

本报告共三册
本册为第二册

西安民生集团股份有限公司拟收购股权项目
涉及的西安兴正元购物中心有限公司
股东全部权益价值
评估说明

正衡评报字[2013]89 号



正衡资产评估有限责任公司
ZENITH ASSETS APPRAISA I CO.,LTD
二〇一三年七月二十九日

本 册 目 录

第一部分	关于评估说明使用范围的声明	3
第二部分	企业关于进行资产评估有关事项的说明.....	4
第三部分	资产评估说明	5
一、	评估对象与评估范围说明.....	5
(一)	评估对象与评估范围内容.....	5
(二)	实物资产的分布情况及特点.....	6
(三)	企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况	8
(四)	引用其他机构报告情况.....	9
(五)	被评估单位近三年涉及本次评估对象的交易或评估行为	9
二、	资产核实情况总体说明.....	10
(一)	资产核实人员组织、实施时间和过程.....	10
(二)	影响资产核实的事项及处理方法.....	11
(三)	核实结论.....	11
三、	评估技术说明.....	12
➤	资产基础法评估技术说明.....	12
(一)	流动资产评估说明.....	12
(二)	长期股权投资评估说明	15
(三)	投资性房地产评估说明	16
(四)	房屋建筑物评估说明	17
(五)	设备类资产评估说明	33
(六)	无形资产评估说明	37
(七)	长期待摊费用评估说明	38
(八)	递延所得税资产评估说明	39
(九)	负债评估说明	39
➤	收益法评估说明.....	42
(一)	评估对象的说明.....	42
(二)	收益法的应用前提及选择的理由和依据.....	42
(三)	收益预测的假设条件.....	44



(四) 企业经营、资产、财务分析	46
(五) 评估计算及分析过程	67
四、评估结论及分析	80
(一) 评估结论	80
(二) 评估结论与账面价值比较变动情况及原因分析	82
(三) 股东全部权益价值的溢价（或者折价）及流动性的考虑	84



第一部分 关于评估说明使用范围的声明

本评估说明供国有资产监督管理机构（含所出资企业）、相关监管机构和部门使用。除法律、法规规定外，材料的全部或者部分内容不得提供给其他任何单位和个人，不得见诸公开媒体。

正衡资产评估有限责任公司

二〇一三年七月二十九日



第二部分 企业关于进行资产评估有关事项的说明

根据国家资产评估的有关规定，本部分由项目委托方-西安民生集团股份有限公司、被评估单位-西安兴正元购物中心有限公司撰写并签章，具体内容见本报告后附“企业关于进行资产评估有关事项的说明”。



第三部分 资产评估说明

一、评估对象与评估范围说明

（一）评估对象与评估范围内容

本报告评估对象为西安兴正元购物中心有限公司（以下简称“兴正元”）股东全部权益价值。

本报告评估对象兴正元股东全部权益价值；评估范围为兴正元全部资产及负债，包括：流动资产合计 1,173,562,650.59 元；非流动资产合计 1,022,641,228.06 元；资产总计 2,196,203,878.65 元；流动负债合计 1,022,835,244.70 元；非流动负债合计 510,263,041.40 元；负债总计 1,533,098,286.10 元。具体见下表：

单位：人民币元

序号	资产项目	账面价值
1	一、流动资产合计	1,173,562,650.59
2	货币资金	80,461,507.60
3	应收账款	69,280,663.20
4	预付账款	72,121.47
5	其他应收款	1,023,522,898.79
6	存货	225,459.53
7	二、非流动资产合计	1,022,641,228.06
8	长期股权投资	5,950,939.55
9	投资性房地产	251,209,013.97
10	固定资产	378,475,531.28
11	在建工程	
12	无形资产	383,081,251.10
13	长期待摊费用	3,903,196.26
14	递延所得税资产	21,295.90
15	三、资产合计	2,196,203,878.65
16	四、流动负债合计	1,022,835,244.70
17	短期借款	550,000,000.00
18	应付票据	
19	应付账款	187,437,189.03
20	预收账款	49,352,130.74
21	应付职工薪酬	5,222,110.96
22	应交税费	-440,303.48



序号	资产项目	账面价值
23	应付利息	6,547,388.56
24	其他应付款	64,716,728.89
25	一年内到期的非流动负债	160,000,000.00
26	五、非流动负债合计	510,263,041.40
27	长期借款	510,000,000.00
28	递延所得税资产	263,041.40
29	六、负债合计	1,533,098,286.10

纳入评估范围的资产与委托评估时确定的资产范围一致，相关报表已经中审亚太会计师事务所有限公司审计并出具了无保留意见审计报告（中审亚太审字[2013]010479号）。具体评估范围以兴正元提供的评估申报表为准。

（二）实物资产的分布情况及特点

1、纳入本次评估范围的存货为在用周转材料。在用周转材料主要包括办公桌椅、资料柜、沙发、写字台等办公用品，以及手枪钻、电焊机等工具，分布在兴正元营业区及办公室内。在用周转材料大部分为2010年至2012年期间购置的，目前使用状况良好，能够继续使用。公司采用五五摊销法进行财务核算。

2、纳入本次评估范围的投资性房地产为兴正元自有的房产中用于出租的房屋建筑物16,053.24 m²及其对应的土地使用权（详见房屋建筑物、无形资产-土地使用权的描述）。

3、纳入本次评估范围的房屋建筑物1项，位于西安市东大街骡马市1号，具体包括骡马市商业步行街北区第一层至第二层的东侧部分，第三至第六层的整体部分，建筑面积总计70,022.44 m²，共6层，结构为框架结构，目前作为商场，以联营方式为主进行经营，该房地产位于西安市市级商业圈（钟楼商业圈）内，其中一层建筑面积为5,484.99 m²、二层建筑面积为5,070.36 m²、三层—六层建筑面积分别为16,653.93 m²、15,510.48 m²、12,853.44 m²、14,449.24 m²，对应房屋登记簿共计270个，其中16,053.24 m²在投资性房地产中进行核算。

截止评估基准日上述房屋建筑物连同其对应的土地使用权已全部设定抵



押，通过我公司评估人员现场勘察及与产权持有方相关人员沟通了解，目前使用状况良好，能够继续使用。

4、纳入本次评估范围的设备类资产主要为兴正元办公设备及软件、办公室电器、商场收银台等，设备共计 67 项 262 台（套），上述设备主要购建于 2009 年-2010 年，使用时间不长，均正常在用。大部分设备目前使用状况良好，能够继续使用。

5、资产权属状况

5-1 资产被抵押、质押的情况

①兴正元与中国对外经济贸易信托有限公司于 2011 年 6 月 30 日签订《西安兴正元购物中心有限公司财产收益权信托合同》，取得 50,000 万元借款。约定兴正元将其合法拥有的 2011 年 8 月 1 日至 2016 年 8 月 1 日期间的财产收益权设立信托，由中国对外经济贸易信托有限公司按照信托合同约定进行管理、运用、处分，为受益人获取收益。合同规定于每年的 8 月 1 日归还借款 10,000 万元，分 5 期还完。截至评估基准日，借款余额为 40,000 万元，其中一年内到期的金额为 10,000 万元。

②兴正元与中国对外经济贸易信托有限公司于 2012 年 8 月 14 日签订《西安兴正元购物中心有限公司财产收益权信托合同》，取得 30,000 万元借款。约定兴正元将其合法拥有的 2012 年 8 月 14 日至 2017 年 8 月 14 日期间的财产收益权设立信托，由中国对外经济贸易信托有限公司按照信托合同约定进行管理、运用、处分，为受益人获取收益。海航商业控股有限公司为此借款提供连带责任保证担保。合同规定于分别于每年的 2 月 14 日和 8 月 14 日归还 3,000 万元，分 10 期还完。截至评估基准日，借款余额为 27,000 万元，其中一年内到期的金额为 6,000 万元。

③兴正元与兴业银行股份有限公司西安分行于 2013 年 4 月 28 日签订《流动资金借款合同》，借款 10,000 万元，期限为 2013 年 4 月 28 日至 2014 年 4



月 27 日。

以上①-③项借款，兴正元以其自有房产 70,022.44 m²连同其对应的土地使用权进行抵押。

④兴正元与中国工商银行西安土门支行于 2013 年 1 月 8 日签订了质押合同[37000218-2013 年土门（质）字 0002 号]，以 7,000 万元工行单位定期存单（陕 00001536）为西安民生自 2013 年 1 月 8 日至 2013 年 11 月 20 日的流动资金借款 10,100 万元[借款合同编号：37000218-2013 年（土门）字 0004 号]提供保证担保。

5-2 关联担保情况

担保方	被担保方	担保金额（元）	担保起始日	担保到期日	担保是否已经履行完毕
西安兴正元购物中心有限公司	西安民生集团股份有限公司	注 1	2013.1.8	2013.12.7	否
西安兴正元购物中心有限公司	西安民生集团股份有限公司	50,000,000.00	2012.6.29	2013.6.29	否
海航集团有限公司	西安兴正元购物中心有限公司	450,000,000.00	2013.4.3	2014.4.3	否
海航商业控股有限公司	西安兴正元购物中心有限公司	300,000,000.00	2012.8.14	2017.8.14	否

注 1：见 5-1 资产被抵押、质押的情况④。

（三）企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况

兴正元申报的纳入本次评估范围的土地使用权三宗，其对应的地上建筑物为兴正元总建筑面积合计 70,022.44 m²房屋建筑物，见下表：

序号	土地权证编号	土地位置	用地性质	地类用途	准用年限	证载面积(m ²)	分割面积(m ²)	证载土地使用权人
1	西碑国用(2006 出)第 743 号	西安市碑林区骡马市	出让	商业(综合)	2006 年 9 月 6 日—2050 年 9 月 26 日	962.50	11,784.10	西安兴正元地产开发有限公司
2	西碑国用(2006 出)第 745 号	西安市碑林区骡马市	出让	商业(综合)	2006 年 9 月 6 日—2050 年 9 月 26 日	8,095.50		
3	西碑国用(2006 出)第 748 号	西安市碑林区骡马市东	出让	商业(综合)	2006 年 9 月 6 日—2050 年 9 月 26 日	14,278.10		
合计						23,336.10	11,784.10	



西碑国用（2006 出）第 743 号、745 号、748 号，证载使用权人均为西安兴正元地产开发有限公司，按照建筑面积占比分摊法估算土地使用权面积为 11,784.10 m²。该土地使用权面积最终分割时以西安市国土资源局实际测绘结果为准。

对此情况，兴正元与西安兴正元地产开发有限公司共同出具土地证证载权属及实际权属情况说明，声明兴正元建筑面积 70,022.44 m²对应的土地使用权 11,784.10 m²，兴正元为实际使用权人，截至报告出具日，兴正元尚未办理土地使用权过户手续。

按照建筑面积占比分摊法估算土地使用权面积，其中建筑面积 16,053.24 m²对应的土地使用权为 2,701.61 m²，在投资性房地产中核算；建筑面积 53,969.20 m²（70,022.44 m²-16,053.24 m²）对应的土地使用权为 9,082.49 m²，在无形资产中核算。

（四）引用其他机构报告情况

未引用其他机构报告。

（五）被评估单位近三年涉及本次评估对象的交易或评估行为

兴正元近三年有涉及本次评估对象的交易共两次，分别为：

2009 年 8 月 18 日，经兴正元股东会决议，同意西安兴正元实业投资集团有限公司将其持有的公司 70%的股权转让给海航商业控股有限公司，股权转让价款为 520,525,903.36 元。股权变更后，海航商业控股有限公司出资 450,495,070.00 元，占注册资本 70%，西安兴正元实业投资集团有限公司出资 193,069,315.71 元，占注册资本 30%。

2010 年 10 月 10 日，经兴正元股东会决议，同意西安兴正元实业投资集团有限公司将其持有的公司 30%的股权转让给海航商业控股有限公司，股权转让价款为 326,888,075.63 元，“其中房产总面积按平均 22,200.00 元计价”。股权变更后，海航商业控股有限公司持股 100%，兴正元成为海航商业控股有



限公司的全资子公司。

二、资产核实情况总体说明

（一）资产核实人员组织、实施时间和过程

在进入现场核实前，成立了以现场项目负责人为主的核实小组，制定了现场勘察核实实施计划。根据兴正元填报的资产清查评估申报明细表和收益预测表，按照资产的类别，评估项目组分成房地产类、设备类固定资产、其他类资产和收益法等专业评估小组，对本次评估范围内的资产及负债和收益预测数据进行了全面的现场核实。

1、指导企业相关人员清查资产、申报历史及预测数据并收集准备资料。

先期指导企业相关的财务与资产管理人员在资产清查的基础上，按照评估机构提供的“成本法—资产评估明细申报表”、“收益法—未来收益预测表”、“资产评估所需提供资料清单”及其填写要求，进行登记填报，同时收集被评估资产的产权归属证明文件和反映性能、状态、经济技术指标等情况的文件资料。

2、初步审查和完善兴正元提供的资产评估申报明细表。

评估人员通过查阅有关资料，了解涉及评估范围内具体对象的详细状况。然后，审查各类评估明细表，检查有无填列不全、资产项目不明确现象、收益预测是否符合市场情况、成本费用预测是否与同行业接近，并根据经验及掌握的有关资料，检查评估明细表有无漏项等，根据调查核实的资料，对评估明细表进行完善。

3、现场实地勘察和数据核实

依据企业的经营业态特点，对申报资产进行现场勘察和了解。依据资产评估明细表，对申报资产进行清点和现场勘察。针对不同的资产性质及特点，采取不同的勘察方法。对于房地产类资产通过在查阅施工图纸、房产证等资



料的基础上，对资产的外观、使用状况进行勘察，并对周边市场情况进行调查了解；对设备，查阅了设备的购置合同及发票，勘察其使用状态，填写设备现场勘察记录，并通过与设备管理人员和操作人员的广泛交流，了解设备的购置日期、产地、账面原值各项费用的构成情况，查阅设备的运行和故障记录，填写设备现场勘察记录等。通过这些步骤，比较充分地了解了设备的运行情况。

4、补充、修改和完善资产评估明细表

根据现场实地勘察结果，进一步完善资产评估明细表，以做到“表”“实”相符。

5、核实产权证明文件

对评估范围内的设备、房产的产权进行调查核实，但对产权证的真实有效性不承担责任。

（二）影响资产核实的事项及处理方法

在本次勘察核实过程中，对于敷设于地下的隐蔽工程，因受其特点的限制，影响这部分实物资产的直接勘察、核实，评估人员对这部分资产尽最大可能收集、查阅企业提供的有关图纸、资料，向有关技术人员了解和核实资产的实际使用状况和使用性能。

（三）核实结论

1、资产核实结论

经过现场勘查，核实情况结论为：

（1）非实物资产，评估申报明细表和账面记录一致，申报明细表与实际情况吻合。

（2）实物资产的核实情况与申报明细表核对，申报明细表与实物数量相符，兴正元相关人员已签字确认核实后明细。

（3）经过核实，查清了评估范围内的资产和负债的情况。同时评估师对



下列清查中事项给予了足够的关注：

资产权属及抵押、担保情况，详见一、（二）5、资产权属状况的列示。

三、评估技术说明

➤ 资产基础法评估技术说明

（一）流动资产评估说明

1、货币资金

货币资金账面值为 80,461,507.60 元。包括库存现金、银行存款。

（1）库存现金

现金账面值为 22,748.23 元，全部为人民币。

对库存现金，采用盘点核实的方法确定评估值。评估人员在兴正元财务、出纳人员的配合下，对盘点日存放在其财务部门的库存现金进行了盘点，并查阅了评估基准日至盘点日的现金日记账、尚未记账的收款、付款凭证及现金收付的原始单据，根据现金盘点记录和基准日至盘点日的现金收入、支出金额调整推算出评估基准日库存现金额。

现金评估倒推法计算公式为：盘点日库存现金数+基准日至盘点日前现金支出数-基准日至盘点日前现金收入数=评估基准日现金金额。

按上述方法，评估人员对库存现金经过盘点、推算，评估基准日库存现金与资产负债表账面值相符，故确认库存现金评估值为 22,748.23 元。

（2）银行存款

银行存款账面值为 80,438,759.37 元。

为兴正元在西安市商业银行碑林支行、工行土门支行、商行钟楼支行等金融机构开设的 15 个银行基本账户或一般账户存款，全部为人民币存款。对银行存款的核实以银行的对账单余额同企业银行存款日记账余额相核对的方



式，向开户行发函确认，如有未达账项，则编制银行存款余额调节表，平衡相符后，人民币存款以核实后账面值作为评估值。其中工行土门支行账面值为 7000 万元，为定期存单，存期一年，起息日 2013 年 1 月 5 日，存款利率 3.25%，评估师依据存款利率计算出截至评估基准日应计提的利息，以本息合计数 70,723,013.70 元确认评估值。

评估人员对银行账户进行逐项核实，均平衡相符，经核实后确认银行存款评估值为 81,161,773.07 元。

综上，确定货币资金评估值为 81,184,521.30 元。

2、应收账款

应收账款账面余额 69,365,846.78 元，坏账准备 85,183.58 元，账面价值 69,280,663.20 元，为客户积欠的货款。

对应收款项的评估，评估人员首先是在对应收款项核实无误的基础上，借助于历史资料和调查了解的情况，具体分析数额、欠款时间和原因、款项回收情况、欠款人资金、信用、经营管理现状等。其次，根据各单位的具体情况，采用账龄分析法和个别认定法对评估风险损失进行估计。

对关联方往来等款项收不回的可能性很小，评估风险损失为 0%。

对有确凿证据表明款项不能收回或账龄超长的，评估风险损失为 100%。

1 年以内（含 1 年）	风险损失率 5%
1 年—2 年（含 2 年）	风险损失率 10%
2 年—3 年（含 3 年）	风险损失率 30%
3 年—4 年（含 4 年）	风险损失率 50%
4 年—5 年（含 5 年）	风险损失率 80%
5 年以上	风险损失率 100%

企业计提的坏账准备评估值为零。

按上述计算评估后，确定应收账款评估值为 69,280,663.20 元。

3、预付账款



预付账款账面值 72,121.47 元，坏账准备 0.00 元，账面价值 72,121.47 元，为预付货款。

评估人员查阅了相关凭证，了解了财务核算的程序及情况，未发现对方单位有破产、撤销或不能按合同规定按时提供劳务或货物等情况，可以全额收到货物或取得对方提供的劳务，经分析款项收不回的可能性很小，评估风险损失为 0%，以核实后的账面值确定评估值。

企业计提的坏账准备评估值为零。

综上，预付账款评估值为 72,121.47 元。

4、其他应收款

其他应收款账面余额 1,023,522,898.79 元，坏账准备 0.00 元，账面价值 1,023,522,898.79 元，主要为应收海航商业控股有限公司、陕西民生家乐商业连锁有限责任公司往来款等。评估人员对大额应收款项发函询证，回函相符。

评估人员在对其他应收款核实无误的基础上，对关联方等有充分理由相信全部能收回的，确定评估风险损失率为 0%；剩余其他款项采用账龄分析法进行评估，账龄分析法风险损失率的确定方法同应收账款。

企业计提的坏账准备评估值为零。

综上，其他应收款评估值为 1,023,522,898.79 元。

5、存货

存货账面余额 225,459.53 元，存货跌价准备 0.00 元，存货账面净额 225,459.53 元。

此次评估的存货为在用周转材料，具体评估过程如下：

在用周转材料账面余额 225,459.53 元，存货跌价准备 0.00 元，账面净额 225,459.53 元，主要包括办公桌椅、资料柜、沙发、写字台等办公用品，以及手枪钻、电焊机等工具，分布在兴正元营业区及办公室内。在用周转材

料大部分为 2010 年至 2012 年期间购置的，目前使用状况良好，能够继续使用。公司采用五五摊销法进行财务核算。本次评估对在用周转材料的使用状况进行了勘察和技术鉴定，依据在用周转材料在基准日的重置价值乘以成新率确定评估值。

案例：主管桌（1600W×800D×750H）

表 3-9-8 第 12 项

主管桌（1600W×800D×750H），账面数量为 9 个。经询价，同类产品基准日的市场价格为 1050 元/个，供应商免费送货。该批主管桌 2009 年 6 月购入，经现场勘查确定成新率为 23%。

评估值 = $1050 \times 9 \times 23\% = 2,173.50$ 元

在用周转材料评估值为 181,862.95 元。

综上，存货评估值为 181,862.95 元。

（二）长期股权投资评估说明

长期股权投资如下表所示：

被投资单位	核算方法	投资成本（元）	投资时间	2013 年 4 月 30 日	在被投资单位 持股比例（%）
西安鼎盛典当有限责任公司	收益法	4,900,000.00	2011 年 5 月	5,950,939.55	49.00

西安鼎盛典当有限责任公司（以下简称“西安鼎盛”）2008 年 12 月 17 日成立，取得西安市工商行政管理局核发的 610100100132367 号企业法人营业执照。兴正元于 2011 年 5 月 9 日从西安鼎盛原股东西北海航置业有限公司受让 49% 的股权，股款 490 万元，本次出资已经西安长兴合会计师事务所有限责任公司审验并出具长会验字【2011】第 146 号验资报告。

兴正元对西安鼎盛典持股比例为 49%，并未参与其实际经营管理活动。评估人员收集该公司在评估基准日的股权状况及财务报表等相关资料，查阅了相关的投资文件、投资协议以及付款凭证，西安鼎盛从成立至今业务量较少，损益变化不大，据此以核实后账面值列示为评估值。

长期股权投资评估值为 5,950,939.55 元。



（三） 投资性房地产评估说明

纳入本次评估范围的投资性房地产为兴正元自有的房产中用于出租的房屋建筑物 16,053.24 m² 及其对应的土地使用权（详见房屋建筑物、无形资产-土地使用权的说明），分别采用市场比较法及收益法进行评估。见下表列示：

商户名称	楼层	面积（m ² ）
绿茵阁	二	624
茶餐厅	二	577
红星摄影	三	273
美容美发	一	130
六层	六	14,449.24
合计		16,053.24

市场比较法评估结果汇总表

层数	建筑面积（m ² ）	评估单价（元/m ² ）	评估价值（元）
第一层	130.00	85,577.57	11,125,084.10
第二层	1,201.00	51,346.54	61,667,194.54
第三层	273.00	34,231.03	9,345,071.19
第四层			
第五层			
第六层	14,449.24	10,269.31	148,383,720.00
合计	16,053.24		230,521,069.83

市场法评估结果：230,521,069.83 元

无租约限制收益法评估结果表

层数	建筑面积（m ² ）	单价（元）	评估价值（元）
第一层	130.00	74,952.90	9,743,877.00
第二层	1,201.00	44,971.74	54,011,059.74
第三层	273.00	29,981.16	8,184,856.68
第四层			-
第五层			-
第六层	12,394.24	8,994.35	111,478,130.00
合计	13,998.24		183,417,923.42

带租约店铺评估结果表

层数	店铺名称	面积 (m ²)	评估单价 (元)	评估价值 (元)
第六层	碧海云香	237	13,227.89	3,135,010.00
第六层	豪客天食	1818	12,850.02	23,361,340.00
合计		2055		26,496,350.00

收益法评估结果：183,417,923.42+26,496,350.00=209,914,273.42 元

最终评估结果：采用上述两种方法的算术平均数作为评估结果

= (23,0521,069.83+209,914,273.42) /2=220,217,671.63 元

=22,021.77 万元（取整）

（四）房屋建筑物评估说明

1、资产概况

纳入本次评估范围的房屋建筑物 1 项，位于西安市东大街骡马市 1 号，具体包括骡马市商业步行街北区第一层至第二层的东侧部分，第三至第六层的整体部分，建筑面积总计 70,022.44 m²，共 6 层，结构为框架结构，目前作为商场，以联营方式为主进行经营，该房地产位于西安市市级商业圈（钟楼商业圈）内，其中一层建筑面积为 5,484.99 m²、二层建筑面积为 5,070.36 m²、三层—六层建筑面积分别为 16,653.93 m²、15,510.48 m²、12,853.44 m²、14,449.24 m²，对应房屋登记簿共计 270 个。

兴正元拥有的西安市东大街骡马市商业步行街区北区 70,022.44 m²房产对应的土地使用权面积为 11,784.10 m²，对应西碑国用（2006 出）第 743 号、745 号、748 号土地使用权证（详见无形资产—土地使用权说明）。其中 16,053.24 m²连同其对应的土地使用权在投资性房地产中进行核算。

截止评估基准日上述房屋建筑物连同其对应的土地使用权已全部设定了抵押。通过评估人员现场勘察及与产权持有方相关人员沟通了解，目前使用状况良好，能够继续使用。

2、评估对象分布情况及建筑物特点

纳入评估范围的房地产位于西安市市中心钟楼东南侧，开元商场以东，



其四至为：北临东大街，东临南北柳巷，西靠骡马市街，南接东木头市街，呈东西走向的U型布局。

该房地产建于2005年7月，框架结构，为西安市十大标志性建筑之一，是集餐饮、购物、娱乐、休闲等为一体的大型综合商业体，一层主要经营黄金珠宝、各种名牌手表，二层至五层经营各种品牌服饰、鞋、箱包、家居等，六层主要经营餐饮、娱乐，其内外装修高档，视觉感官舒适，外墙贴高档外墙面砖，干挂石材，玻璃幕墙；内部贴高档地砖、假山水池景观，高档墙面漆，柱子石材饰面；门窗均为钢化全玻璃门窗；顶棚为装饰吊顶，吸顶灯；地面通道部分为地砖，靠围墙以及收银台处贴花岗岩地板；卫生间高档卫生洁具配备，花岗岩洗漱面盆布置，内墙刷白色乳胶漆；相关附属设施设备有中央空调、自动扶梯、观光电梯、宽带、水、电、天然气齐全，目前整体运行良好，且能够持续使用。

3、评估程序

(1) 搜集与房地产评估有关的资料，如：建筑物图纸及房屋产权证明、调查同一供需圈层内类似房地产的市场价格等。

(2) 现场勘察。评估人员由主管基建的技术人员及现场有关人员陪同进行现场工作，对被评估建筑物进行了现场勘察，根据申报表，核对各建筑物的名称、坐落地点、结构形式、建筑面积等，并对照企业评估基准日时的资产现状，将资产申报表中的缺项、漏项进行填补，做到帐实相符，不重不漏。另外，在勘察时，还主要查勘了房屋建筑物的外型、层数、高度、内外装修、室内设施、结构构件现状、基础状况以及维修使用情况，并做了详细的勘察记录。

(3) 评定估算。评估人员根据现场勘察结果、分析委估房地产的目前用途以及房地产市场的特点，采用适当的评估方法进行评定估算。从而计算出建筑物的评估价值并撰写评估技术说明。



4、评估思路与方法

根据《资产评估准则-不动产》规定，执行不动产评估业务，应当根据评估对象特点、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析市场法、收益法和成本法三种基本方法以及假设开发法、基准地价修正法等衍生方法的适用性，恰当选择评估方法。

《房地产评估规范》规定有条件选用市场比较法进行估价的，应当以市场比较法为主要的评估方法，收益性房地产的估价，应选用收益法作为其中的一种估价方法。本次评估对象是兴正元拥有的位于西安市东大街骡马市 1 号的整体商业性房地产，位于市中心最繁华地段，该区域房地产市场发达，且主要以出租或者联营的方式进行经营，根据评估目的并结合资产特点，通过实地勘察和对周边区域的调查并分析有关资料之后，分别采用市场比较法及收益法进行评估。

(1) 市场比较法是将评估对象与在近期已经发生了交易的类似房地产加以比较对照，从已经发生了交易的类似房地产的已知价格，修正得出评估对象价格的一种估价方法。

1) 基本原理

市场比较法评估主要运用了替代原则，指在评估一宗房地产的价格时，如若附近地区有若干相近效用的房地产的价格存在，可依据“替代原理”推断出评估对象的价格。在本次评估过程中，选取了评估对象同一供需圈层内的三例房地产交易案例作为可比案例进行了评估。

2) 公式

$$\text{评估价格} = \text{可比实例价格} \times \frac{\text{交易情况修正}}{100} \times \frac{\text{交易日期修正}}{100} \times \frac{\text{区域因素修正}}{100} \times \frac{\text{个别因素修正}}{100}$$

() () () ()



(2) 收益法

1) 基本原理

收益法是收益还原法的简称收益法是预测评估对象的未来收益，然后利用合适的报酬率或资本化率、收益乘数，将未来收益转换为价值来求取评估对象价值的评估方法。

2) 公式

①无租约限制的公式

$$V = \frac{A}{Y-g} \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+Y} \right)^n \right] \text{ 或 } V = \frac{A}{Y} \left[1 - \left(\frac{1}{1+Y} \right)^n \right]$$

②有租约限制的公式

$$V = \sum_{i=1}^t \frac{A_i}{(1+Y)^i} + \frac{A}{(1+Y)^t(1+g)} \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+Y} \right)^{n-t} \right]$$

5、评估计算

1、市场比较法测算

(1) 选取可比实例

依据估价规范的相关规定，可比实例须满足下列要求：房屋用途相同；处于同一供需圈层；成交日期与估价时点应相近；成交价格为正常价格或可修正为正常价格等条件。

在搜集房地产交易实例的基础上，依据以上要求确定以下三个交易实例作为本次评估的可比实例。

可比实例基本状况说明表

序号	名称	评估对象-基准日 2013. 4. 30	可比实例 A	可比实例 B	可比实例 C
		骡马市兴正元广场北区	安同国际生活城	宏信·义乌国际商城	万达新天地
1	位置	西安市骡马市兴正元广场	西安市东大街与马厂子什子西南角	西安市南门外向东 100 米	东大街与和平路十字西南角



2	面积	5484.99	5000 左右	5000 左右	4000 左右
3	用途	商场商铺	商场商铺	商场商铺	商场商铺
4	房屋状况	现房	期房（2 年后交房）	期房（2 年后交房）	现房
5	建筑结构	框架	框架	框架	框架
6	剩余使用年限	37.42	40	40	40
7	权利性质	商品房	商品房	商品房	商品房
8	交易类型	公开市场买卖	公开市场买卖	公开市场买卖	公开市场买卖
9	成交日期	2013/4/30	2013/5/8	2013/5/11	2011/6/1
10	交易情况	正常	正常	正常	正常

（2）对交易情况、交易日期、区域因素、个别因素修正

分析可比实例与评估对象的状况，经调研、分析得出可比实例与评估对象的对比结果。

测算综合修正系数，影响评估对象的价格的因素主要包括交易情况、交易日期、区域因素、个别因素等方面。在修正过程中条件相同的因素对可比实例和评估对象价值的影响是一样的，而条件不同的因素是造成可比实例与评估对象价值有差异的原因，需要修正。

通过分析，确定条件不同的因素，可比实例与评估对象价值影响有差异的因素说明表采用百分率法计算总修正系数，即以评估对象的状况为基准分 100，直接对比可比实例相对应的因素进行打分，每上升（或者下降）一等级分数相应增加（或者减少）2%，最终求出综合修正系数。

可比实例与评估对象价值影响因素说明表

序号	名称	评估对象	可比实例 A	可比实例 B	可比实例 C
1	交易价格（元/㎡）		83000.00	76,000.00	90,000.00
2	交易情况	正常	正常	正常	正常
3	交易日期	2013/4/30	2013/5/8	2013/5/11	2012/9/12
4	剩余使用年限	37.42	40.00	40.00	40.00
5	房屋状况	现房	期房	期房	现房
6	区域因素				
6.1	临路类型	进口临东大街，东临为北柳巷，西侧为骡马市步行街	西侧为解放路，北侧为步行街	北侧为东大街，东侧为和平路	北临东二路，西临解放路
6.2	商业繁华程度	在钟楼商圈内，为西安市商圈中心	距钟楼商圈内，离钟楼商圈 1 公里	在钟楼商圈内，离钟楼商圈 1 公里	在钟楼商圈内，离钟楼商圈 1.5 公里



6.3	距离公交站的距离	50 米内	20 米内	50 米内	30 米内
6.4	公交线路	约 50 条	约 20 条	约 30 条	约 30 条
6.5	距火车站距离	3 公里	2.5 公里	4 公里	2 公里
6.6	距长途车站距离	3 公里	2.5 公里	4 公里	2 公里
7	个别因素				
7.1	面积	5484	5000 左右	5000 左右	4000 左右
7.2	临街状况	北临东大街，东临北柳巷	北临东大街	北临环城南路	北临东二路，西临解放路
7.3	商铺知名度	商圈知名商场之一	打造计划中	打造计划中	商圈知名商场之一
7.4	结构	框架	框架	框架	框架
7.5	装修情况	商场装饰标准	毛坯	毛坯	商铺标准装修
7.6	设施	水 电 暖气 天然气 宽带	水 电 暖气 天然气 宽带	水 电 暖气 天然气 宽带	水 电 暖气 天然气 宽带
7.7	总层数/所在楼层	一层的平均售价	一层的平均售价	一层的平均售价	一层的平均售价

差异因素分值及计算表

序号	名称	权重	评估对象		可比实例 A		可比实例 B		可比实例 C	
			标准分	评定分	标准分	评定分	标准分	评定分	标准分	评定分
1	交易价格（元/㎡）				83,000.00		76,000.00		90,000.00	
2	交易情况	100%	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
3	交易日期	100%	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	96.00	96.00
4	房屋状况	100%	100.00	100.00	90.00	90.00	90.00	90.00	100.00	100.00
5	年期修正	100%	100.00	100.00	102.00	102.00	102.00	102.00	100.00	100.00
6	区域因素	100%		100.00		100.60		98.55		100.60
6.1	临路类型	25%	100.00	25.00	105.00	26.25	100.00	25.00	105.00	26.25
6.2	商业繁华程度	25%	100.00	25.00	95.00	23.75	95.00	23.75	95.00	23.75
6.3	距离公交站的距离	20%	100.00	20.00	100.00	20.00	100.00	20.00	102.00	20.40
6.4	公交线路	20%	100.00	20.00	102.00	20.40	100.00	20.00	100.00	20.00
6.5	距火车站距离	5%	100.00	5.00	102.00	5.10	98.00	4.90	102.00	5.10
6.6	距长途车站距离	5%	100.00	5.00	102.00	5.10	98.00	4.90	102.00	5.10
7	个别因素	100%		100.00		104.30		104.30		107.50
7.1	面积	30%	100.00	30.00	110.00	33.00	110.00	33.00	120.00	36.00
7.2	临街状况	30%	100.00	30.00	105.00	31.50	105.00	31.50	105.00	31.50
7.4	结构	10%	100.00	10.00	100.00	10.00	100.00	10.00	100.00	10.00
7.5	设施	10%	100.00	10.00	100.00	10.00	100.00	10.00	100.00	10.00
7.6	装修情况	10%	100.00	10.00	98.00	9.80	98.00	9.80	100.00	10.00
7.7	总层数/所在楼层	10%	100.00	10.00	100.00	10.00	100.00	10.00	100.00	10.00
7	综合修正系数				1.0589		1.0810		0.9632	
8	计算值		85,577.57		87,888.70		82,156.00		86,688.00	

(3) 计算比准价格



比准价格 A=可比实例 A 的成交价格×综合修正系数

$$=83000.00 \times 1.0589 = 87888.70 \text{ (元/m}^2\text{)}$$

同理 比准价格 B=82156.00 (元/m²)

比准价格 C=86688.00 元/m²)

将以上三个比准价格进行简单算术平均，即得出评估对象一层均价的评估值为：

$$\text{单价} = (87888.70 + 82156.00 + 86688.00) \div 3 = 85577.57 \text{ (元/m}^2\text{)}$$

上述评估单价为评估对象市场法测算的一层价格，对于二～六层的评估值，我公司评估人员通过对目前西安市整体商业房产销售市场的个别实例的每层销售均价的调查，分析二～六层的销售均价与第一层销售均价的比例关系，来测算评估对象二～六层的评估值，详见下表：

市场比较法评估结果汇总表

层数	建筑面积 (m ²)	地上2-6层与第1层的售价比例系数	评估单价 (元/m ²)	评估价值 (元) (取整)
第一层	5,484.99	1.00	85,577.57	469,392,120.00
第二层	5,070.36	0.60	51,346.54	260,345,440.00
第三层	16,653.93	0.40	34,231.03	570,081,180.00
第四层	15,510.48	0.30	25,673.27	398,204,740.00
第五层	12,853.44	0.15	12,836.64	164,994,980.00
第六层	14,449.24	0.12	10,269.31	148,383,720.00
合计	70,022.44		28,725.11	2,011,402,180.00

综上所述：采用市场法测算的结果为 201140.22 万元。

2、收益法测算

本次评估，评估对象自身建筑面积 10833.30 m²的店铺处于出租状态，其中以抽成模式经营的面积为 3920.00 m²，截止评估基准日租约到期的面积为 179.20 m²，租约限制的面积为 6734.10 m²，因此本次评估在评估基准日对于有租约限制且租期较长的在租约期内采用租约期内的租金，对于无租约限制的或者较短的采用市场租金水平，根据资产占有方提供的评估对象对外出租



情况明细表显示，出租面积主要分布在一层和六层，因此本次估价人员分三部分进行描述，详细信息见下表：

一层店铺出租详情一览表

序号	出租店铺名称	租赁费	楼层	有效期（起）	有效期（止）	租约限制期	建筑面积	月租金（元）
1	美诺豆浆	4600 元/月	一	2012/12/1	2013/11/30	1	6.5	707.69
2	酸辣粉	5100 元/月	一	2012/9/1	2013/8/31	1	8	637.50
3	麦当劳甜品站	13870/月	一	2012/9/1	2013/8/31	1	14.6	950.00
4	茶风暴	41610 元/月	一	2012/9/1	2013/8/31	1	43.8	950.00
5	三皇三家	7000 元/月	一	2012/9/1	2013/8/31	1	7	1000.00
6	内街街客	3150 元/月	一	2012/7/1	2013/6/30	1	6.9	456.52
7	芙蕾雅	10000 元/月	一	2013/2/1	2014/1/31	1	70	142.86
8	谜尚	20500 元/月	一	2013/1/1	2013/12/31	1	26.4	776.52
9	妙人时尚	21000 元/月	一	2012/7/1	2013/6/30	1	30	700.00
10	赛百味	13000 元/月	一	2011/7/1	2014/6/30	1	58	224.14
11	北方谷雨	5000 元/月	一	2013/2/1	2014/1/31	0.5	16	312.50
12	上海老庙	121 万元/年	一	2009/5/16	2014/6/15	1	131	769.72
13	美发中心	26000 元/月	一	2012/8/21	2013/8/31	0.5	130	200.00
14	老麻抄手	13000 元/月	一	2012/11/1	2014/10/31	1.5	58	224.14
15	85 度 C	95040 元/月	一	2013/5/1	2018/4/30	5	144	660.00
16	快乐柠檬	24960 元/月	一	2013/4/1	2018/3/31	5	31.2	800.00

根据以上数据可以看出，该房地产一层出租店铺中序号“15”和“16”号在基准日租约限制期为 5 年，因此序号“15”和“16”号店铺的收益租约期内采用租约收益，租约期外采用市场客观收益。

二层～五层店铺出租详情一览表

序号	出租店铺名称	租赁费	楼层	有效期（起）	有效期（止）	租约限制期	面积	月租金（元）
1	绿茵阁	224640 元/季	二	2009/10/1	2014/9/30	1.5	624	120.00
2	皮革养护	1200 元/月	二	2013/2/1	2014/1/31	0.5	12	100.00
3	衣物救治	1000 元/月	三	2012/8/1	2013/7/31	0.3	10	100.00
4	红星摄影	36855 元/月	三	2012/5/1	2015/4/30	2	273	135.00
5	服装修改	2000 元/月	四	2012/11/1	2013/10/31	0.5	12	166.67
6	嘟嘟熊	2250 元/月	五	2012/6/1	2013/5/31	0.5	15	150.00

从上述表中可以看出：二层～五层店铺租约在短期内，因此不考虑租约限制。

六层店铺出租详情一览表

序号	部门	租赁费	楼层	有效期（起）	有效期（止）	租约限制期	面积	月租金（元）
1	乐芙贝儿泡芙	3140 元/月	六	2013/1/1	2013/12/31	0.5	15.7	200
2	悄悄话巧克力	1000 元/月	六	2012.5.1	2014.4.30	1	8	125
3	NANA 大头贴	4200 元/月	六	2012/12/1	2013/11/30	0.5	21	200
4	佬香翁	2000 元/月	六	2012/5/1	2014/4/30	1	20	100



5	哈根达斯	2000 元/月	六	2012/5/1	2014/4/30	1	20	100
6	咕噜咕噜	2000 元/月	六	2012/4/1	2014/4/30	1	20	100
7	陶街	1000 元/月	六	2012/5/1	2014/4/30	1	8	125
8	联通 3G	2500 元/月	六	2012/8/1	2013/7/31	0.25	8	312.5
9	汉城烧烤	26875 元/月	六	2011/2/1	2014/1/31	0.5	215	125
10	电玩	2000 元/月	六	2013/2/1	2014/1/31	0.5	5	400
11	4D 极限体验馆	11400 元/月	六	2012/8/1	2013/7/31	0.25	76	150
12	纳赫造型 美发	6000 元/月	六	2012/1/1	2014/12/31	0.5	75	80
13	台北牛排	31460 元/月	六	2011/7/1	2014/6/30	1	242	130
14	印度酸奶	3000 元/月	六	2012/5/1	2014/4/30	1	20	150
15	巴贝拉西餐厅	44760 元/月	六	2011/2/1	2016/1/31	2.5	373	126
16	东北人烤肉	45000 元/月	六	2011/2/1	2016/1/31	2.5	375	120
17	一尊黄牛	40500 元/月	六	2011/2/1	2016/1/31	2.5	324	125
18	冰点地带	55125 元/月	六	2005/8/16	2015/8/15	2	1050	57.88
19	老铺子味道	11400 元/月	六	2012/5/1	2015/4/30	2	76	150
20	碧海云香	26070 元/月	六	2011/7/1	2016/6/30	3	237	110
21	豪客天食	190890 元/月	六	2009/7/1	2017/6/30	4	1818	105

从上述表中可以看出：序号“20”和“21”号店铺在基准日租约限制期分别为 3 和 4 年，因此序号“20”和“21”号店铺店铺的收益租约期内采用租约收益，租约期外采用市场客观收益。

（1）各参数的求取

① 确定年潜在毛收入

根据周边同类物业月租金收入情况确定评估对象的月租金，该租金同样采用市场比较法求取，具体计算过程如下：

A 选取可比实例

依据估价规范的相关规定，可比实例须满足下列要求：房屋用途相同、处于同一供需圈层、出租日期与估价时点应相近、租金价格为正常价格或可修正为正常价格等。

在搜集类似房地产出租案例的基础上，依据以上要求确定以下三个交易实例作为本次评估的可比实例。

可比实例基本状况说明表

序号	名称	评估对象-基准日 2013.4.30	可比实例 A	可比实例 B	可比实例 C
		骠马市兴正元广场北区	万达新天地	伊时达百货	兴正元南区（现民生银行）



1	位置	西安市骡马市兴正元广场	西安市东大街与马和平路西南角	东大街端履门十字西北角	西安市东木头市
2	面积	5484.99	5000 左右	3414	260
3	用途	商场商铺	商场商铺	商场商铺	商铺
4	建筑结构	框架	框架	框架	框剪
5	交易类型	出租	出租	公开市场买卖	出租
6	成交日期	2013/4/30	2013/5/8	2013/3/30	2012/9/12
7	租金状态	正常	正常	正常	正常

B 对交易情况、交易日期、区域因素、个别因素修正

分析可比实例与评估对象的状况，经调研、分析得出可比实例与评估对象的对比结果。

测算综合修正系数，影响评估对象的价格的因素主要包括交易情况、交易日期、区域因素、个别因素等方面。在修正过程中条件相同的因素对可比实例和评估对象价值的影响是一样的，而条件不同的因素是造成可比实例与评估对象价值有差异的原因，需要修正。

通过分析，确定条件不同的因素，可比实例与评估对象价值影响有差异的因素说明表采用百分率法计算总和修正系数，即以评估对象的状况为基准分 100，直接对比可比实例相对应的因素打分，每上升（或者下降）一等级分数相应增加（或者减少）2%，最终求出综合修正系数。

对可比实例与评估对象出租价格影响有差异的因素说明表

序号	名称	评估对象	可比实例 A	可比实例 B	可比实例 C
1	出租价格（元/㎡月）		532.50	800.00	700.00
2	交易情况	正常	正常	正常	正常
3	交易日期	2013/4/30	2013/5/8	2013/3/30	2013/5/11
4	区域因素				
4.1	临路类型	进口临东大街，东临为北柳巷，西侧为骡马市步行街	北临东大街、东临和平路	东大街端履门十字西北角	西安市东木头市
5.2	商业繁华程度	在钟楼商圈内，为西安市商圈中心	距钟楼商圈内，离钟楼商圈 1 公里	在钟楼商圈内	在钟楼商圈内
4.3	距公交站距离	50 米内	20 米内	50 米内	100 米内
4.4	公交线路	约 50 条	约 50 条	约 50 条	约 30 条
4.5	距火车站距离	3 公里	2.5 公里	3 公里	3 公里
4.6	距长途车站距离	3 公里	2.5 公里	3 公里	3 公里



5	个别因素				
5.1	面积	5484.99	5000 左右	3414	260
5.2	临街状况	北临东大街，东临北柳巷	北临东大街	南临东大街	南临东木头市
5.3	商铺类型	商场商铺	商场商铺	临街商铺	临街商铺
5.4	商铺知名度	商圈知名商场之一	商圈内较知名商场	商圈内较知名商场	知名商场旁
5.5	结构	框架	框架	框架	框架
5.6	装修情况	商场装饰标准	商场装饰标准	商场装饰标准	店铺装饰标准
6	设施	水 电 暖气 煤气 宽带	水 电 暖气 煤气 宽带	水 电 暖气 煤气 宽带	水 电 暖气 煤气 宽带
7	总层数/所在楼层	一层的平均租金	一层的平均租金	店铺租金	店铺租金

差异因素分值及计算表

序号	名称	权重	评估对象		可比实例 A		可比实例 B		可比实例 C	
			标准分	评定分	标准分	评定分	标准分	评定分	标准分	评定分
1	交易价格 (元/ m ²)				532.50		800.00		700.00	
2	交易情况	100%	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
3	交易日期	100%	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
4	区域因素	100%		100.00		101.20		100.00		96.80
4.1	临路类型	20%	100.00	20.00	105.00	21.00	105.00	21.00	95.00	19.00
4.2	商业繁华程度	20%	100.00	20.00	95.00	19.00	95.00	19.00	95.00	19.00
4.3	距公交站距离	20%	100.00	20.00	102.00	20.40	100.00	20.00	98.00	19.60
4.4	公交线路	20%	100.00	20.00	102.00	20.40	100.00	20.00	98.00	19.60
4.5	距火车站距离	10%	100.00	10.00	102.00	10.20	100.00	10.00	98.00	9.80
4.6	距长途车站距离	10%	100.00	10.00	102.00	10.20	100.00	10.00	98.00	9.80
5	个别因素	100%		100.00		100.60		102.00		103.00
5.1	面积	20%	100.00	20.00	100.00	20.00	110.00	22.00	120.00	24.00
5.2	临街状况	20%	100.00	20.00	105.00	21.00	102.00	20.40	102.00	20.40
5.3	商铺类型	20%	100.00	20.00	100.00	20.00	100.00	20.00	95.00	19.00
5.4	商场知名度	20%	100.00	20.00	98.00	19.60	98.00	19.60	98.00	19.60
5.5	结构	5%	100.00	5.00	100.00	5.00	100.00	5.00	100.00	5.00
5.6	设施	5%	100.00	5.00	100.00	5.00	100.00	5.00	95.00	4.75
5.7	装修情况	5%	100.00	5.00	100.00	5.00	100.00	5.00	100.00	5.00
5.8	总层数/所在楼层	5%	100.00	5.00	100.00	5.00	100.00	5.00	105.00	5.25



5.9	综合修正系数			0.9822	0.9804	1.0030
6	计算值	663.36	523.02	784.32	702.10	

C 计算比准价格

比准租金 A=可比实例 A 的租金×综合修正系数

$$=532.5 \times 0.9822 = 523.02 \text{ (元/平米每月)}$$

同理 比准租金 B=784.42 (元/平米每月)

比准租金 C=702.10 (元/平米每月)

将以上三个比准租金进行加权平均,即得出评估对象一层每m²平均租金:

$$\text{月租金} = (523.02 \times 40\% + 784.42 \times 40\% + 702.10 \times 20\%) = 663.36 \text{ (元/平米每月)}$$

D 确定评估对象潜在毛收益

本次评估评估对象一层、六层四个店铺存在租约限制且租期超过 3 年,对于这四个店铺在租赁期内的租金采用租约租金,租赁期外采用市场租金。

四个店铺的租约期内租金与租赁期末市场租金一览表

单位: m²、元/m²

层数	店铺名称	面积 (m ²)	月租金 (元)	租赁期末市场租金 (元)
一层	85 度 C	144.00	660	803.35
一层	快乐柠檬	31.20	800	803.35
六层	碧海云香	237.00	110	155.95
六层	豪客天食	1818.00	105	158.29

E 确定空置率以及租金损失

根据周边同类物业市场出租空置情况确定空置率,该区域空置率一般在 3%左右;租金损失一般情况下按租金收入的 2%考虑。

F 确定年有效毛收入

年有效毛收入等于年潜在毛收入减去空置部分的收益,即年有效毛收入=年潜在毛收益×(1-空置率)×(1-租金损失率)

② 运营费用



各种税费：包括房产税 12%、营业税 5%、城市建设维护费和教育附加费 0.6%，即该项费率为 17.6%，以毛收入为基数计算。

保险费：根据相关规定按建安造价的 1.5-2% 计算，本次保险费率取 1.5%，区域类型建筑物结构的建安造价一般为 3000 元/m²；

维修费：主要指对建筑物的修缮以保障建筑物的正常使用功能，评估中维修费一般：框架及框架结构取房屋建安成本的 1%，本次评估维修费取建安工程费 80% 的 1%；

管理费用：包括人员经费、办公费、修理费、广告费，一般按照年有效毛收入的 2-5% 确定；

装修、设备折旧费：本次评估装饰装修费取 1500 元/m²，设备费用取 800 元/m²，按照规定装饰装修费用的经济耐用年限为 8 年，设备耐用年限为 20 年；

③确定租金增长率

根据周边同类物业结合评估对象本身对外出租的租金情况市场状况确定待估房地产租金增长率，其增长率为 1.5%。

④确定收益年限

本次评估评估对象的建筑结构为框架结构，其经济耐用年限为 60 年，估价基准日已经使用 7.75 年，土地使用权剩余年限为 37.42 年，建筑物剩余使用年限为 52.25 年，根据孰短原则，本次评估收益年限为 37.42 年；因土地使用权到期后建筑物还有 14.83 年的经济耐用年限，根据相关规定应当计算建筑物残值并折现到基准日。公式：

$$N_{\text{现}} = N_{\text{重}} \times (1 - K\%) \times \frac{n - t}{n}$$

其中：N 现-收益期末建筑物现值

N 重-收益期末建筑物重置价



n -建筑物经济耐用年限

t -收益期末建筑物已使用年限

$K\%$ -建筑物残值率

⑤ 房地产还原利率的确定

房地产还原利率采用安全利率加风险补偿率的方法计算，本次评估安全利率选取评估基准日中国人民银行于 2012 年 7 月 24 日公布的一年期存款利率 3.00%；

风险补偿率通常包括：投资风险补偿率、管理负担补偿率、缺乏流动性补偿率、投资带来的优惠率。

根据待估对象所在地区现在和未来经济状况及评估对象的用途、新旧程度，确定评估对象的各个风险报酬率组成如下表：

投资风险 补偿率	管理负担 补偿率	缺乏流动性补偿率	投资带来的优惠率	
			融资优惠率	所得税优惠率
3.00%	2%	2%	-1.00%	-0.5%

综上所述：本次评估房地产的还原利率为 8.5%，地上建筑物的还原利率为 6%。

⑥ 收益法计算过程

A、无租约限制的店铺的价值

1	租金水平(元/㎡·月)	市场平均租金	663.36
2	年潜在毛收入	租金水平×12	7960.32
3	有效毛收入	潜在毛收入×(1-空置率)-租金损失	7567.08
(1)	空置率	空置率：3%	3%
(2)	租金损失率	取租金的 2%	2%
4	年运营费用	房地产的年运营成本=(1)+(2)+(3)+(4)+(5)	1855.32
(1)	房产税、营业税及附加税	有效毛收入×17.6%	1331.81
(2)	维修费	建安造价×80%×1%	24
(3)	保险费	建安造价×0.15%	45
(4)	管理费	有效毛收入×3%	227.01
(5)	装修、设备折旧	装修 8 年，设备 20 年	227.50
5	房地产年净收益	有效毛收入-运营费用	5711.76



6	房地产价值(V)	$a/(r-g)[1-(1+g)^n/(1+r)^n]$	74869.12
(1)	年净收益增长率(g)	未来每年纯收益增长率为1.5%	1.5%
(2)	资本化率(r)	资本化率为8.5%	8.5%
(3)	未来可获收益年限(n)	本次按土地剩余使用年限为37.42年	37.42
7	建筑价值	土地使用权到期后建筑物剩余价值折现,折现率为6%	83.78
8	收益价格	6+7	74952.90

上述测算结果为一层的市场价值,对于二~六层的评估值,我公司评估人员通过对目前西安市整体商业房产出租的个别案例的各层租金的调查,分析二~六层的租金均价与第一层销租金均价的比例关系,来测算评估对象二~六层的评估值,详见下表:

无租约限制收益法评估结果表

层数	其它层与一层比例关系	单价(元)	建筑面积(m ²)	评估价值(元)(取整)
第一层	1.00	74,952.90	5,309.79	397,984,160.00
第二层	0.60	44,971.74	5,070.36	228,022,910.00
第三层	0.40	29,981.16	16,653.93	499,304,140.00
第四层	0.30	22,485.87	15,510.48	348,766,640.00
第五层	0.15	11,242.94	12,853.44	144,510,450.00
第六层	0.12	8,994.35	12,394.24	111,478,130.00
	合计	25,520.12	67,792.24	1,730,066,430.00

B、有租约限制的店铺的价值

根据有租约限制的店铺的收益法公式,测算出的有租约限制的店铺的收益,因评估对象总共有四个店铺受长期租约限制,因此本次有租约限制的店铺我们采用一层一个店铺作为案例说明其计算过程:

1	租金水平(元/m ² ·月)	租约期内未租约租金,租约期外为市场租金	租约租金 600.00	市场租金 803.35
2	年潜在毛收入	租金水平×12	7200.00	9640.20
3	有效毛收入	潜在毛收入×(1-空置率)-租金损失	7200.00	9163.97
(1)	空置率	对于租期内部存在空置率,租期外空置率3%	0%	3%
(2)	租金损失	租期内无,租期外取租金的2%	0%	2%
4	年运营费用	房地产的年运营成本	1779.7	2184.28
(1)	房产税、营业税及附加税	有效毛收入×17.6%	1267.2	1612.86
(2)	维修费	建安造价×80%×1%	24	24
(3)	保险费	建安造价×0.15%	45	45



(4)	管理费	有效毛收入×3%	216	274.92
(5)	装修、设备折旧	装修8年，设备20年	227.50	227.50
5	房地产年净收益	有效毛收入-运营费用	5420.30	6979.69
6	房地产价值(V)	$a/(r-g) [1-(1+g)^n/(1+r)^n]$	21359.46	58680.50
(1)	年净收益增长率(g)	租期内无，市场租金增长率的1.5%	0.0%	1.5%
(2)	资本化率(r)	确定资本化率为8%	8.5%	8.5%
(3)	未来可获收益年限(n)	收益年限为37.42	5	32.42
7	建筑价值	土地使用权到期后建筑物剩余价值折现，折现率为6%	0	83.78
8	分部价值		21359.46	58764.28
9	收益价格		80123.74	

其余三个店铺我们采用上述相同的方式计算，其评估结果见下表：

带租约店铺评估结果表

层数	店铺名称	面积(m ²)	评估单价(元)	评估价值(元)
第一层	85度C	144.00	80,123.74	11,537,820.00
第一层	快乐柠檬	31.20	87,633.03	2,734,150.00
第六层	碧海云香	237	13,227.89	3,135,010.00
第六层	豪客天食	1818.00	12,850.02	23,361,340.00
合计		2230.20		40,768,320.00

C、收益法评估结果

本次收益法评估结果为无租约及租约期短店铺的价值和带租约且租期较长店铺价值之和，即：1,730,066,430.00+40,768,320.00=177,083.48万元。

3、评估结果

我公司根据评估目的以及评估对象的特点采用了市场比较法和收益法对评估对象的市场价值进行了测算，其市场比较法的结果有一定的适用性和客观性，收益法的结果有一定的理论性和可操作性，因此本次最终采用上述两种方法的算术平均数作为评估结果。

评估对象	建筑面积(m ²)	市场比较法测算结果 (万元)	收益法测算结果 (万元)	权重(%)	评估价值(万元)
兴正元商业地产	70,022.44	201,140.22	177,083.48	各为50%	189,111.85

评估单价：27,007.32 元/m²



评估总价：189,111.85 万元（取整）

其中：投资性房地产 16,053.24 m²对应的房地合一价值为 22,021.77 万元

最终在房屋建筑物中核算的 53,969.20 m²（70,022.44 m²-16,053.24 m²）对应的房地合一价值为：189,111.85-22,021.77=167,090.08 万元

（五）设备类资产评估说明

1、评估范围

纳入本次评估范围的设备类资产主要为兴正元办公设备及软件、办公室电器、商场收银台等，设备共计 67 项 262 台（套），账面原值 1,444,464.75 元，账面净值 596,869.83 元。

评估的具体范围，以委托方提供的资产评估申报明细表为基础，凡表内所列资产，经核实无误，纳入本次资产评估范围。

2、设备概况

纳入本次评估范围的设备主要购建于 2009 年至 2010 年，使用时间不长，均正常在用。大部分设备目前使用状况良好，能够继续使用。

3、评估核实的方法和结果

根据被评估单位填报的资产清查评估申报明细表，评估专业人员与被评估单位资产管理人员共同对本次评估范围内的设备进行了现场清查核实，对影响资产价值的因素进行了关注，对设备的质量、使用维护情况进行了调查和分析。设备申报明细表所列项目、名称与实际基本一致，个别规格型号与实际有所出入，本次评估以实际勘查为准。

除此以外未发现其他影响资产清查的事项。

4、评估方法

根据本次评估目的，按照持续使用原则，主要采用成本法进行评估。

公式：评估值=重置价值×成新率



（1）设备重置价值的确定

本次评估范围设备主要为电子设备和办公家具，重置价值的确定根据市场调查及专业网站等收集的近期市场价格资料，确定评估基准日期设备、家具的购置价格；此类资产一般安装调试简单，其费用在购置价已包含，所以一般不另计安装调试费等其他费用。

（2）设备综合成新率的确定

①设备的成新率，是以评估人员现场勘察的设备实际技术状况为基础，结合使用年限和经济使用寿命年限综合评定。

在综合评定时，分别计算理论成新率（N1）和现场勘察成新率（N2），并采用加权平均法，确定其综合成新率（N）公式：

$$N=N1 \times 40\%+N2 \times 60\%$$

1）理论成新率（N1）的确定：

通过确定设备的经济使用寿命，并根据设备实际已使用年限情况，计算其成新率。

$$N1=[1-(\text{已使用年限} \div \text{经济使用寿命年限})] \times 100\%$$

2）现场勘察成新率（N2）的确定：

通过评估人员现场勘察设备的现状及查阅有关运行、修理、维护记录等资料，对设备各主要组成部分进行查看和调查，采用现场打分的办法，确定成新率。

（3）评估值的确定

$$\text{评估值}=\text{重置全价} \times \text{成新率}$$

5、典型案例评估计算

案例一、海尔柜式空调

表 4-6-4 第 1 项

海尔柜式空调，型号 KFR-120，柜式房间空调器，账面原值 8690.60 元，账面净值 2368.10 元，购置启用日期 2009 年 7 月，生产厂家青岛海尔电器股



份有限公司。该空调属最新购置的办公设备，主要用于房间及空间的冷热效能调节，该设备评估基准日刚刚启用，使用维护良好。

1、重置全价的确定

通过市场调查，海尔 KFR-120 柜式空调市场售价 7850.00 元，该价格已包含运费和安装调试费。

不含增值税价格=7850÷1.17=6709 元

2、成新率的确定

(1) 理论成新率

示波器检测设备，其工作负荷较均匀，采用年限法确定理论成新率，该设备经济使用年限 8 年，已使用年限 3.75 年，则：

$$\begin{aligned}\text{理论年限成新率} &= (\text{经济使用年限} - \text{已使用年限}) / \text{经济使用年限} \times 100\% \\ &= (8 - 3.75) / 8 \times 100\% \\ &= 53\%\end{aligned}$$

(2) 现场勘察成新率的确定 (N2)

序号	设备主要部位名称	技术状态	标准分	现场打分
1	结构部分	主体结构稳固平稳，安装正常。	20	10
2	工作部分	工作正常，满足工作要求。	40	22
3	控制系统	控制器运行稳定，保护等系统正常。	20	10
4	辅助系统	附件管件、开关完好。	20	10
	合计		100	52

综合成新率：N=53%×0.4+52%×0.6

$$= 52\%$$

3、评估值的计算：

评估值=重置全价×综合成新率

$$= 6709 \times 52\%$$

$$= 3488.68 \text{ 元}$$

案例二、联想电脑

表 4-6-6 第 45 项

联想电脑，型号启天 M4330，配 19 寸液晶显示器，联想电脑公司制造，



2012 年 12 月购置，共 4 台，账面原值 8717.94 元，账面净值 8154.18 元。

显示器尺寸：19 英寸 CPU

型号：Intel 赛扬双核 G55

CPU 频率：2.6GHz

内存容量：2GB DDR3 1333MHz

硬盘容量：500GB 7200 转，SATA

显卡芯片：AMD Radeon HD 7450

光驱类型：DVD 刻录机

操作系统：DOS

产品类型：商用台式机

显卡类型：独立显卡

音频系统：集成

有线网卡：1000Mbps 以太网卡

该批电脑为行政办公使用，截止评估基准日，基本使用维护正常。

1、重置价值确定

联想启天 M4330 电脑是一种低配通用计算机，经查询西安赛格电脑市场，综合判断此型号电脑市场价格为 2500 元/台，为含增值税价格，免费送货和安装调试。

重置价值需扣除增值税，不含增值税价格=2500÷1.17=2136.75 元

4 台合计=2136.75×4=8547 元

2、成新率的确定：

采用综合法确定成新率，分别计算理论成新率和技术鉴定成新率，并采用加权平均法确定其综合成新率。

①理论成新率：

该设备已使用 0.3 年，经济使用年限 5 年。



$$\begin{aligned}\text{理论成新率} &= (1 - \text{已使用年限} \div \text{经济使用寿命年限}) \times 100\% \\ &= (1 - 0.3/5) \times 100\% \\ &= 94\%\end{aligned}$$

②技术鉴定成新率:

经现场勘察和调查,该电脑使用频率较高,维护保养较好。现场具体打分评定如下:

序号	设备部位	技术鉴定情况	标准分	评定分
1	主机	外观基本完好,程序运行正常,硬盘容量稍显不足,运行噪音一般。	50	47
2	显示器	显示屏色彩良好,响应一般。	40	37
3	附件	附件未见更换,维护保养一般。	10	8
	合 计		100	92

$$\begin{aligned}\text{综合成新率} &= 94\% \times 40\% + 92\% \times 60\% \\ &= 93\% (\text{取整})\end{aligned}$$

3、评估值的确定

$$\begin{aligned}\text{评估值} &= \text{重置价值} \times \text{综合成新率} \\ &= 8547 \times 93\% \\ &= 7948.71 \text{ 元}\end{aligned}$$

评估结果详见《固定资产—机器设备评估明细表》和《固定资产—电子设备评估明细表》。

(六) 无形资产评估说明

兴正元拥有三宗国有土地使用权,三宗土地上的建筑物为兴正元总建筑面积合计 70,022.44 m²房屋建筑物。

序号	土地权证编号	土地位置	用地性质	地类用途	准用年限	证载面积(m ²)	分割面积(m ²)	证载土地使用权人
1	西碑国用(2006出)第743号	西安市碑林区骡马市	出让	商业(综合)	2006年9月6日—2050年9月26日	962.50	11,784.10	西安兴正元地产开发有限公司



2	西碑国用 (2006 出)第 745 号	西安市碑 林区骡马 市	出让	商业 (综 合)	2006 年 9 月 6 日—2050 年 9 月 26 日	8,095.50		
3	西碑国用 (2006 出)第 748 号	西安市碑 林区骡马 市东	出让	商业 (综 合)	2006 年 9 月 6 日—2050 年 9 月 26 日	14,278.10		
合计						23,336.10	11,784.10	

西碑国用（2006 出）第 743 号、745 号、748 号，证载使用权人均为西安兴正元地产开发有限公司，按照建筑面积占比分摊法估算土地使用权面积为 11,784.10 m²。该土地使用权面积最终分割时以西安市国土资源局实际测绘结果为准。

对此情况，兴正元与西安兴正元地产开发有限公司共同出具土地证证载权属及实际权属情况说明，声明兴正元建筑面积 70,022.44 m²对应的土地使用权 11,784.10 m²，兴正元为实际使用权人，截至报告出具日，兴正元尚未办理土地使用权过户手续。

按照建筑面积占比分摊法估算土地使用权面积，其中建筑面积 16,053.24 m²对应的土地使用权为 2,701.61 m²，在投资性房地产中核算；建筑面积 53,969.20 m²（70,022.44 m²-16,053.24 m²）对应的土地使用权为 9,082.49 m²，在无形资产中核算。

由于评估对象的地上建筑物为经营性物业，该商业房地产已采用市场比较法与收益法进行了房地合一的整体评估，故土地使用权不再单独进行评估。

（七）长期待摊费用评估说明

长期待摊费用账面值为 3,903,196.26 元，为专柜装修工程、天然气管道改造工程的装修费，评估人员对其原始发生额和摊销计算进行了核实，期后均有相应价值或剩余权益对应，以核实后的账面价值确定评估值。

长期待摊费用账面值为 3,903,196.26 元。

（八）递延所得税资产评估说明

递延所得税资产账面价值 21,295.90 元，为兴正元根据账面计提的坏账准备和按照权益法核算长投投资收益，乘以企业所得税税率后计算所得。评估人员对账面递延所得税资产进行了重新计算后，以核实后的账面价值确定评估值。

递延所得税资产评估值为 21,295.90 元。

（九）负债评估说明

兴正元申报的负债为短期借款、应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应交税费、应付利息、其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和递延所得税负债，账面价值为 1,533,098,286.10 元。

1、短期借款

短期借款账面值为 55,000 万元。为兴正元向工行经济开发区支行、兴业银行股份有限公司西安分行所借的短期借款。评估人员核对了贷款合同、抵押、保证合同并发函确认，核实后确认评估值为 55,000 万元。

2、应付账款

应付账款账面值为 187,437,189.03 元。主要是由各商户提供销售、服务等尚未支付的货款等，评估人员对每笔往来款项具体分析其账龄、付款时间、原因，检查大额的合同并发函，结合核查的反馈信息确定评估值。

综上，确定应付账款评估值 187,437,189.03 元。

3、预收账款

预收账款账面值为 49,352,130.74 元。主要是兴正元预收的磁卡款、货款和租金。评估人员对每笔往来款项具体分析其账龄、付款时间、原因，结合核查的反馈信息确定评估值。

综上，确定预收账款评估值为 49,352,130.74 元。

4、应付职工薪酬



应付职工薪酬 5,222,110.96 元。包括应付工资、工会经费及职工教育经费等，应付职工薪酬以核实后的账面值作为评估值。

综上，确定应付职工薪酬评估值 5,222,110.96 元。

5、应交税费

应交税费账面价值-440,303.48 元。为预交的增值税、房产税及应交的企业所得税、营业税等。评估人员查验了计税依据、税率、计算方法、缴款记录，认为兴正元计提依据符合国家法律法规的规定并已经审计，故以核实后账面值作为评估值。

综上，确定应交税费评估值为-440,303.48 元。

6、应付利息

应付利息账面价值 6,547,388.56 元。为短期借款、长期借款按照银行结息日至评估基准日期间依据借款利率计提的应支付利息。评估人员查验了借款合同、借款利率、计算方法等，认为兴正元计提依据符合国家法律法规的规定并已经审计，故以核实后账面值作为评估值。

综上，确定应付利息评估值为 6,547,388.56 元。

7、其他应付款

其他应付款账面价值 64,716,728.89 元。主要包括应付的客户保证金及厂聘人员工资、推广费等。评估人员核对了款项形成原因，并抽查凭证进行检查，对大额款项发函确认，以核实后价值确定评估值。

综上，确定其他应付款评估值为 64,716,728.89 元。

8、一年内到期的非流动负债

一年内到期的非流动负债账面值为 16,000 万元。

详见长期借款说明，核实后确认评估值为 16,000 万元。

9、长期借款

长期借款账面值为 51,000 万元。



①兴正元与中国对外经济贸易信托有限公司于2011年6月30日签订《西安兴正元购物中心有限公司财产收益权信托合同》，取得50,000万元借款。约定兴正元将其合法拥有的2011年8月1日至2016年8月1日期间的财产收益权设立信托，由中国对外经济贸易信托有限公司按照信托合同约定进行管理、运用、处分，为受益人获取收益。合同规定于每年的8月1日归还借款10,000万元，分5期还完。截至评估基准日，借款余额为40,000万元，其中一年内到期的金额为10,000万元。

②兴正元与中国对外经济贸易信托有限公司于2012年8月14日签订《西安兴正元购物中心有限公司财产收益权信托合同》，取得30,000万元借款。约定兴正元将其合法拥有的2012年8月14日至2017年8月14日期间的财产收益权设立信托，由中国对外经济贸易信托有限公司按照信托合同约定进行管理、运用、处分，为受益人获取收益。海航商业控股有限公司为此借款提供连带责任保证担保。合同规定于分别于每年的2月14日和8月14日归还3,000万元，分10期还完。截至评估基准日，借款余额为27,000万元，其中一年内到期的金额为6,000万元。

以上①-②项借款，兴正元以其自有房产70,022.44 m²连同其对应的土地使用权进行抵押。

评估人员核对了信托合同、抵押合同及保证合同，并向中国对外经济贸易信托有限公司发函确认，回函金额为67,000万元，核实后确认长期借款评估值为51,000万元，一年内到期的非流动负债为16,000万元。

10、递延所得税负债的评估

递延所得税负债账面价值263,041.40元，为兴正元因对商户免租产生的租金，乘以企业所得税税率后计算所得。评估人员对账面递延所得税负债进行了重新计算后，以核实后的账面值确认评估值。

综上，确定递延所得税负债评估值为263,041.40元。



➤ 收益法评估说明

(一) 评估对象的说明

本项目评估对象为兴正元股东全部权益价值。

(二) 收益法的应用前提及选择的理由和依据

1、收益法的定义和原理

企业价值评估中的收益法，是指通过将被评估企业预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估思路。

从收益法出发，资产之所以具有价值，是因为其能产生未来经济收益。在经济活动中，特定的个体为拥有资产的控制权曾经付出的经济代价形成了该项资产的获取成本，也是现行会计制度所反映的该项资产的账面价值。但是，在收益法看来，该资产虽然获取时所费成本很高，如在未来的经营活动中不能发挥作用，不能带来经济收益，则对企业而言，拥有该项资产是没有经济意义的，用收益法评估的结果只能是零或负值。用收益法对资产价值进行评估时，一般不考虑该项资产的获取成本（会计的账面价值），只考虑该项资产是否有未来经济收益，而且在一定的经济条件下，未来经济收益越大，评估价值越大，反之亦然。由此可见，收益法进行评估的技术思路是：

（1）分析过去，预测未来。评估人员在持续经营假设前提下，对委估资产过去的收益情况进行剖析，排除偶然因素的异常影响，并运用科学的方法，建立被评估资产的盈利模型，从而把握未来经济收益的量化表现，为资产价值评估奠定基础。

（2）风险分析，收益资本化。收益与风险同在，获取未来经济收益是以承担相应的经济风险为前提的。风险报酬原理表明未来经济收益与承担风险的关系是，承担风险小，则未来经济收益相对小，承担风险大，则未来收益

也相对较大。因此，一项资产在持续使用假设的前提下，其产生的未来经济收益不仅可以预测计算，而且也可以将其所承担的风险通过与历史相比，与行业相比，与社会平均水平相比等各个层面进行比较估算，获得在未来经济收益的折现率，实现资本化的目的。

2、收益法的应用前提

运用收益法进行评估需具备的三个前提条件：

（1）投资者在投资某个项目时所支付的价格不会超过该项目（或与该项目相当且具有同等风险程度的同类项目）未来预期收益折算成的现值；

（2）能够对评估对象未来收益进行合理预测；

（3）能够对与评估对象未来收益的风险程度相对应的收益率进行合理估算。

3、收益法选择的理由和依据

评估人员从企业总体情况、本项目评估目的、企业财务报表和收益法参数的可选取性四个方面对本评估项目能否采用收益法作出适用性判断。

（1）企业总体情况判断

①被评估企业的资产在预测期内能够带来相应收益，且产权明晰，资产保持完好。

②被评估资产是能够用货币衡量其未来收益的资产，表现为企业营业收入能够以货币计量的方式流入，相匹配的成本费用能够以货币计量的方式流出，其他经济利益的流入流出也能够以货币计量，因此企业整体的获利能力所带来的预期收益能够用货币衡量。

③被评估企业承担的风险能够用货币衡量。企业未来收益的风险主要有行业风险、经营风险和财务风险，这些风险在预测期内以能够以货币形式计量。

（2）评估目的判断



本项目评估目的是为兴正元增资扩股提供基准日市场价值参考意见，要对兴正元股东全部权益的市场价值予以客观真实的反映，评估应综合体现企业经营规模、行业地位、管理模式等所蕴含的整体价值，即把企业作为一个有机整体，通过对企业整体资产预期获利能力的量化与现值化来体现股东权益价值。

（3）财务资料判断

企业具有较为完整的财务会计核算资料，企业经营正常、管理制度完善，会计报表经过审计机构审计认定，企业获利能力是可以合理预期的。

（4）收益法参数的可选取判断

目前国内资本市场已经有了长足的发展，商业零售类上市公司也比较多，相关的 β 系数、无风险报酬率、市场风险溢价等资料能够较为方便的取得，采用收益法的外部条件较为成熟，同时，采用收益法评估也符合国际惯例。

综合以上四方面因素的分析，评估人员认为本项目在理论上和操作上可以采用收益法。

（三）收益预测的假设条件

1、前提性假设：

（1）公开市场假设：假设被评估资产拟进入的市场条件是公开市场。公开市场是指充分发达与完善的市场条件，指一个有自愿的买者和卖者的竞争性市场，在这个市场上，买者和卖者的地位是平等的，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，买卖双方交易行为都是在自愿的、理智的，而非强制或不受限制的条件下进行的。

（2）交易假设：资产评估得以进行的一个最基本的前提假设，它是假定评估对象已经处在交易过程中，评估师根据待评估对象的交易条件等模拟市场进行估价。

（3）持续经营假设：假设被评估单位的经营活动在可预见的将来会继续



下去，不拟也不必终止经营或破产清算，可以在正常的经营过程中变现资产、清偿债务。

2、基本假设

(1) 假设被评估单位的经营者是负责的，且其管理层有能力担当其职务和履行其职责。

(2) 假设被评估单位完全遵守现行所有有关的法律法规。

(3) 假设被评估单位在未来所采用的会计政策和评估基准日所采用的会计政策在所有重要方面基本一致。

(4) 假设被评估单位保持基准日的资本结构和财务杠杆不发生变化。

(5) 假设被评估单位所在的行业、地区及中国社会经济环境不发生大的变更，所遵循的国家现行法律、法规制度及社会政治和经济政策与现时无重大变化。

(6) 假设有关税赋基准和政策性收费等不发生重大变化。

(7) 假设本次评估未考虑基准日后存贷款利率的变化。

(8) 假设无其他人力不可抗拒因素和不可预见因素对被评估单位造成重大不利影响。

3、具体假设

(1) 兴正元核心人员的管理水平、能力、承袭等无重大变化，并尽职尽责按照目前的经营方式和经营计划，努力保持各主营业务在市场中的核心竞争力，保持企业良好的经营态势。

(2) 兴正元现有和未来的管理层是负责的，并能积极、稳妥地按照企业既定的发展战略推进公司发展计划，努力使企业保持良好的经营态势。

(3) 未来兴正元保持现有的收入取得方式和信用政策不变，不会遇到重大的款项回收问题。

(4) 在预测期内，兴正元不存在因对外抵押、担保、法律纠纷等事项导



致企业发生损失或产生大额或有负债。

(5) 本次预测不考虑期后事项对评估结论的影响。

(6) 海航商业控股有限公司为避免与西安民生的同业竞争,承诺于2014年底将其目前下属的其他商业百货业务注入西安民生,包括兴正元。故承诺期结束后,届时西安民生将不再收取托管费,故从2015年起托管费不再进行预测。

(7) 不考虑未来可能由于管理层、经营策略和追加投资以及商业环境等变化导致的经营能力、业务规模、业务结构等状况的变化,虽然这种变动是很有可能发生的,即本评估是基于基准日水平的生产经营能力、业务规模 and 经营模式持续。

如果上述各项假设条件不成立,将对评估结论产生重大影响。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,注册资产评估师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。

(四) 企业经营、资产、财务分析

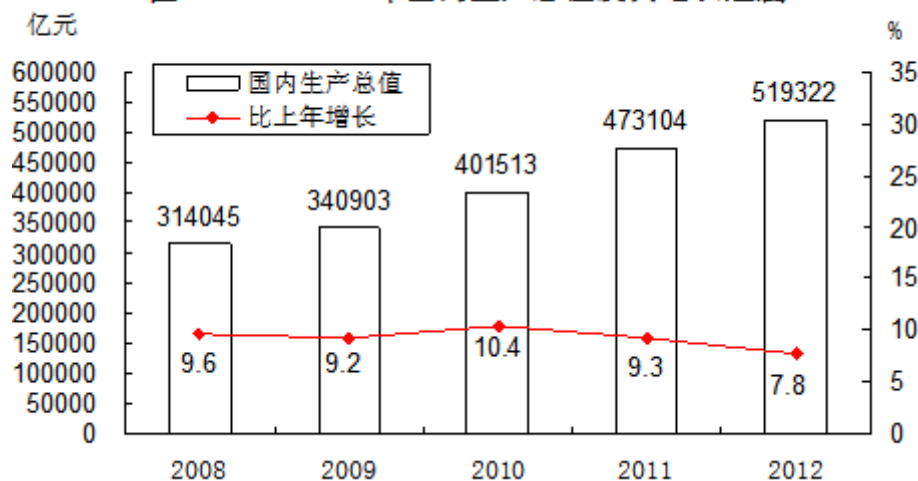
1、我国宏观经济发展状况

(1) 宏观经济长期稳定的增长

初步核算,2012年国内生产总值519322亿元,比上年增长7.8%。其中,第一产业增加值52377亿元,增长4.5%;第二产业增加值235319亿元,增长8.1%;第三产业增加值231626亿元,增长8.1%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%,第二产业增加值比重为45.3%,第三产业增加值比重为44.6%。



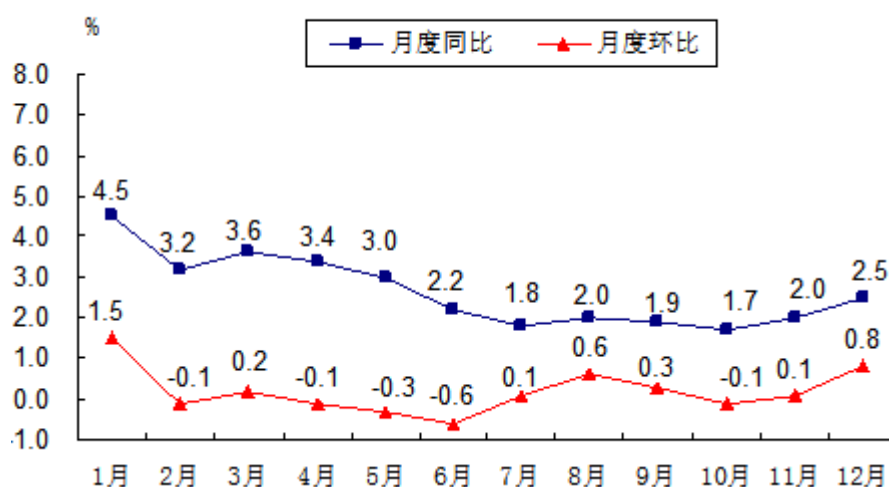
图1 2008-2012年国内生产总值及其增长速度



数据来源：国家统计局

2012 年居民消费价格比上年上涨 2.6%，其中食品价格上涨 4.8%。固定资产投资价格上涨 1.1%。工业生产者出厂价格下降 1.7%。工业生产者购进价格下降 1.8%。农产品生产者价格上涨 2.7%。

图2 2012年居民消费价格月度涨跌幅度



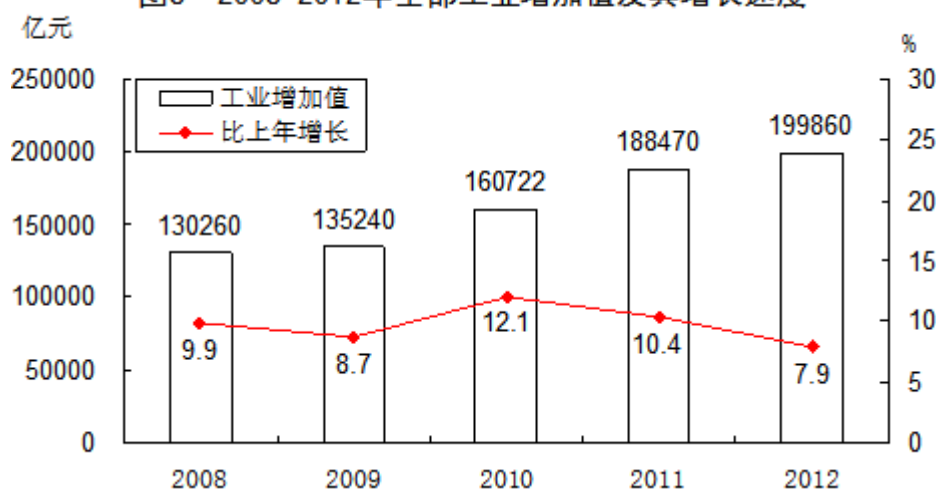
数据来源：国家统计局

(2) 工业

2012 年全部工业增加值 199860 亿元，比上年增长 7.9%。规模以上工业增加值增长 10.0%。在规模以上工业中，国有及国有控股企业增长 6.4%；集体企业增长 7.1%，股份制企业增长 11.8%，外商及港澳台商投资企业增长 6.3%；私营企业增长 14.6%。轻工业增长 10.1%，重工业增长 9.9%。



图8 2008-2012年全部工业增加值及其增长速度



数据来源：国家统计局

2012年规模以上工业中，农副食品加工业增加值比上年增长13.6%，纺织业增长12.2%，通用设备制造业增长8.4%，专用设备制造业增长8.9%，汽车制造业增长8.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长12.1%，电气机械和器材制造业增长9.7%。六大高耗能行业增加值比上年增长9.5%，其中，非金属矿物制品业增长11.2%，化学原料和化学制品制造业增长11.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长13.2%，黑色金属冶炼和压延加工业增长9.5%，电力、热力生产和供应业增长5.0%，石油加工、炼焦和核燃料加工业增长6.3%。高技术制造业增加值比上年增长12.2%。

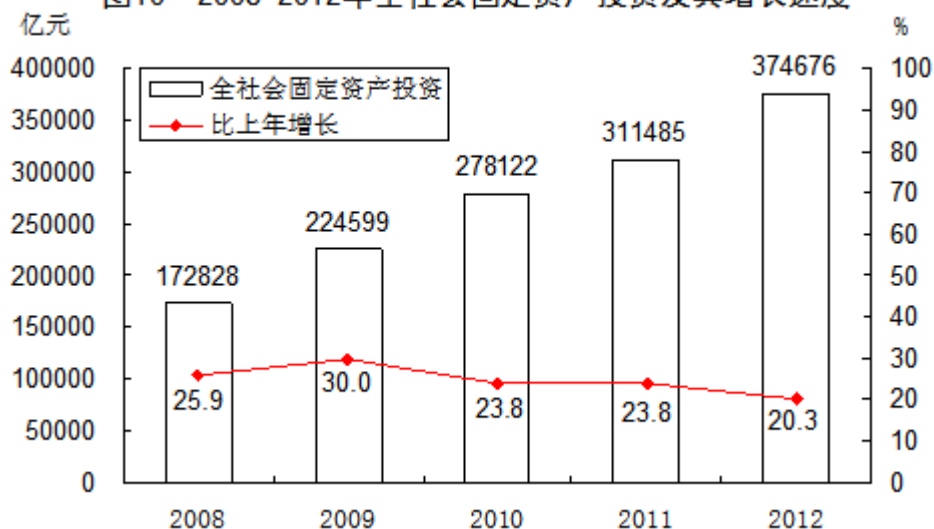
2012年规模以上工业企业实现利润55578亿元，比上年增长5.3%，其中国有及国有控股企业14163亿元，下降5.1%；集体企业819亿元，增长7.5%，股份制企业32867亿元，增长7.2%，外商及港澳台商投资企业12688亿元，下降4.1%；私营企业18172亿元，增长20.0%。

（3）固定资产投资

2012年全社会固定资产投资374676亿元，比上年增长20.3%，扣除价格因素，实际增长19.0%。其中，固定资产投资（不含农户）364835亿元，增长20.6%；农户投资9841亿元，增长8.3%。东部地区投资[10]151742亿元，比上年增长16.5%；中部地区投资87909亿元，增长24.1%；西部地区投资

88749 亿元，增长 23.1%；东北地区投资 41243 亿元，增长 26.3%。

图10 2008-2012年全社会固定资产投资及其增长速度

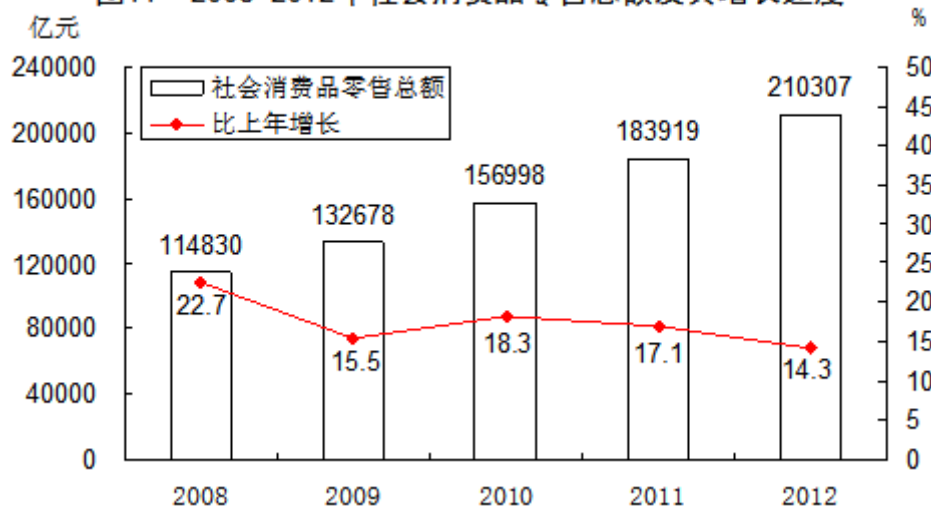


在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 9004 亿元，比上年增长 32.2%；第二产业投资 158672 亿元，增长 20.2%；第三产业投资 197159 亿元，增长 20.6%。

（4）国内贸易

2012 年社会消费品零售总额 210307 亿元，比上年增长 14.3%，扣除价格因素，实际增长 12.1%。按经营地统计，城镇消费品零售额 182414 亿元，增长 14.3%；乡村消费品零售额 27893 亿元，增长 14.5%。按消费形态统计，商品零售额 186859 亿元，增长 14.4%；餐饮收入额 23448 亿元，增长 13.6%。

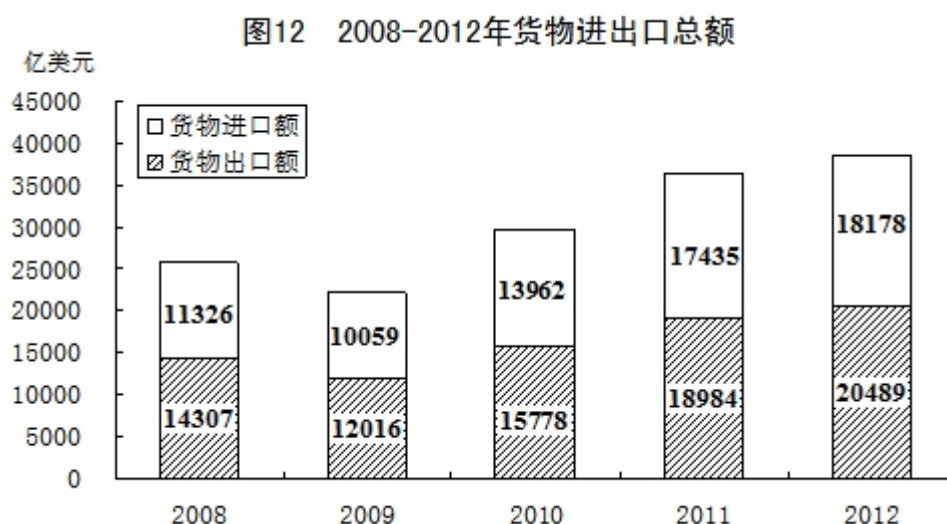
图11 2008-2012年社会消费品零售总额及其增长速度



在限额以上企业商品零售额中，汽车类零售额比上年增长 7.3%，粮油类增长 19.9%，肉禽蛋类增长 18.0%，服装类增长 17.7%，日用品类增长 17.5%，文化办公用品类增长 17.7%，通讯器材类增长 28.9%，化妆品类增长 17.0%，金银珠宝类增长 16.0%，中西药品类增长 23.0%，家用电器和音像器材类增长 7.2%，家具类增长 27.0%，建筑及装潢材料类增长 24.6%。

（5）对外经济

2012 年货物进出口总额 38668 亿美元，比上年增长 6.2%。其中，出口 20489 亿美元，增长 7.9%；进口 18178 亿美元，增长 4.3%。进出口差额（出口减进口）2311 亿美元，比上年增加 762 亿美元。



数据来源：国家统计局

（6）诸多因素推动百货零售行业的持续发展

①自 1990 年以来，我国 GDP 年平均增长率达到 10.0%，而同期社会消费品零售总额的年复合增长率达到 15.0%，高出 GDP 增长率约 5.0 个百分点。根据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》，在 2011—2015 的五年内，我国经济社会发展的主要目标是经济平稳较快发展，宏观经济的持续向好将推动百货零售行业长期健康发展。

②社会消费品零售总额与人均收入、GDP 等高度相关。随着国民经济较

快稳定的增长，我国城乡人均收入也保持较快的增长。人均收入持续增长，以及消费者信心指数保持稳定态势，促使城乡居民消费水平进一步改善和提高。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》的五大目标之一就是城乡居民收入普遍较快增长，努力实现居民收入增长与经济发展同步，低收入者收入明显增加，中等收入群体持续扩大，因此满足居民日常消费需求的百货零售行业将持续增长。同时，随着我国社会保障体系的不断完善，及消费升级的驱动作用，都将刺激我国居民的消费需求，使得消费支出将持续增长，给消费行业，特别是商业零售业带来明显的拉动作用。

③我国的城镇化率不断提升，从 1980 年的 19.4%增加到 2010 年的 49.68%，城市人口从 1980 年的 1.91 亿增加到 2010 年的 6.655 亿，增加了 2.48 倍。2010 年我国城镇人口的人均消费支出为 15,471 元，是农村居民人均生活消费支出 4,382 元的 3.53 倍，因此城镇化率的提升将带来消费支出的更大增长。据国家人口和计划生育委员会预测，2015 年中国的城镇人口将突破 7 亿，超过半数的人口将生活在城市里。因此我国城市化进程的加快将不断释放出巨大的消费能力，带动百货零售行业未来继续快速发展。

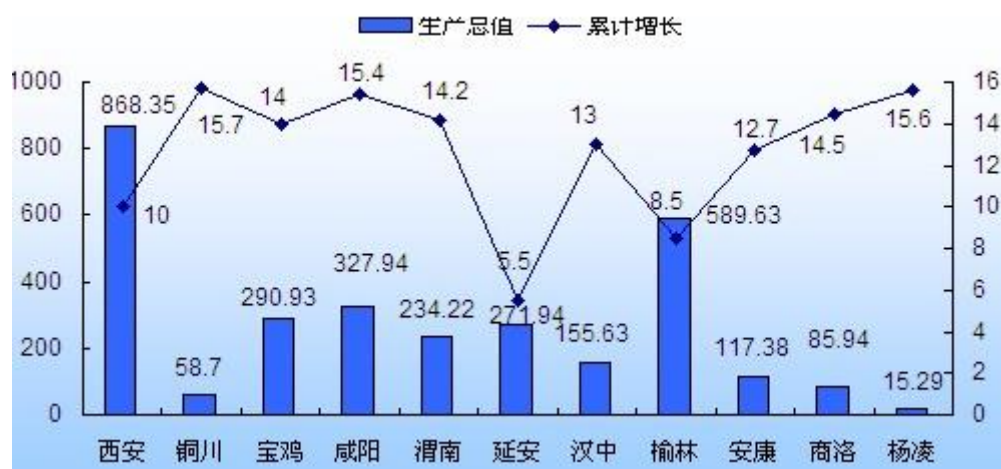
2、陕西省十市一区经济发展状况比较分析

(1) 生产总值平稳增长

2013 年一季度，陕西省实现生产总值 3069.41 亿元，比上年同期增长 11.2%，回落 1.8 个百分点。十市一区中，铜川（15.7%）、杨凌（15.6%）和咸阳（15.4%）生产总值增速排名前三位；榆林（8.5%）和延安（5.5%）增速最低，在 10%以下。与去年同期相比，3 个区市生产总值增速加快，杨凌、咸阳和铜川分别提高 2、0.4 和 0.2 个百分点；8 个区市生产总值增速放缓，降幅最大的前三位分别为延安、榆林和安康，各下滑 4.1、2.8 和 2.6 个百分点。从绝对值看，西安和榆林较为领先，生产总值分别为 868.35 和 589.63 亿元，咸阳生产总值 327.94 亿元，位居第三名。



图 1：生产总值及增长率图例（单位：亿元 %）



（2）工业生产运行平稳

2013 年一季度，陕西省规模以上工业实现增加值 1597.99 亿元，同比增长 13.5%，增速比 1-2 月提高 0.3 个百分点，比上年全年回落 3.1 个百分点。从增速看，商洛和汉中规模以上工业增加值增速最高，分别为 28.0% 和 23.9%；西安、榆林和延安增速排名最后三位，分别为 13.0%、9.0% 和 3.4%。与去年同期相比，西安增速不变；铜川和汉中增速分别加快 2.5 和 1.6 个百分点；其余 8 个区市增速全部下降，其中安康、咸阳和延安降幅最大，分别下降 13.5、6.2 和 6.1 个百分点。从绝对值看，2013 年一季度榆林规模以上工业增加值为 416.7 亿元，远远领先于其他区市，西安和延安以 245.47 和 210.09 亿元位居二、三名。

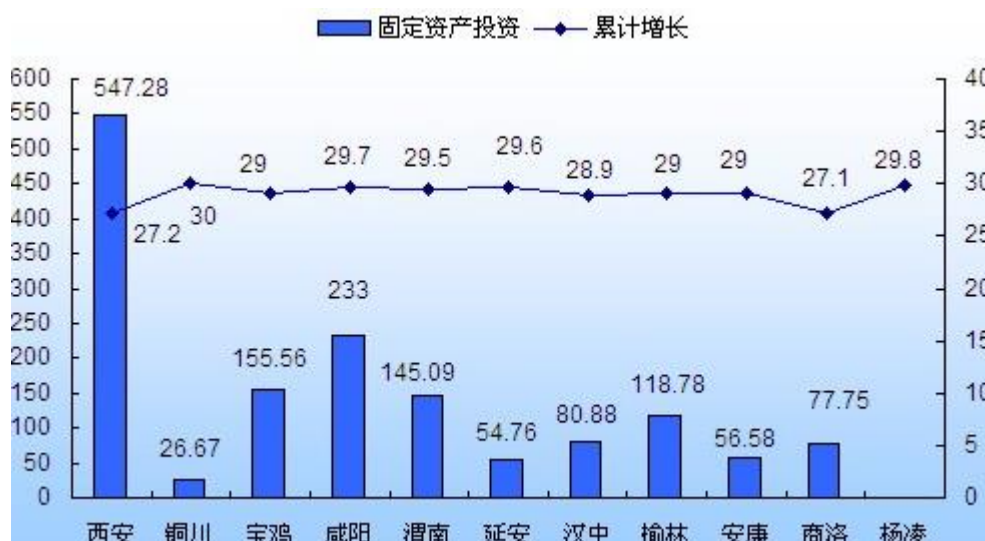
图 2：规模以上工业增加值及增长率图例（单位：亿元 %）



（3）固定资产投资继续较快增长

2013年一季度，陕西省完成固定资产投资1632.76亿元，同比增长27%，增速与上年同期持平。十市一区中投资增速差异不大，最小的为商洛（27.1%），最大的为铜川（30.0%），基本都在29%左右波动。与去年同期相比，除西安增速加快0.8个百分点以外，其余10个区市增速全部下降，降幅最大的分别为宝鸡、渭南和商洛，分别下降3.4、3和3个百分点。从绝对值看，西安、咸阳、宝鸡名列前三位，投资额分别为547.28、233.00和155.56亿元。

图3：固定资产投资及增长率图例（单位：亿元 %）



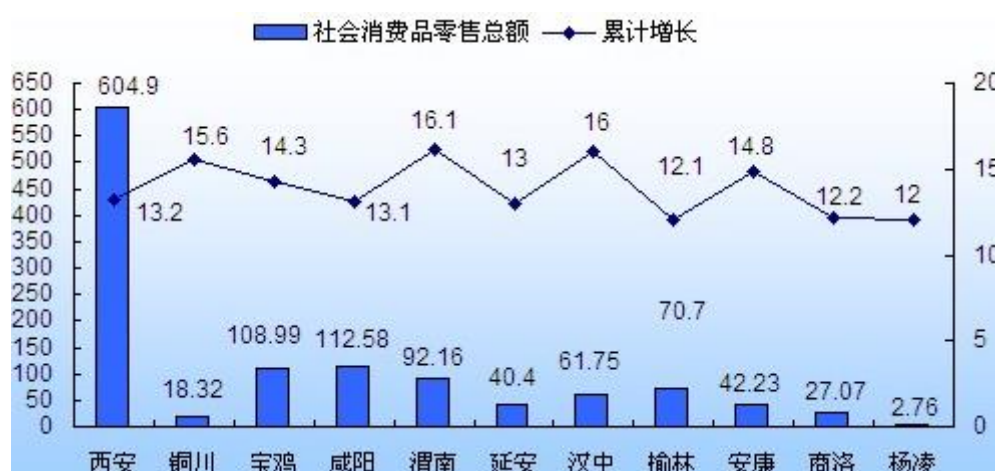
（4）消费市场稳定增长

2013年一季度，陕西省全社会消费品零售总额1181.84亿元，增长13.6%，比上年同期增速下滑2.7个百分点。从增速看，渭南（16.1%）、汉中（16.0%）



和铜川（15.6%）排名前三位；商洛（12.2%）、榆林（12.1%）和杨凌（12.0%）位居最后。与去年同期相比，十市一区增速全部下降，降幅最大的为榆林、商洛和杨凌，各下降 5.7、4.9 和 4.7 个百分点；降幅最小的为铜川、汉中和宝鸡，各下降 2.3、1.9 和 0.7 个百分点。从绝对值看，西安以 604.90 亿元的零售额排名第一，咸阳和宝鸡分别以 112.58 和 108.99 亿元的销售额排位二、三名。

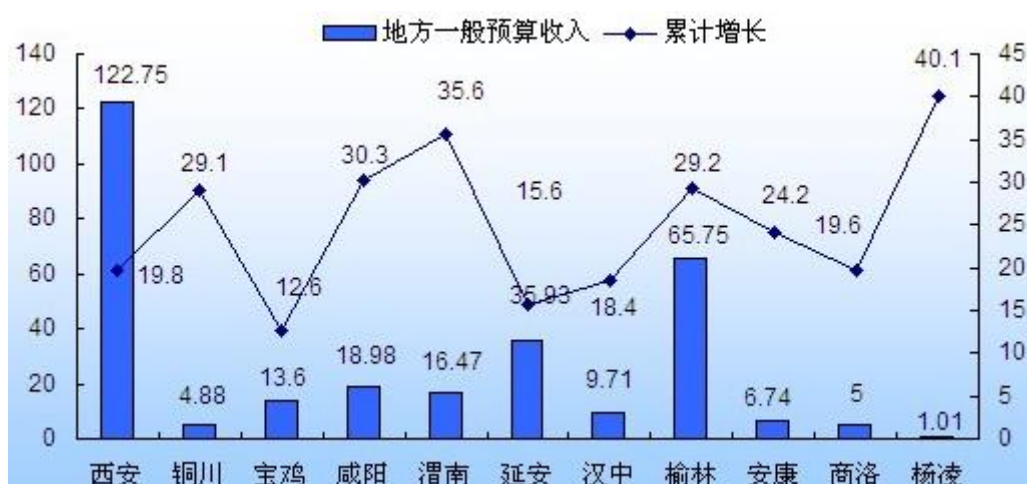
图 4：社会消费品零售总额及增长率图例（单位：亿元 %）



（5）财政收入增速平稳

2013 年一季度，陕西省实现财政总收入 687.37 亿元，增长 10.2%；实现地方财政收入 403.45 亿元，增长 16.5%，比上年同期下降 13.1 个百分点。从增速看，杨凌和渭南一般预算收入增长最快，分别增长 40.1%和 35.6%；延安和宝鸡增长最慢，分别为 15.6%和 12.6%。与去年同期相比，有 6 个区市增速加快，其中杨凌、咸阳和铜川增幅最大，分别加快 24、15.2 和 11 个百分点；5 个区市增速减缓，其中延安和榆林降幅最大，分别下降 45.5 和 37.1 个百分点。从绝对值看，西安（122.75 亿元）、榆林（65.75 亿元）和延安（35.93 亿元）排名前三位。

图 5 地方财政收入及增长率图例（单位：亿元%）



（6）城乡居民收入稳定增长

2013年一季度，陕西省城镇居民人均可支配收入为6293.4元，同比增长10.8%，比上年2013年一季度下降5.5个百分点；农村居民人均现金收入为1863元，比上年同期增长14.5%，增速下滑0.7个百分点，农村增速快于城镇。十市一区中，农村居民收入增速较为平衡，增速都在10.1%和12.6%之间；各区市城镇居民收入增速也差异不大，较为一致，增速介于13.7%和15.5%之间。与上年相比，十市一区城镇居民收入增速全部下降，宝鸡和渭南降幅最大，下降了6.7个百分点，汉中降幅最小，下降了5.2个百分点；农村居民人均现金收入增速也全部放缓，降幅最小的为渭南，下降0.4个百分点，降幅最大的为延安，下降2个百分点。从绝对值来看，城镇居民人均可支配收入排名前三位的是西安（8168元）、杨凌（7060元）和延安（6797元）；农民人均现金收入排名前三位的是杨凌（3125元）、西安（3078元）和榆林（2546元）。

图6：城乡居民人均收入及增长率图例（单位：元 %）



3、百货零售行业分析

第一、百货零售行业管理体制及主要法律法规和政策

(1) 行业主管部门和监管体制

国内百货零售行业实行政府部门监督管理和行业自律相结合的监管体制。商务部及各级商务主管部门负责拟订本行业发展规划，推动本产业结构调整，整顿和规范流通市场秩序，引导本行业规范发展。国家质量监督检验检疫总局及其下属国家标准化委员会负责建立本行业的国家标准。商务部、卫生部、新闻出版总署等部委依据相关法律法规对特殊商品的零售流通建立许可或备案管理。中国百货商业协会、中国连锁经营协会为本行业的自律性组织，主要承担行业自律、协调、监督以及企业合法权益的保护等职能。

(2) 行业主要法律法规和政策

①特殊商品零售许可或备案制度

国家对某些类别的零售商品的销售实行许可或备案管理，零售商须为其店铺出售该等商品取得相应的许可证或进行备案登记，有关具体规定包括：

- 《中华人民共和国食品安全法》、《中华人民共和国食品安全法实施条例》规定，国家对食品生产经营实行许可制度。从事食品生产、食品流通、餐饮服务，应当依法取得食品生产许可、食品流通许可、餐饮服务许可；

- 《酒类流通管理办法》规定，酒类流通实行经营者备案登记制度，从事酒类批发、零售的，应当由登记注册地工商行政管理部门的同级商务主管部门办理备案登记；

- 《烟草专卖许可证管理办法》规定，国家对烟草专卖品的生产、销售、进出口实行烟草专卖许可证管理制度，从事烟草销售须取得《烟草专卖零售许可证》；

- 《药品管理法》、《药品管理法实施条例》规定，开办药品零售企业须经企业所在地县级以上地方药品监督管理部门批准，并取得《药品经营许可证》；

- 《医疗器械经营企业许可证管理办法》规定，经营第二类、第三类医疗器械应当持有《医疗器械经营企业许可证》；

- 《出版物市场管理规定》规定，从事出版物零售业务，须取得当地县级人民政府新闻出版行政部门颁发的《出版物经营许可证》；

- 《中华人民共和国音像制品管理条例》规定，从事音像制品零售业务，须报所在地县级人民政府音像制品行政管理部门审批，并取得《音像制品零售经营许可证》。

②商品零售活动管理

商务部等五部委联合发布的《零售商促销行为管理办法》（商务部、国家发展和改革委员会、公安部、国家税务总局、国家工商行政管理总局令 2006 年第 18 号），对零售商的促销行为进行了规范。

商务部等五部委联合公布的《零售商供应商公平交易管理办法》（商务部、国家发展和改革委员会、公安部、国家税务总局、国家工商行政管理总局令 2006 年第 17 号），对零售商与供应商的不公平交易、损害对方合法权益，限制竞争、损害其他经营者利益的行为做出了明确规定。

国务院颁布的《商业特许经营管理条例》（国务院令 第 485 号）、以及商



务部发布的《商业特许经营备案管理办法》（商务部令 2007 第 15 号）和《商业特许经营信息披露管理办法》（商务部令 2007 年第 16 号）等，对在国内从事特许经营的资质条件以及特许经营行为等进行了明确规范。

③商业网点规划管理

为加强城市商业网点规划管理，促进商业与城市规划的协调发展，原国家经济贸易委员会先后颁布了《关于城市商业网点规划工作的指导意见》（国经贸贸易〔2001〕789 号）、《关于进一步做好大中城市商业网点规划工作的通知》（国经贸厅贸易〔2002〕44 号）和《关于加强城市商业网点规划工作的通知》（国经贸贸易〔2003〕83 号）。在此基础上，商务部相继发布了《关于做好地级城市商业网点规划工作的通知》（商建发〔2004〕18 号）和《关于进一步做好城市商业网点规划制定和实施工作的通知》（商建发〔2005〕378 号）等文件，上述文件对做好城市商业网点规划和调整做出了一系列规定。

④国务院关于促进流通业发展的意见

2005 年 6 月 9 日，国务院发布《关于促进流通业发展的若干意见》（国发〔2005〕19 号），文件指出，随着改革开放不断深入和社会主义市场经济体制的完善，我国流通业在促进生产、引导消费、推动经济结构调整和经济增长方式转变等方面的作用日益突出。文件还提出意见如下：加大改革力度，提高流通企业竞争能力；加快创新步伐，提高流通现代化水平；加强流通基础设施建设，建立健全流通领域公共信息服务体系；建立调控和应急机制，确保国内市场稳定有序；支持商业服务业发展，方便人民群众生活；积极培育统一大市场，扩大国内消费需求；完善政策法规，为流通业发展提供有力保障。

2008 年 12 月 30 日，国务院发布《国务院办公厅关于关于搞活流通扩大消费的意见》（国办发〔2008〕134 号），文件提出意见如下：健全农村流通网络，拉动农村消费；增强社区服务功能，扩大城市消费；提高市场调控



能力，维护市场稳定；促进流通企业发展，降低消费成本；发展新型消费模式，促进消费升级；切实改善市场环境，促进安全消费；加大财政资金投入，支持流通业发展。

⑤鼓励消费的政策措施

鼓励和刺激消费，推动经济结构转型一直是我国经济领域的重要政策导向之一。近年来，商务部先后公布过《商务部关于“促消费”的若干意见》（商运发[2007]120号）、《商务部、财政部、人民银行、银监会、保监会关于推动信用销售健康发展的意见》（商秩发[2009]88号）等促消费方面的政策和措施。

第二、百货零售行业发展趋势

1、连锁化、多业态将进一步得到强化

百货零售行业近年来的经营实践已经证明，经营模式连锁化和经营业态多元化符合百货零售行业的经营特点，能够更好的满足消费者个性化和多样化的消费需求，进而也能够更好的提升百货零售行业经营效益。从国际经验来看，也是百货零售行业重要的发展方向。可以预期，在国家鼓励行业龙头企业发展，中央和地方国有资产进一步整合的过程中，百货零售行业市场集中度将会进一步提高，连锁化、多业态的趋势也将得到进一步强化。

2、市场定位更加趋向高端、时尚、名品

近年来，随国内消费需求的不断发展，传统百货零售行业经营的一些品种逐步从百货业态中分离出去，形成新的零售业态，例如以经营食品为主的超市、家电专业店、家具建材专业店、服装专卖店、经营普通消费品的网店等。这种经营品种的分离既体现了零售行业业态趋于多元化的趋势，更好的满足了消费者的个性化需求，也促使百货零售行业形成了更为专注的经营定位和方向。从国际经验来看，高端、时尚、名品将成为国内百货零售行业市场定位的重要方向。这是因为，一方面，长期以来百货业态已经在国内消费



者心目中形成了较高的商业信誉，更适合承载价值量较大的高端、时尚、名品，并且，百货零售行业在购物环境、购物体验 and 客户服务等方面相比其他业态更有优势，更能够适应高端、时尚、名品的市场定位。另一方面，高端、时尚、名品的经济附加值更高，市场竞争程度相对较低，能够为百货零售行业创造更为有利的经营环境。

3、商业经营选址逐步突破传统商圈限制

近年来，由于我国城市化发展迅速，城市规模极度扩张，部分特大型城市作为百货零售行业的核心市场开始出现富裕人群和中产阶层选择到城市近郊或远郊居住的城市空心化现象。百货零售行业也相应出现了市场消费主体的分散化。随这一趋势的加剧，由于单一百货店覆盖范围有限，百货零售行业仅聚集在城市中几个传统商圈已经不能够满足消费者的消费需求，分散化的新兴商圈不断涌现。百货零售行业经营选址正在突破传统商圈的限制，向更大的范围扩张。由于商圈物业资源的稀缺性和不可复制性，率先调整经营布局，抢占新兴商圈有利地位的百货零售企业，将在未来的市场经营中，实现更大的发展。

第三、影响行业发展的有利因素和不利因素

1、有利因素

(1) 经济结构调整趋向深入

近年来，国家多次出台政策刺激消费。《关于调整经济结构促进持续发展的几个问题》就明确提出：我国已进入只有调整经济结构才能促进持续发展的关键时期，扩大内需是调整经济结构的立足点，而扩大居民消费又是扩大内需的主要着力点。这也表明，国内经济结构调整政策的重心之一将是继续刺激消费。近三年来，消费（包括居民消费和政府消费）对 GDP 增长贡献率正在逐年上升。可以预期这一趋势在一段时间内仍将延续。国内经济结构调整的不断深入和刺激消费政策的陆续出台必将为作为消费行为的重要媒介和



载体的百货零售行业的发展创造有利的政策环境。

（2）城市化的水平不断提升

根据住建部统计，过去 10 年，中国城市化率每年保持 1.2 个百分点的提升，2009 年中国城市化水平为 46.6%，但仍与国际水平相去甚远。目前发达国家城市化率一般已接近或高于 80%，人均收入与我国相近的马来西亚、菲律宾等周边国家，城市化率也在 60%以上。也正因如此，国内的城市化水平还存在较大的提升空间。

预计“十二五”期间，我国城市化率将突破 50%，到 2030 年，城市化率将达到 65%左右，各类城镇将新增 3 亿多人口。城市化进程的快速推进有利于扩大城市消费群体，增加居民消费总量，这对于百货零售行业市场需求的增加将具有较为明显的推动作用。

（3）消费人群数量达到顶峰

根据联合国的预测，中国人口中 15-59 岁的人口数量将在 2015 年前后达到峰值，此后将持续 10 年左右的峰值状态，因此未来 10-15 年中人口对消费的贡献将较为明显。

2、不利因素

（1）市场集中度较低虽然国内百货零售行业企业多年来通过重组和自身积累实现了规模扩张，但是与国外同行业公司相比，市场集中度较低，行业企业规模普遍偏小。即使是市场占有率领先的龙头企业规模偏小的特征仍然比较明显。由此，国内百货零售行业在某些特定领域，特别是大众消费品领域，竞争较为激烈，且主要集中在价格方面，不利于国内百货零售行业培育出健康、稳健的盈利模式，实现可持续发展。

（2）优质商业地产稀缺性凸显

随国内经济景气度的不断提升，商业活动日益活跃，商业地产由于其不可复制性，稀缺性正在凸显。近年，稀缺性已经明显推高了优质商业地产的



出售和租赁价格。未来，这一趋势的延续将会增加国内百货零售行业企业经营和扩张的成本，削弱行业企业的盈利能力。

（3）高端经管人才匮乏

国内高端百货零售行业人才稀缺，熟悉行业特点，善于行业经营的高级管理人才，与百货特殊业务相关的买手、信息人才都处于供不应求的局面。相关人才的匮乏也限制了国内百货零售行业企业经营模式的转变和经营规模的扩大。

第四、百货零售行业主要经营特点

1、百货零售行业的经营模式

改革开放以来，历经十几年的发展，国内百货零售行业已经从传统的自营模式演变出几种与国内商业零售环境相适应的现代经营模式，具体来说主要有联营模式、自营模式和租赁模式等三种。

联营：指百货企业与供应商的合作经营方式。即供应商提供商品在百货企业指定区域设立品牌专柜由公司营业员及供应商的销售人员共同负责销售。在商品尚未售出的情况下，该商品仍属供应商所有，百货企业不承担该商品的跌价损失及其他风险。供应商按售价扣除与百货企业约定的分成比例后开具发票给百货企业，百货企业在商品售出后按企业会计准则的规定通过商品进销差价核算结转毛利。

自营：即百货企业直接采购商品后，购销商品验收入库后纳入库存管理，百货企业负责商品的销售，承担商品所有权上的风险和报酬，通常百货企业可有一定退货换货率，以及因市场变化而发生的调价补偿。其利润来源于百货企业的购销差价。百货企业目前对不能采取联销方式的商品经营一般采用购销模式，主要为电器、部分知名品牌化妆品、金银珠宝和超市商品。

租赁：是在百货企业经营场所里进行的租赁经营，其利润来源于租金收入扣除物业成本后的余额。根据租赁对象的不同，可分为两类：一类是配合

百货门店零售业务，满足顾客其他消费需求的服务补充，例如银行、通信、餐厅、快餐店、电影院、娱乐项目等；另一类以百货为主营业态，运用购物中心理念，按百货企业统一规划租赁给其他品牌供应商或代理商用于商品零售服务，以满足各消费群体的不同需求。

2、百货零售行业的周期性、区域性和季节性特征

周期性方面，百货零售行业市场需求受到包括宏观经济环境、消费者偏好、消费者预期等多重因素影响。一般情况下，行业经营情况与社会消费品零售总额的规模和增长情况关系密切。因此，百货零售行业的周期性主要与社会消费品零售总额增长的波动情况相关联。近年来，受国内社会消费品零售总额整体上加速增长态势的影响，百货零售行业呈现出持续向好的态势，周期性特征并不明显。即使是 2008 年受到国际金融危机负面影响的情况下，百货零售行业也迅速走出危机阴影，延续了金融危机前良好的增长态势。区域性方面，受制于经济总量和居民可支配收入水平的影响，国内不同区域社会消费品零售总额的规模差异仍然较大。因此，经济较为发达地区，社会消费品零售总额规模较大，百货零售行业更为发达。季节性方面，百货零售行业具有较为明显的季节性特征。通过对百货零售行业 A 股上市公司季度营业收入汇总数据的比较，可以明显的发现，每年的 1 季度和 4 季度是百货零售行业的旺季，行业企业营业规模在这两个季度能够实现较大幅度的提升。尤其是中国传统的农历春节所在的 1 季度，旺季特征更为明显。相比之下，2 季度和 3 季度是百货零售行业的淡季。百货零售行业的季节性既与中国传统的风俗和生活习惯密切相关，也与行业企业抓住国庆节、元旦、春节等重要节日加大促销力度，提高经营业绩有关。

5、购物中心分析

第一、购物中心发展概况

购物中心不是一种零售业态，而是一种生活方式和消费模式。是经济发

展、人们消费水平提高的必然结果，是商业零售业发展历程中的一个最高形式，它能最大限度地适应生活方式改变、满足现代消费的多种需要，形成了它比单一零售业态更具备的多种功能和综合优势。购物中心的特点是一大二专三全。购物中心的产生是商业的进步，是对传统的商业定位理论的冲击和修正，使商业企业的空间布局发生质的变化，一个品种、名牌、功能荟萃的消费场所在更大的空间出现，在不同的程度上改变了人们的生活方式和消费模式。其特点主要体现在一大、二专、三全。大：一是规模大，既表现为总体规模一般都在 10-20 万 m² 之间，大的达 40—50 万 m²，也表现为单体，每一个专门店都在 500-1000 m²，百货店都在 10000-50000 m² 之间。二是共享空间大，都有宽阔的购物通道，与营业面积构成 1:1 或 1:2 的比例关系，中间设有豪华舒适的顾客休息室和长廊椅；三是停车场大。停车场是购物中心的生命线，98% 以上顾客是开车来的，没有停车场就没有顾客，也就没有规模效益，其面积与营业面积比，一般都在 2:1 或 3:1。专：以专业店为主，每一个购物中心都有 200-300 家专业店，或以品牌划分，或以消费划分，形成分工很细、专中有全、各有特色的专门店。即使是百货店也是采取大而专、专而全的经营方针，不同百货店各自突出自己的特色，进行错位经营。全：功能全，几乎集所有商业服务业功能为一体，进行全方位的服务，在购物中心不仅可以买到各种各样商品，还可以享受多种服务，包括美容美发、美甲护肤、照相修理等；不仅可以得到物质享受，还可以得到精神享受，包括电影院、音乐厅，儿童乐园以及各种专题讲座。随着消费结构的快速升级和城市化进程的加快推进，购物中心已逐步成为商业地产的主体和投资热点。

第二、我国购物中心发展基本概况

中国购物中心真正的起源阶段是在二十世纪 90 年代初，购物中心已经成为了一个新型的房地产投资形式；目前中国购物中心还处在发展阶段，在这个阶段物业资产价值提升变成了一个主导的目标，并且购物中心的主体也从

过去的内百货形态，转变为开发商、投资商进军购物中心。主要的特征是以物业资产价值提升作为主导目标，

第三、我国购物中心发展特征

在我国的许多大城市的核心商圈中出现了许多现代百货店为主力店的城市商业中心(特指地处城市中心,规模在5万~10万 m^2 之间的大型商业设施)。也就是说,新一轮的现代百货店的发展是伴随着中国城市化进程加快的发展,如在沪深A股市场上市的50多家以百货店为主力业态的商业公司几乎都在所在城市的核心商圈中占有核心的地理位置。

第四、区域型购物中心将成购物中心发展新热点

服务于广大人群日常生活的区域型购物中心才是购物中心的主流和发展方向。区域型购物中心一般四、五层左右,建筑面积为5—8万 m^2 ,是以家庭消费为主导的业态组合连带服务配套设施。贡献上、动态情况下,区域型购物中心对客流动态比较明显,是反应区域的全过程体现。事实上,区域购物中心还是有不同的特点,尽管区域型购物中心有常规和概念上的定义,但是每个区域都可以做出差异化,一定要符合商圈范围的消费者特征。而区域型购物中心就是社区和区级商业中心比较理想的配套,比较好的购物场所。

国际购物中心协会中国区首席代表许有为表示,区域型购物中心一定会成为发展方向。据不完全统计,在今后的25—35年中,中国可能还会有4亿人进入城市中。按照中国的消费水平来看,25万人就需要一个购物中心提供服务,在中国需要多少区域型购物中心为大家提供服务,是可以计算的。而且区域型购物中心不单单仅仅解决的人们的消费问题,也将是人们社交和交流的场所。

兴正元无论从规模、服务内容等方面正是符合这一趋势定位的区域型购物中心。

5、公司财务状况分析



(1) 公司近 3 年的资产、负债状况

项 目	2010 年 12 月 31 日	2011 年 12 月 31 日	2012 年 12 月 31 日	2013 年 4 月 30 日
流动资产:	307,895,006.94	333,130,329.09	625,689,390.58	1,173,562,650.59
非流动资产:	1,090,122,240.05	1,059,732,846.04	1,032,085,241.67	1,022,641,228.06
资 产 总 计	1,398,017,246.96	1,392,863,175.13	1,657,774,632.25	2,196,203,878.65
流动负债	379,709,322.51	342,644,228.52	461,676,020.71	1,022,835,244.70
非流动负债	374,559,664.98	400,299,186.05	540,304,205.43	510,263,041.40
负 债 合 计	754,268,987.49	742,943,414.57	1,001,980,226.14	1,533,098,286.10
所有者权益合计	643,748,259.47	649,919,760.56	655,794,406.11	663,105,592.55

备注：2010 年度数据取自中勤万信会计师事务所有限公司出具的无保留意见审计报告（勤信审字【2011】2055 号），2011、2012、2013 年 1-4 月数据取自中审亚太会计师事务所有限公司出具的无保留意见审计报告（中审亚太审字[2013]010479 号）。

(2) 公司近 3 年的利润状况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-4 月
一、营业收入	532,579,592.85	712,709,990.50	886,349,138.10	343,481,501.27
减：营业成本	407,602,938.46	566,637,741.24	705,037,110.91	270,568,500.59
营业税金及附加	6,481,878.59	9,430,199.72	10,673,514.25	4,158,724.55
销售费用	3,838,251.19	6,882,125.55	35,776,794.43	10,972,403.70
管理费用	73,988,174.78	86,307,489.53	85,820,380.24	31,898,326.52
财务费用	30,752,609.37	41,653,305.39	48,479,406.35	20,574,493.28
资产减值损失	10,572.65	3,506,050.94	-3,585,414.41	72,118.70
投资收益		11,489,887.00	3,448,604.60	4,456,850.41
二、营业利润	9,905,167.81	9,782,965.13	7,595,950.93	9,693,784.34
加：营业外收入	4,100.00	58,800.00	18,000.00	
减：营业外支出	300,000.00	-	-	-
三、利润总额	9,609,267.81	9,841,765.13	7,613,950.93	9,693,784.34
减：所得税费用	159,034.40	2,434,823.71	1,739,305.38	2,382,597.90
四、净利润	9,450,233.41	7,406,941.42	5,874,645.55	7,311,186.44

备注：2010 年度数据取自中勤万信会计师事务所有限公司出具的无保留意见审计报告（勤信审字【2011】2055 号），2011、2012、2013 年 1-4 月数据取自中审亚太会计师事务所有限公司出具的无保留意见审计报告（中审亚太审字[2013]010479 号）。

(3) 公司主要财务指标

指标分析	指标解释	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 4 月
盈利能力分析					
净资产收益率	净利润/平均股东全部权益	0.72%	0.53%	0.39%	0.62%
总资产报酬率	息税前利润/平均总资产	0.74%	0.71%	0.50%	0.82%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入	16.63%	17.33%	16.41%	18.84%
主营业务成本率	主营业务成本/主营业务收入	83.37%	82.67%	83.59%	81.16%
偿债能力分析					
资产负债率	总负债/总资产	0.54	0.53	0.60	0.70
流动比率	流动资产/流动负债	0.81	0.97	1.36	1.15



速动比率	(流动资产-存货)/流动负债	0.81	0.97	1.35	1.15
利息保障倍数	息税前利润/利息费用	0.30	0.26	0.17	0.41
营运能力分析					
应收账款周转率	主营业务收入/平均应收账款	159.74	149.24	85.73	32.24
存货周转率	主营业务成本/平均存货	166.41	435.30	1,169.09	1,641.70
流动资产周转率	主营业务收入/平均流动资产	2.38	2.11	1.74	0.73
总资产周转率	主营业务收入/平均总资产	0.37	0.49	0.55	0.34

依据上述财务指标，我们对兴正元的盈利能力、偿债能力和营运能力进行分析如下：

1) 盈利能力分析

从上表指标可以看出，最近三年兴正元的净资产收益率、总资产报酬率指标均呈上升趋势，而主营业务利润率、主营业务成本率则基本持平。

2) 偿债能力分析

从上表指标可以看出，随着业务量的不断扩大企业占用的供应商的资金呈持续增长的趋势；从企业近年来的资产负债率、流动比率、速动比率来看，上述情况表明企业的整体偿债能力良好。

3) 营运能力分析

从上表指标可以看出，最近三年的营运效率指标基本稳定，应收账款周转率、存货周转率、流动资产周转率、总资产周转率保持较高比率；总体上来看，公司的各项资产周转情况良好。

(五) 评估计算及分析过程

一) 收益模型的选取

1、基本模型

本次评估模型选用企业自由现金流模型。可表达为

$$E=B-D$$

式中：

E ：股东全部权益价值（股东全部权益）



B: 企业整体价值:

$$B=P+\sum C_i$$

P: 经营性资产价值

$$P=\sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n}{r(1+r)^n}$$

式中:

R_i: 未来第 i 年的预期收益(企业自由现金流量);

R_n: 永续期的预期收益(企业自由现金流量);

r: 折现率;

n: 未来经营期;

ΣC_i: 基准日存在的非经营性或溢余性资产的价值。

$$C_i=C1+C2+C3+C4+C5$$

C1: 预期收益中未体现投资收益的全资、控股或参股投资价值;

C2: 预期收益中未计收益的投资性房产项目;

C3: 预期收益中未计收益的在建工程价值;

C4: 基准日闲置设备、房产等资产价值;

C5: 基准日存在的其他溢余性资产价值。

D: 付息债务价值: 指基准日账面上需要付息的债务, 包括短期借款, 带息应付票据、一年内到期的长期借款、长期借款等。

2、收益指标

本次评估, 使用企业自由现金流量作为经营性资产的收益指标, 其基本定义为:

R=税后净利润+折旧及摊销+扣税后付息债务利息-资本性支出-净营运资金变动

3、折现率的确定



按照收益额与折现率口径一致的原则，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)。

$$\text{公式：} WACC = K_e \times E / (D+E) + K_d \times D / (D+E) \times (1-T)$$

式中：

K_e 为权益资本成本；

K_d 为债务资本成本；

D/E ：根据市场价值估计的被估企业的目标债务与股权比率；

其中： $K_e = R_f + \beta L \times RP_m + R_c$

R_f ：无风险报酬率；

βL ：企业风险系数；

RP_m ：市场风险溢价；

R_c ：企业特定风险调整系数。

4、溢余资产价值的确定

溢余资产是指与企业收益无直接关系的，超过企业经营所需的多余资产。

二) 收益年限的确定

现金流量的持续年数应当等于资源的寿命，企业的寿命是不确定的，通常采用持续经营假设，即假设企业将无限期的持续下去，将预测的时间分为两个阶段，详细的预测期和后续期，或称永续期。

三) 预测期的确定

原则上预测到企业生产经营稳定的年度，本次评估根据兴正元的经营情况及本次评估目的，对2013年5月至2017年采用详细预测，以后年度的生产经营按2017年水平考虑

四) 未来收益的确定

1、主营业务收入的预测

表 2

主营业务收入由百货收入构成，通过兴正元自成立时起至评估基准日的



的收入分析，主营业务收入呈现出较快增长趋势，平均增幅达 30.35%，其中 2011、2012 年度收入增长率分别为 39%、23%。结合上述（四）企业经营、资产、财务分析，兴正元无论从规模、服务内容等方面正是符合未来发展趋势定位的区域型购物中心，在未来还会有一段时间的较快发展，之后会呈现出稳定增长的态势。故在预测期按照以下方式进行预测：2013 年度在 2012 年度基础上增长 22% 的幅度进行预测，减去 2013 年 1-4 月的历史数据，得出 2013 年 5-12 月的预测数；2014 年以后年度分别在上一年度数据上增长 19%、14%、10%、7% 的幅度进行预测，根据上述分析和考虑因素最终确定主营业务收入数据。

2、主营业务成本的预测

表 3

经分析兴正元自成立时起至评估基准日的成本，主营业务成本率维持在 83% 左右的水平，故按照该水平，考虑到针对预测期的主营业务收入相应预测主营业务成本。

3、其他业务利润的预测

表 4

其他业务收入由租赁收入、物业费收入（收取的各商家水电费、垃圾费等综合的物业性收入）、合同扣项收入（商家进场的合同性收费）及其他收入（POP 制作收费、花车收入、广告位收入等）四部分组成。

其中租赁收入由两部分组成，其一由投资性房地产产生的收入，因预测未来收益时未包括投资性房地产，故其产生的收入不进行预测；其二由其他铺面产生的租赁收入，预测期按照 1.5% 的年增长幅度进行预测；其余各项收入，根据历史年度的统计年增幅在 25-50%，预测期按照 20% 的年增幅进行收入预测。

4、营业税金及附加的预测

表 5

营业税金及附加为营业税、消费税、城建税、教育费附加及地方教育费附加，其中经分析历史年度消费税构成，应缴纳消费税的收入占主营业务收



入的比重维持在 11%的水平。各税种按以下公式进行预测：

营业税=其他业务收入 $\times$ 5%

消费税=（主营业务收入 $\times$ 11%） $\times$ 5%

增值税=[主营业务收入 $\times$ （1-83%）] $\times$ 17%

城建税=（营业税+消费税+增值税） $\times$ 7%

教育费附加=（营业税+消费税+增值税） $\times$ 3%

地方教育费附加=（营业税+消费税+增值税） $\times$ 2%

5、营业费用的预测

表 6

营业费用主要包括：租赁费、广告费、促销费等。其中：

租赁费依据兴正元签订的租赁合同中约定的租金进行列示，具体如下；

2009 年 11 月，兴正元与西安兴正元实业投资集团有限公司、西安兴正元地产开发有限公司签订房屋租赁合同，向西安兴正元实业投资集团有限公司、西安兴正元地产开发有限公司承租骡马市商业步行街北区西段 1—2 层 11,711.08 m²，租赁期为 2010 年 1 月 1 日至 2021 年 6 月 30 日，租金合计为 10,080 万元；承租骡马市商业步行街北区西段 2 层 7,084.99 m²，租赁期为 2010 年 1 月 1 日至 2021 年 6 月 30 日，租金合计为 23,460 万元。

对于广告费、促销费等费用，在分析历史水平基础上考虑业务扩大因素进行预测。

6、管理费用的预测

表 7

管理费用主要包括工资、折旧摊销费、咨询费、办公类费用等。其中：

工资根据人力部对企业工资按照未来人员规模水平并考虑年递增 10%水平进行预测；对应的职工的福利费、社会保险费及住房公积金、奖励经费、工会经费等亦考虑年递增 10%水平进行预测。

对折旧费、摊销等固定性费用，按照未来与管理相关的固定资产情况和无形资产、长期费用待摊的摊销方法进行预测。



咨询费，为西安民生向兴正元收取的委托管理费，按照以下方式进行预测：

兴正元与西安民生自 2010 年 2 月起签订委托管理合同，全权委托西安民生对其进行经营管理。在最近一期的委托管理合同（合同期限为 2012 年 3 月 1 至 2012 年 12 月 31 日）中，合同规定：“兴正元向西安民生集团股份有限公司支付固定管理费 250 万元，当公司委托期限内净利润总额超过 300 万元时，西安民生集团股份有限公司就净利润总额超过 300 万元的部分，提取 20% 的超额奖励费。合同约定：合同期满前 3 个月内双方协商确定是否延长本合同的履行期限，如双方一致同意延长履行期限并就本合同内容无单方面书面异议，本委托管理合同自动延续；如双方不能就延期事宜达成一致意见，本合同期满后自行终止。”

故预测期依据最近一期委托管理合同中的约定，进行咨询费的预测，即每月支付固定管理费 25 万元，当公司委托期限内净利润总额超过 300 万元时，就超过 300 万元的部分，提取 20% 的超额奖励费。

海航商业控股有限公司为避免与西安民生的同业竞争，承诺于 2014 年底将其目前下属的其他商业百货业务注入西安民生，包括兴正元。故承诺期结束后，届时西安民生将不再收取托管费，故从 2015 年起托管费不再进行预测。

办公类费用主要包括物料消耗、租金水电费、办公费、修理费等，考虑企业未来经营规模的扩大和企业收益的增长以及合同约定的费用调整条款对部分费用项目造成的影响，综合收入增长预测未来该类费用水平。

7、财务费用的预测

表 8

截止评估基准日，兴正元账面付息债务余额共计 122,000 万元，其中短期借款 55,000 万元，一年内到期的非流动负债 10,000 万元，长期借款 51,000 万元，利息支出均在财务费用中体现。预测时依据企业通常保留的资金贷款进行利息支出的预测；对存款利息收入、银行手续费等其他财务费用，考虑



历史年度的数据进行预测。

8、投资收益预测

表 9

投资收益由权益法核算的长期股权投资收益及资金使用费两部分组成。长期股权投资预测未来收益时未包括，故其产生的投资收益在预测期不予考虑；资金使用费，考虑资金使用的期间及金额进行预测，按照兴正元签订的资金使用费框架协议，到期日为 2014 年 12 月 31 日，自 2015 年度起不再进行预测。

9、营业外收支预测

表 10

营业外收支的发生具有偶然性且金额小，本次收益预测忽略不计。

10、资本性支出的预测

表 11

企业的资本性支出主要为新购置办公设备及正常更新支出。正常更新支出主要为兴正元预测期计提的固定资产折旧及资产摊销，折旧及摊销的具体金额详见下述第“11 项折旧及摊销的预测”。

11、折旧及摊销的预测

表 12

本次固定资产的折旧分为存量资产和增量资产合计按照企业的会计计提折旧的方法(直线法)计提折旧，进行预测。即：

年折旧额=固定资产原值×(1-残值率)×年折旧率

无形资产-土地使用权及长期待摊费用按照企业摊销方法进行计提。

12、营运资金增加额的预测表

表 13

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运资金，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、产品存货购置、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资金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支



付。通常其他应收款和其他应付款核算内容绝大多数为关联方的或非经营性往来；应交税金和应付职工薪酬等多为经营中发生，且周转相对较快，拖欠时间相对较短、金额相对较小，估算时假定其保持基准日余额持续稳定不变。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持的现金（最低现金保有量）、存货、应收款项和应付款项等主要因素，本次收益预测所定义的营运资金增加额为：

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=现金+存货+应收款项-应付款项

现金=年付现成本总额/现金周转率

年付现成本总额=销售成本总额+期间费用总额-非付现成本总额

现金周转率=存货周转率+应收款项周转率-应付款项周转率

应收款项=营业收入总额/应收账款周转率

其中，应收款项主要包括应收帐款、应收票据、预付帐款以及与经营业务相关的其他应收款等诸项。

存货=营业成本总额 / 存货周转率

应付款项=营业成本总额 / 应付帐款周转率

其中，应付款项主要包括应付帐款、应付票据、预收帐款以及与经营业务相关的其他应付款诸项。

根据评估对象经审计的财务报表口径的历史经营的资产与损益、收入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预测结果，按照上述定义，可得到未来经营期内各年度的最低现金保有量、存货、应收款项以及应付款项，从而计算未来各年的营运资金及增加额。

13、所得税

公司目前执行 25%的企业所得税，并不享受税收优惠，据此预测期确定



企业所得税仍为 25%。

14、企业自由现金流的计算

根据以上评估预测，兴正元预测期内的企业自由现金流结果，详见：五）股东全部权益价值的计算过程和评估结果中的附表

四）折现率的确定

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为企业自由现金流量，则折现率按加权平均资本成本(WACC)模型计算。

$$\text{公式： } WACC = K_e \times E / (D + E) + K_d \times D / (D + E) \times (1 - T)$$

式中：

K_e 为权益资本成本；

K_d 为债务资本成本；

D/E ：根据市场价值估计的被估企业的目标债务与股权比率；

其中： $K_e = R_f + \beta L \times R_{Pm} + R_c$

R_f ：无风险报酬率；

βL ：企业风险系数；

R_{Pm} ：市场风险溢价；

R_c ：企业特定风险调整系数。

1、无风险报酬率 R_f

查询 WIND 资讯，距评估基准日到期时间在 5 年以上国债的平均到期收益率为 3.77%，因此本次的无风险报酬率 R_f 取 3.77%。

2、市场风险溢价 R_{pm}

股权风险收益率是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分。正确地确定风险收益率一直是许多股票分析师的研究课题。例如：在美国，Ibbotson Associates 的研究发现从 1926 年到 1997 年，股权投资到大企业平均年复利回报率为 11.0%，超过长期国债收益率约 5.8%。如果以几何平均计



算，这个差异被认为是股权投资风险收益率。我们采用如下方式计算中国股市风险收益率：

截止评估基准日，中国有两个证券交易市场，上海证券交易所和深圳证券交易所。两交易市场分别在1991年先后建立。为了计算股市平均投资回报率，我们分别选择上证180指数和深证100指数上市股票，估算区间为2002年12月31日到2012年12月31日，计算其每家10年平均投资收益率。其计算公式如下：

①算术平均值计算方法：

设：每年收益率为 R_i ，则：

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}} \quad (i=1, 2, 3, \dots, 11)$$

式中： R_i 为第 i 年收益率

P_i 为第 i 年年末交易收盘价（复权）

设第 1 年到第 n 年的收益平均值为 R_m ，则：

$$R_m = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

式中： R_i 为第 1 年（即 1999 年）到第 n 年收益率的算术平均值， $n=1, 2, 3, \dots$

11

②几何平均值计算方法：

设第 1 年到第 i 年的几何平均值为 R_m ，则：

$$R_m = \sqrt[n-1]{\frac{P_i}{P_1}} - 1 \quad (n=2, 3, \dots, n)$$

P_i 为第 i 年年末交易收盘价（后复权）

③无风险收益率 R_f 的估算：采用国债的到期收益率作为无风险收益率；国债的选择标准是每年年末距国债到期日剩余年限超过 5 年的国债；最后以



选定的国债到期收益率的平均值作为每年年末的无风险收益率 R_f 。

④每年市场超额收益率 R_{pm} 的估算分别采用如下公式：

$$R_{pm}=R_m \text{ 算术平均值}-R_f \qquad R_{pm}=R_m \text{ 几何平均值}-R_f$$

市场预期报酬率 R_m ，一般认为，股票指数的波动能够反映市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率。通过对上证综合指数自 1992 年 5 月 21 日全面放开股价、实行自由竞价交易后至 2012 年 12 月 31 日期间的指数平均收益率进行测算，得出市场期望报酬率的近似，即： $R_m = 10.53\%$ 。按照上述 $R_{pm}= R_m \text{ 算术平均值}-R_f$ ，即可得到： $R_{pm}=10.53\%-3.77\%=6.76\%$

3、企业风险系数 β

①确定与被评估企业同行业的上市公司，并且计算包含财务杠杆的 β_1 值

$$\beta_1 = \text{Cov}(R_a, R_p) / \text{Var}(R_p)$$

其中： $\text{Cov}(R_a, R_p)$ ：可比公司样本股票一定时期内的收益率和股票市场组合收益率的协方差

$\text{Var}(R_p)$ ：股票市场一定时期内组合收益率的方差

②上市公司的确定原则：

原则一：选择 A 股上市公司中含百货、零售业务的商业连锁企业；

原则二：选择首发上市日期在 2011 年 1 月前上市的企业；

原则三：剔除在 B 股、H 股等非国内资本市场上市的公司；

原则四：最新一期审计报告结论为标准无保留意见。

根据上述原则，通过 wind 证券投资分析系统，本次选择东百集团、兰州民百、银座股份、王府井等 8 家上市公司作为可比上市公司，分别查询出上述公司截止到 2013 年 4 月 30 日前 100 周的有财务杠杆的 β 系数；通过公式： $\beta_1 = [1 + (1 - T)D/E] \beta_u$ (T 为所得税税率， β_1 为有财务杠杆的风险系数， β_u 为无财务杠杆的风险系数)，将各可比公司的有财务杠杆 β 系数转换成无财务杠

杆的 β 系数，经计算 $\beta_u = 0.8369$ 。

兴正元企业所得税率为 25%，则目标企业风险系数 $\beta_L = 0.9829$ 。

4. 企业特定风险调整系数 R_c

本报告 R_c 取值主要考虑了以下特定风险调整：

日趋激烈的市场竞争风险。零售业是我国开放最早、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。近年来，随着我国经济高速发展，国内零售行业进入了快速扩张阶段。一方面，大型外资百货零售企业进入我国市场；另一方面，国内连锁百货零售企业凭借其对本土市场的熟悉和政策支持也开始加快扩张的速度。

区域型购物中心将成为未来发展的趋势。购物中心是商业零售业发展历程中的一个最高形式，它能最大限度地适应生活方式改变、满足现代消费的多种需要，形成了它比单一零售业态更具备的多种功能和综合优势。而区域型购物中心将成为购物中心发展新热点。服务于广大人群日常生活的区域型购物中心是购物中心的主流和发展方向。区域型购物中心一般四、五层左右，建筑面积为 5—8 万 m^2 ，是以家庭消费为主导的业态组合连带服务配套设施。据不完全统计，在今后的 25—35 年中，中国可能还会有 4 亿人进入城市中。按照中国的消费水平来看，25 万人就需要一个购物中心提供服务，在中国需要多少区域型购物中心为大家提供服务，是可以计算的。而且区域型购物中心不单单仅仅解决的人们的消费问题，也将是人们社交和交流的场所。兴正元无论从规模、服务内容等方面正是符合这一趋势定位的区域型购物中心。

综上分析，取企业特定风险调整系数 R_c 为 2%。

5、权益资本报酬率（CAPM）

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta_L \times R_{Pm} + R_c \\ &= 3.77\% + 0.9829 \times 6.76\% + 2\% \\ &= 12.41\% \end{aligned}$$



6、加权平均资本成本（WACC）

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

式中：Kd取可比公司平均付息债务成本6.11%。

2012年至2017年的所得税率为25%

$$WACC1 = K_e \times E / (D+E) + K_d \times D / (D+E) \times (1-T)$$

$$=10.94\%$$

五）股东全部权益价值的计算过程和评估结果

1、企业整体价值B的确定

（1）经营性资产价值的确定

将收益期各年的企业自由净现金流按确定的折现率折到2013年4月30日现值，从而得出企业的营业性资产价值，计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n}{r(1+r)^n}$$

按上述公式计算企业的营业性资产价值为1,394,889,342.15元。

（2）基准日存在的非经营性或溢余性资产的价值

评估中对于溢余资产、非经营性资产的价值依据成本法下各项资产的评估值确定价值评估结果：

科目	调整说明	账面价值	评估价值
资产类			
银行存款-工行土门支行	定期存单-用于质押	70,000,000.00	70,000,000.00
其他应收款-海航商业控股有限公司	关联方资金占用	461,042,298.79	461,042,298.79
其他应收款-陕西民生家乐商业连锁有限责任公司	关联方资金占用	550,000,000.00	550,000,000.00
长期股权投资-西安鼎盛典当有限责任公司	预测未来收益时未包括	5,950,939.55	5,950,939.55
投资性房地产	预测未来收益时未包括	220,217,700.00	220,217,700.00
小 计		1,294,145,737.95	1,307,933,952.04
负债类			
应付利息-陕西民生家乐商业连锁有限责任公司	关联方资金占用产生的利息	762,500.00	762,500.00
小 计		762,500.00	762,500.00

$$C_i = C_1 + C_2$$

评估基准日被评估企业存在的非经营性或溢余性资产的价值为



1,307,933,952.04 元，非经营性或溢余性负债价值为 762,500.00 元，净额为 1,307,171,452.04 元。

（3）企业整体价值 B

$$\begin{aligned}\text{企业整体价值B} &= \text{营业性资产价值} + \text{非经营性或溢余性资产的净值} \\ &= 2,702,060,794.19 \text{元}\end{aligned}$$

2、付息债务价值 D 的确定

兴正元于评估基准日付息债务为 1,220,000,000.00 元。

3、股东全部权益价值 E 的计算

$$\begin{aligned}E &= B - D \\ &= 2,702,060,794.19 - 1,220,000,000.00 \\ &= 1,482,060,794.19 \text{元} \\ &= 148,206.08 \text{万元（取整）}\end{aligned}$$

四、评估结论及分析

（一）评估结论

我们根据国家有关资产评估的法律、法规、规章和评估准则，本着独立、公正、科学、客观的原则，履行了资产评估法定的和必要的程序，采用资产基础法和收益法对兴正元股东全部权益价值进行了评估，通过对评估结果的分析，最终得出在被评估企业持续经营、公开市场和适当的假设前提下，采用市场价值类型，在评估基准日 2013 年 4 月 30 日的评估结论如下：

1、资产基础法初步评估结果

本报告评估范围的总资产账面值为 219,620.39 万元，评估后总资产为 307,577.39 万元，增值额为 87,957.00 万元，增值率为 40.05%；

本报告评估范围的总负债账面值为 153,309.82 万元；评估后总负债为



153,309.82 万元，增值额为 0.00 万元，增值率为 0.00%；

本报告评估范围的净资产账面值为 66,310.57 万元，评估后净资产为 154,267.57 万元，增值额为 87,957.00 万元，增值率为 132.64%。

具体情况见下表：

资产评估结果汇总表

评估基准日：2013 年 4 月 30 日

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	117,356.27	117,424.21	67.94	0.06
二、非流动资产	102,264.12	190,153.18	87,889.06	85.94
其中：长期股权投资	595.09	595.09	-	-
投资性房地产	25,120.90	22,021.77	-3,099.13	-12.34
固定资产	37,847.55	167,143.86	129,296.31	341.62
无形资产	38,308.13	-	-38,308.13	-100.00
三、资产总计	219,620.39	307,577.39	87,957.00	40.05
四、流动负债	102,283.52	102,283.52	-	-
五、非流动负债	51,026.30	51,026.30	-	-
六、负债总计	153,309.82	153,309.82	-	-
七、净资产	66,310.57	154,267.57	87,957.00	132.64

评估详细情况见《资产评估结果汇总表》和各项《资产评估明细表》。

2、收益法初步评估结果

经实施实地查勘、历史资料核实和评定估算等评估程序，采用收益法对兴正元股东全部权益价值进行评估，兴正元股东全部权益在评估基准日 2013 年 4 月 30 日的账面值为 66,310.57 万元，评估价值为 148,206.08 万元，评估增值 81,895.51 万元，增值率 123.50%。

收益法评估结果详细情况见《收益法评估测算结果表》及各项测算表。

3、评估结果的选取



兴正元股东全部权益价值的成本法评估结果为 154,267.57 万元，收益法评估结果为 148,206.08 万元，两者相差 6,061.49 万元，差异率 4.09%。

两种评估方法差异的原因主要是：①兴正元主要资产是商业物业，属于重资产商业百货，且位于所在城市的核心商圈，按账面值计算占资产总额的比重达 46.09%，按照评估值计算占评估后总资产的比重达 61.48%。近几年商业地产增幅较大，而相应的商业百货经营业绩的增长幅度则相对较低，由此导致成本法下物业评估大幅增加，而收益法下营业收入和净利润的增长有限；②企业价值下，商业物业对企业的贡献低于其自身的增长价值。

综上所述，由于以上因素的影响，加之兴正元自 2010 年开始正式营业起至评估基准日经营期限仅 3 年有余，处于培育期，相应的市场份额处于一个快速增长期，本次收益法测算时对于收入增长重点参考了同类型商业类上市公司近几年的收入增幅，并结合其历史收入增长情况综合考虑后确定。在兴正元从培育期进入快速增长期这一情况下，收益法下通常将受到宏观经济、政府控制以及资产的有效使用等条件的影响，故本次评估舍弃了收益法评估结果，最终选用资产基础法作为本次评估结论。

4、评估结论

兴正元股东全部权益在评估基准日 2013 年 4 月 30 日所表现的市场价值为人民币壹拾伍亿肆仟贰佰陆拾柒万伍仟柒佰元（¥154,267.57 万元）。

本评估结论根据以上评估工作得出。

（二）评估结论与账面价值比较变动情况及原因分析

1、资产基础法评估增减值原因分析：

（1）银行存款评估增值 723,013.70 元，增值率 0.9%，主要为工行一笔定期存款，按照存款利率计算截至评估基准日期间的利息所致。

（2）存货评估减值 43,596.58 元，减值率 19.34%，主要为在用周转材料采用五五摊销核算，评估采用现场勘查和市场询价方式确定评估值所致。



(3) 投资性房地产评估减值 30,991,313.97 元, 减值率 12.34%, 原因为: ①投资性房地产按照建筑面积占比分摊法估算入账价值, 未考虑商业地产中各楼层差价对入账价值的影响; ②见固定资产-房屋建筑物的原因分析(4)-③。

(4) 固定资产评估增值 1,292,963,118.26 元, 增值率 341.62%。原因为: ①机器设备评估增值 10,553.47 元, 增值率 6.76%, 因经济使用年限与财务折旧年限的差异造成评估增值; ② 电子设备评估减值 69,573.76, 减值率 15.79%。由于办公类电子设备技术进步较快, 市场价格降幅较大所致; ③房屋建筑物评估增值 1,293,022,138.55, 增值率 342.18%, 其一由于房屋建筑物按照建筑面积占比分摊法估算入账价值, 未考虑商业地产中各楼层差价对入账价值的影响; 其二由于本次评估的房屋建筑物为经营性物业, 根据评估目的并结合资产特点, 对该商业房地产进行了房地合一的整体评估, 其中含有土地使用权价值所致。

(5) 无形资产减值 383,081,251.10 元, 减值率 100%, 其原因见(4)-③。

2、收益法评估增减值原因分析:

企业账面价值仅体现了资产的实际购置成本及资产的摊余价值, 而收益法体现了企业现有资产的未来盈利水平。因此, 收益法评估较账面有较大的增值。

3、敏感性分析:

通过对收入、折现率等因素进行敏感性分析, 经分析后以上因素不具有较强的敏感性(对股权价值影响额增减变动幅度超过 5%的, 视为敏感性较强的因素)。

在评估假设中重要的假设有: 具体假设中的(5)本次预测不考虑期后事项对评估结论的影响以及(6)从 2015 年起托管费不再进行预测; 若考虑第(5)项, 预测期将增加利息支出 1,500 万元, 收益法下股权价值为 149,129.00



万元；若考虑第（6）项，预测期将增加管理费用 4,121.60 万元，收益法下股权价值为 138,509.94 万元；若综合考虑（5）、（6）项，收益法下股权价值为 139,715.84 万元。

（三）股东全部权益价值的溢价（或者折价）及流动性的考虑

- 1、本评估报告未考虑非流通性折扣对评估结果的影响。
- 2、本评估报告未考虑股权折溢价及流动性对评估结果的影响。