

中国国际金融股份有限公司

关于

《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》

之反馈意见回复

独立财务顾问



二零一九年十月

中国国际金融股份有限公司

关于

《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》

之反馈意见回复

中国证券监督管理委员会:

根据贵会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[192440号]（以下简称“《一次反馈意见》”）的要求，中国国际金融股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）作为中航善达股份有限公司（以下简称“中航善达”或“上市公司”或“公司”）本次发行股份购买资产暨关联交易聘请的独立财务顾问，就《一次反馈意见》要求独立财务顾问核查的内容进行了审慎核查，具体情况回复如下：

如无特别说明，本反馈回复中的简称与《中航善达股份有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>[192440号]之反馈意见回复》中“释义”所定义的简称具有相同含义。

目 录

问题 1: 申请文件显示, 1) 2002 年 9 月, 招商蛇口前身招商局蛇口工业区有限公司(以下简称招商蛇口有限, 2015 年整体变更设立为招商蛇口)通过股权转让取得招商局物业管理有限公司(以下简称招商物业或标的资产) 90%股权。2006 年招商蛇口有限将前述股权转让招商局地产控股股份有限公司(证券代码: 000024, 以下简称招商地产), 2016 年招商蛇口换股吸收合并招商地产后, 招商物业控股股东变更为招商蛇口。2) 中航善达 2018 年归属于母公司所有者净利润 85,661.34 万元, 同比增长 468.9%, 主要系 2018 年出售子公司相关资产; 本次交易完成后, 上市公司实际控制人将变更为招商局集团。请你公司补充披露: 1) 招商地产取得招商物业控制权、招商蛇口换股吸收合并招商地产后, 是否曾分别发行股份及募集资金投向招商物业业务和资产, 如有, 有关投融资安排的内容及实施进展。2) 现招商蛇口、招商物业高级管理人员、财务人员是否存在交叉任职, 如是, 有无调整安排。3) 结合 A 股市场交易双方均为上市公司的并购案例中相关资产定价方式, 补充披露本次交易定价未采用招商物业市值而采用评估结论作为参考依据的原因及其合理性, 定价方式是否公允, 是否有利于保护上市公司和中小股东权益。4) 中航善达 2018 年业绩大幅增长的原因及合理性。5) 前期招商蛇口协议受让中航善达股份及出售资产是否与本次交易构成一揽子交易, 如是, 本次是否构成重组上市。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。.....7

问题 2: 申请文件显示, 2019 年 7 月 1 日, 招商局集团有限公司(以下简称招商局集团)与招商物业签署《商标、字号使用许可合同》, 约定将“招商局”系的商标、字号无偿授权许可招商物业及其下属子公司使用, 期限为 5 年(自 2019 年 7 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日), 使用范围为许可商标登记注册的地域及类别, 招商物业及已设立的子公司可在其中英文名称中使用许可字号。请你公司补充披露: 1) 前述无偿授权许可期满后, 招商物业开发、推广、使用商标、字号的安排。2) 交易后物业新设子公司的商标、字号使用安排。请独立财务顾问核查并发表明确意见。..... 16

问题 3: 申请文件显示, 本次交易尚需国家市场监督管理总局通过对本次交易涉及的经营集中审查。请你公司补充披露: 前述审查的最新进展, 预计办毕时间, 有无实质障碍。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。..... 18

问题 4: 申请文件显示, 报告期内, 标的资产前五大客户销售集中度分别为 22.68%、23.16%、24.16%, 其中第一大客户均为招商局集团有限公司及下属公司, 集中度分别为 18.52%、20.51%、21.60%, 系关联交易, 其他客户集中度较为分散。2016 年招商物业启动市场化改革, 积极拓展第三方业务。请你公司: 1) 标的资产服务项目的开发商或承建方为标的资产关联方的项目数量、面积、单价、收入、毛利率, 与标的资产

提供的其他物业服务是否存在较大差异。2) 补充披露标的资产业务是否独立, 是否对招商局集团及其下属公司存在依赖, 结合市场价格, 补充披露相关关联交易的背景、必要性、持续性、公允性。3) 结合招商物业启动市场化改革情况, 补充披露改革前招商局集团有限公司及下属公司业务占比情况, 并结合改革情况, 区分业务类型, 补充披露标的资产开拓客户的主要方式, 与主要第三方客户建立合作关系的背景及交易可持续性、历年新增客户对营业收入的影响程度, 销售费用率占比是否低于同行业平均水平。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。.....19

问题 5: 申请文件显示, 标的资产主营业务成本为人工成本, 面临员工数量及工资不断上涨的情况。同时, 标的资产将部分保安、保洁业务进行外包。请你公司: 1) 结合报告期内人数变动、工资政策调整、平均工资变化, 补充披露人工成本变动合理性; 补充披露人员变动是否与项目数量、收入的变动匹配, 劳动力成本上升对标的资产持续盈利能力的影响。2) 补充披露业务外包成本的明细及各部分变动具体原因, 业务外包的必要性及合理性, 是否符合行业惯例, 是否符合《物业管理条例》等法律法规的规定。3) 结合销售人员执行的销售政策、人员数量, 分析销售费用中职工薪酬费用的变动原因及合理性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。.....32

问题 6: 申请文件显示, 标的资产提供的物业管理服务是基于签署的物业服务合同, 按照 2017 年和 2018 年统计数据, 标的资产住宅业态的续约率达到 99%, 非住宅业态的续约率达到 90%。请你公司: 结合标的资产物业服务合同到期的客户类型及关联客户占比, 历史续约率变化情况, 同行业可比公司续约率等, 补充披露标的资产项目续约率及其变动的原因及合理性, 是否具有可持续性, 续约率稳定性对评估预测的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。.....42

问题 7: 申请文件显示, 1) 本次交易选取收益法评估结果, 评估值为 29.9 亿元, 增值率为 578.02%, 资产基础法评估值为 24.07 亿元, 增值率为 445.8%。2) 收入预测中, 基础服务面积依据前期续约率进行假设, 增量面积部分考虑招商蛇口地产项目扩张及第三方外拓面积, 物业单价参照《中国物业服务价格指数研究报告》和《中国物业服务百强企业研究报告》的相关数据进行预测, 母公司预测住宅按照 0.87%增速上涨; 设施运营业务假设以 2018 年价格保持稳定。3) 成本预测中, 综合考虑工资上涨、规模效应摊薄、人员数量增长等因素预测人工成本, 预测期毛利率基本保持稳定。4) 长期股权投资均采用收益法评估结果。请你公司: 1) 结合评估方法选取依据、收益法与资产基础法评估结果差异、重要评估参数选取、标的资产历次估值或评估差异合理性、可比交易评估情况等, 补充披露本次交易作价合理性。2) 补充披露收入预测中基础服务面积续约率的具体情况及其依据及合理性, 结合招商蛇口地产项目扩张的具体预测及安排, 标的资产第三方外拓进展情况, 补充披露增量面积预测的合理性。3) 补充披露《中国物业服务价格指数研究报告》和《中国物业服务百强企业研究报告》等数据

及其来源的权威性，是否为公开数据，标的资产是否就获得相关数据支付费用或提供帮助，并结合上述分析以及标的资产住宅类物业服务费变动情况，进一步补充披露各类型物业服务及设施运营业务价格预测依据及合理性。4) 补充披露人工成本预测中工资上涨、规模效应摊薄、人员数量增长等因素的具体预测依据及合理性，并结合上述分析进一步补充披露标的资产预测期毛利率基本保持稳定的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。46

问题 8: 申请文件显示，业绩补偿义务人承诺，标的资产 2019 年度、2020 年度及 2021 年度净利润分别为不低于 1.59 亿元、1.89 亿元、2.15 亿元。本次交易完成后，在上市公司合并资产负债表中将会形成 248,624.34 万元的商誉。请你公司：结合标的资产最新经营业绩、未来经营计划、同行业公司毛利率、非经常性损益情况等，补充披露本次交易业绩承诺可实现性，以及交易后商誉减值风险及对上市公司未来盈利能力的影响。请独立财务顾问核查并发表明确意见。67

问题 9: 申请文件显示，1) 报告期内，标的资产营业收入分别为 258,057.53 万元、312,976.58 万元和 161,324.41 万元，其中物业管理服务业收入占比分别为 89%、90.14% 和 89.47%。2) 标的资产物业管理面积分别为 5495 万平米、6913 平米、7292 平米，项目个数分别为 376、486、548 个，其中住宅面积占比 68.41%、商业办公面积占比 14.01%，其他占比 17.58%。3) 报告期各期，标的资产应收账款余额分别为 20,713.71 万元、33,979.24 万元和 44,451.95 万元，增长较快。4) 报告期内，标的资产经营活动产生的现金流量净额分别为 2320.32 万元、1858.91 万元和 6.43 万元。请你公司：1) 量化分析并补充披露标的资产物业管理业务及专业服务收入变化的原因及合理性，是否符合行业惯例，结合与主要客户结算模式、信用政策及其变化情况，补充披露应收账款增长的原因及与营业收入增长匹配性。2) 补充披露标的资产各业务及不同物业类型的收费模式、定价依据，与同行业公司是否存在重大差异，是否存在政府指导价及其影响，并结合结合报告期增加物业面积的主要项目与客户情况、定价合理性等，补充披露各类型物业管理面积增长的原因、合理性，物业管理面积变动与收入变动的匹配性。3) 补充披露经营活动现金流量净额与净利润的主要差异原因，报告期各类现金流量的各主要构成和大额变动情况是否与实际业务的发生一致，是否与相关会计科目的核算项目勾稽。4) 结合标的资产报告期内应收账款大幅增长、住宅类物业收入占比较高、住宅市场受调控政策影响较大等情况，说明对标的资产未来经营业绩是否存在重大不利影响。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。72

问题 10: 申请文件显示，报告期内，标的资产物业管理业务毛利率分别为 5.12%、6.72% 和 6.66%，呈上升趋势，但综合毛利率低于同行业可比公司；标的资产净利率分别为 2.63%、4.66%和 4.94%，大幅增长。请你公司：1) 结合标的资产成本管控、主要业务构成、管理物业类型等，补充披露标的资产物业管理业务毛利率以及标的资产净利

率变动的原因及合理性。2) 结合单价变动、成本构成中各项目金额及占比变动等, 补充披露不同类型物业服务毛利率差异及变动的原因, 是否符合行业惯例, 主要项目毛利率变动是否与总体毛利率变动趋势一致。3) 结合企业竞争优劣势等, 进一步量化分析标的资产相关业务毛利率低于同行业可比公司的原因及合理性, 标的资产盈利能力与可比公司是否存在重大差异。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。.....85

问题 11: 申请文件显示, 标的资产其他应收款项目金额分别为 110,231.13 万元、114,193.44 万元和 112,252.29 万元, 占资产总额比例分别为 75.44%、65.69%和 61.58%。主要是应收关联往来, 其中最主要的部分为应收招商蛇口的资金归集款, 截至重组报告书签署日, 上述资金归集款已经全部归还至招商物业。请你公司: 1) 结合招商蛇口资金归集情况等进一步补充披露标的资产报告期内是否存在资金占用, 为控股股东、实际控制人及其控制的企业进行违规担保的情形。2) 上述资金归集是否持续, 对标的资产未来融资安排和生产经营的影响。3) 结合标的资产内部控制制度的设置及执行, 公司治理等情况, 补充披露标的资产在交易完成后避免关联方资金占用的应对措施。4) 补充披露资金归集款归还至招商物业的相关会计处理, 是否符合企业会计准则规定。请独立财务顾问、律师和会计师核查并发表明确意见。94

问题 12: 申请文件显示, 报告期各期末, 招商物业资产负债率分别为 81.67%、76.55%、73.13%, 呈现下降趋势, 但均高于同行业可比公司。招商物业流动比率分别为 1.26、1.34 和 1.40, 总体呈现增长态势, 但低于同行业可比公司。请你公司: 1) 结合标的资产主要流动负债的到期期限、银行授信额度及现金流情况, 补充披露标的资产偿债能力是否稳定, 是否存在重大偿债风险, 并以列表方式说明未来还款计划、还款资金来源及可实现性。2) 补充披露标的资产资产负债率高于同行业公司, 流动比率、速动比率低于同行业公司的原因及合理性。3) 本次交易对上市公司偿债能力的影响。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。97

问题 13: 请你公司: 1) 补充披露在各业务类型下收入确认的具体流程及账务处理方式, 结合业务模式、合同约定说明并补充披露所需要取得的第三方证明、收入确认的时点, 说明是否符合企业会计准则的规定, 与同行业公司进行对比说明是否符合行业惯例。2) 补充披露是否存在因违反或无法满足合同约定事项被业主方扣减服务费的情况发生, 若存在请逐笔详细列示说明原因。3) 对物业管理服务收入按不同物业类型、各期终止及新增服务项目、列示报告期内项目数量、面积、单价、收入、毛利率, 结合上述数据说明收入、单价变动的原因及合理性。4) 补充披露报告期各期期后应收款项回款情况, 是否符合结算政策, 期后回款付款方与对应的具体客户是否一致, 报告期是否存在超期未收款等逾期情形, 是否存在大额坏账情况, 坏账准备计提是否充分。5) 结合重点客户应收账款回款时点变化、账期变动情况、同行业公司情况等, 量化分析并补充披露报告期内标的资产应收账款周转率变动原因及合理性。请独立财务顾问和会计

师核查并发表明确意见。6) 补充披露现金收款的金额、比例及核查过程，是否存在频繁发生与业务不相关或交易价格明显异常的大额资金流动、是否存在无业务背景转移资金。7) 补充披露交易前后上市公司产权控制关系结构图。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。101

问题 1: 申请文件显示, 1) 2002 年 9 月, 招商蛇口前身招商局蛇口工业区有限公司(以下简称招商蛇口有限, 2015 年整体变更设立为招商蛇口)通过股权转让取得招商局物业管理有限公司(以下简称招商物业或标的资产)90%股权。2006 年招商蛇口有限将前述股权转让招商局地产控股股份有限公司(证券代码: 000024, 以下简称招商地产), 2016 年招商蛇口换股吸收合并招商地产后, 招商物业控股股东变更为招商蛇口。2) 中航善达 2018 年归属于母公司所有者净利润 85,661.34 万元, 同比增长 468.9%, 主要系 2018 年出售子公司相关资产; 本次交易完成后, 上市公司实际控制人将变更为招商局集团。请你公司补充披露: 1) 招商地产取得招商物业控制权、招商蛇口换股吸收合并招商地产后, 是否曾分别发行股份及募集资金投向招商物业业务和资产, 如有, 有关投融资安排的内容及实施进展。2) 现招商蛇口、招商物业高级管理人员、财务人员是否存在交叉任职, 如是, 有无调整安排。3) 结合 A 股市场交易双方均为上市公司的并购案例中相关资产定价方式, 补充披露本次交易定价未采用招商物业市值而采用评估结论作为参考依据的原因及其合理性, 定价方式是否公允, 是否有利于保护上市公司和中小股东权益。4) 中航善达 2018 年业绩大幅增长的原因及合理性。5) 前期招商蛇口协议受让中航善达股份及出售资产是否与本次交易构成一揽子交易, 如是, 本次是否构成重组上市。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复:

一、招商地产取得招商物业控制权、招商蛇口换股吸收合并招商地产后, 是否曾分别发行股份及募集资金投向招商物业业务和资产, 如有, 有关投融资安排的内容及实施进展。

招商地产取得招商物业控制权至招商蛇口换股吸收合并招商地产的期间为 2006 年 6 月至 2015 年 12 月, 在此期间内, 招商地产涉及发行股份募集资金的项目为: (1) 2006 年公开发行可转换公司债券; (2) 2007 年非公开发行股票; (3) 2008 年公开增发。根据招商蛇口出具的说明, 以及相关的募集资金存放及使用情况的专项说明、会计师事务所出具的鉴证报告和审核报告等公告文件资料, 该等项目所募集资金均未投向招商物业业务和资产。

招商蛇口于 2015 年 12 月换股吸收合并招商地产并募集配套资金, 根据招商蛇口出具的说明, 以及相关的募集资金存放与使用情况的专项说明和专项报告、会计师事务所

出具的鉴证报告和审核报告等公告文件资料，该项目所募集资金未投向招商物业业务和资产。除该项目外，招商蛇口自 2015 年 12 月至今并未发行股份募集资金。

综上所述，招商地产取得招商物业控制权、招商蛇口换股吸收合并招商地产后，招商地产、招商蛇口发行股份及募集资金均未投向招商物业业务和资产。

二、现招商蛇口、招商物业高级管理人员、财务人员是否存在交叉任职，如是，有无调整安排。

根据招商蛇口和招商物业出具的说明、招商蛇口的财务人员名单及相关公告资料、招商物业的员工花名册等资料，截至本回复出具日，招商蛇口、招商物业高级管理人员、财务人员不存在交叉任职的情形。

三、结合 A 股市场交易双方均为上市公司的并购案例中相关资产定价方式，补充披露本次交易定价未采用招商物业市值而采用评估结论作为参考依据的原因及其合理性，定价方式是否公允，是否有利于保护上市公司和中小股东权益。

（一）本次交易定价未采用招商物业市值而采用评估结论作为参考依据的原因及合理性

1、本次交易以评估结论作为定价参考依据符合国有资产转让的有关规定

根据《中华人民共和国企业国有资产法》第五十五条的规定，国有资产转让应当以依法评估的、经履行出资人职责的机构认可或者由履行出资人职责的机构报经本级人民政府核准的价格为依据，合理确定最低转让价格。

根据《企业国有资产交易监督管理办法》第十二条的规定，对按照有关法律法规要求必须进行资产评估的产权转让事项，转让方应当委托具有相应资质的评估机构对转让标的进行资产评估，产权转让价格应以经核准或备案的评估结果为基础确定。

本次交易的交易对方招商蛇口、深圳招商地产均为国有控股企业，其进行资产转让应当根据上述规定，以经国有资产管理机构备案的资产评估值为定价参考依据。

2、本次交易以评估结论作为定价参考依据符合市场交易惯例

在 A 股市场中，采用市值定价的交易多为以上市公司股份作为交易标的的情况，对于以上市公司所属资产作为交易标的的情况，上市公司股价无法反映上市公司部分业

务的资产和负债对应的市场价值，因此采用市值定价缺乏合理的计算依据，为保证交易公允性，一般采用评估结论作为参考依据。

就本次交易而言，交易标的为上市公司招商蛇口子公司招商物业的全部股权。招商物业在总资产、净资产、营业收入等财务指标方面占招商蛇口的比重很小，根据招商蛇口股票市值计算标的资产价值并确定交易价格缺乏合理依据。

综上，本次交易涉及的标的资产采用评估结论作为定价参考依据具有合理性。

（二）A股市场交易双方均为上市公司的并购案例中相关资产的定价方式

A股市场交易双方均为上市公司的并购案例中，以评估值作为相关资产定价基础而未采用相关资产市值的案例较为常见，近三年已实施完成的部分案例如下：

序号	案例	定价依据	出售方 (上市公司)	购买方 (上市公司)	标的资产	出售方(上市公司)持有标的资产股权比例	购买方式	收到证监会核准批复时间
1	万达电影 (002739.SZ)发行股份购买万达影视 95.7683%股权	评估值	华策影视 (300133.SZ)	万达电影 (002739.SZ)	万达影视 95.7683%股权	华策影视 (300133.SZ)持有万达影视 0.7053%股权	发行股份	2019年4月29日
2	天泽信息 (300209.SZ)发行股份及支付现金购买有棵树 99.9991%股权	评估值	汤臣倍健 (300146.SZ)	天泽信息 (300209.SZ)	有棵树 99.9991%股权	汤臣倍健 (300146.SZ)持有有棵树 8.6498%股权	发行股份及支付现金	2018年12月18日
3	越秀金控 (000987.SZ)发行股份及支付现金购买广州证券32.765%股权	评估值	穗恒运A (000531.SZ)	越秀金控 (000987.SZ)	广州证券 32.765%股权	穗恒运A (000531.SZ)持有广州证券 24.4782%股权	发行股份及支付现金	2018年9月17日
4	洛阳玻璃 (600876.SH)发行股份购买合肥新能源100%股权、桐城新能源100%股权和宜兴新能源70.99%股权	评估值	协鑫集成 (002506.SZ)	洛阳玻璃 (600876.SH)	合肥新能源100%股权、桐城新能源100%股权和宜兴新能源70.99%股权	协鑫集成 (002506.SZ)持有宜兴新能源7.24%股权	发行股份	2018年3月19日
5	红相股份 (300427.SZ)发行股份及支付现金购买银川卧龙100%股权和星波通信67.54%股份	评估值	卧龙电驱 (600580.SH)	红相股份 (300427.SZ)	银川卧龙100%股权和星波通信67.54%股份	卧龙电驱 (600580.SH)持有银川卧龙92.5%股权	发行股份及支付现金	2017年7月28日
6	合纵科技 (300477.SZ)发	评估值	科恒股份 (300340.SZ)	合纵科技 (300477.SZ)	湖南雅城100%股权、	科恒股份 (300340.SZ)	发行股份及支付现	2017年7月24日

序号	案例	定价依据	出售方 (上市公司)	购买方 (上市公司)	标的资产	出售方(上市公司)持有标的资产股权比例	购买方式	收到证监会核准批复时间
	行股份及支付现金购买湖南雅城 100%股权、江苏鹏创 100%股权				江苏鹏创 100%股权	持有湖南雅城 19.08%股权	金	
7	宜通世纪 (300310.SZ) 发行股份及支付现金购买倍泰健康 100%股权	评估值	汤臣倍健 (300146.SZ)	宜通世纪 (300310.SZ)	倍泰健康 100%股权	汤臣倍健 (300146.SZ) 持有倍泰健康 22.5%股权	发行股份及支付现金	2017 年 4 月 7 日
8	广东鸿图 (002101.SZ) 发行股份及支付现金购买四维尔股份 100%股权	评估值	维科精华 (600152.SH)	广东鸿图 (002101.SZ)	四维尔股份 100%股权	维科精华 (600152.SH) 持有四维尔股份 11.57%股权	发行股份及支付现金	2017 年 3 月 3 日
9	中科电气 (300035.SZ) 发行股份及支付现金购买星城石墨 97.6547%股权	评估值	当升科技 (300073.SZ)	中科电气 (300035.SZ)	星城石墨 97.6547%股权	当升科技 (300073.SZ) 持有星城石墨 32.81%股权	发行股份及支付现金	2017 年 1 月 18 日
10	中铁工业 (600528.SH) 重大资产置换及发行股份购买中国中铁 (601390.SH) 持有的中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工及中铁装备四家公司 100%股权	评估值	中国中铁 (601390.SH)	中铁工业 (600528.SH)	中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工及中铁装备四家公司 100%股权	中国中铁 (601390.SH) 持有中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工及中铁装备四家公司 100%股权	发行股份	2016 年 9 月 18 日

(三) 本次交易评估依据合理、交易定价公允，有利于保护上市公司和中小股东的合法权益

1、本次交易的定价符合相关法律法规规定

本次交易涉及的标的资产的交易价格以中通诚出具的并经国务院国资委备案的《标的资产评估报告》载明的标的资产截至评估基准日的评估价值为基础，由交易各方协商确定，符合《中华人民共和国企业国有资产法》等相关法律法规的规定。

2、本次交易的交易对方已经做出了切实可行的业绩承诺补偿安排

根据本次交易各方签订的《业绩承诺及补偿协议》以及本次交易方案，为充分保护中小股东和上市公司的利益，招商蛇口和深圳招商地产已就业绩承诺期内招商物业的利

润情况作出了承诺，并就承诺利润无法实现时的补偿方式和业绩承诺期末的减值测试及补偿方式作出了安排。

上述业绩承诺补偿安排有利于保护上市公司及中小股东的利益。

3、本次交易的总体评估值符合行业定价规则，估值水平较为合理

市盈率是 A 股房地产服务业常用的相对估值指标，估值技术成熟，受到投资者的广泛认可，可以从盈利角度考察标的资产的估值水平是否合理。且其计算依赖于公开市场交易形成的股价、经审计的财务报告及 WIND 一致盈利预测，数据可靠性较高，受到投资者的广泛认可。

本次交易的拟注入资产交易作价为 298,972.33 万元。标的公司 2018 年归属于母公司股东的净利润为 1.46 亿元；同时，业绩补偿义务人承诺，如本次交易于 2019 年度实施完毕，则标的公司 2019 年度、2020 年度及 2021 年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别为不低于 1.59 亿元、1.89 亿元、2.15 亿元；如本次交易于 2020 年度实施完毕，则标的公司在业绩承诺期 2020 年度、2021 年度、2022 年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别为不低于 1.89 亿元、2.15 亿元、2.35 亿元。

拟注入资产的主营业务为物业管理，隶属于房地产服务业。根据上市公司公开资料，房地产服务行业可比 A 股上市公司截至 2019 年 3 月 31 日的 2018 年静态市盈率及 2019 年预测市盈率如下表所示：

证券代码	证券简称	市盈率（2018A）	市盈率（2019E）
002285.SZ	世联行	29.68	14.97
002377.SZ	国创高新	19.85	14.63
603506.SH	南都物业	28.16	28.42
000560.SZ	我爱我家	27.18	25.94
平均值		26.22	20.99
标的资产		20.49	18.80

数据来源：Wind 资讯，数据截至 3 月 31 日

注 1：可比公司均处房地产服务行业。世联行收入贡献比例最大的业务为代理销售，亦从事少量物业管理业务；国创高新收入贡献比例最大的业务为房地产中介服务；南都物业主营业务为物业管理服务；我爱我家收入贡献比例最大的业务为经纪业务。

注 2：市盈率（2018A）：可比公司总市值/2018 年度归属于母公司所有者净利润

注 3：市盈率（2019E）：可比公司收盘价/WIND 一致预期每股收益

从上表可以看出，本次交易拟注入资产的 2018 年静态市盈率为 20.49 倍，低于 A 股同行业可比上市公司的平均数 26.22 倍；2019 年预测市盈率为 18.80 倍，低于 A 股同行业可比上市公司的平均数 20.99 倍。

此外，根据业绩补偿义务人的承诺业绩，招商物业 2020 年、2021 年、2022 年预测市盈率分别为 15.82 倍、13.91 倍、12.72 倍，2019 年至 2022 年四年平均为 15.31 倍，估值水平较为合理。从相对估值角度分析，本次交易的总体评估值符合行业定价规则，充分考虑了上市公司及中小股东的利益。

综上，从相对估值角度分析，本次交易评估值和交易对价合理，充分考虑了上市公司及中小股东的利益。招商物业业绩承诺期对应的市盈率处于合理水平。本次交易作价较为谨慎，交易定价合理、公允。

4、上市公司董事会、独立董事和股东大会关于本次交易的意见

公司第八届董事会第四十七次会议通过了《关于评估机构的独立性、评估假设前提的合理性、评估方法与评估目的的相关性以及评估定价的公允性的议案》《关于批准本次交易有关的审计报告及资产评估报告的议案》《关于本次交易定价的依据及公平合理性的议案》，认为本次交易定价遵循了公开、公平、公正的原则，符合相关法律、法规及公司章程的规定，作价公允，不存在损害公司及其他股东利益的情形。关联董事在审议前述议案时已经回避表决。

公司独立董事就本次交易涉及的评估和定价问题发表独立意见，认为本次交易所选聘的评估机构具有独立性，评估假设前提合理，评估方法与评估目的具有相关性，出具的资产评估报告的评估结论合理，评估结果具有公允性。

公司股东大会以特别决议审议通过了上述《关于评估机构的独立性、评估假设前提的合理性、评估方法与评估目的的相关性以及评估定价的公允性的议案》《关于批准本次交易有关的审计报告及资产评估报告的议案》《关于本次交易定价的依据及公平合理性的议案》。在前述议案表决过程中，关联股东已经回避表决，并且公司按照有关规定，采用现场投票和网络投票相结合的表决方式，对中小股东表决单独计票，充分保护了中小股东行使投票权的权益。

（四）结论意见

综上所述，本次交易未采用招商物业市值而采用评估结果作为定价依据符合相关法律规定和市场惯例，具有合理性，定价方式公允，有利于保护上市公司和中小股东的合法权益。

四、中航善达 2018 年业绩大幅增长的原因及合理性。

根据公司《2018 年年度报告》，公司 2018 年度与 2017 年度营业收入及利润对比情况如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度
营业收入	665,564.65	589,327.10
营业成本	534,844.23	464,237.02
营业毛利	130,720.42	125,090.08
投资收益	124,952.20	3,132.96
营业利润	121,984.45	30,119.78
利润总额	122,531.53	25,987.19
净利润	82,398.19	-3,472.81

2018 年度与 2017 年度相比：（1）中航善达营业收入和营业成本变动较小，相应的公司营业毛利增幅较小，为 4.50%。（2）2018 年度，公司利润总额增加主要系转让子公司取得投资收益所致，主要为处置中航城置业（上海）有限公司、贵阳中航房地产开发有限公司、惠东县康宏发展有限公司而产生的投资收益 123,996.76 万元，因投资收益金额较大，导致公司营业利润、利润总额和净利润大幅增长。

根据国务院国资委关于国有企业“瘦身健体、提质增效”以及优化国有资本布局结构的部署，公司于 2016 年出售了部分房地产开发业务相关的资产与负债，并承诺未来不再从事新的房地产开发业务，同时声明公司战略将聚焦物业资产管理业务。该次重大资产出售完成后，公司积极处置遗留的房地产项目，上述转让中航城置业（上海）有限公司、贵阳中航房地产开发有限公司、惠东县康宏发展有限公司的股权系落实推进公司转型发展的具体举措。

综上所述，公司 2018 年度归属于母公司所有者净利润同比增长 468.9%，主要系为

落实业务转型而出售房地产项目公司股权所致，业绩大幅增长具有合理性。

五、前期招商蛇口协议受让中航善达股份及出售资产是否与本次交易构成一揽子交易，如是，本次是否构成重组上市。

（一）前期招商蛇口协议受让中航善达股份及出售资产与本次交易不构成一揽子交易

2019年4月26日，中航国际控股与招商蛇口签署《股份转让协议》，约定中航国际控股以非公开协议转让的方式向招商蛇口转让其持有的149,087,820股中航善达股票，转让数量约占公司现有股份总数的22.35%。经转让双方招商蛇口、中航国际控股内部决策通过并经国务院国资委于2019年7月23日出具的《关于中航善达股份有限公司国有股东所持股份非公开协议转让有关问题的批复》（国资产权[2019]343号）同意，上述股份转让已于2019年9月4日完成过户手续。

根据上述股份转让的《股份转让协议》、转让双方决策文件和上市公司、招商蛇口、中航国际控股的相关公告以及标的股份交割情况，上述股份转让无需遵从本次交易的交易进程，不以本次交易的实施为前提。此外，本次交易《发行股份购买资产协议》的生效条件之一为国资主管部门核准《股份转让协议》项下之股份转让，鉴于上述股份转让已取得国务院国资委的批复，前述生效条件已经达成。

除上述情形外，上述股份转让及本次交易的相关方亦未和相关内部决策文件、交易协议及相关公告文件中将两项交易设置成互为条件的交易。

综上，前期招商蛇口协议受让公司股份与本次交易不构成一揽子交易。

（二）本次交易不构成重组上市

本次交易标的公司经审计的截至评估基准日2019年3月31日的资产总额、资产净额（归属于母公司股东的所有者权益）及2018年度所产生的营业收入、净利润（归属于母公司所有者的净利润）四项指标占上市公司最近一个会计年度经审计的相关指标的比例不超过100%，未达到《重组管理办法》第十三条第一款第（一）至第（四）项标准；且本次发行股份数量（39,338.4644万股）占上市公司首次向交易对方购买标的资产的董事会决议前一个交易日的股份数量（66,696.1416万股）的比例为58.98%，未达到《重组管理办法》第十三条第一款第（五）项标准。此外，根据《<上市公司重大资

产重组管理办法>第十四条、第四十四条的适用意见——证券期货法律适用意见第 12 号》的规定，按照预期合并原则，本次交易亦未达到《重组管理办法》第十三条第一款第（一）至第（五）项标准，且本次交易前后上市公司主营业务未发生根本变化，交易前后的主营业务均为物业资产管理业务，因此本次交易不属于《重组管理办法》第十三条规定的情形，本次交易不构成重组上市。

六、补充披露情况

以上内容已分别在重组报告书“第四章/二/（一）招商物业的设立及股本演变”、“第四章/三/（二）控股股东及实际控制人”、“第八章/一/（六）本次交易有利于上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定”、“第八章/一/（三）本次交易所涉及的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形”、“第一章/六、中航国际控股股份转让与本次交易的关系”、“第九章/一/（二）本次交易前上市公司的经营成果”进行了补充披露。

七、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：（1）招商地产取得招商物业控制权、招商蛇口换股吸收合并招商地产后，招商地产、招商蛇口发行股份及募集资金均未投向招商物业业务和资产。（2）截至本回复出具日，招商蛇口、招商物业高级管理人员、财务人员不存在交叉任职的情形。（3）本次交易未采用招商物业市值而采用评估结果作为定价依据符合相关法律规定和市场惯例，具有合理性，定价方式公允，有利于保护上市公司和中小股东的合法权益。（4）公司 2018 年归属于母公司所有者净利润同比增长 468.9%，主要系为落实业务转型而出售房地产项目公司股权所致，业绩大幅增长具有合理性。（5）前期招商蛇口协议受让公司股份与本次交易不构成一揽子交易，本次交易亦不构成重组上市。

问题 2：申请文件显示，2019 年 7 月 1 日，招商局集团有限公司（以下简称招商局集团）与招商物业签署《商标、字号使用许可合同》，约定将“招商局”系的商标、字号无偿授权许可招商物业及其下属子公司使用，期限为 5 年（自 2019 年 7 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日），使用范围为许可商标登记注册的地域及类别，招商物业及已设立的子公司可在其中英文名称中使用许可字号。请你公司补充披露：1）前述无偿授权许可期满后，招商物业开发、推广、使用商标、字号的安排。2）交易后物业新设子公司的商标、字号使用安排。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露前述无偿授权许可期满后，招商物业开发、推广、使用商标、字号的安排

根据招商局集团制定的《招商局集团商标、字号使用管理办法》，招商局集团对于“招商局”系商标、字号的使用实行许可制度，招商局集团下属企业提出申请并经招商局集团同意后可以使用该等商标、字号，许可期限一般为五年；对于许可范围以外的商标、字号，招商局集团下属企业可以自创经营类的产品、服务品牌，开发并注册自有经营类产品、服务商标。该办法规定《商标、字号使用许可合同》届满，被许可人需继续使用的，应当在《商标、字号使用许可合同》有效期届满三个月前，向招商局集团提出办理续签手续申请。此外，该办法亦规定招商局集团所属企业在公司名称、商品及服务中使用含有“招商”、“China Merchants”等文字的内容时，应在各级工商行政管理机关或公司登记机构登记后，在 30 个工作日内向招商局集团提出备案。

基于上述制度规定以及《商标、字号使用许可合同》约定，就“招商局”系商标、字号，鉴于本次交易完成后，招商物业仍然为招商局集团下属企业，可按照《招商局集团商标、字号使用管理办法》规定，于合同约定的许可期限届满三个月前，向招商局集团提交书面续签申请，与招商局集团协商签署新的商标、字号使用许可合同，经授权后继续使用等该等商标、字号。就招商物业在日常经营中形成的品牌，招商物业将根据业务开展需要自行申请商标、字号的注册或登记，如涉及使用含有“招商”、“China Merchants”等文字的内容，招商物业将按照《招商局集团商标、字号使用管理办法》规定向招商局集团履行备案程序。

二、补充披露交易后物业新设子公司的商标、字号使用安排

本次交易完成后，招商物业仍为由招商局集团控制的下属企业，招商物业新设子公司如需继续使用“招商局”系商标、字号或在其公司名称、商品及服务中使用含有“招商”、“China Merchants”等文字的内容，招商物业将按照《招商局集团商标、字号使用管理办法》规定向招商局集团提出相应的许可申请或履行备案程序。

三、补充披露情况

以上内容已在修订后的重组报告书“第四章/六/（二）许可他人使用资产及被许可使用他人资产情况”中进行了补充披露。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：根据招商局集团制定的《招商局集团商标、字号使用管理办法》以及招商局集团与招商物业的《商标、字号使用许可合同》，就“招商局”系商标、字号，鉴于本次交易完成后，招商物业仍然为招商局集团下属企业，可按照《招商局集团商标、字号使用管理办法》规定，于合同约定的许可期限届满三个月前，向招商局集团提交书面续签申请，与招商局集团协商签署新的商标、字号使用许可合同，经授权后继续使用该等商标、字号；对于本次交易完成后招商物业新设子公司，如需继续使用“招商局”系商标、字号，招商物业可按照《招商局集团商标、字号使用管理办法》规定向招商局集团提出相应的许可申请；对于招商物业或下属子公司在其公司名称、商品及服务中使用含有“招商”、“China Merchants”等文字的内容，招商物业需按照《招商局集团商标、字号使用管理办法》规定向招商局集团履行备案程序。上市公司已在重组报告书中补充披露了前述商标、字号使用许可期满后，招商物业开发、推广、使用商标、字号的安排，以及本次交易后招商物业新设子公司的商标、字号使用安排。

问题 3: 申请文件显示,本次交易尚需国家市场监督管理总局通过对本次交易涉及的经营者集中审查。请你公司补充披露:前述审查的最新进展,预计办毕时间,有无实质障碍。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复:

一、经营者集中审查的最新进展

招商蛇口向国家市场监督管理总局提交了本次交易涉及的经营者集中审查申报文件资料,国家市场监督管理总局于 2019 年 9 月 2 日出具《经营者集中反垄断审查立案通知书》(反垄断立案[2019]276 号),对招商蛇口申报的收购中航善达股权案予以立案。

2019 年 9 月 2 日,国家市场监督管理总局反垄断局在其官方网站“经营者集中简易案件公示”频道公示了招商蛇口收购中航善达股权案,公示期自 2019 年 9 月 2 日至 2019 年 9 月 11 日。

2019 年 9 月 30 日,国家市场监督管理总局向招商蛇口出具《经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》(反垄断审查决定[2019]377 号),决定对招商蛇口收购中航善达股权案不实施进一步审查,招商蛇口从 2019 年 9 月 30 日起可以实施集中。

综上所述,本次交易已通过国家市场监督管理总局关于本次交易涉及的经营者集中审查。

二、补充披露情况

以上内容已在重组报告书“重大事项提示/九/(一)本次交易已获得的授权和批准”、“第一章/三/(一)本次交易已获得的授权和批准”、“第八章/一/(一)/4、本次交易不存在违反有关反垄断法律和行政法规的规定”中进行了补充披露。

三、独立财务顾问核查意见

经核查,独立财务顾问认为:本次交易已通过国家市场监督管理总局关于本次交易涉及的经营者集中审查。

问题 4: 申请文件显示, 报告期内, 标的资产前五大客户销售集中度分别为 22.68%、23.16%、24.16%, 其中第一大客户均为招商局集团有限公司及下属公司, 集中度分别为 18.52%、20.51%、21.60%, 系关联交易, 其他客户集中度较为分散。2016 年招商物业启动市场化改革, 积极拓展第三方业务。请你公司: 1) 标的资产服务项目的开发商或承建方为标的资产关联方的项目数量、面积、单价、收入、毛利率, 与标的资产提供的其他物业服务是否存在较大差异。2) 补充披露标的资产业务是否独立, 是否对招商局集团及其下属公司存在依赖, 结合市场价格, 补充披露相关关联交易的背景、必要性、持续性、公允性。3) 结合招商物业启动市场化改革情况, 补充披露改革前招商局集团有限公司及下属公司业务占比情况, 并结合改革情况, 区分业务类型, 补充披露标的资产开拓客户的主要方式, 与主要第三方客户建立合作关系的背景及交易可持续性、历年新增客户对营业收入的影响程度, 销售费用率占比是否低于同行业平均水平。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复:

一、标的资产服务项目的开发商或承建方为标的资产关联方的项目数量、面积、单价、收入、毛利率, 与标的资产提供的其他物业服务是否存在较大差异

(一) 标的资产服务项目的开发商或承建方为标的资产关联方的项目及非关联方的项目数量、面积及收入情况

报告期各期, 标的公司服务项目的开发商或承建方为标的资产关联方的项目及非关联方的项目数量、面积及收入情况如下:

单位: 个、万平方米、万元

分类	2019 年 6 月 30 日/2019 年 1-6 月					
	来源于集团内项目			来源于集团外项目		
	项目个数	管理面积	收入	项目个数	管理面积	收入
基础物业服务总和	365	5,607.49	91,452.41	183	1,684.53	27,580.99
其中: 住宅	247	4,713.40	54,228.33	27	275.29	2,669.43
商业、办公	66	462.40	28,392.42	90	559.05	19,216.15
其他	52	431.69	8,831.66	66	850.19	5,695.41
分类	2018 年 12 月 31 日/2018 年度					
	来源于集团内项目			来源于集团外项目		

	项目个数	管理面积	收入	项目个数	管理面积	收入
基础物业服务总和	335	5,383.65	175,675.19	151	1,529.83	49,825.46
其中：住宅	228	4,361.31	105,742.42	26	217.88	3,543.44
商业、办公	58	476.85	53,817.78	66	503.11	34,417.84
其他	49	545.49	16,114.99	59	808.84	11,864.18
分类	2017 年 12 月 31 日/2017 年度					
	来源于集团内项目			来源于集团外项目		
	项目个数	管理面积	收入	项目个数	管理面积	收入
基础物业服务总和	260	4,475.71	143,706.53	116	1,019.75	47,280.78
其中：住宅	170	3,669.93	83,570.88	15	104.74	2,098.59
商业、办公	48	317.42	43,842.96	50	378.45	36,236.01
其他	42	488.36	16,292.69	51	536.56	8,946.18

注：来源于集团内项目为由招商局集团及下属企业开发或承建的项目，其他项目统称为来源于集团外项目，下同。

由于招商物业成立之初系招商局集团系统内物业服务平台，长期以来为招商局系统自有物业及招商蛇口开发建设的物业提供物业管理及相关服务，基于公司定位及业务发展，标的公司承接了较多的招商蛇口、招商局集团开发的住宅项目及商办项目，与其他大型开发商下属的物业管理公司情况类似，符合行业的普遍特征；自启动市场化改革以来，招商物业着重拓展门槛和附加值较高的第三方非住宅项目，因此承接的集团外开发的项目面积和收入结构均以非住宅为主，集团外开发的非住宅项目管理面积和收入在标的公司对应类型的物业管理面积和基础物业管理收入中的占比相对较高。

（二）标的资产服务项目的开发商或承建方为标的资产关联方的项目及非关联方的项目单价及毛利率情况

报告期各期，标的资产服务的开发商或承建方为标的资产关联方的项目及非关联方的项目单价及毛利率情况如下：

单位：元/平方米/月、%

分类	2019 年 1-6 月			
	来源于集团内项目		来源于集团外项目	
	平均单价	毛利率	平均单价	毛利率
基础物业服务总和	4.71	5.93	4.69	7.34
其中：住宅	3.37	4.50	4.20	6.95

商业、办公	14.62	8.72	6.88	7.94
其他	6.32	5.80	2.32	5.51
分类	2018 年度			
	来源于集团内项目		来源于集团外项目	
	平均单价	毛利率	平均单价	毛利率
基础物业服务总和	4.77	6.03	4.93	6.56
其中：住宅	3.45	4.56	3.60	4.09
商业、办公	14.79	8.61	8.36	7.40
其他	6.40	7.08	2.37	4.88
分类	2017 年度			
	来源于集团内项目		来源于集团外项目	
	平均单价	毛利率	平均单价	毛利率
基础物业服务总和	4.43	4.73	6.63	6.42
其中：住宅	3.16	3.08	4.75	3.58
商业、办公	12.26	7.06	8.71	6.41
其他	6.91	6.90	3.54	7.14

注 1：平均单价计算基于收费面积口径，下同；管理面积与收费面积口径存在差异：管理面积包括公共面积而收费面积不包含、管理面积包含已签订合同但未开始收费面积等。

注 2：其他业态包括园区厂房、公共建筑等物业项目。

1、报告期内来源于集团内项目与来源于集团外项目的平均单价的差异具有合理性。

（1）招商物业服务的来源于集团外住宅项目平均单价略高于来源于集团内的住宅项目平均单价，主要原因为招商物业自启动市场化改革以来，着重拓展门槛和附加值较高的第三方非住宅项目，来源于集团外的住宅项目并非招商物业拓展的重点，招商物业仅拓展定位较为高端的住宅项目，因此来源于集团外的住宅项目平均单价略高。

（2）来源于集团内的商业、办公项目平均单价高于来源于集团外同类项目平均单价，主要原因为：①服务内容不同：来源于集团内的商业、办公项目业主主要为招商局集团及下属企业，招商物业为其提供的服务内容比其向来源于集团外项目提供的服务内容范围更广，比如来源于集团内的某商业办公项目，2018年度单价达到31元/平方米/月，服务范围包括空调、保洁、安保、会务等一系列服务；而对于来源于集团外的上海某家居商场项目，标的公司服务范围仅包括维修保洁，单价不足1元/平方米/月。②服务的主

要区域不同：来源于集团内的商业及办公项目主要位于深圳、北京及上海等一线城市，服务内容相同时单位面积成本相对较高，因此通常收费水平也更高。

(3) 来源于集团内的其他类项目平均单价高于集团外同类项目平均单价，主要因为来源于集团外的其他类项目主要为公共设施及物流园区等，该类项目具有管理面积较大、总体收费较低的特点。比如2018年度开拓的佛山某大型市政项目，管理面积为104.50万平方米，平均单价仅为0.34元/平方米/月。相比而言，来源于集团内的其他类项目主要为产业园区、科技园区，总体收费较高。

综上，招商物业服务的来源于集团内项目的平均单价与来源于集团外项目的平均单价有一定差异，但差异具有合理性。

2、报告期内来源于集团内项目与来源于集团外项目的毛利率水平总体较为接近。

来源于集团内项目和来源于集团外相同业态项目毛利率的差异在 0.5%-2%左右，绝对差异较小；由于招商局集团及下属企业开发的项目大多数位于一二线城市，品质较高、收费较高，与来源于集团外项目的具体结构存在一定差异，因此毛利率存在小幅差异。同时，各年度的毛利率水平与当年在管项目的业态结构组成直接相关，在管项目业态结构的差异也会造成毛利率水平的差异。例如，2018 年度其他业态项目中，来源于集团内项目相比来源于集团外项目毛利率高，主要是因为 2018 年来源于集团外的在管项目中，部分公共机构、物流园等低毛利业态类型的项目占比较高。因此，项目毛利率受到业态类型、所在城市、所在区位、市场定位等多方面因素的影响，当前毛利率情况及差异具备合理性。

此外，从基础物业管理业务总体毛利率来看，来源于集团内项目总体毛利率低于来源于集团外项目，主要是由于两者之间业态组成的结构差异。来源于集团内项目中，相对低毛利率的住宅项目占比较高，而来源于集团外项目大多为相对高毛利率的非住宅项目。截至2019年6月30日，来源于集团内项目中，住宅项目管理面积为4,713.40万平方米，占总面积5,607.49万平方米的84.06%；来源于集团外项目中，住宅项目管理面积为275.29万平方米，占总面积1,684.53万平方米的16.34%。

综上，标的公司服务的开发商或承建方为标的资产关联方项目在数量、面积、收入等方面占比相对较高，与其他大型开发商下属的物业管理公司情况类似，符合行业的普遍特征。标的公司服务的开发商或承建方为标的资产关联方非住宅项目的平均单价高于

其提供的其他物业服务，但具有一定合理性。标的公司服务的开发商或承建方为标的资产关联方项目的毛利率与其提供的其他物业服务不存在较大差异。

二、补充披露标的资产业务是否独立，是否对招商局集团及其下属公司存在依赖，结合市场价格，补充披露相关关联交易的背景、必要性、持续性、公允性。

（一）标的资产业务是否独立，是否对招商局集团及其下属公司存在依赖

标的资产的业务具备独立性及独立面向市场开展业务的能力，业务经营对招商局集团及其下属公司不存在依赖，具体分析如下：

1、招商物业具备独立拓展业务的能力，在影响持续经营的重要方面不依赖集团内关联方

报告期内，集团外拓展的非住宅物业管理项目在招商物业全部新拓展非住宅物业管理项目面积中占比超过 57%，且 2018 年集团外各类新拓展项目（包括住宅和非住宅）合计新增 744.46 万平方米，较 2017 年集团外合计新增面积 266.57 万平方米大幅增长，集团外市场化获取项目能力提升成效显著。

具体来看，住宅项目中，集团内拓展的项目新增管理面积较多，是因为招商物业作为招商蛇口下属子公司，承接了较多由招商蛇口开发的项目的物业管理业务。随着招商蛇口住宅项目开发量的增加，招商物业的新增管理面积也逐步增加。这与行业内其他地产开发商旗下的物业管理公司情况类似，符合行业普遍特征，有利于公司业务发展。

由于非住宅物业项目市场化程度高，盈利水平佳，故招商物业的主要市场化精力聚焦于非住宅物业项目，且取得了持续进展，报告期内招商物业新增非住宅物业项目中，集团外拓展的项目面积超过了集团内拓展的项目面积。

非住宅项目管理难度高，市场竞争激烈；招商物业目前在国内非住宅物业管理领域处于行业前列，自身的业务能力与管理水平得到了市场认可，获得了大量第三方项目的管理合约，标的公司具备独立面向市场开展业务的能力。

2、招商物业积极采取措施，不断增强市场化获取项目能力

招商物业积极采取多项措施，不断增强市场化获取项目能力，具体包括：①推行全员拓展工作——化蝶计划：化蝶计划从 2019 年初开始推行，招商物业要求各运营中心在

现有管理项目周边主动寻找新项目，与市场拓展部门共同拓展，以此增加局部区域管理项目的数量和密度，降低管理成本；②重点客户突破：标的公司集中优势资源突破重点客户。从 2017 年起，招商物业即开展重点客户突破工作，集中优势资源对阿里巴巴、宝马、华为、京东、腾讯、宁德时代、百度、唯品会、顺丰等大型连锁客户进行重点研究，并取得丰厚成果：截止本回复出具日，招商物业已进入以上客户的核心物业供应商名录，并已成功拓展阿里巴巴杭州西溪园区 4 期项目、阿里巴巴广东数据中心、京东总部办公楼、宝马动力总成工厂等明星项目。此外，标的公司已经获得以上客户物业类核心供应商身份，未来将继续参与所有该类客户物业项目投标；③重点城市突破：招商物业 2019 年将济南、昆明、苏州、沈阳等城市设为重点突破城市，集中资源拓展市场，目前在苏州、沈阳已取得较好成效。未来这种模式将持续应用，以期短期内在新进入城市获得突破，建立可自主运营的分支机构；④科技平台的建立：标的公司建立了一系列科技平台以更好地整合资源、提高效率。2017 年，招商物业上线“投标云平台”，将过往投标资料集中在平台上管理，方便市场人员调用相关资料，提高投标质量和效率。2019 年 8 月，标的公司开始试运行“商机管理系统”。商机管理系统可以自动抓取各大招标平台的物业管理类招标信息，亦可手动输入新项目信息，增加获取项目信息的机会。商机管理系统正式运行后，将有效拓宽项目信息来源，提升市场拓展能力；⑤与中航善达形成合力拓展外部市场：中航善达在行业内是较早开始对外拓展的大型公司，在市场上积累了良好的口碑，形成了有效的拓展体系，在机构类物业服务领域取得了良好的业绩；招商物业自 2016 年启动市场化改革，形成了具有招商特色的拓展体系和拓展团队，在市场上建立了非住宅领域中高端项目专家的品牌形象。本次交易完成后，招商物业和中航善达的有效整合，将进一步增强市场拓展能力。

3、招商物业的现有客户多数为非关联方，销售收入中关联交易占比低于 30%

2017 年度、2018 年度及 2019 年 1-6 月，招商物业关联交易收入（不含利息收入）分别为 47,800.74 万元、64,195.71 万元和 34,839.93 万元，同期招商物业营业收入分别达到 258,057.53 万元、312,976.58 万元和 161,324.41 万元。关联交易占营业收入的比例分别为 18.52%、20.51%及 21.60%。关联交易收入对公司营业收入不构成重大影响。

4、招商物业具有良好的市场品牌和较强的市场影响力

招商物业以“百年诚信，至尊服务”为发展理念，已发展成为以资产管理为核心的规

模化、品牌化和集团化物业服务企业，为中国物业管理协会副会长单位。招商物业根植于物业管理服务，定位中高端市场，积极践行物业基础服务和专业服务协同发展的商业模式，培育和发展建筑科技、设施运营、经纪顾问、社区商业四大专业服务，形成相互协同、组合发展的业务发展体系，通过高品质的综合服务能力，不断提升品牌的市场影响力。招商物业在中国物业管理协会 2018 年全国物业服务企业综合实力测评中位列第 10 名，在中国房地产协会 2018 年度中国房地产开发企业 500 强首选服务商品品牌物业管理类测评中位列第 10 名；管理项目先后荣膺 13 个国家级优秀示范项目、12 个省级优秀示范项目、47 个市级优秀示范项目称号，已形成具有较强影响力的市场品牌。

5、招商物业保持了与客户较高的续约率水平，为持续盈利奠定了基础

由于招商物业的高品质服务及行业特性，报告期内，招商物业保持了与存量客户较高的续约率水平。住宅项目在开发商销售交付后，招商蛇口将不再是住宅项目的业主，项目的业主与招商物业之间不再存在关联关系，而招商物业住宅业态的续约率达到 99%，为住宅物业管理业务持续开展奠定了基础。非住宅业态的续约率亦达到 90%。得益于高企的续约率，标的公司的存量项目规模可以得到保证，存量项目收入具备可持续性，对关联交易不存在重大依赖。

（二）关联交易的背景、必要性、持续性、公允性

1、关联交易的背景

标的公司业务主要为提供物业管理及相关服务。物业管理服务的关联交易主要体现在：①为开发商交房前提供的包括协销、案场服务等一系列服务；②为关联方持有的物业（主要是写字楼、商场、园区等）提供保安、保洁等物业管理服务；③为关联方提供诸如楼宇设备安装及维修等服务。

标的公司在成立之初系招商局集团系统内物业服务平台，定位是为招商蛇口房地产开发业务提供配套服务及物业管理，长期以来为招商局系统自有物业及招商蛇口开发建设的物业提供物业管理及相关服务。基于公司定位及业务发展，标的公司不可避免地与关联方发生业务往来和关联交易，具有普遍性和必然性。

2、关联交易的必要性及持续性

标的公司与其关联方发生的关联交易主要集中在提供物业管理和工程维保等业务。

前述关联交易系双方市场化双向选择的结果，能够充分整合物业资源和客户资源，提供延伸服务，促进标的公司业务不断发展，具有必要性；预计随着招商蛇口房地产业务的持续发展，标的公司将继续争取与招商蛇口、招商局集团的市场化业务协同，相关关联交易将持续发生。

3、关联交易的定价公允性

招商物业与关联方的关联交易严格执行市场化定价原则，有严格的管控制度及流程，物业管理行业服务价格较为公开透明，达成合作前需要与市场比价，同时招商物业在报价时会严格编制项目预算，经过科学评审及议价，保证关联交易价格公允。物业费收费价格方面，政府及行业协会对物业管理行业的收费定价制定有指导性文件，比如《物业服务收费管理办法》《物业服务收费明码标价规定》《住宅专项维修资金管理办法》等，标的公司结合目标物业管理项目所在地物业服务的相关收费规定、经济情况、当地物业管理水平等情况，综合评估后拟定目标物业管理项目的物业费价格策略，经商业谈判后确定价格。整个物业管理服务价格市场化，具有公开透明的特点，容易接受用户和社会的监督。标的公司为高度市场化的经营运作主体，在行业内具有较高的知名度，与关联方及非关联方提供物业管理服务在同等条件下价格一致，定价公允。

根据《2019中国物业服务百强企业研究报告》，2018年，百强企业管理项目住宅物业服务费分别为2.25元/平方米/月；办公物业服务费为7.84元/平方米/月；商业物业服务费为7.01元/平方米/月；公众物业、产业园区物业、学校物业、医院物业服务费分别为3.72元/平方米/月、3.61元/平方米/月、3.58元/平方米/月与6.84元/平方米/月。

本次交易中上市公司全资子公司中航物业，2018年住宅业态平均单价为2.67元/平方米/月；商业业态平均单价为9.32元/平方米/月；办公业态平均单价为8.59元/平方米/月；园区、厂房业态平均单价为2.99元/平方米/月；公共建筑业态平均单价为3.51元/平方米/月。

由于行业内各可比公司的物业项目品牌定位、区位分布、项目业态差异较大，项目服务内容、服务标准不尽相同，且各可比公司统计标准有所差异，标的公司与行业内公司的项目的平均定价水平直接进行对比的可比性较低。

若比较标的公司外部市场化项目与集团内拓展项目，报告期内，分业态来看，集团内拓展的项目与集团外拓展的项目的毛利率水平基本相当。例如2017年度、2018年度及

2019年1-6月，集团内拓展的商业办公项目毛利率分别为7.06%、8.61%与8.72%，对应集团外拓展的商业办公项目毛利率为6.41%、7.40%与7.94%。两者毛利率相近，体现了关联交易定价的公允性。

三、结合招商物业启动市场化改革情况，补充披露改革前招商局集团有限公司及下属公司业务占比情况，并结合改革情况，区分业务类型，补充披露标的资产开拓客户的主要方式，与主要第三方客户建立合作关系的背景及交易可持续性、历年新增客户对营业收入的影响程度，销售费用率占比是否低于同行业平均水平

（一）结合招商物业启动市场化改革情况，补充披露改革前招商局集团有限公司及下属公司业务占比情况

标的公司于2016年起启动市场化改革，加大市场拓展力度，发展专业增值服务，并且进一步完善市场化业务协同模式。2016年度为标的公司市场化改革的元年，2016年度至今2019年6月标的公司为招商局集团有限公司及下属公司提供服务收入及占比情况如下：

单位：万元，%

项目	2016 年度		2017 年度	
	金额	占当期营业收入比重	金额	占当期营业收入比重
销售商品、支付劳务	44,452.40	20.23	47,800.74	18.52
项目	2018 年度		2019 年 1-6 月	
	金额	占当期营业收入比重	金额	占当期营业收入比重
销售商品、支付劳务	64,195.71	20.51	34,839.93	21.60

2016年以来，标的公司为招商局集团有限公司及下属公司提供服务收入逐年上升，但关联交易收入金额占当期营业收入比例变动较小，主要得益于标的公司非关联交易收入快速增长，2016年度、2017年度、2018年度及2019年1-6月，非关联交易收入分别为175,313.66万元、210,256.79万元、248,780.87万元及126,484.48万元，2018年非关联交易收入相比2016年增加73,467.21万元，增幅为41.91%，市场化改革取得了一定效果。

（二）并结合改革情况，区分业务类型，补充披露标的资产开拓客户的主要方式、

与主要第三方客户建立合作关系的背景及交易可持续性

对于业主为关联方的项目，基于市场化的双向选择和业务协同的原则，招商物业一般通过与关联方采取协议委托的方式取得项目。该种情况主要集中在商业办公及科技园区等非住宅项目。对于业主为非关联方的项目，招商物业主要通过投标的方式，以市场化的方式获取客户和项目。来源于集团的住宅项目，招商物业一般会提供前期工程咨询、现场介入，营销配合等开发商服务业务，因而对项目现场情况、客户情况较为熟悉，有利于日后项目运营和成本控制，因而相对其它物业公司在招投标中更具优势。

近年来，招商物业在住宅项目方面，一方面积极参与承接招商蛇口开发的住宅项目，另一方面，有选择的在现有管理项目周边主动寻找新住宅项目进行拓展，提升管理密度和管理效率。非住宅项目中，自招商物业 2016 年启动市场化改革以来，招商物业着重拓展门槛和附加值较高的第三方非住宅项目，并集中优势资源突破重点客户，建立了一系列科技平台以更好地整合资源、提高市场拓展效率。报告期内，集团外拓展的非住宅项目新增管理面积已超过集团内拓展的非住宅项目新增管理面积，具体情况如下：

单位：万平方米，%

	集团内拓展的项目		集团外拓展的项目	
业态类型	新增管理面积	占比	新增管理面积	占比
住宅	1,856.60	92.65	147.36	7.35
商业、办公	264.76	43.79	339.82	56.21
其他	529.54	42.27	723.24	57.73
合计	2,650.90	68.65	1,210.42	31.35

自启动市场化改革以来，集团外拓展的非住宅项目管理面积增长较快。来源于第三方的非住宅项目管理面积由 2016 年末的 763.67 万平米增长至 2019 年 6 月末的 1,409.24 万平米，增幅为 84.54%。分年度来看，2018 年集团外各类新拓展项目（包括住宅和非住宅）合计新增 744.46 万平方米，较 2017 年集团外合计新增面积 266.57 万平方米大幅增长，集团外市场化获取项目能力提升成效显著。

标的公司与主要第三方客户主要通过邀请投标或公开招投标的市场化形式进行首次合作。标的公司与最近一期除关联方以外的前 10 大客户合作时间较长，与前十大客户的目前在执行合同到期日大多处于 2021 年或 2022 年，剩余期限较长，主要客户均为

国内知名企业，客户与标的公司合作历史较长且信用记录良好，自合作以来不存在纠纷、未发生过中断或重大变化的情形，未来合作不存在重大不确定性，合作关系具有稳定性和可持续性。此外，报告期内标的公司客户合同到期后流失的项目极少，预计未来合作延续的可能性较大。标的公司与主要第三方客户的交易具备可持续性。

（三）历年新增客户对营业收入的影响程度

报告期各期新增客户在当期及未来期间产生收入对营业收入的影响情况如下：

单位：万元

客户类型	2017 年度收入	2018 年度收入	2019 年 1-6 月收入
2017 年新开拓客户	5,525.21	6,834.95	2,145.62
2018 年新开拓客户		3,542.16	3,956.83
2019 年 1-6 月新开拓客户			1,793.36
新开拓客户产生收入合计	5,525.21	10,377.11	7,895.81
当期基础物业服务收入	190,987.31	225,500.65	119,033.40
占比	2.89%	4.60%	6.63%

注：此表格只包括报告期内每年新开拓客户的收入情况。

由上表可见，通过积极的市场拓展举措，新客户对报告期内公司的收入增长带来一定的贡献。此外，公司营业收入的增长因素还包括老客户新项目或老项目新增服务内容等情况。

（四）销售费用率占比是否低于同行业平均水平

报告期内，招商物业未设置单独的销售费用科目。2016 年下半年，招商物业启动市场化改革，在市场化改革的前期探索阶段，未设置单独的销售费用科目，符合招商物业的客观实际，符合企业会计准则的规定，与同行业公司不存在显著差异。

1、在市场化改革的前期探索阶段，招商物业为了控制费用开支，提升经营绩效，没有采用广告宣传等方式，因而未发生广告费、业务宣传费等营销费用。

2、在市场化改革中，针对市场化项目的拓展，目前逐步形成了全体员工共同参与对外拓展市场化物业管理项目的“化蝶计划”，该计划通过三个维度积极拓展“有利润”、“有品牌”、“有形象”的目标项目：①地域维度，以现有项目为中心，利用现有项目的影

响力渗透周边项目，形成管理规模优势，降低管理成本；②客户维度，利用业主的内部推荐等各种方式挖掘现有项目上掌握关键资源的核心客户；③员工维度，鼓励全体员工行动，在保质保量完成现有工作的基础上，积极投身到市场化拓展项目中去。在推进“化蝶计划”的过程中，无法单独区分专门的市场销售人员，并将工资薪酬归集为销售费用。

3、报告期内，招商物业提供物业管理服务，对所有服务客户均按合同约定收费，没有相应的折扣、折让等销售政策，因而未产生相应的销售费用。

4、报告期内，招商物业发生了极少量的市场开拓等销售性质的费用，对公司的经营管理未构成重大影响，符合同行业的实际情况。①根据碧桂园物业招股说明书（申报稿 2017 年 12 月 1 日报送）：2014 年至 2016 年发生销售性质的费用金额较小，对碧桂园物业的经营管理，未构成重大影响，因此碧桂园物业未设置销售费用科目进行独立核算。2017 年 1-6 月，随着碧桂园物业加大市场外拓力度并设立独立的市场拓展管理部，碧桂园物业对销售费用进行独立核算，碧桂园物业的销售费用主要包括市场拓展管理部的职工薪酬及公司在宣传推广过程中产生的宣传费用，该等费用金额为 416.22 万元，销售费用率为 0.29%；②中航物业在 2017 年及 2018 年发生的销售费用分别为 362.93 万元及 493.32 万元，销售费用率分别为 0.11%及 0.14%，销售费用率较低，对中航物业的经营管理不构成重大影响。

5、报告期内，招商物业未单独设置销售费用科目进行独立核算，符合企业会计准则的规定，与同行业公司不存在显著差异。①根据保利物业（871893.OC，已从新三板退市，正在申请香港交易所上市）在新三板挂牌期间披露的 2016 年、2017 年的年度审计报告及 2018 年 1-6 月半年度报告，保利物业在上述期间未设置销售费用科目进行独立核算。②根据永升物业（871385.OC，已从新三板退市，已经在香港交易所上市）在新三板挂牌期间披露的 2016 年的审计报告及 2017 年 1-6 月半年度报告，永升物业在上述期间未设置销售费用科目进行独立核算。

6、后续随着招商物业经营战略及业务的发展情况，招商物业将及时根据实际情况确定是否单独设置销售费用科目，进行销售费用的单独核算。

四、补充披露情况

以上内容已分别在重组报告书“第四章/七/（四）业务发展情况”、“第八章/三/（二）/3、本次交易对上市公司独立性的影响”、“第九章/四/（二）拟购买资产的盈利能力分

析”、“第十一章/二/（一）/3、关联交易的必要性及定价公允性”进行了补充披露。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司服务的开发商或承建方为标的资产关联方项目在个数、面积、收入等方面占比相对较高，与其他大型开发商下属的物业管理公司情况类似，符合行业的普遍特征。标的公司服务的开发商或承建方为标的资产关联方非住宅项目的平均单价高于其提供的其他物业服务，但具有合理性。标的公司服务的开发商或承建方为标的资产关联方项目的毛利率与其提供的其他物业服务不存在较大差异；

2、标的资产业务具备独立性，对招商局集团及其下属公司不存在依赖，相关关联交易具备必要性、持续性、公允性；

3、招商物业启动市场化改革以来，标的公司为招商局集团有限公司及下属公司提供服务收入逐年上升，但关联交易收入金额占当期营业收入比例变动较小，主要得益于标的公司非关联交易收入快速增长，市场化改革取得了一定效果。

对于业主为关联方的项目，基于市场化的双向选择和业务协同的原则，招商物业一般通过与关联方采取协议委托的方式取得项目。对于业主为非关联方的项目，招商物业主要通过投标的方式，以市场化的方式获取客户和项目。标的公司历史上保持了较高的续约率，预计未来合作延续的可能性较大。标的公司与主要第三方客户的交易具备可持续性；

通过积极的市场拓展举措，新客户对报告期内标的公司的收入增长带来一定的贡献；

报告期内，招商物业未单独设置销售费用核算科目，符合招商物业的客观实际，符合企业会计准则的规定，与同行业公司不存在显著差异。

问题 5：申请文件显示，标的资产主营业务成本为人工成本，面临员工数量及工资不断上涨的情况。同时，标的资产将部分保安、保洁业务进行外包。请你公司：1）结合报告期内人数变动、工资政策调整、平均工资变化，补充披露人工成本变动合理性；补充披露人员变动是否与项目数量、收入的变动匹配，劳动力成本上升对标的资产持续盈利能力的影响。2）补充披露业务外包成本的明细及各部分变动具体原因，业务外包的必要性及合理性，是否符合行业惯例，是否符合《物业管理条例》等法律法规的规定。3）结合销售人员执行的销售政策、人员数量，分析销售费用中职工薪酬费用的变动原因及合理性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合报告期内人数变动、工资政策调整、平均工资变化，补充披露人工成本变动合理性；补充披露人员变动是否与项目数量、收入的变动匹配，劳动力成本上升对标的资产持续盈利能力的影响

（一）结合报告期内人数变动、工资政策调整、平均工资变化，补充披露人工成本变动合理性

报告期内，招商物业员工中相关薪酬支出计入营业成本的人数变动及其平均工资变化情况如下：

项目	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年
	金额	增长率	金额	增长率	金额
主营业务成本（万元）	149,002.84	3.26%	288,610.19	18.87%	242,786.68
主营业务成本中人工成本（万元）	83,653.81	6.42%	157,208.20	20.32%	130,654.05
人工成本占主营业务成本比重	56.14%	3.07%	54.47%	1.22%	53.81%
相关薪酬支出计入营业成本中的员工人数（人）	16,500	2.43%	16,109	5.45%	15,277
人均工资（万元/人/年）	5.07	3.90%	9.76	14.11%	8.55

注：主营业务成本、主营业务成本中人工成本、人均工资的 2019 年 1-6 月增长率均已年化处理；相关薪酬支出计入营业成本中的员工人数为当期期末人数；人均工资=主营业务成本中人工成本/相关薪酬支出计入营业成本中的员工人数，其中人均工资中的 2019 年 1-6 月的金额为半年度数据。

2017 年，2018 年及 2019 年 1-6 月，相关薪酬支出计入营业成本的员工人数分别为

15,277 人、16,109 人及 16,500 人，存在小幅增长，2018 年及 2019 年 1-6 月增长率分别为 5.45%及 2.43%，主要原因是随着业务的增长，需要的用工人数相应增多。

报告期内，招商物业薪酬实行工资总额管理，岗位薪级等工资政策没有发生重大调整。公司制定了《总部薪酬管理办法》及《下属公司薪酬管理规定》，对员工的工资管理、岗位工资核定及调整、奖金核定及调整、工资支付等内容进行了规定。《总部薪酬管理办法》自 2016 年 1 月 1 日正式施行以来未发生变化；《下属公司薪酬管理规定》于 2017 年 1 月 1 日修订后正式施行以来，于 2018 年 9 月 1 日进行了部分文字类的更新修订，除此之外未发生变化。

2017 年、2018 年及 2019 年 1-6 月，人均工资分别为 8.55 万元、9.76 万元及 5.07 万元，2018 年及 2019 年 1-6 月分别增长了 14.11%及 3.90%，主要原因是：①政府指导的最低工资处于持续增长的态势；②招商物业自 2016 年启动市场化改革以来，在推动全员营销的同时，大力实施提质增效，人均管理面积持续增加，人均创收及人均效能不断提高，人均工资有所提升；③招商物业自 2018 年开始重点推动安保服务的外包工作，并持续推动清洁卫生及绿化养护的外包工作，相应减少了基层人员的员工数量，同时加大研发投入及科技转型，推动科技化、信息化，促进专业服务业务的发展，引进了较多的专业人才。

2017 年、2018 年及 2019 年 1-6 月，主营业务成本中人工成本分别为 130,654.05 万元、157,208.20 万元和 83,653.81 万元，人工成本占主营业务成本的比重分别为 53.81%、54.47%和 56.14%，是主营业务成本的最主要构成因素，符合轻资产行业的业务特征，且保持基本稳定。

（二）补充披露人员变动是否与项目数量、收入的变动匹配，劳动力成本上升对标的资产持续盈利能力的影响

项目	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年
	金额	增长率	金额	增长率	金额
相关薪酬支出计入营业成本中的员工人数（人）	16,500	2.43%	16,109	5.45%	15,277
人均工资（万元/人/年）	5.07	3.90%	9.76	14.11%	8.55
项目数量（个）	548	12.76%	486	29.26%	376
营业收入（万元）	161,324.41	3.09%	312,976.58	21.28%	258,057.53
人均营业收入（万元/人）	9.78	0.65%	19.43	15.02%	16.89

项目	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年
	金额	增长率	金额	增长率	金额
净利润（万元）	8,213.11	9.78%	14,963.17	109.85%	7,130.49
人均净利润（万元/人）	0.50	7.18%	0.93	99.01%	0.47

注：相关薪酬支出计入营业成本中的员工人数为当期期末人数；人均工资=主营业务成本中人工成本/相关薪酬支出计入营业成本中的员工人数，人均营业收入=营业收入/相关薪酬支出计入营业成本中的员工人数，人均净利润=净利润/相关薪酬支出计入营业成本中的员工人数；人均工资、营业收入、人均营业收入、净利润、人均净利润中的 2019 年 1-6 月的增长率已年化。

报告期内，相关薪酬支出计入营业成本中的员工人数、人均工资与项目数量、营业收入均保持增长的态势，人员变动与项目数量、收入的变动具有匹配关系；劳动力成本有所上升，但未影响招商物业的持续盈利能力。

1、随着项目数量的增多及营业收入的增长，招商物业所需要的人员投入数量随之增加；同时报告期内，招商物业的人员投入数量增长速度低于项目数量及收入的增长速度，主要原因是：①招商物业采取全员营销的“化蝶”拓展政策，在现有项目区域拓展新项目，增加项目密度，提升员工的复用程度，摊薄固定成本，发挥物业管理项目密度增加带来的规模效应；②招商物业自 2018 年开始重点推动安保服务的外包工作，并持续推动清洁卫生及绿化养护的外包工作，优化外包配置，强化内部管理建设，提质增效，增加员工人均效能；③根据物业管理行业特点，招商物业通过互联网等高科技手段，在保证项目服务质量的前提下，以科技化工具、设备、系统的应用替代部分人工。

2、2018 年人均工资增长 14.11%，但低于同期人均营业收入 15.02%的增速，同时也大幅度低于人均净利润 99.01%的增速。报告期内，招商物业加大物业管理业务的外包力度，引入更多专业人才，并持续推动提质增效，增加人均效能，使得人均工资增幅低于人均营业收入及人均净利润的增长幅度，业务规模及人均创收、人均创利、人均效能均得到了稳步提升。

综上，劳动力成本上升不会影响招商物业的持续盈利能力。

二、补充披露业务外包成本的明细及各部分变动具体原因，业务外包的必要性及合理性，是否符合行业惯例，是否符合《物业管理条例》等法律法规的规定

（一）业务外包成本的明细及各部分变动具体原因

报告期内，招商物业业务外包构成情况：

单位：万元，%

项目	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年
	金额	增长率	金额	增长率	金额
安保费用	6,923.66	18.88	11,648.24	47.52	7,896.22
清洁卫生费	12,589.63	12.44	22,393.37	3.72	21,590.76
绿化养护费	1,880.87	26.46	2,974.66	19.58	2,487.59
业务外包合计	21,394.16	15.59	37,016.27	15.77	31,974.57

注：2019 年 1-6 月增长率已年化处理。

业务外包主要涉及安保、清洁卫生、绿化养护等业务内容。

随着物业管理业务量的增多，同时为了持续降低经营成本、提升经营绩效、增强部分专业领域的服务能力，招商物业自 2018 年开始重点推动安保服务的外包工作，并持续推动清洁卫生及绿化养护的外包工作。2018 年及 2019 年 1-6 月，安保费用支出增长了 47.52%及 18.88%，绿化养护费用支出增长了 19.58%及 26.46%，增长较快。

业务外包支出占营业成本的比例相对稳定，与营业成本的增长基本保持一致。2017 年、2018 年及 2019 年 1-6 月，招商物业业务外包金额分别为 31,974.57 万元、37,016.27 万元和 21,394.16 万元，占营业成本比例分别为 13.17%、12.83%和 14.36%，相对稳定；2018 年度业务外包支出较 2017 年度增加 15.77%，2018 年度营业成本较 2017 年度增加 18.87%，增长幅度基本一致。

（二）业务外包具有必要性及合理性，符合行业惯例，符合《物业管理条例》等法律法规的规定

1、在物业管理行业中，业务外包具有必要性和合理性，具体如下：

（1）物业管理行业中对特种设备明确了专业资质要求或者设置了准入许可，物业管理公司须通过外包给具有专业资质或许可的公司来实施服务，如电梯、压力容器、水池清洗、高空外墙清洗、消杀等。

（2）业务外包有利于招商物业利用专业服务公司提供的优质低价服务实现专业化、集约化管理，降低经营成本的同时，提升专业服务水平，提高服务品质和效率，提高盈

利能力。首先，由于物业管理行业属于劳动密集型行业，将所需人员较多的安保、保洁等业务委托给物业管理行业领域内专业公司负责，可以提高服务效率，合理降低人工成本；其次，由于业务相对单一而且专注，专业公司的专业化优势得到充分彰显，专业公司通过发挥资源优势、规模优势、技术优势来提高其所提供的服务质量；最后，借助外部专业公司的协助，招商物业可以把主要精力放在企业的核心业务上，增强核心业务的服务能力和市场竞争力。

2、业务外包是物业管理行业普遍采用的业务模式，招商物业的业务外包情况符合行业惯例，具体如下：

根据中国指数研究院与中国房地产 TOP10 研究组发布的《2019 中国物业服务百强企业研究报告》，百强物业管理企业中均保持了一定的外包项目比例，在提升服务效能的基础上，适度压缩成本，保证盈利空间。从外包业务范围来看，主要包括清洁业务、绿化业务、设备维护养护业务、秩序维护业务等，上述四类业务外包项目比例分别为 60.38%、43.34%、37.01%和 24.90%；从外包人员数量来看，百强企业外包员工 2018 年总数为 51.76 万人，同比增长 10.32%，保持了一定的增长幅度。

3、招商物业的业务外包情况符合《物业管理条例》等法律法规的规定。

招商物业的业务外包主要涉及安保、清洁卫生、绿化养护等，属于物业管理区域内的专项服务业务。根据《物业管理条例》第三十九的规定，“物业服务企业可以将物业管理区域内的专项服务业务委托给专业性服务企业，但不得将该区域内的全部物业管理一并委托给他人”。因此，招商物业将物业管理区域内的部分日常清洁、保安等专项服务业务分包给专业性服务公司符合《物业管理条例》等相关规定。

三、结合销售人员执行的销售政策、人员数量，分析销售费用中职工薪酬费用的变动原因及合理性

报告期内，招商物业未设置单独的销售费用科目。2016 年下半年，招商物业启动市场化改革，在市场化改革的前期探索阶段，未设置单独的销售费用科目，符合招商物业的客观实际，符合企业会计准则的规定，与同行业公司不存在显著差异。

1、在市场化改革的前期探索阶段，招商物业为了控制费用开支，提升经营绩效，没有采用广告宣传等方式，因而未发生广告费、业务宣传费等营销费用。

2、在市场化改革中，针对市场化项目的拓展，目前逐步形成了全体员工共同参与对外拓展市场化物业管理项目的“化蝶计划”，该计划通过三个维度积极拓展“有利润”、“有品牌”、“有形象”的目标项目：①地域维度，以现有项目为中心，利用现有项目的影响力渗透周边项目，形成管理规模优势，降低管理成本；②客户维度，利用业主的内部推荐等各种方式挖掘现有项目上掌握关键资源的核心客户；③员工维度，鼓励全体员工行动，在保质保量完成现有工作的基础上，积极投身到市场化拓展项目中去。在推进“化蝶计划”的过程中，无法单独区分专门的市场销售人员并将工资薪酬归集为销售费用。

3、报告期内，招商物业提供物业管理服务，对所有服务客户均按合同约定收费，没有相应的折扣、折让等销售政策，因而未产生相应的销售费用。

4、报告期内，招商物业发生了极少量的市场开拓等销售性质的费用，对公司的经营管理未构成重大影响，符合同行业的实际情况。①根据碧桂园物业招股说明书（申报稿 2017 年 12 月 1 日报送）：2014 年至 2016 年发生销售性质的费用金额较小，对碧桂园物业的经营管理，未构成重大影响，因此公司未设置销售费用科目进行独立核算。2017 年 1-6 月，随着公司加大市场外拓力度并设立独立的市场拓展管理部，公司对销售费用进行独立核算，公司的销售费用主要包括市场拓展管理部的职工薪酬及公司在宣传推广过程中产生的宣传费用，该等费用金额为 416.22 万元，销售费用率为 0.29%；②中航物业在 2017 年及 2018 年发生的销售费用分别为 362.93 万元及 493.32 万元，销售费用率分别为 0.11%及 0.14%，销售费用率较低，对中航物业的经营管理不构成重大影响。

5、报告期内，招商物业未单独设置销售费用科目进行独立核算，符合企业会计准则的规定，与同行业公司不存在显著差异。①根据保利物业（871893.OC，已从新三板退市，正在申请香港交易所上市）在新三板挂牌期间披露的 2016 年、2017 年的年度审计报告及 2018 年 1-6 月半年度报告，保利物业在上述期间未设置销售费用科目进行独立核算。②根据永升物业（871385.OC，已从新三板退市，已经在香港交易所上市）在新三板挂牌期间披露的 2016 年的审计报告及 2017 年 1-6 月半年度报告，永升物业在上述期间未设置销售费用科目进行独立核算。

6、后续随着招商物业经营战略及业务的发展情况，招商物业将及时根据实际情况确定是否单独设置销售费用科目，进行销售费用的单独核算。

四、补充披露情况

以上内容已在重组报告书“第九章/四/（二）拟购买资产的盈利能力分析”中进行了补充披露。

五、其他关注事项

（一）报告期内标的公司整体人工成本占总成本的比例呈上升趋势，而招商物业本部的人工成本占总成本的比例呈下降趋势，趋势背离的原因分析

1、具体情况

（1）在问题5的回复中，披露了标的公司整体人工成本占总成本的比例情况，具体如下：

项目	2019年1-6月		2018年		2017年
	金额	增长率	金额	增长率	金额
主营业务成本（万元）	149,002.84	3.26%	288,610.19	18.87%	242,786.68
主营业务成本中人工成本（万元）	83,653.81	6.42%	157,208.20	20.32%	130,654.05
人工成本占主营业务成本比重	56.14%	3.07%	54.47%	1.22%	53.81%

上表显示，报告期内招商物业整体人工成本占总成本的比例分别为53.81%、54.47%和56.14%，呈现小幅增长趋势。

（2）在问题7的回复中，披露了公司本部基础物业管理业务的人工成本占总成本的比例情况，具体如下：“招商物业本部报告期2016年、2017年、2018年基础物业管理人工成本占其总成本的比例分别为55.61%、51.87%、46.63%”，可以看出，呈现出一定幅度的下降趋势。

上述两个比例的趋势变化出现了背离的情况。

2、趋势背离的原因分析

（1）数据口径及外包因素的影响

数据口径之间存在差异。标的公司整体人工成本占总成本比例，是公司合并口径所有业务的整体人工成本占总成本的比例；而公司本部基础物业管理业务的人工成本占总成本比例是本部基础物业管理业务（住宅类、商业办公类、其他类）的人工成本占该业务下的总成本的比例。

若调整为统一口径，并考虑外包因素后，两者不存在明显差异。报告期内，标的公司基础物业管理业务的人工成本及外包费用合计占比为 68.52%、68.64%及 69.90%，基本保持稳定且小幅增长；本部基础物业管理业务的人工成本及外包费用合计占比为 66.87%、66.27%及 66.84%，基本保持稳定。具体情况如下：

项目	标的公司基础物业管理业务			本部基础物业管理业务		
	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年
人工成本占主营业务成本比重	50.73%	51.15%	50.87%	48.13%	46.63%	51.87%
人工成本及外包费用占主营业务成本的比重	69.90%	68.64%	68.52%	66.84%	66.27%	66.87%

（2）本部业务模式优化进一步降低了本部基础物业管理业务的人工成本

招商物业本部在外地经营的项目 2017 年之前以分公司的方式经营，单独配备公司管理人员和职能部门，管理成本较高，2017 年后招商物业进行了改革，按区域对分公司进行归集，对规模较小的分公司以项目的方式管理，共用管理人员，规模较小的分公司精简管理人员，降低了人工成本。

（二）报告期标的公司毛利率改善的原因是标的公司采取各种科技和提质增效手段提高人员效率，但整体人工成本占总成本比例上升的分析

人均效率的提升主要表现为人均创收的提升，2018 年人均创收较 2017 年大幅增长 15.02%。

项目	2018 年	2017 年	2018 年较 2017 年增长率 (%)
营业收入 (万元)	312,976.58	258,057.53	21.28
主营业务成本中人工成本 (万元)	157,208.20	130,654.05	20.32
运营人数 (人)	16,109	15,277	5.45
人均创收 (万元/人)	19.43	16.89	15.02

注：运营人数为相关薪酬支出计入营业成本中的员工人数（人）。

尽管 2018 年受各种因素影响，人均薪酬上涨 14.11%，但人工成本总金额的上涨幅度仍然低于营业收入的上涨幅度，对标的公司的毛利率提升做出了积极的贡献，表明标的公司采取措施通过各种科技和提质增效手段提高人员效率实现了积极的成果。

整体人工成本占总成本比例上升，主要是由于标的公司总成本中其他成本的增长幅度低于人工成本的增长幅度所致。

单位：万元，%

项目	2018 年	2017 年	2018 年较 2017 年增长率
主营业务成本	288,610.19	242,786.68	18.87
其中：人工成本	157,208.20	130,654.05	20.32
其他成本	131,401.99	112,132.63	17.18

标的公司总成本中其他成本低于人工成本的增长幅度，是由于标的公司不同类型业务构成的变动、规模效应以及节能降耗等多方面因素的影响所致。不同类型的业务，人工成本占总成本的比例存在一定差异，比如，2017 年标的公司住宅、商业办公和其他类三种业务的人工工资占营业成本的比例分别为 54.14%、49.49%和 43.67%，存在很大差异，标的公司不同类型业务构成的变动会对人工工资占营业成本的比例产生一定影响。此外，通过加强节能降耗和降本增效，增强规模效应等措施，营业成本中除人工成本以外的其他成本增幅也得到较好的控制，为标的公司的毛利率增长带来积极的贡献。

由于物业行业的特征，清洁、安保、设备维修等需要大量的劳动力，因此用工人数较多。随着业务的不断开发，物业管理面积增加，需要的人员数量随之增加，所以人工成本占比小幅增长。

因此，报告期内招商物业采取科技和提质增效手段的同时，人工成本占比提高具有合理性。

六、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、报告期内，招商物业员工人数稳步增长，招商物业薪酬实行工资总额管理，岗

位薪级等工资政策没有发生重大调整，随着人均创收及人均效能不断提高，人均工资有所提升，招商物业的主营业务成本主要为人工成本，人工成本占主营业务成本的比例相对稳定，人工成本变动具有合理性。随着项目数量的增多及收入的增长，所需要的人员投入随之增加；人员变动与项目数量、收入的变动具备匹配关系。劳动力成本虽然上升，但由于业务规模及人均创收、人均创利发展较快，劳动力成本上升不会影响标的公司持续盈利能力。

2、报告期内，招商物业的外包成本主要包括安保费用、清洁卫生费、绿化养护费等，各部分变动具有合理性，招商物业将安保、清洁卫生、绿化养护等业务委托给该领域内专业性服务公司负责具有必要性和合理性，符合行业惯例，符合《物业管理条例》等法律法规的规定。

3、报告期内，招商物业采取科技和提质增效手段的同时，人工成本占比提高具有合理性。

4、报告期内，招商物业未单独设置销售费用核算科目，符合招商物业的客观实际，符合企业会计准则的规定，与同行业公司不存在显著差异。

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

回复:

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

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

(一) 历史续约率情况及变动原因

2017年,以客户类型及项目来源分类,标的公司续约率情况如下:

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

2018年,以客户类型及项目来源分类,标的公司续约率情况如下:

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

注 1：住宅物业服务中，绝大多数是分散的第三方小业主，不属于关联交易；

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

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

（二）同行业可比公司续约率情况

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

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

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

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

（三）标的公司续约率具有可持续性

标的公司一向注重服务质量与品牌建设，坚守品质服务，视品质为企业生存发展的

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

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

（四）续约率稳定性对评估预测的影响

住宅续约率稳定性对于评估预测的影响如下：

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

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

非住宅续约率稳定性对于评估预测的影响如下：

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

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

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

二、补充披露情况

以上内容已在重组报告书“第六章/四、评估合理性分析”、“第六章/五、/（四）标的公司经营模式对评估的影响及相关敏感性分析”进行了补充披露。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

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

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

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

回复：

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

（一）评估方法选取依据与收益法与资产基础法评估结果差异的合理性

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

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

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

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

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

（二）重要评估参数选取的合理性

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

1、管理面积预测

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

（1）存量面积的预测

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

（2）增量面积的预测

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

2、物业费单价预测

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

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

3、成本预测

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

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

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

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

4、折现率

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

（三）标的资产历次估值或评估差异合理性

近五年，标的资产未进行过估值或评估。

（四）可比交易评估情况

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

1、评估方法的合理性

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

2、折现率的合理性

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

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

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

3、估值水平的合理性

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

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

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

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

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

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

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

（一）收入预测中基础服务面积续约率的具体情况及其依据及合理性

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

标的公司 2017 年度、2018 年度续约率情况如下：

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

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

总体来看，收入预测中基础服务面积续约率的确定依据具有合理性。

（二）增量面积预测的合理性

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

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

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

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

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

次增量面积预测依据充分，具有合理性和谨慎性。

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

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

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

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

（二）各类型物业服务及设施运营业务价格预测依据及合理性

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

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

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

单位：元/平方米/月

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

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

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

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

单位：元/平方米/月

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

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

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

单位：元/平方米/月

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

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

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

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

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

（一）报告期人工成本中工资上涨、规模效应摊薄、人员数量情况

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

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

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

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

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

（二）预测期人工成本预测中工资上涨、规模效应摊薄、人员数量分析

考虑到人员数量增长幅度低于收入增长幅度，人员数量与收入规模无确定的比例关

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

预测期内，基础物业服务人工成本占收入及成本的比例如下：

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

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

（三）预测期毛利率基本保持稳定的可实现性分析

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

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

基础物业管理营业成本预测表

单位：万元

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

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

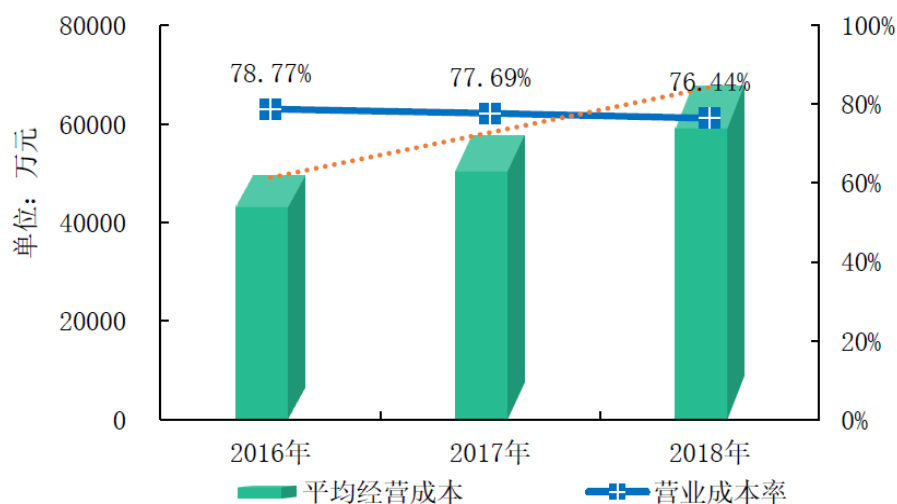
预测期各项业务毛利率与历史期水平总体接近，预测期基础物业管理综合毛利率总体保持平稳，主要原因是招商物业预测期的规模逐步增长，摊薄了固定成本；同时虽然人工成本逐年上涨，但招商物业未来通过深化科技应用、优化外包配置，强化内部管理建设，达到提质增效，增强创收能力。

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

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

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

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



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

总体而言，预测期内人工成本预测合理，预测期毛利率基本保持稳定具备可实现性。

五、补充披露情况

以上内容已在重组报告书“第六章/四、评估合理性分析”进行了补充披露。

六、其他关注事项

（一）最近两年公司整体续约率水平，住宅为 99%-100%，非住宅是 88%-92%，预测期续约率水平假设为住宅物业续约率取值范围为 99%-100%，非住宅物业续约率取值范围为 89%-100%，预测期假设续约率区间高于历史区间的合理性

住宅 99%-100%，非住宅 88%-92%系标的公司历史整体平均续约率水平，而本次评估是按照法律主体将各公司独立进行评估的，因此主要参考各子公司历史的续约率情况并结合各公司的具体情况分别预测，住宅物业续约率取值范围 99%-100%、非住宅物业续约率取值范围 89%-100%为包括各个子公司各自续约率预测在内的区间范围，并非直接参考招商物业整体平均续约率水平，而各公司的预测期续约率与历史续约率基本相符。

本次评估中续约率测算涉及主体包括 6 家公司，各被评估对象过去两年续约率的平均值及预测期续约率取值如下：

单位：%

序号	被评估对象	历史续约率（2017 年及 2018 年平均值）		预测期续约率	
		住宅	非住宅	住宅	非住宅
1	招商局物业管理有限公司（母公司）	99	89	99	89
2	深圳招商局物业管理有限公司	100	100	100	100
3	上海招商局物业管理有限公司	100	94	100	94
4	武汉招商局物业管理有限公司	99	94	99	94
5	北京招商局物业管理有限公司	100	97	100	97
6	南京招商局物业管理有限公司	100	80	100	90
	合计	99	90	-	-

如上表所示，上述 6 个公司住宅物业预测期续约率取值范围为 99%-100%，非住宅物业续约率取值范围为 89%-100%。除南京招商局物业管理有限公司的非住宅续约率外，其余公司均系按照各公司过去两年的续约率平均值确定。

南京招商局物业管理有限公司 100%股权评估值为 6,150.81 万元，占标的公司总估值的比例为 2.04%¹。该公司非住宅预测期续约率选择按照标的公司合并口径的历史续约率 90%确定，而未参考历史平均续约率 80%确定，主要原因如下：

南京招商局物业管理有限公司非住宅物业相较其他被评估对象服务面积较小，个别项目变动将引起续约率较大程度的波动，其 2017 年度、2018 年度非住宅续约率分别为 95%、65%，其中 2018 年度续约率较低主要因某游乐设施项目客户经营出现困难，招商物业预计后续客户支付能力存在风险，未主动续约；某乳业园区项目招商物业基于盈利及转型高端服务方面的考虑，未主动续约。根据南京招商局物业管理有限公司经营规划，其未来服务面积将稳步拓展，业务规模及稳定性进一步增加，其过去两年续约率的平均值无法对其未来的发展趋势进行合理的反映，故结合标的公司的行业地位、品牌形象等因素，参考同行业的续约率情况，选择按照标的公司合并口径过去两年非住宅续约率的平均值作为其预测期非住宅续约率的取值，该预测期续约率取值具有合理性。假设南京招商局物业管理有限公司预测期续约率以其过去两年续约率的平均值 80%取值，对估值的影响约-830.26 万元，影响比例为-0.28%，影响极小。

综上，本次预测期假设续约率与历史期续约率相符，具有合理性。

（二）单独进行价格和续约率预测的深圳招商物业管理有限公司、上海招商局物业管理有限公司、南京招商局物业管理有限公司、武汉招商局物业管理有限公司与北京招商局物业管理有限公司这五个具备一定规模的城市公司，说明其历史续约率水平和预测期续约率水平的对比情况及预测期续约率水平的合理性

如前所述，深圳招商物业管理有限公司等 5 个公司预测期续约率水平主要参考各子公司历史的续约率情况并结合各公司的具体情况分别预测，各公司的预测期续约率与历史续约率基本相符，预测具有合理性。各公司估值占总体估值比例如下：

¹ 南京招商局物业管理有限公司母公司持股 99%，深圳招商物业持股 1%，因其该 1%的估值已在深圳招商物业估值中体现，此处估值占比数据为计算母公司持股比例 99%后数据，以避免双重计数的潜在风险

单位：万元

被评估对象	估值	占标的公司总体估值的比例
深圳招商物业管理有限公司	116,499.91	38.97%
上海招商局物业管理有限公司	14,273.41	4.77%
南京招商局物业管理有限公司	6,089.30	2.04%
武汉招商局物业管理有限公司	36,448.78	12.19%
北京招商局物业管理有限公司	34,250.21	11.46%

注：南京招商局物业管理有限公司母公司持股 99%，深圳招商物业持股 1%，此处估值数字为计算母公司持股比例 99%后数字；武汉招商局物业管理有限公司母公司持股 98%，深圳招商物业持股 2%，此处估值数字为计算母公司持股比例 98%后数字；北京招商局物业管理有限公司估值为 42,812.76 万元，由于招商物业持股北京招商局物业管理有限公司 80%股份，在总估值中包含其 80%的估值。

（三）预测期续约率仅参考过去两年的续约率水平进行预测，说明预测期续约率的可实现性

1、预测期续约率仅参考过去两年的续约率水平进行预测，是否会存在高估预测期续约率的情况

本次评估续约率系结合标的公司的行业地位、品牌形象等因素，参考同行业的续约率情况，并根据标的公司报告期内的续约率表现，主要根据被评估对象过去两年续约率的平均值确定，续约率的确定依据具有合理性及稳健性，不存在高估预测期续约率的情况：

（1）标的公司预测期的续约率与同行业不存在重大差异

标的公司预测期的续约率水平主要参考过去两年的续约率水平进行预测，总体续约率水平住宅在 99%，非住宅为 90%。根据《2018 年中国物业服务百强研究报告》与《2019 年中国物业服务百强研究报告》，中国物业百强企业 2017 年续约率平均值为 98.48%，2018 年续约率平均值为 98.26%。根据中航物业的续约率情况，其住宅和非住宅 2018 年的续约率分别为 97%和 96%。

（2）标的公司的品牌和服务能力得到市场的高度认可，市场竞争力不断提升，最近两年续约率水平充分体现了标的公司市场化改革的成果

标的公司自 2016 年底启动市场化改革，截至目前标的公司市场化改革取得一定成效，业务规模、市场品牌、服务品质等方面均实现一定提升，取得客户对标的公司服

务质量与运营能力的高度认可，也同时取得了行业及社会对标的公司综合实力的高度认可。最近两年的续约率水平较为充分地体现了市场化改革以来标的公司的经营成果及客户满意度情况。随着标的公司市场化改革的进一步展开，继续坚持高品质服务，进一步增加客户黏性，续约率具有可持续性。

2、未来是否可能出现到期不续约或提前解约的水平高于历史水平的情形

标的公司最近两年平均续约率水平稳定在较高水平，充分体现了招商物业的品牌、服务能力等得到了客户的认可，公司与主要客户的合作关系稳定、具有可持续性，目前没有迹象表明公司可能出现到期不续约或提前解约的水平高于历史水平的情形；公司续约率的预测合理，符合历史趋势和行业水平，评估结果审慎；标的公司未来将继续坚持高品质服务，进一步增加客户黏性，出现到期不续约或提前解约水平高于历史水平的可能性较低。

（四）在预测时不区分存量项目和预测期新增项目分别预测单价的合理性

评估师在本次评估时，对预测期各业态分别预测了平均单价，不区分存量项目和新增项目，上述平均单价已综合考虑了存量项目与新增项目的各自价格趋势及存量项目和新增项目价格差异对预测期平均单价的影响，且参考了行业报告统计的指数化的市场平均价格增速进行预测，有合理的依据。

若预测时区分存量项目与预测期新增项目，新增项目的绝对价格水平预测难以确定准确的参照标准和可比数据。目前行业报告、上市公司年报等公开信息渠道，未披露物业公司新增项目平均单价与存量项目单价对比的数据；此外，报告期内，招商物业住宅物业服务单价增速较快，招商物业 2017 年、2018 年住宅项目单价情况如下：

单位：元/平方米/月

项目	2017 年度	2018 年度	增长率
年度平均单价	3.18	3.45	8.49%
其中新增项目单价	4.37	4.46	2.06%
截至 2017 年末存量服务面积的单价	3.51	3.69	5.13%

注：上述单价计算中假设每年新增项目在年度内均匀获取并贡献收入，截至 2017 年末存量服务面积在 2017 年的单价=（2017 年住宅物业收入+2017 年住宅新增项目收入）/截至 2017 年末住宅存量服务面积；截至 2017 年末存量服务面积在 2018 年的单价=（2018 年住宅物业收入-2018 年住

宅新增项目收入) /截至 2017 年末住宅存量服务面积

根据招商物业 2017 年、2018 年住宅项目单价情况来看, 年度平均单价 2018 年较 2017 年上涨 8.49%; 其中, 截至 2017 年年末存量服务面积对应 2018 年度单价较 2017 年上涨 5.13%至 3.69 元/平方米/月, 而 2018 年新增项目单价为 4.46 元/平方米/月, 远高于存量项目单价水平, 且较 2017 年新增项目单价亦呈上升趋势, 进一步带动综合单价快速上升。综合招商物业历史数据分析, 如进行价格预测时区分存量项目和新增项目, 以招商物业历史年度的历年新增项目均价为参考基准预测未来新增项目单价, 可能会导致整体价格预测偏向激进。因此, 从谨慎性角度出发, 本次评估时不再单独预测存量项目和新增项目各自的绝对价格水平和价格增速, 而从整体出发, 参考行业平均价格增速预测招商物业的整体价格增速。

此外, 住宅物业服务价格增长率对标的资产估值整体影响较小。若假设招商局物业管理有限公司(母公司)、深圳招商物业管理有限公司、上海招商局物业管理有限公司、南京招商局物业管理有限公司、武汉招商局物业管理有限公司与北京招商局物业管理有限公司的住宅物业费价格在预测期内均保持不变², 标的公司估值为 297,426.84 万元, 减少-0.52%, 影响较小。

(五) 深圳招商物业管理有限公司、上海招商局物业管理有限公司、南京招商局物业管理有限公司、武汉招商局物业管理有限公司与北京招商局物业管理有限公司这五个具备一定规模的城市公司分别进行单价水平预测的预测依据

深圳招商物业管理有限公司、上海招商局物业管理有限公司、南京招商局物业管理有限公司、武汉招商局物业管理有限公司与北京招商局物业管理有限公司, 该五个城市公司预测期的单价上涨幅度参照根据《2017 年中国物业服务价格指数研究报告》与《2018 年中国物业服务价格指数研究报告》中披露的其所在城市 2017 年与 2018 年住宅单价增长幅度平均值预测, 相关的单价上涨幅度数据具体如下:

	深圳	上海	南京	武汉	北京
2017 年价格增速	0.00%	0.85%	0.42%	0.00%	0.73%
2018 年价格增速	0.00%	0.13%	0.03%	0.00%	1.58%
平均值	0.00%	0.49%	0.23%	0.00%	1.16%

² 其他公司预测保持不变

预测期预测价格增速	0.00%	0.49%	0.23%	0.00%	1.16%
-----------	-------	-------	-------	-------	-------

（六）除以上 5 个城市外，其他项目物业费按照 20 个城市平均涨幅 0.87%进行预测的合理性

深圳、上海、南京、武汉、北京五个城市住宅物业费平均增速及 20 城平均增速对比情况如下：

	深圳	上海	南京	武汉	北京	5 城平均	20 城平均
2017 年增速	0.00%	0.85%	0.42%	0.00%	0.73%	0.40%	0.87%
2018 年增速	0.00%	0.13%	0.03%	0.00%	1.58%	0.35%	0.87%
平均值	0.00%	0.49%	0.23%	0.00%	1.16%	0.37%	0.87%

从上表中可以看出，五城平均的物业费价格增速低于二十城平均物业费价格增速，若进行预测时，预测期单价增速仅参考扣除上述五个城市外的 15 个城市的价格平均增速，预测期住宅物业服务费增速预测会进一步上升。因此，目前住宅物业费单价预测具有审慎性，不存在因为预测住宅物业费价格增速时参考的 20 个城市物业费平均增速样本中包括了深圳、上海、南京、武汉和北京 5 个城市而导致高估公司其他项目物业费增速的情形。

（七）预测时永续期的价格假设及合理性

目前，在预测期内，2024 年前物业服务单价按照预测增长率进行持续增长，2024 年后（即永续期内）物业单价维持不变，目前假设具备审慎性与合理性。

（八）结合未来通过向提质增效、降低成本要效益的空间，分析未来的盈利预测的可实现性

标的公司将持续优化业务外包，强化内部管理建设，增加员工人均效能，降低成本效益，提质增效，进一步提升盈利能力。

基于招商物业的行业地位以及行业平均毛利率情况来看，未来招商物业通过提质增效、降低成本要效益还存在着较大的空间。主营业务为物业资产管理的同行业 A 股上市公司综合毛利率、物业管理业务毛利率情况如下：

单位：%

证券代码	公司名称	物业管理业务毛利率		
		2019 年 1-6 月	2018 年度	2017 年度

证券代码	公司名称	物业管理业务毛利率		
		2019 年 1-6 月	2018 年度	2017 年度
000043. SZ	中航善达	10.28	10.05	10.89
603506. SH	南都物业	22.07	19.22	20.91
平均值		16.18	14.64	15.90
招商物业		6.66	6.72	5.12

数据来源：Wind 资讯

在本次评估过程中，盈利预测主要是基于报告期内及评估基准日的业务经营情况来做出判断，该预测毛利率水平及净利率水平平均低于行业平均水平，对未来的盈利预测较为稳健。尽管招商物业通过提质增效、降低成本使得未来效益有提升空间，但本次预测并没有假设毛利率会持续改善，预测是谨慎合理的。

七、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

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

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

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

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

5、本次评估预测期续约率假设与历史期续约率相符，具有合理性。

6、本次评估续约率假设系结合标的公司的行业地位、品牌形象等因素，参考同行业的续约率情况，并根据标的公司报告期内的续约率表现，主要根据被评估对象过去两年续约率的平均值确定，续约率的确定依据具有合理性及稳健性，符合历史趋势和行业水平，评估结果审慎。标的公司出现到期不续约或提前解约水平高于历史水平的可能性较低。

7、在预测时不区分存量项目和预测期新增项目分别预测单价具备合理性。

8、深圳招商物业管理有限公司、上海招商局物业管理有限公司、南京招商局物业管理有限公司、武汉招商局物业管理有限公司与北京招商局物业管理有限公司，该五个城市公司预测期的单价上涨幅度参照根据《2017 年中国物业服务价格指数研究报告》与《2018 年中国物业服务价格指数研究报告》中披露的其所在城市 2017 年与 2018 年住宅单价增长幅度平均值预测。

9、目前住宅物业费单价预测具有审慎性，不存在因为预测住宅物业费价格增速时参考的 20 个城市物业费平均增速样本中包括了深圳、上海、南京、武汉和北京 5 个城市而导致高估公司其他项目物业费增速的情形。

10、在预测期内，2024 年前物业服务单价按照预测增长率进行持续增长，2024 年后（即永续期内）物业单价假设维持不变，目前假设具备审慎性与合理性。

11、尽管招商物业通过提质增效、降低成本使得未来效益有提升空间，但本次预测并没有假设毛利率会持续改善，预测谨慎合理。

问题 8: 申请文件显示, 业绩补偿义务人承诺, 标的资产 2019 年度、2020 年度及 2021 年度净利润分别为不低于 1.59 亿元、1.89 亿元、2.15 亿元。本次交易完成后, 在上市公司合并资产负债表中将会形成 248,624.34 万元的商誉。请你公司: 结合标的资产最新经营业绩、未来经营计划、同行业公司毛利率、非经常性损益情况等, 补充披露本次交易业绩承诺可实现性, 以及交易后商誉减值风险及对上市公司未来盈利能力的影响。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复:

一、补充披露本次交易业绩承诺可实现性

(一) 标的资产最新经营业绩

2019 年上半年, 标的公司扣除非经常损益后归属于母公司股东的净利润为 7,542.44 万元, 占 2019 年承诺利润 1.59 亿元的 47.44%。由于行业季节性因素与业务规模持续增大的原因, 标的公司通常上半年利润规模占全年利润规模的比例会不足 50%, 行业内主要上市公司亦呈现相同特点。考虑到利润的期限结构, 承诺利润具备可实现性。

此外, 招商物业下半年持续进行市场开拓, 管理面积与业务规模持续增长。招商物业近期已开拓了某大型互联网公司设施服务中心、合肥招商物流等一系列新项目; 同时, 对于京汇大厦等已有项目, 招商物业在已有合同的基础上增加了一系列服务内容, 提升了项目收入, 扩大了业务规模。

本次收益法评估中招商物业及其下属物业公司 2019 年预测新增面积约 1,446 万平方米。2019 年 1-8 月, 招商物业已完成市场化拓展 408.31 万平方米, 集团内拓展面积 825.63 万平方米, 两者总计 1,233.94 万平方米。综上, 本次交易业绩承诺具备可实现性。

(二) 标的资产未来经营计划

标的资产在市场拓展方面会进一步推行全员拓展工作(化蝶计划)与重点客户突破, 同时进一步升级科技平台。2019 年 8 月, 标的公司开始试运行“商机管理系统”。商机管理系统可以自动抓取各大招标平台的物业管理类招标信息, 亦可手动输入新项目信息, 增加获取项目信息的机会。商机管理系统正式运行后, 将有效拓宽项目信息来源, 提升市场拓展能力。

同时，标的资产会采取重点城市突破的措施。招商物业 2019 年将济南、昆明、苏州、沈阳等城市设为重点突破城市，集中资源拓展市场，目前在苏州、沈阳已取得较好成效。未来这种模式将持续应用，以期短期内在新进入城市获得突破，建立可自主运营的分支机构。

标的资产未来会继续推动专业化、集约化经营，发挥在非住宅领域的竞争优势，继续聚焦写字楼、园区、商业、公建等非住宅领域，持续提高单一城市的业务规模、项目密度和以市场占有率为指标的浓度，最大限度实现服务资源共享和经营资源整合，提升人均管理效能。同时以各专业化的细分类型物业管理服务为基础，进一步开展已有专业服务，并培育发展其他适宜的专业服务业态，进一步提升盈利能力。

标的资产未来将继续坚持科技引领，进一步加大设备管理、安保等方面智慧产品的应用推广，加快推进物业管理及社区、园区服务等方面信息化、智能化产品的研发及落地，以科技手段提升经营管理效率与服务品质。

标的资产未来亦会进一步提质增效，以系统性的工具和方法论为依据，已建立质效提升专责小组、PMO 办公室等机构或团队，未来继续通过周度例会、定期报告、跟踪考勤、方案研究及落地等方式进行质效管控。

综上，考虑到标的资产未来进一步加强市场化拓展、专业化及集约化经营、完善商业模式、坚持科技引领、提质增效等经营计划，本次交易业绩承诺具备可实现性。

（三）同行业公司毛利率

主营业务为物业资产管理的同行业 A 股上市公司综合毛利率、物业管理业务毛利率情况如下：

单位：%

证券代码	公司名称	综合毛利率			物业管理业务毛利率		
		2019 年 1-6 月	2018 年 度	2017 年度	2019 年 1-6 月	2018 年 度	2017 年度
000043.SZ	中航善达	20.47	19.64	21.23	10.28	10.05	10.89
603506.SH	南都物业	22.10	24.40	22.10	22.07	19.22	20.91
平均值		21.29	22.02	21.66	16.18	14.64	15.90
招商物业		7.64	7.79	5.92	6.66	6.72	5.12

数据来源：Wind 资讯

招商物业 2017 年度、2018 年度和 2019 年 1-6 月综合毛利率分别为 5.92%、7.79% 和 7.64%，低于可比公司；招商物业 2017 年度、2018 年度和 2019 年 1-6 月物业管理业务毛利率分别为 5.12%、6.72%和 6.66%，低于中航善达和南都物业的物业管理业务毛利率。目前，招商物业相对同行业公司毛利率较低，原因主要包括主要服务的物业业态不同、公司战略定位因素影响与用工成本影响。未来，招商物业将从以下数个方面致力于毛利率的提升：

1、业态结构及收入结构优化。目前，招商物业服务的物业业态中，毛利率相对较低的住宅物业占比较高。自 2016 年市场化改革以来，招商物业持续重视非住宅项目的市场化拓展，未来亦会采取多种措施，提升毛利率较高的非住宅业务占比。

2、进一步落实提质增效。未来，招商物业将根据系统性的工具和方法论进一步推进精细化管理，进一步激发员工主观能动性、提高人均效能，并通过深化科技应用、优化外包配置等措施进一步实现成本的优化。

3、进一步加大市场开拓，提升物业管理项目密度。通过“化蝶”拓展策略的进一步落实，提升物业管理项目密度，进一步增加项目之间的人员及管理协同，充分发挥规模效应，降低服务成本。

报告期内，招商物业毛利率逐年上升，预测期毛利率总体保持稳定，评估对于毛利率的假设具备一定的谨慎性。根据招商物业与同行业毛利率的差异、以及招商物业未来优化毛利率的措施，本次交易业绩承诺具备可实现性。

（四）非经常性损益情况

2017 年、2018 年及 2019 年 1-6 月，归属于母公司股东的非经常性损益净额为 294.07 万元、434.93 万元以及 426.71 万元，相对净利润水平金额较小，标的公司盈利状况不依赖于非经常性损益，且本次交易的交易对方承诺的净利润数为扣除非经常性损益后归属于标的公司股东的净利润，因此标的公司的非经常性损益不影响业绩承诺的可实现性。

综上，本次交易的业绩承诺具有可实现性。

二、补充披露交易后商誉减值风险及对上市公司未来盈利能力的影响

（一）商誉减值的风险

根据致同会计师出具的《备考审阅报告》，截至 2019 年 6 月 30 日，备考合并资产负债表中商誉为 248,624.34 万元， 占总资产的比例为 14.91%。根据《企业会计准则》相关规定，商誉不作摊销处理，但未来需在每年年度终了进行减值测试。如果标的公司或上市公司前期收购的子公司未来经营状况恶化，则存在商誉减值的风险，从而对上市公司当期损益造成不利影响。

（二）商誉减值对上市公司未来盈利能力的影响

根据《企业会计准则第 8 号-资产减值》的规定：企业合并所形成的商誉，至少应当在每年年度终了进行减值测试。商誉应当结合与其相关的资产组或者资产组组合进行减值测试。如相关资产组或者资产组组合的可收回金额低于其账面价值的，应当确认商誉的减值损失。

本次交易中，与商誉相关的资产可收回金额主要与行业市场风险及本次交易标的公司未来期间的经营业绩相关。若物业管理行业市场出现重大不利变化，与标的公司商誉相关的资产可收回金额可能会低于其账面价值，公司将会因此产生商誉减值损失；若标的公司未来期间经营业绩未达到本次交易中以收益法评估测算所依据的各期净利润预测值，将可能会引起标的公司作为整体资产组未来期间自由现金流量降低，进而导致在进行商誉减值测试时，与标的公司商誉相关的资产可收回金额低于其账面价值，公司将会因此产生商誉减值损失。

综上，若发生商誉减值，会对上市公司当期利润产生较大影响；但本次交易对交易标的进行评估时评估假设较为谨慎，业绩承诺具有可实现性，商誉减值的可能性较低，上市公司未来持续盈利能力受到重大不利影响的风险较小。

三、补充披露情况

以上内容已在重组报告书“第六章/三、标的资产盈利预测可实现性分析”、“重大风险提示”及“第十二章 风险因素分析”中进行了补充披露。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、结合标的资产最新经营业绩、未来经营计划、同行业公司毛利率、非经常性损益情况等，本次交易业绩承诺具备可实现性。

2、若标的公司未来期间经营业绩未达到本次交易中以收益法评估测算所依据的各期净利润预测值，公司将可能会因此产生商誉减值损失，未来盈利能力也会相应受到影响。但总体而言，评估假设较为谨慎，业绩承诺具有可实现性，商誉减值的可能性较低，上市公司未来盈利能力受到重大不利影响的风险较小。

问题 9: 申请文件显示, 1) 报告期内, 标的资产营业收入分别为 258,057.53 万元、312,976.58 万元和 161,324.41 万元, 其中物业管理服务业收入占比分别为 89%、90.14% 和 89.47%。2) 标的资产物业管理面积分别为 5495 万平米、6913 平米、7292 平米, 项目个数分别为 376、486、548 个, 其中住宅面积占比 68.41%、商业办公面积占比 14.01%, 其他占比 17.58%。3) 报告期各期, 标的资产应收账款余额分别为 20,713.71 万元、33,979.24 万元和 44,451.95 万元, 增长较快。4) 报告期内, 标的资产经营活动产生的现金流量净额分别为 2320.32 万元、1858.91 万元和 6.43 万元。请你公司: 1) 量化分析并补充披露标的资产物业管理业务及专业服务收入变化的原因及合理性, 是否符合行业惯例, 结合与主要客户结算模式、信用政策及其变化情况, 补充披露应收账款增长的原因及与营业收入增长匹配性。2) 补充披露标的资产各业务及不同物业类型的收费模式、定价依据, 与同行业公司是否存在重大差异, 是否存在政府指导价及其影响, 并结合结合报告期增加物业面积的主要项目与客户情况、定价合理性等, 补充披露各类型物业管理面积增长的原因、合理性, 物业管理面积变动与收入变动的匹配性。3) 补充披露经营活动现金流量净额与净利润的主要差异原因, 报告期各类现金流量的各主要构成和大额变动情况是否与实际业务的发生一致, 是否与相关会计科目的核算项目勾稽。4) 结合标的资产报告期内应收账款大幅增长、住宅类物业收入占比较高、住宅市场受调控政策影响较大等情况, 说明对标的资产未来经营业绩是否存在重大不利影响。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复:

一、量化分析并补充披露标的资产物业管理业务及专业服务收入变化的原因及合理性, 是否符合行业惯例, 结合与主要客户结算模式、信用政策及其变化情况, 补充披露应收账款增长的原因及与营业收入增长匹配性。

(一) 量化分析并补充披露标的资产物业管理业务及专业服务收入变化的原因及合理性, 是否符合行业惯例

单位: 万元, %

项目	2019 年 1-6 月		2018 年度		2017 年度
	金额	增长率	金额	增长率	金额

项目	2019 年 1-6 月		2018 年度		2017 年度
	金额	增长率	金额	增长率	金额
物业管理业务	144,337.22	2.33	282,104.54	22.83	229,665.92
专业服务	16,987.19	10.05	30,872.04	8.74	28,391.61
合计	161,324.41	3.09	312,976.58	21.28	258,057.53

注：由于无 2018 年 1-6 月经审计的数据，为反映增长趋势，2019 年 1-6 月的增长率采用简单年化的处理方式，2019 年 1-6 月的增长率=（2019 年 1-6 月收入金额*2）/2018 年度金额-1。

2018 年营业收入为 312,976.58 万元，较 2017 年营业收入 258,057.53 万元增长了 21.28%，增长较快。专业服务业务收入 2018 年较 2017 年增长 8.74%，2019 年 1-6 月增长 10.05%，呈现出稳步增长的态势；物业管理业务收入 2018 年较 2017 年增长了 22.83%，主要原因是随着业务的不断开拓，物业管理业务的管理面积不断增加，2018 年末管理面积较 2017 年末增长 25.80%。

招商物业的物业管理业务及专业服务收入变化符合行业惯例及同行业上市公司的情况，具体如下：

1、根据中国指数研究院与中国房地产 TOP10 研究组发布的《2019 中国物业服务百强企业研究报告》，2018 年，百强企业营业收入均值达 88,617.51 万元，同比增长 19.41%，经营绩效整体呈现良好增长态势。2018 年，百强企业继续采用内生式增长、外延性拓展稳健扩规模，进而带动基础物业服务收入均值再创新高，达 71,326.86 万元，同比增长 17.50%，是百强企业收入的有力后盾，占比高达 80.49%。2018 年，百强企业多种经营收入均值为 17,290.65 万元，同比增长 28.02%，多种经营收入占营业收入比例为 19.51%，同比增加 1.31 个百分点，业绩贡献度持续上升。

2、可比上市公司物业管理业务及专业服务收入增长情况如下：

单位：万元

公司	项目	2019 年 1-6 月		2018 年度		2017 年度
		金额	增长率	金额	增长率	金额
中航善达 物业板块	物业管理业务	199,616.81	7.37%	371,825.69	29.68%	286,724.92
	专业服务	6,305.17	24.65%	10,116.28	-6.87%	10,862.48
	合计	205,921.98	7.83%	381,941.97	28.35%	297,587.40
南都物业	物业管理业务	57,379.63	8.67%	105,607.82	29.14%	81,777.36

公司	项目	2019 年 1-6 月		2018 年度		2017 年度
		金额	增长率	金额	增长率	金额
	专业服务	1,111.59	771.70%	255.04	45.75%	174.98
	合计	58,491.22	10.50%	105,862.86	29.18%	81,952.34
均值	物业管理业务	128,498.22	7.66%	238,716.76	29.56%	184,251.14
	专业服务	3,708.38	43.02%	5,185.66	-6.04%	5,518.73
	合计	132,206.60	8.41%	243,902.42	28.53%	189,769.87

注：为保持数据的可比，2019 年 1-6 月的增长率计算口径与招商物业一致。

招商物业的物业管理业务及专业服务收入的变动与同行业上市公司的情况基本保持一致。2018 年同行业上市公司的物业管理业务的营业收入均值的增长率为 29.56%，与招商物业的物业管理业务收入的增长率 22.83%不存在显著差异；同行业上市公司的专业服务收入基本处于稳步增长的态势，与招商物业的专业服务收入的稳步增长情况保持一致。

（二）主要客户的结算模式、信用政策及其变化情况

1、报告期内，招商物业主要客户的结算模式没有发生重大调整 and 变化。招商物业的主要客户包括招商局集团有限公司及其控股子公司（以下称为“招商局系统内客户”）、住宅类物业业主和其他机构类客户。招商物业根据与客户的不同合同约定实施不同的结算模式：招商局系统内客户和其他机构类客户，一般情况下为月付或季付模式，少部分为半年付；住宅类物业业主，一般情况下在交付时预收 3 个月或 6 个月的物业费，后期采用月结模式。

2、报告期内，招商物业对所有客户均按照《招商物业应收款项管理规定》实行统一的信用政策的管理，对主要客户的信用政策未发生重大调整 and 变化。《招商物业应收款项管理规定》的具体内容如下：

名称	具体规定
《招商物业应收款项管理规定》的相关内容摘录	4.1 招商物业应收款项的管理以预防为主、积极催收、及时处理为原则
	6.1 各公司与新客户建立业务关系之前，必须进行一些必要的调查，如向市场监督管理部门、信用评估机构、银行、咨询公司等调查，并且直接与客户接触获取信息，以了解客户背景、资本和信用状况。业务经办人员根据调查结果提出客户资信调查报告书，交业务部门负责人审核，经本公司主管领导批准后，方可开展业务

名称	具体规定
	6.2 各公司原则上对新客户不实行赊账,所有销货必须收到现金或银行信用证之后才能交货,收到客户支票必须将支票兑现后才能交货。财务部门只接受信誉良好的银行开出的信用证,并对其真伪和条款进行认真审核
	6.3 如因市场竞争需要或行业惯例等原因需要对客户赊账,可视客户的资信情况酌情予以赊账,但首次赊账必须进行信用评估,内容包括:A)客户的信誉,过往的付款记录,与其他供货企业的关系是否良好,如有逾期不付的记录,则不予赊账,这是信用评估的首要因素。B)是否有抵押品,如客户可以提供足够的抵押品作抵押或银行保函,则可以给予相应的信用额度。C)客户的资本和股东背景。D)偿债能力、现金流和财务状况分析。E)可能影响客户付款能力的经济环境
	6.4 各公司应根据本公司生产经营业务的特点,建立既能控制经营风险、又便于操作的客户信用评估体系,对客户进行信用评估
	6.5 各公司须根据客户的资信情况和业务规模,制订赊销控制额度,当客户的应收款项接近或超过控制额度时,则不再予以赊销。同一客户在以前赊销业务账款逾期未收回之前,不准再予以赊销
	6.6 各公司给客户的信用期限原则上不得超过 90 天,特殊情况经本公司主管领导同意后可适当延长,一般情况下最长不得超过半年(或 180 天)
	6.7 中断业务往来超过半年以上的老客户,与其重新开展业务仍须对其按新客户进行资信评估
	6.8 各公司进行有关业务时应签订经济合同,合同中明确规定付款日期、金额和违约责任,并尽可能争取收取押金作为客户的信用保障
	6.9 各公司不得对境外客户赊账,应在预收货款或银行信用证后再发货
	6.10 各公司原则上不得收取商业承兑汇票和远期支票,如因业务需要必须收取的,必须上报招商局物业财务管理部批准

(三) 补充披露应收账款增长的原因及与营业收入增长匹配性

单位: 万元, %

项目	2019 年 6 月 30 日/ 2019 年 1-6 月		2018 年 12 月 31 日/ 2018 年度		2017 年 12 月 31 日/ 2017 年度
	金额	增长率	金额	增长率	金额
应收账款	44,451.95	30.82	33,979.24	64.04	20,713.71
营业收入	161,324.41	3.09	312,976.58	21.28	258,057.53

注: 1、由于无 2018 年 1-6 月经审计的数据,为反映增长趋势,2019 年 1-6 月的增长率采用简单年化的处理方式,2019 年 1-6 月的增长率=(2019 年 1-6 月收入金额*2)/2018 年度金额-1。

2018 年末应收账款余额较 2017 年末增加 13,265.53 万元,增长 64.04%;2019 年 6 月末应收账款余额较 2018 年末增加 10,472.71 万元,增长 30.82%,应收账款余额增长较快;2018 年度的营业收入较 2017 年度增长 21.28%,2019 年 1-6 月的增长率为 3.09%;营业收入的同比增速慢于应收账款的同比增速。

报告期内主要客户的结算模式及信用政策未发生重大调整及变动，应收账款余额增长较快，且增速高于营业收入的增速，主要原因是，受招商蛇口内部资金统筹调配的需要及付款流程调整的影响，关联方付款速度有所放缓，因此 2018 年度及 2019 年上半年招商物业应收招商蛇口等关联方的物业服务收入的回款进度较慢，2018 年末应收招商蛇口等关联方余额较 2017 年末增加 9,790 万元，2019 年 6 月末应收关联方余额较 2018 年末增加 6,708 万元。2019 年下半年，招商物业逐步收回应收招商蛇口等关联方的款项，截至 2019 年 8 月 31 日，应收关联方款项大部分已经收回，其中账龄一年以上的应收关联方款项除了少量未到期的质保金外，已经全部收回。同时，未来招商物业亦将严格实施相关应收账款管理规定及信用政策，与招商蛇口及其他关联方及时结算应收款项。

二、补充披露标的资产各业务及不同物业类型的收费模式、定价依据，与同行业公司是否存在重大差异，是否存在政府指导价及其影响，并结合报告期增加物业面积的主要项目与客户情况、定价合理性等，补充披露各类型物业管理面积增长的原因、合理性，物业管理面积变动与收入变动的匹配性。

（一）补充披露标的资产各业务及不同物业类型的收费模式、定价依据，与同行业公司是否存在重大差异，是否存在政府指导价及其影响

招商物业区别不同物业的性质和特点，按照合理、公开、费用与服务水平相适应的原则进行定价。

1、住宅物业，在获取项目方面，招商物业按照相关法规规定采用公开招投标的方式获取物业项目；在确定收费价格方面，政府及行业协会对物业管理行业的收费定价通常制定有指导性文件，例如《物业服务收费管理办法》《物业服务收费明码标价规定》《住宅专项维修资金管理办法》等，招商物业参照上述规定，以各地政府指导价为基础制定收费标准，通过公开招投标的方式在合同中约定，具体方式是由房地产行政主管部门根据物业服务的实际情况和管理要求，制定物业服务的等级标准，然后由政府主管部门测算出各个等级标准的基准价格及浮动标准，招商物业与业主根据规定的基准价和价格浮动幅度，结合具体项目服务等级标准和调整因素，制定收费标准，在物业服务合同中约定。

2、非住宅物业项目，对于从关联方获取的项目主要采用协议委托的方式，严格执行市场化定价原则，有严格的管控制度及流程，物业管理行业服务价格较为公开透明，

协议委托前需要与市场比价，同时招商物业在报价时会严格编制项目预算，经过科学评审及议价，保证定价公允；对于非关联方的项目，无政府指导价格，主要通过招投标方式取得。非住宅项目定价机制高度市场化。

3、招商物业的定价情况与物业管理行业情况不存在显著差异。在物业管理行业中，住宅物业均受到政府指导价格的规范与指引，且均须按照公开招投标的方式获取项目；非住宅物业的服务价格市场化程度较高，无政府指导价格，具有公开透明的特点。

（二）结合报告期增加物业面积的主要项目与客户情况、定价合理性，补充披露各类型物业管理面积增长的原因、合理性，物业管理面积变动与收入变动的匹配性。

1、报告期内招商物业新增的管理面积情况

单位：万平方米，%

业态类型	报告期内新增管理面积	占比
住宅	2,003.96	51.90
商业、办公	604.58	15.66
其他	1,252.78	32.44
合计	3,861.32	100.00

报告期内，增加的物业管理项目主要是住宅类项目，针对住宅类项目，招商物业按照各地政府指导价为基础制定收费标准，通过公开招投标的方式在合同中约定收费价格，定价具备合理性。

2、报告期各期招商物业增加物业面积前五大项目与客户情况

单位：万平方米

	主要新增项目	业态	面积	对应客户	项目获取方式及定价合理性
2017 年	青岛招商局国际码头项目	其他	265.00	招商局国际码头(青岛)有限公司	协议委托
	武汉 1872 项目	住宅	67.08	物业业主	投标
	成都招商华府二期项目	住宅	47.41	物业业主	投标
	武汉招商江湾国际项目	住宅	43.52	物业业主	投标
	北京中国人寿环保科技园项目	其他	39.11	中国人寿	投标
	小计	-	462.12	-	-

2018 年	佛山新城天虹路以南安保及综合管理项目	其他	104.50	佛山市顺德区环境运输和城市管理局乐从分局	投标
	杭州雍荣华府项目	住宅	47.71	物业业主	投标
	武汉 1872 项目 C 地块项目	住宅	46.34	物业业主	投标
	武汉招商 江璟城项目	住宅	42.17	物业业主	投标
	宁德新能源 W 区设施服务中心项目	其他	38.38	宁德新能源科技有限公司	投标
	小计	-	279.10	-	-
2019 年 1-6 月	广交会展馆 A 区设备设施综合运行维护管理服务项目	其他	39.50	中国对外贸易中心（集团）	投标
	上海依云雅苑项目	住宅	39.20	物业业主	投标
	西安招商 依云曲江项目二期项目	住宅	29.84	物业业主	投标
	北京京东集团总部 1 号楼项目	办公	28.40	北京京东世纪贸易有限公司	投标
	大连招商海德公园 B 地块项目	住宅	17.84	物业业主	投标
	小计	-	154.78	-	-

注：对于新开发的住宅类项目，招商物业通过投标获取时存在业主尚未入伙的情况，但是最终实际对应客户为物业业主。

报告期各期增加的前五大项目主要是通过投标方式获取的，定价具有公允性。青岛招商局国际码头项目来源于招商局系统内，主要通过协议委托方式获取，招商物业与来源于招商局系统内客户的项目严格执行市场化定价原则，有严格的管控制度及流程，物业管理行业服务价格较为公开透明，协议委托前需要与市场比价，同时招商物业在报价时会严格编制项目预算，经过科学评审及议价，保证价格公允。

3、各类型物业管理面积增长的原因、合理性，物业管理面积变动与收入变动的匹配性

（1）报告期内各类型物业管理面积增长的原因及合理性

单位：万平方米，%

基础物业管理	2019 年 6 月 30 日		2018 年末		2017 年末
	管理面积	增长率	管理面积	增长率	管理面积
住宅	4,988.69	8.94	4,579.19	21.31	3,774.67
商业办公	1,021.45	4.23	979.96	40.83	695.87

其他	1,281.88	-5.35	1,354.33	32.14	1,024.92
合计	7,292.04	5.48	6,913.48	25.80	5,495.46

注：管理面积为截至当年/期末的已签署合同的合同约定的管理面积。

存量物业管理面积方面，由于招商物业的高品质服务及行业特性，最近两年住宅物业的续约率达到 99%，非住宅物业的续约率达到 90%；增量物业管理面积方面，一方面，招商物业通过投标方式承接招商蛇口新开发的住宅项目，招商物业的住宅物业管理面积持续增长，另一方面，近年来招商物业持续进行市场化改革与发展，提升非关联客户获取能力，非住宅物业项目的市场开拓效果显著。因此，报告期内招商物业的住宅及商业办公类的物业管理面积持续增长；2018 年度，其他类的物业管理面积也获得较快的增长。

2019 年上半年，招商物业基于自身发展战略及提升盈利能力的需要，及时退出了管理面积较大、收入金额较小的位于青岛、成都、重庆、广州等地的部分码头类、园区类的物业管理项目，其中包括管理面积 265 万平方米的青岛码头项目，该项目 2018 年收入为 176.43 万元。

（2）物业管理面积变动与收入变动具备匹配性

单位：万元，%

基础物业管理	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年
	金额	增长率	金额	增长率	金额
住宅	56,897.76	4.13	109,285.86	27.57	85,669.47
商业办公	47,608.57	7.91	88,235.62	10.19	80,078.97
其他	14,527.07	3.84	27,979.17	10.86	25,238.87
合计	119,033.40	5.57	225,500.65	18.07	190,987.31

报告期内，物业管理面积变动与收入变动具备匹配性。招商物业的管理面积为当年/期的期末数，当年/期增加项目的营业收入非全年数据，营业收入的增长较管理面积的增长有所滞后，一般情况下，管理面积的增长接近或者高于收入的增长速度。

2019 年 6 月 30 日其他类物业管理面积为 1,281.88 万平方米，较 2018 年 12 月 31 日 1,354.33 万平方米下降 5.35%，而 2019 年 1-6 月营业收入 14,527.07 万元，简单年化

后较 2018 年营业收入 27,979.17 万元增长 3.84%，主要原因是 2019 年上半年，招商物业基于自身发展战略及提升盈利能力的需要，及时退出了管理面积较大、收入金额较小的位于青岛、成都、重庆、广州等地的部分码头类、园区类的物业管理项目，比如青岛码头项目的管理面积为 265 万平方米，其在 2018 年度的营业收入仅为 176.43 万元。

三、补充披露经营活动现金流量净额与净利润的主要差异原因，报告期各类现金流量的各主要构成和大额变动情况是否与实际业务的发生一致，是否与相关会计科目的核算项目勾稽。

（一）补充披露经营活动现金流量净额与净利润的主要差异原因

2017 年经营活动现金流量净额为 2,320.32 万元，较净利润少 4,810.17 万元，差异原因主要系向招商蛇口划转的资金归集款增加约 14,206.83 万元，同时未支付的采购款增加 3,068.46 万元，预收的物业管理费等增加 5,551.64 万元。

2018 年经营活动现金流量净额为 1,858.91 万元，较净利润少 13,104.27 万元，差异原因主要系未收回的物业管理费等增加 13,457.53 万元，其中应收招商蛇口等关联方余额增加 9,790 万元。

2019 年 1-6 月经营活动现金流量净额为 6.43 万元，较净利润少 8,206.68 万元，差异原因主要系未收回的物业管理费增加 10,595.85 万元，其中应收招商蛇口等关联方余额增加 6,708 万元。

（二）报告期各类现金流量的各主要构成，大额变动情况与实际业务的发生一致，与相关会计科目的核算项目勾稽。

1、经营活动现金流量情况

招商物业经营活动产生的现金流量反映与公司日常经营相关的现金流量情况。其中，销售商品收到的现金主要为收取的物业管理服务费、项目工程款等，与营业收入金额对比如下：

单位：万元

项目	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年
销售商品、提供劳务收到的现金	170,391.14	301,931.56	260,652.51
营业收入金额	161,324.41	312,976.58	258,057.53

销售收款占营业收入的比例	105.62%	96.47%	101.01%
--------------	---------	--------	---------

报告期内，销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的比例处于 96%-106%之间，其中，2018 年占比较低，为 96.47%，主要系部分收入未全部回款所致。招商物业 2018 年营业收入较 2017 年增加 5.49 亿元，销售商品、提供劳务收到的现金较 2017 年增加 4.13 亿元，较营业收入的增加额少 1.36 亿元，与应收账款的增加额 1.35 亿元的情况基本保持一致。

购买商品、接受劳务支付的现金主要为支付的材料采购款、外包服务费，结合支付给职工以及为职工支付的现金，与营业成本金额对比如下：

单位：万元

项目	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年
购买商品、接受劳务支付的现金	65,717.77	118,336.95	98,008.38
支付给职工以及为职工支付的现金	92,163.23	158,083.32	132,701.91
营业成本	149,002.84	288,610.19	242,786.68
采购及薪酬占营业成本的比例	105.96%	95.78%	95.03%

报告期内，购买商品、接受劳务支付的现金与支付给职工以及为职工支付的现金的合计数占营业成本的比例处于 95%-106%之间，2017 年、2018 年购买商品、接受劳务支付的现金以及支付给职工以及为职工支付的现金合计数占营业成本的比例为 95%左右，与应付账款逐年增长的趋势一致。2019 年 1-6 月，接受劳务支付的现金以及支付给职工以及为职工支付的现金合计数占营业成本的比例为 105.96%，主要为本期支付上年已计提未发放的职工奖金导致的现金支出增加。

2、投资活动现金流量情况

投资活动现金流量主要核算与长期资产购置及处置相关的现金流量情况，主要包括固定资产的购置及处置费用，与合营及联营企业之间的投资款、分红及转让收益等。

2017 年收回投资收到的现金 100 万元系联营企业注销收回的投资款。2017 年至 2019 年 1-6 月取得投资收益收到的现金系收到合营企业及联营企业股利分配款。

2018 年收到其他与投资活动有关的现金 97.49 万元系公司收购浙江润和物业有限

公司时所支付的现金净额-97.49 万元，重分类至收到其他与投资活动有关的现金。取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 382.46 万元，系招商物业为取得漳州招商物业服务有限公司 40%股权而支付的交易对价。

3、筹资活动现金流量情况

筹资活动产生的现金流量主要为股份分红。2017 年、2018 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 306.65 万元、310.75 万元，系招商物业之子公司北京招商局物业管理有限公司支付给少数股东的股利分配款。

四、结合标的资产报告期内应收账款大幅增长、住宅类物业收入占比较高、住宅市场受调控政策影响较大等情况，说明对标的资产未来经营业绩是否存在重大不利影响。

（一）招商物业报告期内应收账款增长对未来经营业绩不存在重大不利影响

报告期内主要客户的结算模式、信用政策未发生重大变动，应收账款余额增长较快，且增长速度快于营业收入的增长，主要原因是，受招商蛇口内部资金统筹调配的需要及付款流程调整的影响，关联方付款速度有所放缓，因此 2018 年度及 2019 年上半年招商物业应收招商蛇口等关联方的物业服务收入的回款进度较慢，2018 年末应收招商蛇口等关联方余额较 2017 年末增加 9,790 万元，2019 年 6 月末应收关联方余额较 2018 年末增加 6,708 万元。2019 年下半年，招商物业逐步收回应收招商蛇口等关联方的款项，截至 2019 年 8 月 31 日，应收关联方款项大部分已经收回，其中账龄一年以上的应收关联方款项除了少量未到期的质保金外，已经全部收回；同时，招商物业已制定相关应收账款管理规定，未来招商物业亦将严格实施相关应收账款信用政策，与招商蛇口及其他关联方及时结算应收款项。因此，报告期内应收账款增长对未来经营业绩不存在重大不利影响。

（二）招商物业住宅类物业收入占比较高，且住宅市场受调控政策影响较大对未来经营业绩不存在重大不利影响

招商物业住宅类物业服务占基础物业管理业务收入比重约为 50%，占比相对较高，但住宅市场调控政策对公司未来经营业绩不存在重大不利影响，主要原因是：（1）目前招商物业住宅类物业存量较大，由于招商物业良好的服务质量及服务口碑，2017 年至

2018 年，住宅类物业的续约率约为 99%，存量住宅类业务较为稳定，客户流失风险较低，为招商物业业绩稳步增长提供有力保障；（2）近年来，招商物业大力拓展非住宅类物业服务，丰富物业业务类型，提升物业业务的盈利规模和质量，增强持续盈利能力，目前非住宅类物业服务的拓展取得了良好效果，已成功拓展阿里巴巴杭州西溪园区 4 期项目、阿里巴巴广东数据中心、京东总部办公楼、宝马动力总成工厂等明星项目；（3）目前，招商物业增量住宅类物业主要来源于招商蛇口。招商蛇口系国内规模排名领先的房地产开发商，业务发展势头良好，2018 年招商蛇口全年实现签约销售面积 827.35 万平方米，同比增加 45.15%；累计实现签约销售金额 1705.84 亿元，同比增加 51.26%。招商蛇口持续快速发展为招商物业承接大量住宅类物业提供了可选择市场机会和空间；招商物业将继续积极开展与招商蛇口的市场化业务协同，争取相关业务机会。

综上，应收账款大幅增长、住宅类物业收入占比较高、住宅市场受调控政策影响较大等因素对招商物业经营业绩不存在重大不利影响。

五、补充披露情况

以上内容已在重组报告书“第九章/四/（二）拟购买资产的盈利能力分析”、“第九章/四/（一）拟购买资产的财务状况”、“第四章/七/（三）主要经营模式”、“第四章/七/（四）业务发展情况”、“第九章/四/（三）拟购买资产的现金流量”中进行了补充披露。

六、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、报告期内，招商物业的物业管理业务及专业服务收入的变动具有合理性，符合行业惯例；主要客户的结算模式、信用政策没有发生重大调整 and 变化。受招商蛇口内部资金统筹调配的需要及付款流程调整的影响，招商蛇口等关联方付款速度有所放缓，因此 2018 年度及 2019 年上半年招商物业应收招商蛇口等关联方的物业服务收入的回款进度较慢，导致应收账款的增长速度快于营业收入的增长速度，截至 2019 年 8 月 31 日，应收招商蛇口等关联方款项大部分已经收回，其中账龄一年以上的应收关联方款项除了少量未到期的质保金外，已经全部收回，应收账款增长快于营业收入增长具有合理原因，具有匹配性。

2、报告期内，招商物业的各业务及不同物业类型的收费模式、定价依据没有发生

重大调整 and 变化，与同行业公司不存在重大差异，住宅类物业项目存在政府指导价的规范与指导，非住宅类物业项目不存在政府指导价的规范与指导。报告期内各类型物业管理面积增长具备合理性，物业管理面积与收入变动具备匹配关系。

3、报告期内，招商物业经营活动现金流量净额与净利润的差异，主要原因是应收招商蛇口等关联方的款项回款较慢，应收账款增长较快，导致经营活动现金流量净额低于净利润。报告期内各类现金流量的各主要构成和大额变动情况与实际业务的发生一致，与相关会计科目的核算项目勾稽。

4、报告期内，招商物业的应收账款大幅增长、住宅类物业收入占比较高、住宅市场受调控政策影响较大等因素对招商物业未来经营业绩不存在重大不利影响。

问题 10: 申请文件显示, 报告期内, 标的资产物业管理业务毛利率分别为 5.12%、6.72%和 6.66%, 呈上升趋势, 但综合毛利率低于同行业可比公司; 标的资产净利率分别为 2.63%、4.66%和 4.94%, 大幅增长。请你公司: 1) 结合标的资产成本管控、主要业务构成、管理物业类型等, 补充披露标的资产物业管理业务毛利率以及标的资产净利率变动的原因及合理性。2) 结合单价变动、成本构成中各项目金额及占比变动等, 补充披露不同类型物业服务毛利率差异及变动的原因, 是否符合行业惯例, 主要项目毛利率变动是否与总体毛利率变动趋势一致。3) 结合企业竞争优劣势等, 进一步量化分析标的资产相关业务毛利率低于同行业可比公司的原因及合理性, 标的资产盈利能力与可比公司是否存在重大差异。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复:

一、结合标的资产成本管控、主要业务构成、管理物业类型等, 补充披露标的资产物业管理业务毛利率以及标的资产净利率变动的原因及合理性。

(一) 标的资产物业管理业务毛利率变动的原因及合理性

标的公司 2017 年度、2018 年度、2019 年 1-6 月具体业务收入构成及毛利率情况如下:

单位: 万元, %

项目	2019 年 1-6 月			2018 年度			2017 年度		
	收入金额	收入占比	毛利率	收入金额	收入占比	毛利率	收入金额	收入占比	毛利率
一、物业管理业务	144,337.22	89.47	6.66	282,104.54	90.14	6.72	229,665.92	89.00	5.12
(一) 基础物业管理	119,033.40	73.78	6.26	225,500.65	72.05	6.15	190,987.31	74.01	5.15
其中: 住宅	56,897.76	35.27	4.61	109,285.86	34.92	4.55	85,669.47	33.20	3.10
商业、办公	47,608.57	29.51	8.41	88,235.62	28.19	8.14	80,078.97	31.03	6.77
其他	14,527.07	9.00	5.68	27,979.17	8.94	6.14	25,238.87	9.78	6.99
(二) 开发商服务	25,303.82	15.69	8.54	56,603.89	18.09	9.00	38,678.61	14.99	4.99
二、专业服务	16,987.19	10.53	15.95	30,872.04	9.86	17.50	28,391.61	11.00	12.35
营业收入合计	161,324.41	100.00	7.64	312,976.58	100.00	7.79	258,057.53	100.00	5.92

标的公司 2017 年度、2018 年度、2019 年 1-6 月物业管理业务毛利率分别为 5.12%、6.72%、6.66%，2018 年度物业管理业务毛利率相较 2017 年度提升 1.60 个百分点，2019 年 1-6 月物业管理业务毛利率相较 2018 年度基本保持稳定。基础物业管理业务中不同类型物业的物业管理收入占总收入的比例相对稳定，2018 年度物业管理业务毛利率相较 2017 年度提升 1.60 个百分点，主要由于住宅物业管理、商业办公物业管理及开发商服务毛利率实现提升，具体原因为：

1、标的公司落实质效提升工程，通过加强员工业务培训，优化人员配置，应用信息化、科技化等手段，持续提升人均效能。住宅物业管理为标的公司物业管理收入最大的组成部分，2018 年住宅物业管理业务收入相较 2017 年增长 27.57%，人工成本增长 16.54%；人工成本为物业管理业务的主要成本，标的公司针对住宅项目单体规模较大、人均效能提升空间较大的特点，重点落实提质增效，加强员工业务培训，优化人员配置，鼓励并激励员工承担更多的服务工作，在合理范围内提升单位员工的工作量，并应用信息化、科技化等手段，提升员工人均效能，在保证服务质量的同时人工成本控制取得较为明显的效果；

2、标的公司加强节能降耗和降本增效。商业、办公物业的服务人员配置一般根据客户的要求确定，但一般情况下单个商业、办公项目的服务区域相较住宅物业更加集中，标的公司针对商业、办公物业的特点，重点进行项目相关费用支出的集约化管理，2018 年度开始推行集中采购等方式，通过集中采购提高与供应商的议价能力以控制业务成本，同时把节能降耗放在重要位置，推广节能改造，根据各项目的特点，逐个梳理节能潜力，2018 年商业、办公物业管理成本中公共设施维保费、绿化养护费、公共能源费等费用支出占商业、办公物业管理收入比重较 2017 年下降，相应毛利率提升；

3、标的公司与招商蛇口建立市场化业务协同模式。标的公司 2016 年启动市场化改革以来，逐步建立与招商蛇口的市场化业务协同模式，2018 年招商物业进一步深化改革，向招商蛇口提供的开发商服务服务内容趋于丰富，为招商蛇口实现了良好的业务协同效果；同时，招商蛇口开发规模拓展带来标的公司开发商服务规模增长，规模效应提升，因此标的公司在市场化定价模式下开发商服务毛利率实现提升；

4、不断拓展外部市场，增强规模效应。标的公司持续加强外部市场拓展，增加业务规模，与现有业务布局实现协同，增加管理项目的密度，摊薄固定成本，增强规模效

应。

综上，结合标的资产成本管控、主要业务构成、管理物业类型等，标的公司报告期内毛利率提升主要由于落实质效提升工程，提高人均效能，加强节能降耗和降本增效，与招商蛇口建立市场化业务协同模式，不断拓展外部市场，增强规模效应，物业管理业务毛利率的变动具有合理性。

（二）标的资产净利率变动的原因及合理性

标的公司报告期内各主要业务毛利率、净利率情况如下：

单位：%

项目类型	2019 年 1-6 月	2018 年度	2017 年度
物业管理业务毛利率	6.66	6.72	5.12
专业服务毛利率	15.95	17.5	12.35
综合毛利率	7.64	7.79	5.92
净利率	4.94	4.66	2.63

标的公司 2017 年度、2018 年度、2019 年 1-6 月净利率分别为 2.63%、4.66%、4.94%，2018 年度净利率相较 2017 年度提升 2.03 个百分点，2019 年 1-6 月净利率相较 2018 年度基本保持稳定。2018 年度净利率相较 2017 年度提升 2.03 个百分点，主要系标的公司 2018 年毛利率相较 2017 年提升，具体原因如下：

1、标的公司物业管理业务毛利率的提升。标的公司物业管理业务 2017 年度、2018 年度物业管理业务收入占总营业收入的比例均较高，为 90%左右，标的公司物业管理业务毛利率的提升是净利率提升的主要原因；

2、标的公司发展专业服务，专业服务毛利率提升。标的公司专业服务业务主要包括社区商业、经纪顾问及建筑科技等。标的公司社区商业业务 2017 年度尚处于起步阶段，通过相关投入积累业务资源、完善业务模式，2018 年度成熟度提升，实现扭亏为盈。标的公司 2018 年加大了建筑科技业务与经纪顾问业务的市场拓展，经纪顾问业务中高毛利率的车位代理销售业务规模扩大，相应经纪业务毛利率提升；2018 年建筑科技业务规模实现一定提升，毛利相应增加。上述两项原因实现标的公司 2018 年度专业服务毛利率相较 2017 年度实现提升。

综上，由于标的公司提质增效，与招商蛇口建立市场化业务协同模式，不断拓展外部市场、增强规模效应，发展专业服务，标的公司报告期内毛利率提升，相应净利率实现提升，净利率变动具有合理性。

二、结合单价变动、成本构成中各项目金额及占比变动等，补充披露不同类型物业服务毛利率差异及变动的原因，是否符合行业惯例，主要项目毛利率变动是否与总体毛利率变动趋势一致。

（一）不同类型物业服务毛利率差异及变动的原因

标的公司报告期内不同类型物业服务的单价情况如下：

单位：元/平方米/月

项目类型	2019 年 1-6 月	2018 年度	2017 年度
住宅	3.41	3.45	3.18
商业、办公	10.05	11.37	10.35
其他	3.78	3.72	5.17

标的公司报告期内住宅物业服务的成本构成情况如下：

单位：万元，%

项目类型	2019 年 1-6 月			2018 年度			2017 年度		
	金额	占成本比例	占收入比例	金额	占成本比例	占收入比例	金额	占成本比例	占收入比例
人员工资	26,133.08	48.15	45.93	52,380.42	50.21	47.93	44,947.27	54.14	52.47
安保费用	3,928.76	7.24	6.90	6,154.62	5.90	5.63	3,633.62	4.38	4.24
清洁卫生费	8,254.56	15.21	14.51	15,010.45	14.39	13.74	12,323.60	14.84	14.39
绿化养护费	1,557.06	2.87	2.74	2,764.23	2.65	2.53	2,181.18	2.63	2.55
公共设施维保费	3,413.29	6.29	6.00	6,814.13	6.53	6.24	4,716.30	5.68	5.51
行政办公费	2,197.42	4.05	3.86	4,561.65	4.37	4.17	2,993.66	3.61	3.49
公共能源费	5,419.28	9.99	9.52	9,995.60	9.58	9.15	7,206.14	8.68	8.41
其他	3,370.29	6.21	5.92	6,634.66	6.36	6.07	5,015.52	6.04	5.85
合计	54,273.74	100.00	95.39	104,315.76	100.00	95.45	83,017.29	100.00	96.90

标的公司报告期内商业、办公物业服务的成本构成情况如下：

单位：万元，%

项目类型	2019 年 1-6 月			2018 年度			2017 年度		
	金额	占成本比例	占收入比例	金额	占成本比例	占收入比例	金额	占成本比例	占收入比例
人员工资	23,189.74	53.18	48.71	42,198.64	52.06	47.82	36,952.04	49.49	46.14
安保费用	2,248.05	5.16	4.72	4,142.88	5.11	4.70	3,347.26	4.48	4.18
清洁卫生费	4,923.39	11.29	10.34	9,625.61	11.88	10.91	8,905.54	11.93	11.12
绿化养护费	405.49	0.93	0.85	758.91	0.94	0.86	1,068.05	1.43	1.33
公共设施维保费	2,246.18	5.15	4.72	4,567.48	5.64	5.18	5,759.01	7.71	7.19
行政办公费	1,498.98	3.44	3.15	2,449.66	3.02	2.78	2,065.71	2.77	2.58
公共能源费	3,306.24	7.58	6.94	6,295.77	7.77	7.14	6,080.57	8.14	7.59
其他	5,788.62	13.27	12.16	11,014.19	13.59	12.48	10,482.23	14.04	13.09
合计	43,606.68	100.00	91.59	81,053.14	100.00	91.86	74,660.42	100.00	93.23

标的公司报告期内其他类型物业服务的成本构成情况如下：

单位：万元，%

项目类型	2019 年 1-6 月			2018 年度			2017 年度		
	金额	占成本比例	占收入比例	金额	占成本比例	占收入比例	金额	占成本比例	占收入比例
人员工资	7,280.41	53.14	50.12	13,672.41	52.07	48.87	10,252.86	43.67	40.62
安保费用	1,276.31	9.32	8.79	2,343.33	8.92	8.38	1,238.43	5.28	4.91
清洁卫生费	1,406.10	10.26	9.68	2,642.52	10.06	9.44	1,809.32	7.71	7.17
绿化养护费	136.86	1.00	0.94	328.81	1.25	1.18	331.51	1.41	1.31
公共设施维保费	317.80	2.32	2.19	771.10	2.94	2.76	609.93	2.60	2.42
行政办公费	260.63	1.90	1.79	404.90	1.54	1.45	380.34	1.62	1.51
公共能源费	571.99	4.17	3.94	1,572.97	5.99	5.62	589.81	2.51	2.34
其他	2,451.23	17.89	16.87	4,524.15	17.23	16.17	8,263.55	35.20	32.74
合计	13,701.33	100.00	94.32	26,260.19	100.00	93.86	23,475.75	100.00	93.01

1、不同类型物业服务毛利率差异的原因

报告期内住宅物业收费单价总体呈现上涨趋势，商业、办公及其他物业收费单价呈现小幅波动。从不同类型物业的收费单价来看，住宅物业收费单价受到政府限价指导，且价格调整也需要业主委员会通过，而商场、写字楼等非住宅物业管理定价更加市场化，

客户对于物业服务的品质要求更高，根据客户需求定制多样化服务，技术含量相对较高，相应附加值更高，因此一般情况下商业、办公及其他类型物业相较住宅服务收费水平更高，毛利空间更大。根据中国指数研究院与中国房地产 TOP10 研究组发布的《2019 中国物业服务百强企业研究报告》，2018 年，百强企业管理项目平均物业服务费为 4.22 元/平方米/月。分业态来看，办公物业服务费最高，达 7.84 元/平方米/月，其次是商业物业服务费，为 7.01 元/平方米/月，住宅物业服务费最低，为 2.25 元/平方米/月，公众物业、产业园区物业、学校物业、医院物业和其他类型物业服务费分别为 3.72 元/平方米/月、3.61 元/平方米/月、3.58 元/平方米/月、6.84 元/平方米/月和 5.92 元/平方米/月。

不同类型物业服务的成本构成主要为人员工资、安保费用、清洁卫生费、绿化养护费、公共设施维保费、公共能源费等，其中人员工资是最主要成本构成因素，占物业管理成本的比例为 50%左右。从各项成本支出占收入比例角度，住宅物业安保费用、清洁卫生费、绿化养护费、公共设施维保费等费用支出占收入比重较非住宅物业更高，主要由于一般情况下非住宅物业单个项目服务区域较住宅物业更加集中，更易于开展成本支出的集约化管理，控制成本支出水平。

综上，不同类型物业服务毛利率存在差异的主要原因为物业管理定价具体方式及单价水平不同、成本管控及集约化管理的程度及效果存在差异。

2、不同类型物业服务毛利率变动的原因

报告期内招商物业住宅物业服务毛利率分别为 3.10%、4.55%和 4.61%，商业及办公物业服务毛利率分别为 6.77%、8.14%和 8.41%，均实现稳步增长；其他类型物业服务毛利率分别为 6.99%、6.14%和 5.68%，存在下降趋势。

住宅物业服务毛利率提升的主要原因为标的公司落实质效提升工程，通过加强员工业务培训，优化人员配置，应用信息化、科技化等手段，持续提升人均效能。商业及办公物业服务毛利率提升的主要原因为标的公司开展节能降耗和降本增效，推行集中采购与节能改造，加强成本支出的集约化管理。其他类型物业包含业态较多，包括园区、厂房、公共建筑、学校等，各业态具体成本支出特点存在一定差异，且各业态业务的结构存在变化，导致毛利率有所下降，其他类型物业服务收入占物业管理业务收入的比例相对较低，其毛利率波动对标的公司物业管理业务毛利率及总体毛利率影响有限。

（二）不同类型物业服务毛利率差异及变动符合行业惯例

主营业务为物业管理的同行业 A 股上市公司为中航善达和南都物业，考虑到无法获取南都物业同期各业态的毛利率情况，以中航善达主营物业服务的中航物业作为对比。

中航物业报告期内不同类型物业服务的毛利率情况如下：

单位：万元

项目类型	2019 年 1-6 月	2018 年度	2017 年度
住宅	9.32	7.48	7.7
商业、办公	13.92	12.02	12.85
其他	9.44	8.59	10.68

报告期内，中航物业不同业态的毛利率从高到低依次为商业及办公、其他、住宅，招商物业各业态的毛利率差异及变动与同行业一致，符合行业惯例。

（三）主要项目毛利率变动与总体毛利率变动趋势一致

标的公司最近一期物业管理收入前五大项目在报告期内平均毛利率变动情况如下：

项目名称	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年
2019 年 1-6 月前五大项目收入（万元）	19,886.03	21,656.21	10,616.98
2019 年 1-6 月前五大项目平均毛利率（%）	10.02	10.47	8.75

报告期内，招商物业主要项目中各项目所服务的物业业态及区域不同，各项目毛利率存在一定差异。2017 年度及 2018 年度，主要项目的平均毛利率与标的公司总体毛利率变动趋势一致。

三、结合企业竞争优势等，进一步量化分析标的资产相关业务毛利率低于同行业可比公司的原因及合理性，标的资产盈利能力与可比公司是否存在重大差异。

由于 A 股物业管理上市公司中南都物业公开披露数据有限，主要以本次交易中上市公司全资子公司中航物业作为可比公司进行量化分析。

报告期内，招商物业及中航物业各业务毛利率、净利率情况如下：

单位：%

项目	2019 年 1-6 月		2018 年度		2017 年度	
	招商物业	中航物业	招商物业	中航物业	招商物业	中航物业
综合毛利率	7.64	10.27	7.79	9.98	5.92	10.80
其中：物业管理业务毛利率	6.66	12.06	6.72	10.45	5.12	11.41
净利率	4.94	5.08	4.66	4.28	2.63	4.87

招商物业的物业管理业务毛利率低于中航物业对应水平，主要原因为：

1、主要服务的物业业态不同。中航物业是机构主导型物业服务企业，核心业务聚焦于政府类、公共类及企业总部类物业，在机构市场具备较强的市场竞争力，在该细分领域业务规模更大、项目数量更多、项目密度更大，标准化体系建设及同等服务品质下的成本管控更为成熟。招商物业服务的物业业态中住宅物业占比较高，报告期内招商物业住宅物业服务收入约占基础物业管理收入的 50%，而中航物业的住宅物业服务收入占比较低，占基础物业管理收入的比例低于 20%，住宅物业管理毛利率一般低于非住宅物业管理毛利率。

2、中航物业采用“大总部”的组织架构，各城市公司核心财务、运营等人员由总部直接统筹管理，对项目人员进行管控监督；招商物业侧重对各城市公司及项目的授权，因此直接服务于项目的人员相对较多，导致招商物业人工成本占收入比例较高，而中航物业管理费用比例较高。

3、中航物业在保证项目质量的前提下，更多的采用劳务外包的方式，对人员工资及外包成本的总体控制更为显著。招商物业对于安保、清洁等岗位的外包程度低于中航物业，因此成本总体较高。

4、公司战略定位因素影响。招商物业成立之初系招商局系统内物业服务平台，为招商局系统自有物业及向招商蛇口开发的楼盘提供物业服务，首要关注服务质量和品牌建设，在设施维保、公共能源等方面投入相对较大。

从净利率来看，2018 年招商物业净利率由 2017 年的 2.63%增加至 4.66%，2017 年和 2018 年中航物业净利率分别为 4.87%和 4.28%，虽然招商物业基础物业管理毛利率低于中航物业，但由于招商物业大力拓展专业服务以及管理费用管控等原因，2018 年

招商物业与中航物业净利率基本一致。

综上，标的公司报告期内盈利能力持续提升，标的资产相关业务毛利率低于可比公司主要系业务特点、管理模式、战略定位、人工成本等因素的影响，具有合理性，标的资产盈利能力与可比公司不存在重大差异。

四、补充披露情况

以上内容已在重组报告书“第九章/四/（二）拟购买资产的盈利能力分析”中进行了补充披露。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的资产物业管理业务毛利率以及净利率变动主要由于标的公司提质增效，与招商蛇口建立市场化业务协同模式，不断拓展外部市场、增强规模效应，发展专业服务，其变动具有合理性；

2、报告期内，标的资产不同类型物业服务毛利率存在差异的主要原因为物业管理定价具体方式及单价水平不同、成本管控及集约化管理的程度及效果存在差异，不同类型物业服务毛利率的变动具有合理性，其毛利率差异及变动符合行业惯例，主要项目毛利率变动与总体毛利率变动趋势一致；

3、报告期内，标的资产盈利能力持续提升。标的资产物业管理业务毛利率低于可比公司主要系业务特点、管理模式、战略定位、人工成本等因素的影响，具有合理性，标的资产盈利能力与可比公司不存在重大差异。

问题 11：申请文件显示，标的资产其他应收款项目金额分别为 110,231.13 万元、114,193.44 万元和 112,252.29 万元，占资产总额比例分别为 75.44%、65.69%和 61.58%。主要是应收关联往来，其中最主要的部分为应收招商蛇口的资金归集款，截至重组报告书签署日，上述资金归集款已经全部归还至招商物业。请你公司：1) 结合招商蛇口资金归集情况等进一步补充披露标的资产报告期内是否存在资金占用，为控股股东、实际控制人及其控制的企业进行违规担保的情形。2) 上述资金归集是否持续，对标的资产未来融资安排和生产经营的影响。3) 结合标的资产内部控制制度的设置及执行，公司治理等情况，补充披露标的资产在交易完成后避免关联方资金占用的应对措施。4) 补充披露资金归集款归还至招商物业的相关会计处理，是否符合企业会计准则规定。请独立财务顾问、律师和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合招商蛇口资金归集情况等进一步补充披露标的资产报告期内是否存在资金占用，为控股股东、实际控制人及其控制的企业进行违规担保的情形。

报告期内，招商物业根据招商蛇口内部资金管理的要求进行资金归集，从而导致存在被股东及其关联方非经营性资金占用的情形，具体如下：

本次交易前，根据招商蛇口资金管理的管理制度要求，招商物业作为招商蛇口 100% 控制的子公司，在账面保留足够日常使用的资金后，剩余部分归集至招商蛇口，由其集中管理，招商物业有资金需求时向招商蛇口提取使用，该部分集团资金归集款构成非经营性资金占用。2019 年 8 月，招商蛇口已经将上述集团资金归集款全部归还至招商物业。截至报告书签署之日，招商物业不存在被股东及其关联方非经营性资金占用的情形。

鉴于报告期内标的资产为招商蛇口的全资子公司，上述非经营性资金占用为招商蛇口内部资金管理的举措，且所占用资金已于重组报告书披露前全部归还，符合《<上市公司重大资产重组管理办法>第三条有关拟购买资产存在资金占用问题的适用意见——证券期货法律适用意见第 10 号》等相关监管规定。

报告期内，招商物业不存在为控股股东、实际控制人及其控制的企业进行违规担保的情形。

二、上述资金归集是否持续，对标的资产未来融资安排和生产经营的影响。

上述集团资金归集款已经于 2019 年 8 月归还至招商物业。根据招商蛇口于 2019 年 8 月 23 日出具的《关于集团资金归集情况的说明》，其确认自说明出具日起不会要求招商物业向其进行资金归集。因此，上述集团资金归集情形不会持续，不会影响标的资产未来融资安排和生产经营。

三、结合标的资产内部控制制度的设置及执行，公司治理等情况，补充披露标的资产在交易完成后避免关联方资金占用的应对措施。

本次交易完成后，招商物业将严格遵守其公司章程、《财务管理制度》等规章制度，确保招商物业财务机构的独立性，并对相关财务人员进行培训，要求其定期核查招商物业与其关联方之间的交易情况及资金往来，避免关联方资金占用。

此外，本次交易完成前，上市公司已经按照《公司法》《上市规则》等法律法规及中国证监会、深交所的相关规定，建立了完善的法人治理结构和严格的内部控制制度（包括《公司章程》《股东大会议事规则》《董事会议事规则》《关联交易管理制度》等），对上市公司与其关联方之间的资金往来等关联交易建立了严格的内部决策权限及决策程序。

本次交易完成后，招商物业将成为中航善达的全资子公司，招商蛇口将成为中航善达的控股股东，招商局集团将成为中航善达的实际控制人。公司将督促招商物业严格按照《上市规则》等上市公司规范运作的相关规定及中航善达《公司章程》《关联交易管理制度》等内部管理制度的要求运作，督促招商物业就关联交易事项严格履行相应的决策程序和重大信息内部报告程序，严格控制招商物业与招商蛇口、招商局集团及其控制的其他企业之间的资金往来，避免关联方资金占用。

同时，为防止本次交易后出现违规资金占用情形，招商蛇口、招商局集团已于 2019 年 8 月 23 日作出《关于资金占用和违规担保的承诺函》，承诺“截至本函出具之日，本公司对招商物业不存在非经营性资金占用的情形。本次交易完成后，本公司作为中航善达的控股股东/实际控制人，将维护中航善达资产的独立性，确保本次交易完成后，中航善达不会出现被本公司及下属控股企业违规占用资金的情形，也不会出现对本公司及下属控股企业违规提供担保的情形。若本公司不再拥有中航善达的控股/控制权，则本函自动失效”。

四、补充披露资金归集款归还至招商物业的相关会计处理，是否符合企业会计准则规定。

截至 2019 年 8 月，上述集团资金归集款已经归还至招商物业。招商物业收到划款时，借记银行存款，贷记其他应收款-内部公司存款；现金流量表中在“收到的其他与经营活动有关的现金”中列报。上述会计处理符合企业会计准则的规定。

五、补充披露情况

以上内容已在重组报告书“第十三章/一、对外担保与非经营性资金占用情况”、“第九章/四/（一）拟购买资产的财务状况”中进行了补充披露。

六、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：报告期内标的资产存在非经营性资金占用的情形，该资金占用系招商蛇口对下属公司统一进行资金归集形成的集团资金归集款，所占用资金已于重组报告书披露前全部归还，符合《<上市公司重大资产重组管理办法>第三条有关拟购买资产存在资金占用问题的适用意见——证券期货法律适用意见第 10 号》等相关监管规定；报告期内标的资产不存在为控股股东、实际控制人及其控制的企业进行违规担保的情形。招商蛇口已于 2019 年 8 月将上述集团资金归集款归还至招商物业，且出具了《关于集团资金归集情况的说明》，确认不再要求招商物业向其进行资金归集，因此上述集团资金归集情形不会持续，不影响标的资产未来融资安排和生产经营。本次交易完成后，招商物业将严格遵守其公司章程、《财务管理制度》等规章制度，按照《上市规则》等上市公司规范运作的相关规定及中航善达《公司章程》《关联交易管理制度》等内部管理制度的要求运作，并且招商蛇口、招商局集团已作出《关于资金占用和违规担保的承诺函》，避免关联方资金占用。集团资金归集款归还至招商物业的相关会计处理，符合企业会计准则规定。

问题 12：申请文件显示，报告期各期末，招商物业资产负债率分别为 81.67%、76.55%、73.13%，呈现下降趋势，但均高于同行业可比公司。招商物业流动比率分别为 1.26、1.34 和 1.40，总体呈现增长态势，但低于同行业可比公司。请你公司：1) 结合标的资产主要流动负债的到期期限、银行授信额度及现金流情况，补充披露标的资产偿债能力是否稳定，是否存在重大偿债风险，并以列表方式说明未来还款计划、还款资金来源及可实现性。2) 补充披露标的资产资产负债率高于同行业公司，流动比率、速动比率低于同行业公司的原因及合理性。3) 本次交易对上市公司偿债能力的影响。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合标的资产主要流动负债的到期期限、银行授信额度及现金流情况，补充披露标的资产偿债能力是否稳定，是否存在重大偿债风险，并以列表方式说明未来还款计划、还款资金来源及可实现性。

截至 2019 年 6 月 30 日，标的资产现金及现金等价物账面余额为 9,189.16 万元，其他应收款中归集至招商蛇口的资金余额为 101,782.32 万元，且集团资金归集款已于 2019 年 8 月归还至招商物业，招商物业现金流充裕。

报告期内，标的资产无带息负债，无银行贷款记录，无银行授信额度。标的资产负债项目全部为经营活动形成的款项，主要为应付账款、预收款项、应付职工薪酬和其他应付款，其中预收款项主要为预收物业管理费，不涉及偿还事项；截至 2019 年 6 月 30 日，招商物业应付账款、应付职工薪酬和其他应付款金额合计约为 95,854.12 万元，标的公司持有的现金（包括可动用、目前已收回的集团资金归集款）超过上述应付款项，无流动性风险。

截至 2019 年 6 月 30 日，标的资产流动比率为 1.40 倍，略低于同行业 A 股上市公司平均水平 1.45 倍，速动比率为 1.35 倍，高于同行业 A 股上市公司平均水平 1.18 倍。

主要流动负债及还款情况如下：

单位：万元

项目名称	截至 2019 年 6 月 30 日余额	未来还款划款计划	还款资金来源	可实现性
------	----------------------	----------	--------	------

项目名称	截至 2019 年 6 月 30 日余额	未来还款划款计划	还款资金来源	可实现性
应付账款	16,406.50	根据合同约定时间付款	自有资金	资金充裕，无还款压力
应付职工薪酬	21,765.11	按月支付	自有资金	资金充裕，无还款压力
其他应付款	57,682.52	按业务经营情况安排还款	自有资金	资金充裕，无还款压力
合计	95,854.13			

综上所述，报告期内，标的资产现金流充裕，无带息负债、无银行授信额度，经营性负债还款具有可实现性。标的资产具有较强的偿债能力，不存在重大偿债风险。

二、补充披露标的资产资产负债率高于同行业公司，流动比率、速动比率低于同行业公司的原因及合理性。

报告期内，招商物业资产负债率、流动比率、速动比率与主营业务为物业管理的同行业 A 股上市公司相比情况如下：

证券代码	公司名称	资产负债率（%）			流动比率（倍）			速动比率（倍）		
		2019 年 6 月 30 日	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2019 年 6 月 30 日	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2019 年 6 月 30 日	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
000043.SZ	中航善达	61.26	63.09	75.94	1.42	1.51	1.15	0.88	1.00	0.62
603506.SH	南都物业	56.11	51.86	64.89	1.48	1.58	1.30	1.48	1.58	1.30
平均值		58.69	57.48	70.41	1.45	1.54	1.22	1.18	1.29	0.96
招商物业		73.13	76.55	81.67	1.40	1.34	1.26	1.35	1.27	1.26

数据来源：Wind 资讯

截至 2017 年 12 月 31 日、2018 年 12 月 31 日和 2019 年 6 月 30 日，招商物业资产负债率高于中航善达和南都物业的主要原因如下：

（1）中航善达和南都物业系上市公司，因公开发行股份的股权融资导致股本和资本公积金额较大，所有者权益金额较高，因此资产负债率与招商物业相比较低。

（2）与招商物业相比，中航善达尚有部分存量房地产开发业务及投资性房地产业务，截至 2019 年 6 月 30 日，投资性房地产余额为 692,001.66 万元，存货科目余额为 165,101.31 万元，两者合计占资产总额比重为 69.63%，资产规模较大。同时近年来中航

善达持续促进战略及经营的转型，聚焦物业资产管理业务，融资需求下降，逐步偿还银行借款，导致负债总额金额大幅降低。因此，中航善达资产负债率较低且呈现下降趋势。

(3) 南都物业因收购事项所形成的商誉增加了资产总额(截至2019年6月30日，商誉账面余额为13,946.02万元)，因此，南都物业资产负债率较招商物业较低。

截至2017年12月31日、2018年12月31日和2019年6月30日，招商物业流动比率略低于中航善达和南都物业，速动比率略高于中航善达但低于南都物业的主要原因如下：

(1) 中航善达尚有部分存量房地产开发业务，存量项目主要反映在存货科目中，截至2019年6月30日，存货科目余额为165,101.31万元，导致流动资产金额相对较大，流动比率相对较高，但速动比率相对较低。

(2) 南都物业业务规模较小，预收物业费、应付职工薪酬及押金保证金金额较低，导致流动负债余额较小；同时，南都物业由于上市发行新股，增加了流动资产(截至2019年6月30日，尚有1.7亿元闲置资金用于购买理财产品，报表上在其他流动资产科目列示)，因此流动比率相对较高。南都物业账面存货金额较小，各期末存货余额不超过100万元，而招商物业由于车位销售业务导致账面存在一定规模的存货(截至2019年6月30日，存货账面价值为6,641.22万元)，因此，招商物业速动比率低于南都物业。

三、本次交易对上市公司偿债能力的影响。

本次交易前后，上市公司偿债能力指标变动情况：

项目	2019年6月30日 (交易完成前)	2019年6月30日 (交易完成后)	变化
资产负债率(%)	61.26	53.27	-7.99
流动比率(倍)	1.42	1.42	-
速动比率(倍)	0.88	1.02	0.14
项目	2018年12月31日 (交易完成前)	2018年12月31日 (交易完成后)	变化
资产负债率(%)	63.09	55.31	-7.78
流动比率(倍)	1.51	1.47	-0.04
速动比率(倍)	1.00	1.07	0.07

注：1、资产负债率=负债总额/资产总额*100%

2、流动比率=流动资产/流动负债

3、速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

截至 2019 年 6 月 30 日，招商物业账面货币资金余额 9,511.41 万元，其他应收款中归集至招商蛇口的资金余额为 101,782.32 万元，无银行借款等有息负债。随着本次交易的完成，该等资金并入上市公司，进一步增强了上市公司资金实力。

本次交易完成后，截至 2018 年 12 月 31 日，上市公司资产负债率由 63.09%降低至 55.31%，流动比率小幅下降，速动比率由 1.00 提升至 1.07。截至 2019 年 6 月 30 日，上市公司资产负债率由 61.26%降低至 53.27%，流动比率相对稳定，速动比率由 0.88 提升至 1.02。总体来看，上市公司偿债能力及流动性得到增强。

四、补充披露情况

以上内容已在重组报告书“第九章/四/（一）拟购买资产的财务状况”中进行了补充披露。

五、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：标的资产现金流充裕，无银行贷款记录，无银行授信额度，偿债能力稳定，不存在重大偿债风险。标的公司债务还款资金来源充足，具备可实现性。标的资产资产负债率高于同行业公司，流动比率略低于同行业公司，速动比率与同行业公司相近，与其业务情况相符合，且总体差异不大，具有合理性。本次交易完成后，总体来看，上市公司偿债能力得到增强。

问题 13: 请你公司: 1) 补充披露在各业务类型下收入确认的具体流程及账务处理方式, 结合业务模式、合同约定说明并补充披露所需要取得的第三方证明、收入确认的时点, 说明是否符合企业会计准则的规定, 与同行业公司进行对比说明是否符合行业惯例。2) 补充披露是否存在因违反或无法满足合同约定事项被业主方扣减服务费的情况发生, 若存在请逐笔详细列示说明原因。3) 对物业管理服务收入按不同物业类型、各期终止及新增服务项目、列示报告期内项目数量、面积、单价、收入、毛利率, 结合上述数据说明收入、单价变动的原因及合理性。4) 补充披露报告期各期期后应收款项回款情况, 是否符合结算政策, 期后回款付款方与对应的具体客户是否一致, 报告期是否存在超期未收款等逾期情形, 是否存在大额坏账情况, 坏账准备计提是否充分。5) 结合重点客户应收账款回款时点变化、账期变动情况、同行业公司情况等, 量化分析并补充披露报告期内标的资产应收账款周转率变动原因及合理性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。6) 补充披露现金收款的金额、比例及核查过程, 是否存在频繁发生与业务不相关或交易价格明显异常的大额资金流动、是否存在无业务背景转移资金。7) 补充披露交易前后上市公司产权控制关系结构图。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

一、补充披露在各业务类型下收入确认的具体流程及账务处理方式, 结合业务模式、合同约定说明并补充披露所需要取得的第三方证明、收入确认的时点, 说明是否符合企业会计准则的规定, 与同行业公司进行对比说明是否符合行业惯例。

(一) 各业务类型下收入确认的具体流程及账务处理方式

招商物业业务类型包括物业管理服务与专业服务, 其中物业管理服务包括基础物业服务与开发商服务, 专业服务主要包括经纪顾问服务、建筑科技服务、设施运营服务、社区商业等。

1、物业管理服务收入

对于物业管理服务项目, 公司在物业服务已经提供, 与物业服务相关的经济利益能够流入企业, 与物业服务相关的成本能够可靠计量时, 确认物业服务收入的实现。

在具体进行会计处理时, 招商物业的物业服务收入一般情况按照合同约定的服务期间及收费标准按期及时确认收入, 同时也考虑公司因向客户提供服务而有权取得的对价

是否很可能收回。

基础物业服务根据合同约定的收费标准按期确认收入。对于多业主项目，物业服务合同签订后，由项目业务人员在系统中录入业主及合同信息，根据系统中录入的物业管理面积和合同约定的收费标准，自动计算每个结算期应确认的物业费金额。对于单一业主项目，根据合同约定需要定期与业主确认服务内容的，招商物业在每次提供物业服务后，向业主方提交物业服务工作确认单，由客户对已提供的服务进行确认，并以此作为结算收入的依据。对于开发商服务项目，在提供服务后，向业主方提交物业服务工作确认单，根据实际工作量与合同中约定的费用标准、佣金比例等计算服务费用，并以此作为收入确认的依据。

2、专业服务收入

公司在提供专业服务完成后，并与客户确认，相关的经济利益能够流入企业，相关的成本能够可靠计量时，确认提供专业服务收入的实现。

经纪顾问服务：在房地产中介服务已经提供，买卖双方完成物业交接手续后确认收入的实现。公司在已将车位、储物间所有权上的主要风险和报酬转移给购买方时，确认销售收入的实现。

建筑科技服务：一般在履行了合同中的履约义务，双方对工程进行确认，验收完成后确认收入的实现。

设施运营服务：相关服务完成后，根据合同、服务工作确认单、结算单据等确认管理费收入。

社区商业：主要系招商物业开展的到家汇 APP 平台采购业务，招商物业在客户确认收货后，确认收入实现。

（二）各业务类型收入确认所需要取得的第三方证明、收入确认的时点

业务类型	具体业务	收入确认依据	收入确认的时点
物业管理业务	基础物业管理	合同、物业服务工作确认单、物业服务结算单、发票	收入于服务完成后按合同约定的服务周期确认收入
	开发商服务	合同、物业服务工作确认单、物业服务结算单、发票	物业服务完成经双方确认后确认收入
专业服务	建筑科技	合同、验收结算单、发票	项目完工进行验收后确认收入
	设施运营	合同、服务确认单、结算单据（维	服务完成经双方确认后确认收入

业务类型	具体业务	收入确认依据	收入确认的时点
		保信息确认单、月度考勤明细等)、 发票	
	经纪顾问	合同、租房服务协议、物业交接手 续、车位销售表、发票等	房屋租赁业务：与租房人签订租房 服务协议、完成物业交接手续后确 认收入； 车位销售代理业务：车位完成销售 后确认收入
	社区商业	签收单、结算单、发票	客户确认收货后

综上所述，招商物业各业务类型下收入确认方法符合企业会计准则的规定。

（三）与同行业公司进行对比说明是否符合行业惯例

主营业务为物业管理的同行业 A 股上市公司为南都物业和中航善达，根据《南都物业服务股份有限公司 2018 年年度报告》，南都物业收入确认具体方法如下：

“公司主要提供物业管理等服务，公司在物业管理服务已提供且物业管理收入金额能够可靠计量、物业管理服务相关的经济利益很可能流入企业，与物业管理相关的成本能够可靠地计量时，确认物业管理收入的实现。”

根据《中航善达股份有限公司 2018 年年度报告》，中航善达物业管理业务的收入确认具体方法为：在物业管理服务已经提供，与物业管理服务相关的经济利益能够流入企业，与物业管理服务相关的成本能够可靠计量时，确认物业管理收入的实现。

通过与同行业公司进行对比，招商物业收入确认原则和方法符合行业惯例。

二、补充披露是否存在因违反或无法满足合同约定事项被业主方扣减服务费的情况发生，若存在请逐笔详细列示说明原因。

报告期内，招商物业存在因违反或无法满足合同约定事项被业主方扣减服务费的情况，扣减服务费合计金额较小，占营业收入的比例极小，具体情况如下：

年度	发生扣减服务费次数	扣减服务费金额 (万元)	占当年营业收入比例	扣减原因
2017 年度	6	10.41	0.0040%	(1) 营销案场月度考核未达标； (2) 项目配备人数与合同不符；
2018 年度	10	14.77	0.0047%	(1) 营销案场月度考核未达标； (2) 保洁验收未达标；
2019 年 1-6	13	5.52	0.0034%	(1) 营销案场月度考核未达标；

月				(2) 人员配备不及时; (3) 考核未达标。
---	--	--	--	----------------------------

三、对物业管理服务收入按不同物业类型、各期终止及新增服务项目、列示报告期内项目数量、面积、单价、收入、毛利率，结合上述数据说明收入、单价变动的原因及合理性。

(一) 住宅类业务各期终止、新增服务项目情况及收入、单价变动情况

住宅类业务报告期各期新增及终止服务项目数量和新增及终止项目对应的面积情况如下：

项目	2016 年 12 月 31 日	2017 年度新增项目	2017 年度终止项目	2017 年 12 月 31 日
项目数量 (个)	175	11	1	185
管理面积 (万 m ²)	3,110.79	432.66	7.18	3,774.67
项目	2017 年 12 月 31 日	2018 年度新增项目	2018 年度终止项目	2018 年 12 月 31 日
项目数量 (个)	185	72	3	254
管理面积 (万 m ²)	3,774.67	844.63	54.63	4,579.19
项目	2018 年 12 月 31 日	2019 年 1-6 月新增项目	2019 年 1-6 月终止项目	2019 年 6 月 30 日
项目数量 (个)	254	23	3	274
管理面积 (万 m ²)	4,579.19	255.06	8.57	5,135.13-

注：影响报告期各期末管理面积变动原因包括：1) 当期新增项目带来的面积增加；2) 当期终止项目带来的面积减少；3) 期初原有项目管理面积在当期发生变动。

住宅类业务报告期各期新增服务项目数量分别为 11 个、72 个和 23 个，新增服务项目管理面积合计为 1,532.35 万平米。报告期内累计新增服务项目管理面积占 2019 年 6 月末管理面积的比例为 29.84%。住宅类业务报告期各期终止服务项目数量分别为 1 个、3 个和 3 个，终止服务项目对应管理面积合计为 70.38 万平米，报告期内累计终止服务项目对应管理面积占 2019 年 6 月末管理面积的比例为 1.37%。住宅类业务新增服务项目数量及面积远高于终止服务项目数量及面积，各期末数量及管理面积规模呈现快速增长趋势，与行业发展趋势一致。

住宅类项目报告期各期收入、单价及毛利率情况如下：

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

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-6 月
收入（万元）	85,669.47	109,285.86	56,897.76
平均单价（元/平方米/月）	3.18	3.45	3.41
毛利率（%）	3.10	4.55	4.61

住宅类业务 2018 年收入较 2017 年增加 2.36 亿元，增幅为 27.57%，2018 年平均单价较 2017 年平均单价增加 0.27 元/平方米/月，增幅为 8.49%，收入及单价变动受当期终止服务项目的影响较小，主要影响因素包括：

（1）当年新增服务项目影响：2018 年新增服务项目在当期产生收入 9,891.16 万元，新增服务项目平均单价为 4.46 元/平方米/月，高于 2017 年平均单价；

（2）前一年度新增服务项目影响：由于各年新增项目为当年全年陆续获得，2017 年新增项目在 2017 年平均服务年限仅半年左右，产生的收入为 8,738.86 万元；而该等项目在 2018 年的服务时间为一整年，因此 2017 年度新增服务项目带来的 2018 年收入金额较上年同期大幅增长。此外，2017 年度新增服务项目平均单价为 4.37 元/平方米/月，高于公司住宅项目平均单价水平，对 2018 年度平均单价提高产生积极影响；

（3）存量项目影响：2018 年期初存量项目增加管理面积、增加服务内容、少量项目提价等因素亦会导致当期收入的增长，增加服务内容及项目提价亦会使得当年平均单价提高。

（二）商业办公类业务各期终止、新增服务项目情况及收入、单价变动情况

商业办公类业务报告期各期新增及终止服务项目数量和新增及终止项目对应的面积情况如下：

项目	2016 年 12 月 31 日	2017 年度新增项目	2017 年度终止项目	2017 年 12 月 31 日
项目数量（个）	91	14	7	98
管理面积（万 m ² ）	628.25	90.11	44.25	695.87
项目	2017 年 12 月 31 日	2018 年度新增项目	2018 年度终止项目	2018 年 12 月 31 日
项目数量（个）	98	31	5	124
管理面积（万 m ² ）	695.87	342.31	40.47	979.96
项目	2018 年 12 月 31 日	2019 年 1-6 月新增项目	2019 年 1-6 月终止项目	2019 年 6 月 30 日

项目数量（个）	124	37	5	156
管理面积（万 m ² ）	979.96	144.52	24.88	1,081.82

自 2016 年启动市场化改革以来，招商物业着重拓展门槛和附加值较高的第三方非住宅项目，报告期内商业办公类业务新增服务项目数量分别为 14 个、31 个和 37 个，新增服务项目管理面积合计为 576.94 万平米，报告期内累计新增服务项目管理面积占 2019 年 6 月末管理面积的比例为 53.33%。商业办公类业务报告期各期终止服务项目数量分别为 7 个、5 个和 5 个，终止服务项目对应管理面积合计为 109.60 万平米，报告期内累计终止服务项目对应管理面积占 2019 年 6 月末管理面积的比例为 10.13%，

商业办公类项目报告期各期收入、单价及毛利率情况如下：

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-6 月
收入（万元）	80,078.97	88,235.62	47,608.57
平均单价（元/平方米/月）	10.35	11.37	10.05
毛利率（%）	6.77	8.14	8.41

商业办公类业务 2018 年收入较 2017 年增加 0.82 亿元，增幅为 10.19%，2018 年平均单价较 2017 年平均单价增加 1.02 元/平方米/月，增幅为 9.86%，主要原因包括：

1、当年新增服务项目影响：2018 年新增服务项目在当期产生收入 6,280.14 万元，新增服务项目平均单价为 12.33 元/平方米/月，高于 2017 年平均单价；

2、前一年度新增服务项目影响：与住宅项目类似，2017 年新增商业办公项目在 2017 年当年平均服务年限半年左右，产生收入约 4,222.28 万元，而上述项目 2018 年服务时限为一整年，对应的 2018 年收入金额同比大幅增长；

3、前一年度及当年终止服务项目影响：2017 年及 2018 年终止服务的项目对 2018 年商业办公类收入产生一定影响；

4、存量项目影响：2018 年期初存量项目增加管理面积、增加服务内容、少量项目提价等因素亦会导致当期收入的增长，增加服务内容及项目提价亦会使得当年平均单价提高。

（三）其他类业务各期终止、新增服务项目情况及收入、单价变动情况

其他类业务报告期各期新增及终止服务项目数量和新增及终止项目对应的面积情况如下：

项目	2016 年 12 月 31 日	2017 年度新增项目	2017 年度终止项目	2017 年 12 月 31 日
项目数量（个）	75	25	7	93
管理面积（万 m ² ）	605.97	487.88	58.78	1,024.92
项目	2017 年 12 月 31 日	2018 年度新增项目	2018 年度终止项目	2018 年 12 月 31 日
项目数量（个）	93	32	17	108
管理面积（万 m ² ）	1,024.92	519.15	170.70	1,354.33
项目	2018 年 12 月 31 日	2019 年 1-6 月新增项目	2019 年 1-6 月终止项目	2019 年 6 月 30 日
项目数量（个）	108	22	12	118
管理面积（万 m ² ）	1,354.33	245.74	451.87	1,075.09

自 2016 年启动市场化改革以来，招商物业着重拓展门槛和附加值较高的第三方非住宅项目，报告期内其他类业务新增服务项目数量分别为 25 个、32 个和 22 个，新增服务项目管理面积合计为 1,252.77 万平米。其他类业务报告期各期终止服务项目数量分别为 7 个、17 个和 12 个，终止服务项目对应管理面积合计为 681.35 万平米，终止服务项目较多的主要原因为招商物业基于自身经营战略，主动退出了部分管理面积大、收入金额小、盈利能力较差的园区类项目。

其他类项目报告期各期收入、单价及毛利率情况如下：

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-6 月
收入（万元）	25,238.87	27,979.17	14,527.07
平均单价（元/平方米/月）	5.17	3.72	3.78
毛利率（%）	6.99	6.14	5.68

其他类业务 2018 年收入较 2017 年增加 0.27 亿元，收入变动幅度较小。2018 年平均单价较 2017 年平均单价降低 1.45 元/平方米/月，降幅为 28.04%，主要原因为 2018 年新增服务项目平均单价为 0.83 元/平方米/月，主要为当年开拓了部分市政项目、物流园项目服务内容较少，单价较低，比如 2018 年度开拓的佛山某大型市政项目管理面积

为 104.50 万平米，平均单价仅为 0.34 元/平方米/月，对当期平均单价具有较大影响。

综上，各类业务报告期内收入及单价变动趋势与终止及新增服务项目变动情况基本一致，具有一定合理性。

四、补充披露报告期各期期后应收款项回款情况，是否符合结算政策，期后回款付款方与对应的具体客户是否一致，报告期是否存在超期未收款等逾期情形，是否存在大额坏账情况，坏账准备计提是否充分。

招商物业报告期内各期应收账款余额截止 2019 年 8 月 31 日的回款情况如下表所示：

单位：万元、%

截止日期	应收账款期末余额	截至 2019 年 8 月 31 日回款金额	回款比例
2017 年 12 月 31 日	20,792.21	20,546.30	98.82
2018 年 12 月 31 日	34,249.73	24,092.16	70.34
2019 年 6 月 30 日	44,845.58	25,439.53	56.73

招商物业 2017 年 12 月 31 日的应收账款余额截至 2019 年 8 月 31 日已回款的比例为 98.82%，尚未收回部分系小业主欠款，较为分散，回收周期一般较长。

招商物业 2018 年 12 月 31 日、2019 年 6 月 30 日的应收账款余额截至 2019 年 8 月 31 日回款的比例分别为 70.34%、56.73%。应收账款余额未全部回款主要原因为：（1）2018 年末收购了浙江润和物业有限公司，该公司接管的物业项目历史欠款催缴难度较大；（2）关联公司物业服务收入未能全部回款；（3）部分项目小业主催收欠款需要较长时间。

报告期内招商物业回款付款方与对应的具体客户不一致的情形较少，各期金额分别为 65.65 万元、19.40 万元和 118.62 万元，占各期营业收入比重极低，不一致的主要原因为：①客户与付款方为关联企业；②客户与付款方签署协议约定由付款方代付款。

招商物业信用期一般为 6 个月以内，报告期内存在与结算政策不一致、超期未收款的情形，应收账款信用期余额具体如下：

单位：万元、%

应收账款期末余额	2019 年 6 月 30 日		2018 年 12 月 31 日		2017 年 12 月 31 日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
六个月内	36,888.30	82.26	27,428.57	80.08	14,917.39	71.75
六个月到 1 年	5,742.58	12.81	3,979.98	11.62	3,960.83	19.05
1 年以上	2,214.70	4.94	2,841.19	8.30	1,913.99	9.21
合计	44,845.58	100.00	34,249.73	100.00	20,792.21	100.00

最近两年一期末，招商物业账龄超过 6 个月的应收账款余额及应收关联方款项如下：

单位：万元，%

账龄	2019 年 6 月 30 日			2018 年 12 月 31 日			2017 年 12 月 31 日		
	账面余额	关联方	占比	账面余额	关联方	占比	账面余额	关联方	占比
六个月到 1 年	5,742.58	4,987.79	86.86	3,979.98	1,187.56	29.84	3,960.83	1,114.82	28.15
1 年以上	2,214.70	1,716.47	77.50	2,841.19	1,533.46	53.97	1,913.99	1,103.62	57.66

注：由于招商物业一部分关联方客户的付款政策为下半年一次性付款，因此截至 2019 年 6 月 30 日会累计一定金额的账龄在 6-12 个月的应收关联方款项。

截至 2019 年 8 月末，应收关联方账款中账龄 1 年以上的款项，除了少量未到期的质保金外均已收回。对于逾期未收回的款项，管理层会根据客户类型、双方合作情况以及历史回款情况综合考虑该部分的预期信用损失。对于集团范围内关联方客户，发生坏账的可能性比较小，报告期末按照 0.1%计提坏账。对于其他企业以及个人业主，逾期应收账款存在无法收回的风险，会按照逾期天数对应不同的预期信用损失率计提坏账准备。截至 2019 年 6 月 30 日的坏账准备金额为 391.63 万元，其中由于 2018 年收购浙江润和物业有限公司而接管的物业项目历史欠款 374.97 万元催缴难度较大，计提坏账准备金额为 240.19 万元。除此之外，招商物业不存在大额坏账情况，坏账准备计提充分。

五、结合重点客户应收账款回款时点变化、账期变动情况、同行业公司情况等，量化分析并补充披露报告期内标的资产应收账款周转率变动原因及合理性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

招商物业最主要的客户是关联方招商局集团及其下属子公司，最近一期前十大关联方核心客户结算方式及变动情况如下：

客户名称	结算方式	变动情况
------	------	------

深圳招商房地产有限公司	季结	没有变化
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	季结	没有变化
武汉新得房地产开发有限公司	月结	没有变化
招商银行股份有限公司	月结	没有变化
广州招商房地产有限公司	月结	没有变化
深圳坪山招商房地产有限公司	月结	没有变化
天骄（广州）房地产开发有限公司	月结	没有变化
招商局集团（香港）有限公司	月结	没有变化
广州新合房地产有限责任公司	月结	没有变化
河南天地新居置业有限公司	月结	没有变化

报告期内，上述重点客户的结算方式未发生变化。受招商蛇口内部资金统筹调配的需要及付款流程调整的影响，关联方付款速度有所放缓，2018 年度及 2019 年上半年招商物业应收招商蛇口等关联方的物业服务收入的回款进度有所放缓。

招商物业最近两年及一期应收账款周转率分别为 13.39 次/年、11.44 次/年、8.22 次/年，呈现逐年下降趋势，主要系应收转款逐年增加所致。最近两年及一期末应收账款余额分别为 2.07 亿元、3.40 亿元和 4.17 亿元，增幅分别为 16%、64%、23%。应收账款周转率降低主要受应收关联方物业服务收入回款速度变慢的影响，2018 年末应收招商蛇口等关联方余额较 2017 年末增加 9,790 万元，2019 年 6 月末应收关联方余额较 2018 年末增加 6,708 万元。

2019 年下半年，招商物业逐步收回应收招商蛇口等关联方的款项，截至 2019 年 8 月 31 日，应收关联方款项大部分已经收回，其中账龄一年以上的应收关联方款项除了少量未到期的质保金外，已经全部收回。同时，未来招商物业亦将严格实施相关应收账款管理规定及信用政策，与招商蛇口及其他关联方及时结算应收款项。

主营业务为物业管理的同行业 A 股上市公司为南都物业、中航善达，由于中航善达尚有房地产开发业务，为了增强数据可比性，选取其物业管理板块的子公司中航物业作为对比，具体情况如下：

单位：万元

项目	南都物业	中航物业
----	------	------

	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年
1 年以内	19,178.85	13,365.44	52,726.52	40,878.01
1-2 年	1,763.77	748.38	1,450.72	711.89
2-3 年	236.79	49.86	517.17	96.24
3 年以上	20.37	9.95	586.64	246.19
合计	21,199.78	14,173.63	55,281.05	41,932.33

单位：次/年

项目	南都物业		中航物业	
	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年
应收账款周转率	5.99	6.84	13.69	15.77

南都物业最近两年末应收账款余额分别为 14,173.63 万元、21,199.78 万元，2018 年末较 2017 年末大幅增长，绝大部分账龄为 1 年以内，最近两年应收账款周转率分别为 6.84 次/年、5.99 次/年。中航物业最近两年末应收账款余额不断增长，分别为 41,932.33 万元、55,281.05 万元，应收账款持续增长，绝大部分账龄为 1 年以内。最近两年应收账款周转率分别为 15.77 次/年、13.69 次/年。最近两年南都物业和中航物业应收账款周转率均呈现下降趋势。

招商物业最近两年应收账款周转率变动趋势与同行业上市公司一致。

六、补充披露现金收款的金额、比例及核查过程，是否存在频繁发生与业务不相关或交易价格明显异常的大额资金流动、是否存在无业务背景转移资金。

（一）报告期内招商物业现金收款情况

报告期内，招商物业现金收款主要系物业管理服务的销售收款，报告期内该部分现金收款金额分别为 7,522.28 万元、7,304.54 万元及 3,496.88 万元，占当期营业收入的比例分别为 2.91%、2.33%及 2.17%。随着微信、支付宝等收款方式的运用，现金收款呈现逐年小幅下降趋势。

（二）现金收款的业务流程：

招商物业制定了现金收款管理制度，包括出纳业务管理、授权及审核批准制度等，具体业务流程如下：

1、业务人员在收费系统中录入物业信息及业主信息、联系方式、收费单价、收费面积、建筑面积、收费户数、结算周期、结算方式等信息，项目主管及财务部主管会计对录入信息进行审核。

2、项目财务文员根据收费系统显示的应收款项向客户收款。收到业主缴纳的物业费时，向业主开具一式两联收据或发票，分别由业主持有、公司财务存档。非经营性收款如装修保证金等开具收据，经营性款项开具发票，收据和发票均需到公司财务部领取和核销。

3、项目财务文员负责项目收款工作，项目前台服务人员、停车场收费人员、会所服务员等其他岗位收费管理员收款后当天向项目财务文员交款。其他岗位收费管理员交接班时必须全额移交所收款项并由接班人于当天汇总交款。原则上每天的现金收款均要由财务文员当天及时缴存公司银行账户，个别位置偏远且附近没有银行网点的项目缴存时间可适度放宽，可设置投递式保险柜，保险柜钥匙由项目财务文员保管，但不能超过规定限额且至少每周缴存一次。

4、财务文员每周均须回公司财务部交账，将项目收款汇总表、收款凭据、发票、银行水单等单据一并交由主管会计和出纳人员审核，核对无误的进行签字确认并作为账务处理的依据。

5、财务部主管会计每月对项目收款情况进行检查。

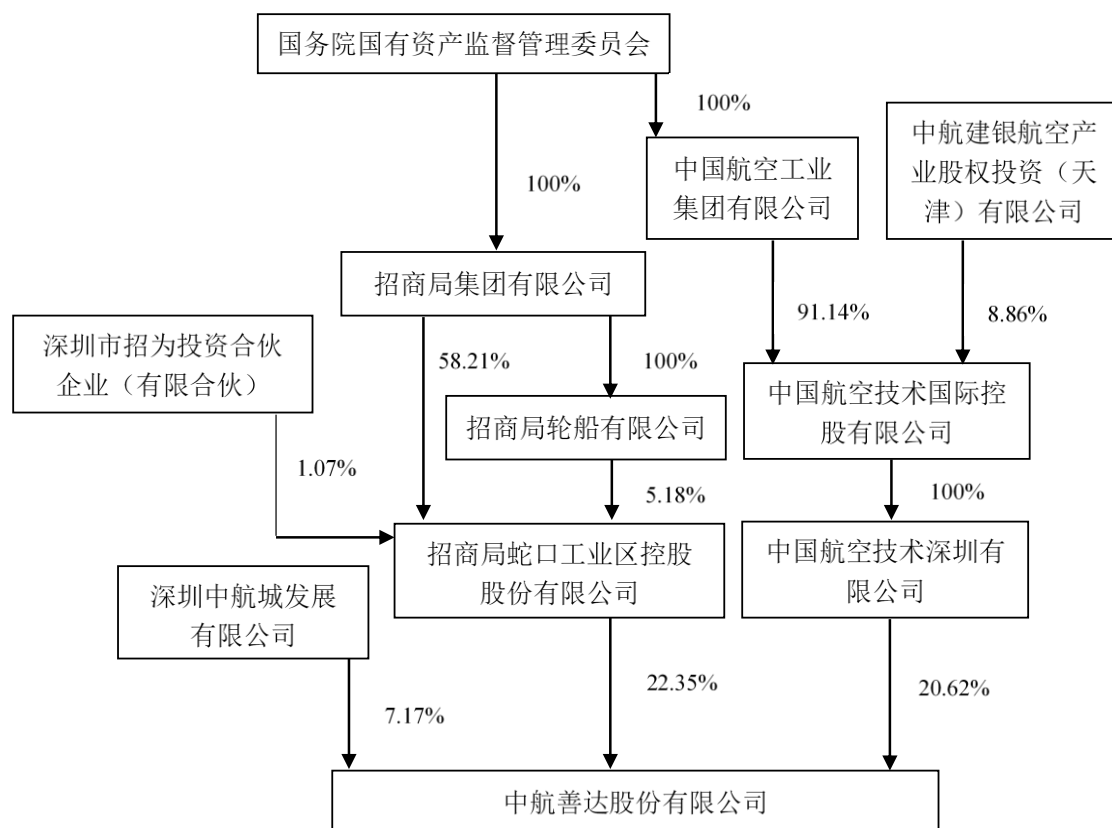
（三）中介机构的核查情况

1、独立财务顾问和会计师取得招商物业现金收款管理制度，包括出纳业务管理、授权及审核批准制度等方面内控制度及其他与现金收款有关的描述性文件；2、独立财务顾问和会计师获取现金收款台账、明细账、现金收款单据、合同等资料，将现金收款台账、明细账进行核对，检查大额现金收款的相关单据，核对付款人、付款事由、付款金额等信息，核实现金收款是否与公司生产经营业务有关、账务处理是否正确等。

针对招商物业的现金收款情况，独立财务顾问和会计师执行了相关的核查程序。独立财务顾问和会计师认为报告期内招商物业现金收款管理制度健全并得到有效执行，内控体系未发现重大缺陷，未发现存在频繁发生与业务不相关或交易价格明显异常的大额资金流动，未发现存在无业务背景转移资金情况。

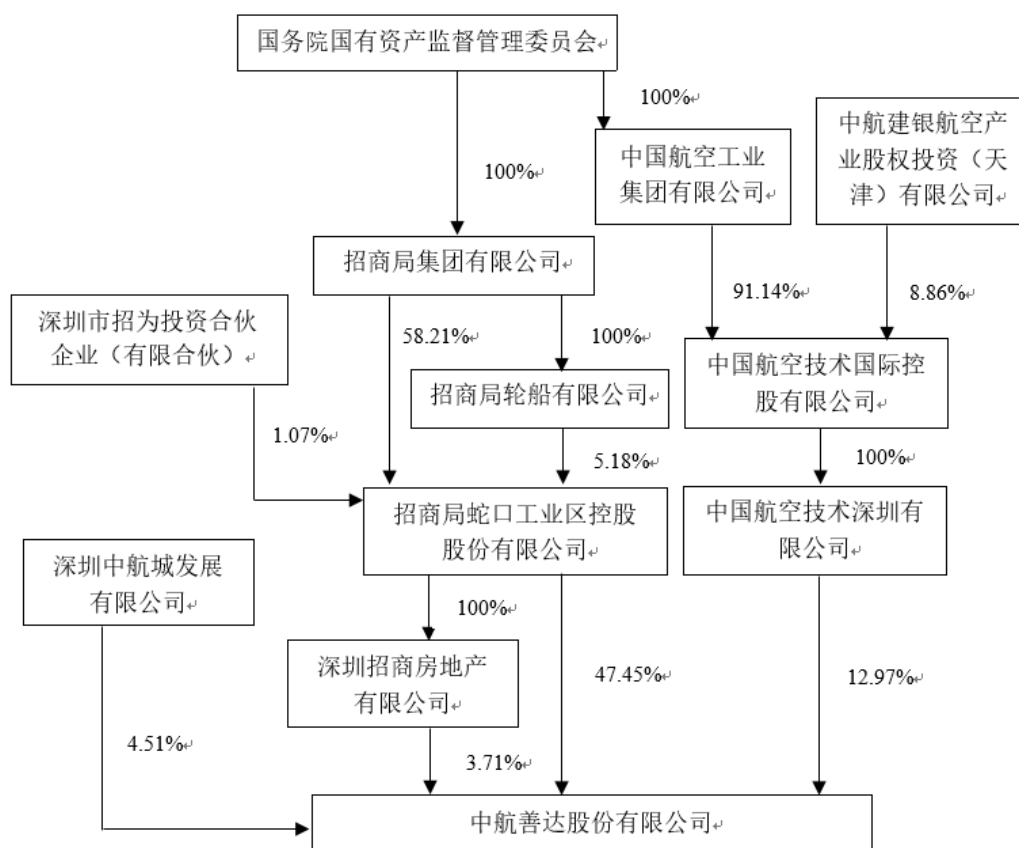
七、补充披露交易前后上市公司产权控制关系结构图

交易完成前，上市公司产权控制关系结构图如下：



注：招商蛇口股权结构系根据该公司 2019 年半年报整理。

交易完成后，上市公司产权控制关系结构图如下：



注：根据 2019 年 10 月 8 日中国航空技术深圳有限公司作为信息披露义务人披露的《简式权益变动报告书》，中国航空技术国际控股有限公司拟吸收合并中航善达第二大股东中国航空技术深圳有限公司，吸收合并实施完成后中国航空技术深圳有限公司所持有的中航善达股权将由中国航空技术国际控股有限公司直接持有。

八、补充披露情况

以上内容已在《重组报告书》“第四章/十六、会计政策及相关会计处理”、“第四章/七/（四）业务发展情况”、“第九章/四/（一）拟购买资产的财务状况”、“第一章/五/（一）本次交易对上市公司股权结构的影响”、“第五章/二、本次交易前后上市公司股权结构变化”中对上述事项进行了补充披露。

九、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、招商物业各业务类型下收入确认方法等符合企业会计准则的规定，与同行业公司进行比较，符合行业惯例；

2、报告期内，招商物业存在因违反或无法满足合同约定事项被业主方扣减服务费

的情况，扣减服务费合计金额较小，占营业收入的比例极小；

3、通过对报告期内项目数量、面积、单价、收入、毛利率进行分析，招商物业物业管理服务收入中不同物业类型的收入、单价的变动合理；

4、招商物业期后回款付款方与对应的具体客户存在极少量不一致的情形，主要为关联企业代付或根据协议约定由付款方代付，报告期内存在超期未收款等逾期情形，主要系应收关联方款项未收回，截至 2019 年 8 月 31 日，应收关联方款项大部分已经收回。招商物业除由于收购浙江润和物业有限公司导致计提坏账准备 240.19 万元外，不存在大额坏账情况，坏账准备计提充分；

5、报告期内招商物业应收账款增幅较大导致应收账款周转率降低，其变动具备合理性；

6、招商物业现金收款主要系物业管理服务的销售收款，报告期内招商物业现金收款管理制度健全并得到有效执行，内控体系未发现重大缺陷。报告期内不存在频繁发生与业务不相关或交易价格明显异常的大额资金流动、不存在无业务背景转移资金的情形。

（本页无正文，为《中国国际金融股份有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>之反馈意见回复》之签章页）

法定代表人（或授权代表）： _____

沈如军

独立财务顾问主办人：

余子宜

陈 枫

中国国际金融股份有限公司

2019年10月14日