（上接B35版）

（三）评估基准日

本项目评估基准日是2011年7月31日。

（四）评估方法

企业价值评估方法主要有资产基础法、收益法和市场法。

企业价值评估中的资产基础法也称成本法，是指在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估思路。

企业价值评估中的收益法，是指通过将被评估单位预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估思路。收益法是从企业获利能力的角度衡量企业的价值，建立在经济学的预期效用理论基础上。

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与参考企业，在市场上已有交易案例的企业、股东权益、证券等权益性资产进行比较以确定评估对象价值的评估思路。市场法中常用的两种方法是参考企业比较法和并购案例比较法。

根据委托评估目的，被评估企业的实际情况、评估方法的适用条件，本次对国地置业股东全部权益价值选择收益法和资产基础法分别进行评估。

两种评估方法的结果很接近，但综合考虑两种方法结果的合理性后，确定采用成本法的结果作为报告的评估结论。

收益法和资产基础法（成本法）是从不同操作技术途径来确定持续经营企业股权价值的评估方法，也是现行企业价值评估业务中评估准则要求采用的评估方法。但评估准则规定，采用两种或以上评估方法得出的评估结果，只能选择其中一种方法的结果来作为评估报告的定价。本次重组的交易标的所采用的两种评估方法的结果虽然很接近，但评估师认为：成本法在对企业主要资产定价的分析测算过程中，考虑的参数和影响因素相比之下更全面和具体，而且从各类资产的评估过程到得出的评估结论更容易被报告的使用者理解，因此经权衡后，最终选择成本法的结果作为评估报告的结论。

收益法和资产基础法（成本法）是从不同操作技术途径来确定持续经营企业股权价值的评估方法，也是现行企业价值评估业务中评估准则要求采用的评估方法。但评估准则规定，采用两种或以上评估方法得出的评估结果，只能选择其中一种方法的结果来作为评估报告的定价。本次重组的交易标的所采用的两种评估方法的结果虽然很接近，但评估师认为：成本法在对企业主要资产定价的分析测算过程中，考虑的参数和影响因素相比之下更全面和具体，而且从各类资产的评估过程到得出的评估结论更容易被报告的使用者理解，因此经权衡后，最终选择成本法的结果作为评估报告的结论。

从资产评估技术角度，资产基础法（即成本法）在确定企业股权价值时，是采用把企业在基准日的所有资产分别评估加和减去企业在基准日的全部负债而得到企业的股权价值。采用资产基础法（即成本法）评估企业各分类资产时，仍然存在对具体资产可能采用收益法、市场法或成本法（对具体资产的成本法是指从重新购建具体资产所需正常成本为评估的出发点），但不论具体资产采用何种方法，最终企业股权价值的结论（报告结论）如果是全部资产评估值加和减全部负债，则评估结论则定义为资产基础法（即成本法）的评估结论。

根据《企业价值评估指导意见（试行）》第二十四条规定：企业价值评估中的成本法也称资产基础法，是指在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估思路。

同时根据《企业价值评估指导意见（试行）》第三十六条规定，注册资产评估师运用成本法进行企业价值评估，各项资产的价值应当根据其具体情况选用适当的具体评估方法得出。

所以采用资产基础法（即成本法）评估企业各分类资产时，仍然存在对具体资产可能采用收益法。

（五）主要资产的评估过程

评估范围内的流动资产，包括货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货及其他流动资产。非流动资产包括：长期投资、设备类资产、无形资产——合同权益和通延所得税资产，以下主要对国地置业主要资产评估过程进行说明。

1、存货

本次评估的存货，是国地置业依法取得成都市龙泉区内有关土地一级开发项目的主体资格后，发生于有关土地整理项目的土地整理成本，账面价值为444,520,214.44元。

国地置业在评估基准日的存货账面价值44,452.02万元，是其取得成都龙泉区内约7平方公里土地一级开发整理主体资格后，发生于目标项目控制区范围内的“失鹅湖片区”的土地整理成本。有关存货账面价值及评估价值的构成情况为：

A、征地拆迁安置成本，1,364,22万元，评估价值为1,763.26万元；

B、基础设施建设（失“通一平”）成本，4,136.78万元，评估价值为5,346.79万元；

C、项目拟建配套公益设施购地款，37,716.17万元，评估价值为48,748.15万元；

D、有关工程的前期费用，1,234.85万元，评估价值为1,596.05万元。

以上A、B、D项，是发生于2011年初至评估基准日的有关土地开发整理成本；在评估实际操作中，考虑到政府在评估基准日前已对企业的存货（基准日前发生于目标项目的土地整理成本，其包括以上所述的购地成本和六通一平等开发成本，即上述A、B、C、D四部分）进行了部分资收益的确认，其金额为9,183.13万元。而且该投资收益企业在基准日前也已经调整入账（确认了企计意义上的“收入”，应收账款和应交税金中的申报明细表已反映），因此，为避免资产评估价值的重、漏，在评估存货时计算公式如下：

存货评估评估值=存货账面价值×［39%×（0-25%）×1］-［基准日企业与政府已结算并确认收入的投资收益×（0-25%）］

上式中：25%为企业适用的所得税率；39%为有关项目（失“通一平”）成本利润率。

上式中企业与政府已结算并确认收入的投资收益为91,831,322.56元，存货的账面价值为444,520,214.44元（包括以上所述的存货A、B、C、D四个构成部分），将这两个参数代入上面的计算公式则可计算得出存货的评估值为505,668,898.08元。

评估结果较其账面价值增值61,148,683.64元，增值率13.76%。评估增值的主要原因，是国地置业与龙泉区政府对基准日前发生的土地整理成本进行了部分投资收益的结算确认的。

第C项，购地款37,716.17万元的背景情况为：

国地置业按有关土地整理项目的原合同实施期间（在“政府发［2007］64号”文下发前），在其整理的“失鹅湖片区”内，通过公开竞买方式购得拆迁宅用地212.14亩，当时的购地理念：是拟通过自己投资修建小学、中学、医院和五星级酒店等配套设施后，使片区土地整理区域的投资环境、提升片区土地附加值；二是拟成为拥有其物业产权的“城市运营商”，从而拓宽企业的经营范围。2007年9月29日，成都市政府下发了《关于鹅毁引进和规范社会资金进行一级土地整理意见的通知》（政府发［2007］64号）文件，其明确规定：“纳入一级土地整理范围的市政基础设施、城市公共公益配套设施，建成后移交政府，产权无偿归政府所有”。根据该文件，国地置业所购的非住宅土地已不能按原设想实施。后经与龙泉区政府协商，同意将上述购买土地的投资37,716.17万元，作为国地置业土地整理控制区范围内的配套公益设施建设成本，按《协议三》的约定与龙泉区政府结算其投资成本和相应的投资回报。根据《协议三》的约定：土地整理项目前期费用、征地拆迁、安置补偿、市政基础设施配套项目、公益配套设施项目的投资计入土地整理成本，以每个财务年度内（公历7月1日至12月31日）实际发生的土地整理项目投资额为基数（即除国地置业已收到的上年度土地整理成本），按照39%的固定回报率作为国地置业的合理投资回报，龙泉区政府将不再向国地置业另行支付融资成本和管理费用。如果由于国地置业原因未按《协议三》约定的建设项目内容、工程周期完成，则将所涉项目的投资年固定回报率降至25%。

同时，根据64号文的规定，公益配套设施建成后，需要移交给政府，产权无偿归政府所有，所以政府需要返还这部分购买土地使用权的成本；根据《协议三》，公益配套设施的结算方式，以项目周期为结算周期，所以会存在代垫成本作为累计结算基数的情况，由于代垫的土地成本较高，项目周期大于1年，资金积压较大，资金成本较高，以此为累计结算基数是合理的。

国地置业在评估基准日的存货构成中主要包括4宗土地，下表为4宗土地的详细信息：

单位：元

序号	地块明细	土地证		数量（亩）	取得成本	评估值
1	拟建公益配套小学购地款	龙国用（2010）第118931号		40	54,003,253.60	69,799,210.00
2	拟建公益配套中学购地款	龙国用（2010）第114267号		50	67,497,942.93	87,241,090.00
3	拟建公益配套医院购地款	龙国用（2010）第12035号		50	98,548,045.72	127,373,350.00
4	拟建公益配套酒店购地款	龙国用（2011）第1246号		72.14	157,112,430.46	203,067,820.00

对于地块4，龙龙国用（2011）第1246号所对应的地块的一部分，该地块由A、B地块组成，A、B地块合计199,124亩，其中面积为72,14亩的B地块涉及五星级酒店、企业总部基地及配套设施项目，该地块已由国地置业于2011年1月出资投入百城投资，并于2011年3月将百城投资100%股权转让给大地房地产。地块4对应其中的B地块，根据国地置业与龙泉区政府签署的土地整理协议的相关约定，国地置业仍需对B地块范围内五星级酒店及企业总部基地配套设施承担建设责任，且建设完成后相关土地使用权和地上建筑物均需移交龙泉区人民政府，因此，在目前已投入百城投资的土地无法分割并办理土地使用权转让手续的情况下，国地置业已向百城投资支付土地款1.5亿元，该地块由百城投资代持，国地置业实际投资建设，待完成在该地块项目的工程建设后，百城投资将封闭国地置业移交该项目。

经评估人员核实，已发生的土地整理成本的价值，是通过《成都市龙泉驿区土地整理项目合同书之补充协议》来实现的。而且，在评估基准日前，企业与龙泉区政府对其存货进行了部分投资收益的结算（未付款），并确认了相应营业收入。鉴于以上情况，为避免资产评估值重复和遗漏，本次根据有关项目《补充协议”、已结算的投资收益清单，按下式计算存货的评估值：

评估值=存货账面价值×［39%×（0-25%）×1］-［基准日企业与政府已结算并确认收入的投资收益×（0-25%）］

上式中：25%为企业适用的所得税率；39%为有关项目《补充协议”定义的投入成本回报率。

基准日企业与龙泉区政府已结算并确认收入的投资收益的金额为91,831,322.56元，2011年企业对基准前已发生的整理成本与政府已确认了部分投资收益的金额为91,831,322.56元，在基准日其收入已在应收账款中反映，相应的应交所得税已在应交税金中反映。

根据以上方法，评估得存货的评估值为505,668,898.08元。

评估结果较其账面价值增值61,148,683.64元，增值率13.76%。评估增值的主要原因，是国地置业与龙泉区政府对基准日前发生的土地整理成本进行了部分投资收益的结算确认的。

2、长期投资

长期投资主要是国地置业对下属公司的长期股权投资，包括对全资子公司、控股子公司和参股公司的投资。

由于此次企业价值收益法评估中，是按母公司、全资子公司的合并报表方式进行评估的，因此，在评估长期投资价值时，本次对全资子公司“成都中永兴”采用资产基础法进行整体评估，以评估确定的净资产乘以股权比例，计算该项长期投资的评估值。

对在评估基准日前已转让的长期投资股权——世茂投资和世茂置业，评估人员对有关股权转让合同的约定条款、合同价款的支付和回收、股权过户等情况进行了清查核实。由于企业对未收回的合同价款所对应的股权还没有过户手续让方，考虑到有关交易事项企业在收回合同价款的余额时，存在一定的不确性，故对基准日前已转让的长期投资股权，以核实后的账面值作为评估值。

根据以上方法，评估得长期投资的评估值为256,641,791.63元。评估结果与其账面值比较减值13,560.48元、减值率0.01%。减值的主要原因是全资子公司“成都中永兴”因目前仅有支出而无经营业务入，对其整体评估后其净资产有一定减值造成的。

3、固定资产

评估范围的设备类资产包括车辆和办公用电子设备。本次主要采用成本法进行评估。基本评估公式为：评估值=重置全价×成新率。

根据以上方法，清查评估后得出设备类资产的评估结果为：

设备类资产账面原值2,512,214.73元、账面净值1,611,270.47元；评估原值2,136,280.00元、评估净值1,813,100.00元；原值评估减值375,934.73元、减值率14.96%；净值评估增值201,829.53元、增值率12.53%。评估结果分类汇总详见下表：

设备类资产评估汇总表（单位：元）

分类名称	账面价值		评估价值		增值率%	
	原值	净值	原值	净值	原值	净值
合计	2,512,214.73	1,611,270.47	2,136,280.00	1,813,100.00	-14.96	12.53
车辆	1,861,443.73	1,314,031.52	1,631,300.00	1,440,610.00	-12.36	9.63
电子设备	650,771.00	297,238.95	504,980.00	372,490.00	-22.40	25.32

4、无形资产——合同权益

①本次对无形资产——合同权益的价值，采用收益法评估。对该项合同权益资产采用收益法评估的依据：一是遵循现行的有关资产评估准则；二是根据其合同权益资产的价值实现途径、合理价值的构成要素及其影响因素。在不具备市场法评估条件、成本法不适用评估该类资产价值、动态下的假设开发法适价技术思路与收益法相近的情况下，收益法评估其合同权益的价值，是较恰当的评估方法。即：该项合同权益资产的公允价值，应不低于其合同项目未来可实现的净收益现值。

具体评估思路为：通过预测企业与龙泉区政府签订的《成都市龙泉驿区土地整理项目合同书》及《成都市龙泉驿区土地整理项目合同书之补充协议》所涉及的土地整理项目未来各年可实现的净收益，采用适当的折现率折现求和得出评估值。评估的基本公式为：

式中：

P——合同权益的评估值

Ri——合同项目实施过程中第 i 年的净收益

i——合同项目工期内的预测年

r——合同项目净收益适用的折现率

n——合同项目计划工期

m——评估基准日至当年年末的月数/12（年）

本报告资产基础法评估中，在评估合同权益资产的价值时，确定折现率为23.49%，是遵循无形资产收益法评估目前业内通行的折现率定量分析模式计算确定，即：

折现率（r）=权益资本报酬率（Ke）+无形资产风险溢价系数（Rw）

②Ke 的确定

权益资本报酬率Ke本次确定为15.27%。是采用国际市场通用的资本资产定价模型（CAPM）计算确定的。该定价模型是通过比较一个项目或行业的投资回报率与投资于整个证券市场的回报率来确定投资于某项目或行业应该获得的投资收益率，其主要由无风险报酬率和风险报酬率组成。基本计算公式为：

Ke=Rf+βL×RPm+Rc

Rf：无风险报酬率

从沪、深两市选择自评估基准日至国债到期日剩余期限超过10年期的国债并计算其到期收益率，然后取所选定的国债到期收益率的平均值作为无风险报酬率。经计算，无风险报酬率Rf=3.87%。

βL：权益系统风险系数

通过查阅可比上市公司的有财务杠杆风险系数，根据各对应上市公司的资本结构将其还原为无财务杠杆风险系数βu。

本次选取中天城投、绵世股份、中南建设、云南城投、天房发展、城投控股上市公司作为可比上市公司，通过《wind”证券投资分析系统，分别查询上述公司截止2011年7月31日的有财务杠杆的βL及其他相关参数如下表：

名称	有息负债D	权益E	资本结构（D/E）	税率%	βl	βu
中天城投	119755.87	1483693.17	0.0807	25	1.2803	1.2072
绵世股份	0.00	338860.78	0.0000	25	0.8868	0.8868
中南建设	90000.00	729680.43	0.1233	25	1.5368	1.4067
云南城投	630260.00	791350.60	0.7964	25	0.9432	0.5905
天房发展	153039.20	588232.40	0.2602	25	1.0481	0.8770
城投控股	334463.39	1571830.78	0.2128	22	1.2201	1.0464
平均	221253.08	917274.69	0.2456		1.15255	1.0024

根据上表类似上市公司目前经营中的有息债务平均情况求取企业的目标资本结构D/E为0.2456，由此计算出企业的贝塔。

βl=［1+（1-T）×D/E］×βU

公式中：D/E为类似上市公司债务与股权比率；其中D为长、短期借款；E为股东全部权益价值。

βu取上表中的平均值1.0024，则：

βl=［1+（1-T）×D/E］×βU

=［1+（1-25%）×0.2456］×1.0024

=1.187

RPm：市场风险溢价

市场风险溢价，是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率。

计算公式为：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：

成熟股票市场的基本补偿额取1928-2010年美国股票与国债的算术平均收益差6.03%；国家风险补偿额取1.05%。则：

RPm=6.03%+1.05%

=7.08%

Rc：企业特定风险调整系数

对于合同项目开发主体的企业而言，在投资实施合同项目的过程中，其面临的主要风险来之于两方面，一是世界金融危机、国际经济动荡、发达国家经济增速放缓或出现负增长，导致投资市场风险较大；二是企业本身规模不大，在履行合同中应对突发事件的技术经济实力相对较弱，以及政府对土地整理的法规也在不断完善等因素，由此可能造成对目标项目合同收益带来影响的风险。根据以上因素，经综合考虑后，取企业特定风险调整系数Rc=3.0%

根据以上分析，得权益资本报酬率为：

Ke=Rf+βL×RPm+Rc

=3.87%+1.187×7.08%+3.0%

=15.27%

③Rw 的确定

无形资产风险溢价系数Rw本次确定为8.22%，是考虑合同权益的价值实现过程中受其合同项目存在的风险因素的影响，投资者要求获得的相对公平的风险补偿。在确定风险溢价系数时，主要从合同项目存在的风险特征为出发点，将其风险溢价系数分为“项目实施过程风险”、“项目投资预算风险”、“项目合同履约风险”三大类，并遵循目前业内定量分析无形资产风险溢价系数的操作惯例，将以上分类风险系数的取值范围确定在0—5%之间来进行分析计算。

1）项目实施过程风险：主要包括目标项目实施所具备的法律法规条件、项目融资能力及《地拆迁安置”工程实施过程中对有关法规政策的把控能力以及可能遇到象“钉子户”等这类疑难问题等因素，对项目既定投资计划的影响所引起风险；

2）项目投资预算风险：根据《补充协议”，其目标项目的投资收益是以投入的直接成本和专业费用作为计算基础，按固定回报率计算投资收益的。而投入的直接成本和专业费用需经完工时的专业机构审计后来确定。由于投资预算与未来实际发生本身就存在一定差异，加之目标项目所涉及约2万人的安置、约350万平方米的地面建筑物拆迁、多家乡镇企业和514军工厂的动迁及国有土地回购等复杂工程的投资预算，其存在有关原始依据、技术资料详细程度和完整性的欠缺等原能，因此，评估人员认为，投资预算因素存在对合同项目收益造成直接影响的风险。经对企业提供的有关项目投资预算资料分析，对投资预算风险细分为：失地农民安置补偿预算、地面建筑物拆迁补偿预算、企业动迁预算和配套公益设施预算。

3）项目合同履约风险，主要考虑合同权利义务主体，一是企业因自身管理成其他原因，导致不能按时完工，从而不仅影响项目收益的如期实现，而且根据《补充协议”约定：如因企业原因造成不能按事先既定计划完工，则合同固定收益率只能按25%计算；二是出资人（政府）由于某种原因不能按约支付项目款，导致项目资金短缺而影响投资计划的正常实施，并最终影响合同收益的风险。

根据以上分析，结合评估人员查询了解的情况和获取的有关评估资料等，作出对以上分类风险的定量评价如下表。

无形资产——合同权益风险溢价系数评定表

风险分类分项		分类分项权重		综合评分	分项风险值	分类风险系数
a.实施过程风险	法律法规条件	1.0	0.1	20.0	2.0	
	拆迁安置补偿		0.8	58.0	46.4	
	项目融资能力		0.1	30.0	3.0	
	a.分类风险分值		1.0		51.4	2.57%
b.投资预算风险	被征用土地人员安置预算	1.0	0.3	80.0	24.0	
	地面建筑物及附着物拆迁预算		0.1	120.0	12.0	
	企业动迁及回有土地回购预算		0.3	150.0	45.0	
	配套公益设施预算		0.3	40.0	12.0	
	b.分类风险分值		1.0		93.0	4.65%
c.合同履约风险	企业因素	1.0	0.6	20.0	12.0	
	政府因素		0.4	20.0	8.0	
	c.分类风险分值		1.0		20.0	1.00%
合计					8.22%	

上表中，分类溢价风险系数=0%+（5%-0%）×分类风险值

则，确定无形资产风险溢价系数为：

Rw=2.57%+4.65%+1.00%

=8.22%

●折现率

r=Ke+Rw

=15.27%+8.22%

=23.49%

本次合同权益评估，遵循的是《权责发生制”，以合同项目未来可实现的净收益折现求和得出其评估价值。由于合同收益的实现并非现金流的实际取得，因此，在折现率的分析计算中较系统、全面地考虑了合同项目的风险因素，故折现率取值较大。

影响《评估报告》评估结论较大的其他重要评估参数，主要是确定合同权益价值的有关参数，如收益额和收益实现期。这些评估参数确定的依据，分别为土地整理项目的合同及其补充协议、国地置业提供的经龙泉区政府基本认同的土地整理项目投资预算和实施计划。

国地置业土地整理范围包括天鹅湖片区项目4584亩（包括青台山片区）、十陵片区项目6255亩。

根据《协议二》，十陵片区土地整理预计期限为3-5年；根据《协议三》，天鹅湖片区项目整理期限为5年。前述项目起算时间都是2010年12月31日。

根据中企华出具的资产评估报告，其评估依据主要包括国地置业与政府签署的一级土地开发协议以及土地整理“天鹅湖项目”、4.17项目”（十陵片区项目）可研报告，“天鹅湖项目”、4.17项目”（十陵片区项目）开发整理成本投资预算、项目投资计划等。

资产评估过程中，中企华评估师按照天鹅湖片区整理期限5年完成进行估值，与龙泉驿区政府确认的投资计划保持一致；十陵片区，按照8年完成进行估值的原因是：①《协议二》签订后国地置业公司进一步组织摸底核查，考虑到该片区规模较大、拆迁难度大、安居工程建设周期较长，涉及部分企业调迁、新建选址等因素，应为土地整理预留合理的投资期限。基于此，结合天鹅湖片区及龙泉驿区其他项目土地整理的经验，国地置业确定该区域土地整理期限为9年；②十陵片区需整理土地约4.17平方公里（约地6255亩），天鹅湖片区剩余需整理土地约2984亩。根据《土地整理合同书》约定，龙泉驿区政府每年安排天鹅湖片区和十陵片区出让不少于800亩土地，综合考虑到土地出让计划以及政府支付土地整理回报的资金来源问题，综合按照8年时间完成十陵土地整理项目较为稳妥可行；③因地置业聘请的专业咨询机构就天鹅湖项目、十陵片区项目编制项目可研分析报告，综合考虑征地速度、拆迁安置难度、项目报建手续、片区成熟程度、政府资金来源等因素，认为天鹅湖片区按照5年完成后续土地整理工作、十陵片区按照8年完成土地整理工作的安排是必要和可行的。由于评估基准日是2011年7月31日，评估年限按照整个项目的开发周期（包括天鹅湖片区及十陵片区）为9.49年。

土地整理项目的合同及其补充协议，均为龙泉驿区政府与国地置业签订的，同时经过区人大常委的确认，因此其合同行为和约定条款，具有法定效力。

由于土地一级开发整理工程地域性强，而且受具体项目整理控制区范围的自然条件、规划、拆迁地面附着物类型、数量、分布，持有者主体等具体情况的影响，因此，此类开发整理工程的投资指标的可比性差，故本次在确定合理权益收益额的计算基础时，主要依据负责《地拆迁安置”工程的政府部门编制的投资预算、企业组织专业技术人员编制的基础设施和配套公益设施的投资预算。

土地整理项目实施计划，是企业根据项目合同约定、项目投资规模、自身融资能力、区域发展规划等因素，综合考虑后制定的，并得到了当地政府的基本认同。因此，土地整理项目实施计划是本次确定合同权益未来各年收益额的重要依据。

②拾河项目控制区范围：“失鹅湖项目”包括天鹅湖的南片区、北片区（约2.83平公里）及青台山（处于“失鹅湖项目”的南延线上，约612亩土地）；4.17项目（指十陵片区项目）”整理面积4.17Km2，位于龙泉区管辖的成都市东三环外侧的十陵片区。

③项目整理内容：按规定程序对整理控制范围内的土地实施成片开发整理并达到出让条件，其包括《地拆迁安置”、地上及地下市政基础设施（即《六通一平”）的建设和配套公益设施的建设（即：社区幼儿园、小学、中学、体育及文化设施、派出所、菜市场、街道办事处、公共停车场、五星级酒店、总部办公大楼等）。

④项目的投资回报：由原合同《土地出让收益分成模式”，调整为以土地整理发生的投资成本为基础，按固报率39%核算土地整理的投资收益。每年投资回报计算公式为：

当年投资回报=（本支付的年初土地整理成本余额+当年实际投入的土地整理成本）×39%

土地整理成本包括：《地拆迁安置”成本（含征地的有关税费）、《六通一平”工程费用、配套公益设施建设成本和有关前期费用（即《勘察设计、工程招标、工程监理、工程审计等专业费用）。

⑤其他约定：

政府对土地整理企业投入的《地拆迁安置”成本、《六通一平”工程费用和有关前期费用的投入，原则上根据当年各季度的实际投资额（以专项审计数据为准），按季度结算并支付有关整理成本及对应的投资回报；对土地整理企业发生的配套公益设施建设成本，在各单项工程竣工验收并经专业机构审计后支付，对配套公益设施建设成本应计的投资回报，原则上根据当年各季度审计确认的实际投资额结算并支付相应的投资回报；对国地置业根据原合同发生于2010年12月31日以前的土地整理成本，凡已经按原合同办理结算的部分，龙泉区政府继续按原合同履行；未办理结算的部分，以及按原合同发生于2010年12月31日以后的土地整理成本，按《补充协议”的有关条款，结算其土地整理成本和相应的投资回报。

如果由于国地置业原因未按协议约定的建设项目内容、工程周期完成，则将所涉项目的投资年固定回报率降至25%。

⑥拾河项目的管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前保持一致。

②企业所处的社会经济环境及所执行的税赋、税率、及会计政策与核算方法等政策无重大变化。

③拾河范围涉及的土地整理项目，已取得有批准权限的政府部门下发《地拆迁安置”、《鲜规”正式文件，而且有关土地整理项目的《规划”以后不会发生重大实质性变更。

④拾河范围涉及的土地整理项目，企业能按项目中的具体工程事项实施的先后顺序，及时取得开工前的各项法定手续，不会因此影响项目既定投资计划的如期进行。

⑤拾河范围涉及的土地整理项目，企业能够从银行金融机构筹措所需要的资金，不会因融资渠道受阻影响项目投资计划的实施。

⑥拾河范围涉及的土地整理项目，其中《地拆迁安置”工程所涉及的政策性强、遇到的情况和问题也较复杂，该项工程能否顺利开展，直接影响项目投资计划的实施。对此，负责实施该项工程的有关政府，在具体实施《地拆迁安置”工程过程中，有能力依法、有序地开展此项工程，不会因此导致项目工期的延误。

⑦拾河范围涉及的土地整理项目，企业提供给评估人员的项目投资预算真实、合理，并取得了项目《补充协议”的甲方（出资方）的协认同。在完工结算时不会出现与预算价格存在较大差异；

⑧拾河范围涉及的土地整理项目，企业与龙泉区政府能够完全按《补充协议”约定的条件，履行各自的权利和义务。

⑨委托方、被评估企业提供给本项目的其他有关基础资料和财务资料，真实、准确和完整。

⑩本次评估不考虑通货膨胀因素对确定各评估参数的影响。

⑪本次评估的各项资产均以评估基准日的实际存量为前提，有关资产的现行市价以评估基准日国内的有效价格为依据。

根据资产评估的要求，认定这些假设条件在评估基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化时，将不承担由于假设条件改变而推导出不同评估结论的责任。

（七）评估结论

中企华对国地置业股东全部股权价值评估后，得出如下评估结论。

1.资产基础法（即成本法）

企业总资产账面价值为100,761.45万元，评估价值为336,655.14万元，增值额为235,893.69万元，增值率234.11%；总负债账面价值为32,169.13万元，评估价值为32,169.13万元，负债评估前后无增减变化；净资产账面价值为68,592.32万元，净资产评估价值为304,486.01万元，增值额为235,893.69万元，增值率为343.91%。

资产评估结果汇总表

评估基准日：2011年7月31日　　金额单位：人民币万元

项目		账面价值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C=B-A	D=C/A*100%
一、流动资产	1	74,677.79	80,792.66	6,114.87	8.19
二、非流动资产	2	26,083.66	255,862.48	229,778.82	880.93
其中：长期股权投资	3	25,665.54	25,664.18	-1.36	-0.01
投资性房地产	4	-	-	-	#DIV/0!
固定资产	5	161.13	181.31	20.18	12.52
在建工程	6	-	-	-	#DIV/0!
无形资产	7	-	229,760.00	229,760.00	-
其中：土地使用权	8	-	-	-	#DIV/0!
长期待摊费用	9	-	-	-	-
递延所得税资产	10	256.99	256.99	-	-
其他非流动资产	11	-	-	-	#DIV/0!
资产总计	12	100,761.45	336,655.14	235,893.69	234.11
三、流动负债	13	32,169.13	32,169.13	-	-
四、非流动负债	14	-	-	-	#DIV/0!
负债总计	15	32,169.13	32,169.13	-	-
净资产	16	68,592.32	304,486.01	235,893.69	343.91

2.收益法

收益法评估的基本思路为：以企业财务审计的会计报表口径估算其权益资本价值。即首先按照收益途径，采用现金流折现方法（DCF），分析评估企业的经营性资产价值，再加上企业在评估基准日的非经营性或溢余性资产的价值，从而得到企业价值；然后用企业价值扣减企业在评估基准日的付息债务价值后，由此得出企业的股东全部权益价值（即：资本权益价值）。运用收益法的评估后，得出国地置业股东100%权益价值为305,157.46万元，较其账面净资产增值236,565.15万元、评估增值率344.89%。

企业的股东全部权益价值的计算如下表所示：

自由现金流预测表（单位：万元）

项目	2011年8-12月	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
利润总额	26,212.87	71,818.50	110,443.08	140,732.25	214,978.76	99,544.91	39,130.85	5,062.82	-5,093.43
+财务费用	1,225.80	5,938.47	8,274.38	8,008.24	3,971.93	0.00	0.00	0.00	0.00
息税前营业利润	27,438.67	77,756.97	118,717.45	148,740.49	218,950.69	99,544.91	39,130.85	5,062.82	-5,093.43
-息税前利润所得税	6,859.67	19,439.24	29,679.36	37,185.12	54,737.67	24,886.23	9,782.71	1,265.70	0.00
+递延税变化	-257.45	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
息前税后营业利润	20,321.55	58,317.73	89,038.09	111,555.37	164,213.02	74,658.68	29,348.14	3,797.11	-5,093.43
+折旧及摊销	33.43	91.93	112.89	115.18	110.08	117.42	106.10	84.30	72.62
-营运资本变动	22,627.24	136,349.65	109,088.05	36,057.61	-46,634.86	-142,135.06	-123,403.15	-58,761.21	0.00
-资本支出	0.00	186.50	60.04	48.52	36.67	36.67	36.67	36.67	0.00
自由现金流	-2,272.26	-78,126.50	-19,997.11	75,564.42	210,921.29	216,874.49	152,820.72	62,605.94	-5,020.81

企业经营性资产价值计算表（单位：万元）

项目	2011年8-12月	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
自由现金流量	-2,272.26	-78,126.50	-19,997.11	75,564.42	210,921.29	216,874.49	152,820.72	62,605.94	-5,020.81
折现率	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%
折现期（年）	0.21	0.92	1.92	2.92	3.92	4.92	5.92	6.92	7.92
折现系数	0.97	0.89	0.79	0.69	0.61	0.54	0.48	0.42	0.37
各年折现值	-2,213.92	-69,676.70	-15,740.79	52,498.49	129,336.15	117,375.67	72,999.85	26,395.22	-1,868.33
自由现金流合计	309,105.64								
经营性资产价值	309,105.64								
2011年8-12月至2019年折现值合计	309,105.64								
营业价值	309,105.64								
加:未合并子公司投资	5,739.03								
非营业资产的价值	-20,093.57								
2019年期末固定资产的收回	10.24								
2019年期末流动资金的收回	10,396.12								
企业价值	305,157.46								
减:2011年7月31日有息负债	0.00								
少数股东权益	0.00								
股东权益价值	305,157.46								

合同年限内国地置业各年预计的净利润如下表（单位：万元）：

项目	2011年8月-12月	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
净利润	19,659.65	53,863.88	82,832.31	105,549.19	161,234.07	74,658.68	29,348.14	3,797.11	-5,093.43

企业价值收益法评估中，企业自由现金流折现率确定为13.3%，是采用国际上通常使用的加权平均资本WACC定价模型分析计算的。企业价值是由股东权益资本价值和债权人的权益价值组成的，根据收益额与折现率匹配的原则，因此，本次根据WACC定价模型，以计算的加权平均资本成本作为折现率。基本计算公式为：

WACC=Ke×E/V+Kd×（1-T）×D/V

式中：

Ke：权益资本成本

与合同权益中采用的值相同

Kd：债务资本成本

预测年度的有息债务本次根据评估基准日有息债务平均贷款利率考虑，取6.65%。

E：权益的市场价值

D：付息债务的市值

T：企业的所得税率

V：被评估企业的总市值

WACC=Ke×E/V+Kd×（1-T）×D/V

=15.27%×（1-0.1943）+6.65%×（1-25%）×0.1943

=13.3%

1.确定评估结论

成本法与收益法结果的差异为671.45万元，两种方法结果的差异率为0.22%。企业的经营性资产主要为7平方公里的土地一级开发整理项目的合同权益性无形资产，而企业的经营业务在可预见的未来也只涉及该项土地一级开发整理业务。评估报告采用两种方法对企业股东权益价值的评估，是遵循有关评估准则，从不同评估技术角度去分析、测算并反映该项合同权益对企业股东权益价值的贡献。评估师经综合分析两种评估方法结果的价值构成、评估计价的分析过程、影响结果主要评估参数的合理性后，认为收益法评估中对现金流入、运营资金等方面的预测由于受有关资料的影响，带有相对多的主观成份，但收益法的结果可以作为成本法结果的验证；而成本法在评估合同权益的价值过程中，体现了评估师执行评估业务的谨慎原则。因此，在有关评估假设成立的条件下，成本法结果更能相对合理地反映目前国地置业的股东权益价值。故本次采用成本法结果作为报告的评估结论。

即：确定国地置业100%股东权益在评估基准日的评估值为304,486.01万元。

（八）特别事项说明

除以下披露的事项外，出具评估报告时尚未发现影响报告结论或使用的其他重大瑕疵事项。