

中发国际资产评估有限公司关于  
《昆明百货大楼（集团）股份有限公司  
关于发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联  
交易申请文件反馈意见》的回复

中发国际资产评估有限公司

2017年8月16日



问题九：

申请材料显示，本次募集配套资金不超过 250,000 万元，其中 185,000 万元用于支付本次交易现金对价，55,000 万元用于“分散式长租公寓装配项目”，10,000 万元用于“房产综合服务与智能管理平台项目”。请你公司：1) 结合上市公司现有货币资金用途、未来支出安排、前次募集资金使用情况、可利用的融资渠道、授信额度，进一步补充披露募集配套资金的必要性。2) 补充披露募集配套资金投入是否影响拟购买资产业绩承诺期间财务费用及业绩承诺金额。3) 补充披露“分散式长租公寓装配项目”、“房产综合服务与智能管理平台项目”的可行性分析情况，项目资金用途是否涉及补充流动资金、是否与我爱我家报告期内相关业务的经营规模相匹配。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

补充披露募集配套资金投入是否影响拟购买资产业绩承诺期间财务费用及业绩承诺金额。

本次发行股份及支付现金购买资产采用收益法、资产基础法对我爱我家价值进行评估，并采用收益法的评估结果作为最终评估结果。

对我爱我家采取收益法评估时，考虑到本次募集配套资金尚需获得中国证监会的核准，且本次发行股份及支付现金购买资产不以募集配套资金为前提条件，因此我爱我家评估时未以募集配套资金成功实施为前提，本次募集配套资金成功与否并不影响我爱我家的评估值，预测现金流中不包含募集配套资金投入带来的收益。

配套募集资金用于本次重组我爱我家将影响标的资产在盈利补偿期间的净利润实现数。未来计算我爱我家的承诺业绩时，将扣除募集配套资金投入效益的影响金额。为避免募投项目投入运营后对我爱我家业绩承诺期间财务费用和业绩承诺金额的影响，上市公司与本次交易的补偿义务人签署的《业绩承诺补偿协议》约定如下：

乙方承诺我爱我家利润补偿年度实现的净利润指标为扣除非经常性损益后的合并报表口径下归属于母公司所有者的净利润。同时，上述净利润指标还应扣除本次交易实施完成后上市公司追加投资或募集配套资金用于目标公司募投项

目所带来的收益及其节省的财务费用。上市公司募集配套资金用于目标公司募投项目所节省的财务费用计算公式如下：上市公司募集配套资金用于目标公司募投项目所节省的财务费用=本次募集配套资金实际用于增资我爱我家的金额×同期银行贷款利率×（1-我爱我家的所得税税率）×资金实际使用天数/365。其中，同期银行贷款利率根据实际经营中中国人民银行同期一年期贷款利率确定。

## 二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：对我爱我家采取收益法评估时，我爱我家的未来盈利预测基于目前经营模式，并未考虑外来募集配套资金的投入，因此募集资金投入不影响评估值。

### 问题十三：

申请材料显示，报告期内，我爱我家及其下属子公司涉诉金额在 100 万元以上的未决重大诉讼共有 8 起。请你公司：1) 补充披露上述未决诉讼的进展情况，若涉及败诉涉及赔偿，相关法律责任的承担主体，有关会计处理及对本次交易的影响。2) 结合诉讼进展情况，补充披露我爱我家是否需计提预计负债，如是，对本次交易及评估值的影响。请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表明确意见。

### 回复：

结合诉讼进展情况，补充披露我爱我家是否需计提预计负债，如是，对本次交易及评估值的影响

#### 1、预计负债的确认准则

根据《企业会计准则第 13 号——或有事项》的规定，除了非同一控制下企业合并中的或有对价及承担的或有负债之外，当与或有事项相关的义务同时符合以下条件，我爱我家将其确认为预计负债：

- (1)该义务是我爱我家承担的现时义务；
- (2)该义务的履行很可能导致经济利益流出我爱我家；

(3)该义务的金额能够可靠地计量。

## 2、或有事项未满足确认预计负债的条件

截至本回复，我爱我家作为被告的重大未决诉讼有三项，根据诉讼律师出具的回函文件，该三项诉讼均处于审理程序中，预计败诉可能性较小，且对于未来我爱我家若败诉需支付的金额尚无法确定。因此，上述诉讼事项不满足确认预计负债的条件，我爱我家未对其计提预计负债。

报告期后我爱我家作为被告的重大已决诉讼，根据诉讼律师出具的回函文件说明文件，在判决或调解前，预计败诉可能性较小，且对于未来我爱我家若败诉需支付的金额尚无法确定。因此，上述已决诉讼在报告期内也不满足确认预计负债的条件，我爱我家在报告期内未对其计提预计负债。

因此，鉴于上述诉讼在判决或调解前，预计败诉可能性较小或者无法确定具体的赔偿金额，上述诉讼事项不满足预计负债的确认条件；同时，上述诉讼所涉及的赔偿金额较我爱我家的经营规模而言较小，预计不会对我爱我家的正常经营及本次交易的评估值产生重大不利影响；我爱我家未确认预计负债的会计处理方式具有合理性、符合会计准则的规定。

## 二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：我爱我家按照会计准则的规定，上述诉讼在判决或调解前，预计败诉可能性较小或者无法确定具体的赔偿金额，上述诉讼事项不满足预计负债的确认条件，因此不会对我爱我家的评估产生重大不利影响。

### 问题十五：

申请材料显示，2015年至今，我爱我家发生多次股权转让，对应估值从12.06亿元至63亿元不等，受让方数量较多。本次交易作价对应的整体估值为65.78亿元。请你公司：1)结合业务模式、经营模式、发展阶段、财务指标等方面的比较分析，补充披露本次交易选取的可比公司、可比案例的可比性。2)结合可比交易市盈率、市净率水平，进一步补充披露本次交易评估作价的公允性。3)补充披露我爱我家自2015年至今的股权转让是否涉及股份支付，如涉及，请你

公司按照《企业会计准则第 11 号-股份支付》进行会计处理并补充披露对我爱我家经营业绩的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合业务模式、经营模式、发展阶段、财务指标等方面的比较分析，补充披露本次交易选取的可比公司、可比案例的可比性补充披露本次交易选取的可比公司、可比案例的可比性分析

我爱我家主营业务主要为新房业务、经纪业务以及资管业务，此外，我爱我家还包括加盟业务等规模较小的其他主营业务。新房业务包括代理销售业务、分销业务、电商业务及顾问策划业务，经纪业务包括二手房买卖业务及二手租赁业务，资管业务包括分散式公寓管理和整栋式公寓管理两种模式。截至 2016 年 12 月 31 日，我爱我家总资产为 484,519.61 万元，净资产为 47,841.26 万元；2016 年度我爱我家实现营业收入 815,795.01 万元，净利润 32,487.22 万元，销售净利率为 3.98%。我爱我家交易定价对应 2017 年度、2018 年度、2019 年度业绩承诺的交易市盈率分别为 13.12、10.93、9.37。

#### （1）可比上市公司分析

根据《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》（证监会公告【2012】31 号），我爱我家所处行业为房地产业（K70）。根据《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2011）的规定，我爱我家所属行业为房地产业中房地产中介服务（K7030）。

通过对沪、深两市房地产服务行业上市公司与我爱我家的主营业务的对比，根据我爱我家的细分行业，考虑不同资本市场对目标资结构的影响较大，选取中国沪深 A 股市场中世联行和三六五网作为可比公司。

#### 1) 业务模式

我爱我家与可比上市公司业务模式对比分析如下：

上市公司	主营业务范围	业务模式	对比分析
世联行	房地产咨询、房地产代理、房地产经纪、物业管理	房地产交易服务、资产管理服务、金融服务和互联网+（电商）服务四大板块。其中房地产交易服务包括代理销售业务和经纪业务，代理销售业务（新房）占	业务模式具有相似性

		房地产交易服务的比重较高；互联网+为电商业务，主要以收取团购券方式为开发商提供相关服务	
三六五网	网站建设与网页设计服务；软件开发、销售；互联网信息咨询；信息技术服务；房地产中介服务	房地产网络营销服务企业，线上房地产交易服务、线上家居服务及金融服务。线上房地产交易服务包括家居广告和电商业务	业务模式具有相似性

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

## 2) 发展阶段、经营模式及财务指标

### 1>世联行

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

世联行 2016 年 12 月 31 日总资产 778,415.10 万元，2016 年度营业收入 626,992.13 万元，销售净利率 12.49%。资产规模超过我爱我家，销售净利率大于我爱我家。其业务开展规模略低于本次交易中我爱我家的经营规模，但是盈利能力高于本次交易中我爱我家的盈利能力。

### 2>三六五网

三六五网成立于 2006 年，2012 年 3 月成功在深交所上市。三六五网以自主研发的“365 淘房”（即原来的 365 地产家居网）平台，为网友和开发企业等提供房屋的买卖、租赁等全方位网络综合服务。三六五网主要收入来源于家居网络服务，团立方等网络营销服务在总收入中占比较小。在存量房市场领域，三六五

网探索为中小中介提升二手房成交效率，投资设立了房 100 项目，但仅处于起步阶段。

三六五网 2016 年 12 月 31 日总资产 125,960.15 万元，2016 年度营业收入 59,835.03 万元，销售净利率 18.40%。资产规模低于我爱我家，销售净利率大于我爱我家。其经营规模及业务盈利能力均低于本次交易中的标的资产。

综上，本次交易我爱我家是国内最早一批成立的房地产中介服务的企业，是行业内为数不多的房地产中介服务行业全产业链覆盖的公司，在经营规模和财务指标数据上看，选取的上市公司与标的资产存在一定的差异，但是均从事房地产中介服务相关业务，具有一定的可比性。

## (2) 可比交易案例分析

本次交易选取了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作为市场可比案例，其主要原因如下：

国创高新于 2017 年 1 月公告，通过发行股份购买资产的方式拟购买交易对方持有的深圳云房 100% 的股权。

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

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

根据相关上市公司公告，对其业务模式、发展阶段、经营规模和财务指标分析如下：

### 1) 业务模式

上市公司	我爱我家	主营业务范围	业务模式	对比分析
国创高新	深圳云房	计算机软件、硬件及相关网络技术的开发、设计、技术咨询和销售，商务信息咨询，企业管理咨询，投资策划，房地产经纪，	新房代理业务包括新房代理销售、新房电商，房屋经纪业务包括二手房买卖以及租赁业务。	业务模式具有相似性

		房地产投资, 房地产信息咨询, 自有物业租赁		
万里股份	搜房网	主要经营互联网房产及家居广告营销业务	新房广告营销业务包括展示类广告营销、移动互联网营销、活动类营销、二手房广告营销业务包括关键字广告、网络营销综合解决方案服务——“搜房帮”。	业务模式具有相似性
明牌珠宝	苏州好屋	房地产中介服务; 房屋销售代理	房地产电商平台, 新房分销模式包括电商业务模式及分销业务模式。	业务模式具有相似性

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

## 2) 发展阶段、经营模式及财务指标

### 1> 国创高新收购深圳云房

深圳云房成立于 2012 年, 是行业较早一批将线下的房产交易与线上互联网信息服务相结合的企业, 其线下业务包括新房代理业务、房屋经纪业务, 具体从事新房代理销售、新房电商、二手房买卖和租赁业务, 并成功布局房屋经纪业务 12 个城市, 经纪门店逾 1,000 家, 经纪业务合作人超过 2 万人; 线上业务体系包括 Q 房网、盘客通、新房通、移动经纪人等, 线上业务开通 34 个城市。为房地产开发商、房地产业务人员、房屋业主、购房者、房屋租赁者等市场各参与方提供相关服务。

在国创高新收购深圳云房的交易中, 截至 2016 年 12 月 31 日, 深圳云房总资产 118,918.80 万元, 2016 年度营业收入 436,011.78 万元, 销售净利率 6.14%, 经营规模小于我爱我家, 销售净利率与我爱我家相近。

### 2> 万里股份收购搜房网

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

在万里股份收购搜房网的交易中, 截至 2015 年 12 月 31 日, 搜房网总资产

267,687.43 万元，2015 年度营业收入 197,951.32 万元，销售净利率 39.12%，资产规模小于我爱我家，销售净利率大于我爱我家。

### 3>明牌珠宝收购苏州好屋

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

在明牌珠宝收购苏州好屋的交易中，截至 2016 年 6 月 30 日，苏州好屋总资产 83,290.89 万元，2016 年 1-6 月营业收入 29,168.02 万元，销售净利率 27.94%，经营规模低于我爱我家，销售净利率高于我爱我家。

综上所述，本次交易估值分析过程中选取的可比交易案例发展阶段、经营规模、财务指标与我爱我家存在差异，主要是由于主营业务的范围以及侧重点存在差异，但可比交易案例公司均从事房地产中介服务相关业务，具有一定的可比性。

(二) 结合可比交易市盈率、市净率水平，进一步补充披露本次交易评估作价的公允性，本次交易的市盈率、市净率与可比交易的比较情况

#### (1) 本次交易市净率与可比交易的比较情况

本次交易我爱我家 94%股权交易作价为 618,200.02 万元，按累计计算原则确定的我爱我家 100%股权交易作价为 656,000.00 万元，对应的本次交易我爱我家市净率为 13.71。与同行业可交易的比较情况如下：

序号	证券简称	并购标的名称	标的主营业务	评估基准日	市净率 (PB) 注
1	国创高新	深圳云房	主要经营房屋经纪业务、新房代理业务	2016/8/31	32.13
2	万里股份	丽满万家、搜房媒体、北京搜房网网络、拓世寰宇和宏岸图升	主要经营互联网房产及家居广告营销业务	2015/12/31	43.39
3	明牌珠宝	好屋中国	主要经营房地产电商分销	2016/6/30	6.58
平均水平					27.37
4	昆百大	我爱我家	房地产经纪业务、新房业务以及房屋资	2016/12/31	13.71

序号	证券简称	并购标的名称	标的主营业务	评估基准日	市净率 (PB)注
			产管理业务		

注：市净率=交易作价/截至评估基准日的标的资产净资产

上述可比案例中，与我爱我家同行业的企业市净率平均值为 27.37 倍，本次交易价格对应的我爱我家市净率显著低于同行业可比交易对应的市净率水平。我爱我家从事房地产中介服务行业多年，其业务是基于线下门店开始逐步发展成熟后再不断完善线上业务，其发展路径和业务特点决定了，其与以线上业务作为核心的可比公司存在一定的差异性，因此存在一定差异符合各公司的实际情况，具有合理性。

### (2) 本次交易我爱我家交易市盈率情况

本次交易我爱我家 94%股权交易作价为 618,200.02 万元，按累计计算原则确定的我爱我家 100%股权交易作价为 656,000.00 万元。同时根据我爱我家 2017 年度、2018 年度和 2019 年度的业绩承诺，我爱我家交易市盈率水平如下：

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
我爱我家 100%股权交易作价	656,000.00	656,000.00	656,000.00
归属于母公司所有者的净利润（预测）	50,000.00	60,000.00	70,000.00
交易市盈率	13.12	10.93	9.37

注：交易市盈率=我爱我家 100%股权交易作价/我爱我家预测年度归属于母公司所有者的净利润

### (3) 本次交易市盈率与可比交易的比较情况

我爱我家交易定价对应 2017 年度、2018 年度、2019 年度业绩承诺的市盈率与同行业公司可比交易市盈率比较如下：

年份	国创高新收购深圳云房 100.00%股权	明牌珠宝收购苏州好屋 75.00%股权	万里股份收购搜房网 100.00%股权	昆百大收购我爱我家 94.00%股权
2016 年度	15.67	16.84	20.23	-
2017 年度	14.76	12.80	15.56	13.12
2018 年度	11.78	10.00	11.97	10.93
2019 年度	10.41	8.00	-	9.37

注 1：市盈率=可比公司 100%股权交易作价/可比公司当年承诺净利润；

注 2：苏州好屋 100%股权交易作价=苏州好屋 75%股权交易作价/75%

综上，本次交易着眼于交易标的盈利能力而不是为了购买账面净资产，因此以市盈率作为主要参考指标更为合适。我爱我家交易定价对应 2017 年度、2018 年度、2019 年度业绩承诺的市盈率均显著低于国内同行业上市公司的市盈率水平，在同类重组项目中，我爱我家业绩承诺期对应的市盈率也处于合理水平。本次交易作价较为谨慎，交易定价合理、公允。

## 二、评估师核查意见

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

### 问题十九：

申请材料显示，2015 年、2016 年，我爱我家经纪业务毛利率分别为 30.91%、21.66%，同行业公司深圳云房的毛利率数据为 0.09%、7.13%。请你公司：1) 补充披露我爱我家 2016 年毛利率下滑的原因。2) 进一步补充披露我爱我家与深圳云房在经纪业务运营模式及成本结构上的不同，并比对其他同行业公司情况，说明我爱我家毛利率的合理性。3) 补充披露收益法评估时各类业务的预测毛利率情况，比对报告期数据，补充披露我爱我家预测毛利率的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

### 回复：

补充披露收益法评估时各类业务的预测毛利率情况，比对报告期数据，补充披露我爱我家预测毛利率的合理性

#### 1、收益法评估中各类主营业务预测毛利率情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
经纪业务	19.32%	19.22%	19.57%	19.58%	20.05%

新房业务	33.16%	33.06%	32.30%	32.14%	32.20%
资管业务	25.60%	23.22%	23.04%	23.94%	25.18%

考虑到 2016 年底至 2017 年初，各地陆续出台调控政策，因此收益法评估中经纪业务收入受到较大影响，而经纪业务需承担门店房租等固定成本仍旧较大，使得经纪业务毛利率略有下滑。总体来讲，预测期内，各类主营业务毛利率基本保持稳定。

## 2、我爱我家预测毛利率的合理性分析

我爱我家 2015 年、2016 年和 2017 年 1-3 月的综合毛利率如下：

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
毛利率	32.14%	25.06%	25.00%

我爱我家收益法评估预测期的综合毛利率如下：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
毛利率	24.53%	24.18%	24.14%	24.23%	24.64%

从上表可以看到，预测期毛利率较历史期毛利率略有下滑，但总体稳定。我爱我家是一家拥有 20 余年历史的大型房地产中介服务企业，具有较强的市场竞争力。2015 年度及 2016 年度，我爱我家实施积极的扩张战略，经纪人和门店数量增长较快，使得 2016 年度综合毛利率较 2015 年度有一定程度的下滑。随着公司及行业的平稳发展，我爱我家未来毛利率预计将维持稳定。2017 年 1-3 月，我爱我家综合毛利率为 25.00%，略高于 2017 年预测毛利率。同时，鉴于房地产行业有较为明显的季节性特征，房地产中介企业一季度收入较低，但承担的门店房租等固定成本却没有太大变化，会使得一季度的毛利率相对于全年来讲处于低位，因此，预计 2017 年实际综合毛利率会高于预测毛利率。

## 3、预测期毛利率低于可比上市公司世联行历史年度毛利率

可比上市公司世联行历史年度毛利率如下：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
毛利率	34.87%	35.70%	33.82%	32.54%	27.83%

我爱我家主营业务包括新房业务、经纪业务和资管业务等房地产中介服务，且以经纪业务为我爱我家收入最主要的来源。而世联行收入占比最大的业务为房地产代理销售业务，其与我爱我家的主营业务在侧重点上存在差异，同时鉴于代理销售类的新房业务毛利率相对较高，故预测期内我爱我家的毛利率整体小于可比上市公司。

#### 4、预测期毛利率略高于可比案例公司深圳云房毛利率

可比案例公司深圳云房历史期及预测期综合毛利率如下：

项目	历史期		预测期				
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
毛利率	8.02%	16.76%	19.34%	20.66%	21.68%	22.04%	22.34%

深圳云房成立于2012年，历史经营时间与我爱我家存在差距。历史期内，深圳云房因拥有较高毛利率的新房代理业务收入占比提高，且成本得到进一步控制，使得综合毛利率总体呈快速上升趋势。预测期内，基于未来二手房业务成本得到进一步控制和重点城市房屋交易金额上涨等原因，深圳云房预测期毛利率持续增长。

我爱我家预测期毛利率与历史期毛利率相比略有下滑，且基本稳定，较深圳云房预测期毛利率略高，主要原因在于：1、我爱我家成立于1998年，于房地产中介行业已深耕了20余年，行业经验及管理经验都较为丰富；2、我爱我家经纪业务的业务模式与深圳云房存在较大差异。上述情况导致预测期我爱我家毛利率略高于深圳云房毛利率。

综上，整体来讲，我爱我家收益法预测期毛利率较历史期毛利率略有下滑，且基本稳定具有一定合理性。

## 二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：经比对同行业上市公司历史期毛利率、同行业可比案例公司预测期毛利率，收益法评估中预测期毛利率较历史期毛利率略有下滑，且基本稳定具有一定合理性。

问题二十一：

申请材料显示，收益法评估时我爱我家 2017 年预测收入和净利润分别为 92.33 亿元、4.93 亿元，较 2016 年分别增长 13.19%、52.16%。请你公司结合经营实际，补充披露上述预测收入和净利润的实现情况。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

1、2017 年一季度我爱我家已实现的经营情况

根据安永会计师出具的审计报告（安永华明(2017)专字第 60878299\_A02 号），我爱我家 2017 年一季度经审计的已实现收入和净利润与收益法评估的全年预测收入和净利润情况对比如下：

单位：万元

项目	2017 年 1-3 月实现数	2017 年评估预测数	实际完成占比
营业收入	194,620.20	923,309.55	21.08%
净利润	10,040.19	49,328.45	20.35%

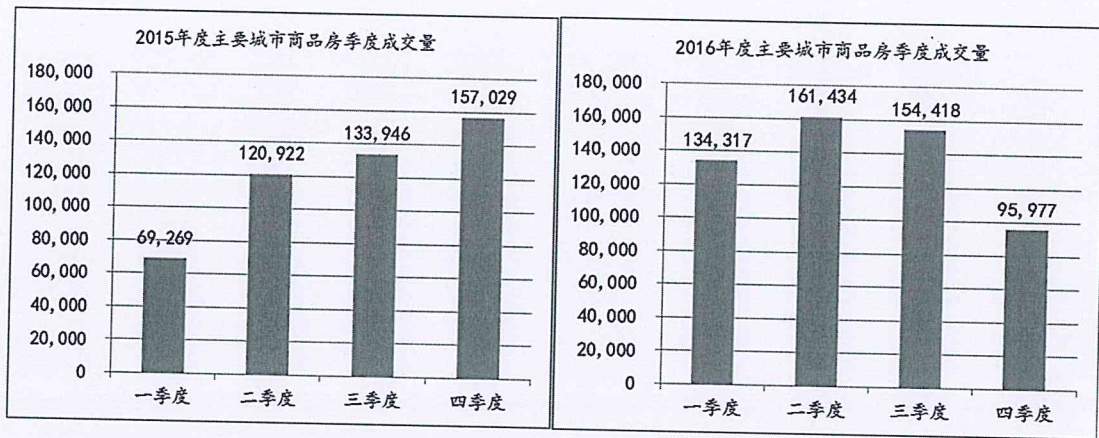
由上表可知，我爱我家 2017 年 1-3 月已实现的收入为 194,620.20 万元、净利润为 10,040.19 万元，表现出良好的经营状态。同时，已实现收入及净利润占 2017 年评估预测数的比重分别为 21.08%及 20.35%，略低于 25%。

2、季节性特征是一季度业绩实现比例略低的主要因素

(1) 房地产行业的季节性特征

我爱我家 2017 年 1-3 月业绩实现比例略低于 25%的主要原因是，房地产行业具备一定的季节性特征，其主要体现在，春节假期造成一季度房地产市场的冷却，“五一”、“金九银十”等传统房地产促销旺季造成二季度、三季度房地产销量明显提升。选取北京、天津、上海、杭州、南京五个我爱我家主要经营城市，其 2015 年度和 2016 年度商品房季度成交量如下图所示：

2015 年度及 2016 年度主要城市商品房季度销售量（套）

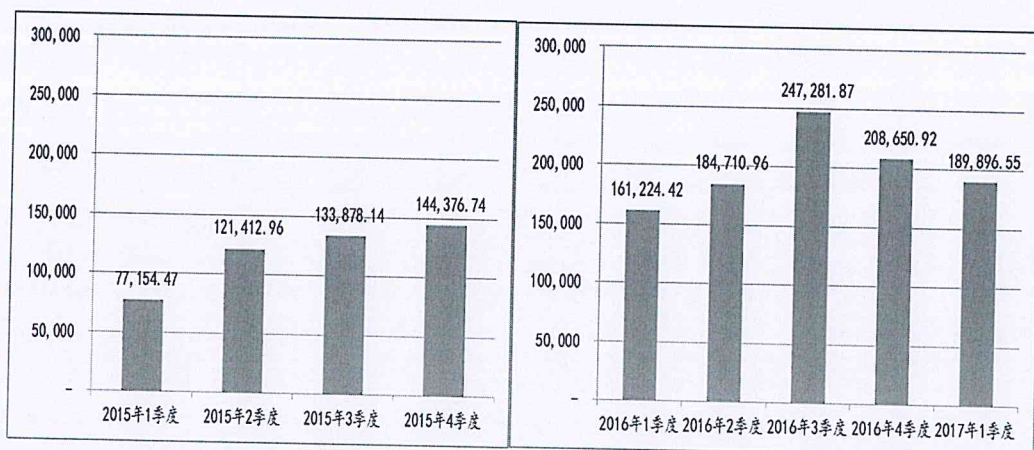


如上图所示，2015年度四个季度商品房销售量依次增长，至2016年一季度，受春节全国性放假的影响，成交量明显下降，随后在二季度销售恢复正常后交易量再度上涨，三季度虽然仍保持较高的成交量水平，但受2016年三季度开始的房地产调控政策的影响，销售量经历了连续的下降。总体而言，房地产行业具备一定的周期性，自一季度起至四季度销售量呈放大趋势，次年一季度销售量回落、周而复始。

## (2) 我爱我家经营情况的季节性特征

我爱我家2015年度、2016年度及2017年一季度新房业务、经纪业务及资管业务合计分季度收入如下图所示：

2015年度、2016年度及2017年一季度主要业务季度收入（万元）



根据上图数据所示，我爱我家在2015年度和2016年度历史期间内的经营数据，其波动情况基本与房地产行业的季节周期性一致，一季度由于春节的影响，经营业绩基本处于全年经营业绩的低位，后三个季度经营业绩实现不同程度的提

升。

综合而言，季节性是影响 2017 年一季度收入的重要因素，使得 2017 年一季度业绩已实现情况略低于评估预测全年金额的 25%，较去年同期小幅增长，基本维持了经营的稳定性，业绩实现情况在管理层预期合理范围内。

### 3、我爱我家 2017 年评估预测业绩具有可实现性

#### (1) 我爱我家经营情况符合行业惯例和管理预期，经营情况良好

2017 年的春节在 1 月底，春节效应对房地产经纪业务的影响尤其明显，我爱我家核心管理人员已经合理预测了春节效应及相关限购政策对业务的影响情况，总体而言，业绩实现情况符合预期，与 2016 年同期相比实现了增长。预计在房地产调控政策影响逐步稳定的情况下，2017 年的我爱我家的经营业绩将遵循季节性的周期变化。

2017 年一季度的业绩处于全年的低点，其已实现收入和利润略低于 25% 的情况属于行业正常现象、在合理范围内；同比 2016 年一季度，2017 年一季度已经实现增长，经营情况良好。

#### (2) 我爱我家业务覆盖全产业链

我爱我家业务范围包括新房业务、经纪业务以及资产管理业务，是行业内为数不多的业务范围覆盖房地产经纪全产业链的公司。全面的业务链条，一方面能为客户提供全生命周期的各种住房相关的需求，另一方面也具备较强的应对政策性和周期性变化的抗风险能力。以自 2016 年下半年起出台的各项针对房地产市场的调控政策的影响为例，其限制的主要是“炒房”为目的的新房和二手房买卖业务，因此我爱我家资管业务经营不仅没有受到影响，反而得到了快速的发展。

#### (3) 资管业务发展潜力大

我国住房租赁市场仍处于发展的初期，具备较大的发展空间，我爱我家作为住房租赁领域的领先企业之一，资管业务规模逐年增长，截至 2017 年 3 月末，在全国范围内在管房源已经超过 20 万套。

近年来，为缓解我国居民的购房压力和社会矛盾，我国陆续出台加快培育和

发展住房租赁市场的相关政策法规。根据国务院于 2016 年 5 月出台的《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，国家着力培养住房租赁市场的供应主体，提高住房租赁企业规模化、集约化、专业化水平；2016 年 12 月，习总书记在中央经济工作会议中提出，要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展；2017 年 7 月，住建部、证监会、发改委等 9 部委联合发布了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》（以下简称《通知》）要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场，明确了培育规划规模化住房租赁企业、搭建住房租赁交易平台、增加租房供应等多项发展举措。

国家对住房租赁市场表现出的极大的支持力度，对我爱我家的资管业务产生极大的促进作用，尤其是上述 2017 年 7 月颁布的《通知》，明确了试点城市和具体的发展措施，具备较强的推行力度和可行性。住房租赁市场规模受上述政策的影响预计下半年起将呈现日益增长的态势，我爱我家资管业务的经营业绩亦望搭上政策的顺风车，驶入发展快行道。

#### （4）我国房地产市场 2017 年呈现发展态势

2017 年以来，我国重点城市适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，加快在建商品住房项目建设进度，不断加大住房市场供应力度。2017 年 1-6 月份，全国房地产开发投资 50,610 亿元，同比名义增长 8.5%，商品房销售面积 74,662 万平方米，同比增长 16.1%，其中住宅销售面积同比增长 13.5%，房地产开发景气指数自 2017 年以来也总体保持了升高的趋势。上述情况表明，我国房地产市场在国家调控环境下保持了稳定的增长，并逐步呈回暖趋势，受此影响，我爱我家在稳定发展的房地产行业环境中将保持良好的盈利能力。

#### （5）我爱我家针对重点区域进行全国布局

报告期内，我爱我家实施了积极的发展战略，并规划了重点发展区域，其门店在全国范围内不断发展，在维持北京地区的市场占有率的同时，北京地区外的收入的规模逐年增长。预计随着我爱我家进入市场的增多、全国各地区业务规模的扩大及渗透程度的加深，个别城市的政策风险对公司的影响将有所减弱、盈利能力进一步增强。

(6) 我爱我家的行业地位和管理团队的行业经验及管理 ability 保障公司业绩持续快速发展

我爱我家是国内最早涉足房地产中介行业的公司之一，也是最早一批开始全产业链覆盖和全国化战略的公司。我爱我家伴随着我国房地产行业快速的发展，其发展史就是一部我国房地产发展的编年史，我爱我家不仅是我国房地产经纪行业的参与者，同时也是行业规则和制度的制定者之一。我爱我家在行业中具备良好的声誉，在消费者心目中具备较好的口碑。房地产行业是我国经济发展的重要支柱之一，我爱我家作为行业龙头企业之一，能够保证持续稳定的发展。我爱我家核心管理团队从事房地产经纪业务多年，已经具备成熟的管理经验和对行业发展深刻的认识，具备引领我爱我家持续快速发展的能力。

综上所述，我爱我家一季度已实现的收入和净利润比例略低于 25% 主要是季节性因素导致的，就全年业绩而言，房地产行业呈现出稳定发展的态势，资管业务受国家政策支持力度大，因此本次重组中收益法评估所预测的我爱我家 2017 年全年收入及净利润合理、具备可实现性。

## 二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：我爱我家 2017 年第一季度经审计的收入和利润情况较好，结合历史年度调控政策前后发展趋势，未来年度房地产市场将逐步回暖，且伴随着国家政策对租赁市场的大力支持，体现了我爱我家管理层前期布局租赁市场的前瞻性，因此综合考虑，我爱我家 2017 年评估预测收入及利润具有一定的可实现性。

## 问题二十二：

申请材料显示，收益法评估时我爱我家未来预测收入的影响要素是销售量和客单价，其中，2017 年及后续年度客单价年均增长约为 3%，销售量相关的影响因素主要包括换手率和市场占有率，根据历史年度可知，换手率会随着调控政策的出台于次年出现下降。2016 年 9 月至今，全国各地陆续出台了房地产调控政策。请你公司：1) 比对单套房屋价格和佣金费率的影响因素，补充披露我

我爱我家客单价年均增长率为3%的预测是否足够谨慎。2) 结合经营实际, 补充披露调控政策的出台对换手率的影响是否符合评估的预期, 比对调控前数据, 进一步补充披露换手率的恢复情况。3) 比对报告期数据并结合经营实际, 补充披露对我爱我家未来年度市场占有率的预测是否足够谨慎。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

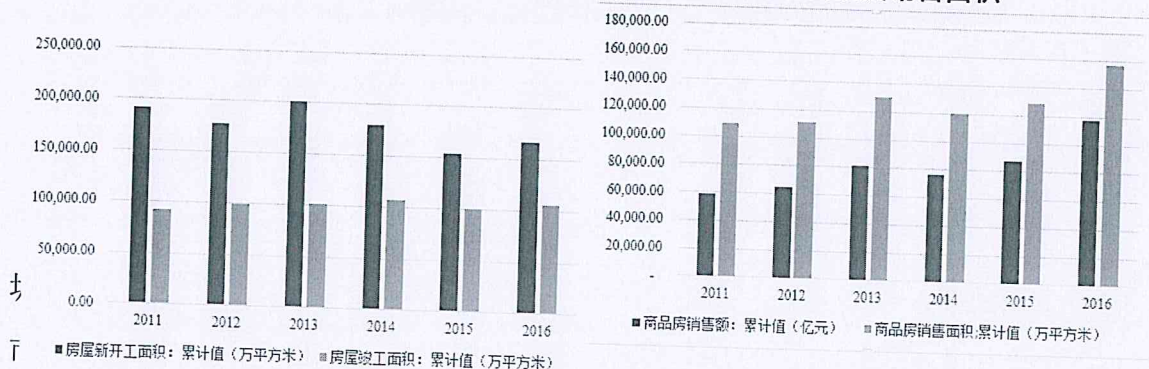
(一) 补充披露我爱我家客单价年均增长率为3%的预测是否足够谨慎

客单价为单套房屋平均服务收费额。单套房屋服务收费额主要受单套房屋交易价格和佣金费率的影响, 单套房屋交易价格又受到当地房屋交易市场均价与房屋面积影响, 但鉴于房屋面积为客观因素, 因此客单价的主要影响因素为当地房屋交易市场均价及佣金费率。

A、我国房屋供给量增速总体平稳且略有下滑, 而需求量增速则稳中有升

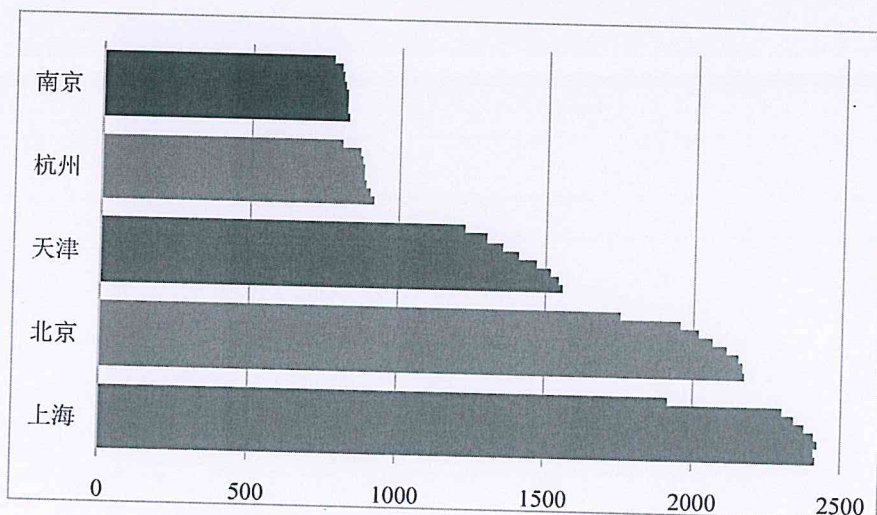
伴随城市化进程的推进和我国经济的高速发展, 2010年前我国房地产市场供给侧总体保持了多年快速增长。自2010年末开始, 房地产行业受到国家调控政策的影响, 房屋新开工面积及房屋竣工面积增长率开始出现短期波动、总体平稳且略有下滑的态势。而从房屋销售端来看, 2010年前我国房屋销售规模总体保持多年高速发展, 尽管2010年开始因调控政策增速下滑, 但2010年至2016年商品房销售整体仍保持了一定增长, 2015年-2016年上半年, 伴随新一轮宽松的房地产政策的实施, 房地产销售市场更是屡创新高。整体而言, 我国房屋供给量增速总体平稳且略有下滑, 而需求量增速则稳中有升。

2011年至2016年房屋新开工及竣工面积与商品房销售额及销售面积



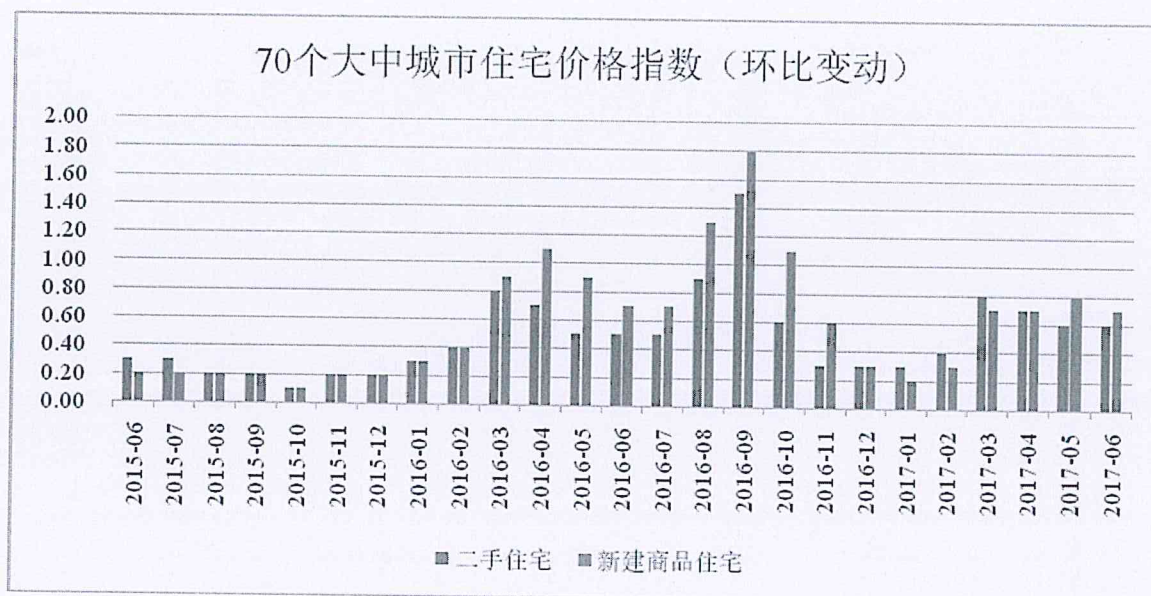
我爱我家业务集中于北京、杭州、上海、天津、南京等一二线城市。一二线城市作为我国城镇化的先驱，农村人口城镇化及外来人口进入保证了其庞大的城市人口基数，城市房屋需求热度不减。

北京等五市 2009-2016 年年末常住人口数量 (万人)



## B、住宅价格持续增长

我国商品房平均销售价格受宏观经济政策环境、微观供需调节等因素的影响，呈现短期波动、总体上涨的趋势。2015 年开始，在支持刚需、改善型需求以及去库存的基调下，中国楼市整体发展良好。2016 年 10 月开始，尽管各地出台调控政策，使得房屋交易量下滑，但房屋交易价格仍保持着一定增长。根据国家统计局数据，最近两年，国内 70 个大中城市新建商品住宅及二手住宅平均价格持续增长，尽管 2016 年 10 月开始受调控政策影响增长速度放缓，但 70 个大中城市住宅平均价格仍持续增长。

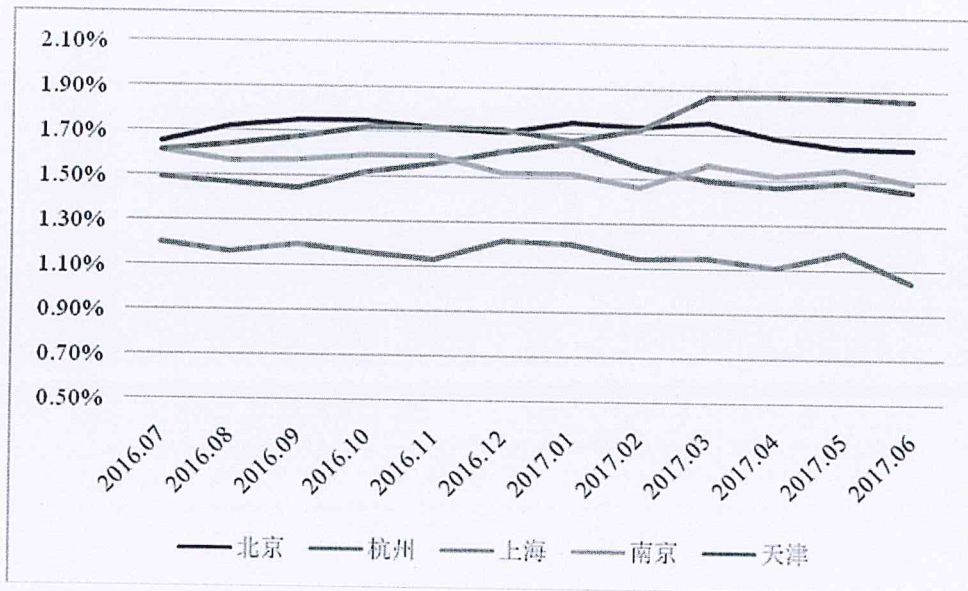


注：上图为 70 个大中城市住宅平均价格单月环比增幅情况，从上图可知，各月二手及新建商品住宅平均价格均持续增长。

#### C、我爱我家佣金费率基本保持稳定

房地产中介服务行业市场化程度较高，竞争较为充分，房地产中介企业会根据市场竞争情况，适时调整佣金折扣率，但整体来讲，实际佣金费率基本保持稳定。

我爱我家经过十几年的发展，业务规模不断扩大，目前已经成为全国大型房地产中介机构之一，在整个房地产中介行业中较为知名。依靠高素质的纪人队伍、专业的服务能力及出色的品牌效应，过去两年我爱我家佣金费率基本保持稳定。2015 年、2016 年、2017 年 1-3 月，我爱我家二手房买卖业务平均佣金率分别为 1.67%、1.62%、1.68%，整体来看基本稳定。最近 12 个月，我爱我家主要业务所在地各月二手房买卖佣金费率亦呈现出小幅波动整体稳定的特征，具体情况如下图所示。



最近12个月我爱我家主要业务城市佣金费率

D、我爱我家主要业务所在地商品房均价 2017 年 1-6 月仍增幅较大

我爱我家目前业务主要集中于北京、杭州、上海、天津、南京等一二线城市。根据 Wind 数据，2017 年 1-6 月，北京、杭州、上海、天津四市商品住宅各月成交均价较去年同期增长较高，具体情况如下表所示：

单位：元

项目		2017.1	2017.2	2017.3	2017.4	2017.5	2017.6
北京	均价	37,988	40,377	39,808	43,402	42,188	46,834
	同比增长率	19.81%	16.32%	27.26%	34.47%	24.46%	38.95%
杭州	均价	21,829	18,389	20,328	21,080	21,174	21,625
	同比增长率	25.48%	11.68%	19.12%	27.96%	22.07%	24.50%
上海	均价	46,197	46,513	47,420	47,110	50,401	49,179
	同比增长率	28.75%	27.87%	43.41%	44.35%	37.33%	34.26%
天津	均价	15,572	17,186	17,366	15,086	15,045	15,920
	同比增长率	31.79%	46.38%	39.11%	18.48%	22.35%	28.95%

注：南京市暂无相关统计数据

从上表可以看到，2017 年 1-6 月，我爱我家业务所在的主要城市商品住宅各月成交均价与去年同期比较，同比增长均在 15% 以上，增长幅度较大。

综上所述，鉴于国内一二线城市居民住房需求热度不减，商品房销售均价持续增长，在我爱我家佣金费率基本保持稳定的情况下，收益法预测客单价年均增

---

长约 3%具有一定合理性。同时，从实际情况来看我爱我家主要业务所在地商品房均价同比增长较快，随着各城市业务的逐渐稳定，客单价增长率为 3%存在较大可能性。因此，本次收益法评估预测我爱我家客单价年均增长率为 3%较为谨慎。

（二）补充披露调控政策的出台对换手率的影响是否符合评估的预期，比对调控前数据，进一步补充披露换手率的恢复情况

2013 年 2 月，国务院常务会议提出了完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划和加强市场监管等五个方面的政策措施，并强调加快形成引导房地产市场健康发展的长效机制。

2013 年 3 月，国务院办公厅发布《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，要求继续做好房地产市场调控工作，对 2 月国务院常务会议出台房地产市场调控五项政策措施进一步细化。通知要求，继续严格执行商品住房限购措施，同时进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率。对出售自有住房按规定应征收的个人所得税，通过税收征管、房屋登记等历史信息能核实房屋原值的，应依法严格按转让所得的 20%计征。

随后，北京、上海、广州等城市相继推出新一轮调控政策，主要内容均为提高首付款比例和贷款利率等限购政策。

2014 年 4 月开始，多地限购逐步松绑，至年底全国仅余 5 市尚未解除/放松限购政策，市场开始逐步恢复。

从换手率的变动情况来看，2013 年限购政策出台后，2014 年换手率大幅下滑，2014 年限购松绑开始后，换手率逐步恢复。由于 2016 年 9 月至今，全国各地陆续出台了房地产调控政策，本次评估以 2013 年调控政策出台后换手率变动为参考，假设 2017 年度各地预测换手率会出现较大幅度下滑，主要城市的历史换手率及 2017 年度预测换手率情况如下表所示：

换手率单位：%

城市	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年 1-6月	2017年 (预测)	预测换手率 实现情况 <sup>注</sup>
北京	1.17	0.80	1.35	1.53	0.48	0.99	48.48%
杭州	0.68	0.76	1.16	1.73	0.77	0.96	80.21%
上海	1.56	1.08	1.99	2.09	0.51	1.50	34.00%
南京	1.92	1.56	2.46	3.41	0.96	1.88	51.06%
天津	1.39	1.06	1.58	2.44	0.74	1.61	45.96%

注：预测换手率实现情况=2017年1-6月换手率/2017年预测换手率；若全年房屋交易平稳发生，则半年度换手率约为全年的50%。

从上表可以看到，2013年调控政策出台后，2014年主要城市换手率出现较大程度下滑，2014年限购政策放松后，主要城市换手率开始逐步恢复。鉴于2016年底至2017年初，各地调控政策陆续出台，本次评估预测2017年换手率出现大幅下滑，2018年开始逐步小幅恢复。从主要城市预测换手率实现情况来看，考虑到房地产行业自一季度起至四季度销售量逐渐放大的周期性特征，除上海外，主要城市换手率与预测情况不存在重大差异。

2016年11月，上海市住建委、人民银行上海分行、上海银监局联合印发《关于促进本市房地产市场平稳健康有序发展进一步完善差别化住房信贷政策的通知》，强化“认房又认贷”的信贷政策，对上海市房屋交易市场的影响较大，市场处于观望状态，使得2017年上半年上海市房屋交易市场处于非常低迷的状态，换手率较评估预测数有一定差异。但上海本轮调控已愈半年，根据历史房地产政策调控情况来看，于2017年下半年开始，调控政策影响将会减弱，前期压抑的房屋交易需求将得到释放，且在“金九银十”等传统房地产促销旺季之下，下半年上海市换手率有望恢复。

鉴于本轮各地的调控政策开始时间不长，暂未放松，2017年换手率仍处于低位，但整体来看，收益法评估对换手率的预期具备一定的可实现性。

由于我国房地产市场调控存在周期性，一般调控政策在出台后的一年对整个房地产市场影响最大，随后影响逐步减弱。2016年底至2017年初，各地调控政策陆续出台，2017年底开始本轮调控政策的影响预计将减弱，则自2018年开始步入一个新周期的复苏期，因此，在周期性作用下，预计2018年开始换手率开始小幅逐步恢复具有一定的合理性。

### （三）补充披露我爱我家未来年度市场占有率的预测是否足够谨慎

我爱我家市场占有率指我爱我家参与成交的房屋成交量占当地总成交量的比重。

#### A、各业务联动发展的深化增强我爱我家市场竞争力

我爱我家成立于 1998 年，是中国最早成立的全国性房地产中介服务连锁企业之一，经过近 20 年发展，我爱我家已形成了专业的管理队伍与高效的人才培养机制。同时，自 2015 年开始，我爱我家实施了城市一体化改造政策，打造以经纪门店、经纪人为基础，新房业务、经纪业务、资管业务联动发展的业务模式。一体化改造效果显著，2016 年我爱我家各项业务实现协同发展，实现营业收入 815,795.01 万元、归属于母公司股东的净利润 32,206.48 万元，较上年分别增长了 67.92%和 74.80%。随着一体化改造的深入，我爱我家各项业务的联动性将进一步深化，增强我爱我家的市场竞争力。

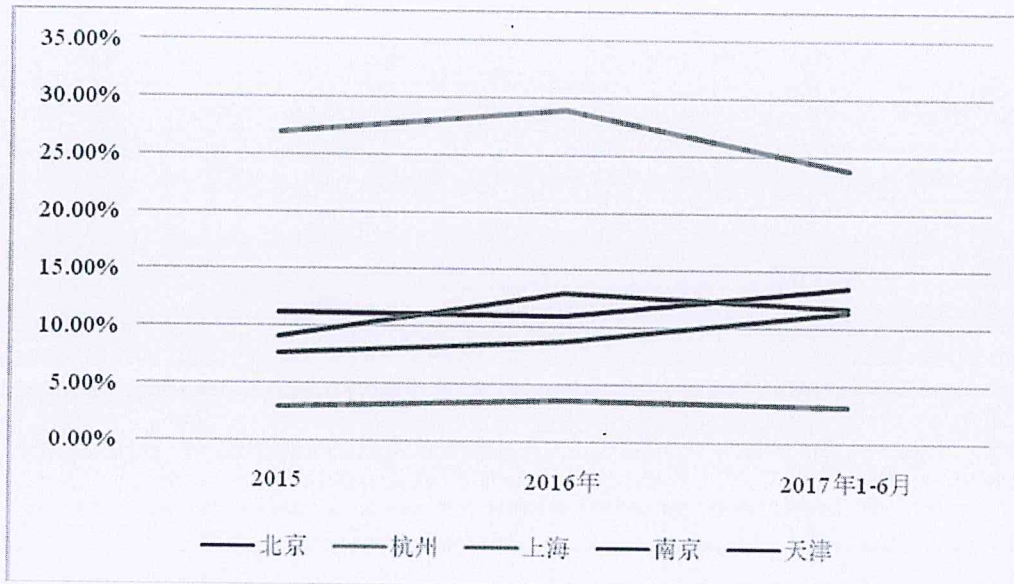
#### B、与上市公司的合作提高了员工的工作激情

房地产中介企业，特别是基于线下的房地产中介企业，公司竞争力与员工的工作激情与工作信心息息相关。

自上市公司与我爱我家开始启动本次重大资产重组，为了更好的提高员工工作积极性，新中吉文和茂林泰洁将员工持股平台权益具体落实到了拟激励员工个人名下，我爱我家核心员工均将享受到公司业绩增长及资本化带来的巨大收益。同时，我爱我家与上市公司具有良好地合作前景，我爱我家全体员工对公司未来发展充满信心，员工工作热情高涨。在全体员工更加努力工作的情况下，我爱我家市场竞争力的提高具有了最重要的员工基础。

#### C、历史期内我爱我家市占率基本稳定

以二手房买卖业务为例，2015 年至 2017 年 1-6 月，我爱我家主要城市二手房买卖市占率情况如下图所示：



从上图可以看到，2015年至2017年1-6月，我爱我家主要城市二手房买卖市占率保持了基本稳定。

北京地区是我爱我家业务的发源地，亦是我爱我家最主要的收入来源地，更是我爱我家业务模式改造的试验田。尽管北京地区是我国全国性房地产中介服务连锁企业的重要聚集地，竞争激烈，但北京地区在我爱我家深化一体化改造，强化业务联动性，优化公司管理的情况下，2017年1-6月我爱我家北京地区市占率仍实现增长，从2016年的11.00%上升到2017年1-6月的13.61%。

我爱我家在杭州、南京、上海三地的市场占有率处于行业前列，由于本轮调控政策自2016年底开始，2017年上半年在调控政策影响下，上述三地市占率有小幅下降。但随着我爱我家各城市公司一体化改造深化，业务联动性进一步加强，公司管理进一步优化，各城市公司有望呈现出北京地区一般的良好发展态势。

#### D、2017年1-6月实际市占率与评估预测数据差异不大

本次收益法评估中，我爱我家各城市市占率以我爱我家2016年度市占率为参考进行预测。

2016年度及2017年1-6月我爱我家主要城市二手房买卖市占率与预测期市占率情况如下表所示：

城市	2016年	2017年1-6月	2017年（预测） 注	预测数与2017年 1-6月实际实现情 况差异
北京	11.00%	13.54%	11.88%	1.66%
杭州	28.98%	23.80%	28.98%	-5.18%

城市	2016 年	2017 年 1-6 月	2017 年（预测） 注	预测数与 2017 年 1-6 月实际实现情 况差异
上海	3.64%	3.19%	3.64%	-0.45%
南京	12.98%	11.77%	12.98%	-1.21%
天津	8.84%	11.43%	8.84%	2.59%

注：二手房买卖市占率 2018 年及以后预测市占率与 2017 年预测数据一致；

从上表可以看到，2017 年 1-6 月，我爱我家收入最主要来源地北京地区市占率较 2016 年实现增长；天津地区市占率亦出现增长。上海、杭州、南京三地，我爱我家市占率均名列前茅，在调控政策影响，受到了一定的冲击，但在季节性周期的影响下，下半年房屋交易市场将得到一定恢复，大型房地产中介企业的竞争优势显现，同时随着我爱我家各城市公司一体化改造深化，业务联动性进一步加强，公司管理进一步优化，各城市公司有望呈现出北京地区一般的良好发展态势，市占率得到一定提升。从我爱我家历史市占率来看，实际市占率与预测数据差异不大。

根据我爱我家的说明，我爱我家对市占率下滑的主要城市进行了仔细分析，已采取强化业务协同、扩大业务范围（郊区拓展）、精耕现有区域、提高店面运营效率等措施保障我爱我家市占率的增长，我爱我家 2017 年度各城市实现预测市占率有较大可能。

综上所述，本次评估以我爱我家历史市占率为基础，结合我爱我家运营实际对我爱我家预测期市占率进行预测。我爱我家 2017 年 1-6 月市占率的实际实现情况与预测情况不存在重大差异，本次收益法评估对我爱我家未来年度市场占有率的预测具有一定谨慎性。

## 二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

1、鉴于国内一二线城市居民住房需求热度不减，商品房销售均价持续增长，在我爱我家佣金费率基本保持稳定的情况下，收益法预测客单价年均增长约 3% 具有一定合理性。

2、经比对历史限购政策出台后换手率变动情况，换手率会随着调控政策

的出台于次年出现下降，并逐渐恢复。鉴于 2016 年底至 2017 年初，各地调控政策陆续出台，本次评估预测 2017 年换手率出现大幅下滑，2018 年开始逐步小幅恢复，评估预测具有合理性。

3、本次评估以我爱我家历史市占率为基础，结合我爱我家运营实际对我爱我家预测期市占率进行预测。我爱我家 2017 年 1-6 月市占率的实际实现情况与预测情况不存在重大差异，本次收益法评估对我爱我家未来年度市场占有率的预测具有一定谨慎性。”

### 问题二十三：

申请材料显示，我爱我家收益法评估时的折现率为 12.31%。请你公司比对同行业可比交易案例，补充披露我爱我家收益法评估折现率取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

### 回复：

本次评估收益额口径为企业自由现金流量，则折现率选取加权平均资本成本（WACC）。

$$r=rd \times wd + re \times we$$

式中：

rd：所得税后长期付息债务利率；

$$rd = r0 \times (1-t)$$

r0：所得税前长期付息债务利率；

t：适用所得税税率；

Wd：付息债务价值在投资性资产中所占的比例；

We：权益资本价值在投资性资产中所占的比例；

re：权益资本成本，采用 CAPM（Capital Asset Pricing Modle）模型确

定。

公式如下：

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f) + \varepsilon$$

式中：

$r_e$ ：权益资本成本

$r_f$ ：无风险报酬率；

$\beta$ ：企业风险系数；

$r_m - r_f$ ：市场风险溢价；

$r_m$ ：市场报酬率；

$\varepsilon$ ：公司特定风险调整系数

#### 1>无风险报酬率 $r_f$ 的确定

无风险报酬率反映的是在本金没有违约风险、期望收入得到保证时资金的基本价值。在此情形下，投资者仅仅牺牲了某一时期货币的使用价值或效能。对一般投资者而言，国债利率通常成为无风险报酬率的参考标准。这不仅因为各国的国债利率是金融市场上同类金融产品中最低的，而且还因为国债具有有期性、安全性、收益性和流动性等特点。

由于国债具有以上本质特征，其复利率常被用作无风险利率。

评估人员通过 Wind 资讯查询，选取距评估基准日到期年限 10 年期以上的国债到期收益率 4.12%（复利收益率）作为无风险收益率。

无风险回报率  $r_f = 4.12\%$ 。

#### 2>权益系统风险系数 $\beta$ 值确定

权益的系统风险系数  $\beta$ ：

$$\beta = \beta_u \times [1 + (1-t)D/E]$$

其中： $\beta$ ：权益系统风险系数（有财务杠杆的 $\beta$ ）

$\beta_u$ ：无财务杠杆的 $\beta$

D/E：债务市值/权益市值

t：所得税率

评估人员通过 Wind 资讯软件系统，选取与我爱我家的业务范围相同、经营规模相近、资本结构相似的国内 A 股上市的房地产服务行业公司 3 家，查取房地产行业的可比上市公司的有财务杠杆贝塔系数、带息债务与权益资本比值、企业所得税率，并求取可比上市公司无财务杠杆贝塔系数的平均数作为我爱我家无财务杠杆 $\beta_u$ 的系数为 0.9887，如下表：

序号	名称	贝塔系数	年末所得税率	带息债务 / 股权价值	无杠杆贝塔系数	代码
1	世联行	1.6885	25%	0.0769	1.5964	002285.SZ
2	三湘印象	0.4882	25%	0.3920	0.3773	000863.SZ
3	华鑫股份	1.0978	25%	0.1416	0.9924	600621.SH
	平均值			0.2035	0.9887	

数据来源：Wind资讯

通过wind资讯系统，查取房地产服务行业的可比上市公司的带息债务与权益资本比值，并求取平均数为0.2035，企业经营过程中也将保持此资本结构，适用所得税率为34.58%，则计算可得有财务杠杆的系统风险系数 $\beta$ 为1.12。

### 3>市场报酬率 $r_m$ 的确定

市场报酬率是预期市场证券组合收益率， $r_m$ 的确定既可以依靠历史数据，又可以基于事前估算。一般取证券市场基准日前10年平均报酬率作为市场报酬率，通过wind资讯系统，查取证券市场基准日前10年平均报酬率 $r_m$ 为11.38%。

### 4>公司特定风险调整系数 $\epsilon$ 的确定

特定公司风险溢、折价，表示非系统风险，由于目标公司具有特定的优势或劣势，要求的回报率也相应增加或减少。本次被评估单位为非上市公司，而评估参数选取参照的是上市公司，故需通过特定风险调整。综合考虑企业的规模、经营状况、财务状况及流动性等，确定委估企业特定风险调整系数为2%。

### 5> $r_e$ 折现率的确定

将上述各值分别代入公式：

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f) + \varepsilon$$

则折现率  $r = 14.25\%$

#### 6>综合折现率 $r$ 的确定

所得税前付息债务利率  $4.35\%$ ，适用所得税税率为  $34.58\%$ ；

则根据公式： $r = r_d \times w_d + r_e \times w_e$

综合折现率为  $12.31\%$ 。

#### 7>折现率取值的合理性

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及国创高新收购深圳云房作为可比案例，其折现率情况如下表所示：

序号	证券简称	标的资产	评估基准日	折现率
1	万里股份	搜房网	2015/12/31	12.68%
2	国创高新	深圳云房	2016/8/31	12.65%
平均值				12.66%
3	昆百大 A	我爱我家	2016/12/31	12.31%

本次估值采用的折现率与可比交易案例采用的折现率相近，不存在重大差异，采用 WACC 模型计算的折现率具有合理性。”

## 二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：经比对同行业可比交易案例可知，本次我爱我家收益法评估折现率与可比交易案例采用的折现率相近，无较大差异，取值较合理。

### 问题二十四：

申请材料显示，收益法评估时不考虑我爱我家未来年度营运资金净增加额。请你公司结合应收款项、应付款项等营运资金的主要影响未来年度的预测数，补充披露营运资金净增加额预测的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

营运资金增加额系指企业在不改变当前营业生产条件下,为维持正常经营而需新增投入的营运性资金,即为保持企业持续经营能力所需的新增资金,如正常经营所需保持的现金、代客户垫付购货款(应收款项)等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化,获取他人的商业信用而占用的现金,正常经营所需保持的现金等;同时,在经济活动中,提供商业信用,相应可以减少现金的即时支付。因此估算营运资金的增加额,原则上只需考虑正常经营所需保有的现金(最低现金保有量)、应收款项和应付款项等主要因素。

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中:

营运资金=经营性现金+存货+应收款项-应付款项

#### ①经营性现金

经营性现金=营业收入总额/付现次数

付现次数=付现成本÷货币资金平均余额

付现成本=营业成本总额+销售税金及附加+销售费用+管理费用-折旧-摊销

货币资金平均余额=(货币资金年初数+货币资金年末数)÷2

#### ②存货

鉴于我爱我家没有存货,因此营运资金测算不考虑存货金额。

#### ③应收款项

应收款项=营业收入总额/应收款项周转率

应收款项周转率=营业收入总额÷应收款项平均余额

应收款项平均余额=(应收款项余额年初数+应收款项余额年末数)÷2

其中,应收款项主要包括应收账款、应收票据、预付账款以及与经营生产相关的其他应收账款等诸项。

#### ④应付款项

应付款项=营业成本总额/应付款项周转率

应付款项周转率=营业成本总额÷应付款项平均余额

应付款项平均余额=(应付款项余额年初数+应付款项余额年末数)÷2

其中,应付款项主要包括应付账款、应付票据、预收账款、应付职工薪酬、应交税费以及与经营生产相关的其他应付账款等诸项。

根据对评估对象经营情况的调查,以及经审计的评估对象的资产和损益、收入和成本费用的统计分析以及对未来经营期内各年度收入与成本的估算结果,按照上述定义,可得到未来经营期内各年度的经营性现金(最低现金保有量)、应收款项和应付款项等及其营运资金增加额,经计算,企业的营运资金明细如下:

单位:万元

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
经营性现金	136,041.85	156,878.59	178,455.59	198,267.62	217,326.82
应收款项	197,952.56	228,499.25	260,683.46	291,604.18	322,209.57
应付款项	373,226.77	432,557.86	493,727.33	551,736.89	606,674.56
营运资金	-39,232.36	-47,180.02	-54,588.28	-61,865.09	-67,138.17
营运资金追加额	-20,932.81	-7,947.66	-7,408.26	-7,276.81	-5,273.08

本次收益法评估过程中,预测期内营运资金追加额的计算根据评估预测中营运资金追加额计算原理而得,评估预测具有可靠性。

我爱我家是一家从线下门店业务逐步发展成如今具备线上和线下同步发展能力的房地产中介综合服务提供商,积累了多年的房地产中介服务行业经验。我爱我家主营业务主要为新房业务、经纪业务以及资管业务,且未来以资管业务作为重点发展方向。

预测期内,营运资金为负,且营运资金追加额也为负值的原因在于:我爱我家资管业务开展过程中会积累金额较大的押金及代收待转付的租金,且上述押金及代收待转付的租金存在一定的沉淀期,我爱我家现金流量充裕。截至2017年3月末,我爱我家资管业务在全国11个城市中房源保有量20余万套,预测期内,我爱我家资管业务规模继续扩大,2017年至2021年,我爱我家预测资管业务收

入分别为 12.86 亿元、16.60 亿元、20.61 亿元、24.49 亿元和 27.73 亿元，资管业务带来的现金流，保障了我爱我家营运资金的需要。

预测期内，预测营运资金占预测营业收入的比重如下表所示。

单位：万元

科目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营运资金	-39,232.36	-47,180.02	-54,588.28	-61,865.09	-67,138.17
营业收入	923,309.55	1,065,788.39	1,215,905.11	1,360,128.50	1,502,881.16
营运资金占营业收入的比例	-4.25%	-4.43%	-4.49%	-4.55%	-4.47%

从上表可以看出，预测期内预测营运资金占预测营业收入的比重基本保持稳定，具有合理性。

综上，本次收益法评估过程中，预测期内营运资金追加额的计算根据评估预测中营运资金追加额计算原理而得，评估预测具有可靠性。预测期内，营运资金为负，且营运资金追加额也为负值的原因主要在于我爱我家资管业务的业务模式会给企业带来充裕的现金流，随着我爱我家资管业务规模的不断扩大，资管业务带来的现金流可以有效保障我爱我家营运资金的需要。本次收益法评估中，营运资金追加额的预测具有合理性。

## 二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：本次收益法评估过程中，预测期内营运资金追加额的计算根据评估预测中营运资金追加额计算原理而得，评估预测具有可靠性。预测期内，营运资金为负，且营运资金追加额也为负值的原因主要在于我爱我家资管业务的业务模式会给企业带来充裕的现金流，随着我爱我家资管业务规模的不断扩大，资管业务带来的现金流可以有效保障我爱我家营运资金的需要。本次收益法评估中，营运资金追加额的预测具有合理性。

### 问题二十七：

备考合并报告显示，本次交易完成后，2016 年末上市公司商誉账面价值 565,901.65 万元。请你公司补充披露：1) 本次交易对商誉影响数的具体测算过程及依据，是否符合《企业会计准则》的相关规定。2) 备考合并报表编制及本

次交易资产基础法评估中，是否已充分辨认和合理判断我爱我家拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，包括但不限于专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、特许经营权、合同权益等。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

补充披露备考合并报表编制及本次交易资产基础法评估中，是否已充分辨认和合理判断我爱我家拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，包括但不限于专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、特许经营权、合同权益等

我爱我家未在财务报表中确认、可充分辨认和合理判断的无形资产主要为商标及域名和著作权。

我爱我家作为商标及域名和著作权的权利人，对其拥有的商标等无形资产有法定权利。同时，我爱我家拥有的商标等无形资产一直为我爱我家日常经营所使用，我爱我家作为大型房地产中介服务企业，商标等无形资产能够为我爱我家带来收益。因此本次资产基础法评估中，对商标、域名及著作权采用收益法进行评估，通过估算未来收益期内商标等无形资产所带来的收益，并按一定折现率将其折算为现值，以该现值作为被上述无形资产的评估值。经收益法评估，商标及域名评估价值为 78,100.00 万元，著作权评估价值为 1,300.00 万元。

截至评估基准日，我爱我家未在财务报表中确认，但依据《企业会计准则解释第 5 号》可充分辨认和合理判断的无形资产情况如下：

1>商标

①境内注册商标



序号	名称/图样	注册号	类号	权利人	有效期限	备注
1		1103476	35	我爱我家	2007.09.14-2017.09.13	
2		12062100	43		2014.07.07-2024.07.06	

序号	名称/图样	注册号	类号	权利人	有效期限	备注
3		4635833	37		2008.12.14-2018.12.13	
4	Sayhi	17609447	42		2016.09.28-2026.09.27	
5	唯嘉	12062085	36		2014.07.07-2024.07.06	
6	 偉業顧問 B.A. Consulting	4841860	36		2009.08.14-2019.08.13	
7	相寓	17779515	9		2016.10.14-2026.10.13	
8	相寓	17609479	43		2016.09.28-2026.09.27	
9		4635829	16		2008.10.21-2018.10.20	
10		17609043	36		2016.09.28-2026.09.27	
11		4635834	43		2008.12.14-2018.12.13	
12	相寓	17609285	37		2016.09.28-2026.09.27	
13	Sayhi	17608935	36		2016.09.28-2026.09.27	
14	妙金	17239643	36		2016.08.14-2026.08.13	
15	 偉業顧問 B.A. Consulting	14402752	35		2015.08.14-2025.08.13	

序号	名称/图样	注册号	类号	权利人	有效期限	备注
16	 我爱我家 515J.com	4635824	39		2010.02.07-2020.02.06	
17	 女人当家 Woman	12575048	37		2015.07.21-2025.07.20	
18		17609550	43		2016.09.28-2026.09.27	
19	SJDAICOM	17847426	9		2016.10.14-2026.10.13	
20	相寓	17056397	36		2016.08.14-2026.08.13	
21		12138924	36		2014.07.28-2024.07.27	
22	维嘉	12062095	36		2014.07.07-2024.07.06	
23	相寓	17693955	39		2016.10.07-2026.10.06	
24		4635835	42		2008.10.28-2018.10.27	
25	金房管	10640321	36		2013.06.28-2023.06.27	
26	Sayhi	17609346	37		2016.09.28-2026.09.27	
27	 伟业顾问	1097937	36		2007.09.07-2017.09.06	
28	富寓	17239625	36		2016.08.14-2026.08.13	
29	 伟业顾问 B.A. Consulting	4841862	42		2009.08.14-2019.08.13	

序号	名称/图样	注册号	类号	权利人	有效期限	备注
30		4635831	35		2008.12.21-2018.12.20	
31		12138949	43		2014.07.28-2024.07.27	
32		12138833	36		2014.07.28-2024.07.27	
33		4841861	35		2009.09.14-2019.09.13	
34		8253110	36		2014.03.07-2024.03.06	授权 加盟 商使 用*
35		12138937	43		2014.07.28-2024.07.27	
36	妙金	17239819	42		2016.08.28-2026.08.27	
37		1091519	35		2007.08.28-2017.08.27	
38	Sayhi	17694133	45		2016.10.07-2026.10.06	
39		4635832	36		2010.02.07-2020.02.06	
40	金房管	17847627	9		2016.10.14-2026.10.13	

序号	名称/图样	注册号	类号	权利人	有效期限	备注
41	我爱我家网	17847616	36		2016.10.21-2026.10.20	
42		12575404	35		2015.03.28-2025.03.27	
43	相寓	17056481	42		2016.08.14-2026.08.13	
44		4635830	20		2008.10.21-2018.10.20	
45		4635822	36		2010.02.07-2020.02.06	
46		1025679	37		2007.06.07-2017.06.06	
47	相寓	17608721	35		2016.09.28-2026.09.27	
48		8253111	36		2011.08.07-2021.08.06	授权 加盟商*
49		4635828	9		2008.02.21-2018.02.20	
50		1735568	36		2012.03.21-2022.03.20	授权 加盟商*
51		4635836	41		2008.12.14-2018.12.13	
52		1061906	36		2007.07.21-2017.07.20	
53	富寓	17239797	42		2016.08.28-2026.08.27	

序号	名称/图样	注册号	类号	权利人	有效期限	备注
54		12574855	43		2014.10.14-2024.10.13	
55		17609249	37		2016.09.28-2026.09.27	
56		17694059	39		2016.10.07-2026.10.06	
57		12574932	42		2014.10.14-2024.10.13	
58		4635837	39		2008.10.28-2018.10.27	
59	我家盈	18342958	42		2016.12.21-2026.12.20	
60	匯e有家	18026232	9		2016.11.14-2026.11.13	
61	魔售	17922441	36		2016.10.28-2026.10.27	
62	Hugain	17922401	36		2016.10.28-2026.10.27	
63	我家盈	18342787	36		2016.12.21-2026.12.20	
64	Hugain	17922295	35		2016.10.28-2026.10.27	
65	我家盈	18342548	35		2016.12.21-2026.12.20	
66		17922497	42		2016.10.28-2026.10.27	
67	趋势资本	18342671	35		2016.12.21-2026.12.20	

序号	名称/图样	注册号	类号	权利人	有效期限	备注
68		18026331	36		2016.11.14-2026.11.13	

②境外注册商标

序号	国家	商标名称	申请号/注册号	注册日期	状态
1	美国		4827988	2015.10.6	有效
2	美国		4823084	2016.9.29	有效
3	韩国		4103284930000	2015.6.3	有效
4	韩国		4103284940000	2016.6.3	有效
5	新西兰		1006893	2015.4.15	有效
6	澳大利亚	我爱我家	1344637	2010.2.10	有效
7	澳大利亚		1652184	2014.10.13	有效

2>域名

序号	网站域名	备案/许可证号	主办单位	首页地址
1	5i5j.com 5i5j.com.cn	京 ICP 备 09041444 号-1	我爱我家	www.5i5j.com
2	bacic5i5j.com bacic5i5j.com.cn	京 ICP 备 09041444 号-2		www.bacic5i5j.com
3	bj5i5j.com bj5i5j.net bj5i5j.com.cn bj5i5j.cn	京 ICP 备 09041444 号-3		www.bj5i5j.com

序号	网站域名	备案/许可证号	主办单位	首页地址
	bj5i5j.net.cn			
4	ai55.com	京 ICP 备 09041444 号-4		www.ai55.com
5	haiwaiyoujia.com	京 ICP 备 09041444 号-5		www.haiwaiyoujia.com

### 3>著作权

#### ①软件著作权

序号	软件名称	著作权人	登记号	登记批准日期
1	我爱我家房产软件	北京我爱我家 房地产经纪有 限公司（中 国）	2016SR093699	2016.05.04

#### ②作品著作权

序号	权利人	作品名称	登记号	类别	创作完成 日	首次发布 日
1	我爱我家	有谱易住	国作登字 -2016-F-00289731	美术作品	2016.5.9	2016.5.15
2	我爱我家	桥梁	国作登字 -2015-F-00236239	美术作品	2015.7.9	2015.8.20
3	我爱我家	小寓	国作登字 -2015-F-00235135	美术作品	2015.6.18	2015.8.1
4	我爱我家	商客云码	国作登字 -2016-F-00289730	美术作品	2016.5.9	2016.5.15

综上所述，本次交易资产基础法评估中，已充分辨认和合理判断我爱我家拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产。”

## 二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：本次交易资产基础法评估中，已经充分辨认我爱我家拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产。

(本页无正文，为“《昆明百货大楼（集团）股份有限公司关于发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易申请文件反馈意见》的回复”之签字盖章页)

评估机构：中发国际资产评估有限公司



资产评估师：

李琪

资产评估师：

张靖

2017年8月16日