘客通、新房通）等平台进行更广域的城市盘源数据采集、存储升级，以扩充数据样本量为后续运营、分析做基础。在此基础上，进行楼盘热点、建模情况、放盘情况、价格走势、成交次数、物业等级、生活配套、应用情况等方向的分析。并且，底层数据通过连接 Q 房网、盘客通、ERP、新房通等

标的公司旗下其他平台产品共同构成云平台的底层数据层和应用层。同时，由于上述产品分别可有效连结业务人员、业主、购房者、同业房产中介企业、开发商以及标的公司内部，旨在实现大数据对各受众的深度应用，增强标的公司新房代理业务及房屋经纪业务，实现内外信息联动，深化服务模块，提升消费体验，增强企业运营管理能力。

综上，募集配套资金金额与标的公司的生产经营规模、财务状况、现金流情况相匹配，为标的公司后续更加科学、高效地运营提供有力的资本保障，提高并购后的整合绩效，为上市公司股东创造更大的价值。因此，本次交易募集配套资金具有较大的必要性。

### **三、募集配套资金投入对拟注入资产业绩承诺期财务费用及承诺业绩实现情况的影响**

#### **（一）本次收益法评估预测的现金流不包含募集配套资金投入带来的效益**

考虑到本次配套募集资金尚需获得中国证监会的核准，且配套募集资金的成功与否不影响本次发行股份购买资产的实施，因此标的资产评估时未以配套募集资金成功实施为前提，本次配套募集资金成功与否并不影响标的资产的评估值。

因此，本次评估时未考虑配套募集资金投入对收益法预测现金流的影响，预测现金流中不包括配套募集资金投入带来的收益。

#### **（二）本次募集资金投入对标的公司业绩承诺期间财务费用和业绩承诺金额的影响**

配套募集资金用于本次重组标的资产将影响标的资产在盈利补偿期间的净利润实现数。未来计算标的公司的承诺业绩时，将扣除募集配套资金投入效益的影响金额。为避免募投项目投入运营后对标的资产业绩承诺期间财务费用和业绩承诺金额的影响，上市公司和交易对方于 2016 年 12 月 30 日签署了《业绩承诺补偿协议》，约定如下：

“交易对方承诺，标的公司 2016 年度、2017 年度、2018 年度和 2019 年度经审计的税后净利润分别不低于人民币 24,250 万元、25,750 万元、32,250 万和 36,500 万元。上述净利润以扣除非经常性损益后归属于母公司普通股股东的净利润为计算依据，并应扣除本次交易实施完成后国创高新追加投资或募集配套资金用于标的公司在建项目所带来的收益及其节省的财务费用，其中财务费用按照中

国人民银行公布的同期同档次贷款基准利率计算确定。”

#### 四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：募投项目用于标的公司在建项目的投资规模与标的公司生产经营规模具有一定的匹配性；上市公司及标的公司现有货币资金均有明确用途和安排，上市公司可利用的融资渠道及授信额度有限，本次募集配套资金具有必要性；募集配套资金的投入将会不影响拟购买资产业绩承诺期间财务费用及业绩承诺金额。

2.问题 15：申请材料显示，2014 年、2015 年、2016 年 1-8 月深圳云房的净利润 -7,821.06 万元、-19,363.56 万元、16,392.36 万元，2016 年 8 月末净资产 11,827.34 万元。本次交易作价 38 亿元。请你公司：1) 结合业务模式、经营规模、发展阶段、财务指标等方面的比较分析，补充披露本次交易选取的可比公司、可比案例的可比性。2) 结合可比交易市盈率、市净率水平，进一步补充披露本次交易评估作价的公允性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

#### 一、本次交易选取的可比公司、可比案例的可比性分析

深圳云房业务模式分为新房代理业务和房屋经纪业务，新房代理业务包括新房代理销售业务和新房电商业务，房屋经纪业务分为二手房买卖业务和二手房租赁业务。截至 2016 年 8 月 31 日，总资产 104,199.22 万元，2016 年 1-8 月营业收入 270,848.62 万元，销售净利率为 5.78%。截至 2016 年 12 月 31 日，总资产 118,918.80 万元，2016 年度营业收入 436,011.78 万元，销售净利率为 6.14%。

#### （一）可比上市公司分析

深圳云房属于“I 信息传输、软件和信息技术服务业”门类下的“I64 互联网和相关服务”行业，而下属各子公司属于“K 房地产”门类下的“K70 房地产服务”行业，相对于深圳云房业务收入来源而言，房屋经纪业务占相对较高的比例，新房代理业务收入占比在报告期内也逐渐上升。通过对沪、深两市房地产服务行业上市公司与深圳云房的主营业务的对比，根据深圳云房的细分行业，考虑不同资本市场对目标资本结构的影响较大，选取中国沪深 A 股市场中世联行和三六五网作为可比公司。

## 1、业务模式

深圳云房与可比公司业务模式对比分析如下：

上市公司	主营业务范围	业务模式	对比分析
世联行	房地产咨询、房地产代理、房地产经纪、物业管理	房地产交易服务、资产管理服务、金融服务和互联网+（电商）服务四大板块。其中房地产交易服务包括代理销售业务和经纪业务，代理销售业务（新房）占房地产交易服务的比重较高；互联网+为电商业务，主要以收取团购券方式为开发商提供相关服务	业务模式具有相似性
三六五网	网站建设与网页设计服务；软件开发、销售；互联网信息咨询；信息技术服务；房地产中介服务等	房地产网络营销服务企业，线上房地产交易服务、线上家居服务及金融服务。线上房地产交易服务包括家居广告和电商业务	业务模式具有相似性

综上，通过分析标的公司与上述两家同行业可比上市公司的主营业务范围和业务模式，上述两家同行业可比上市公司都属于房地产中介服务行业，所属行业及从事的业务具有相似性，因此具有可比性。

## 2、发展阶段、经营规模及财务指标

### （1）世联行

世联行成立于 1993 年，2009 年 8 月成功在深交所上市，是国内首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商。房地产交易服务板块主要是一手房代理销售业务，通过为房地产开发商提供代理销售服务而获取佣金的一种方式来实现营业收入。经 20 年的发展，公司已成为全国性的房地产服务提供商，业务已覆盖全国 30 多个省、市、自治区，布局达 164 个城市，为超 2 万个楼盘提供专业的营销代理及顾问咨询服务，在 14 个核心城市销售额超百亿元，并以 5% 的市场份额领跑地产服务行业。

世联行 2016 年 12 月 31 日总资产 778,415.10 万元，2016 年度营业收入 626,992.13 万元，销售净利率 12.49%。经营规模超过标的公司，销售净利率大于标的公司。其业务开展规模和盈利能力均高于本次交易中标的公司的经营规模和盈利能力。市盈率 20.54 倍，市盈率高于本次交易市盈率。

### （2）三六五网

三六五网以自主研发的“365 淘房”（即原来的 365 地产家居网）平台，为网友和开发企业等提供房屋的买卖、租赁等全方位网络综合服务。主要收入来源于家居网络服务，团立方等网络营销服务在总收入中占比较小。在存量房市场领域，探索为中小中介提升二手房成交效率，投资设立了房 100 项目，但仅处于起

步阶段。

三六五网 2016 年 12 月 31 日总资产 125,960.15 万元，2016 年度营业收入 59,835.03 万元，销售净利率 18.40%，资产规模超过标的公司，销售净利率大于标的公司。其业务盈利能力低于本次交易中标的公司的盈利能力。市盈率 51.59 倍，市盈率高于本次交易市盈率。

综上，本次交易估值分析过程中选取的可比上市公司起步早，经营规模、财务指标数据优于标的公司，但均从事房地产中介服务相关业务，具有一定的可比性。

## （二）可比交易案例分析

本次交易选取了昆百大 A 收购我爱我家、明牌珠宝收购苏州好屋、万里股份收购搜房网作为市场可比案例，其主要原因如下：

昆百大 A 于 2017 年 2 月公告，通过发行股份购买资产的方式拟购买交易对方持有的我爱我家 94.00% 的股权。

万里股份于 2016 年 5 月公告，通过发行股份购买资产的方式拟购买交易对方持有的丽满万家 100% 股权、搜房媒体 100% 股权、北京搜房网络 100% 股权，拓世寰宇 100% 股权和宏岸图升 100% 股权。

明牌珠宝于 2016 年 11 月公告，通过发行股份购买资产的方式拟购买交易对方持有的苏州好屋 75.00% 股权。

根据相关上市公司公告，对其业务模式、发展阶段、经营规模和财务指标分析如下：

### 1、业务模式

上市公司	标的公司	主营业务范围	业务模式	对比分析
昆百大 A	我爱我家	从事房地产经纪业务；经济信息咨询；企业形象策划；家居装饰；销售建筑材料、百货、家用电器、家具。	新房业务包括代理销售业务、分销业务及电商业务；经纪业务包括二手房买卖业务及二手租赁业务；资管业务包括分散式公寓管理和整栋式公寓管理两种模式；顾问业务和加盟业务。	业务模式一致性高
万里股份	搜房网	主要经营互联网房产及家居广告营销业务。	新房广告营销业务包括展示类广告营销、移动互联网营销、活动类营销、二手房广告营销业务包括关键字广告、网络营销综合解决方案服务——“搜房帮”。	业务模式具有相似性
明牌珠宝	苏州好屋	房地产中介服务；房屋销售代理。	房地产电商平台，新房分销模式包括电商业务模式及分销业务模式。	业务模式具有相似性

如上表所示，标的公司与上述三家可比交易案例的主营业务范围和业务模式具有相似性，因此具有可比性。

## 2、发展阶段、经营规模及财务指标

### (1) 昆百大 A 收购我爱我家

我爱我家成立于 1998 年，依托于旗下“我爱我家”、“伟业顾问”、“汇金行”以及“相寓”等多个在行业内知名的专业业务品牌，业务已覆盖国内 15 个大中型城市业务已进入全国 15 个城市，主要为一二线城市。截至 2016 年 12 月 31 日，已拥有 2,215 家直营门店，经纪人近 4.5 万人。

在昆百大 A 收购我爱我家的交易中，2016 年 9 月 30 日，我爱我家总资产 508,974.46 万元，2016 年 1-9 月营业收入 633,718.37 万元，销售净利率 4.74%，经营规模超过标的公司，销售净利率与标的公司相近。交易作价初步确定为 618,200.02 万元，对应静态市盈率为 16.63 倍，市盈率高于本次交易市盈率。

### (2) 万里股份收购搜房网

搜房网的传统业务为互联网房产及家居广告营销业务，线上流量较大。2014 年以来，搜房网向线下发展较快，业务以北京、上海、成都、重庆、天津、深圳等城市为核心，基本覆盖了国内经济发达地区。

在万里股份收购搜房网的交易中，2015 年 12 月 31 日，搜房网总资产 267,687.43 万元，2015 年度营业收入 197,951.32 万元，销售净利率 39.12%，资产规模超过标的公司，销售净利率大于标的公司。交易作价初步确定为 1,618,000.00 万元，对应静态市盈率为 20.90 倍，市盈率高于本次交易市盈率。

### (3) 明牌珠宝收购苏州好屋

苏州好屋成立于 2012 年，是行业内较有影响力的房地产电商平台。截至目前，苏州好屋已与碧桂园、保利、中海地产、金地等国内大型房地产商建立了良好的合作关系，分支机构遍及全国 40 多个城市。

在明牌珠宝收购苏州好屋的交易中，截至 2016 年 6 月 30 日，苏州好屋总资产 83,290.89 万元，2016 年 1-6 月营业收入 29,168.02 万元，销售净利率 27.94%，经营规模低于标的公司，销售净利率高于标的公司。交易作价初步确定为 240,000.00 万元，对应静态市盈率为 17.11 倍，市盈率高于本次交易市盈率。

综上所述，本次交易估值分析过程中选取的可比交易案例发展阶段、经营规

模、财务指标与标的公司存在差异，主要是由于主营业务的侧重点存在差异，但可比交易案例公司均从事房地产中介服务相关业务，具有一定的可比性。

## 二、本次交易的市盈率、市净率与可比交易的比较情况

可比交易案例市盈率、市净率如下：

序号	证券简称	并购标的名称	标的主营业务	评估基准日	市盈率（PE）	市净率（PB）
1	明牌珠宝	苏州好屋	主要经营房地产电商分销	2016/6/30	17.11	6.70
2	万里股份	丽满万家、搜房媒体、北京搜房网络、拓世寰宇和宏岸图升	主要经营互联网房产及家居广告营销业务	2015/12/31	20.90	43.38
3	昆百大 A	我爱我家	主营房地产经纪业务	2016/9/30	16.63	9.16
<b>平均水平</b>					<b>18.21</b>	<b>19.75</b>
4	国创高新	深圳云房	主要经营房屋经纪业务、新房代理业务	2016/8/31	15.67	26.95

注：资料来源于上市公司公告

上述可比案例中，与深圳云房同行业的企业市盈率平均值为 18.21 倍，市净率平均值为 19.75 倍，本次交易价格对应的深圳云房的市盈率明显低于可比交易对应企业的平均市盈率；市净率略高于可比交易对应企业的平均市净率，主要原因是深圳云房以前年度规模扩张牺牲了利润，业务开展积累的净资产相对较少所致。本次交易的市净率与可比交易对应企业的平均市净率相比存在差异，符合标的公司自身经营情况，具有合理性。

综上，本次交易着眼于交易标的盈利能力而不是为了购买账面净资产，因此以市盈率作为主要参考指标更为合适。本次交易中，交易标的市盈率低于可比交易对应企业的平均市盈率水平，说明本次交易作价较为谨慎，交易定价合理、公允。

## 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：通过对比分析可比公司、可比案例的业务模式、经营规模、发展阶段、财务指标等方面，本次交易选取的可比公司、可比案例具有一定的可比性；对比可比交易案例情况，市盈率低于同行业平均水平，本次交易评估作价是公允的。

3.问题 16: 申请材料显示, 深圳云房设立于 2012 年, 注册资本 5,429.63 万元, 2015 年 11 月增资的估值为 28.5 亿元, 2016 年 8 月股份转让时估值 38 亿元。请你公司补充披露深圳云房设立后短期内增值较快的合理性, 是否与经营业绩、业务规模相匹配。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复:

### 一、深圳云房设立后短期内增值较快的合理性, 与经营业绩、业务规模的匹配性

深圳云房以其成熟的商业模式和稳健的管理团队, 从 2012 年设立之初便一直保持着良好的发展势头, 是行业较早一批将线下的房产交易与线上互联网信息服务相结合的企业。设立之初深圳云房主要从事房屋经纪业务, 即二手房买卖和租赁业务, 自 2013 年深圳云房开拓业务类型, 加入了新房代理业务, 从而助推其经营业绩进一步增长。

2015 年以来, 房地产行业快速发展, 部分城市房价显著上涨, 同时, 国家倡导并发展“互联网+”, 深圳云房借助其互联网房地产平台的推广优势, 依靠 O2O 的模式实现线上线下联动, 从而提高了交易效率并实现更加精准的营销服务。

2015 年深圳云房逐步开始对外扩张, 开设门店的数量大幅增加。一方面在深耕的深圳、上海、广州、北京、珠海、中山、苏州、杭州、南京、青岛等重点城市, 增加线下营销网点的密度; 另一方面在成都、武汉、昆明、烟台等部分二线城市及具有发展潜力的三、四线城市提前布局, 通过设立子、分公司等进行业务拓展, 增加线下营销网点的广度。随着市场的拓展, 深圳云房的门店及经纪业务合作人的数量都显著增加。其中, 2015 年 12 月 31 日较 2014 年 12 月 31 日新增门店 748 家, 新增经纪业务合作人 14,168 名; 2016 年继续稳步发展, 2016 年 8 月 31 日较 2015 年 12 月 31 日新增门店 21 家, 新增经纪业务合作人 5,138 名。

通过全方位的布局及品牌拓展, 深圳云房业绩也迎来快速增长。深圳云房于 2015 年实现营业收入 253,194.95 万元, 较 2014 年大幅增长 335.56%。2016 年 1-8 月实现营业收入 270,848.62 万元, 年化营业收入较 2015 年度增长 60.46%, 2014 年-2016 年的复合增长率达 164.37%。随着标的公司的稳步发展, 门店的业绩逐步释放, 深圳云房 2016 年 1-8 月实现 15,644.19 万元的净利润。

深圳云房设立后短期内增值较快，主要是因为在不同估值时点其经营状况、盈利能力、市场影响力不同所致，是基于对房地产中介服务行业、深圳云房未来发展、管理层经营能力等诸多方面的判断，是交易双方商业谈判的结果，具有一定的合理性，估值的差异与深圳云房自身的经营业绩、业务规模相匹配。

### 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：深圳云房设立后短期内增值较快具有合理性，且增值较快与经营业绩、业务规模相匹配。

4.问题 17：申请材料显示，2014 年、2015 年、2016 年 1-8 月深圳云房的净利润分别为-7,821.07 万元、-20,891.31 万元、15,644.19 万元，报告书解释 2016 年实现扭亏为盈的主要原因系 2015 年新设的门店在 2016 年产生大量收入。请你公司结合报告期新设门店的经营数据，量化分析并进一步披露深圳云房 2016 年实现扭亏为盈的合理性，以及未来年度盈利能力的可持续性。请独立财务顾问和评估师核查并发表意见。

回复：

#### 一、深圳云房 2016 年实现扭亏为盈的合理性分析

深圳云房 2015 年净利润为-20,891.31 万元，2016 年 1-8 月净利润为 15,644.19 万元，2016 年实现扭亏为盈的主要原因是 2015 年新设大量门店，其业绩在 2016 年逐步释放。在门店创收大幅度增长的情况下，固定成本基本持平，边际效应带来了大量的边际利润。此外，新房代理业务的收入增加及营改增政策的实施及期间费用的下降进一步增厚了净利润，提高了深圳云房的盈利能力，具体分析如下：

单位：万元

项目	2016 年 1-8 月		2015 年		差额	
	金额	占营业收入比重%	金额	占营业收入比重%	金额	%
营业收入	270,848.62	100.00	253,194.95	100.00	17,653.68	-
门店毛利	39,762.54	14.68	9,980.36	3.94	29,782.18	10.74
营业税金及附加	7,674.65	2.83	13,112.49	5.18	-5,437.84	-2.35
其他（期间费用、营业外收入等）	16,443.70	6.07	17,759.18	7.01	-1,315.48	-0.94
净利润	15,644.19	5.78	-20,891.31	-8.25	36,535.50	14.03

注：净利润=门店毛利-营业税金及附加-其他

## （一）门店毛利分析

门店作为深圳云房前台业务线正式员工与经纪业务合作人开展中介服务工作的主要场所，其盈利能力决定了深圳云房整体的盈利水平。借助门店，经纪业务合作人为二手房买卖、二手房租赁相关方提供居间服务，同时，也帮助开发商向潜在购房者推介新房，获取佣金收入。

### 1、新房代理业务收入及成本按渠道分类情况

2015年和2016年1-8月，新房代理业务收入按渠道分类情况统计如下：

单位：万元

项目	2016年1-8月		2015年	
	金额	占比%	金额	占比%
新房业务来自于门店收入	77,633.47	59.21	41,865.69	51.20
新房业务来自于外部经纪公司的收入	27,865.72	21.25	8,728.92	10.67
其他新房收入	25,616.36	19.54	31,176.42	38.13
<b>合计</b>	<b>131,115.56</b>	<b>100.00</b>	<b>81,771.03</b>	<b>100.00</b>

2015年和2016年1-8月，新房代理业务成本按渠道分类情况统计如下：

单位：万元

项目	2016年1-8月		2015年	
	金额	占比%	金额	占比%
新房业务归属于门店成本	49,005.63	53.05	32,042.26	52.00
新房业务归属于外部经纪公司的成本	21,638.16	23.42	6,806.75	11.05
其他新房成本	21,739.26	23.53	22,768.91	36.95
<b>合计</b>	<b>92,383.05</b>	<b>100.00</b>	<b>61,617.92</b>	<b>100.00</b>

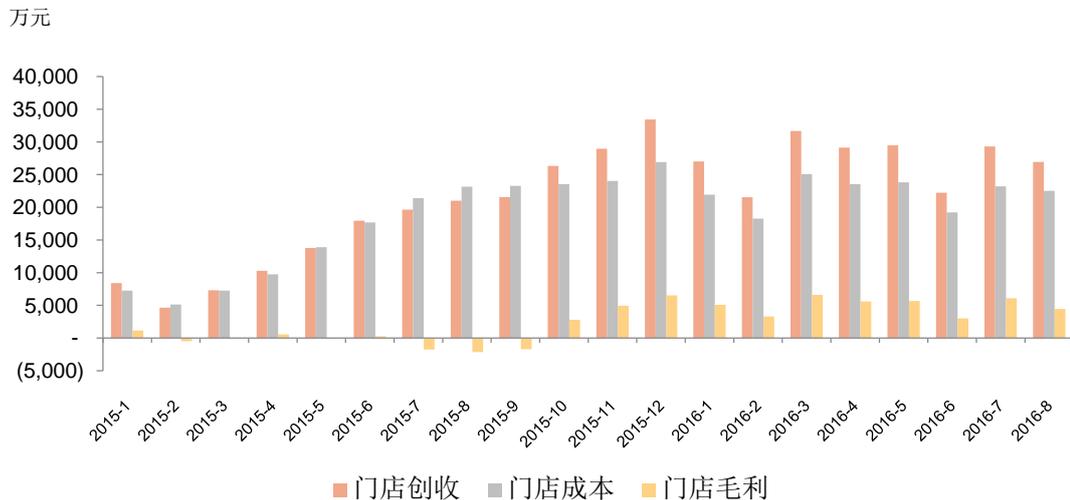
针对门店的考核，管理口径与财务口径分类的匹配关系如下：

项目	收入		成本	
	财务口径	管理口径	财务口径	管理口径
房屋经纪业务	二手房租赁业务收入	门店创收收入	二手房租赁业务成本	门店成本
	二手房买卖业务收入		二手房买卖业务成本	
新房代理业务	新房业务来自于门店收入		新房业务归属于门店成本	
	新房业务来自于外部经纪公司的收入	新房业务收入	新房业务归属于外部经纪公司的成本	新房业务成本

	其他新房收入		其他新房成本	
--	--------	--	--------	--

## 2、门店整体情况分析

2015年1月至2016年8月，深圳云房每月门店创收、门店成本、门店利润统计如下所示：



如上图所示，2015年深圳云房开始大规模扩张，门店数量由2014年12月31日的304家，增加到2015年12月31日的1,052家，新增748家门店，增长率为246.05%，门店创收及相应的门店成本也随着增加。

2015年1-6月门店创收与门店成本基本持平；2015年第三季度深圳云房进入大规模开店期，门店成本增加幅度大于门店创收增幅，导致2015年第三季度出现亏损；2015年第四季度随着深圳云房放缓门店扩展速度，之前新开门店逐步进入经营稳定期，门店创收在规模效应下开始大幅度增长，门店成本保持相对持平，门店开始逐步盈利，规模效应开始突显。

2016年1-8月，除2月份受过年的影响，其他月份的门店创收基本保持在高位，门店成本平稳中波动下滑，门店持续保持盈利。

## 3、门店创收分析

门店创收收入包括二手房买卖业务收入、二手房租赁业务收入及新房业务来自于门店的收入，2015年、2016年1-8月门店创收情况分类型统计如下：

单位：万元

类别	2016年1-8月		2015年	
	金额	占比%	金额	占比%
二手房租赁业务收入	14,691.47	6.76	20,858.98	9.78

二手房买卖业务收入	125,041.60	57.53	150,564.94	70.59
新房业务来自于门店的收入	77,633.47	35.72	41,865.69	19.63
<b>合计</b>	<b>217,366.54</b>	<b>100.00</b>	<b>213,289.60</b>	<b>100.00</b>

如上表所示，2016 年较 2015 年相比，传统二手房买卖业务、二手房租赁业务的收入占门店创收的比例略有下降，新房业务来自于门店的收入金额及比例大幅增加，深圳云房一二手联动效应明显，门店的数量及经纪业务合作人的增加对新房业务的联动收入增长作用明显。

#### 4、门店成本分析

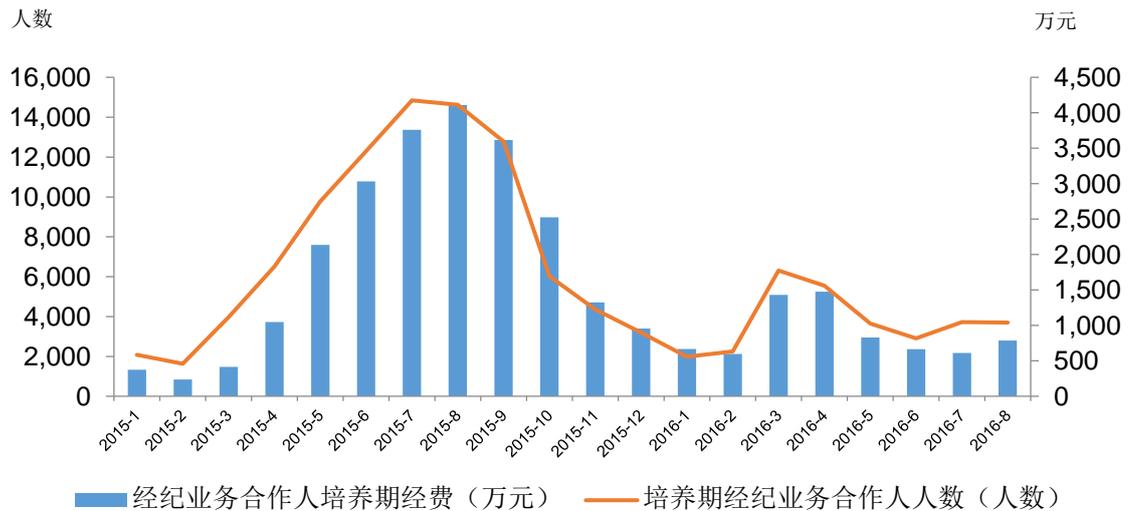
门店成本包括门店可变成本和门店固定成本，其中，门店变动成本包括经纪业务合作人及正式员工（店长、片董、城市副总等）的佣金提成，门店固定成本包括经纪业务合作人培养期经费、正式员工（店长、片董、城市副总等）的基本工资和门店装修摊销费、租赁费、水电管理费等。2015 年、2016 年 1-8 月门店成本情况分类型统计如下：

单位：万元

类别	2016 年 1-8 月		2015 年	
	金额	占门店创收比重%	金额	占门店创收比重%
门店固定成本	63,279.35	29.11	89,356.40	41.89
门店变动成本	114,324.65	52.60	113,952.85	53.43
<b>合计</b>	<b>177,604.00</b>	<b>81.71</b>	<b>203,309.25</b>	<b>95.32</b>

如上表所示，门店可变成本占门店创收的比重相对稳定，随门店创收收入的增加而增加；门店固定成本占门店创收的比重逐步下降，由 2015 年的 41.89% 下降至 2016 年 1-8 月的 29.11%，降幅 12.78%，主要系经纪业务合作人的培养期经费下降所致，由 2015 年的 23,532.72 万元下降至 2016 年 1-8 月份的 7,065.25 万元。

为了更好的吸引人员开拓全国市场，2015 年深圳云房及其子公司为培养期的经纪业务合作人提供一定的补助津贴，期限为 3 个月。随着 2015 年 5 月深圳云房集中开设新的门店，经纪业务合作人招聘需求剧增，培养期经纪业务合作人人数快速增加，其成本大幅上涨。直到 2015 年 10 月三个月培养期结束后，经纪业务合作人培养期经费开始下降，2016 年 2 月趋于稳定。2015 年 1 月至 2016 年 8 月，培养期内的经纪业务合作人人数及其费用如下所示：

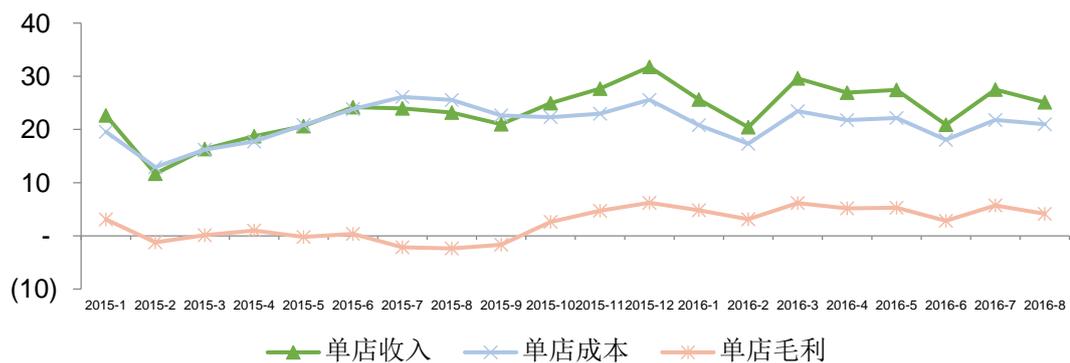


培养期内经纪业务合作人人数由 2015 年的 7,674 人/月下降至 2016 年 1-8 月的 3,758 人/月，降幅 51.03%；培养期经费由 2015 年的 1,961.06 万元/月下降至 2016 年 1-8 月的 883.16 万元/月，降幅 54.97%。单位人均培养期经费相对稳定，均为 0.24 万元/月。

随着培养期内经纪业务合作人人数的逐步稳定、整体呈下降趋势，且人均经费稳定的情况下，培养期内的经费实现大幅下降，门店固定成本大幅下降。

### 5、单位门店的毛利分析

结合每月实际运营的门店，2015 年至 2016 年 8 月单位门店的创收、成本及毛利波动如下所示：



如上图所示，单位门店的毛利 2015 年相对波动。2015 年 1-6 月单位门店毛利为正且金额较低；2015 年第三季度单位门店成本大于单位门店创收，毛利为负；随着 2015 年第四季度的门店的运营逐步进入正常，门店开始盈利且盈利能力逐步增强。2016 年单位门店的毛利相对稳定。

单位门店的创收由 2015 年的 23.48 万元/月上升至 2016 年 1-8 月的 25.46 万元/月，增长 1.98 万元/月，增幅 8.45%。单位门店的毛利由 2015 年的 1.10 万元/月上升至 2016 年 1-8 月的 4.66 万元/月，增长 3.56 万元/月，增幅 323.99%。单位门店的盈利能力逐步增强。

## （二）营业税金及附加分析

2015 年、2016 年 1-8 月，营业税金及附加占营业收入的比重如下：

单位：万元

项目	2016 年 1-8 月		2015 年	
	金额	占比%	金额	占比%
营业收入合计	270,848.62	100.00	253,194.95	100.00
营业税金及附加	7,674.65	2.83	13,112.49	5.18

2016 年深圳云房实施营改增，导致营业税金及附加金额大幅减少，营业税金及附加占营业收入的比重由 5.18% 下降至 2.83%，对净利润具有一定贡献。

综上，随着 2015 年新增门店在 2016 年逐步正常运营及经纪业务合作人规模的逐步稳定，规模效应开始呈现，深圳云房的盈利能力逐步增加，实现了扭亏为盈。

## 二、未来年度盈利能力的可持续性

### （一）房地产中介服务行业面临较好的发展契机

房地产中介服务是房地产行业中的重要组成部分，贯穿于房地产全产业链的过程之中，为房地产的生产、流通和消费提供了多元化服务。在房地产业“白银时代”的发展中，房地产中介服务行业迎来极佳的发展时期，从传统步入创新，进入一个全新的发展机遇期。

#### 1、宏观经济平稳发展，为房地产中介服务行业提供良好经济环境

房地产中介服务行业与国民经济的发展相关联，宏观经济的长期稳定发展，将支撑房地产中介服务行业的长期发展。据国家统计局数据显示，2000-2015 年，我国 GDP 增速平均保持在 7% 以上。2010 年以来，我国经济增长虽有放缓，但长期来看，在国家“调结构、保增长”的宏观政策下，政府将会继续加大基建投资，经济结构调整步伐，2016 年至 2020 年国内生产总值年均增长预计在 6.5% 以上，未来我国经济将平稳健康增长。

宏观经济平稳健康增长将产生新的房地产需求，同时保证购房者具有一定的购房能力。随着收入的增加，人们对居住物业的舒适性、享受性要求不断提高，对商业物业的投资需求不断增加，这对房地产行业持续健康发展起到一定的支撑作用。随着我国房地产消费总量的持续增加，房地产中介服务行业的市场机遇也随之增大，行业发展环境良好，市场前景广阔。

## 2、城镇化进程的推进，促进房地产终端市场需求

按照国外城镇化发展经验，当城镇化率达到 70% 以上时，城镇化进程才会进入缓慢发展阶段。2015 年底我国城镇化率为 56.1%，仍处于城镇化高速发展阶段，按年均 1.02% 的历史速度增加，我国城镇化率达到 70% 仍需要 15 年的时间，城镇化尚有巨大提升空间。

城镇化进程的不断推进，将促进房地产终端市场的需求。2014 年底我国总人口为 13.67 亿，如果以每年 1.02% 的速度推进城镇化，每年约 1,400 万人进入城市，按人均住宅需求 30 平方米计算，每年新增人口对住宅需求量约为 4.2 亿平方米，住宅地产终端市场需求增加。

## 3、房地产行业进入调整期，但房地产中介服务行业蕴含发展机遇

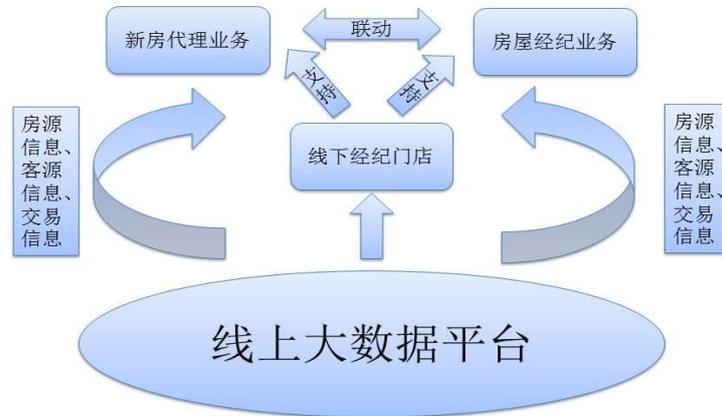
房地产行业受政策影响较大，既 2016 年 3 月 25 日上海、北京、深圳等城市实施了房地产调控政策后，2016 年 10 月 7 日 21 个城市又出台限购限贷政策。

新一轮的房地产调控政策势必对新房的价格、二手房的成交量有较大的影响，但纵观历史每一轮的调控后，会带来新一轮的价格涨幅。对于新房销售而言，由于限购政策影响，单一依靠开发商独家销售的销售模式将会无法及时、快速实现资金回流，开发商库存压力较大，此时房地产中介服务将会有更多机会获得新房销售份额，这对于行业发展而言是重要机遇，也是利润增长的重要驱动因素。

### （二）深圳云房具有较强的核心竞争力

通过多年的努力和积淀，深圳云房建立了多元化、可协同的业务体系。深圳云房基于楼盘字典底层数据搭建的自有云端大数据库，对其各类数据进行管理维护与开发利用，将大数据库灵活运用于各项业务，以经纪业务为基础，带动各项业务协同发展。通过自有的网络平台，以线下门店为基础，支撑起深圳云房经纪业务的发展，并且线下门店为其开展新房代理业务提供分销渠道，加强市场推广能力和整合营销能力，提高新房代理业务的效率。以大数据平台为依托，各项业

务协同发展，形成多元化的业务体系，具体如下图所示：



### 1、建立了成熟的线上平台

深圳云房具有较强的创新能力，致力于打造成为全国房地产行业提供 O2O 全渠道营销解决方案的房地产互联网交易平台，对房地产交易的各个环节进行服务。深圳云房建立的楼盘字典数据涵盖了结构数据、图片数据、基础数据和分析数据等，为提供精准化的运营服务创造价值。此外，深圳云房拥有的盘客通、新盘通、经纪公司 ERP、掌上 Q 房等 IT 系统，通过短信、微信一体化的智能化精准营销工具给购房者、业务人员、业主提供精准服务，极大地促进了交易的效率，给予了房产交易参与主体的最佳服务体验。

### 2、形成了规模化的线下业务体系

截至 2016 年 8 月 31 日，深圳云房已经在全国 12 个城市布局了 1,073 间门店，经纪业务合作人超过 2 万多人，在深圳、珠海、中山等地区市场占有率处于领先地位，并在上海、青岛、南京、杭州等城市积极布局，稳步扩张，形成了较为齐备的线下业务体系。新房代理业务方面，深圳云房与众多开发商建立了合作关系，在营销策划、案场销售等方面建立了完备的业务流程和工作机制；房屋经纪业务方面，深圳云房近年来通过在核心城市及重点城市进行门店扩张布局，通过其经纪业务合作人模式进行业务开拓，逐步扩大在当地的业务优势，初步形成全国多区域、多城市的线下业务体系。

### 3、拥有优秀的专业管理团队

深圳云房管理团队长期深耕房地产中介服务业务，专业经验丰富，深圳云房

创始人梁文华先生在创办深圳云房前，长期从事房地产代理销售和房屋经纪业务，积累了丰富的行业管理经验和客户资源。此外，深圳云房还吸引了众多行业内优秀管理人才加盟，深圳云房的主要高管和核心人员均有长期从事房地产行业经验，并且核心团队相对稳定。随着多年业务开展的积累，深圳云房主要管理团队逐步形成了行之有效的管理特色，建立起与企业文化相适应的团队优势。

#### 4、建立了与 O2O 发展相适应的人才储备

房地产中介服务行业是人力资本密集型产业，行业人才队伍建设是深圳云房能否获得成功和进一步发展的关键因素。一方面，随着行业不断走向专业化、规范化，对人员能力和专业素质都提出更高要求；另一方面，深圳云房经营模式的创新也需要吸引与 O2O 模式相适应的互联网行业优秀人才。对此，深圳云房加强了人才的储备，通过提高业务提成比例、实现高效的内部管理等手段，建立了规模相对稳定的人员体系，培养了一批适应行业发展和企业文化的技术创新人才队伍，成为企业未来发展的重要竞争力所在。

#### 5、享誉口碑品牌效应

深圳云房起步于深圳市场，通过成功的项目和良好的服务质量赢得市场口碑、树立品牌效应，并在华南市场占据优势地位。经过多年经营，深圳云房拥有的“Q房网”业务品牌，具有良好的品牌形象，并在市场及行业内均享誉口碑，促进了深圳云房房源及客源的不断扩大，为深圳云房各项业务快速发展提供了有力保障。

#### 6、显著的一二手联动效应

深圳云房基于多年线下门店经验，为开发商销售新房时，在组织效率、渠道资源的维护、联动中管控方面等均处于行业中的优势地位。深圳云房充分利用一二手联动模式，把房源信息更广泛传递给新房潜在客户，让潜在客户买到更合适的好房子。同时，让拥有掌握大量客户资源的二手房经纪人参与到新房的销售过程中，这对新盘的销售及房产中介的业务拓展和销售业绩的整体提升都有非常明显的促进。

2014 年、2015 年及 2016 年 1-8 月，新房代理销售收入分别为 17,879.19 万元、81,771.03 万元、131,115.56 万元，年复合增长率为 231.66%，其中，新房业务来自于门店的收入分别为 10,680.95 万元、41,865.69 万元和 77,633.47 万元，占各期新房代理收入的 59.74%、51.20%、59.21%。一二手联动带来的显著效应

为新房代理业务的快速增长奠定了基础。

综上所述，深圳云房所属行业面临较好的发展机遇期，同时深圳云房的各项业务经营状况良好，在行业内具有较强的竞争优势，盈利能力具有可持续性。

### 三、主要财务数据与相关公告存在差异的原因解释

#### （一）2014 年主要财务数据差异汇总

2015 年 3 月 12 日，深圳世联行地产顾问股份有限公司披露了《关于筹划收购深圳市云房网络科技有限公司部分股权的提示性公告》，其中披露的深圳云房的 2014 年的主要财务数据与本次重组公告存在差异，具体如下：

单位：万元

项目	世联行公告 (未审数)	重组公告 (审定数)	总体差异
净资产	2,137	-4,427	-6,564
营业收入	56,355	58,131	1,776
净利润	-4,118	-7,821	-3,703

#### （二）具体差异分析

##### 1、净资产

重组公告披露数据比世联行公告披露数据增加 6,564 万元，主要原因系未纳入合并范围的四家公司净资产总额影响金额为 612 万元；另外本次重组审计调减及合并抵销净资产总额 7,176 万元（其中主要调整系合并抵销 4 家未纳入合并的子公司长期股权投资，调减实收资本 3,800 万元；同一控制下所有者权益调增资本公积 1,700 万元；调减 2014 年当期净利润 3,197 万元，调减年初未分配利润 1,226 万元，其他杂项调减 653 万元）。两项合计净资产总额减少 6,564 万元。

##### 2、营业收入

重组公告披露数据比世联行公告披露数据增加 1,776 万元，主要原因系未纳入合并范围的 4 家公司营业收入金额为 1,269 万元；另外本次重组审计调整跨期营业收入 507 万元。两项合计营业收入增加 1,776 万元。

##### 3、净利润

重组公告披露数据比世联行公告披露亏损数据增加 3,703 万元，主要原因系世联行公告披露数据为未审数，未纳入合并范围的 4 家公司净利润总额为-606 万元；同时本次重组审计调减当期利润总额 3,711 万元，调减当期所得税 614 万

元，影响当期净利润-3,097万元。上述两项合计调减净利润3,703万元。

#### 四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：深圳云房2016年扭亏为盈与深圳云房自身发展状况一致，具有一定的合理性。深圳云房所属行业面临较好的发展机遇，且深圳云房的各项业务经营状况良好，在行业内具有较强的竞争优势，未来年度盈利能力具有可持续性。

5.问题 20：申请材料显示，2014年、2015年、2016年1-8月，深圳云房新房代理业务平均综合代理费率为2.55%、2.33%、1.83%，同行业上市公司世联行2014年、2015年、2016年1-6月的新房代理销售业务佣金费率为0.84%、0.82%、0.82%。深圳云房的代理费率高于世联行，报告书解释世联行的新房代理销售是其相关人员直接在开发商销售场地进行销售，除提供上述服务外，深圳云房还提供整合营销服务等其他服务。请你公司：1) 补充披露报告期内深圳云房新房销售代理业务的主要客户、销售收入占比、合作时间等情况，比对世联行的主要客户补充披露深圳的云房的核心竞争力。2) 结合客户走访情况，补充披露客户对深圳云房和世联行两种不同新房代理销售业务模式的满意度情况。3) 补充披露深圳云房报告期内新房代理业务平均代理费率下滑的原因和合理性。4) 结合新签署新房销售代理合同的费率约定情况，补充披露未来年度深圳云房新房代理业务代理费率的稳定性，是否存在继续下滑风险。5) 补充披露收益法评估时深圳云房新房销售代理费率的预测值，并结合实际经营情况，补充披露代理费预测的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

#### 一、深圳云房新房代理销售主要客户情况及核心竞争力分析

##### (一) 主要客户销售收入情况

深圳云房新房代理销售客户较多，且比较分散，不存在单个客户的销售比例超过10%的情况。2014年、2015年和2016年1-8月前十大客户占全部营业收入的比重分别为7.31%、4.95%和6.74%，占比较小。

1、2016年1-8月前十大客户销售及合作时间情况如下：

单位：万元

公司名称	营业收入	占比	合作时间
惠州富茂房地产开发有限公司	2,994.84	1.11%	2016年1月-2016年12月
惠东碧桂园房地产开发有限公司	2,957.44	1.09%	2016年3月-2016年12月
深圳市承翰投资开发集团有限公司	2,292.00	0.85%	2016年2月-2016年11月
中邦投资开发（珠海）有限公司	1,903.43	0.70%	2016年1月-2017年6月
惠州市新荃湾实业有限公司	1,657.16	0.61%	2016年1月-2016年12月
深圳市中熙房地产开发有限公司	1,640.38	0.61%	2015年10月-2016年7月
佛山市凯能房地产开发有限公司	1,364.14	0.50%	2015年11月-2016年12月
博罗县王府置业有限公司	1,280.00	0.47%	2016年2月-2016年11月
上海世联财富投资管理有限公司	1,176.19	0.43%	2016年5月-2017年6月
深圳市拓万房地产开发有限公司	997.42	0.37%	2016年4月-2017年4月
<b>合计</b>	<b>18,263.00</b>	<b>6.74%</b>	

2、2015年前十大客户销售及合作时间情况如下：

单位：万元

公司名称	营业收入	占比	合作时间
深圳市承翰投资开发集团有限公司	2,523.05	1.00%	2015年4月-2015年10月
珠海市卡都海俊房产开发有限公司	1,504.96	0.59%	2013年7月-2016年1月
深圳市金众地产集团有限公司	1,466.54	0.58%	2015年5月-2015年8月
深圳雅宝房地产开发有限公司	1,226.42	0.48%	2014年10月-2014年11月
中山市金源房地产开发有限公司	1,163.11	0.46%	2014年5月-2016年4月
深圳中海地产有限公司	1,064.13	0.42%	2015年3月-2015年4月
深圳市鹏瑞地产开发有限公司	1,032.36	0.41%	2015年1月-2015年3月
深圳市龙园凯利恒丰房地产股份有限公司	873.84	0.35%	2015年8月-2015年11月
深圳地业房地产有限公司	841.38	0.33%	2015年8月-2015年10月
惠东碧桂园房地产开发有限公司	832.37	0.33%	2015年1月-2015年12月
<b>合计</b>	<b>12,528.14</b>	<b>4.95%</b>	

3、2014年前十大客户销售及合作时间情况如下：

单位：万元

公司名称	营业收入	占比	合作时间
珠海国基房地产开发有限公司	765.05	1.32%	2014年3月-2014年12月
珠海市卡都海俊房产开发有限公司	612.10	1.05%	2013年7月-2014年12月
东莞市大和商贸有限公司	544.98	0.94%	2014年2月-2014年12月
深圳市五联将军帽房地产开发有限公司	377.52	0.65%	2014年3月-2014年6月
深圳市塘泰投资发展有限公司	377.17	0.65%	2014年1月-2014年12月
深圳市金地宝城房地产开发有限公司	373.01	0.64%	2013年9月-2013年12月 2014年5月-2014年7月
和记黄埔地产（深圳）有限公司	354.04	0.61%	2014年1月-2014年3月
深圳市雅豪园投资有限公司	305.63	0.53%	2014年3月-2015年10月
珠海景润房地产开发有限公司	287.00	0.49%	2011年9月-2014年3月

深圳市祥盛房地产开发有限公司	251.42	0.43%	2014年4月-2014年6月
<b>合计</b>	<b>4,247.92</b>	<b>7.31%</b>	

#### 4、新房代理业务中房地产百强客户销售情况如下：

单位：万元

项目	2016年1-8月	2015年	2014年
房地产百强销售收入	20,607.65	10,709.65	2,925.47
营业收入	270,848.62	253,194.95	58,131.29
<b>占比</b>	<b>7.61%</b>	<b>4.23%</b>	<b>5.03%</b>

如上表所示，新房代理业务客户中，百强房地产商占比约在4%-8%左右，其中不乏保利地产、碧桂园、富力地产、绿地地产、万科地产、恒大地产等知名开发商。通过与这些客户的合作，有助于提升深圳云房在行业内的品牌效应；另一方面，在与知名开发商合作中，优质大客户高标准的要求带动深圳云房自身的整合营销、快速响应、内部管理等方面不断提高，不断进取，进一步提升深圳云房的竞争力。

#### （二）深圳云房与世联行新房业务主要客户对比分析

2016年世联行前五大客户名称及销售收入汇总如下：

单位：万元

客户名称	销售收入	占全部收入比重
恒大地产集团有限公司	46,424.84	7.40%
万科企业股份有限公司	20,708.17	3.30%
保利房地产（集团）股份有限公司	11,913.34	1.90%
京御房地产开发有限公司	8,148.06	1.30%
深圳华侨城股份有限公司	6,703.06	1.07%
<b>合计</b>	<b>93,897.46</b>	<b>14.97%</b>

如上表所示，世联行前五大客户均为知名房地产开发商，例如恒大、万科等，虽然深圳云房也与上述知名房地产开发商进行合作，但整体收入规模不大，占比较小，上述房地产开发商未进入前十大名单。深圳云房的主要客户多为中小开发商，主要是因为深圳云房整合营销策划及渠道的能力、营销去化能力较强，而这些恰恰是中小开发商所不具备的，因此，深圳云房在新房代理销售业务上具有较强的议价能力，可以获得较高的佣金分成。

#### （三）深圳云房新房业务核心竞争力

##### 1、核心团队经营丰富、人才储备良好

深圳云房从事新房代理业务的核心团队成员有着丰富的管理经验及客户资

源。深圳云房总部设新房事业部，对各城市的新房业务进行垂直管理。自新房事业部组建以来不断加强文化建设，完善薪酬激励体系，通过外部引进和内部培养的方式充实营销、管理等方面的中高级人才队伍，稳定、壮大中高层管理团队，充分实现深圳云房新房业务资源效益最大化和人力潜能最大化。

## 2、渠道资源的管理跟整合能力较强

新房代理业务的发展依托于资源和渠道整合能力，是资源和技术并重的业务类型。深圳云房不仅通过其线下门店进行分销，还依托其新媒体营销及其互联网渠道优势，为开发商提供基于互联网的全渠道营销解决方案，对新楼盘进行全面推介。在大数据平台的技术支持下，对资产的各类数据进行管理维护与开发利用，将房源管理及客户管理贯穿于新房代理业务的开展过程中，以经纪业务为基础，实现新房代理业务与房屋经纪业务的联动，对新楼盘进行整合营销，从而带动各项业务协同发展。

## 3、迅速组织团队，快速复制项目落地的能力较强

深圳云房在布局新城市时，不仅考虑到市场外部原因，同时结合内部运作，形成一套成熟、可复制的模式。新房事业部采取“一体两翼”的策略，将项目落地并成功营销。一体两翼，“一体”是以项目事业部为核心去接洽项目，开拓盘源，管理盘源。两翼，其中“一翼”是营销渠道，包括内部渠道及外部渠道。发展成熟的核心城市以内部渠道为主，其它城市以外部营销为主，充分整合可利用的资源渠道。另外“一翼”是深圳云房的直销团队。一体两翼的策略充分的体现了标的公司拓展楼盘的能力，同时又能帮开发商营销去化，使得深圳云房在新布局城市能够迅速确定优势。同时，在新进入的城市，深圳云房还会考虑结合当地的文化、资源等情况，搭建城市公司的核心团队。新房业务拓展城市从 2014 年末的 5 个发展至 2016 年 8 月末的 30 个，已结算项目数量从 2014 年末的 276 个发展至 2016 年 8 月末的 1,340 个，新房业务运作模式成熟，业务拓展情况良好。

## 4、成熟的一二手联动销售模式

深圳云房基于多年线下门店经验，为开发商销售新房时，在组织效率、渠道资源的维护、联动中的管控方面等均处于行业中的优势地位。深圳云房充分利用一二手联动模式，把房源信息更广泛传递到新房潜在客户眼前，让潜在客户买到更合适的好房子；同时让掌握大量客户资源的二手房经纪人参与到新房的销售过

程中，这对新盘的销售及房产中介的业务拓展和销售业绩的整体提升都有非常明显的促进。一二手联动在减少二手中介人力资源过剩的问题的同时，为新房资源开拓了强有力的销售渠道。

2014年、2015年及2016年1-8月，新房代理销售收入分别为17,879.19万元、81,771.03万元、131,115.56万元，年复合增长率为231.66%，其中，新房代理业务中来在于门店的收入分别为10,680.95万元、41,865.69万元和77,633.47万元，占各期新房代理收入的59.74%、51.20%、59.21%。一二手联动带来的收入快速增长为新房代理业务的快速增长奠定了基础。

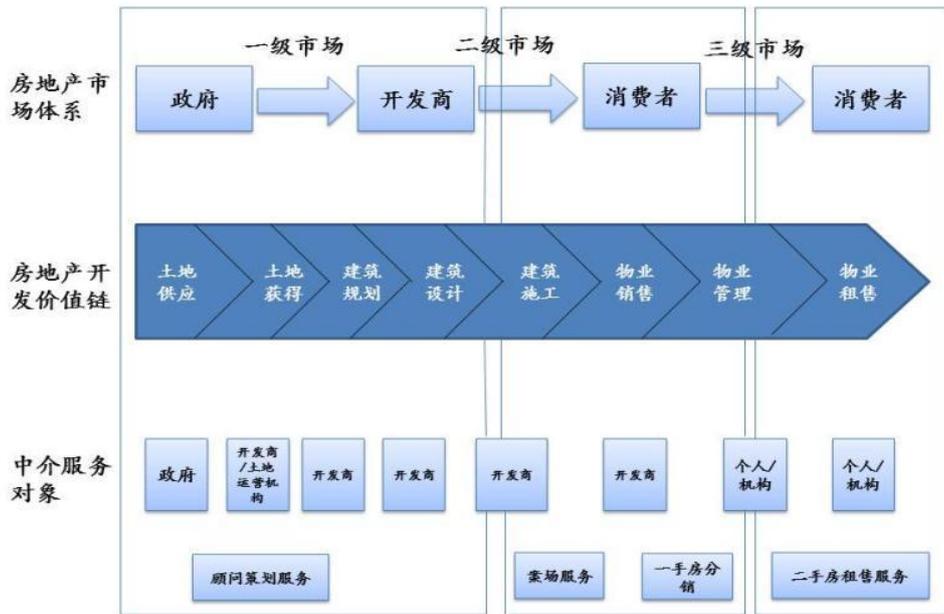
#### 5、完善的电商营销服务能力

区别于传统的电商平台，深圳云房的新房电商业务不仅提供线上推广服务，还在成交过程当中给予专业的销售支持。传统的电商平台更多的只是销售团购券、带客户到售楼处备案登记，标的公司还拥有驻场管理、接待流程和匹配房源的专业建议，带看成交率较高。深圳云房新房电商业务2014年实现收入3,129.61万元，2016年1-8月实现收入29,622.51万元，年化复合增长率276.80%，增长速度较快。

## 二、客户对深圳云房和世联行两种不同新房代理业务模式的满意度情况分析

### （一）深圳云房与世联行新房代理业务模式分析

房地产中介服务是贯穿房地产全产业链的房地产综合服务业务。房地产中介服务行业的服务从最初的土地出让规划到项目的前期规划设计、再到物业销售运营、直到最后的二手房租售，房地产中介服务涵盖了顾问策划、新房代理、电子商务、二手房买卖、二手房租赁以及物业管理等服务在内等诸多内容，简要情况如下图所示：



深圳云房与世联行均从事二级市场物业销售中新房代理业务，而二者在业务模式上存在差异，具体分析如下：

业务类型	项目	世联行	深圳云房
新房代理销售业务	提供服务	案场服务	分销服务
	佣金计算方法	楼盘成交总额*佣金比例	推介客户成交总额*佣金比例
	佣金比例	低	高
新房电商业务	业务表述	通过建立综合平台，整合营销渠道，运用世联集系列线上App或者网站及联接中介机构、经纪人等线下资源，向开发商、渠道、购房者所提供的服务	依托深圳云房的新媒体营销及其互联网渠道优势，线上发布受托分销新房信息，为开发商提供基于互联网的营销解决方案，并通过团购等活动方式，对新楼盘进行全面推介，获得在推广领域的相关报酬
	收入来源	新房团购费	新房团购费

综上，世联行与深圳云房在电商业务模式上基本相同，但在新房代理销售业务中，世联行主要是案场服务，而深圳云房主要以分销服务为主，业务模式的不同决定了二者在开发商的选择、佣金率的水平上存在一定的差异。

## （二）客户满意度分析

如上所述，世联行与深圳云房在新房代理销售业务模式上有着本质区别，通常，世联行负责前段的营销及案场服务，深圳云房负责中后段的渠道推广及分销业务，二者在新房销售环节相辅相成，互为补充。

通过与房地产开发商相关负责人访谈得知，房地产开发商根据新房销售计划

制定相应的销售方案，将销售环节中的服务分别外包给世联行与深圳云房，世联行负责案场服务，深圳云房负责分销业务。开发商利用二者的在不同销售环节的特长，相互补充，共同服务于新房的销售。二者在专属销售环节的专业度较高、服务质量良好，客户满意度较高。

此外，深圳云房尤其重视客户的满意度以赢得口碑，利用专业的服务质量和良好的用户体验来提升开发商的好感度，专业的服务质量要不断提高自身的业务水平，而良好的用户体验更是需要自身不断满足、持续挖掘开发商的需求，提高差异化服务能力，从而提高在行业内的竞争地位，使品牌影响力不断提升。

### 三、深圳云房新房代理业务平均代理费率情况及下滑的合理性分析

2014年、2015年和2016年1-8月，新房代理业务收入佣金率情况如下：

单位：万元

项目	2016年1-8月	2015年	2014年
完成代理销售额	5,722,836.17	3,503,712.00	702,511.00
成交套数（套）	41,332	25,597	6,508
佣金额	131,115.56	81,771.03	17,879.19
代理费率	2.29%	2.33%	2.55%

如上表所示，新房代理业务收入代理费率变化平稳，代理费率水平基本持平的情况下略有下降。深圳云房的新房代理业务主要为结合线上线下的推广，向开发商引荐客户，拓展客源，最终促成客户与开发商成交的代理服务。2014年为深圳云房新房代理业务的起始元年，2015年为深圳云房的扩张年，为提高市场知名度，拓展市场占有率，在2015年、2016年新房市场成交回暖的情况下，深圳云房与开发商的合作中，在原先佣金水平的基础上给予开发商一定的折扣优惠；同时，随着新房电商业务崛起，新房电商业务收入占新房代理业务收入的比重逐步增大，而新房电商业务的代理费率相对较低，进一步拉低了新房代理业务的整体代理费率。

### 四、新签署新房销售代理合同的费率约定情况，未来年度深圳云房新房代理业务代理费率的稳定性，是否存在继续下滑风险

#### （一）2016年9-12月新房代理销售合同佣金率情况

2016年9-12月已结算的新房代理业务的佣金率汇总如下：

单位：万元

房产成交总价	成交套数（套）	佣金额	代理费率
3,273,641.33	21,959	93,943.14	2.87%

如上表所示，2016年9-12月已结算的代理销售合同中，新房代理费率逐步提高，主要系一线城市周边城市新房项目逐步增多，单套房价相对较低，代理费率相对较高，导致平均代理费率达到2.87%。

## （二）未来年度深圳云房新房代理业务佣金率稳定性及下滑风险分析

房地产行业是我国的基础性产业，改革开放以来随着经济的发展和政策的扶持，房地产行业市场实现了持续快速增长，2006年-2016年间，我国房地产开发投资额年均复合增长率达到18.11%，深圳云房作为房地产中介机构受益于房地产行业的蓬勃发展，尤其自2014年开始进入新房代理销售业务起，深圳云房利用自身的线下优势，提高信息化、互联网化的投入力度，在发挥深圳云房强大的线下门店优势的同时，利用线上平台的传播效率，整合线上和线下分销渠道，提升品牌形象，建立了行之有效的分销团队获取客源，不断持续提高核心竞争力，以在与开发商合作过程中，增强自身的议价能力，以保证佣金率水平持续稳定在合理的水平，维持深圳云房的持续盈利能力。

随着我国房地产中介服务行业竞争的日趋激烈，不排除未来代理费率出现下降的可能。标的公司的主要业务集中在深圳、珠海、上海、杭州等一、二线城市，尤其是在华南地区，经营规模、市场占有率位于同行业前列，具备一定抵御佣金率下降的能力。但倘若未来佣金率出现大面积的长时间下跌，则会对深圳云房的经营业绩造成不利影响。

## 五、收益法评估时深圳云房新房销售代理费率的预测情况及合理性

### （一）实际经营情况

单位：万元

年份	成交金额	佣金收入	佣金率
2014年	702,511.00	17,879.19	2.55%
2015年	3,503,712.00	81,771.03	2.33%
2016年1-8月	5,722,836.17	131,115.55	2.29%
2016年9-12月	3,273,641.33	93,943.14	2.87%
2016年	8,996,477.51	225,058.69	2.50%

### （二）代理费率预测分析

我国房地产行业呈现出长期稳定发展、短期周期性波动的态势，深圳云房新房代理销售业务的开发商主要是中小型开发商。深圳云房为开发商提供分销服务，比案场服务获取客源的难度大，同时也通过策略替开发商推介和销售楼盘。基于

这种业务模式，其代理费率较高。

从历史年度代理费率来看，2014年2.55%，2015年2.33%，2016年2.50%，代理费率是波动的，符合房地产行业长期稳定发展、短期周期性波动的态势。房地产政策宽松期，深圳云房为提高市场知名度，拓展市场占有率，与开发商的合作中，在原有佣金水平的基础上给予开发商一定的折扣优惠；房地产政策收紧期，房地产开发商受资金回笼压力的影响，会增加对营销渠道的依赖性，更加依赖房地产中介服务企业的品牌实力、网点分布及专业素养，深圳云房对中小型房地产开发商更具有议价能力。故在预测期内，评估师判断代理费率将是波动的。

未来随着深圳云房市场规模和运营优势的不断体现，以及门店与门店、板块与板块之间的联动效应，深圳云房将通过规模优势、品牌服务、择优布局、逆势扩张等措施进一步抢占市场占有率，提高对开发商的议价能力，可以抵消代理费率有可能下滑所带来的风险。

对深圳云房未来新房代理销售收入的预测，以2016年1-8月的新房代理销售收入作为基础，参考各城市公司新房成交金额的涨跌幅变化（市场因素），进而预测出未来新房代理销售收入。代理费率属于新房代理销售收入的上游参数，评估过程中，基于市场占有率、代理费率的波动性，具有较大的不确定性，对不确定性的因素做评估假设，将导致估值的不严谨，故未估算代理费率。

## 六、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

（一）通过对比，深圳云房与世联行在业务模式、服务阶段的不同决定了其服务的主要开发商存在差异，深圳云房主要服务于中小开发商，在分销渠道方面具有一定的核心竞争力；

（二）通过走访，二者在新房代理销售环节相互补充，共同服务于开发商。二者在专属销售环节的专业度较高，服务质量良好，客户满意度较高；

（三）报告期内，新房代理费率基本持平，略有下降，主要系竞争加剧导致给予开发商更多折扣，代理费率趋势符合行业发展的状况和自身经营的情况，具有一定的合理性；

（四）新签署新房销售代理合同的代理费率有所上升，未来年度深圳云房具备利用自身优势，以保证代理费率水平持续稳定在合理水平，并抵御代理费率下

滑风险的能力，维持深圳云房的持续盈利能力；

（五）市场占有率、代理费率均是影响代理销售收入的因素，但具有较大的不确定性，对不确定性的因素做评估假设，导致估值不严谨，故评估过程不考虑代理费率。

6.问题 22：申请材料显示，2014 年、2015 年、2016 年 1-8 月，深圳云房二手房经纪业务佣金收入为 3.27 亿元、15.05 亿元、12.5 亿元，平均佣金率为 1.97%、1.64%、1.57%。在确认二手房经纪业务销售收入时，深圳云房主要以过户日期为收入确认时点（除上海地区收入确认时点为网签日期），房屋完成过户与收到佣金两个条件必须同时满足。请你公司：1）结合收入确认时点，补充披露深圳云房上海地区二手房经纪业务是否存在应收账款，收入确认是否足够谨慎。2）补充披露二手房经纪业务平均佣金率下滑的原因，并比对同行业公司情况补充披露深圳云房二手房经纪业务佣金率是否处于合理水平。3）结合近期新签二手房经纪合同的费率约定情况，补充披露未来年度深圳云房二手房经纪业务佣金率的稳定性，是否存在继续下滑风险。4）补充披露收益法评估时新房二手房经纪佣金率的预测值，并结合实际经营情况，补充披露佣金率预测的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

**回复：**

**一、上海地区二手房经纪业务是否存在应收账款，收入确认是否足够谨慎**

**（一）上海地区二手房经纪业务不存在应收账款**

深圳云房各报告期末应收账款余额的构成均为新房代理业务收入产生的，应收开发商或楼盘总代理商的分销佣金，二手房经纪业务不存在应收账款。

参与二手房买卖的双方在与上海云房签订居间合同时，上海云房收取部分（剩余佣金在网签前收取）或全部佣金，计入预收账款。网签时，收入确认条件达成，上海云房将预收账款结转并确认收入。故上海云房二手房业务不存在应收账款。

**（二）上海地区二手房经纪业务收入确认谨慎性分析**

深圳云房全资子公司上海云房在为二手房买卖双方提供劳务时，签订的居间协议中规定达到以下条件时确认收入：

1、居间服务成功：《房地产买卖合同》的签订即表明上海云房提供的居间服务已促成买卖合同成立，即劳务已经提供；

2、佣金支付：买卖双方应当与《房地产买卖合同》成立之日分别按照居间服务协议支付佣金；即收到佣金款；

3、买卖双方及上海云房三方一致确认：买卖双方支付给上海云房的佣金，系为其提供居间媒介服务的居间报酬，买卖双方正常履行买卖合同，上海云房承诺将无偿额外提供房屋的交易过户等协助服务；买卖双方绕开上海云房完成过户的，不得以此为由要求扣减其应得居间报酬；即在《房地产买卖合同》成立之日，上海云房主要推介的居间服务已经完成。

根据上述居间协议条款，提供劳务收入同时满足以下条件时，满足收入确认原则：

- 1、劳务已经提供，促成买卖合同成立；
- 2、相关收入金额能够可靠计量，收到的佣金款；
- 3、相关经济利益很可能流入企业，已经收到佣金款；
- 4、已发生的成本和即将发生的成本能够可靠计量，上海云房经纪人佣金提成。

综上，上海云房居间合同中的相关条款约定，在收取佣金并完成网签时已将风险及报酬转移，收入确认条件达成，故上海云房在网签而非过户时确认收入，收入确认符合实际情况，具有一定的谨慎性。

## 二、二手房经纪业务平均佣金率下滑的原因及二手房经纪业务佣金率情况合理性分析

### （一）二手房经纪业务佣金率情况

2014年、2015年及2016年1-8月，二手房经纪业务佣金率情况如下：

单位：万元

项目	2016年1-8月	2015年	2014年
经纪业务成交额	7,982,921.98	9,158,429.17	1,662,500.00
成交套数（套）	31,395	38,100	8,603
佣金额	125,041.60	150,541.02	32,696.47
代理费率	1.57%	1.64%	1.97%

2014年、2015年和2016年1-8月，深圳云房二手房经纪业务佣金率分别为1.97%、1.64%和1.57%，逐步呈下降趋势，其中2015年较2014年下降明显，主

要系深圳城市佣金率由 2014 年的 1.96% 下降至 2015 年的 1.69%。2015 年深圳云房大幅扩张，深圳市门店由年初 198 家增至 348 家，为抢占市场份额，深圳门店给予了客户适当的折扣优惠；其次，2014 年至 2015 年期间，深圳区域成交的单套房产平均成交总价大幅增长，为积极促成交易，在成交价格上涨的情况下，给予买卖双方更大力度的让利，标的公司在基准佣金率的情况下给予折扣，导致深圳城市的佣金率下降。而深圳城市的二手房经纪业务收入占全部城市二手房经纪业务收入的比重较大，进而带动了整体佣金率的下降。

深圳城市佣金率及收入占比汇总如下：

项目	2016 年 1-8 月	2015 年	2014 年
佣金率	1.64%	1.69%	1.96%
收入占比	50.61%	61.03%	70.88%

2016 年 1-8 月，深圳云房受益于房地产市场活跃的影响，成交量稳定上升，但中介市场同时竞争加剧，导致 2016 年 1-8 月平均佣金率与 2015 年度基本持平的情况下略有下滑。

## （二）二手房经纪业务佣金费率下降原因分析

### 1、行业竞争不断加剧

2014 年、2015 年及 2016 年 1-8 月，房地产行业政策和货币政策相对宽松，全国重点城市房屋价格快速上涨、房屋成交额大幅提升。面对房地产市场的持续火爆，房地产中介服务企业相继降低代理佣金费率，以便在激烈的竞争中保有一定的市场份额。

此外，在互联网热潮的推动下，互联网房地产中介借资本助推下异军突起，快速抢占市场份额，主要为爱屋吉屋和搜房网为代表的互联网房地产中介。互联网房地产中介由于没有门店开支，佣金费率相对较低。互联网房地产中介的强势介入加剧了行业内的竞争，传统房地产中介的佣金费率因互联网房地产中介的不断挑战而降低。

### 2、标的公司规模快速扩张

2014 年、2015 年及 2016 年 1-8 月，深圳云房抓住活跃的市场环境，采用“深耕”与“扩张”并举的策略，通过全方位的布局及品牌拓展，业绩迎来快速增长。其中，线下门店由 2014 年 12 月 31 日的 304 家，增加到 2015 年 12 月 31 日的 1,052 家，增长 246.05%，经纪业务合作人由 2014 年 12 月 31 日的 7,506 名增加

至 2015 年 12 月 31 日的 21,674 名，增长率达 188.76%，城市覆盖范围由华南区拓展到华东区和华北区，包括全国主要的一线和二线城市。

随着门店和经纪业务合作人员的不断增加，深圳云房店铺租金和人力成本等不断上升，深圳云房在规模快速扩张的过程中也适当降低了业务的佣金费率，以适应规模的急剧扩张和激烈的竞争环境。

### 3、二手房买卖均价的大幅上涨

近年来，随着二手房买卖均价的不断上涨，尤其是一线城市增幅较大，若佣金率维持不变，二手房买卖的交易成本明显增加，无疑是加重了客户的购房成本，客户要求下调佣金的呼声越来越高。为应对客户的交易心理变化及购房成本的增加，各房产经纪公司也加大了打折力度，导致随着房价的上升，佣金率是呈逐步下降的趋势。

## （三）二手房经纪业务佣金率水平合理性分析

### 1、监管部门对收费标准的相关规定

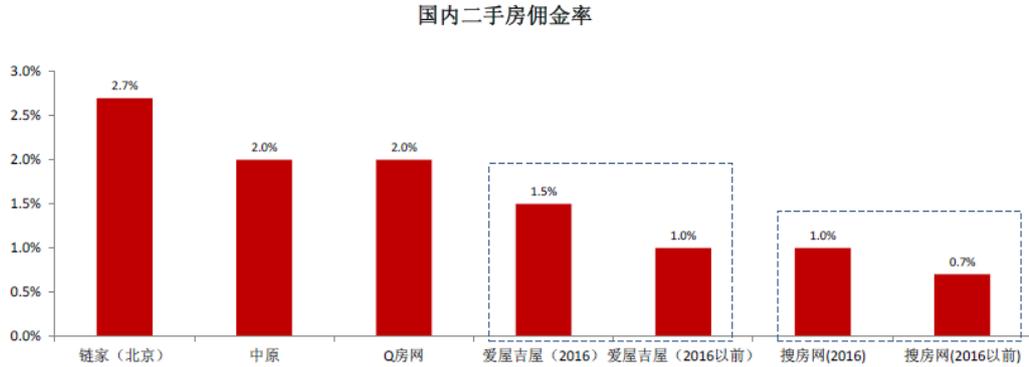
根据国家发展改革委、住房城乡建设部于 2014 年发布的《关于放开房地产咨询收费和下放房地产经纪收费管理的通知》（发改价格[2014]1289 号）的有关规定：“下放房地产经纪服务收费定价权限，由省级人民政府价格、住房城乡建设行政主管部门管理，各地可根据当地市场发育实际情况，决定实行政府指导价管理或市场调节价。实行政府指导价管理的，要制定合理的收费标准并明确收费所对应的服务内容等；实行市场调节价的，房地产经纪服务收费标准由委托和受托双方，依据服务内容、服务成本、服务质量和市场供求状况协商确定。”

房地产经纪业务收费标准由各地人民政府相关部门决定。目前，各地地府采取放开房地产经纪服务收费，实行市场调节价，但中介须明码标价且在合同明确约定的政策，将二手房买卖的佣金收费标准交由市场决定。

### 2、行业内收费标准汇总统计

目前，传统房屋中介的二手房买卖名义佣金率基本在 2%-3% 之间，例如链家北京为 2.7%，中原地产为 2%，深圳云房为 2%。而新兴的互联网中介由于没有门店开支，佣金费率相对较低，如 2015 年爱屋吉屋只收 1%，2016 年提升至 1.5%；房天下 2016 年以前只收 0.5%+0.2% 的佣金率，2016 年提升至 1%。在实际情况中，传统中介公司给每个客户的佣金率不太一样，大部分都会在名义佣金

率上有一定的折扣。



深圳云房 2014 年、2015 年、2016 年 1-8 月二手房买卖业务佣金率分别为 1.97%、1.64%、1.57%，处于同行业中间水平，深圳云房二手房买卖业务佣金率处于合理水平。

**三、新签二手房销售合同的费率约定情况，未来年度深圳二手房销售费率的稳定性，是否存在继续下滑风险**

**(一) 2016 年 9-12 月已结算的二手房买卖业务合同佣金率情况**

2016 年 9-12 月已结算的二手房买卖业务合同的佣金率汇总如下：

单位：万元

房产成交总价	成交套数(套)	佣金额	佣金率
3,716,978.17	16,163	64,812.73	1.74%

如上表所示，2016 年 9-12 月深圳云房已结算的二手房经纪业务的佣金率为 1.74%，略高于 2016 年 1-8 月的佣金率，主要系深圳云房扩张后市场占有率及成交活跃度的提高，市场对深圳云房中介服务的满意度提升，有效的抵御房地产市场调控政策对房产中介公司的不利影响。

**(二) 未来年度深圳云房二手房买卖业务佣金率稳定性及下滑风险分析**

房地产行业是我国的基础性产业，改革开放以来随着经济的发展和政策的扶持，房地产行业市场实现了持续快速增长，深圳云房作为房地产中介机构受益于房地产行业的蓬勃发展。

经过多年发展布局，深圳云房逐步建立了成熟的线上平台，例如盘客通、新盘通、经纪公司 ERP 等系统，极大地促进了二手房交易的效率；其次，形成了规模化的线下业务体系，截至 2016 年 8 月 31 日，深圳云房已经在全国布局了 1,000 余门店，经纪业务合作人超过 2 万人，在华南地区市场占有率处于领先地位

位，并在华东、华北等城市积极布局；再者，深圳云房逐步建立了优秀的专业管理团队，形成了行之有效的管理特色，建立起与企业文化相适应的团队优势，建立了与 O2O 发展相适应的人才储备。上述核心竞争力保证了二手房买卖业务佣金率持续稳定在合理的水平，维持深圳云房的持续盈利能力。

随着我国房地产中介服务行业竞争的日趋激烈，不排除未来佣金率出现下降的可能。标的公司的主要业务集中在深圳、珠海、上海、杭州等一、二线城市，尤其是在华南地区，经营规模、市场占有率位于同行业前列，具备一定抵御佣金率下降的能力。但倘若未来佣金率出现大面积的长时间下跌，则会对深圳云房的经营业绩造成不利影响。

#### 四、收益法评估时二手房经纪佣金率的预测情况及合理性

##### （一）实际经营情况

2014-2016 年二手房买卖业务佣金率统计如下：

单位：万元

年份	二手房买卖业务成交金额	佣金收入	佣金率
2014 年	1,662,500.00	32,696.47	1.97%
2015 年	9,158,429.17	150,541.02	1.64%
2016 年 1-8 月	7,982,921.98	125,041.60	1.57%
2016 年 9-12 月	3,716,978.17	64,812.73	1.74%
2016 年	11,699,900.16	189,854.32	1.62%

2014 年-2016 年二手房买卖业务佣金率分别为 1.97%、1.64% 和 1.62%，佣金率呈下滑趋势，但 2016 年国庆期间，各地实施房地产调控政策后，二手房买卖佣金率较调控前略有上涨，超过 2015 年二手房买卖佣金率水平，即佣金率会受房地产政策的影响而波动。

##### （二）佣金费率预测分析

目前，传统房屋中介的二手房名义佣金率基本在 2%-3% 之间，深圳云房处于同行业中间水平，但佣金率是波动的，符合房地产行业长期稳定发展、短期周期性波动的态势。佣金费率受房地产政策、同行竞争及市场占有率的影响。

1、房地产政策宽松期，市场行情的火热将带来激烈竞争，房屋中介会适当的降低收费标准，在标准佣金率的基础上给予较大幅度的折扣；房地产政策收紧期，中小型中介机构的倒闭，一定程度上减少了竞争对手，大型房屋中介优势得以体现。

2、在同一城市，市场占有率高的房屋中介，基于其品牌效应，服务质量，在标准佣金率的基础上的折扣率较低；市场占有率低的房屋中介，为获取一席之地，进行规模扩张，往往给予较高的折扣率。

结合房地产政策调控的周期性、深圳云房各城市的布局及市场地位，评估师判断预测期内佣金率将是波动的。

专业和服务是深圳云房在房屋中介行业立足和长远发展的基石，未来随着深圳云房市场规模和运营优势的不断体现，以及门店与门店、板块与板块之间的联动效应，深圳云房将通过规模优势、品牌服务、择优布局、逆势扩张等措施进一步抢占市场占有率，提高对客户的议价能力，可以抵消佣金率有可能下滑所带来的风险。

对深圳云房未来二手房经纪业务收入的预测，以 2016 年 1-8 月的二手房经纪收入作为基础，参考各城市公司二手房成交金额的涨跌幅变化（市场因素），进而预测出未来二手房经纪收入。佣金率属于二手房经纪收入的上游参数，评估过程中，基于市场占有率、佣金率的波动性，具有较大的不确定性，故未估算佣金率。

## 五、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

（一）深圳云房上海地区二手房经纪业务不存在应收账款，收入确认符合上海地区的实际情况和企业会计准则的要求，具有一定的谨慎性；

（二）报告期内二手房经纪业务佣金率逐渐趋稳，符合行业发展的状况和自身经营的情况，具有一定的合理性；

（三）新签署二手房经纪业务合同的佣金率有所上升，未来年度深圳云房具备利用自身优势，以保证佣金率水平持续稳定在合理水平，并具有抵御佣金率下滑风险的能力，维持深圳云房的持续盈利能力；

（四）市场占有率、佣金率均是影响二手房经纪业务收入的因素，但具有较大的不确定性，对不确定性的因素做评估假设，导致估值不严谨，故评估过程不考虑佣金率。

7.问题 27: 申请资料显示, 收益法评估时深圳云房 2016 年 9-12 月预测收入 12.98 亿元, 其中, 新房业务收入 7.19 亿元, 二手房经纪收入 5.77 亿元, 预计净利润 7,816.19 万元。请你公司补充披露上述预测收入和净利润的实现情况。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

### 一、2016 年 1-12 月预测收入和净利润的实现情况

根据中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)出具的众环审字(2017)011799 号《审计报告》, 深圳云房 2016 年 1-12 月营业收入 436,011.78 万元, 其中, 新房代理业务收入 225,058.70 万元, 房屋经纪业务收入 210,953.08 万元, 净利润 26,788.70 万元。上述业绩和收益法评估时预测收入、净利润的对比情况如下:

单位: 万元

项目	营业收入	新房代理 业务收入	房屋经纪 业务收入	净利润
深圳云房 1-12 月预测数据	400,679.82	203,058.00	197,621.83	23,460.38
深圳云房 1-12 月实际数据	436,011.78	225,058.70	210,953.08	26,788.70
完成度	108.82%	110.83%	106.75%	114.19%

综上, 采用收益法评估预测的 2016 年 1-12 月收入 and 净利润均已实现。

### 二、中介机构核查意见

经核查, 评估师认为: 收益法评估时预测的收入和净利润均已实现。

8.问题 28: 申请材料显示, 2016 年 9 月底至国庆期间, 21 个城市陆续出台了限购限贷政策。结合标的公司的实际经营情况, 新房代理业务收入确认较签订合同的时间平均滞后 4 个月, 新政影响将在 2017 年 2 月体现出来。收益法评估时预计 2 月成交金额较 1 月将下降 50%, 次月成交金额环比开始恢复增长, 假设在未来的 6-9 个月后成交金额逐步恢复到政策调控前水平, 则考虑月增长率 8-14%。由此得出 2017 年 2-12 月新房代理收入为 186,696.41 万元, 则 2017 年新房代理业务收入为 204,498.51 万元。二手房业务收入确认较签订合同的时间平均之后 2 个月, 12 月二手房收入将考虑 30%-50%的跌幅, 假设在未来的 6-9 月后成交金额逐步恢复到政策调控前水平, 则考虑月增长率 10%-15%, 综合得出 2016 年 9-12 月的二手房收入为 57,719.09 万元, 2017 年二手房收入为 203,494.02 万元。收益法评估时 2017 年、2018 年、2019 年、2020 年、2021 年的预测收入增长率为 2.02%、

11.68%、10.51%、9.11%、9.09%。请你公司：1) 结合 2016 年国庆期间房产新政后的实际经营情况、已签订新房代理销售合同的执行及新签代理销售合同或意向情况，补充披露深圳云房 2017 年新房代理业务、二手房经纪业务预测收入的可实现性。2) 补充披露深圳云房 2017 年以后年度预测主营业务收入保持平稳增长的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

## 一、2017 年新房代理业务、二手房经纪业务预测收入的可实现性

### (一) 2016 年国庆期间房产新政后的实际经营情况

2016 年 10 月房产新政实施后，2016 年 9-12 月，深圳云房的营业收入为 165,163.16 万元，其中，新房代理业务收入 93,943.15 万元，房屋经纪业务收入 71,220.01 万元，净利润 11,144.51 万元。营业收入和净利润超过收益法评估时预测的数据。

2017 年 1-3 月，深圳云房未经审计的营业收入为 87,569.16 万元，其中，新房代理业务收入 54,256.76 万元，房屋经纪业务收入 33,312.40 万元。超过 2016 年 1-3 月实现的营业收入 84,793.62 万元，且超过收益法评估时 2017 年 1-3 月预测的收入 75,679.48 万元。

### (二) 已签订新房代理销售合同的执行及新签代理销售合同或意向情况

#### 1、新签代理销售合同情况

2016 年 10 月房产新政实施后，截至 2017 年 3 月 31 日，新签代理销售合同或意向合同的共计 528 个项目。

#### 2、已签订新房代理销售合同的执行情况

2016 年 10 月房产新政实施后，截至 2017 年 3 月 31 日，新房代理销售楼盘项目尚未结算的代理销售收入约为 74,242.55 万元。

### (三) 深圳云房 2017 年新房代理业务、房屋经纪业务预测收入的可实现性分析

深圳云房 2017 年 1-3 月实际收入与评估预测收入对比情况如下：

单位：万元

项目	营业收入	新房代理业务收入	房屋经纪业务收入
2017 年 1-3 月预测数据	75,679.48	42,380.20	33,299.28
2017 年 1-3 月实际数据	87,569.16	54,256.76	33,312.40
完成度	115.71%	128.02%	100.04%

注：2017年1-3月实际数据未经审计

2017年1-3月实际营业收入超过2017年1-3月评估预测营业收入，新房代理业务收入超过预期。

2016年1-3月深圳云房实际营业收入为84,793.62万元，2017年1-3月实际营业收入为87,569.16万元，同比增长3.27%。2016年10月房产新政实施后，深圳云房2017年1-3月实现的收入仍高于2016年1-3月实现的收入。

深圳云房新房代理业务、房屋经纪业务已签订合同尚未结算业绩和评估预测业绩对比情况如下：

单位：万元

项目	新房代理业务收入	房屋经纪业务收入
2017年评估预测数	204,498.51	204,255.27
2017年1-3月实际收入	54,256.76	33,312.40
截至2017年3月31日尚未结算销售额	74,242.55	93,076.89

深圳云房2017年1-3月实际营业收入为87,569.16万元，截至2017年3月31日尚未结算销售额为167,319.44万元，其中新房代理业务收入74,242.55万元，房屋经纪业务收入93,076.89万元。2017年1-3月实际收入及截至2017年3月31日未结算的收入合计占全年预测收入的62.36%，为2017年预测收入实现提供了保障。

综上，2017年1-3月深圳云房已实现的收入大于评估预测数据；在2016年10月房产新政实施后，深圳云房2017年1-3月实现的收入仍高于2016年1-3月实现的收入。房产新政实施后，深圳云房已签订新房代理销售合同的执行情况良好，新签代理销售合同或意向合同的项目较多，已签订合同未结算业绩良好。因此，预测2017年深圳云房的收入具有可实现性。

## 二、深圳云房2017年以后年度预测主营业务收入保持平稳增长的合理性分析

2017年以后年度，深圳云房预测主营业务收入的增长率如下：

项目	2018年	2019年	2020年	2021年
新房业务收入增长率	9.18%	9.29%	9.41%	9.54%
二手房佣金收入增长率	14.20%	11.70%	8.83%	8.67%
主营业务收入增长率	11.68%	10.52%	9.11%	9.09%

### （一）新房业务收入增长率合理性分析

## 1、改善性购房市场空间大，是房地产增量市场的主战场

(1) 从购房需求来分析，可以分解为“购房人群+购买力+购买意愿”，中长期来看，购房人群的增长空间较小，但是购买力和购买意愿的弹性却很大。从宏观角度来看，M2 的体量和增速是社会总体购买力增长的基础。2016 年金融统计数据报告显示，2016 年 12 月末，广义货币（M2）余额 155.01 万亿元，同比增长 11.3%，预示购买力水平稳步向上；购房意愿方面，住宅产品的差异化特征会强化其结构性行情，特别是针对当前的改善性需求市场，购房意愿在流动性强的区域有增无减。

(2) 人均住房建筑面积有提升的空间。中国正处于人均住房建筑面积稳定提升的阶段，在流动性好的一线城市及周边、重点二线城市和资源稀缺的三线城市，改善性购房市场空间依然较大，这些区域将会是房地产增量市场的主战场。

(3) 根据国家统计局公布数据显示，在过去的 5 年、10 年、15 年，中国新建商品房销售额复合增长率分别为 14.1%，15.5%、23.4%。虽然增速有所下降，但平均增速依然保持高速增长。

结合发达国家经验并考虑近几年我国改善性住房产品投放的加大，预计未来市场真实的成交量会与均衡的需求相适应。考虑到未来改善性产品成交带来的溢价效应，以及购买力的上升，未来年住宅销售额将维持为稳定增长。

## 2、房地产行业市场周期性变化特征

过往中国房地产市场的中短期变化，大致以三年为一个周期。如果以销售面积指标来观察中国房地产行业的周期，会发现自 2005 年以来我国房地产的运行周期大致以三年作为一个周期，2005 年、2008 年、2011 年、2014 年都是行业的相对低点，而 2006-2007 年、2009-2010 年、2012-2013 年、2015 年至 2016 年国庆前都是行业的上行周期。每个房地产市场小周期遵循“价量齐跌”->“价跌量稳”->“价平量增”->“价量齐升”->“量平价增”->“价涨量缩”等相似阶段，以 2008-2011 年这样一个典型的三年周期为例，可清晰的将市场发展阶段定义如下：

(1) 行业下行/低谷期：如 2008 年下半年，该阶段特征为成交同比增速转负，房价明显下降，投资增速快速下行，宏观上存在通缩压力，调控政策开始转化；

(2)行业复苏初期:如 2009 年上半年,该阶段特征为成交量增速同比回暖,量增价平,投资增速在低谷,调控政策持续宽松;

(3)行业复苏中期:如 2009 年下半年至 2010 年初,该阶段成交量环比增速开始放缓,价格开始企稳回升,呈现量平价增格局,投资增速出现复苏,调控政策保持稳定;

(4)行业复苏后期,如 2010 年上半年,此时成交量同比增速见顶回落,而价格创新高,呈现量缩价涨,同时土地市场地王频出,投资增速持续复苏,调控政策传出收紧风声;

(5)行业回落期:如 2010 年下半年至 2011 年上半年,产业调控政策开始收紧,且处通货膨胀上行中后期,货币政策同时收紧,行业需求大幅回落,成交同比增速大幅下行,但价格环比纵持相对高位。

总结未来中国房地产业总的发展趋向是:1)合理布局,即单一区域的房产开发将向多个区域发展;2)集约高效,即房地产项目的开发周期将缩短;3)绿色低碳,即建筑物将采用更多符合国际化标准的绿色环保建材;4)城乡统筹,即城市和乡镇的发展将会进行统筹规划;5)从基本需求向精细化需求发展;6)从单一开发向复合开发发展;7)从追求销售到持有物业和销售相结合的方向发展;8)从粗放开发到精细化开发发展;9)从专注建筑到赢得品牌的方向发展;10)从单打独斗到联合共赢的方向发展。

截至 2017 年底,本轮调控政策的影响预计将减弱,则 2018 年开始步入一个新周期的低谷期或者复苏期,因此,将 2011 年-2014 年这个完整周期的复合增长率作为未来 2018 年-2021 年的新房成交金额的复合增长率是比较合理的。

### 3、深圳云房目前签订的新房代理合同是未来业绩得以实现的有效保障

2017 年 1 月-3 月,新签代理销售合同或意向合同的共计 465 个项目,2016 年代理销售合同合计 2,343 个项目。春节期间,对新房代理销售影响周期为 1 个月,则房产新政实施后,2017 年第一季度月均新签代理销售合同或意向合同为 232 个项目,2016 年月均新签代理销售合同或意向合同为 213 个项目,新房代理业务发展态势良好,是未来业绩得以实现的有效保障。

4、深圳云房未来预测新房业务增长率低于同类型上市公司历史增长率,新房业务增长率预测客观谨慎。

深圳云房历史年度新房代理业务收入的情况如下：

单位：万元

报告期	2016年	2015年	2014年
新房代理业务收入	225,058.70	81,771.03	17,879.19
增长率	175.23%	357.35%	-

A股上市公司世联行过去5年的历史新房代理销售收入情况：

单位：万元

报告期	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年
代理销售业务收入	350,874.10	272,668.04	216,627.64	186,301.14	130,432.12
增长率	28.68%	25.87%	16.28%	42.83%	14.33%

历史年度均存在政策调控的情况下，同类型上市公司的年增长率超过了10%。过去5年，世联行的复合增长率为21.89%。深圳云房新房业务由初始期-步入正轨-高速成长期，未来将进入成熟稳定期，未来的新房代理业务收入保持平稳增长符合房地产行业发展态势。因此，新房代理业务营业收入增长保持在9%左右的水平，对比上述企业财务历史数据，属于谨慎保守的预测。

## （二）二手房佣金收入增长率合理性分析

### 1、中国房地产市场部分城市进入存量时代

随着一线城市建设用地供应数量的减少，未来不可能再提供更多的土地资源用于城市建设，与此同时，二三线城市库存高的现状决定了其中期仍处于库存消化阶段，地产白银时代由新增开发主导过渡到存量房主导已成大势所趋。从市场角度来看，存量时代是否到来的重要判断标志是房地产市场的一、二手房成交量比值，当前一线城市的二手房交易已然超过一手房交易规模，可以认为一线城市已率先进入真正意义的地产存量时代。

2015年北京、上海和深圳二手房成交面积均超过新房成交面积，以深圳为例，2015年全市二手房销售面积同比大幅增长一倍多，二手房交易面积超过新房近30%。未来，全国房地产行业也将逐步转向存量房市场，巨大的存量房市场将成为房地产市场交易主战场。

### 2、成熟国家经验预示存量房空间巨大

从国际经验来看，美国、英国、澳大利亚、法国此类发达国家已经是存量房主导的市场；从成交规模来看，这四个国家二手房分别是新房的9倍、8.1倍、3.5倍、1.9倍。中国该数值为0.35倍，预示着未来还有很大的成长空间。

### 3、房地产行业市场周期性变化特征

截至 2017 年底，本轮调控政策的影响预计将减弱，则 2018 年开始步入一个新周期的低谷期或者复苏期，因此，将 2011 年-2014 年这个完整周期的复合增长率作为未来 2018 年-2021 年的二手房成交金额的复合增长率是比较合理的。

### 4、深圳云房掌握的有效二手房房源是未来业绩得以实现的有效保障

截至 2017 年 3 月 31 日深圳云房各城市子公司所掌握的有效房源的套数约 18 万套，远超 2016 年二手房买卖实际成交套数 47,531 套，为未来二手房交易提供了有效保障。

综上，深圳云房二手房佣金收入 2015 年度较 2014 年度增长 325.88%，2016 年度较 2015 年度增长 23.06%，结合房地产行业发展现状、发展周期特征、发展方向及企业自身经营状况、有效房源保障，2017 年及以后深圳云房二手房佣金收入可以保持稳定增长。

## 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

（一）房产新政实施后，深圳云房实现的收入仍高于同比时期，并高于评估预测数。深圳云房已签订新房代理销售合同的执行情况良好，新签代理销售合同或意向合同的项目较多，签订合同可实现月均业绩大于评估预测数，预测 2017 年深圳云房的收入具有可实现性；

（二）深圳云房 2017 年以后年度预测主营业务收入保持平稳增长符合房地产行业发展的周期，预测谨慎、合理。

9.问题 29：申请材料显示，深圳云房 2016-2019 年承诺净利润分别为 24,250 万元、25,750 万元、32,250 万元和 36,500 万元，远高于报告期业绩。请你公司结合深圳云房截至目前的经营业绩、意向新房代理合同或销售机会、业务拓展情况及近期市场可比交易未来年度业绩承诺情况，补充披露深圳云房 2016-2019 年业绩承诺金额远高于报告期水平的原因、合理性及可实现性，并举例充分论证。请独立财务顾问、会计师、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、深圳云房 2016-2019 年业绩承诺金额远高于报告期水平的原因、合理性

## 及可实现性

### (一) 深圳云房 2016 年、2017 年 1-3 月的财务数据

根据标的公司提供的财务报表数据及中审众环出具的“众环审字（2017）011799 号”《审计报告》，2016 年、2017 年 1-3 月，标的公司主要财务数据情况如下：

单位：万元

项目	2017 年 3 月 31 日/ 2017 年 1-3 月	2016 年 12 月 31 日/ 2016 年 1-12 月
总资产	137,202.00	118,918.80
总负债	107,088.84	95,407.95
归属于母公司股东的所有者权益	31,225.71	25,107.27
营业收入	87,569.16	436,011.78
营业利润	7,425.39	32,765.10
利润总额	7,392.21	32,735.83
归属于母公司股东的净利润	6,118.44	27,513.77

注：2016 年 1-12 月财务数据经审计，2017 年 1-3 月财务数据未经审计

2016 年深圳云房归属于母公司股东的净利润为 27,513.77 万元，归属于母公司扣除非经常性损益的净利润为 27,094.77 万元，2016 年业绩承诺已实现。

### (二) 意向新房代理合同或销售机会、业务拓展情况

2015 年、2016 年、2017 年 1-3 月，深圳云房各城市新房代理业务签订合同情况如下：

城市	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	备注
深圳	7	182	99	
东莞	35	162	67	
惠州	30	198	95	
佛山	23	99	72	
广州	7	77	61	
青岛	32	89	26	
上海	249	739	259	
北京	15	109	34	
苏南	20	167	71	苏州无锡
杭州	2	111	26	
武汉	12	112	62	包含长沙
成都	11	54	51	包含重庆
太仓	12	79	-	

合肥	10	17	-
拓展中心	-	27	6
海外中心	-	31	2
郑州	-	13	16
南京	-	74	113
昆明	-	3	-
<b>合计</b>	<b>465</b>	<b>2,343</b>	<b>1,060</b>

2016年较2015年新房代理项目数量的增长率达到121%。2017年1-3月，深圳云房实际签订465个合同。一般房地产开发商楼盘集中在9、10月份开盘，故新房代理合同签订项目集中在每年的6-8月；同时春节期间，房地产开发商放假较早，假期较长，也影响新房代理合同签订，剔除1个月的假期影响，则房产新政实施后，2017年第一季度月均新签代理销售合同或意向合同为232个，2016年月均新签代理销售合同或意向合同为213个，新房代理业务发展态势良好。

### （三）近期市场可比交易未来年度业绩承诺情况

深圳云房所属的行业近期市场可比案例未来业绩承诺情况如下：

单位：万元

上市公司	标的公司	项目	业绩承诺第1年	业绩承诺第2年	业绩承诺第3年	业绩承诺第4年
明牌珠宝	好屋中国	净利润	19,000.00	25,000.00	32,000.00	40,000.00
		增长率	-	31.58%	28.00%	25.00%
万里股份	搜房网	净利润	80,000.00	104,000.00	135,200.00	-
		增长率	-	30.00%	30.00%	-
昆百大A	我爱我家	净利润	40,025.27	50,000.00	60,000.00	70,000.00
		增长率	-	24.92%	20.00%	16.67%
增长率平均值				28.83%	26.00%	20.84%
国创高新	深圳云房	净利润	24,250.00	25,750.00	32,250.00	36,500.00
		增长率	-	6.19%	25.24%	13.18%

注：上述净利润均为归属于母公司扣除非经常性损益的净利润

如上表所示，深圳云房业绩承诺净利润增长率低于可比案例业绩承诺增长率的平均水平，业绩承诺较为谨慎保守。

2017年受政策调控的影响，评估预测收入增长幅度将有所降低，故预测净利润的增长率也随之降低。对比近期市场可比交易案例，在同样的市场环境下，深圳云房业绩增长率较低，预测2017年-2019年的承诺业绩更加谨慎合理，承诺业绩具有可实现性。

### （四）业绩承诺实现情况

根据交易各方签署的《业绩承诺补偿协议》，补偿义务人承诺深圳云房2016

年至 2019 年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司普通股股东的净利润分别不低于人民币 24,250 万元、25,750 万元、32,250 万和 36,500 万元。上述承诺业绩是基于补偿义务人对于标的公司未来经营情况的合理判断,并经交易双方协商确定。

#### 1、2016 年业绩承诺已实现

根据中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)出具的众环审字(2017)011799 号《审计报告》,深圳云房 2016 年营业收入 436,011.78 万元,其中,新房代理业务收入 225,058.70 万元,房屋经纪业务收入 210,953.08 万元,扣除非经常性损益归属于母公司的净利润为 27,094.77 万元,2016 年业绩承诺已实现。

#### 2、2017 年-2019 年业绩承诺的合理性、可实现性

深圳云房 2017-2019 年预测营业收入增长率分别为 2.02%、11.68%、10.52%,低于可比上市公司历史年度营业收入增长率;同时深圳云房业绩承诺净利润增长率低于可比案例业绩承诺增长率的平均水平,在同样的市场环境下,深圳云房业绩承诺较为谨慎。尽管 2016 年 10 月份陆续出台房地产调控措施,但 2017 年第一季度已实现的营业收入大于评估预测数,结合深圳云房所处行业情况、意向协议及核心竞争力情况看,未来深圳云房承诺业绩高于报告期水平具有合理性和可实现性。

### 二、中介机构核查意见

经核查,评估师认为:结合深圳云房截至目前的经营业绩、意向新房代理合同或销售机会、业务拓展情况及近期市场可比交易未来年度业绩承诺情况,深圳云房预测 2016 年-2019 年的承诺业绩较为谨慎,业绩承诺金额远高于报告期水平具有合理性及可实现性。

10.问题 30：申请材料显示，2013 年、2014 年、2015 年、2016 年 1-8 月，深圳云房主营业务综合毛利率为 9.08%、8.02%、18.41%。收益法评估时预测深圳云房 2017 年、2018 年、2019 年、2020 年、2021 年的毛利率为 19.34%、20.66%、21.68%、22.04%、22.34%。请你公司补充披露未来年度预测毛利率高于报告期的原因和合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

### 一、预测毛利率高于报告期的原因和合理性分析

深圳云房是一家以 O2O 模式为核心的房地产中介服务提供商，主要从事新房代理、房屋经纪业务，依托房源大数据平台、互联网信息服务平台及规模化线下直营体系，构建“线上引流、线下变现”的房地产互联网平台终端品牌商。其中，新房代理业务包括新房代理销售和新房电商两类业务，主要通过推广宣传、策略营销等手段完成新建商品房销售工作；房屋经纪业务主要是二手房买卖与租赁，其收益是基于房屋的现有价值或租费，通过向交易双方收取佣金的方式获取收入。

报告期内，深圳云房采用“深耕”与“扩张”并举的策略，一方面深耕深圳、上海、广州、北京、珠海、中山、苏州、杭州、南京、青岛等重点城市，持续深化线下营销网点的广度与密度，进一步巩固在这些地区的市场地位；另一方面在成都、武汉、昆明、烟台等部分二线城市及具有发展潜力的三、四线城市提前布局，通过设立子、分公司等进行业务拓展。

通过全方位的布局及品牌拓展，深圳云房业绩将稳定增长。基于未来二手房业务成本得到进一步控制和重点城市房屋交易金额上涨等原因，预测毛利率将是高于报告期的。

#### （一）收入预测

深圳云房 2014 年、2015 年和 2016 年的收入及增长率如下：

单位：万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-8 月
营业收入	58,131.29	253,194.95	270,848.62
增长率（年化增长率）	-	335.56%	60.46%

考虑了调控政策的影响，2017 年及以后年度的收入及增长率如下：

单位：万元

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业收入	408,753.78	456,481.22	504,493.10	550,455.34	600,498.44
增长率	2.02%	11.68%	10.52%	9.11%	9.09%

收入的增长率低于标的公司前期大幅度的增长率,主要是因为2014-2015年,标的公司在行业爆发和规模扩大的情况下取得了快速发展。同时,对比可比公司世联行最近五年的营业收入增长情况,深圳云房未来的增长率较为谨慎,具有一定的合理性。

单位:万元

公司	时间	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
世联行	收入	187,803.17	256,302.79	330,817.06	471,055.32	626,992.13
	营收增长率	13.38%	36.47%	29.07%	42.39%	33.10%

## (二) 成本预测

深圳云房2014年、2015年和2016年1-8月的营业成本如下:

单位:万元

项目	2014年	2015年	2016年1-8月
营业成本	52,853.00	232,884.91	220,981.41
成本占收入比例	90.92%	91.98%	81.59%

预测2017年至2021年的营业成本如下:

单位:万元

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业成本	329,702.09	362,166.79	395,107.14	429,121.97	466,322.43
成本占收入比例	80.66%	79.34%	78.32%	77.96%	77.66%
增长率	1.03%	9.85%	9.10%	8.61%	8.67%

房屋经纪业务成本分为可变成本和固定成本:可变成本包括经纪业务合作人合作咨询费及前端业务线员工(店长、片董、城市副总等)佣金提成支出,与收入同比例增长;固定成本为经纪业务合作人的培养期经费、铺位租金、装修摊销费、员工固定薪酬。其中,铺位租金按照合同约定的增长率进行预测,装修费3年摊销完即2019年基本摊销完,故2020-2021年不考虑装修费摊销,员工固定薪酬按每年8%增长。2014年、2015年和2016年1-8月,店均固定成本逐步下降。未来随着培养期经费的相对稳定,人员薪酬增长率放慢,固定成本将得到有效控制,毛利率进一步提升。

新房代理业务成本分为可变成本和固定成本:可变成本包括从事新房业务的

正式员工及外部经纪公司的佣金提成支出，与收入同比例增长；固定成本主要为从事新房业务的正式员工固定薪酬、电话网络费、水电管理办公费等。由于固定成本占收入比重较小，故新房代理业务的毛利率相对稳定。

上述各项成本的预测按照合同、社会水平进行预测是客观合理的。由于固定成本相对稳定，故预测成本的增长率小于收入的增长率，营业成本占营业收入的比例呈下降的趋势，成本预测客观合理。

### （三）毛利率预测合理性分析

深圳云房 2014 年、2015 年和 2016 年 1-8 月毛利率如下：

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-8 月
毛利率	9.08%	8.02%	18.41%

预测 2017 年至 2021 年的毛利率如下：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
毛利率	19.34%	20.66%	21.68%	22.04%	22.34%

预测期毛利率较历史年度毛利略上升，主要原因是预测收入的增长率大于预测成本的增长率，故毛利率预测呈上升趋势。

#### 1、预测毛利率低于可比上市公司世联行历史年度毛利率

可比上市公司世联行历史年度毛利率如下：

上市公司	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
世联行	34.87%	35.70%	33.82%	32.54%	27.83%

深圳云房主营房屋经纪业务、新房代理业务，世联行主营房地产代理销售，深圳云房与可比上市公司的主营业务存在侧重方向不同，新房业务毛利率相对较高，故预测期内深圳云房的毛利率整体小于可比上市公司。

#### 2、预测毛利率低于可比交易案例我爱我家历史年度毛利率

可比交易案例我爱我家历史年度毛利率如下：

可比交易案例	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
我爱我家	26.77%	30.06%	24.17%

注：数据来源上市公司公告

深圳云房主营房屋经纪业务、新房代理业务，与我爱我家主营范围相似度高，预测期内深圳云房的毛利率整体小于可比交易案例公司历史数据。

综上，深圳云房未来固定成本进一步得以控制，占营业收入比重逐步下降；

对比可比上市公司、可比交易案例历史年度毛利率，深圳云房未来年度毛利率具有上升空间，故未来年度预测毛利率高于报告期是合理的。

## 二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：结合深圳云房自身竞争优势和可比公司、可比案例分析的毛利率，未来年度预测毛利率高于报告期是合理的。

11.问题 31：申请材料显示，深圳云房收益法评估时的折现率为 12.65%。请你公司结合同行业可比交易案例，补充披露深圳云房收益法评估中折现率取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

### 一、折现率取值的合理性分析

#### （一）折现率的测算依据

为与本次预测的企业自由现金流量口径保持一致，本次评估折现率采用国际上通常使用 WACC 模型进行计算。加权平均资金成本指的是将企业股东的预期回报率和付息债权人的预期回报率按照企业资本结构中所有者权益和付息债务所占的比例加权平均计算的预期回报率，其具体的计算公式：

$$WACC=K_e \times E/(D+E)+K_d \times D/(D+E) \times (1-t)$$

式中：E 为权益的市场价值；

D 为债务的市场价值；

$K_e$  为权益资本成本；

$K_d$  为债务资本成本；

t 为被评估企业的所得税率；

D/E：根据市场价值估计的被估企业的实际债务与股权比率；

#### 1、权益资本成本 $K_e$ 的确定

本次评估采用资本资产定价模型计算权益资本成本，该模型在计算权益资本成本中被广泛运用，运用资本资产定价模型计算权益资本成本的具体公式如下：

其中： $K_e=R_f1+Beta \times ERP+R_c$

式中： $K_e$  为权益资本成本；

$R_f1$  为目前的无风险利率；

Beta 为权益的系统风险系数；

ERP 为市场风险溢价；

Rc 为企业的特定的风险调整系数。

#### (1) 无风险报酬率 Rf 的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。参照国家当前已发行的中长期国库券利率的平均水平，按照 10 年期及以上国债利率平均水平确定无风险收益率 rf 的近似，即 Rf=3.9897%（数据来源同花顺资讯）。

#### (2) Beta 系数的确定过程

Beta 系数是用来衡量上市公司相对充分风险分散的的市场投资组合的风险水平的参数。市场投资组合的 Beta 系数为 1，如果上市公司相对市场投资组合的风险较大，那么其 Beta 系数就大于 1，如果上市公司相对市场投资组合的风险较小，那么其 Beta 系数就小于 1。

根据同花顺资讯平台，计算可比公司  $\beta_{Ui}$  的平均值为 0.9446，参考可比公司 2016 年半年报财务数据，计算出目标资本结构 D/E=23.61%，则根据目标资本结构计算：

$$\begin{aligned}\beta_L &= \beta_U \times [1 + (1-t)D/E] \\ &= 0.9446 \times [1 + (1-25\%) \times 23.61\%] \\ &= 1.1119\end{aligned}$$

#### (3) 市场风险溢价的确定过程

市场风险溢价（Equity Risk Premiums, ERP）反映的是投资者因投资于风险相对较高的资本市场而相对于风险较低的债券市场所要求的风险补偿。由于中国作为新兴市场，股市发展历史较短，而且大盘波动较剧烈，在一段时期内，国债收益率甚至持续高于股票收益率，市场数据往往难以客观反映市场风险溢价。与直接采用中国股市的数据相比，采用参照成熟市场的方法确定市场风险溢价更为合适。因此，评估时采用业界常用的风险溢价调整方法，对成熟市场的风险溢价进行适当调整来确定我国市场风险溢价。

在此，选用美国著名金融学家 Aswath Damodaran 的调整方法来衡量中国这样一个新兴市场的市场风险溢价水平，基本公式为：

ERP=成熟股票市场的股票风险溢价+国家风险溢价

根据美联储公布的相关 1928 年至 2015 年资本市场数据，市场投资者普遍要求的股权风险溢价平均水平为 6.18%。按照 2015 年穆迪投资者服务公司评级显示，中国政府债券评级为 Aa3，并维持正面展望，转换成国家违约风险利差为 0.67%，同时以中国平均的股票市场相对于债券的收益率标准差的平均值 1.34 来计算，我国的国家风险溢价为  $0.67\% \times 1.34 = 0.90\%$ 。则，

我国市场风险溢价 ERP=6.18%+0.90%=7.08%

#### (4) 特定风险调整系数

特别风险溢价即个别风险报酬率的确定：个别风险指的是企业相对于同行业企业的特定风险，主要有：①企业所处经营阶段；②历史经营状况；③主要产品所处发展阶段；④企业经营业务、产品和地区的分布；⑤公司内部管理及控制机制；⑥管理人员的经验和资历；⑦财务风险；⑧规模风险；⑨法律风险。综合考虑上述因素，选取企业特定风险调整系数 Rc 为 3%。

#### (5) 权益资本成本 Ke 计算结果

根据以上测算，评估基准日的无风险利率为 3.9897%，被评估企业实际财务杠杆的 Beta 系数为 1.1119，市场风险溢价为 7.08%，企业特定的风险调整系数取值为 3%，则权益资本成本为：

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times ERP + R_c \\ &= 3.9897\% + 1.1119 \times 7.08\% + 3\% \\ &= 14.86\% \end{aligned}$$

#### 2、债务资本成本 Kd 的确定

取一年期贷款利率 4.35% 作为本次计算 WACC 的债务资本成本 Kd。

#### 3、加权资本成本 WACC 的确定

其资本结构采用目标资本结构，则可计算出  $E/(D+E) = E/D \div (E/D+1) = 80.90\%$ ， $D/(D+E) = 1 \div (E/D+1) = 19.10\%$ 。则得出加权资本成本 WACC：

$$\begin{aligned} WACC &= E/(D+E) \times K_e + D/(D+E) \times (1-t) \times K_d \\ &= 80.90\% \times 14.86\% + 19.10\% \times (1-25\%) \times 4.35\% \\ &= 12.65\% \end{aligned}$$

### (二) 取值合理性分析

由于昆百大 A 收购我爱我家、明牌珠宝收购好屋中国均暂未公告折现率，故仅选择万里股份收购搜房网案例作为可比案例，具体对比如下：

序号	证券简称	并购标的名称	标的主营业务	评估基准日	折现率
1	万里股份	搜房网	主要经营互联网房产及家居广告营销业务	2015 年 12 月 31 日	12.68%
2	国创高新	深圳云房	主要经营房屋经纪业务、新房代理业务	2016 年 8 月 31 日	12.65%

本次估值采用的折现率与可比交易案例采用的折现率相近，采用 WACC 模型计算的折现率是合理的。

### 三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：收益法评估中折现率取值是合理的。

12.问题 32：申请材料显示，收益法评估时不考虑深圳云房未来年度营运资本净增加额，请你公司补充披露营运资本净增加额预测的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

#### 一、营运资金净增加额预测的合理性分析

营运资金增加额系指企业为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收款和其他应付款核算内容绝大多数为关联方的或非经营性的往来。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的货币资金、存货、应收款项和应付款项、应交税金及应付职工薪酬等主要因素。从合并报表层面计算的营运资金如下：

单位：万元

项目	2016 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
流动资产	53,908.19	30,359.47	7,902.25
流动负债	58,513.39	46,844.88	15,595.05
营运资金	-4,605.20	-16,485.41	-7,692.80

注 1：营运资金=流动资产-流动负债；

注 2：流动资产包括正常经营所需保持的货币资金、存货、应收款项、预付账款；流动负债包括应付款项、预收账款、应交税金及应付职工薪酬。

如上表所示，历史年度营运资金均为负数，预测未来年度营运资金将依然维持负数，不需要额外补充营运资金，具体分析如下：

### （一）应收账款周转期分析

深圳云房应收账款均为新房代理销售业务形成，主要为向开发商应收未收的结算佣金。报告期内，应收账款周转率及周转天数如下：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
应收账款周转率（新房代理销售业务）	11.01	8.76	5.49
应收账款周转天数（天）	32.70	41.08	65.53

注：应收账款周转率（新房代理销售业务）=新房代理销售业务收入/[（期初应收账款原值+期末应收账款原值）/2]

深圳云房的应收账款周转率逐步提升，说明其回款能力逐步改善。

### （二）预收账款带来的现金流入

深圳云房的预收账款主要是新房电商业务收取的团购费及房屋经纪业务预收的佣金。预收的团购费及房屋经纪业务预收佣金的现金流是通过购房者直接向深圳云房支付，可用于日常经营运转。

综上，深圳云房的运营模式较为稳定，历史年度应收账款周转率逐步提升，回款能力逐步改善，预收账款可用于日常经营运转，无需额外补充营运资金，故预计未来年度随着收入规模的扩大也无需补充运营资金。

## 二、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：由于报告期内营运资金均为负数，不存在新增投入营运性资金的情形，收益法评估时不考虑未来年度营运资本净增加额具有一定的合理性。

（本页无正文，为《湖北众联资产评估有限公司关于湖北国创高新材料股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金一次反馈意见中涉及需要评估师发表意见的问题的回复》签署页）

湖北众联资产评估有限公司

签字注册资产评估师：

中国·武汉

签字注册资产评估师：

年 月 日